

李琳琳

执业证书编号: S0730511010010

021-50588666-8045

L1112345@sina.com

行业底部趋稳，关注需求具备增长预期的相关板块

——化工行业 2013 年年度投资策略

研究报告-行业策略

同步大市（维持）

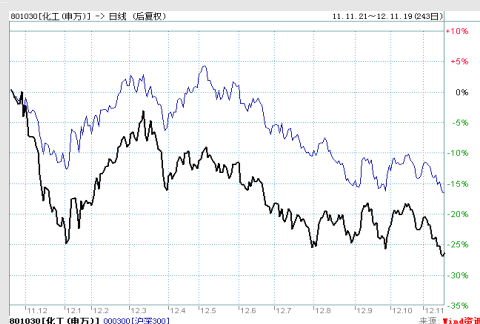
发布日期: 2012 年 11 月 23 日

盈利预测和投资评级

公司简称	2011EPS	2012EPS	2012PE	评级
鲁西化工	0.29	0.28	13.18	增持
华鲁恒升	0.37	0.47	13.91	增持
兴发集团	0.64	0.89	18.65	增持
中国化学	0.48	0.68	9.88	增持
红宝丽	0.29	0.17	29.94	增持
双龙股份	0.40	0.25	27.52	增持
三聚环保	0.49	0.41	27.27	增持
三维丝	0.53	0.43	21.79	增持
上海新阳	0.46	0.60	19.73	增持
裕兴股份	1.86	1.55	17.60	增持
西陇化工	0.41	0.44	20.34	增持
康得新	0.40	0.64	33.44	增持
雅本化学	0.49	0.43	34.88	增持

注: 股价为 2012 年 11 月 19 日收盘价

化工行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

中原证券 20120614_策略-AAA_化工行业 2012 年下半年投资策略-下半年盈利仍不乐观, 关注垄断及战略新兴产业……2012 年 6 月 8 日

联系人: 张杨

电话: 021-50588666-8137

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

投资要点:

- **行业景气度仍处底部。**2012 年 1-7 月化工行业上市公司合计实现营业收入同比增长 10.58%, 较上年同期大幅回落超过 26 个百分点, 归属于母公司股东的净利润同比下滑 21.30%, 收入和利润下滑速度均较 1-6 月有所放缓。2012 年前三季度上市公司整体业绩表现较差, 除农药、日用化学品、涂料、磷化工及磷酸盐行业营业收入和利润同比实现正增长外, 其他子行业净利润同比均有不同程度的下滑。
- **复苏仍需时日, 关注需求具备增长预期的相关板块及个股。**2013 年预计原油均价为 110 美金/桶, 化工企业成本压力依然较大。根据行业周期运行规律判断, 目前我国的化工行业已处于景气度下降段的第 5 年, 行业仍处于景气度低位徘徊阶段, 预计 2013 年的复苏力度有限。给予全行业 2013 年“同步大市”的投资评级。在内外需求较为疲软的背景下, 建议投资者关注具备需求刚性, 或存在需求转暖预期的相关板块及重点个股。
- **建议关注:** 1、化肥板块中的煤头尿素及磷肥企业; 如: 鲁西化工 (000830, 增持), 华鲁恒升 (600426, 增持), 兴发集团 (600141, 增持), 2、优质的农药原药及中间体企业; 如: 长青股份 (002391, 增持), 雅本化学 (300261, 增持) 及联化科技 (002250, 增持) 等; 3、关注房地产相关的纯碱和 PVC 龙头企业, 如: 和邦股份 (603077, 增持) 等; 4、关注具备长期发展空间的新兴产业。包括: 节能环保题材概念股、受益电子产业加速转移的电子化学品板块、以及新型煤化工工程类公司, 如: 中国化学 (601117, 增持), 红宝丽 (002165, 增持), 双龙股份 (300108, 增持), 三聚环保 (300072, 增持), 三维丝 (300056, 增持), 上海新阳 (300236, 增持), 裕兴股份 (300305, 增持)、西陇化工 (002584, 增持), 康得新 (002450, 增持) 等。
- **风险提示:** 成本增加较快风险; 政策风险: 环保核查力度加强等; 经济增长速度进一步放缓风险。

目 录

1、前三季度化工行业经济运行状况回顾	4
1.1 1-7月：收入增速回落缓中趋稳，利润总额下滑趋缓	4
1.2 除能源外主要进口产品增长缓慢，出口形势分化	5
1.3 固定资产投资增速有所恢复，子行业分化	6
2、石化上市公司三季报业绩回顾	7
3、行业仍然处于周期底部，复苏仍需时日	8
3.1 2013年化工行业或将面对较大成本压力	8
3.2 给予行业“同步大市”的投资评级	10
3.2.1 行业仍处周期底部，复苏仍需时日	10
3.2.2 给予行业“同步大市”的投资评级	10
4、关注需求稳定增长或具备复苏预期的相关板块	11
4.1 关注化肥板块中的煤头尿素及磷肥产品	11
4.2 关注优质的农药中间体企业	13
4.3 关注房地产相关的纯碱及PVC龙头企业	13
4.4 新兴产业仍然值得关注	15
4.4.1 节能环保产业的投资机会探讨	15
4.4.2 关注产业加速转移带来的电子化学品进口替代机会	15
4.4.3 关注新型煤化工工程类公司	15
5、重点上市公司	16
6、风险提示	16
行业投资评级	17
公司投资评级	17
重要声明	17
免责条款	17
转载条款	17

图目录

图 1: 化学原料及化学制品业收入、利润总额及同比增速	4
图 2: 2006-年至今 BRENT 近月原油价格走势	8
图 3: 1861 年至今石油价格体系演变	9
图 4: 10 年化工行业市盈率走势 (TTM, 整体法) 单位: 倍	10
图 5: 玉米同比减产, 化肥使用量同比增加	12
图 6: 美国玉米、小麦、大豆 (期末库存+产量) 同比走势 (截至 2012 年 10 月)	12
图 7: 2006-年至今联合国粮农组织谷物价格指数	13
图 8: 2004 年至今尿素表观消费量及产量	13
图 9: 尿素出厂价格	13
图 10: 国内磷酸一铵和磷酸二铵出厂价格	13
图 11: 华东地区纯碱价格	14
图 12: 山东潍坊地区原盐价格	14
图 13: 我国 PVC 价格走势	14
图 14: 我国烧碱价格走势	14
图 15: 我国房地产新开工面积及同比增速	14
图 16: 我国商品房销售面积及同比增速	14

表目录

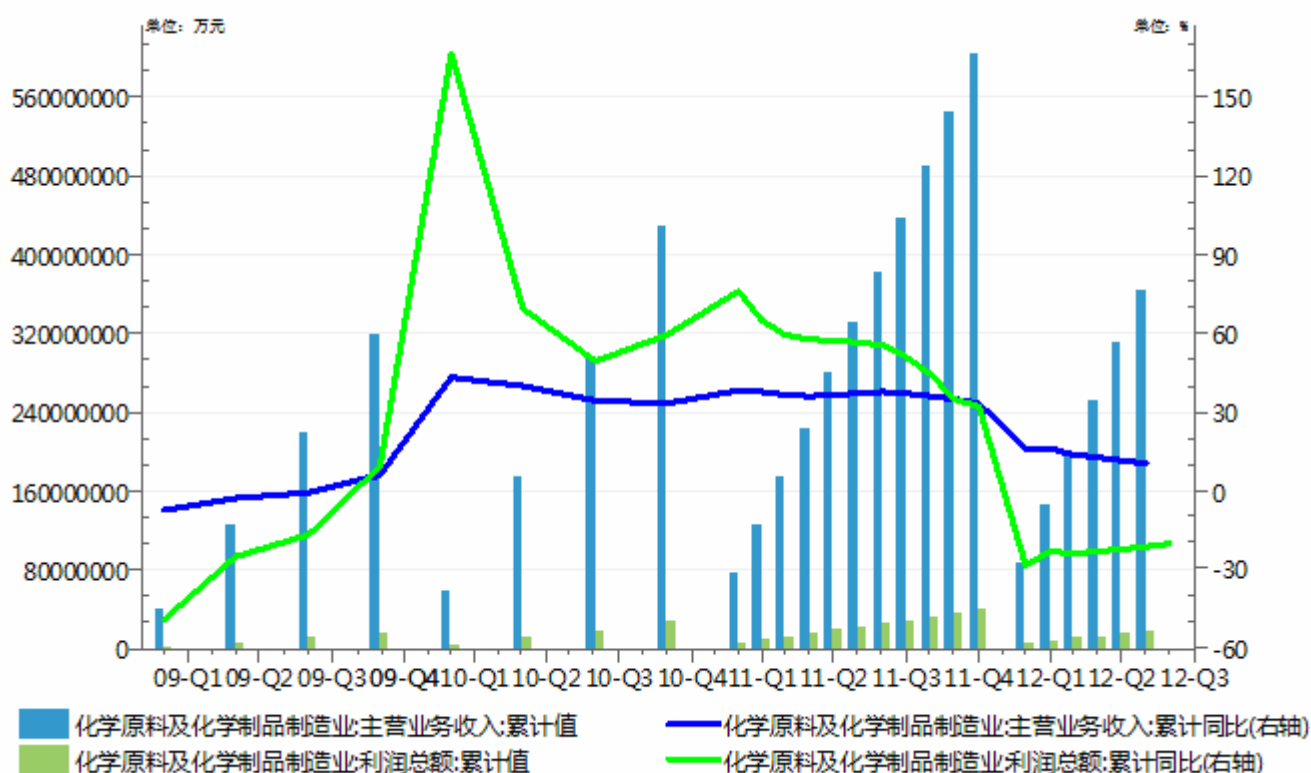
表 1: 化工子行业收入和利润情况	5
表 2: 石化行业 1-9 月固定资产投资情况	6
表 3: 石化行业上市公司 2012 年前三季度财务状况	7
表 4: 重点公司估值分析表	16

1、前三季度化工行业经济运行状况回顾

1.1 1-7 月：收入增速回落缓中趋稳，利润总额下滑趋缓

石化协会统计数据显示，2012 年 1-7 月，化学原料和化学制品业实现营业收入 3.63 万亿元，同比增长 10.58%，增幅较上年同期回落逾 26 个百分点，较今年 1-6 月回落 0.6 个百分点，下滑速度进一步趋缓。实现利润总额 1711.63 亿元，同比下滑 21.30%，下滑幅度较 1-6 月有所放缓。

图 1：化学原料及化学制品业收入、利润总额及同比增速



资料来源：中原证券，Wind

分行业看，1-7 月，无机酸、无机碱、有机化学原料、磷肥、油墨、染料、合成材料、专用化学品、化学纤维利润总额同比继续下滑，但其中**油墨、染料、专用化学品、氨纶有企稳态势**。

表 1 中黄色底纹标注的无机盐、氮肥、钾肥、化学农药、涂料、日用化学品、轮胎、橡胶板管带行业的利润总额同比继续增长，但**无机盐、氮肥**、

农药、轮胎的利润总额增长有放缓态势。

表 1: 化工子行业收入和利润情况

2012 年 1-7 月					2012 年 1-6 月				
行业名称	营业收入		利润总额		行业名称	营业收入		利润总额	
	(亿元)		(亿元)			(亿元)		(亿元)	
	累计	同比 (%)	累计	同比 (%)		累计	同比 (%)	累计	同比 (%)
化学原料及化学制品	36333	10.58	1711	-21.30	化学原料及化学制品	30986	11.19	1461	-22.48
无机酸	453	13.46	25	-16.62	无机酸	378	12.39	22	-15.32
无机碱	1016	10.03	23	-58.76	无机碱	872	10.69	21	-57.55
无机盐	1275	15.05	76	12.95	无机盐	1074	16.36	64	21.29
有机化学原料	6370	8.42	140	-57.33	有机化学原料	5439	8.60	127	-56.64
氮肥	1590	13.26	82	27.99	氮肥	1375	14.49	73	43.60
磷肥	449	15.32	13	-37.02	磷肥	382	17.96	12	-33.06
钾肥	135	21.48	39	0.66	钾肥	117	20.63	34	0.29
化学农药	1140	17.44	63	15.25	农药	971	18.32	55	19.65
涂料	1510	7.34	97	5.81	涂料	1270	6.95	82	1.66
油墨	166	1.54	11	-4.97	油墨	139	1.55	9	-10.21
染料	433	8.34	26	-2.15	染料	368	7.67	22	-5.20
合成材料制造业	7029	8.56	176	-52.84	合成材料制造业	6003	9.40	156	-52.36
专用化学产品制造业	8001	8.50	478	-18.87	专用化学产品制造业	6829	8.71	406	-21.15
日用化学品	1889	12.37	177	20.74	日用化学品	1586	11.14	131	5.54
锦纶纤维	309	8.03	9	-21.03	锦纶纤维	267	12.88	9	-15.94
涤纶纤维	2086	2.02	42	-62.00	涤纶纤维	1764	2.94	35	-60.66
氨纶纤维	82	-2.16	0.69	-90.18	氨纶纤维	69	-5.04	-0.07	-101.11
维纶纤维	18	-18.94	-0.05	-144.94	维纶纤维	15	-19.09	-0.13	-141.60
轮胎	2682	15.45	154	54.37	轮胎	2289	17.32	133	59.81
橡胶板管带	518	17.68	36	26.46	橡胶板管带	436	18.03	30	25.50

资料来源: Wind, 国家统计局

1.2 除能源外主要进口产品增长缓慢，出口形势分化

2012 年 1-8 月，我国石油和化工行业进出口贸易依旧呈现增长态势，但增速较低。据石化协会统计，全行业进出口贸易总额为 4204.97 亿美元，同比增长 5.8%。其中，进口总额 3068.94 亿美元，同比增长 8.2%；出口总额 1136.03 亿美元，同比下滑 0.1%，反映出目前较差的出口形势。

从进口量较大的几个子行业看，2012 年 1-8 月，天然原油和天然气开采进口金额 1574.77 亿美元，同比增长 18.1%；原油加工和石油制品进口金额 259.42 亿美元，同比增长 1.1%；有机化学品进口金额 310.79 亿美元，同比

增长 3.3%; 专用化学品 137 亿美元, 同比增长 1.4%; 合成橡胶进口金额 35.56 亿美元。同比增长 0.9%。整体来看, 除上游能源进口增长依然较快之外, 其他对外依存度较高的产品进口增长缓慢, 折射出国内下游需求增长均较为缓慢。部分子行业的进口贸易甚至出现了下滑, 如合成树脂进口金额 317.25 亿美元, 同比下滑 2.4%; 合成纤维单体进口金额约为 120 亿美元, 同比下滑 8.5%。

从出口为主的几个子行业看, 无机化学品和化肥的出口情况相对较差。石化协会数据显示, 无机化学品出口金额为 92 亿美元, 同比下滑 18.5%; 化肥 32.65 亿美元, 同比下滑 15.9%; 其中氮肥的出口金额同比增长 15%, 但磷肥的出口金额同比下滑 21%。相比之下, 农药和橡胶制品的出口市场相对较好, 出口金额为 19 亿美元, 同比增长 12.8%; 橡胶制品出口金额为 291 亿美元, 同比增长 8.8%。

1.3 固定资产投资增速有所恢复, 子行业分化

2012 年 1-8 月, 石化行业实际完成固定资产投资金额 10595.52 亿元, 同比增长 28.90%, 增速较上年同期提升了 10 个百分点。分子行业看, 石油和天然气开采业固定资产投资增长虽有所恢复, 但依然相对较慢; 肥料制造业、专用化学品制造业 (化学制剂除外) 和橡胶制造业中的轮胎固定资产投资增速显著放缓; 其他子行业的固定资产投资增速已恢复至平稳较快的水平, 基础化学原料制造中的有机化学原料制造、化学矿采选和合成材料制造业中的合成纤维单体制造固定资产投资增速均在 50% 以上。

表 2: 石化行业 1-9 月固定资产投资情况

子行业	计划投资额 (亿元)			实际完成额 (亿元)	
			累计	2012 年 1-8 月	2011 年 1-8 月
	累计	同比 (%)		同比 (%)	同比 (%)
石油和化工行业	37441.97	14.6	10595.52	28.9	18.9
石油和天然气开采业	4038.12	-23.3	1355.53	7.0	-3.0
精炼石油产品的制造	5896.39	15.4	1006.91	22.0	15.9
化学矿采选业	235.32	16.5	92.72	57.7	7.6
基础化学原料制造业	11031.41	41.7	2561.74	52.0	21.9
肥料制造业	3015.74	14.7	855.52	15.4	26.4
化学农药制造业	328.18	12.2	135.83	26	2.4
涂料、油墨、颜料等	894.56	8.4	429.22	33.1	4.8
合成材料制造业	3288.16	32.8	949.67	60.1	25.8
专用化学产品制造业	4476.22	-1.6	1717.82	16.3	32.1
橡胶制造业	2265.34	-1.9	845.57	15.1	36.2

资料来源: 中原证券, 中国石油和化学工业协会

2、石化上市公司三季报业绩回顾

对石化行业上市公司 2012 年前三季度财报数据的分析表明，化工行业整体经营形势较差。2012 年 1-9 月，化工行业上市公司整体实现营业收入同比增长 6.21%，净利润同比下滑 39.31%。分子板块看，农药、日用化学品、涂料、磷化工及磷酸盐行业营业收入和利润同比实现正增长，其他子行业净利润同比均有不同程度的下滑。从盈利能力看，农药、轮胎、塑料制品、橡胶制品的毛利率同比有所回升，其他产品均有不同程度的下滑。

表 3：石化行业上市公司 2012 年前三季度财务状况

板块名称	主营业务收入 同比 (%)	净利润 同比 (%)	毛利率 (%)	毛利率 同比增减 (百分点)	市盈率 (前推 12 个月) (2012/11/19)
化工	6.21	-39.31	14.39	-2.11	14.68
化工新材料	0.9	-39.35	18.37	-2.41	21.80
聚氨酯	11.96	-16.01	19.72	-2.8	17.58
玻纤	5.97	-1.68	27.83	-2.35	26.57
化学纤维	-8.13	-110.27	5.15	-6.54	26.24
涤纶	-5.35	-87.12	5	-8.44	23.95
氨纶	0.12	-94.06	7.93	-10.1	62.94
纯碱	-12.56	-106.58	13.2	-8.35	29.45
氯碱	-5.51	-137.07	11.97	-4.43	37.75
无机盐	-8.68	-83.7	27.47	-2.65	63.92
氮肥	16.1	-36.34	13.05	-2.08	19.06
磷肥	52.7	-43.92	7.48	-2.05	66.77
钾肥	7.74	-23.15	54.25	-9.47	21.29
农药	30.41	75.94	18.51	1.98	24.81
日用化学产品	16.48	191.08	26.89	-1.92	26.90
涂料油漆油墨制造	4.77	7.15	21.03	1.17	32.62
民爆用品	15.67	-7.57	29.09	-1.25	23.37
纺织化学用品	3.27	-32.98	22.35	-1.23	16.50
复合肥	14.72	4.79	12.77	-1.1	20.32
氟化工及制冷剂	-16.66	-66	19.13	-20.6	22.24
磷化工及磷酸盐	38.35	23.78	13.72	-2.2	35.00
石油加工	7.16	-35.71	14.47	-1.88	10.79
石油贸易	7.05	-9.65	4.25	-0.7	52.38
塑料	3.12	-11.87	17.88	0.46	12.87
橡胶	-3.45	9.08	14.92	2.79	21.94
轮胎	-5.07	-5.2	13.91	2.77	21.67
炭黑	6.15	-5.29	17.5	-0.23	22.61

资料来源：中原证券，Wind

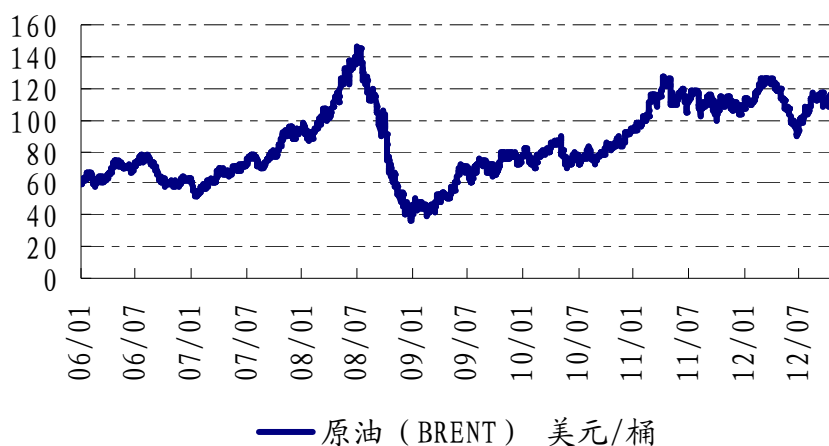
3、行业仍然处于周期底部，复苏仍需时日

3.1 2013 年化工行业或将面对较大成本压力

定价机构 Platts（普氏）指出：目前约 70% 的原油现货交易的定价参照的是布伦特标尺。一部分亚洲原油出产国，最近都从其地区性的标尺，例如 Tapis 和 Minas，转到了布伦特；2008 年之后，Brent 原油的地位越来越重要。下文我们所探讨的原油均价均指向布伦特原油价格。

原油价格是一种兼具商品属性和金融属性的能源产品，其价格的影响因素非常复杂，既包括供需层面的因素影响，也包含货币、投机行为等金融层面的因素影响。其价格体系经历了“七姊妹”时期的稳定阶段（1970s’之前）、OPEC 垄断时期的快速上涨阶段（1973 年-1980 年）、OPEC 内部分裂的价格下跌阶段（1980 年-1985 年），以及多元化定价时代（1985 年之后）阶段。目前处于油价的多元化定价时代，原油的供需、政治因素、以及美元指数走势是影响原油价格的三大主导因素。在不同的阶段，不同因素对原油价格的影响力不同。

图 2：2006-年至今 BRENT 近月原油价格走势



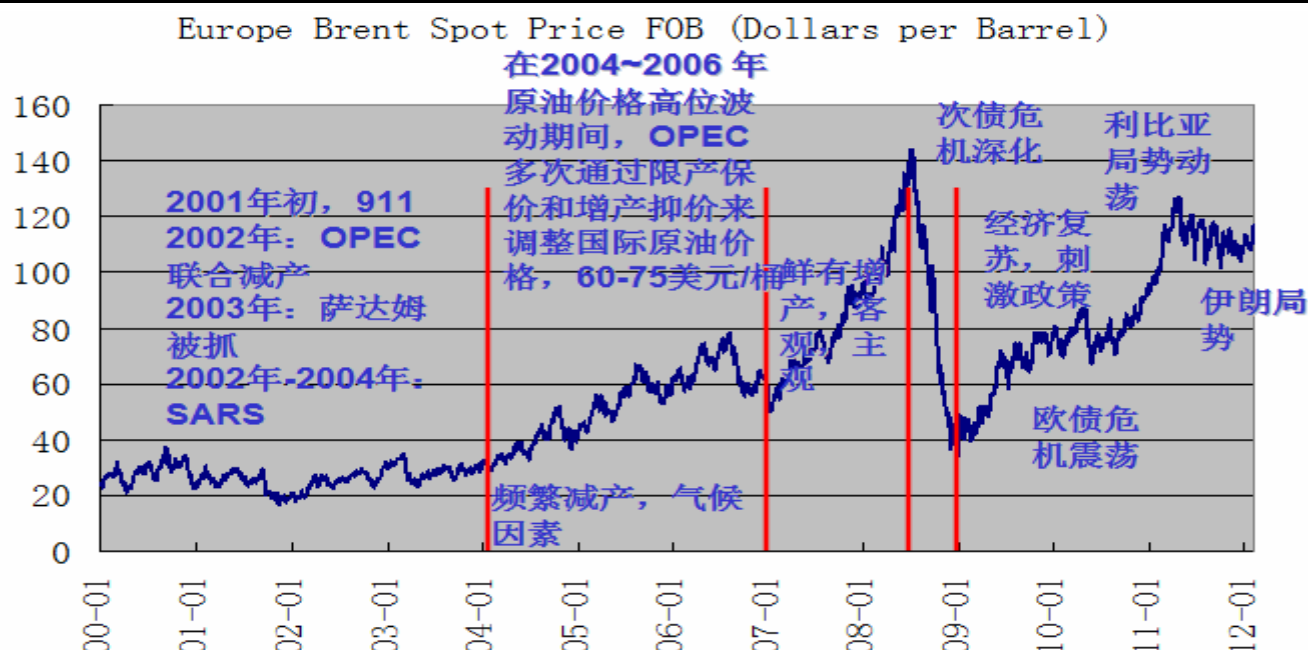
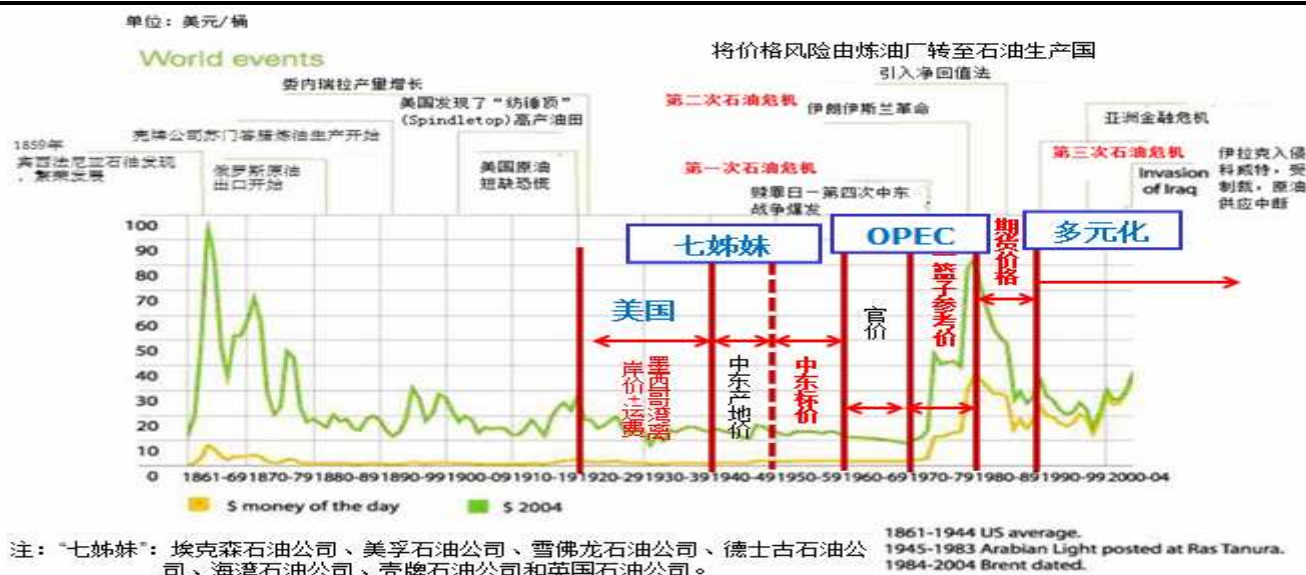
资料来源：中原证券，百川资讯

根据高盛的判断，2013 年美元指数相对较为平稳，不会出现暴涨暴跌的现象，对于油价的影响力相对较小；政治因素看，伊朗地缘政治因素在 2012 年已基本得到消化，2013 年进一步推升油价的可能性也相对较小。相比之下，供需因素对原油价格走势的影响相对较强。

目前石油定价话语权更多地偏向于消费国，2013 年欧美经济的复苏进程

依然较为缓慢，中国经济的增长也面临较大的挑战，加之页岩气、油页岩等非常规能源对原油需求的冲击，预计 2013 年原油需求增长将有所放缓。近期 OPEC 月度石油市场报告就显示，尽管该机构对 2012 年世界石油需求的日均增长预期仍维持在 90 万桶，但 2013 年世界石油需求增长预期为 82 万桶/日，相较本年度增长有所放缓。需求的缓慢增长难以推动原油价格大幅上涨；但各国陆续出台的货币宽松政策或将支撑原油价格，预计 2013 年，在没有其他突发因素的影响下，原油均价将与 2012 年将保持基本一致，均价在 110 美金/桶附近。对于化工品来讲，可能仍将面临较大的成本压力。

图 3: 1861 年至今石油价格体系演变



资料来源：中原证券，公开资料整理

3.2 给予行业“同步大市”的投资评级

3.2.1 行业仍处周期底部，复苏仍需时日

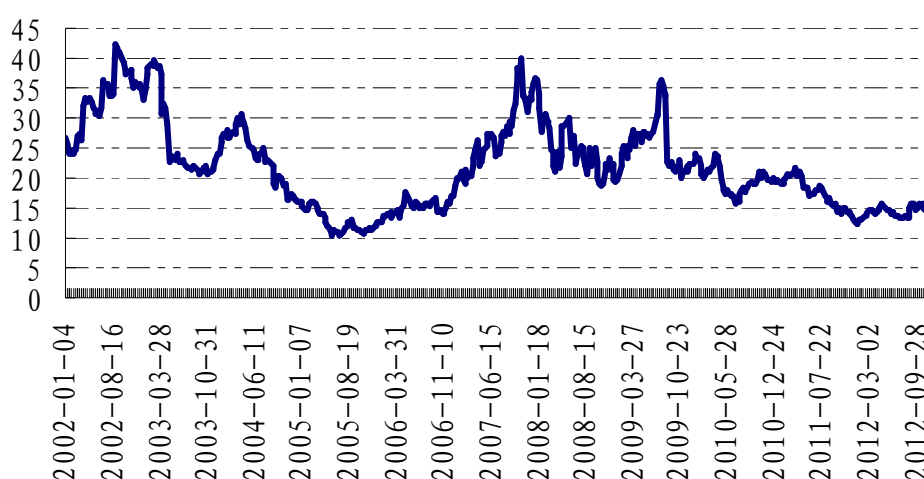
按照石化行业景气运行规律，化工行业在 2002-2007 年的 5 年间已经完成了一轮 8-12 年左右的景气循环周期的上升段，2008 年至今仍处于景气循环周期的下降段。根据美国化工行业的历史走势判断，一般情况下周期下降段持续的时间在 3-7 年不等，目前我国的化工行业已处于下降段的第 5 年，行业仍处于景气度低位徘徊阶段，预计 2013 年的复苏力度有限。

3.2.2 给予行业“同步大市”的投资评级

目前化工板块的整体估值水平为 14.64 倍（TTM，整体法），与 2005 年 2 月和 2006 年 4 月估值水平相当，与历史底部 9.69 倍仍有一定的差距，同时高于 A 股（11.17 倍）和沪深 300（9.26 倍）的估值水平。

2005 年 2 月与 2006 年 4 月对应的油价水平分别在 40-50 美金/桶，以及 60-70 美金/桶之间，均低于目前油价百元附近的水平，后期成本的高企与下游需求的疲软将进一步推动化工行业的估值走高。给予全行业 2013 年“同步大市”的投资评级。在内外需求较为疲软的背景下，建议投资者关注具备需求刚性，或存在需求转暖预期的相关板块及重点个股。

图 4：10 年化工行业市盈率走势（TTM，整体法） 单位：倍



资料来源：中原证券，Wind

4、关注需求稳定增长或具备复苏预期的相关板块

4.1 关注化肥板块中的煤头尿素及磷肥产品

一般情况下，当农产品同比减产，粮食价格出现上涨，农民有意愿通过增加化肥等农资产品的投入，来获得更高的产量和收益。以美国玉米产量与农民化肥使用量为例，可以看到，1964 年以来，历次美国玉米大幅减产之后，化肥使用量均出现大幅的增长。

2012 年 7 月美国中西部等谷物种植地带遭遇半个世纪以来最为严重的干旱，玉米、大豆大幅减产，截至 2012 年 10 月，美国农业部数据显示，美国地区玉米产量与期末库存合计同比下降 8.28%（粮食价格大幅上涨的 2007 年 10 月：-6.03%）；小麦产量与期末库存合计同比下降 3.9%（2007 年 10 月：-0.83%）；大豆产量与期末库存合计仅增长 0.97%（2007 年 10 月：3.95%）。

我们判断，2013 年中，美国玉米、大豆价格将持续维持高位，作为全球最大的玉米、大豆出口国，美国的玉米出口占全球出口量的近一半，其价格的持续高位，将传导至全球，类似于 2007 年-2008 年，玉米、大豆价格将持续维持高位。粮食价格的高位运行将刺激农民增加化肥等农资品的投入，从而带动化肥使用量的大幅增长。

分品种看，**2013 年钾肥的价格走势仍不容乐观。**据测算，目前每年国内的钾肥消费量在 750 万吨附近，有数据显示，2012 年度下半年国内钾肥总量包括：社会库存 600 万吨，2012 年下半年产量 336 万吨，下半年进口量 150 万吨。合计为 1086 万吨。而根据现在的消费最高指数估算，2012 年钾肥消费将达到 850 万吨，资源量将过剩盈余 736 万吨。这意味着 2013 年钾肥的进口数量级仅为 10-20 万吨，难以推升 2013 年钾肥价格大幅上涨。

煤头氮肥存在一定的投资机会。统计数据显示，2011 年我国尿素产能约为 7000 万吨，表观消费量为 5420 万吨；预计 2012-2013 年有效新增产能为 300 万吨附近，尿素总产能有望达到 7300 万吨附近，其中煤头尿素占比约为 75%，产能为 5475 万吨，气头尿素产能为 1825 万吨，假设 2013 年尿素表观消费量同比增长 7%，则 2013 年尿素表观消费量约为 5799 万吨附近。煤头尿素不足以完全满足 2013 年的化肥消费需求；而随着天然气价格改革的深化，化肥用天然气供应不足将制约天然气尿素的供应；此外，从成本角度看，目前型煤尿素成本约为 1800 元/吨，天然气尿素的成本约为 1600 元/吨，成本方面，天然气尿素拥有微弱优势；而根据我们的煤炭研究员判断，2013 年煤炭价格会有小幅下滑，天然气尿素的成本只能跟随气价的上涨而上涨，

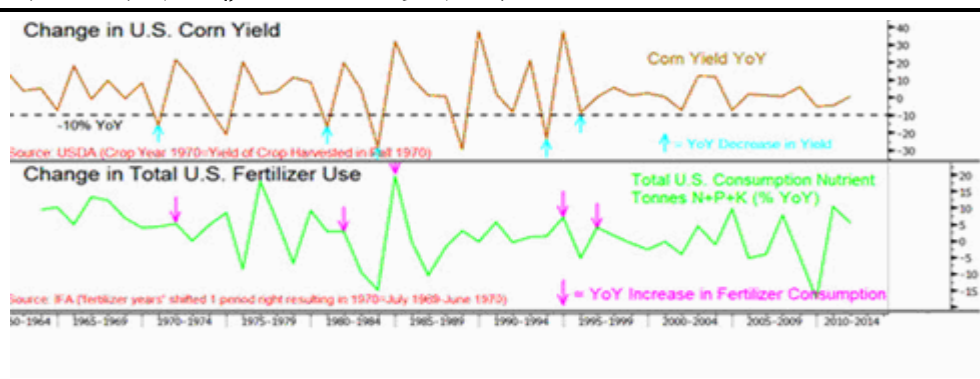
未来天然气制备尿素的成本优势将逐渐削弱。

2013 年，在国际粮价上涨的大背景下，国际尿素的用量和价格有望随之上涨，受出口市场传导，国内尿素价格有望上涨，在气头尿素的成本支撑下，煤头尿素的利润空间或将扩大，给相关企业带来一定的投资机会。建议关注鲁西化工（000830，增持）、华鲁恒升（600426，增持）。

磷肥板块同样值得重点关注。百川数据显示，目前国内磷酸一铵的含税价格为 2800 元/吨，磷酸二铵的含税价格为 3350 元/吨，根据我们的测算，目前两种产品的成本分别为 2200 元/吨和 2800 元/吨，这意味着大型磷肥企业目前基本处于盈亏平衡状态，而小型磷肥企业已经处于亏损状态；在这样的背景下，企业有意愿通过提升产品的销售价格来改善业绩。

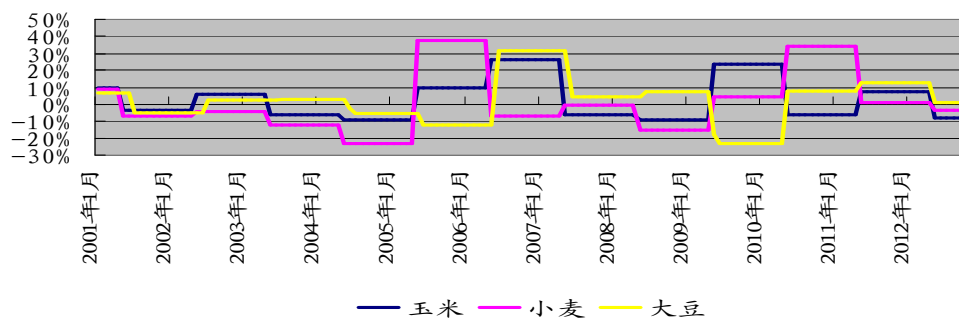
目前我国的磷肥产能过剩的现象较为严重，但与氮肥行业不同的是，磷肥行业的集中度较高，国内前 10 家企业的产能占到总产能的 82%，产品价格对于需求的回升更为敏感。预计 2013 年随着磷肥出口窗口的打开，国际高企的磷肥价格有望传导至国内，带动国内磷肥价格的上涨。建议关注优质的磷肥企业，如兴发集团（600141，增持），云天化（600096，增持）。

图 5：玉米同比减产，化肥使用量同比增加



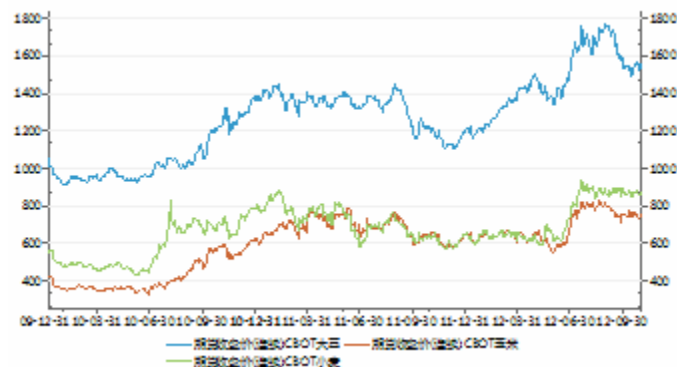
资料来源：Bloomberg

图 6：美国玉米、小麦、大豆（期末库存+产量）同比走势（截至 2012 年 10 月）



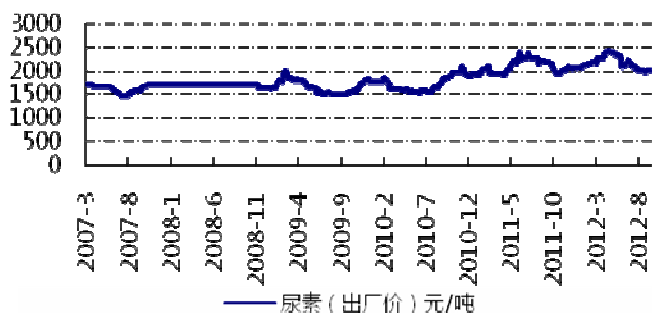
资料来源：中原证券，美国农业部，Wind

图 7: 2006-年至今联合国粮农组织谷物价格指数



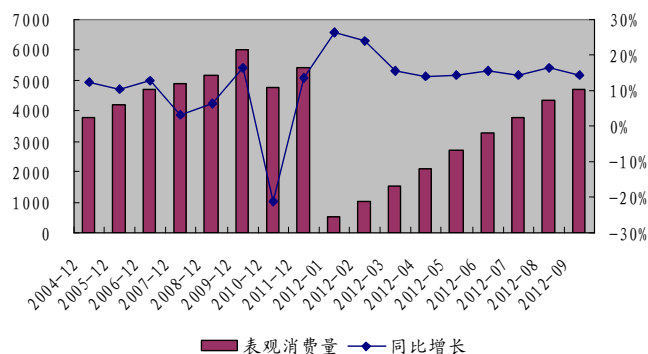
资料来源: 中原证券, 联合国粮农组织, Wind

图 9: 尿素出厂价格



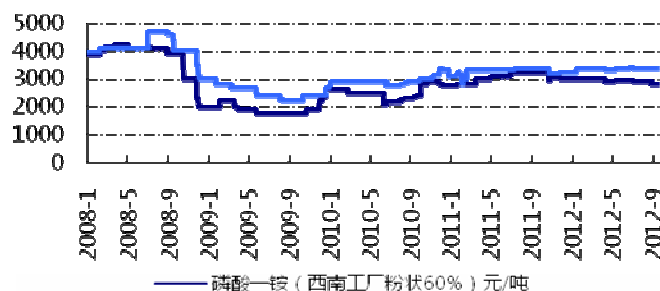
资料来源: 中原证券, 百川资讯

图 8: 2004 年至今尿素表观消费量及产量



资料来源: 中原证券, 联合国粮农组织, Wind

图 10: 国内磷酸一铵和磷酸二铵出厂价格



资料来源: 中原证券, 百川资讯

4.2 关注优质的农药中间体企业

随着人们环保意识的提升, 高效低毒农药越来越成为市场的主流, 而相关产品的研发能力掌控在国际农药巨头手中。为了降低成本及环境污染, 国际大型农药企业倾向于将其前段的部分中间体及原药产能转移至中国等发展中国家; 2013 年随着粮价的高位运行, 全球农药及中间体产品的需求有望保持稳定增长, 与国际农药巨头具备良好合作关系的农药原药企业, 以及定制业务和高级农药中间体为主的企业将从中受益。建议重点关注长青股份 (002391, 增持), 雅本化学 (300261, 增持) 及联化科技 (002250, 增持)。

4.3 关注房地产相关的纯碱及 PVC 龙头企业

受国家房地产市场宏观调控政策及自身产能严重过剩的因素影响, 纯碱和 PVC 板块的整体经营状况目前已处于历史低点。

国内氨碱法的成本在 1500 元/吨附近, 联碱法双吨 (吨氯化铵+吨纯碱) 成本约为 2200 元/吨附近, 重质纯碱的价格为 1300 元/吨, 氯化铵价格约为

700 元/吨，大部分企业均不盈利，行业亏损面超过 80%。其中，氨碱法龙头山东海化第三季度亏损加剧，单季度亏损 1.56 亿元；联碱法龙头双环科技第三季度亏损 0.57 亿元。

PVC 企业的生存状况也不乐观。我国近 80% 的 PVC 企业采用电石法工艺，目前电石法 PVC 的成本约为 6700 元/吨附近，低于市场含税价 6280 元/吨，企业“以碱补氯”的现象严重。且这一现象持续时间逾一年之久。

根据我们的房地产行业研究员判断，目前房地产销售数据已从底部回升，2013 年我国的房地产市场或将出现一些积极的信号，受此拉动，PVC 和纯碱产品的需求复苏预期有望加强，或将带来一定的投资机会，建议关注纯碱龙头企业之一和邦股份（603077，增持）；具备成本优势的氯碱企业英力特（000635，增持）。

图 11: 华东地区纯碱价格

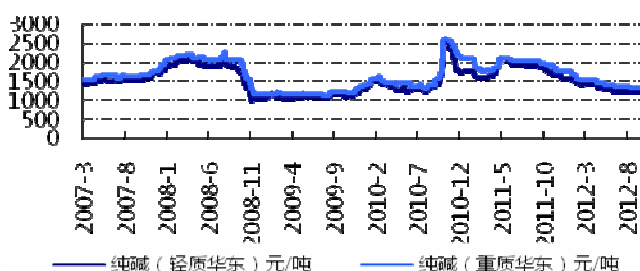


图 12: 山东潍坊地区原盐价格



资料来源：百川资讯

资料来源：百川资讯

图 13: 我国 PVC 价格走势

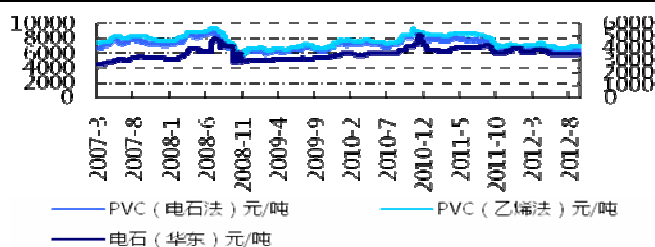
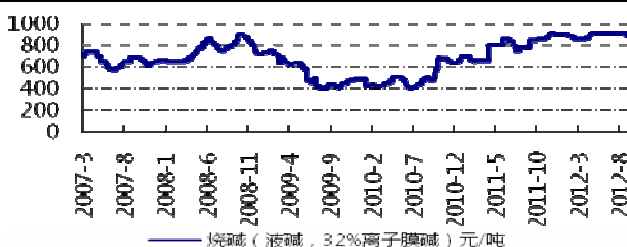


图 14: 我国烧碱价格走势



资料来源：百川资讯

资料来源：百川资讯

图 15: 我国房地产新开工面积及同比增速

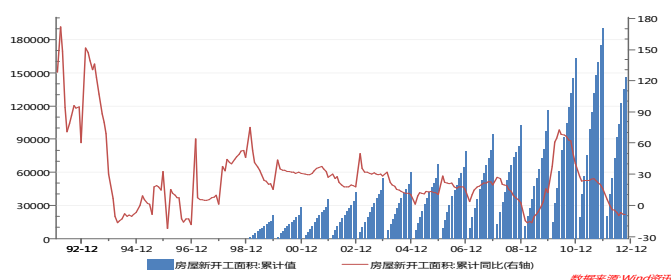
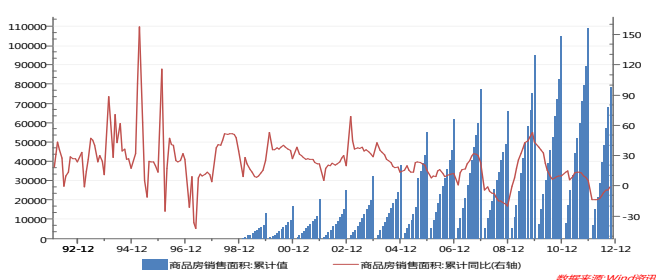


图 16: 我国商品房销售面积及同比增速



资料来源：百川资讯

资料来源：百川资讯

4.4 新兴产业仍然值得关注

4.4.1 节能环保产业的投资机会探讨

在刚刚结束的十八大会议上,首次在独立篇章里系统地提出了今后五年大力推进生态文明建设的总体要求,把生态文明建设纳入社会主义现代化建设总体布局。而积极发展节能环保产业和循环经济是推进生态文明建设的基本途径和方式。预计未来几年内,政府在“节能减排”领域政策力度有望进一步加强,从而带动相关产业的发展。

化工行业中建议关注: 1、建筑节能领域中能够生产高阻燃聚氨酯保温板的重点企业,如红宝丽(002165, 增持); 2、具备环保概念的材料及绿色专用化学品中小板上市公司,如水性油墨生产商: 天龙集团(300063, 增持)、白炭黑生产商: 双龙股份(300108, 增持)和脱硫催化剂生产商: 三聚环保(300072, 增持); 除尘滤料生产商三维丝(300056, 增持)。3、关注具备化工废水、废弃物回收处理工程设计、施工能力的重点上市公司如三维工程(002469, 增持)、万邦达(300055, 增持)。

4.4.2 关注产业加速转移带来的电子化学品进口替代机会

该领域涉及到的化学品包括显影、蚀刻、清洗、电镀等专用化学品以及液晶面板用膜材料、液晶材料等。电子化学品具有品种多、质量要求高、用量小、对环境洁净度要求苛刻、产品更新换代快、资金投入量大、产品附加值较高等特点。目前我国仅有少数上市公司拥有相关技术。

随着全球经济增速的放缓,发达国家电子产品前段制造环节的产能将加速向我国转移,国内电子化学品企业低成本及快速响应能力的服务优势将凸现出来。目前,我国的电子化学品的国产配套率相对较低,部分产品的配套率仅有5%左右,市场规模为120亿左右,根据电子材料十二五规划初稿目标,预计“十二五”期间国产电子材料的配套率将达到40%-50%的水平,迎来较大的飞跃。

建议关注电子化学品龙头企业上海新阳(300236, 增持)、裕兴股份(300305, 增持)、西陇化工(002584, 增持)、康得新(300305, 增持)和烟台万润(002643, 增持)。

4.4.3 关注新型煤化工工程类公司

传统煤化工面临产能过剩的局面,而新型煤化工的主要产品烯烃、天然气、乙二醇等产品都严重依赖进口;随着新型煤化工技术的突破和示范项目的稳定运行,煤化工项目的投资有望加速,2013年,根据我们煤炭研究员的判断,煤炭价格有望小幅下滑,这使得煤化工的经济性更加凸显,未来新

型煤化工有望迎来快速发展。建议关注受益煤化工投资快速增长的工程类企业中国化学(601117, 增持)、东华科技(002140, 增持)。

5、重点上市公司

表 4: 重点公司估值分析表

单位:元、倍

公司名称	每股收益			每股净资产	收盘价 (元)	市盈率			市净率 3Q2012	投资 评级
	2011	2012E	2013E			2011A	2012E	2013E		
鲁西化工	0.29	0.28	0.38	3.58	3.69	12.72	13.18	9.71	1.03	增持
华鲁恒升	0.37	0.47	0.60	5.67	6.54	17.68	13.91	10.90	1.15	增持
兴发集团	0.64	0.89	1.22	5.72	16.60	25.94	18.65	13.61	2.90	增持
中国化学	0.48	0.68	0.88	3.46	6.72	14.00	9.88	7.64	1.94	增持
红宝丽	0.29	0.17	0.24	1.77	5.09	17.55	29.94	21.21	2.88	增持
双龙股份	0.40	0.25	0.40	2.82	6.88	17.20	27.52	17.20	2.44	增持
三聚环保	0.49	0.41	0.57	3.14	11.18	22.82	27.27	19.61	3.56	增持
三维丝	0.53	0.43	0.70	4.01	9.37	17.68	21.79	13.39	2.34	增持
上海新阳	0.46	0.60	0.80	4.24	11.84	25.74	19.73	14.80	2.79	增持
裕兴股份	1.86	1.55	2.02	14.45	27.28	14.67	17.60	13.50	1.89	增持
西陇化工	0.41	0.44	0.59	5.13	8.95	21.83	20.34	15.17	1.74	增持
康得新	0.40	0.64	0.98	4.71	21.40	53.50	33.44	21.84	4.54	增持
雅本化学	0.49	0.43	0.58	4.15	15.00	30.61	34.88	25.86	3.61	增持

资料来源: 中原证券、wind, 注: 股价为 2012 年 11 月 19 日收盘价

6、风险提示

- 成本增加较快风险: 2013 年能源成本、原料成本和运输成本如若增长过快, 行业压力较大;
- 环保风险: 环保核查力度加强等
- 经济增长速度进一步放缓风险: 宏观经济运行具有一定的不确定性, 存在经济增长速度进一步放缓的可能。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。