

2011-04-01

证券研究报告
行业研究 / 固定产品

化工

化肥逐渐转淡 聚氨酯进入旺季

增持/维持评级

——基础化工行业 201103 跟踪

分析师

肖晖
SAC 执业证书编号:s1000208110160
(0755)8249 3656
xiaohui@mail.htlhsc.com.cn

李辉
SAC 执业证书编号:s1000210070026
(0755)8236 4424
lihuiyjs@mail.htlhsc.com.cn

联系人

邵沙鏊
(021)5010 6019
shaosk@mail.htlhsc.com.cn

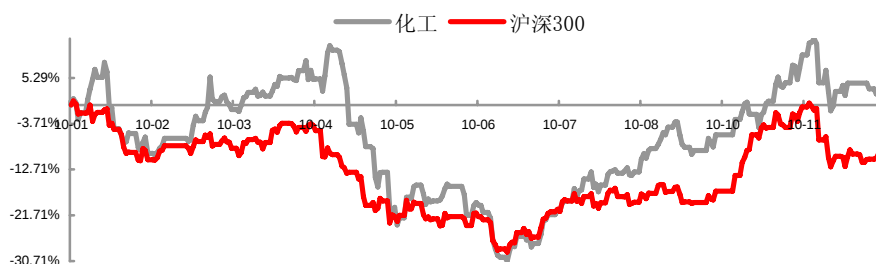
肖洁
(0755)8236 8532
xiaojie@mail.htlhsc.com.cn

赵森
(0755)8236 8536
zhaosen@mail.htlhsc.com.cn

陈小鹭
(0755)8212 5084
chenxiaolu@mail.htlhsc.com.cn

- 国际原油价格 3 月持续上涨, 受中东政局的影响, WTI 原油价格在 3 月重回 100 美元/桶, 涨幅超过 10%。
- 国际粮食价格高位, 支撑化肥价格。3 月北半球用肥旺季结束, 氮肥价格开始下跌; 磷铵需求持续旺盛, 月内仍有 1-3% 小幅上涨, 我们预计二季度印度、拉美备肥阶段, 需求有望超预期; 钾肥经销商提价频繁, 欧洲上涨 18-20 美元/吨。3 月国内国内淡季, 氮磷肥开始季节性回落, 我们预计 6 月-9 月随着磷肥出口低关税期到来, 国内磷肥价格将回升, 建议关注二季度期间磷化工企业的投资机会。
- 磷化工景气。磷矿石价格自年初起一直上涨, 高品位稀缺, 我们预计随着二季度磷铵、氢钙等市场的好转, 磷矿石采购增加, 价格还将上涨, 磷矿石正处于长期涨价通道中。黄磷价格季节性回落, 我们预计 11 年国内电力供给紧张, 黄磷丰水期价格下跌幅度低于预期。《磷铵生产准入条件(征求意见稿)》出台, 若实施, 我们判断国内现有大型磷矿企业将成为磷肥行业整合后的优胜者。
- 聚氨酯进入旺季。3 月, 华东地区纯 MDI 交易价环比涨 1%, 聚合 MDI 涨 2.5%, MDI 交易价格并未大幅提高, 低于万华挂牌价。我们预计, Q2 下游旺季持续, MDI 价格在需求拉动下上涨, 但幅度不大。油价上涨, 国内电石法 BDO 受益, 山西三维 BDO 上涨 12%, 至 23500 元/吨, 利差从 2011 年 1 月初开始逐步扩大, 毛利率超过 35%。
- 3 月, 纯碱价格平稳, 华东轻质碱成交价 1600-1700 元/吨, 行业开工率 7-8 成。下游地产受到政策调控, 玻璃价格下跌, 纯碱行业新增产能 2 季度逐渐释放, 预计纯碱价格 2 季度还将小幅回落。
- 我们维持化工行业“增持”评级, 行业中长期供需关系好转的趋势未变, 推荐兴发集团、云天化、山西三维。
- 风险提示: 国际油价大幅波动; 受天气等因素影响, 化肥需求量或价格下滑; 房地产开工面积大幅回落。

最近 52 周行业表现



目 录

磷化工：磷矿石价格上涨	5
钾肥：需求有所恢复	10
氮肥：春耕进行时，氮肥价格涨势渐缓	Error! Bookmark not defined.
聚氨酯（MDI、BDO）：旺季来临	Error! Bookmark not defined.
MDI——旺季来临、盈利向好	Error! Bookmark not defined.
BDO——受益于高油价	Error! Bookmark not defined.
纯碱：2011 年盈利好转	Error! Bookmark not defined.
氯碱：一体化企业受益	Error! Bookmark not defined.
风险提示	16

图表目录

图 1:	北美 1 月末二铵库存增加 10.7 万吨	6
图 2:	北美一铵库存增长 2.9 万吨.....	6
图 3:	国际磷铵价格 2 月末再明显上涨.....	6
图 4:	国际磷矿石价格上涨.....	Error! Bookmark not defined.
图 5:	国内二铵价格.....	7
图 6:	国内一铵价格.....	7
图 7:	12 月国内磷铵产量超 240 万吨.....	7
图 8:	1 月二铵出口 14.5 万吨.....	7
图 9:	12 月磷矿石产量 670 万吨, 同比增 22%	7
图 10:	1 月黄磷出口 0.2 万吨.....	7
图 11:	1 月三聚磷酸钠出口 3.5 万吨.....	8
图 12:	1 月食品级磷酸出口 4.3 万吨, 同比增 25%.....	8
图 13:	磷矿石价格上涨	8
图 14:	黄磷价格	8
图 15:	磷酸价格跟随黄磷变动	8
图 16:	三聚磷酸钠价格持续上涨.....	8
图 17:	1 月氯化钾进口 51 万吨.....	11
图 18:	1 月硫酸钾进口 1 万吨.....	11
图 19:	1 月北美钾肥库存下降 8.5 万吨	11
图 20:	中国年度合同价格上调, 巴西到岸价涨至 440 美元/吨.....	12
图 21:	12 月国内钾肥产量创新高, 55.7 万吨.....	12
图 22:	国产氯化钾价格处于	12
图 23:	国内尿素价格涨势趋缓	Error! Bookmark not defined.
图 24:	国际尿素价格高位平稳	Error! Bookmark not defined.
图 25:	国内尿素开工率开始恢复.....	Error! Bookmark not defined.
图 26:	关税效应下出口锐减.....	Error! Bookmark not defined.
图 27:	北美尿素产量同比小幅上升	Error! Bookmark not defined.
图 28:	北美尿素库存低于近 5 年平均	Error! Bookmark not defined.
图 29:	3 月烟台万华维持纯 MDI 挂牌价 22900 元/吨.....	Error! Bookmark not defined.
图 30:	3 月烟台万华维持聚合 MDI 挂牌价 18800 元/吨.....	Error! Bookmark not defined.
图 31:	12 月 MDI 交易价格基本稳定.....	Error! Bookmark not defined.
图 32:	12 月苯胺价格小幅上涨	Error! Bookmark not defined.
图 33:	2011 年 1-2 月纯 MDI 盈利能力同比 2010 年提高近 50%.....	Error! Bookmark not defined.
图 34:	聚合 MDI 盈利能力逐渐走出低谷.....	Error! Bookmark not defined.
图 35:	皮革浆料、鞋底原液是纯 MDI 的主要下游	Error! Bookmark not defined.
图 36:	家电是聚合 MDI 的主要下游.....	Error! Bookmark not defined.
图 37:	2011 年初开始 BDO 价差再度扩大	Error! Bookmark not defined.
图 38:	轻质碱价格维持在 1700 元/吨.....	Error! Bookmark not defined.

图 39: 重质碱价格回落 300-500 元/吨.....	Error! Bookmark not defined.
图 40: 纯碱表观消费量同比下降 14.1%.....	Error! Bookmark not defined.
图 41: 纯碱开工率 80.7%	Error! Bookmark not defined.
图 42: 纯碱出口低位稳定.....	Error! Bookmark not defined.
图 43: 纯碱 4 季度旺季, 月均产量最高.....	Error! Bookmark not defined.
图 44: 新开工面积同比增速下滑.....	Error! Bookmark not defined.
图 45: 玻璃产量较为稳定.....	Error! Bookmark not defined.
图 46: 玻璃库存小幅回升.....	Error! Bookmark not defined.
图 47: 氧化铝同比增速下滑.....	Error! Bookmark not defined.
图 48: 合成洗涤剂行业复苏缓慢.....	Error! Bookmark not defined.
图 49: 国际 PVC 价格小幅上涨.....	Error! Bookmark not defined.
图 50: 国内 PVC 价格小幅回调.....	Error! Bookmark not defined.
图 51: 新开工面积同比增速下滑.....	Error! Bookmark not defined.
图 52: PVC 产量维持在高位.....	Error! Bookmark not defined.
图 53: 全年 PVC 表观消费量同比 17.2%的增速...	Error! Bookmark not defined.
图 54: 对外依存度提高到 26%.....	Error! Bookmark not defined.
图 55: 电石产量略有恢复.....	Error! Bookmark not defined.
图 56: 烧碱价格维持在 2600 元/吨.....	Error! Bookmark not defined.
图 57: 烧碱产量有所恢复.....	Error! Bookmark not defined.
图 58: 氧化铝产量有所恢复.....	Error! Bookmark not defined.
图 59: 机制纸行业缓慢复苏.....	Error! Bookmark not defined.

表格 1、磷化工上市公司盈利预测	8
表格 2、部分氮肥公司盈利预测(截止 3 月 1 日)	Error! Bookmark not defined.
表格 3、公司估值 (3 月 4 日)	Error! Bookmark not defined.
表格 4、MDI 消费预测	Error! Bookmark not defined.
表格 5、国内 BDO 产能统计	Error! Bookmark not defined.
表格 6、BDO 供需关系向好.....	Error! Bookmark not defined.
表格 7、BDO 上市公司估值.....	Error! Bookmark not defined.
表格 8、纯碱上市公司估值 (3 月 3 日收盘价)	Error! Bookmark not defined.
表格 9、纯碱消费预测	Error! Bookmark not defined.
表格 10、氯碱上市公司估值 (3 月 3 日股价)	Error! Bookmark not defined.
表格 11、PVC 消费预测.....	Error! Bookmark not defined.
表格 12、电石产能产量预测	Error! Bookmark not defined.
表格 13、氯碱上市公司敏感性.....	Error! Bookmark not defined.

磷化工：磷肥价格季节性回落，关注二季度投资机会

国内磷肥价格季节性回落

国际磷肥需求持续良好，价格小幅上涨。由于中国限制出口及突尼斯停产，国际磷肥供给紧张，价格持续上涨，美洲湾二铵价格由2月末的614美元/吨上涨至3月末的620美元/吨，北美二铵2月库存60万吨，比1月库存增加15.3万吨，比此前五年平均量高8%，其中2月进口22万吨，Mosaic开工率接近100%。一铵2月库存33.7万吨，比1月库存低0.8万吨，比此前五年平均量低16%。波罗的海二铵由590涨至600美元/吨，巴西一铵到岸价由640美元/吨涨至660美元/吨。

国内春耕之后，国内磷肥价格开始季节性回落。部分企业一铵价格回调50元/吨，二铵价格相对平稳但是部分企业也有下调价格的计划，国内磷肥价格淡季回落趋势基本确立。目前已有公司将磷肥运至码头，准备6月开始的出口，我们预计6月1日开始随着磷肥出口低关税期到来，国内磷肥价格将回升。

国际硫磺跟随石油价格上涨。中东局势紧张，国际油价持续高位，硫磺价格也将保持高位。印度硫磺到岸价已经由2月末上旬的218美元/吨上涨至223-239美元/吨。

国内磷矿石价格一直上涨

3月末国内矿山基本复产，由于磷铵、氢钙等产品进入季节性淡季，导致矿石需求低迷，但其中高品位矿石短缺，导致矿石价格一直上涨，30%品位的磷矿，云南省车板价450元/吨，较年初上涨80元/吨；四川省280元/吨，较年初上涨30元/吨，贵州省430元/吨，较年初上涨60元/吨。贵州瓮福、开磷为保护省内磷资源，磷矿限量开采，外销量大幅降低，30%品位车板价涨至430-450元/吨。

磷矿资源价值日益体现，我们预计随着二季度磷铵、氢钙等市场的好转，磷矿石将采购增加，磷矿石上涨预期形成，我们预计磷矿石正处于长期涨价通道中。

黄磷价格降幅将小于往年

临近4月平水期，黄磷电炉开工率提高，据中华商务网统计3月末云南省内开工电炉数量已经由5台增加至9台，黄磷价格季节性回落趋势，贵州已由15800小幅下调至15600元/吨。目前，国内黄磷库存约1.8万吨。

国内黄磷生产受制于电力供应。贵州矿难后，火电不足。四川马边也在进行电力安全检查。我们预计2011年我国电力供应将非常紧张，黄磷产量将受到限制，这将会带来黄磷在丰水期间价格回落幅度低于预期。同时，云南铁路黄磷运输持续受限，原料磷矿石、白煤价格上涨等也将支撑黄磷价格。

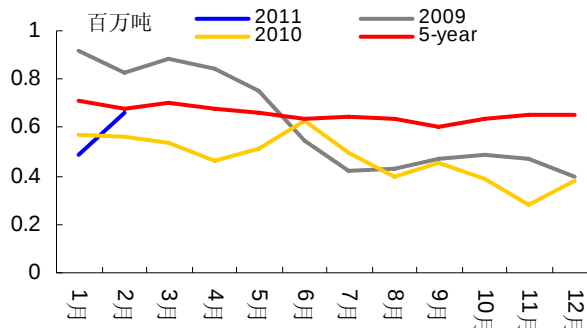
全球磷化工需求平平。当前工业用的亚磷酸、肥料氢钙、电镀用磷酸二氢钾出口需求较好，五钠出口订单较弱。

投资建议

春耕之后，国内磷肥价格开始季节性回落。我们预计6月1日开始随着磷肥出口低关税期到来，国内磷肥价格将回升。建议关注二季度期间磷化工企业的投资机会，持续推荐兴发集团、云天化。《磷铵生产准入条件》中长期利好大型磷肥公司。

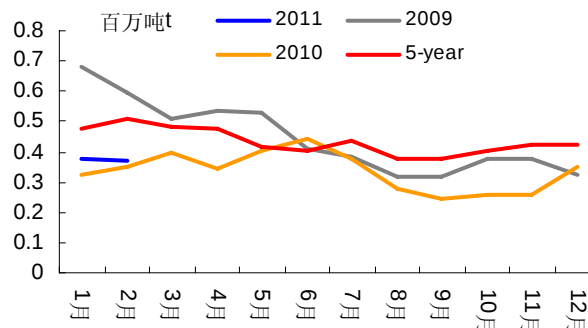
2月淡季，北美磷酸二铵库存上升16.8万吨，一铵小降0.9万吨，二铵库存水平超过5年平均8%。

图1： 北美2月末二铵库存增加16.8万吨



资料来源：POT，华泰联合证券研究所

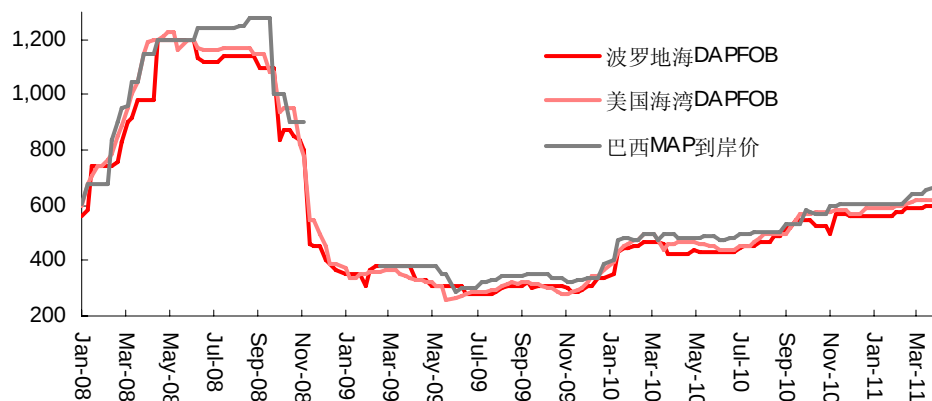
图2： 北美一铵库存降低0.9万吨



资料来源：POT，华泰联合证券研究所

由于中国限制出口及突尼斯停产，国际磷肥供给紧张，价格持续上涨，美洲湾二铵价格由2月末的614美元/吨上涨至3月末的620美元/吨，巴西一铵到岸价由640美元/吨涨至660美元/吨。

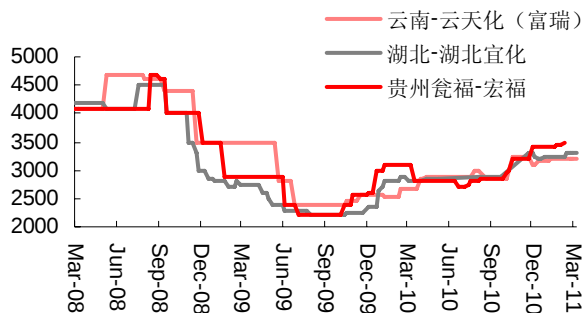
图3： 国际磷铵价格2月末再明显上涨



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

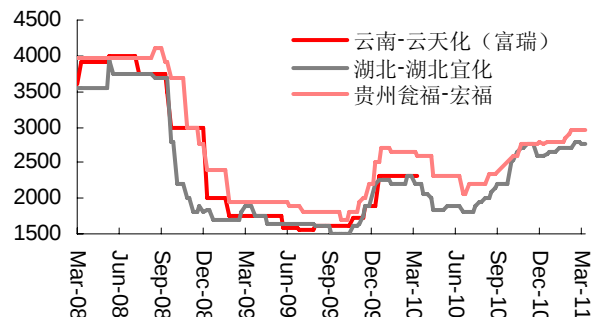
3月湖北、贵州一铵价格上涨50元/吨，湖北二铵出厂报价上涨50元/吨，云南64%含量3200元/吨，湖北由3250元/吨上涨至3300元/吨。

图 4: 国内二铵价格



资料来源: 中华商务网, 华泰联合证券研究所

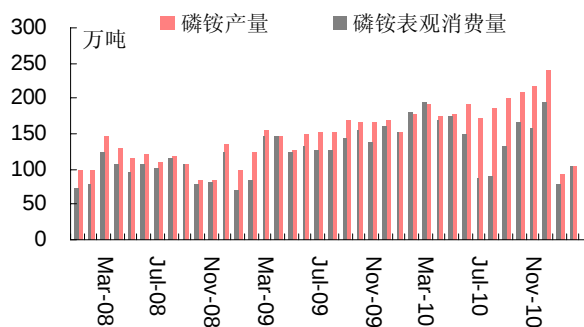
图 5: 国内一铵价格



资料来源: 中华商务网, 华泰联合证券研究所

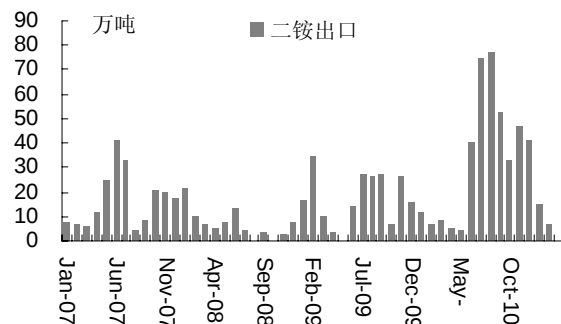
2 月中国磷酸一铵产量 63.3 万吨, 同比增长 50.4%, 磷酸二铵产量 40.6 万吨, 同比增长 46.6%, 磷铵出口已经处于 110% 的高关税阶段, 但前期已经在保税区内的货物陆续出口, 导致 1 月份仍有 14.5 万吨二铵出口。(2011 年数据统计口径有变化!)

图 6: 12 月国内磷铵产量超 240 万吨



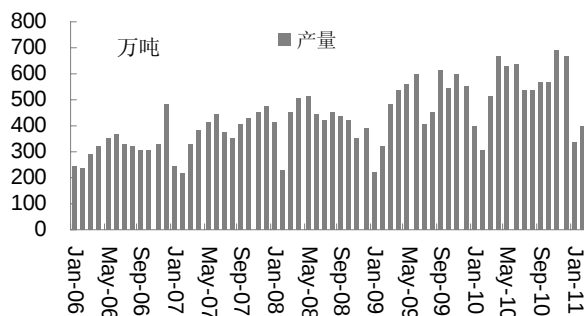
资料来源: 石化行业协会, 华泰联合证券研究所

图 7: 1 月二铵出口 14.5 万吨



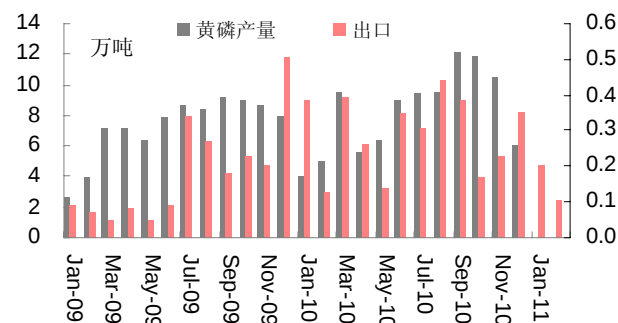
资料来源: 石化行业协会, 华泰联合证券研究所

图 8: 2 月磷矿石产量 401 万吨, 同比增 39.5%



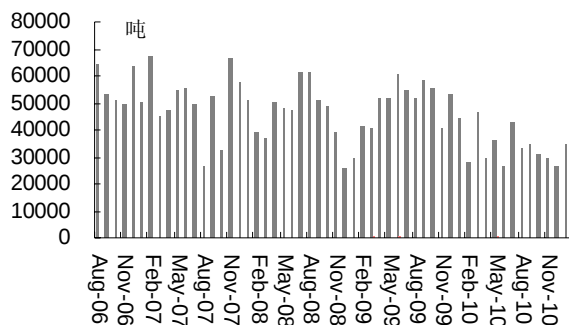
资料来源: 石化行业协会, 华泰联合证券研究所

图 9: 1 月黄磷出口 0.2 万吨



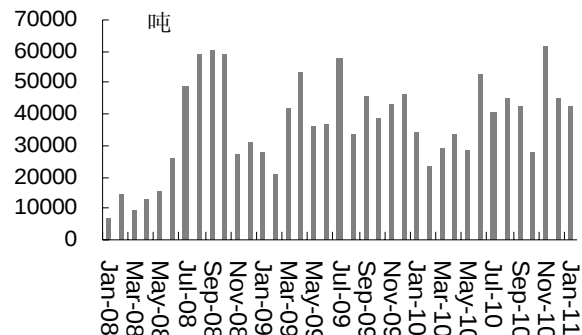
资料来源: 石化行业协会, 华泰联合证券研究所

图 10: 1 月三聚磷酸钠出口 3.5 万吨



资料来源: 石化行业协会, 华泰联合证券研究所

图 11: 1 月食品级磷酸出口 4.3 万吨, 同比增 25%

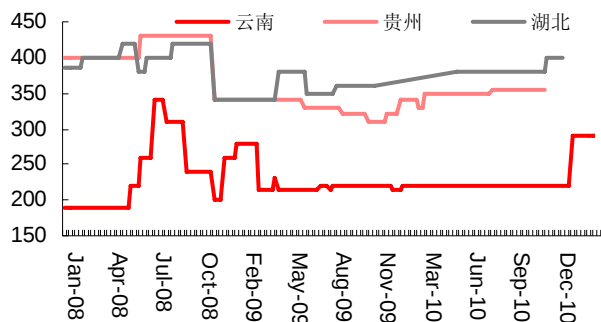


资料来源: 石化行业协会, 华泰联合证券研究所

云南磷化集团省内磷矿石价格元旦过后, 由 220 元/吨上涨至 290 元/吨, 湖北等地跟涨。

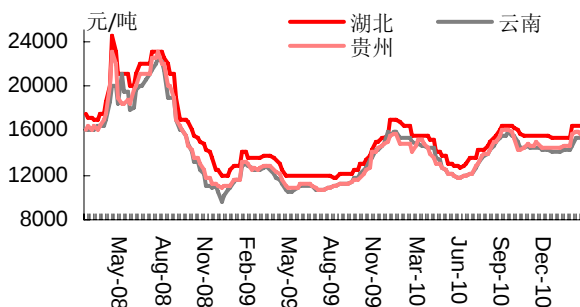
湖北、贵州黄磷价格 3 月 16000 元/吨左右, 云南运输受限, 黄磷货源稍显紧张。

图 12: 磷矿石价格上涨



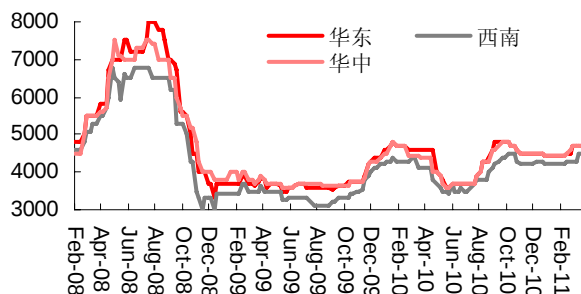
资料来源: 中华商务网, 华泰联合证券研究所

图 13: 黄磷价格



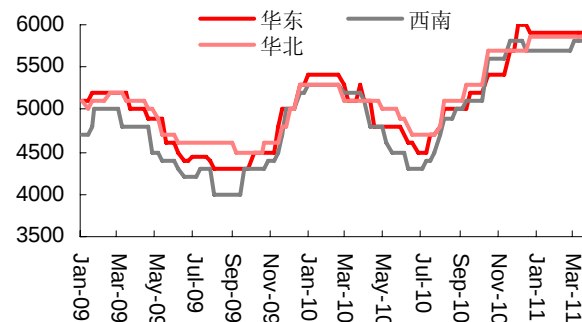
资料来源: 中华商务网, 华泰联合证券研究所

图 14: 磷酸价格跟随黄磷变动



资料来源: 中华商务网, 华泰联合证券研究所

图 15: 三聚磷酸钠价格持续上涨



资料来源: 中华商务网, 华泰联合证券研究所

表格 1、磷化工上市公司盈利预测

	股价	11EPS	12EPS	11PE	12PE	PB
兴发集团	23.75	0.79	0.93	30	25.5	5.1
澄星股份	10.75	0.27	0.27	39.8	39.8	4.5
六国化工	15.31	0.30	0.38	51.0	40.3	2.3

资料来源: wind、华泰联合证券研究所整理

钾肥：价格平稳，短期淡季

国际钾肥需求较好，供应紧张，价格上涨

国际农产品价格高涨，带动钾肥需求，且由于供应紧张，氯化钾价格上涨。2月末，北美地区钾肥库存增长5.7万吨，低于5年平均22%，钾肥需求较好。3月初K+S Kalis宣布上调大颗粒氯化钾价格从目前335欧元/吨至353欧元/吨，硫酸钾价格从402欧元涨至443欧元，德国铁路工人罢工，K+S钾肥发运不畅。Canpotex将在5月对美国本土的报价上调45美元/短吨，BPC跟随，从5月起对巴西的到岸价再次上调，至520-530美元/吨。3月末，欧洲价格上涨18-20美元/吨。

亚洲4月氯化钾现货到岸价确定为460美元/吨，印度年度采购意向价格由于与供货商价格差距较大，而被推迟到5月份。

根据我们的测算，2011-13年全球钾肥开工率将维持在75%左右较低水平，低于2007/08年85%-90%的开工水平，所以我们认为，年内钾肥价格仅将小幅上涨。随着北半球冬季结束，钾肥生产和运输恢复正常，以及罢工事件的解决，钾肥供给将逐渐提升至正常水平，价格也将稳定。

国内钾肥市场平稳

国内市场淡季。据百川资讯统计，目前国内港口钾肥库存约100万吨，处于低位，但下游复合肥厂备货充足，且价格较高，整体采购不旺。60%俄白钾口岸价格2850元/吨左右，青海57%氯化钾到站价2600元/吨。硫酸钾厂家库存较高，50%硫酸钾成交价3400元/吨，成交量不大。

国内钾肥产量大幅增长。1-2月国内淡季钾肥总产量29.2万吨，同比增长46%，国投罗钾等企业钾肥生产装置开始稳定运行，导致国内产量大幅增长，3月末，青海地区钾肥企业已陆续开工，预计钾肥产量还将有较大幅度增长，国内钾肥自给率逐年提高。但新疆、青海短期运输不畅。

中国钾肥需求有所恢复。1-2月共进口氯化钾66万吨，与2010年基本持平，其中1月进口51万吨，同比增长55%，2月春节因素，进口下滑至15万吨，显示钾肥需求在危机过后有所恢复。

“两湖”合并尘埃落定，产能还将大幅增长

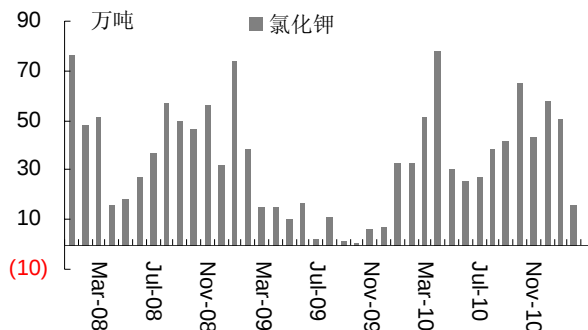
盐湖钾肥合并完成并复牌，两公司整合后可以更好的利用协同效应。公司另外公告，将新建100万吨/年氯化钾产能，建设周期18个月，我们预计2012年中开始，该项目可以贡献产能和业绩。国内钾肥产能、产量持续增长，自给率提高，将更有利于提升国际谈判中的议价能力。

投资建议

我们看好农产品中长期牛市下的化肥行情，但2011-13年全球钾肥开工率将维持在75%左右的较低水平，低于08-09年85%-90%的开工率水平，我们预计钾肥价格将小幅上涨，维持行业“增持”评级。

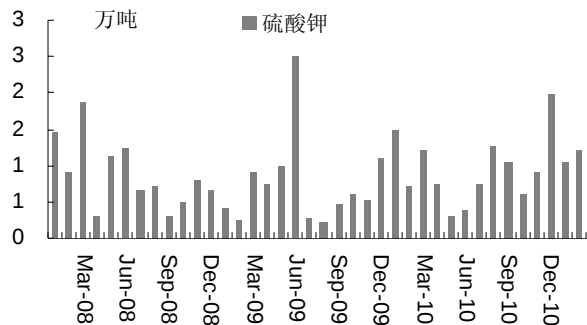
1-2 月共进口氯化钾 66 万吨，与 2010 年基本持平，其中 1 月进口 51 万吨，同比增长 55%，2 月春节因素，进口下滑至 15 万吨，显示钾肥需求在危机过后有所恢复。

图 16: 2 月氯化钾进口 15.4 万吨



资料来源: 石化行业协会, 华泰联合证券研究所

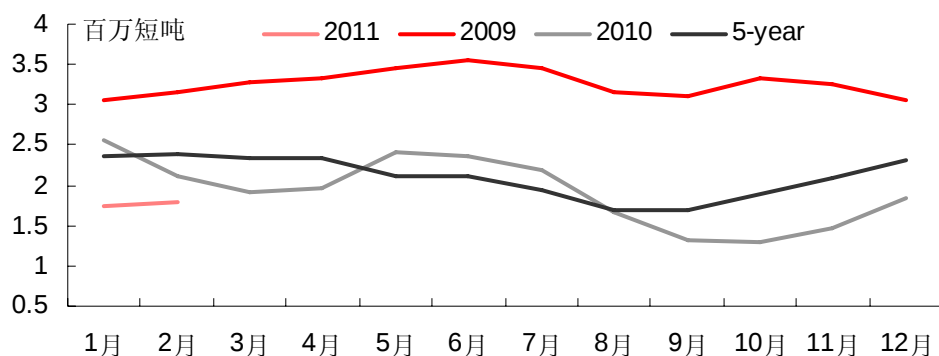
图 17: 2 月硫酸钾进口 1.2 万吨



资料来源: 石化行业协会, 华泰联合证券研究所

2 月末，北美地区钾肥库存增长 5.7 万吨，低于 5 年平均 22%，钾肥需求较好。

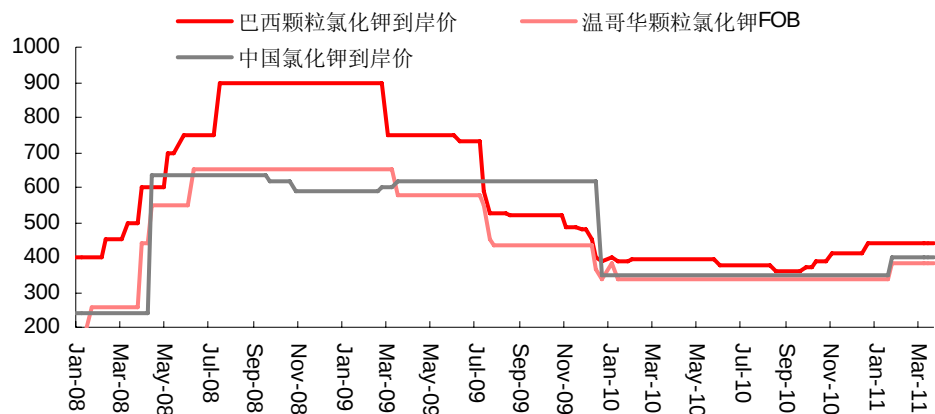
图 18: 2 月北美钾肥库存增长 5.7 万吨



资料来源: POT, 华泰联合证券研究所

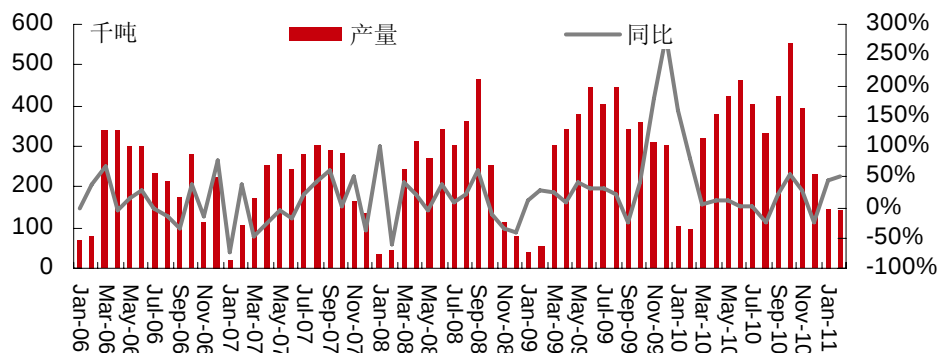
中国进口合同价格上调至 400 美元/吨水平，巴西通常不签订长期供货合同，现货市场采购为主，目前价格到岸价格已上调至 475 美元/吨，预计从 5 月起将再次上调至 525 美元/吨的水平。

图 19： 中国年度合同价格上调，巴西到岸价涨至 440 美元/吨



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

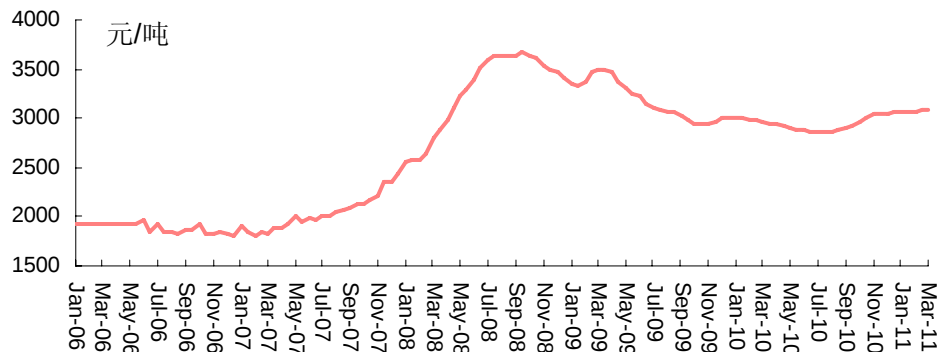
图 20： 1-2 月国内钾肥总产量 29.2 万吨，同比增长 46%



资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

国内钾肥价格跟随国际钾肥价格上涨，预计从 3 月起，青海钾肥陆续复工以及大量进口钾肥到岸，价格上涨趋势将得到一定的抑制。

图 21： 国产氯化钾价格处于



资料来源: 商务部, 华泰联合证券研究所

氮肥：关注春耕过后价格下行风险

需求疲软，国内外尿素价格趋降

随着北美和欧洲用肥旺季结束，11年3月国际氮肥需求下降，价格开始下跌，美国海湾 FOB 均价 379 美元/吨，环比下跌 6.4%，东南亚尿素均价下跌 6.4%至 388 美元/吨。同期美国天然气价格下降 5%至 3.9 美元/MMBtu，我们预计随着美国取暖需求下降和页岩钻探技术的传播，美国天然气价格将持续低位，进一步加大国际尿素价格向下趋势。

3 月份国内小麦追肥逐渐完成，尿素需求趋于平淡，大部分地区尿素价格小幅下降，华北主流地区均价下调 70 元/吨至 1940 元/吨，跌幅达 4%。

开工率回升，煤炭上涨推高成本

10 年下半年节能减排导致了国内氮肥季节性紧张提前，随着气头企业停气检修期结束，整体开工率恢复至 80%，11 年 2 月国内尿素产量 456 万吨，同比下降 6%，环比上升 0.2%，据中商网统计 3 月国内尿素继续小幅提升。我们预计随着国内氮肥企业开工率逐渐提高，后续价格再次上涨动力不足。

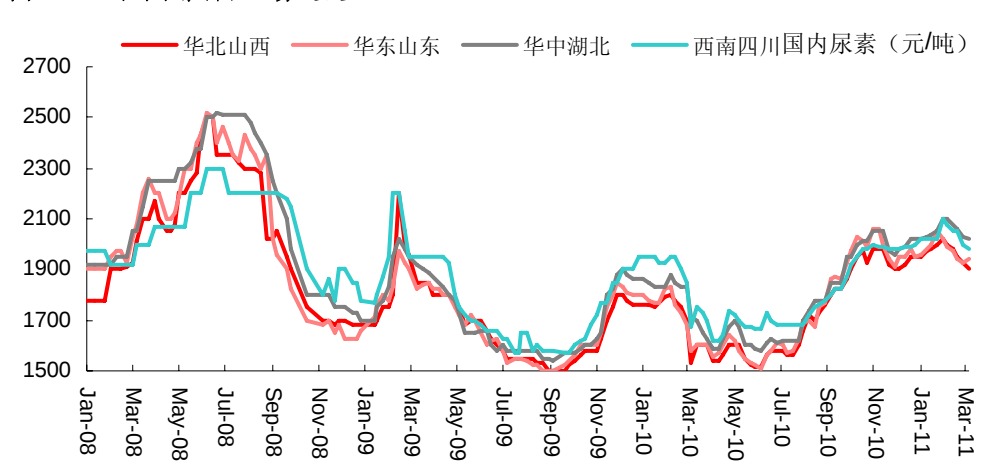
受油价大幅上涨影响，国内煤炭价格持续走高，11 年 Q1 晋城中块煤从 765 元/吨涨至 1100 元/吨，同比涨幅高达 40%，国内大部分尿素企业使用块煤生产，受其推动，尿素全行业平均成本也大幅提升至 1800-1900 元/吨。

11 年盈利好转，关注春耕过后价格下行的风险

10 年受恶劣天气影响国内化肥整体需求下滑，我们认为全球农产品供需偏紧的状况正在持续，受农产品价格上涨影响，国内种植意向有望提高，3 月份农业部公布近期全国农民种植意向调查显示，11 年国内意向种植面积比上年增长 0.3%，其中水稻意向增长 1.9%，玉米增长 2.1%。我们预计 11 年全年氮肥市场盈利水平将触底回升，全年板块表现将好于 10 年，短期关注春耕后价格下行的风险。推荐云天化、湖北宜化。

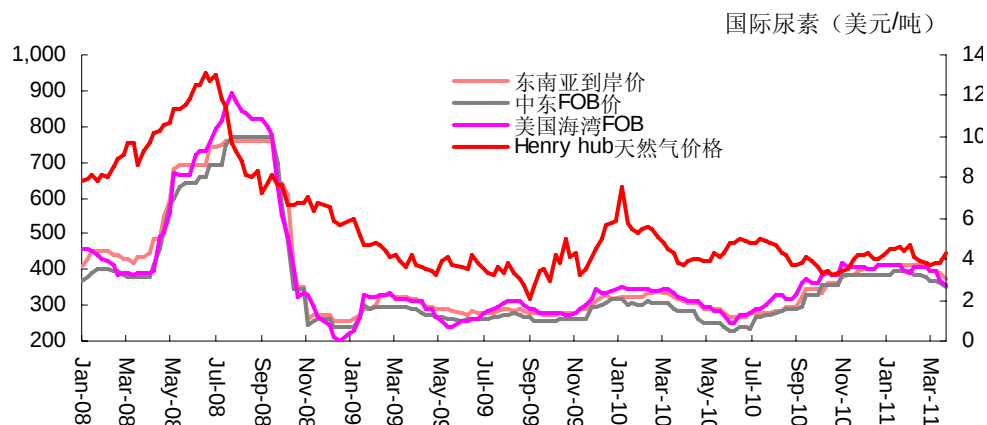
风险提示：国内天气恶劣导致春耕化肥需求低于预期。

图 22： 国内尿素价格涨势趋缓



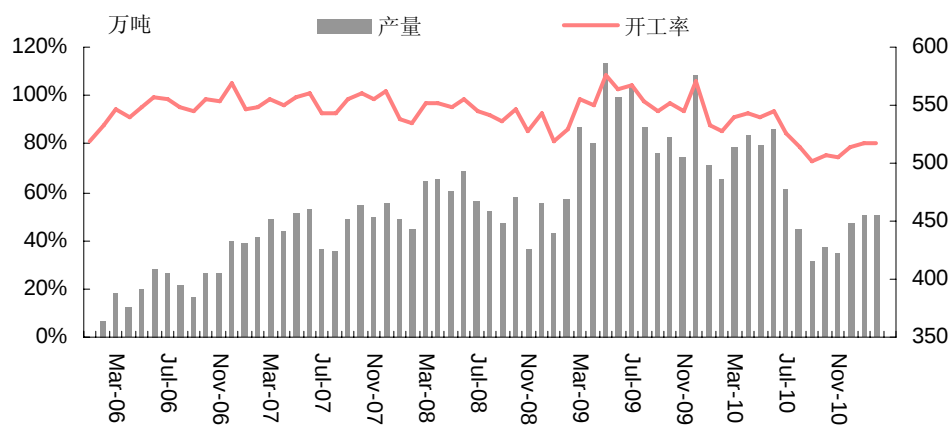
资料来源：中华商务网、华泰联合证券研究所

图 23： 国际尿素价格高位平稳



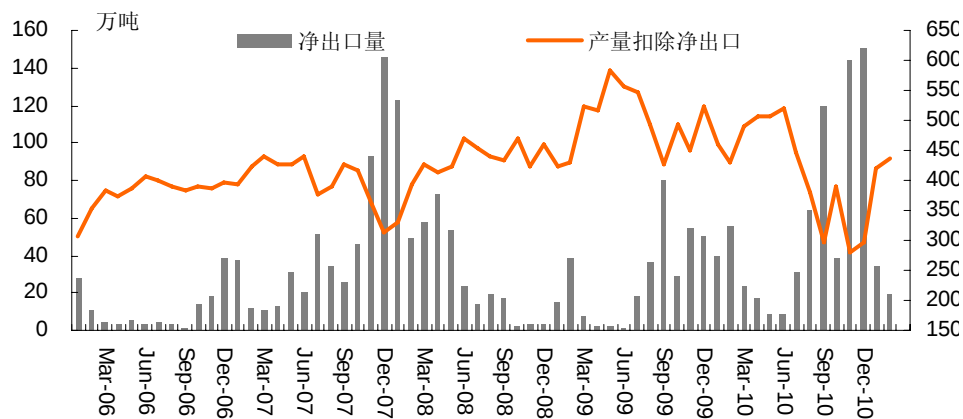
资料来源：彭博、华泰联合证券研究所

图 24： 国内尿素开工率开始恢复



资料来源：石化协会数据快报、华泰联合证券研究所

图 25： 关税效应下出口锐减



资料来源：石化协会数据快报、华泰联合证券研究所

表格 2、部分氮肥公司盈利预测(截止 3 月 28 日)

公司	股价	PB	10EPS	11EPS	10PE	11PE
华鲁恒升	17	2.67	0.63	0.92	27.0	18.5
湖北宜化	21.77	4.22	1.04	1.24	20.9	17.6
柳化股份	11.82	1.91	0.32	0.47	36.9	25.1
建峰化工	7.93	1.69	0.49	0.65	16.2	12.2
云天化	24.57	2.36	0.67	0.89	36.7	27.6
鲁西化工	6.6	2.32	0.27	0.57	24.4	11.6

资料来源: wind、华泰联合证券研究所

纯碱——2011 年盈利好转

3 月，全国纯碱交易价格基本稳定，轻质碱价格维持在 1700 元/吨的水平，重质碱价格维持在 1850 元/吨，国内纯碱价格逐渐回归理性。

目前，以山东海化、双环科技为代表的纯碱行业龙头的开工率维持在 7-8 成，出厂价格小幅下滑 100-200 元/吨，至 1600-1700 元/吨（含税），我们预期一季度的毛利率将超过 20%。二季度为传统旺季，我们预期纯碱的价格不会出现大幅度下滑。

1-2 月，纯碱产量分别为 172 万吨、172.9 万吨，同比增速分别为 0.29%、0.64%，开工率维持在 83% 左右。2002-2010 年纯碱月度产量显示，1 季度是纯碱行业淡季，我们预期二季度行业的产销量将有所回升。

2010 年，1-12 月，房地产累计新开工面积 16.38 亿平方米，同比增长 41.94%，同比增速继续下滑；累计竣工面积 7.6 亿平米，同比增长 2.75%。2011 年，政府将在 10 月 31 日前新建 1000 万套保障房，占 2010 年新开工面积的 30%。保障房数量同比 2010 年增加 72%，对新开工和竣工面积增速同时下滑起到一定缓解作用，市场对于房地产上游的玻璃和纯碱行业的预期过于悲观。我们认为，2011 年纯碱行业至少可以保证 10% 的消费增速。

1-2 月，平板玻璃产量分别为 5796.4 万吨、5627.8 万吨，同比增速 16.87%、20.06%，主要源于 2010Q4 玻璃生产线投产较多；玻璃库存回升体现下游需求并不旺盛。2011 年，玻璃行业产能增速超过 15%，拉动上游纯碱的需求。

1-2 月，氧化铝产量 265.07 万吨、261.91 万吨，同比增长 6.28%、11.52%；合成洗涤剂产量 73.06 万吨、51.84 万吨，同比增长 41.79%、23.68%。纯碱的其他下游复苏进程较为缓慢。

中国纯碱工业协会副会长表示 2011 年将有 340 万吨纯碱产能释放，但从 2009-2010 年纯碱行业的经验来看，前期规划项目的进展持续慢于预期，我们预计 2011 年确实能投放产能仅为 200 万吨，以 100 万吨记入有效产能，行业开工率将回升至 86.5%，行业开工和盈利可能超出市场预期。

2011 年纯碱行业产能投放不多，供需结构向好，行业盈利好转的趋势可见。我们维持行业的“增持”评级。纯碱价格每上涨 100 元/吨，双环科技、山东海化、三友化工业绩增厚 0.27 元、0.13 元、0.11 元。

表格 3、纯碱上市公司估值（3 月 29 日收盘价）

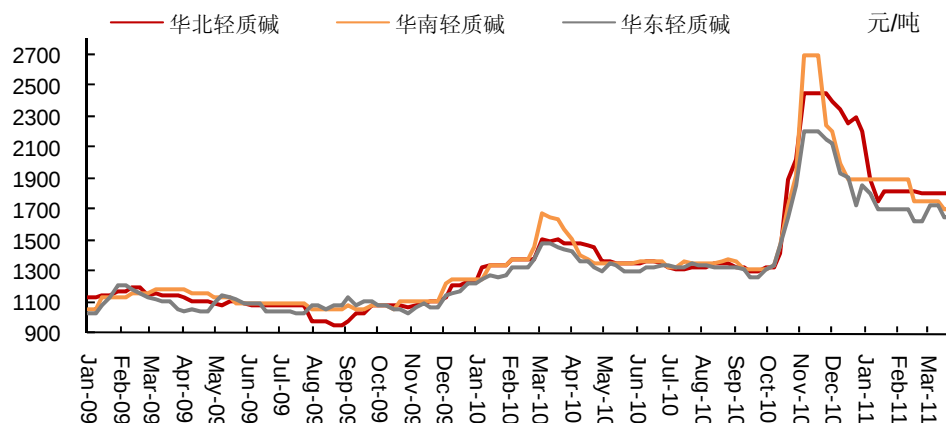
简称	总股本 (亿股)	盈利预测		市盈率		PB	权益产 能(万 吨)	每股产 能(吨)
		10EPS	11EPS	10PE	11PE			
双环科技	4.64	0.20	0.35	42.5	24.3	2.13	200	43.10
山东海化	8.95	0.05	0.28	193.6	34.6	2.59	180	20.11
三友化工	10.59	0.30	0.45	34.4	22.9	3.29	185	17.47

资料来源：wind、华泰联合证券研究所

3月，全国纯碱交易价格基本稳定，轻质碱价格维持在1700元/吨的水平，重质碱价格维持在1850元/吨，国内纯碱价格逐渐回归理性。

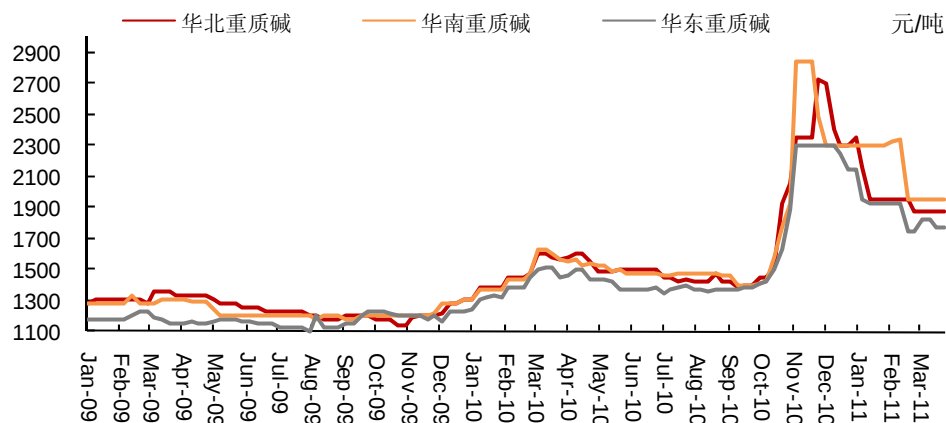
目前，以山东海化、双环科技为代表的纯碱行业龙头的开工率维持在7-8成，出厂价格小幅下滑100-200元/吨，至1600-1700元/吨（含税），我们预期一季度的毛利率将超过20%。二季度为传统旺季，我们预期纯碱的价格不会出现大幅度下滑。

图 26： 轻质碱价格维持在 1700 元/吨



资料来源：中华商务网、华泰联合证券研究所

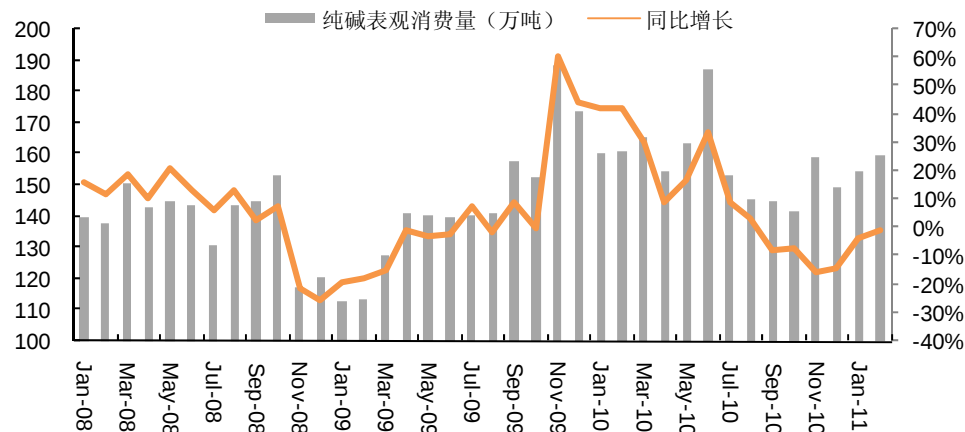
图 27： 重质碱价格维持在 1850 元/吨



资料来源：中华商务网、华泰联合证券研究所

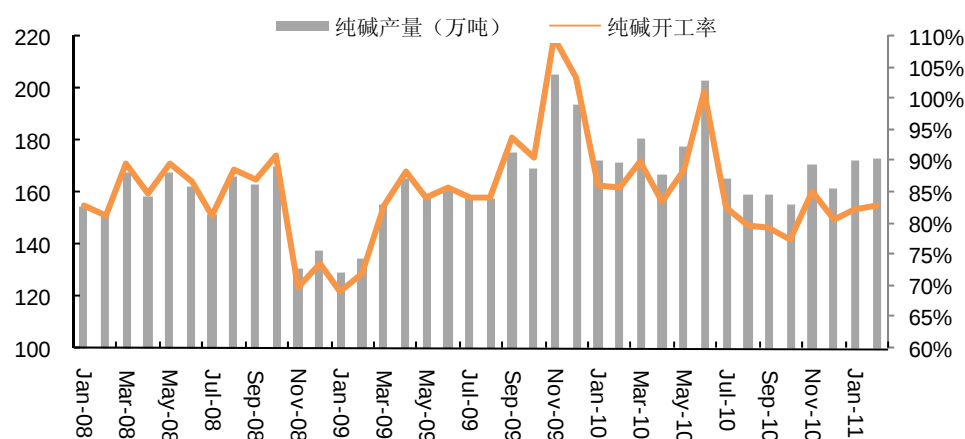
1-2月，纯碱产量分别为172万吨、172.9万吨，同比增速分别为0.29%、0.64%，开工率维持在83%左右。

图 28: 纯碱表观消费量同比小幅下滑



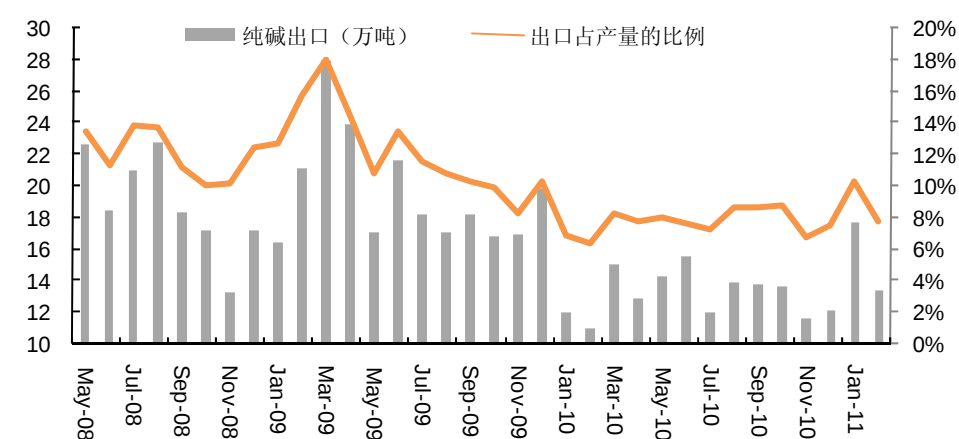
资料来源: CEIC、华泰联合证券研究所

图 29: 纯碱开工率 83%



资料来源: CEIC、华泰联合证券研究所

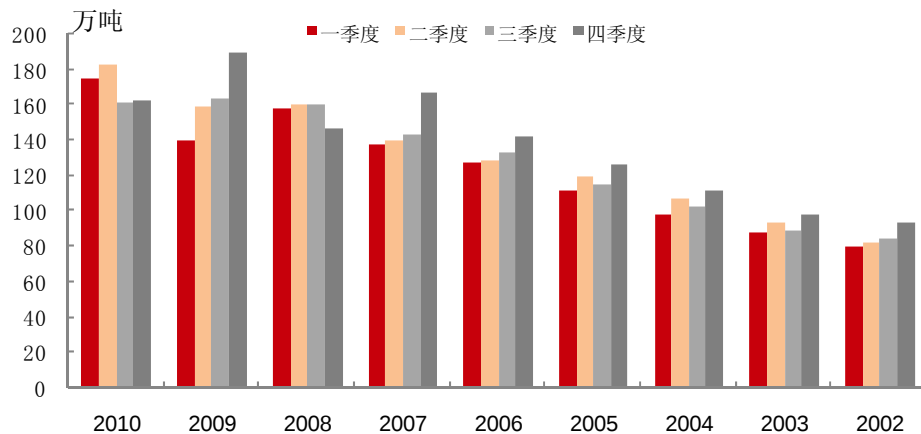
图 30: 纯碱出口低位稳定



资料来源: CEIC、华泰联合证券研究所

2002-2010 年纯碱月度产量显示，1 季度是纯碱行业淡季，我们预期二季度行业的产销量将有所回升。

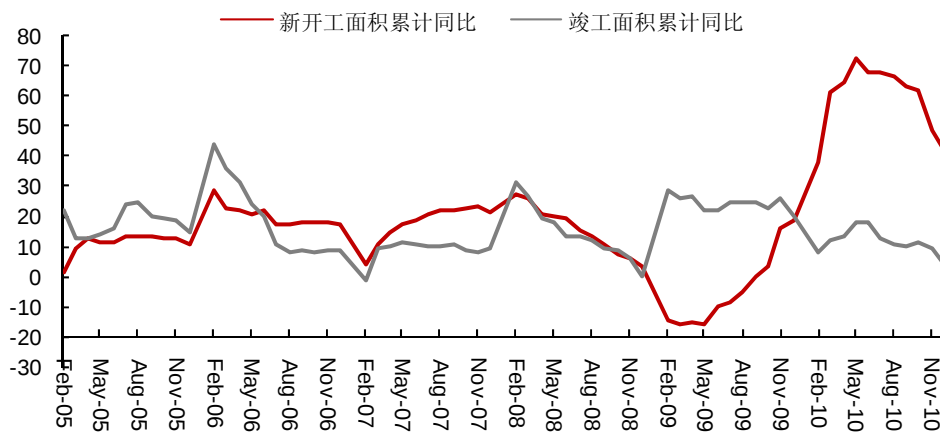
图 31： 一季度为纯碱生产淡季



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

1-12 月，房地产累计新开工面积 16.38 亿平方米，同比增长 41.94%，同比增速继续下滑；累计竣工面积 7.6 亿平米，同比增长 2.75%。政府将在 2011 年 10 月 31 日前新建 1000 万套保障房，占 2010 年新开工面积的 30%。保障房数量同比 2010 年增加 72%，对新开工和竣工面积增速同时下滑起到一定缓解作用，市场对于房地产上游的玻璃和纯碱行业的预期过于悲观。我们认为，2011 年纯碱行业至少可以保证 10% 的消费增速。

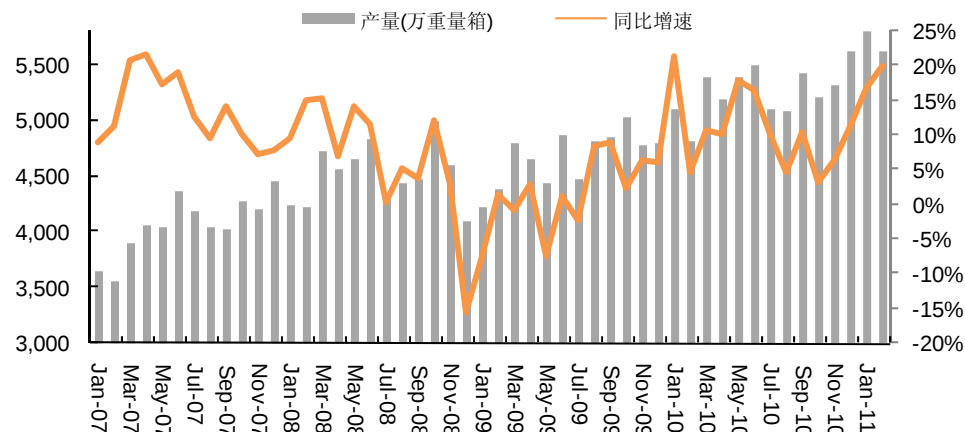
图 32： 新开工面积同比增速下滑



资料来源：wind、华泰联合证券研究所

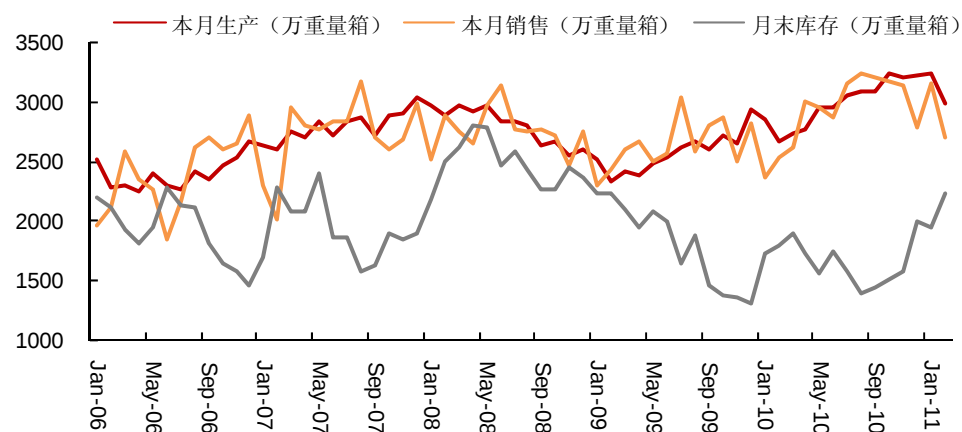
1-2 月，平板玻璃产量分别为 5796.4 万吨、5627.8 万吨，同比增速 16.87%、20.06%，主要源于 2010Q4 玻璃生产线投产较多；玻璃库存回升体现下游需求并不旺盛。2011 年，玻璃行业产能增速超过 15%，拉动上游纯碱的需求。

图 33: 玻璃产量同比大幅增长



资料来源: wind、华泰联合证券研究所

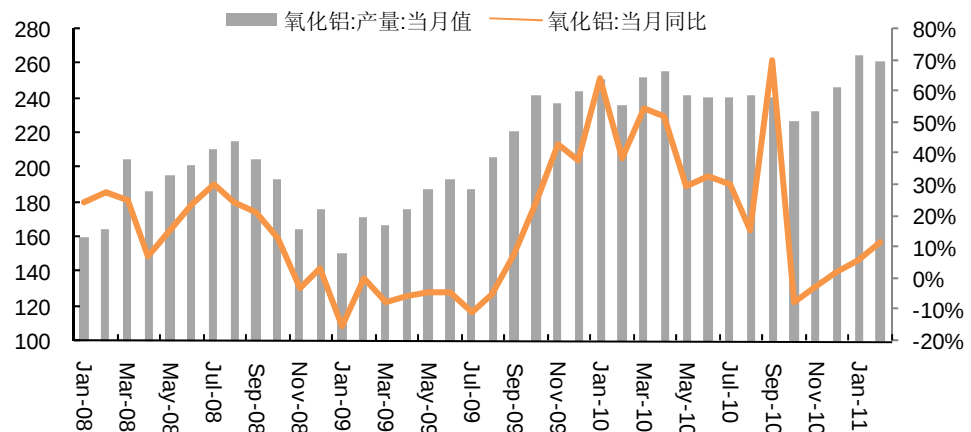
图 34: 玻璃库存回升



资料来源: 建材信息网、华泰联合证券研究所

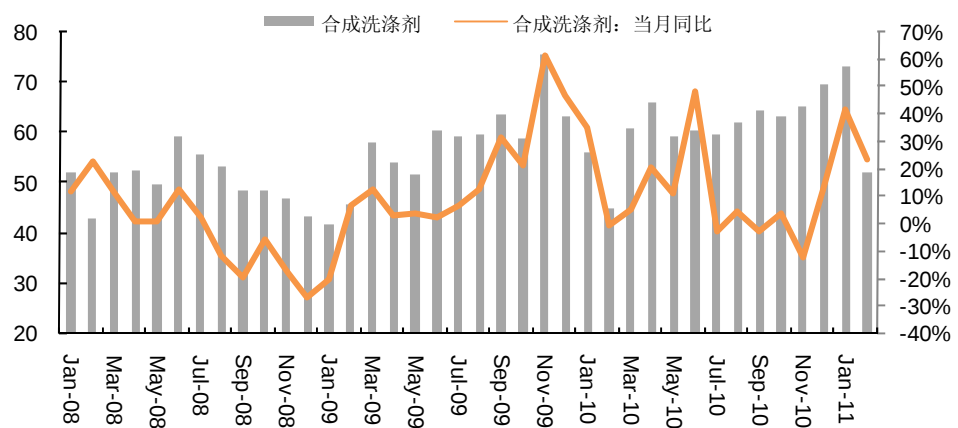
1-2月，氧化铝产量265.07万吨、261.91万吨，同比增长6.28%、11.52%；合成洗涤剂产量73.06万吨、51.84万吨，同比增长41.79%、23.68%。纯碱的其他下游复苏进程较为缓慢。

图 35: 氧化铝同比增速回升



资料来源: wind、华泰联合证券研究所

图 36: 合成洗涤剂行业复苏缓慢



资料来源: wind、华泰联合证券研究所

中国纯碱工业协会副会长表示 2011 年将有 340 万吨纯碱产能释放，但从 2009-2010 年纯碱行业的经验来看，前期规划项目的进展持续慢于预期，我们预计 2011 年确实能投放产能仅为 200 万吨，以 100 万吨记入有效产能，行业开工率将回升至 86.5%，行业开工和盈利可能超出市场预期。

表格 4、纯碱消费预测

	产能	产量	开工率	进口	出口	表观消费量	表观消费增长率
2008	2240	1882	84.03%	0	212	1670	4.81%
2009	2400	1961	81.70%	3	235	1729	3.49%
2010	2500	2044	81.75%	0	158	1886	9.08%
2011E	2600	2248	86.47%	0	174	2074	10.00%

资料来源: 华泰联合证券研究所

氯碱——一体化企业受益

3月，受中东政局影响，WTI原油价格在月初突破100美元/桶，月度均价102.5美元/桶，环比2月上涨15%；3月，乙烯韩国FOB价格基本稳定，维持在1300美元/吨，环比2月上涨2%；3月，PVC东南亚CFR均价环比2月小幅上涨6%，至1120美元/吨。原油成本上涨并未有效向下游传导，考虑到国际PVC存在1-2个月的价格传导周期，**预计国际PVC价格仍有10%以上的涨幅。**

3月，国内PVC期货均价在8100元/吨，环比2月下跌4%；现货市场，长三角电石法PVC均价7800元/吨，环比2月下跌1%；国内长三角电石均价3785元/吨，环比2月下跌2%。二季度进入PVC的旺季，电石、PVC受到下游需求的拉动价格将有所提高。**我们维持2011年全年PVC均价8000元/吨的判断。**

1-12月，房地产累计新开工面积16.38亿平方米，同比增长41.94%，同比增速继续下滑；累计竣工面积7.6亿平米，同比增长2.75%。政府将在2011年10月31日前新建1000万套保障房，占2010年新开工面积的30%。保障房数量同比2010年增加72%，对新开工和竣工面积增速同时下滑起到一定缓解作用。**我们认为，2011年PVC行业仍可以保证15%的消费增速。**

1-2月，国内PVC产量分别为94.9万吨、93.7万吨，同比增长6.87%、11.95%。2010年全年，PVC的表观消费量总计1255万吨，同比增速达17.2%，远超越地产政策压力下的悲观预期。

3月，工信部发布《关于进一步加强和改善电石行业管理工作的通知》，在“十二五”期间继续淘汰落后产能。另外，2011年电力供应相对紧张，限电政策可能会抑制华东地区的电石生产，电石价格在二季度有望有所回升。**2011年节能减排的政策力度可能会继续加大，电石价格将维持高位。**

3月，华东片碱的价格依然维持在2600元/吨。1-2月，氧化铝产量分别为265.07万吨、261.91万吨，同比增长6.28%、11.52%；机制纸产量分别为856.07万吨、720.08万吨，同比增长19.01%、12.79%。烧碱的下游行业均属于成熟制造业，行业增速基本同步于GDP增速，复苏的进程较为缓慢。

2011年，国际原油均价可能在100美元/桶左右，电石法PVC具备成本优势；同时，电石行业淘汰产能的进程将持续，对电石价格形成有力支撑。**我们维持对PVC行业的“增持”评级**，看好电石能够自给的PVC上市公司，建议投资者关注**中泰化学、新疆天业和英力特**，国内电石法PVC上涨100元/吨，EPS分别增加0.03元、0.05元、0.09元。

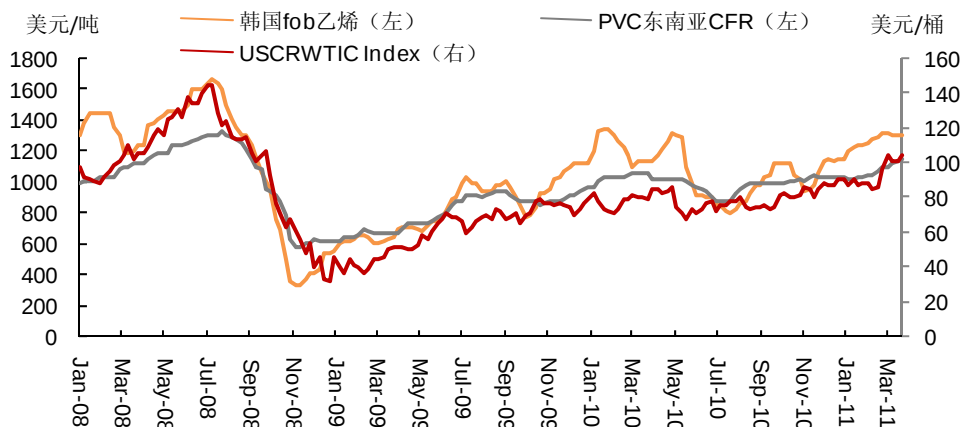
表格 5、氯碱上市公司估值（3月29日股价）

	股价	PB	10EPS	11EPS	10PE	11PE
中泰化学	14.25	2.49	0.27	0.40	52.77	35.63
新疆天业	14.15	3.63	0.25	0.45	56.60	31.44
英力特	18.34	3.47	0.72	0.85	25.47	21.57
内蒙君正	27.95	9.51	0.93	1.30	30.05	21.50

资料来源：WIND、华泰联合证券研究

3月，受中东政局影响，WTI原油价格在月初突破100美元/桶，月度均价102.5美元/桶，环比2月上涨15%；3月，乙烯韩国FOB价格基本稳定，维持在1300美元/吨，环比2月上涨2%；3月，PVC东南亚CFR均价环比2月小幅上涨6%，至1120美元/吨。原油成本上涨并未有效向下游传导，考虑到国际PVC存在1-2个月的价格传导周期，预计国际PVC价格仍有10%以上的涨幅。

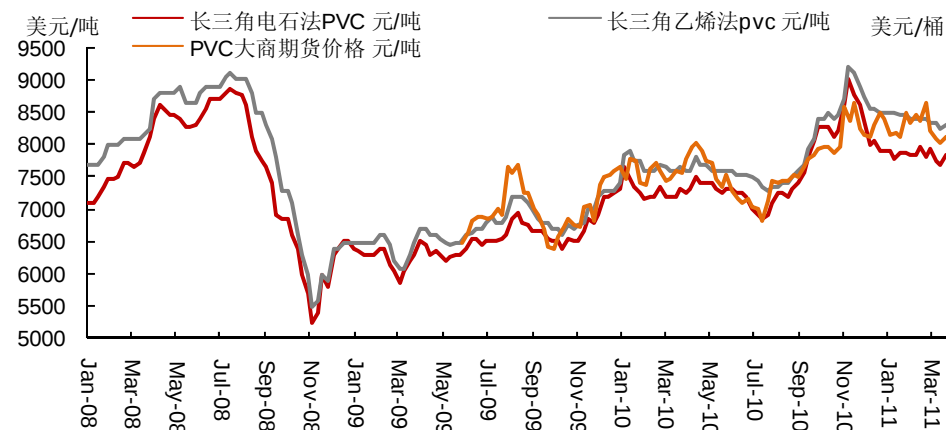
图 37： 国际 PVC 价格小幅上涨



资料来源：Bloomberg、百川资讯

3月，国内PVC期货均价在8100元/吨，环比2月下跌4%；现货市场，长三角电石法PVC均价7800元/吨，环比2月下跌1%；国内长三角电石均价3785元/吨，环比2月下跌2%。二季度进入PVC的旺季，电石、PVC受到下游需求的拉动价格将有所提高。我们维持2011年全年PVC均价8000元/吨的判断。

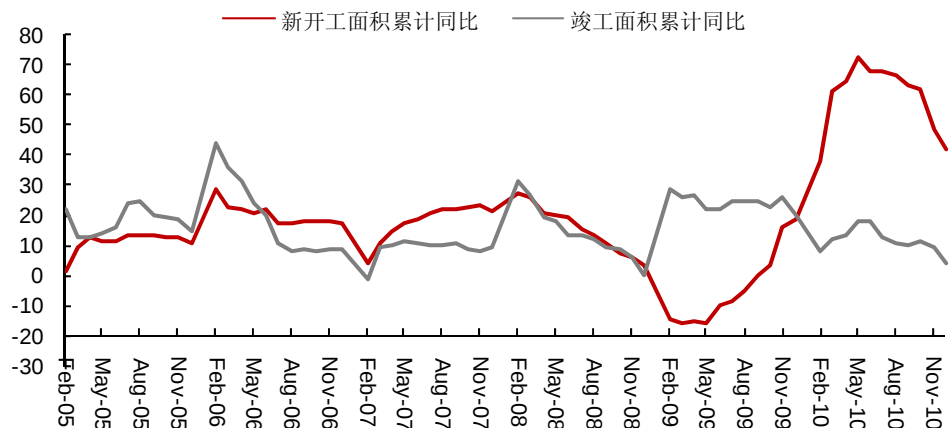
图 38： 国内 PVC 价格小幅回调



资料来源：百川资讯

1-12月，房地产累计新开工面积16.38亿平方米，同比增长41.94%，同比增速继续下滑；累计竣工面积7.6亿平米，同比增长2.75%。政府将在2011年10月31日前新建1000万套保障房，占2010年新开工面积的30%。保障房数量同比2010年增加72%，对新开工和竣工面积增速同时下滑起到一定缓解作用。

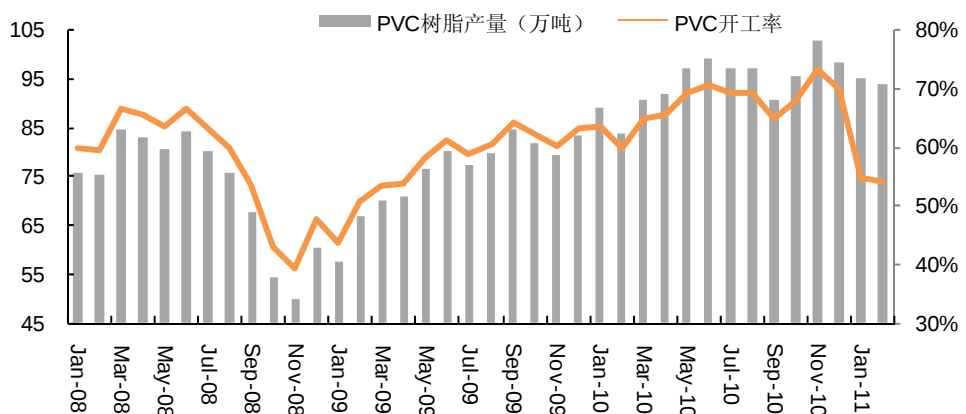
图 39： 新开工面积同比增速下滑



资料来源：wind、华泰联合证券研究所

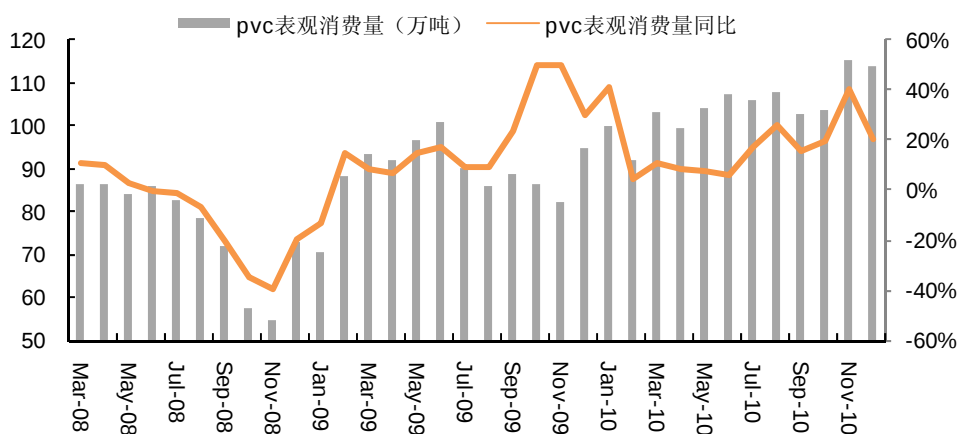
1-2 月，国内 PVC 产量分别为 94.9 万吨、93.7 万吨，同比增长 6.87%、11.95%。

图 40： PVC 产量维持在高位



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

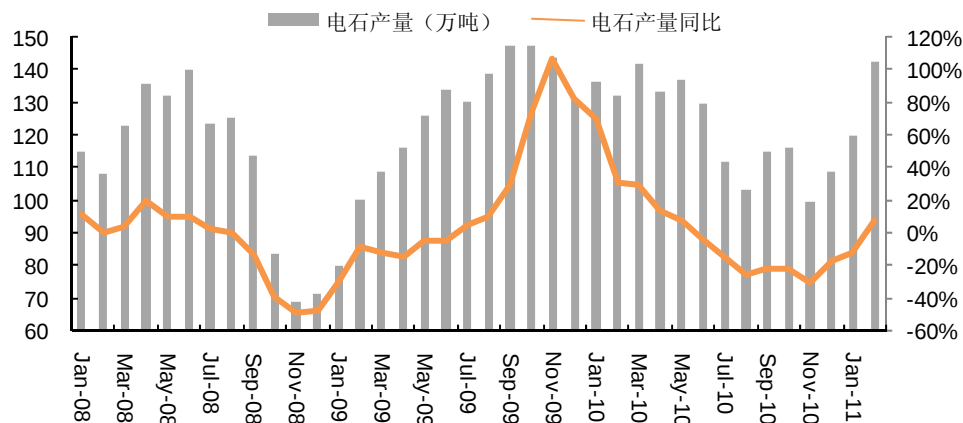
图 41： 全年 PVC 表观消费量同比 17.2% 的增速



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

3月，工信部发布《关于进一步加强和改善电石行业管理工作的通知》，在“十二五”期间继续淘汰落后产能。另外，2011年电力供应相对紧张，限电政策可能会抑制华东地区的电石生产，电石价格在二季度有望有所回升。2011年节能减排的政策力度可能会继续加大，电石行业的高景气可能持续。

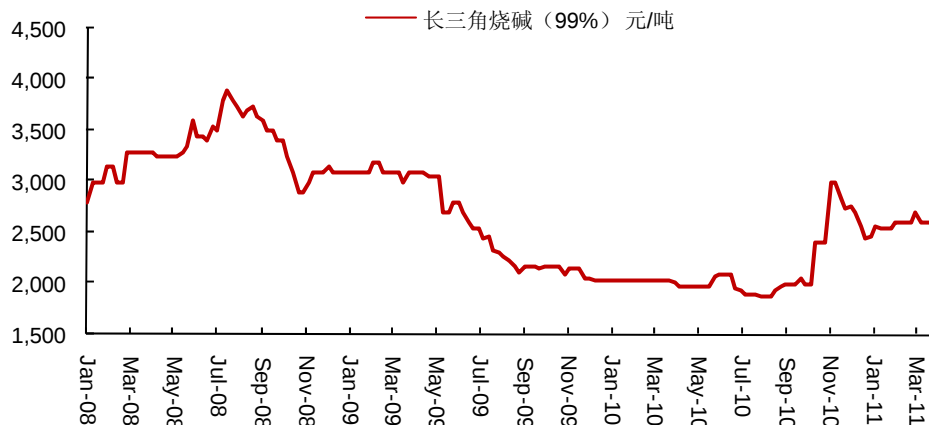
图 42： 电石产量略有恢复



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

3月，华东片碱的价格依然维持在2600元/吨。

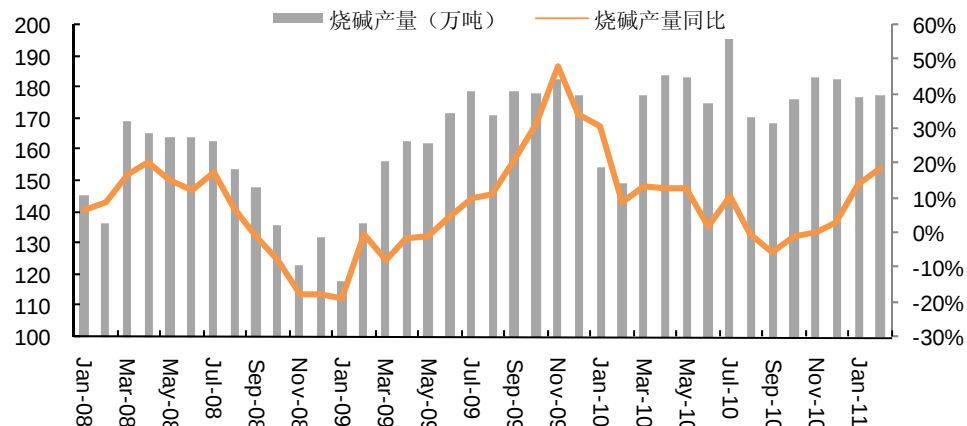
图 43： 烧碱价格维持在2600元/吨



资料来源：百川资讯、华泰联合证券研究所

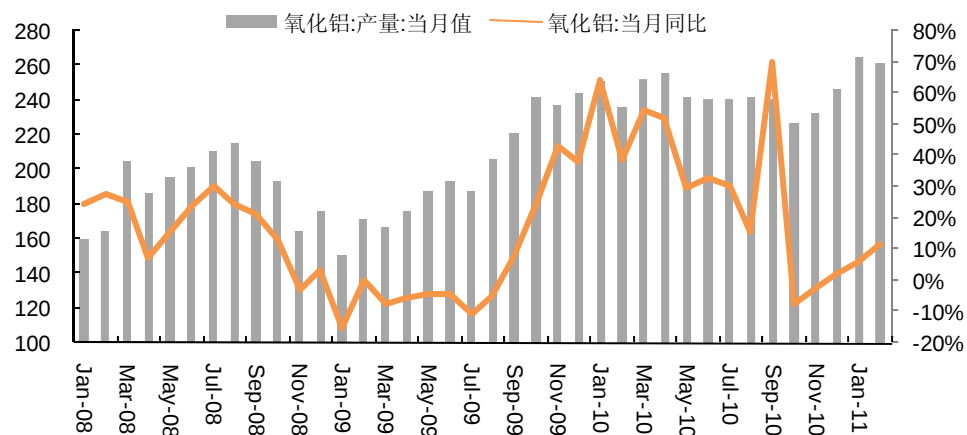
1-2月，氧化铝产量分别为265.07万吨、261.91万吨，同比增长6.28%、11.52%；机制纸产量分别为856.07万吨、720.08万吨，同比增长19.01%、12.79%。烧碱的下游行业均属于成熟制造业，行业增速基本同步于GDP增速，复苏的进程较为缓慢。

图 44: 烧碱产量有所恢复



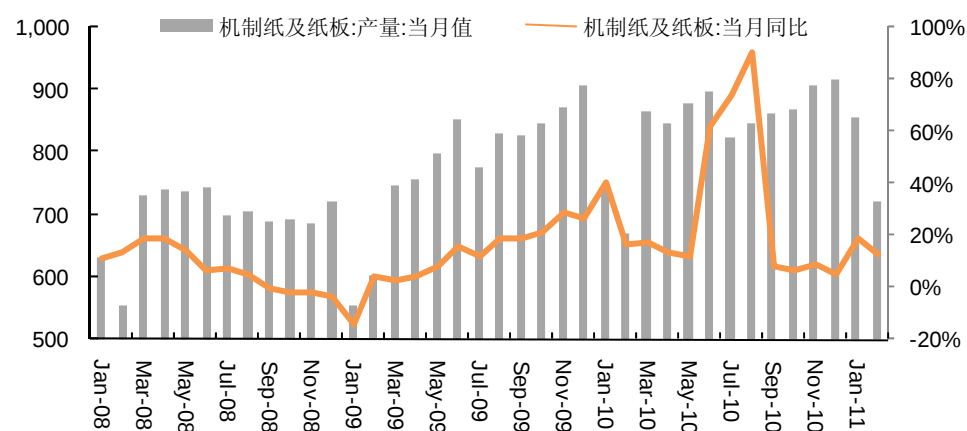
资料来源: CEIC、华泰联合证券研究所

图 45: 氧化铝产量有所恢复



资料来源: wind、华泰联合证券研究所

图 46: 机制纸行业缓慢复苏



资料来源: wind、华泰联合证券研究所

2010 年全年, PVC 的表观消费量总计 1255 万吨, 同比增速达 17.2%, 远超越地产

政策压力下的悲观预期。我们预期，2011 年 PVC 行业仍可以保证 15% 的消费增速。

表格 6、PVC 消费预测

	产能	产量	开工率	进口	出口	表观消费量	表观消费增长率
2002	350	336	95.97%	225	4	557	10.82%
2003	430	405	94.07%	229	5	629	12.91%
2004	630	503	79.85%	211	4	710	12.80%
2005	910	638	70.12%	166	15	789	11.20%
2006	1200	794	66.16%	145	50	889	12.66%
2007	1520	949	62.42%	130	75	1004	12.89%
2008	1581	870	55.02%	113	63	919	-8.40%
2009	1684	907	53.83%	192	28	1071	16.50%
2010	2084	1131	54.26%	151	27	1255	17.20%
2011E	2400	1344	55.99%			1444	15.00%

资料来源：华泰联合证券研究所

2011 年，国际原油均价可能在 100 美元/桶左右，电石法 PVC 具备成本优势；同时，电石行业淘汰产能的进程将持续，对电石价格形成有力支撑。我们维持对 PVC 行业的“增持”评级，看好电石能够自给的 PVC 上市公司，建议投资者关注中泰化学、新疆天业和英力特，国内电石法 PVC 上涨 100 元/吨，EPS 分别增加 0.03 元、0.05 元、0.09 元。

表格 7、电石产能产量预测

	产能	产量	开工率
2005	1500	865	57.67%
2006	1819	1135	62.40%
2007	2000	1470	73.50%
2008	2200	1342	61.00%
2009	2260	1505	66.60%
2010	2460	1467	59.62%
2011E	2500	1750	70.00%

资料来源：华泰联合证券研究所

表格 8、氯碱上市公司敏感性

公司	总股本（万股）	每万股 PVC 产能 （吨）	每万股电石产能 （吨）	每万股烧碱产能 （吨）
英力特	17706	14.50	26.68	10.81
湖北宜化	54238	4.38	4.90	3.28
神马实业	44228	9.04	0.00	9.04
中泰化学	115434	3.98	3.29	3.11
新疆天业	43859	7.30	7.30	5.47
天原集团	47977	10.83	12.08	8.71
内蒙君正	64000	5.00	4.06	3.75

资料来源：WIND、华泰联合证券研究

聚氨酯（MDI、BDO）——旺季不旺

4月，预计烟台万华的纯MDI、聚合MDI挂牌价将保持不变，分别为22900元/吨、18800元/吨。旺季来临，万华挂牌价并未如期提高，体现了MDI下游旺季不旺的特点。

3月，华东地区纯MDI的交易价格21250元/吨，环比2月上涨1%；聚合MDI交易均价17700元/吨，环比上涨2.5%。MDI交易价格并未大幅提高，远远低于万华挂牌价。我们预计，二季度下游旺季持续，MDI价格在需求的拉动下让将上涨，但幅度不大。

3月，纯MDI的下游鞋底原液和浆料进入旺季，开工率达到8成。下游浆料和原液的利润空间仅为300-500元/吨，消费终端需求不旺、无法接受原材料价格的大幅上涨，导致成本的上涨无法顺利向下游传导，尤其是出口接单不旺。

3月，MDI原材料苯胺均价受国际原油价格的影响环比2月上涨5%，达到10800元/吨。我们预计2011年，苯胺供给将会逐渐释放，盈利能力将有所下降，MDI盈利空间扩大。

全球MDI已经度过了产能释放期，未来三年全球范围没有新增产能，行业需求增长将使MDI的开工率逐渐提高，MDI的盈利能力进入上升通道。3月，巴斯夫重庆40万吨MDI于获批，预计2014年投产，长期来看国内MDI供需将平衡。我们维持烟台万华的“增持”评级，纯MDI均价每上涨1000元/吨，烟台万华的EPS增厚0.1元，聚合MDI均价每上涨1000元/吨，业绩增厚0.2元。

国际油价上涨，电石法BDO直接受益。BDO的生产工艺可以分为以石油为原料的顺酐法和以煤炭为原料的电石法。当前全球BDO定价仍以顺酐法为主，因而石油价格上涨直接带动BDO价格上涨。

3月，受中东政局影响，WTI原油价格在月初突破100美元/桶，月度均价102.5美元/桶，环比2月上涨15%。3月，山西三维BDO散水月度均价上涨12%，至23500元/吨，利差从2011年1月初开始逐步扩大，毛利率超过35%。**国际油价高位提供BDO成本的有力支撑。**

BDO下游覆盖汽车、电子、纺织品、医药等行业，国内BOD消费量的60%用于PTMEG，终端产品主要为氨纶。3-6月，BDO的主要下游电子、纺织、汽车等行业均进入生产旺季，**需求拉动BDO的价格上涨。**

2011年，河南开翔4.5万吨电石法BDO产能、蓝星5.5万吨顺酐法BDO产能最早在年底才能逐渐投产，旺季并没有新产能投放，行业盈利能力将明显好于2010年。受益的上市公司是山西三维和云维股份，其中山西三维弹性更大。BDO价格上涨1000元/吨，山西三维EPS增厚0.1元。

表格 9：公司估值（3月29日）

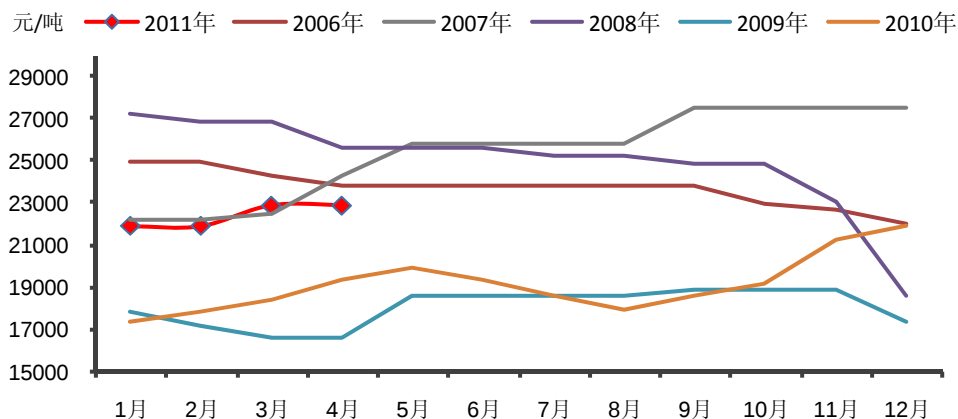
	股价	PB	10EPS	11EPS	10PE	11PE
烟台万华	26.81	7.25	0.92	1.31	29.14	20.46
山西三维	13.35	2.89	0.05	0.60	267	22.25

资料来源：华泰联合证券研究所

MDI——旺季不旺

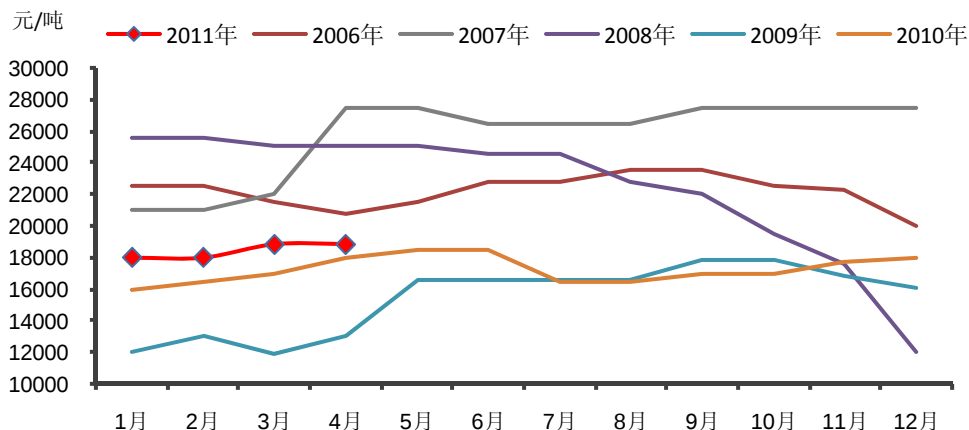
4 月，预计烟台万华的纯 MDI、聚合 MDI 挂牌价将保持不变，分别为 22900 元/吨、18800 元/吨。旺季来临，万华挂牌价并未如期提高，体现了 MDI 下游旺季不旺的特点。

图 47： 4 月烟台万华将维持纯 MDI 挂牌价 22900 元/吨



资料来源：环球聚氨酯、华泰联合证券研究所

图 48： 4 月烟台万华将维持聚合 MDI 挂牌价 18800 元/吨

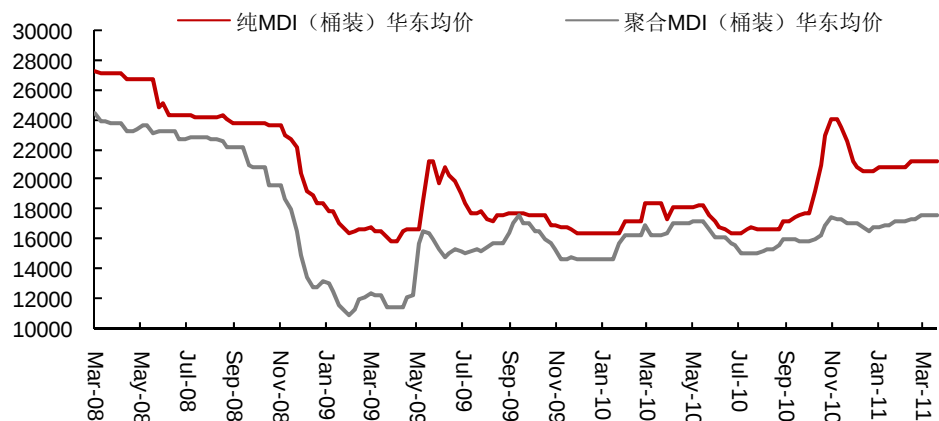


资料来源：环球聚氨酯、华泰联合证券研究所

3 月，华东地区纯 MDI 的交易价格 21250 元/吨，环比 2 月上涨 1%；聚合 MDI 交易均价 17700 元/吨，环比上涨 2.5%。MDI 交易价格并未大幅提高，远远低于万华挂牌价。我们预计，二季度下游旺季持续，MDI 价格在需求的拉动下让将上涨，但幅度不大。

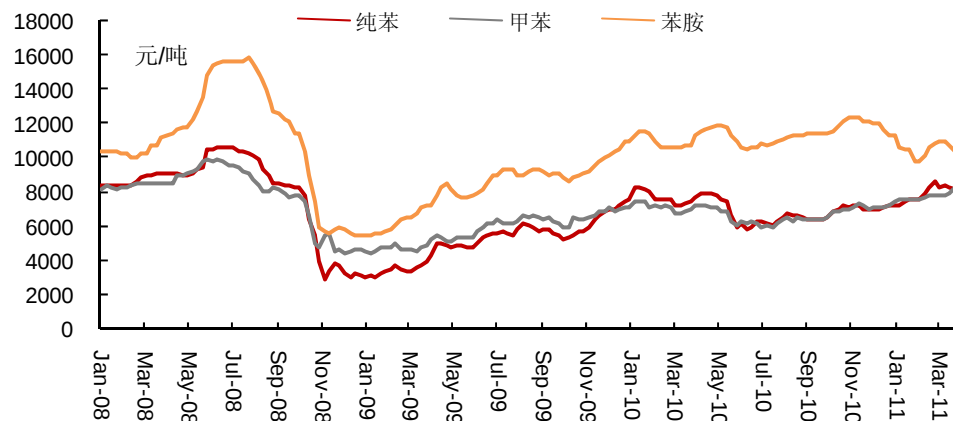
3 月，MDI 原材料苯胺均价受国际原油价格的影响环比 2 月上涨 5%，达到 10800 元/吨。我们预计 2011 年，苯胺供给将会逐渐释放，盈利能力将有所下降，MDI 盈利空间扩大。

图 49： 3 月 MDI 交易价格基本稳定



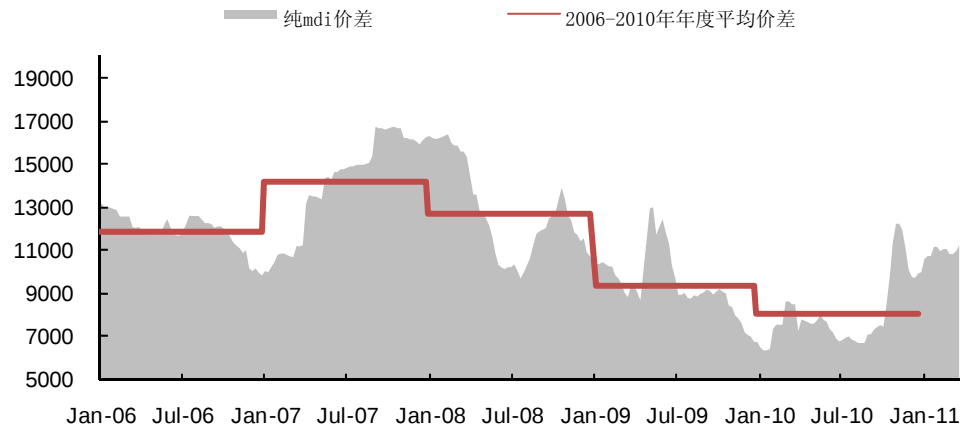
资料来源：环球聚氨酯网、华泰联合证券研究所

图 50： 3 月苯胺价格相对稳定



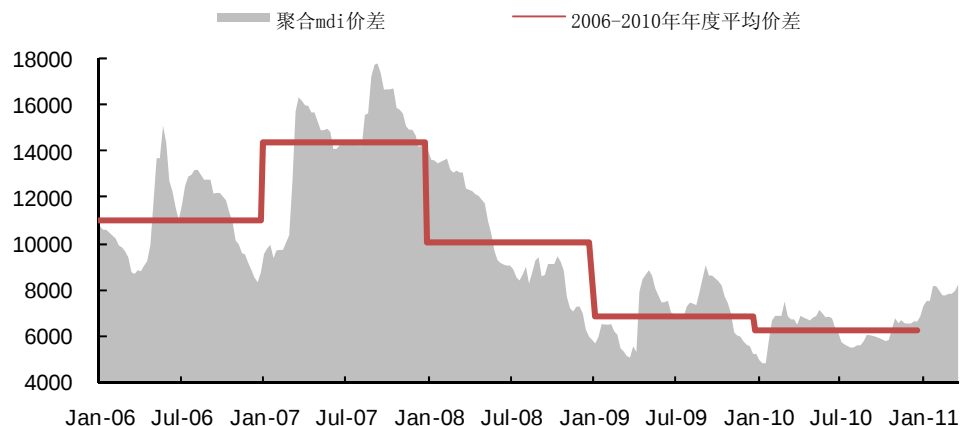
资料来源：化工在线、华泰联合证券研究所

图 51： 2011 年 1-3 月纯 MDI 盈利能力同比 2010 年提高近 50%



资料来源：环球聚氨酯网、华泰联合证券研究所

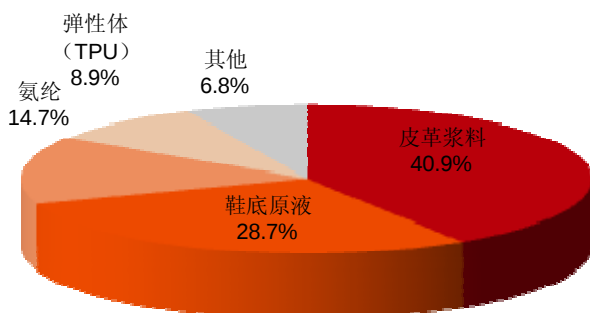
图 52: 聚合 MDI 盈利能力逐渐走出低谷



资料来源: 环球聚氨酯网、华泰联合证券研究所

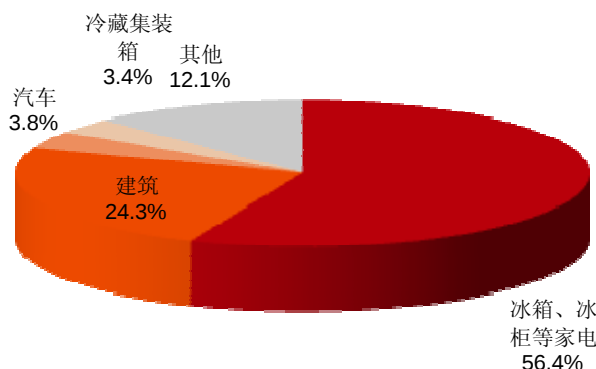
3 月, 纯 MDI 的下游鞋底原液和浆料进入旺季, 开工率达到 8 成。下游浆料和原液的利润空间仅为 300-500 元/吨, 消费终端需求不旺、无法接受原材料价格的大幅上涨, 导致成本的上涨无法顺利向下游传导, 尤其是出口接单不旺。

图 53: 皮革浆料、鞋底原液是纯 MDI 的主要下游



资料来源: 环球聚氨酯网

图 54: 家电是聚合 MDI 的主要下游



资料来源: 环球聚氨酯网

全球 MDI 已经度过了产能释放期, 2010-2011 年只有烟台万华宁波 30 万吨 MDI 项目投产, 其余拟建项目至今都处于环评和审批过程之中。我们保守估计 2011 年 MDI 的需求增速为 15%, 基本可以消化万华宁波二期产能。未来三年全球范围没有新增产能, 行业需求增长将使 MDI 的开工率逐渐提高, MDI 的盈利能力进入上升通道。

3 月, 巴斯夫重庆 40 万吨 MDI 于获批, 预计 2014 年投产, 长期来看国内 MDI 供需将平衡。

我们维持行业的“增持”评级, 维持烟台万华 2010-2012 年 0.77 元、1.19 元和 1.55 元的盈余预测。纯 MDI 均价每上涨 1000 元/吨, 业绩增厚 0.07 元, 聚合 MDI 均价每上涨 1000 元/吨, 业绩增厚 0.14 元。

表格 10、MDI 消费预测

	产能	产量	净进口	进口依存度	表观消费量	需求量增速
2007	60	36.5	39.8	52.16%	76.3	21.11%
2008	114	53	30.7	36.68%	83.7	9.70%
2009	114	83	20	19.42%	103	23.06%
2010	114	105	24.4	18.86%	129.4	25.63%
2011E	142	128.81	20	13.44%	148.81	15.00%

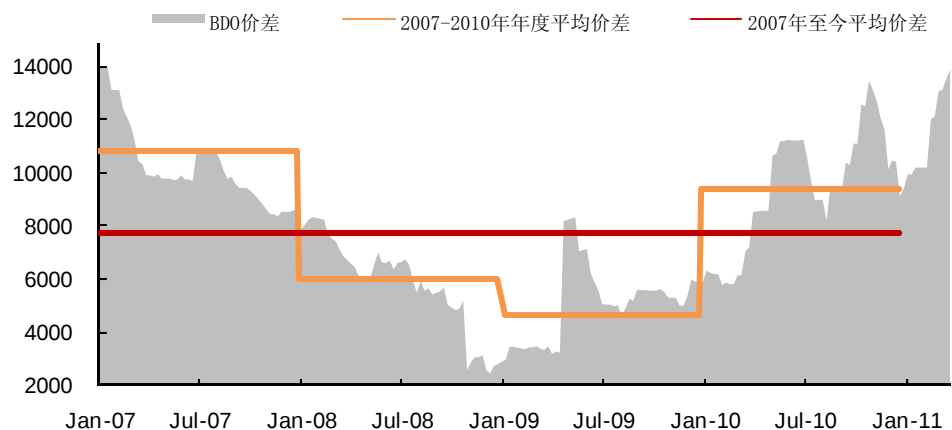
资料来源：华泰联合证券研究所

BDO——受益于高油价

国际油价上涨，电石法 BDO 直接受益。BDO 的生产工艺可以分为以石油为原料的顺酐法和以煤炭为原料的电石法。当前全球 BDO 定价仍以顺酐法为主，因而石油价格上涨直接带动 BDO 价格上涨。

3 月 4 日，WTI 原油价格上涨至 104 美元/桶，创 2009 年以来的新高，WTI 国际原油月度均价 102.5 美元/桶，环比 2 月上涨 15%。3 月，山西三维 BDO 散水月度均价上涨 12%，至 23500 元/吨，利差从 2011 年 1 月初开始逐步扩大，毛利率超过 35%。国际油价高位提供 BDO 成本的有力支撑。

图 55： 2011 年初开始 BDO 价差再度扩大



资料来源：百川资讯、华泰联合证券研究所

BDO 下游覆盖汽车、电子、纺织品、医药等行业，国内 BOD 消费量的 60%用于 PTMEG，终端产品主要为氨纶。3-6 月，BDO 的主要下游电子、纺织、汽车等行业均进入生产旺季，需求拉动 BDO 的价格上涨。

2004-2010 年，国内 BDO 行业保持年均 20%以上的增长，进口依存度从 60%下降到 20%。未来随着原油价格的上涨，国内电石法 BDO 相对国际顺酐法 BDO 的成本优势逐渐扩大，国内 BDO 将由进口转为出口。

表格 11: BDO 供需关系向好

	产能	产量	净进口	需求量	进口依存度	需求量增速
2004	7.1	4.14	6	10.14	59.17%	17.91%
2005	8.1	5.6	6	11.6	51.72%	14.40%
2006	15.4	9.36	4.8	14.16	33.90%	22.07%
2007	20.8	12.8	6.6	19.4	34.02%	37.01%
2008	20.8	11.5	12	23.5	51.06%	21.13%
2009	34	14	13	27	48.15%	14.89%
2010	42.8	25	8	33	24.24%	22.22%
2011E	42.8	33.25	8	41.25	19.39%	25.00%

资料来源: 华泰联合证券研究所

2011 年, 河南开翔 4.5 万吨电石法 BDO 产能、蓝星 5.5 万吨顺酐法 BDO 产能最早在年底才能逐渐投产, 旺季并没有新产能投放, 行业盈利能力将明显好于 2010 年。

表格 12: 国内 BDO 产能统计

	公司	工艺路线	规模(万吨)
	山西三维	炔醛法	7.5
	四川天华	炔醛法	3
	台湾大连化工	烯丙醇法	3
	山东佳泰石化	顺酐法	1.3
	新疆美克	炔醛法	6
2008 年产能合计			20.8
	福建湄洲湾	炔醛法	3
	蓝星化工	顺酐法	5.5
	陕西陕化	炔醛法	3
	云维股份	电石法	3
2009 年产能合计			35.3
	山西三维	顺酐法	7.5
2010 年、2011 年产能合计			42.8
	华晨		5
	佳泰		4
	南京蓝星		5.5
	四川天华二期	炔醛法	6
2012 年产能合计			63.3

资料来源: 华泰联合证券研究所

受益的上市公司是山西三维和云维股份, 其中山西三维弹性更大。BDO 价格上涨 1000 元/吨, 山西三维 EPS 增厚 0.1 元。

表格 13: BDO 上市公司估值

	电石法 BDO 产能 (万吨)	弹性 (吨/ 万股)	10EPS	11EPS	10PE	11PE
山西三维	8	1.70	0.05	0.60	267	22.25
云维股份	3	0.49	0.30	-	38	-

资料来源: 华泰联合证券研究所

风险提示

国际油价大幅波动; 受天气等因素影响, 化肥需求量或价格下滑; 房地产开工面积大幅回落。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn