

高通胀下化工大宗品成为投资重点

——基础化工行业 2011 年二季度投资策略

2011 年 4 月 19 日

看好/维持

基础化工

季度报告

投资摘要:

- **原油价格二季度维持高位。**纽约原油期货价在 4 月初达到 107.94 美元，创下近两年半来的新高。旷日持久的利比亚战争引发市场对原油供应的担忧，即使乐观估计中东与北非形势未来趋于稳定，但由于战争的影响，未来几个月市场不会看到利比亚石油出口恢复。日本地震引发的核危机将导致燃料油发电需求增加，据预测日本石油需求日均增加 17.1 万桶。我们预计油价在二季度将继续高企。
- **节能减排使化工品市场供给减少，大宗品盈利能力恢复。**去年下半年以来，国家为解决环保问题，对化工、钢铁、有色、水泥等行业均属于高耗能、高污染的“双高”行业，很多生产装置设备技术落后，能耗高，污染大，已经被国家列入限制或淘汰的对象进行了拉杂限电。拉杂限电对于化工行业产品产量增速明显放缓，市场供给减少了，价格出现上涨，盈利能力明显改善。
- **投资策略。**面对原油价格高企，节能减排的情况下，化工行业在投资思路，我们将会选择大宗品，比如纯碱、氯碱、尿素、磷化工、钾肥、聚氨酯、PTA 等子行业，目前行业的走势非常像 2008 年在通胀和加息的权衡下，整个股市进入疲弱的行情，而化工行业走出了逆大盘的走势，我们预计这种走势将会维持 1-2 月份时间。我们推荐的品种中，MDI 还受益于原材料苯胺扩产，导致原材料价格下跌，盈利能力提升；PTA 由于近期检修较多，市场供给减少，下游涤纶行业保持 16% 的行业增速，看好行业发展。另外我们还选择了一些成长股，预计二季度末将会有成长股表现机会，比如红宝丽、诺普信、鑫富药业。

化工行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	10A	11E	12E	10A	11E	12E		
英力特	0.70	1.00	1.14	30	22	19	4	强推
华鲁恒升	0.40	0.78	1.34	46	24	14	2	强推
湖北宜化	1.06	1.59	2.41	21	14	9	4	强推
盐湖钾肥	1.40	2.41	3.15	42	24	19	6	推荐
荣盛石化	2.76	2.18	2.65	22	17	14	3	强推
烟台万华	0.92	1.34	1.62	31	21	17	7	强推
诺普信	0.50	1.03	1.43	58	28	20	5	强推
红宝丽	0.36	0.65	0.95	47	26	18	7	推荐
鑫富药业	-0.9	0.75	1.52	-22	27	13	6	推荐

杨若木

执业证书编号: S1480209110083

化工行业分析师

010-6650 7316 yangm@dxzq.net.cn

范劲松

联系人

010-66507339 fanjs@dxzq.net.cn

杨伟

联系人

010-66507317 yang_wei@dxzq.net.cn

细分行业	评级	动态
化肥	看好	维持
氯碱	看好	维持
化纤	看好	维持
农药	看好	维持
民爆	看好	维持
新材料	看好	维持
橡胶轮胎	中性	维持
无机盐	看好	维持
煤化工	看好	维持
纯碱	看好	维持

行业基本资料		占比%
股票家数	218	10.76%
重点公司家数	50	25.13%
行业市值	19875.75 亿元	6.82%
流通市值	13412.05 亿元	7.26%
行业平均市盈率	21.05	/
市场平均市盈率	76.73	/

基础化工行业指数走势图



资料来源: wind

目 录

1. 原油价格高企、限电限产，推升化工行业新机遇	4
1.1 通胀预期、天灾、战乱导致原油价格高企	4
1.2 节能减排使化工行业市场供给明显减少	5
2. 大宗商品成为化工行业超强投资标的	7
2.1 尿素受益于节能减排，钾肥受益于通胀预期	7
2.2 氯碱价格受益于电石节能减排高位震荡	10
2.2 纯碱受益于节能减排，价格高位震荡	11
2.4 北非政局不稳，磷矿石的价格上涨	12
3. 产品价格下跌小于原材料价格下跌，盈利能力明显恢复	13
3.1 苯胺价格下跌而 MDI 价格居于高位，盈利能力提升	13
3.2 PTA 近期停产检修，将会引发价格上涨	14
4. 化工行业投资策略建议配置周期性行业	15
5. 重点上市公司推荐	16

表格目录

表 1: 2010 年部分地区节能减排相关具体措施一览表.....	5
表 2: 各行业产能淘汰情况.....	6
表 3: 纯碱产能、产量、进出口及表观消费情况 (万吨)	11
表 4: PTA 停产检修分析.....	15

插图目录

图 1: 11 年世界原油价格大幅上涨.....	4
图 2: 利比亚战争陷入持久战.....	4
图 3: 日本电力生产结构 (2008 年)	4
图 4: 纯碱月度产量及同比增长 (千吨)	6
图 5: 尿素产量 (万吨) 及同比增长.....	6
图 6: 电石月度产量及同比增长 (千吨)	7
图 7: PVC 月度产量及同比增长 (千吨)	7
图 8: 尿素价格开始回升 (长三角地区)	8
图 9: 今年春耕备肥明显低于往年 (万吨)	8
图 10: 二胺价格开始反弹	8
图 11: 北美钾肥库存同比明显降低	9
图 12: 国内氯化钾价格近期开始反弹	9
图 13: 电石价格走势 (长三角 元/吨)	10
图 14: PVC 价格走势 (长三角 电石法 元/吨)	10
图 15: PVC 供需平衡现拐点.....	11
图 16: 烧碱价格 (长三角 元/吨)	11
图 17: 纯碱价格走势	11
图 18: 磷矿石价格前期一度大幅上涨	12
图 19: 黄磷与磷酸价格上涨可期	12
图 20: 纯 MDI 的下游的增速分析	13
图 21: 纯 MDI 的价格走势	13
图 22: 聚合 MDI 的下游的增速分析	13
图 23: 聚合 MDI 的价格走势	13
图 24: 苯胺的价格走势	14
图 25: 棉花价格走势	14
图 26: 涤纶和聚酯产量当月同比	14
图 27: 进口 PX 价格走势	15
图 28: PTA 价格走势	15

1. 原油价格高企、限电限产，推升化工行业新机遇

1.1 通胀预期、天灾、战乱导致原油价格高企

受利比亚战争局势影响，2月份以来国际原油价格持续走高，4月1日 NYMEX 原油、IPE 布伦特原油价格分别为 107.94、118.70 美元/桶，创下两年半以来的新高，4月4日之后布伦特原油突破 120 美元，符合我们之前做出的“油价 11 年维持高位”的判断。在利比亚与中东局势紧张、日本地震、美国经济数据利好等因素影响下，预计 11 年原油价格将继续维持高位。纽约原油期货全年波动区间 90-125 美元。

图 1：11 年世界原油价格大幅上涨



资料来源：化工在线，东兴证券研究所

旷日持久的利比亚战争引发市场对石油供应紧张的担忧。利比亚日产石油 158 万桶，约占世界总消费量的 2%，联合国安理会 3 月份实施的制裁已对利比亚形成事实上的禁运，目前形势来看，利比亚政府军与反对派之间的战争陷入拉锯战，进入持久战的可能性很大，利比亚战争局势已成为近期油价不断攀升的主因。此外，利比亚周边国家如突尼斯、埃及、也门国内紧张局势有升级趋向，市场普遍担忧局势恶化将蔓延至沙特、伊拉克等中东产油大国，石油供应短缺将更加严重。乐观估计沙特等国局势将维持稳定，但由于战争的影响，未来几个月市场不会看到利比亚石油出口恢复。因此我们判断，即使北非与中东局势缓和，油价高企的行情至少会维持到 7 月份。

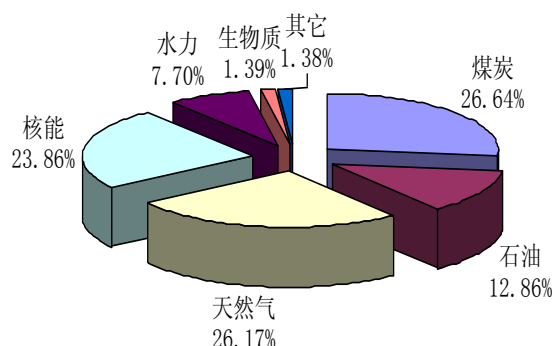
日本地震引发的核危机将导致燃料油发电需求增加。核能发电在 08 年占日本发电总量的 24%，10 年接近 30%。日本核设施爆炸已导致 14 座核反应堆被关停，占核电产能 25%，预计日本需要数年时间重启关停核电站，并将无限期关停其它核电站。受核危机影响，德国于 3 月 14 日暂停总共 17 座核电站中 7 座的运营，将影响全国约 10% 的用电量。中国决定暂停审批核电项目，包括开展前期工作的项目。由于核电退出后的发电市场空缺，加之震后重建对能源的需求，石油与煤的需求将增加从而推动价格上涨。据日本野村国际银行分析师预测，日本石油需求将增长 3.9%，日均增加 17.1 万桶。

图 2：利比亚战争陷入持久战

图 3：日本电力生产结构（2008 年）



资料来源：东兴证券研究所



资料来源：IEA，东兴证券研究所

世界前两大石油消费国美国与中国对原油的需求将增加，利好油价。美国近期公布经济数据 3 月份失业率降至 8.8%，为近两年最低点，表明美国经济开始复苏，对原油的需求将维持强劲。此外，美元弱势也为油价提供了有力支撑。中国 2 月份对石油的需求同比增长 10%，为历史第二高点。

1.2 节能减排使化工行业市场供给明显减少

国家 2006 年提出节能减排的政策方针，十一五期间单位国内生产总值能耗降低 20%，主要污染物排放总量减少 10%，加快淘汰落后生产能力、工艺、技术和设备。十二五国家节能减排的目标是单位国内生产总值能耗和二氧化碳排放分别降低 16% 和 17%，主要污染物排放总量减少 8% 至 10%。同时，2009 年底中国在哥本哈根世界气候大会上向国际社会承诺到 2020 年单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降减少 40%-45%。

国家对节能减排的描述是“贯彻落实科学发展观、构建社会主义和谐社会的重大举措；是建设资源节约型、环境友好型社会的必然选择；是推进经济结构调整，转变增长方式的必由之路；是维护中华民族长远利益的必然要求”，可以看出国家已经将节能减排作为一项基本国策长期推行。

为了推进节能减排工作，国家针对高耗能、高排放、产能过剩的企业开展了“限电减排”，提高准入门槛，并推出了“差别电价”政策，对各行业分成鼓励类、限制类和淘汰类征收差别电价，工信部多次下达各高耗能行业合并重组和淘汰落后产能的指令，各地方政府甚至对高能耗行业下达了停产或限产的决定。最近的一次节能减排大行动莫过于 2010 年 4 季度的全国性“拉闸限电”风暴，大多数产能过剩的双高行业生产受到限制，供给出现了紧张。

表 1：2010 年部分地区节能减排相关具体措施一览表

地区	相关政策内容
----	--------

宁夏	7月底至8月初，宁夏地区先后出台了针对吴忠及中卫地区电石企业的限产文件。其中吴忠市下半年当地电石产量计划控制在6.78万吨，中卫市电石产量控制在5.99万吨。至9月份，宁夏石嘴山地区也接到有关电石企业的限产通知，要求对无配套产业链的小型电石炉执行关停措施
内蒙古	6月中旬，内蒙古自治区政府发布文件下达了对各盟市的电石、铁合金限产计划。此后，针对政策的实施，包括乌海、乌兰察布、鄂尔多斯等市旗均发布了区域性限产通知。10月26日，自治区政府又发布了24号紧急通知，要求从11月1日起，包头市、锡林郭勒盟、乌兰察布市、鄂尔多斯市和乌海市的电石企业要坚决停产，包括PVC配套的电石
陕西	截至11月，府谷全县高耗能企业已被全部要求停产，其中包括7家硅铁企业、6家电石企业、31家硅钙企业（其中包括淘汰产能落后的27家企业）、1家硅锰企业。在榆林市神木县，10月底，全县所有电石厂被要求关停，神木县共有电石生产企业31家，电石产能占到陕西全省产能的2/3以上
江苏	8月底全省节能工作已由预警调控转入应急调控状态，各地、各有关部门要以控制用电量、用电负荷为重点，有计划组织高耗能行业、企业实施停产、限产和设备检修、技术改造，暂缓新上高耗能项目投产，加快淘汰落后产能，强化节能发电调度，将应急调控措施不折不扣地落实到位
浙江	7月1日起推行高耗能、高排放企业控制用电计划方案，对全省采矿、冶金、炼钢、化工、化纤、石油、纺织、造纸等八大高耗能行业的1160家企业实施阶段性停产限产，其中化工企业198家。浙江省停止向外省购电（这部分电量占浙江用电量的1/3），还关掉了本省的部分发电机组，在此基础上对各市最后几个月的供电额度作了分配
山东	山东省在今年5月份成立了山东省节能减排和淘汰落后工作指挥部，自从7月中旬，山东开始实施全省节能预警调控工作。数据显示，8月30日至9月5日，山东省实施预警调控（停产、限电、限产、责令关闭等措施）的企业达到773家。
河北	对高耗能、高污染项目一律不予审批、核准、备案，不准审批环评报告、开工建设，对列入国家和省淘汰计划的落后产能，确保在9月底前全部关停和拆除。
河南	强化对电解铝、钢铁、水泥、火电、铁合金、电石、煤化工、多晶硅、烧碱、墙材等行业的调控，限制相应的用电量。

资料来源：东兴证券研究所

化工、钢铁、有色、水泥等行业均属于高耗能、高污染的“双高”行业，而且大多数面临产能过剩的困境，很多生产装置设备技术落后，能耗高，污染大，已经被国家列入限制或淘汰的对象。

表 2：各行业产能淘汰情况

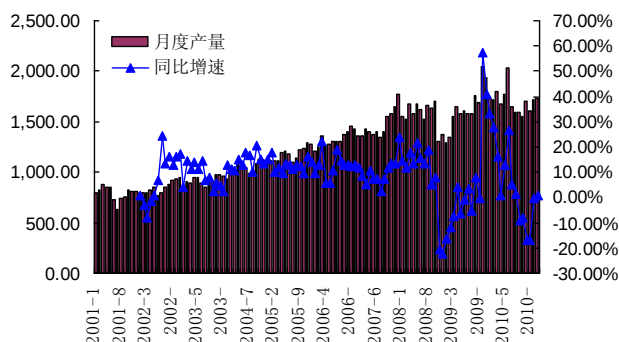
行业	产能限制和淘汰情况
PVC	07年11月《氯碱（烧碱、聚氯乙烯）行业准入条件》：新建、改扩建聚氯乙烯装置起始规模必须达到30万吨/年及以上。
电石	2006年淘汰落后产能57万吨、2007年79.5万吨、2008年104.76万吨、2009年46.68万吨、2010年80万吨，未来3年还计划淘汰落后产能150万吨。
纯碱	2010年工业和信息化部已正式公布《纯碱行业准入条件》，从6月1日起开始实施，这是工信部首次出台纯碱行业准入条件。按照规定，新建氨碱厂年设计能力不得低于120万吨。

资料来源：东兴证券研究所

节能减排政策和产能淘汰极大地限制了许多产能过剩行业的开工率，如纯碱、电石、尿素等行业近两年产量几乎停止增长，去年四季度的拉闸限电风暴更是雪上加霜，导致产品产量剧减，由此拉动了价格的大幅上涨，预计未来节能减排政策仍会使得这些大宗商品价格高位运行：

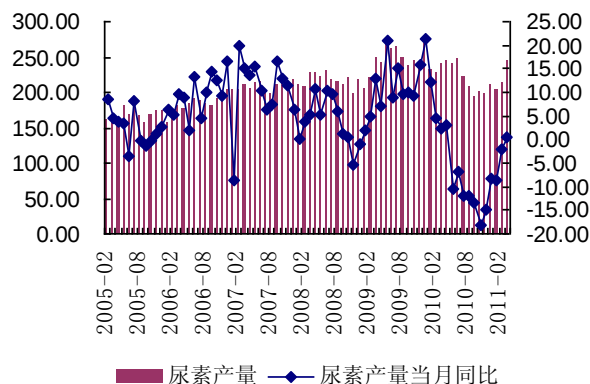
图 4：纯碱月度产量及同比增长（千吨）

图 5：尿素产量（万吨）及同比增长



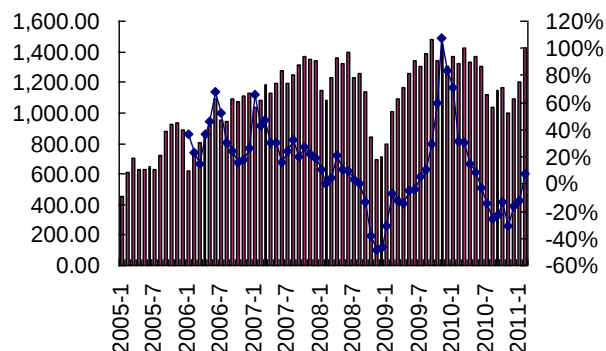
资料来源：CEIC，东兴证券研究所

图 6：电石月度产量及同比增长（千吨）

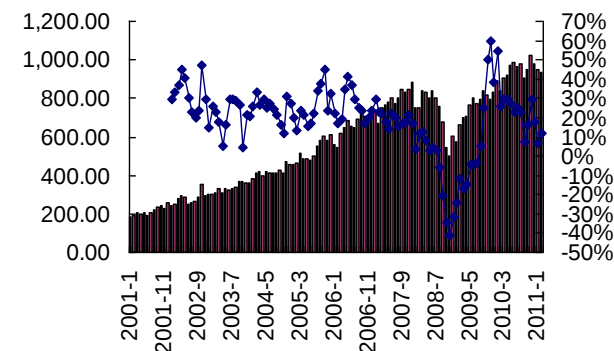


资料来源：Wind 资讯

图 7：PVC 月度产量及同比增长（千吨）



资料来源：CEIC，东兴证券研究所



资料来源：CEIC，东兴证券研究所

2.大宗品成为化工行业超强投资标的

2.1 尿素受益于节能减排，钾肥受益于通胀预期

3 月份以来，尿素价格并未完全反映出当前高成本与供给短缺的现状，市场周期性波动明显，长三角尿素现货从 1 月初的 2000 元/吨持续小幅上涨至 2100 元/吨，3 月初开始连续微跌至 2000 元/吨。1 季度主要还是围绕春耕用肥行情来展开，尿素在化肥冬储中占比最大，春耕用肥又占全年的 60% 以上，因此春耕行情决定尿素价格走势。从供需面来看，09 年与 10 年冬储量分别为 1237 万吨、1193 万吨，今年冬储量只有 870 万吨左右，同比减少约 320 万吨，参考 08 年供给下降导致尿素价格大幅上涨，正常来讲，3 月份尿素价格会有所上调，但事实与之相反。近期尿素低迷的主要原因是：1，由于天气恶劣，今年春耕时间启动较去年晚了一个月，而经销商在 2 月已大量备肥，3 月终端农户消费没有按时启动导致出现大量抛售，影响尿素行情。2，从历史数据来看，09 年与 10 年 3 月初尿素价格达到上半年最高点，之后便开始下跌，经销商对后期走势缺乏信心，导致尿素市场低迷。

尿素价格 4 月 13 日反弹，开始波动上涨的可能性很大。今年第二波尿素景气行情将在 5 月开始，加之生产企业会在 6 月开始集港，以准备今年的尿素出口。因此，后期的利好因素将逐渐增多，如果 4 月尿素价格企稳，之后很可能稳定上涨。

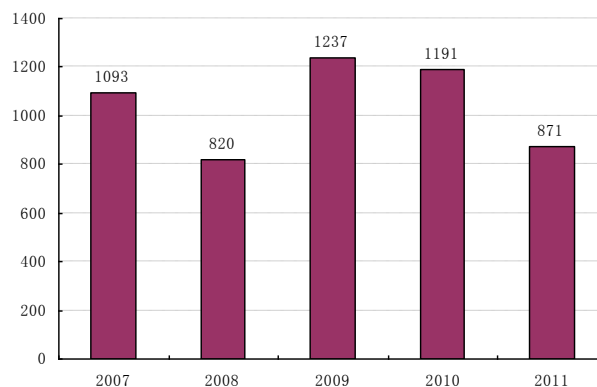
在尿素行情开始转好的形势下，具备成本与规模优势的企业值得关注。我们推荐尿素成本在行业中优势明显、未来着力发展现代煤化工的华鲁恒升，以及尿素产量居国内化肥上市企业首位、开始布局新疆以降低生产成本的湖北宜化。

图 8： 尿素价格开始回升（长三角地区）



资料来源：化工在线，东兴证券研究所

图 9： 今年春耕备肥明显低于往年（万吨）



资料来源：东兴证券研究所

工信部在 3 月底公布磷铵生产准入条件，明确规定三年内不再新建磷酸及一铵、二铵装置，同时必须配套磷石膏综合利用项目与氟回收装置。在此背景下，可以看出国家对于磷矿资源及磷化工行业的政策趋于严格限制，磷矿石价格上涨的可能性很大。另外，磷肥行情或在 5 月初转好。近期市场需求减少，致使二铵价格在上周微涨至 3320 元/吨后，4 月 18 日又下探至 3280 元/吨。一方面我国严控磷肥产能，另一方面国际磷肥价格持续高位，美国海湾 FOB 价 614-617 美元/吨，摩洛哥 FOB 价 640-645 美元/吨，随着 6 月份磷肥出口市场即将打开，我们预计国内磷肥价格将上涨。

拥有磷矿石资源的磷化工龙头企业与磷肥生产企业将受益，我们首推拥有最大磷矿石资源量的兴发集团，其次是矿-电-磷化工一体化的澄星股份、二铵产量排名上市企业第二的六国化工。

图 10： 二胺价格开始反弹



资料来源：百川资讯，东兴证券研究所

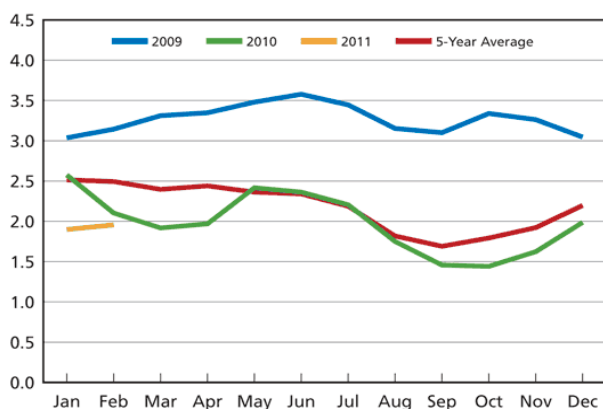
钾盐资源分布极不均衡，加拿大、俄罗斯、白俄罗斯、德国合计储量占世界 94%，前五大钾肥企业供应量占世界的 74%。在钾肥寡头以销定产的形势下，钾肥垄断性加强将提升钾肥价格，德国 K+S 兼并加拿大第一钾肥公司，俄罗斯钾肥巨头 Silvit 与乌拉尔钾肥公司于去年 12 月 21 日宣布合并，预计合并成功只是时间问题，到时 BPC 钾肥出口份额将从 29%增至 44%，世界两大钾肥供应组织 BPC 与 Canpotex 将占出口份额 64%。其它利好钾肥价格的因素包括：1，据 IFA 预测，11 年世界钾肥产量与需求量将分别同比增长 3%与 7%，需求增速大于产量增速将推动钾肥价格上涨。2，1 月 26 日俄罗斯反垄断局宣布，钾肥价格将被冻结两年，农民使用的钾肥价格将被固定在目前水平上，这无疑对钾肥价格增长是积极信号。3，我国钾肥产量增速缓慢，10 年进口依存度达到 55%，鉴于钾肥企业建设周期一般在 6 年左右，短期内我国钾肥依赖进口程度严重的形势不会改变。

11 年钾肥价格上涨可能是趋势。前两个月北美钾肥库存明显降低，低于 200 万吨，2 月份数据比近五年平均值同比降低 22%。目前已签订的国际订单来看，到岸价大多在 500-530 美元/吨，明显高于一季度已执行订单价格。今年 1 月，中化、中农与 BPC 签下总量 100 万吨、到岸价 400 美元/吨的合同，定价机制由一年一次改为半年一次，这意味着 6 月份之后将会执行新的价格。因此我们对钾肥走势的判断是，6 月之前平稳中小幅上扬，下半年涨幅可能较大。

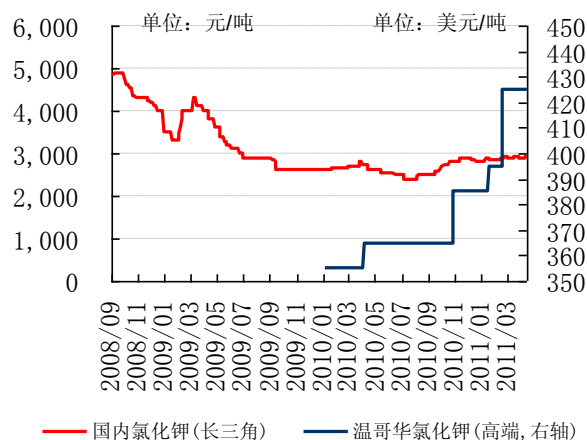
拥有钾肥资源的国内企业值得关注。我们首推主要钾肥生产企业盐湖钾肥，次推今年钾肥产能增加的企业冠农股份、中信国安。

图 11：北美钾肥库存同比明显降低

图 12：国内氯化钾价格近期开始反弹

North American Producers' Potash Ending Inventory
Million Metric Tonnes Product


资料来源：TFI, Potashcorp



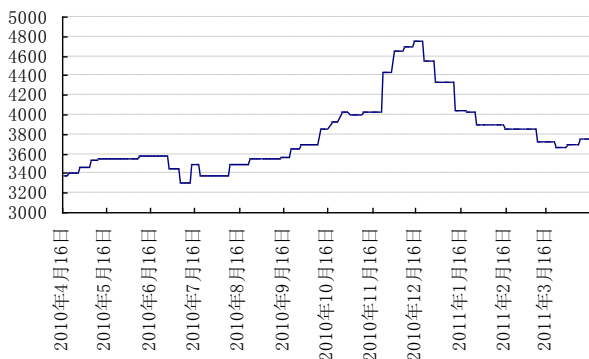
资料来源：化工在线, 百川资讯, 东兴证券研究所

2.2 氯碱价格受益于电石节能减排高位震荡

PVC 产能经过过去 10 年的高速扩张处于严重过剩状态,但是近几年由于国家施行落后产能淘汰、提高行业准入门槛以及实施差别电价等措施,从 2008 年开始产能增速明显下降。虽然从绝对数量来看产能基数依然巨大,但由于我国 80%的 PVC 是利用电石法生产,PVC 的实际产量会受上游电石产量限制。电石行业的产能淘汰力度远大于 PVC 行业,未来产量会受到严格限制,价格将维持高位,进而支撑 PVC 价格高位运行。另外 2010 年大幅增长的新开工房屋对 PVC 的需求今明两年集中释放,加上国家大力推进保障性住房的建设,下游需求将持续旺盛,同时国际油价高位运行也会对 PVC 价格形成有利支撑。碱行业的另一产品烧碱也属于高耗能产业,在节能减排大背景下价格前景也持续看好。

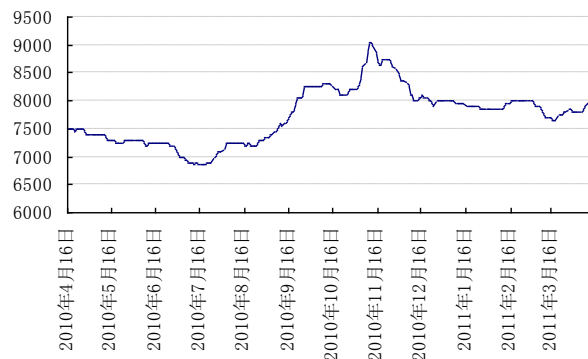
在此逻辑下,氯碱行业中一体化程度较高的企业受益最大,我们首推一体化程度最高、电石自给率和电力自给率均达到 100%的**英力特**,次推一体化程度也较高的**天原集团**和**中泰化学**。

图 13: 电石价格走势 (长三角 元/吨)

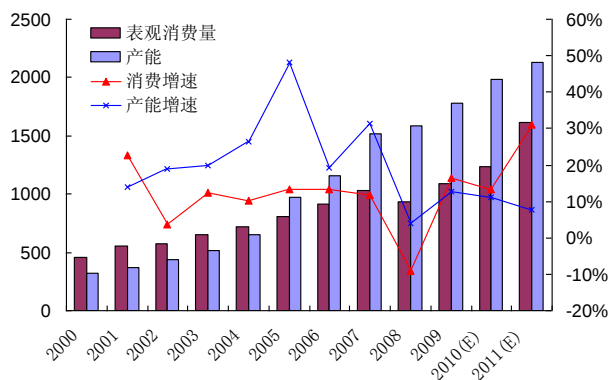


资料来源：CEIC, 东兴证券研究所

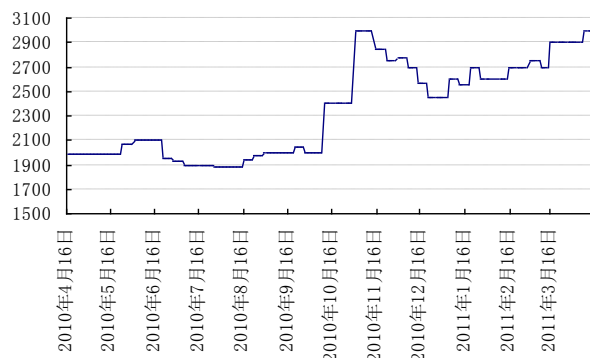
图 14: PVC 价格走势 (长三角 电石法 元/吨)



资料来源：化工在线, 东兴证券研究所

图 15: PVC 供需平衡现拐点


资料来源：wind，CEIC，东兴证券研究所

图 16: 烧碱价格（长三角 元/吨）


资料来源：化工在线，东兴证券研究所

2.2 纯碱受益于节能减排，价格高位震荡

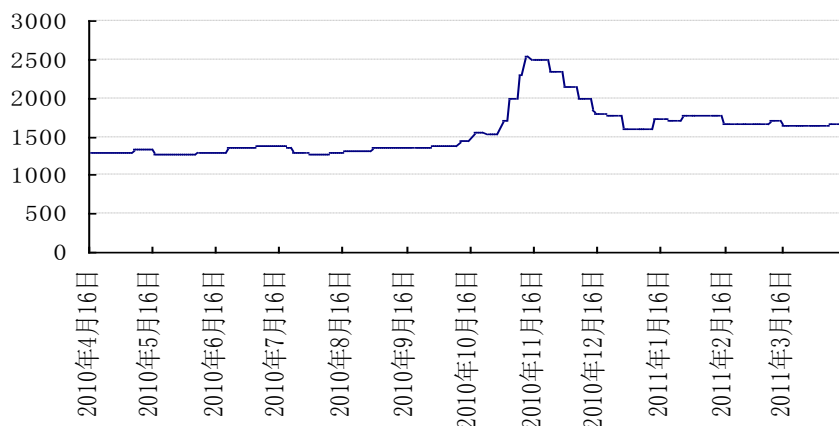
我国纯碱行业的产能过剩现象相对不算严重，2010 年产能 2510 万吨，产量 2029 万吨，产能利用率约 80%，因此纯碱行业对节能减排和淘汰落后产能更为敏感。纯碱四季度也受拉闸限电风暴影响，价格从 1270 元/吨涨到 2500 元/吨，几乎翻倍。目前回落至 1670 元/吨，未来预计仍将高位运行。受此影响，纯碱行业上市公司如山东海化、三友化工等均已公告一季度大幅预增，预计今年全年业绩都有较好表现。看好整个纯碱子行业，重点推荐山东海化、双环科技、三友化工。

表 3: 纯碱产能、产量、进出口及表观消费情况（万吨）

年份	产量	出口	进口	表观消费量
2000	834			
2001	914			
2002	1033	115	29	948
2003	1134	125	30	1038
2004	1335	143	20	1211
2005	1421	177	7	1251
2006	1560	181	14	1393
2007	1765	171	4	1598
2008	1855	213	0	1642
2009	1945	232	3	1716
2010	2029	158	0	1871

资料来源：CEIC，东兴证券研究所

图 17: 纯碱价格走势



资料来源：百川资讯

2.4 北非政局不稳，磷矿石的价格上涨

磷矿石价格今年一度暴涨，由1月初的330元/吨涨至3月的445元/吨，涨幅达到35%，带动拥有磷矿石资源的企业如澄星股份、兴发集团股价连日涨停。主要原因是：磷矿资源高度集中，战略意义越来越强。我国与摩洛哥的磷矿产量、储量分别合计占世界48%、65%，我国近几年已经连发限制磷矿出口与资源整合政策，磷矿供应未来将更趋紧张，同时，今年以来，摩洛哥国内动乱不断，影响了磷矿石的供给。

图 18： 磷矿石价格前期一度大幅上涨

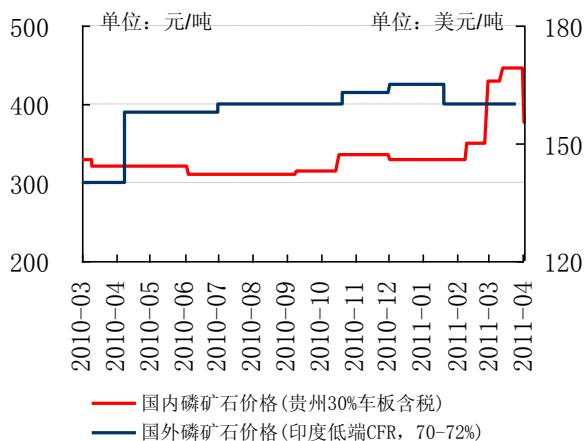


图 19： 黄磷与磷酸价格上涨可期



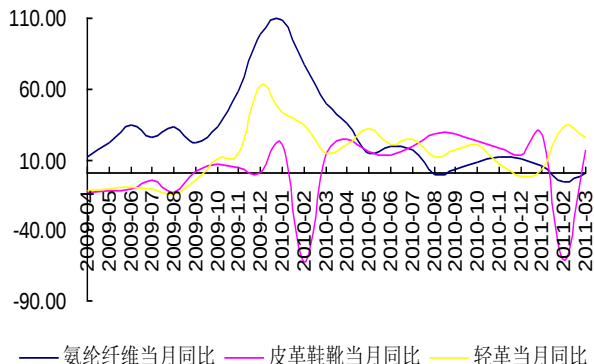
资料来源：化工在线，东兴证券研究所

资料来源：化工在线，东兴证券研究所

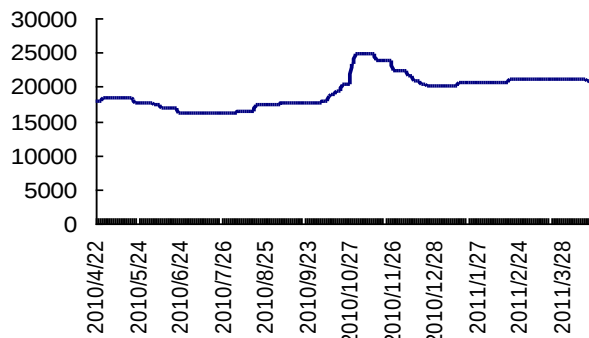
3.产品价格下跌小于原材料价格下跌，盈利能力明显恢复

3.1 苯胺价格下跌而 MDI 价格居于高位，盈利能力提升

MDI 分为纯 MDI 和聚合级 MDI，其中纯 MDI 消费占比较高占三分之一左右，而聚合 MDI 占三分之二左右。我国纯 MDI 消费量为 41 万吨，下游行业主要用于浆料(42%)、鞋底(28%)、氨纶(15%)、弹性体(9%)及其他(7%)。其中浆料、鞋底及氨纶消耗了绝大多数纯 MDI。我国纯 MDI 消费量也保持了 30%左右的增速。3 月份轻革保持着 25.95%以上的增速，皮革鞋革涨 16.68%，2 月份皮革鞋革同比下降 60%，由于二月份是在春季效应，数据变化较大，不具有典型的效应。纯 MDI 的价格为从 20100 元/吨涨至 20700 元/吨。

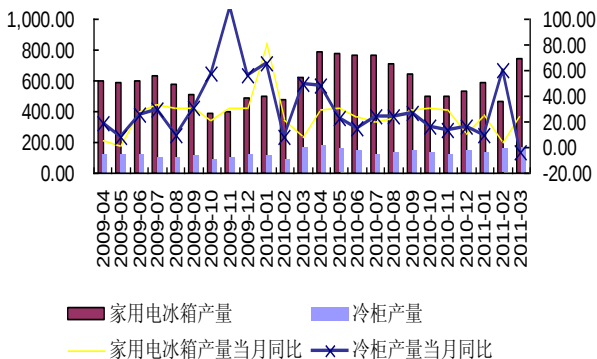
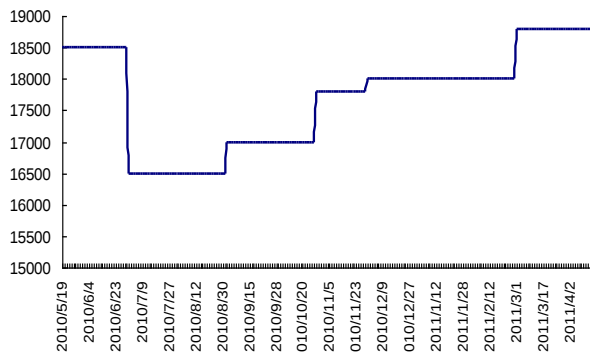
图 20：纯 MDI 的下游的增速分析


资料来源：CEIC，东兴证券研究所

图 21：纯 MDI 的价格走势


资料来源：百川资讯，东兴证券研究所

10 年我国聚合 MDI 消费量为 74 万吨，其中各下游消耗占比分别为：冰箱(40%)、冰柜(12%)、建筑领域(16%)、其他应用领域包括汽车内饰、热水器、保温管道等，但占比都比较小。今年以来我国聚合 MDI 消费量增速较快，前三个月冰箱销量为 1,791.80 万台，同比增长 12%，冰柜销量为 453.56 万台，同比增长 23%。今年以来聚合 MDI 价格从 16150 元涨至 17250 元/吨。

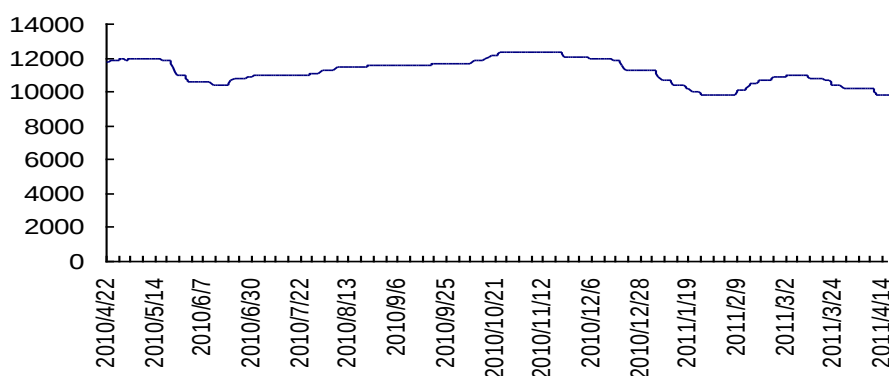
图 22：聚合 MDI 的下游的增速分析

图 23：聚合 MDI 的价格走势


资料来源：CEIC，东兴证券研究所

资料来源：百川资讯，东兴证券研究所

随着烟台万华 36 万吨/年苯胺装置的成功开车，以及康乃尔在内蒙古投资 95 亿元的 60 万吨/年国内最大苯胺基地的开工建设，国内苯胺产能快速增长，这对于此前一直存有过剩压力的苯胺行业可谓雪上加霜。苯胺行业已经陷入产能过剩困局，2011 年行业可能不太景气，下游主营 MDI 的企业如烟台万华将从中受益。MDI 占苯胺的消费为一半左右，而 MDI 产能扩张较慢，在 2013 年之前，全球 MDI 只有烟台万华有新产能扩张。

图 24：苯胺的价格走势



资料来源：百川资讯

3.2 PTA 近期停产检修，将会引发价格上涨

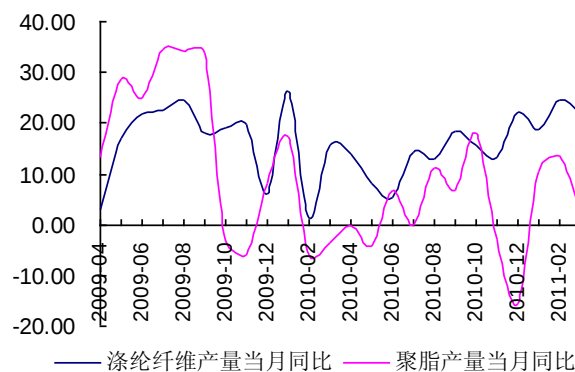
09 年国际棉花市场供过于求，棉价大幅下滑，打击棉农种植积极性，罕见的旱灾使山东等产棉大省减产一成。澳大利亚洪灾造成棉花减产超过 10 万吨。近一年时间棉花价格已经涨了将近一倍，一直在高位震荡，而作为棉花的替代品，化纤价格也出现较大的涨幅，由于涤纶占化纤消费量在 80% 左右，在化纤中以涤纶最为受益。化纤产业链中主要产品为 PX—PTA—聚酯—涤纶短纤或者涤纶长丝。从下游需求来看，聚酯切片在今年前三个月销量增长 6%，涤纶的销量增速为 17%，近三个月以来涤纶产量增速开始加速。

图 25：棉花价格走势



资料来源：Wind 数据库

图 26：涤纶和聚酯产量当月同比

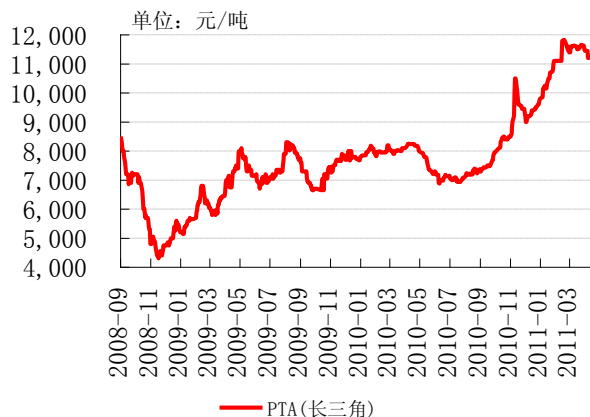


资料来源：百川资讯，东兴证券研究所

在涤纶产业链上，今年聚酯将会有 500-600 万吨的产能释放，主要集中在上半年而 PTA 将会有 400-500 万吨的产能释放，主要在下半年。因而今年上半年 PTA 供给将会比较紧张，而且近期 PTA 检修企业较多，对 PTA 的供给将会更加紧张，预计在四月份 PTA 将会有 395 万吨检修，而五月份将会有 220 万吨的检修。近期进口的 PX 价格不断出现下滑，对 PTA 的成本压力有所缓解。

图 27：进口 PX 价格走势


资料来源：Wind 数据库

图 28：PTA 价格走势


资料来源：百川资讯，东兴证券研究所

表 4：PTA 停产检修分析

公司	装置动态	检修（停车）时间
逸盛石化	大连 150 万吨 PTA 装置检修和改造	4 月 16 日至 5 月 15 日
珠海 BP	一套 60 万吨 PTA 装置检修	4 月底停车检修， 为期一周左右
翔鹭石化	160 万吨装置检修	5 月底停车检修，为期 20 天
江阴汉邦	60 万吨装置检修	5 月检修，为期 1 周
远东石化	60 万吨装置正在检修	
佳龙石化	60 万吨装置检修	4 月 20 日开始，为期 15 至 20 天
宁波三菱	60 万吨装置正在检修	4 月 2 日开始，为期三周

资料来源：百川资讯

4. 化工行业投资策略建议配置周期性行业

在高通胀情况下，化工行业作为整个产业链的中上游，大宗品行业将会从中受益。对于原油价格的判断，我们认为通胀已经开始引起了越来越多国家的重视，新兴经济体从去年就开始不断的加息，欧盟最近也开始了第一次的加息。严重的农产品价格和资源品上涨如果不得到及时的遏制，未来势必会影响经济的复苏。但是加息不会迅速的阻止通胀的影响，我预计原油价格的上涨至少还有 1-2 个月的时间，而周期性的大宗品行业将会这段时间内受益，而新兴产业大部分位于产业链的下端，终端产品的转嫁

能力比较差，将会受困于油价不断升高。关于各子行业的投资机会将会从以下几个方面讨论：

1. 煤化工将受益于原油价格上涨，而煤炭价格不像原油有很强的金融属性，价格变动幅度会减小，煤炭价格的涨幅小于原油的涨幅，重点看好尿素、氯碱、纯碱，这三个产品又是高耗能的行业，受益于节能减排的影响。
2. 原油价格在不断上涨，未来势必会推升资源品价格的上涨，其中具有资源属性的磷矿石和钾矿价格有上升的可能性。
3. 一些下游产业增长较快，而上游产能增长更快，原材料价格下跌也促成了盈利能力的回复。近期的停产检修，预计对 PTA 能够阻止价格下滑，而上游原材料 PX 的价格一直在下滑。聚氨酯行业的苯胺近期产能扩张较快，因此 MDI 的原材料成本压力会有所缓解。

5.重点上市公司推荐

我推荐的重点公司在选择上，基于一些原则，在高原油价格的情况下选择大宗品，因此推荐了英力特、华鲁恒升、湖北宜化、盐湖钾肥、荣盛石化、烟台万华五家公司。我们预计在二季度末，成长性股票将会有投资机会，我们选择了红宝丽、诺普信、鑫富药业三家公司。

分析师简介

杨若木

2005 年获得工学硕士，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

联系人简介

范劲松

清华大学材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师。2010 年加盟东兴证券研究所，有一年基础化工行业研究经验。

杨伟

工学硕士，有两年在清华大学反应工程研究所工作经验，2010 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依

据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。