

高成本下行业基本面底部的相对收益

——扑朔迷离环境中的行业主题投资策略（二）

报告要点

■ 历史证明市场不明朗时期基本面底部行业可获得相对收益

总计历史规律，借鉴 04 年经济周期中处于行业底部的钢铁行业在扑朔迷离市场行情的表现，我们认为在市场等待数据拨开宏观经济走势的朦胧、决定市场方向时，处于基本面底部行业的业绩继续恶化的空间有限，具有较高的投资安全边际，可获得相对收益。

■ 煤炭、石油、粮食价格已高企，煤炭价格后市可控

流动充裕、通胀预期刺激下，大宗商品价格上涨动力强劲，原油、煤炭及粮食价格自 10 年来均有不小的涨幅，对下游行业的成本压力明显，特别是对无提价权的火电企业及由于市场原因还未提价的煤化工的尿素等基础化工企业负面影响较大。

发改委约谈煤企，提出控制煤价的意见，煤炭、粮食价格已处于高位，且政府具有较强的调控能力，根据目前政策的调控思路及经济形势，我们认为煤炭价格继续上涨的动能减弱，对下游行业的负面影响减小。

■ 成本压力减缓促进处于基本面底部的火电、煤化工迎来拐点

“市场煤、计划价”机制下，电价调整步伐远低于市场煤价上升幅度，行业业绩看，主营业务收入增速、净利润增速均处于行业历史底部，煤价上涨的成本压力使营业成本上升幅度较大，毛利率和净利润处于 09 年以来的底部。火电行业业绩降幅虽小于 2008 年，但分析表明行业在这轮周期中已经处于底部，进一步恶化的空间有限，具备了较高的投资安全边际，此轮电荒将成为火电行业估值洼地修复的导线，促进行业迎来估值修复行情。

以煤炭为主要原材料的煤化工产业，在煤价高企的成本压力及产品提价受阻的两端挤压下，行业业绩会受到强烈腐蚀，通过梳理，我们认为尿素价格还未完全反应成本压力的上升，目前行业基本面基本处于周期底部，基于同样的逻辑，在市场走向扑朔迷离的环境中，煤化工有望获得相对收益。

■ 投资标的选择

基本前述分析，选择火电行业、煤化工氮肥行业中公司业绩对煤炭价格弹性大，且股价还未表现出业绩触底反弹预期的标的，可关注火电行业中的粤电力 A、宝新能源等，煤化工氮肥行业的泸天化、柳化股份等。

相关研究

《原料药低价筑建投资安全边际——扑朔迷离环境中的行业主题投资策略（一）》，邓二勇，2011 年 5 月 3 日

分析师：

邓二勇

(8621) 68751691

denggy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120005

联系人：

胡瑞丽

(8621) 68751589

denggy@cjsc.com.cn

正文目录

绪言	4
历史证明市场不明朗期基本面底部行业可获得相对收益	5
煤炭、石油、粮食价格已高企，煤炭价格后市可控	6
原油价格逼近历史高点	6
通胀下煤炭价格继续走高	7
农产品价格一路上扬	8
成本压力减缓促进处于基本面底部的行业迎来拐点	8
火电行业拐点可期	9
火电行业业绩接近历史底部	9
“电荒”成为电价机制改善的导线，推动行业基本面改善	13
煤化工子行业尿素投资安全边际显现	15
煤化工产业链表现分化—尿素价格偏低	16
尿素价格对成本反应不足	16
甲醇、醋酸产能过剩，价格上涨动能减弱	16
电石产业链——价格反应较充分	17
氮肥行业基本面继续恶化的空间有限	18
投资标的选择	20

图表目录

图 1: 钢铁行业月度利润总额	5
图 2: 市场环境不明朗期处于行业底部的钢铁行业获得相对收益	6
图 3: 布伦特原油	6
图 4: CPI 趋势	6
图 5: 煤炭价格一路高走	7
图 6: 全国粮油批发价格指数	8
图 7: 火电行业主营业务收入维持历史水平	9
图 8: 火电行业主营业务收入增速低于水电行业	9
图 9: 火电行业营业成本增速大	10
图 10: 2011 年第一季度火电行业营业成本增速远高水电行业	10
图 11: 火电净利润同比降幅处于底部	10
图 12: 火电净利润出现负增长	11
图 13: 毛利率基本处于底部	11
图 14: 净利率处于历史底部	12
图 15: 电力投资削减明显	13
图 16: 单月用电量稳步提升	13
图 17: 高需求下单月发电量提高	14
图 18: 煤化工基础产业链	15
图 19: 国内尿素价格走势	16
图 20: 甲醇价格进入上升通道	17
图 21: 电石价格接近历史高点	17
图 22: 电石法 PVC 价格高位维持	18
图 23: 氮肥行业净利润处于周期低点	19
图 24: 历史 CPI 走势	19

绪言

自3月以来，我们一直认为大盘指数处在震荡格局当中，在5月的配置当中，我们再次开始考虑何时会选择方向的问题。从选择向上突破或向下突破的理由上来看，我们认为向上的动力可能有两点，而向下的动力有四点：

就可能上行的动力来看。第一，在经济未有回落的情况下，出现通胀的持续回落。那么限制市场的主要压力，通胀的顺利解决将无疑有助指数的上攻；第二，由于流动性的推升，这主要来自两个方面，一是房地产等场外资金的流入，二是预期人民币升值的热钱流入。

而下行动力方面：1.在货币收缩对通胀的边际效应逐渐减小的情况下，从财政政策上采取一定的收缩以加强对上游过热的控制，从而看到经济小幅硬着陆带动下的通胀可控；2.看到整体较多行业的盈利下滑，从目前一些公布的行业，如重卡等来看，盈利已开始出现了超预期下滑的情况；3.外围大宗商品价格的超预期变化，从近期的情况来看，一方面欧洲债务危机有重新抬头的迹象，另一方面关于美国QE2结束以及延长的讨论也进入了敏感时期，因此海外流动性对大宗商品的支持，以及发达国家经济预期的下调，是否会影响到目前位置很高的大宗商品价格也是隐患之一；4.一季度工业企业库存出现了较大的回升，而相较下工业生产的表现则疲软许多，因此伴随二、三季度去库存的可能性慢慢加大，未来库存回落引致的经济小幅下行也是动力之一。

不过总体来说，尽管这些是可能构成市场选择方向的触发点，但是我们认为，目前市场对经济的预期仍旧存在分歧，并且在反复变化当中，对以上所提到的理由是二季度能够选择方向的动力所在，但目前明显还不是已经触发的时点。对于向上的动力，能够实现经济不回落，而通胀逐渐被控制住的可能非常小，而流动性对A股的推升尽管合理，但往往具备后验性，难以在事前进行指标跟踪和判断。对向下动力而言，1.从目前的中央加地方财政支出上来看，财政及投资需求上的主动收缩迹象还未确定性显现。2.行业盈利的下降上，我们倾向于只有较多行业经营面的低于预期才可能引发行业层面对指数的撼动。3.外围因素上，近期伯南克对货币政策的表态，使得大宗商品下行的时间点被再度向后推移。4.由于库存数据的季度公布性，何时快速下滑也很难在月度上做出精准判断。因此，从以上的分析来看，尽管市场具备一些可能的突破动力，但是目前条件都尚不具备，市场还处在扑朔迷离的行情中，而在这种状况下，是否具有一些主题性的机会是更需要去挖掘的。

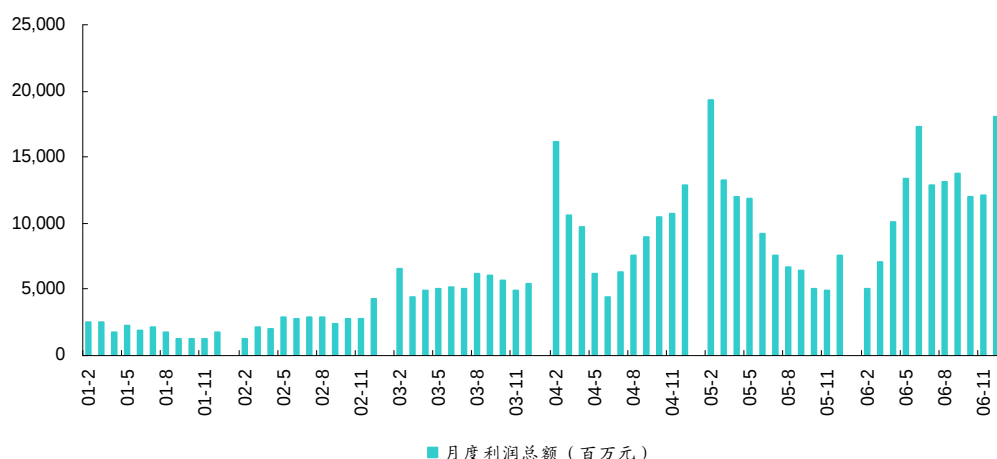
在扑朔迷离的市场行情中，我们的主题投资策略是**寻找行业基本面处于周期底部、具有较高安全边际的投资机会，挖掘产品价格处于底部区域的行业**，在这个主题逻辑下，通过行业梳理，我们认为：**在煤炭及下游的产业链中，上游煤炭价格涨幅较大，而电力中的火电、基础化工中的煤化工细分行业部分产品价格还处于底部，成本压力抑制了行业的发展，行业基本面基本处于历史底部，触底反弹有望期待，可获得相对收益。**

历史证明市场不明朗期基本面底部行业可获得相对收益

市场周期轮回重现，历史不断重演，总结历史经验对我们分析具有重大的指导意义。纵观历史时期，类比于目前市场的不明朗形势，我们认为 04 年下半年经济情况与这轮周期形势较为接近；基于寻找市场不明朗情形下处于行业基本面底部、具有安全投资边际行业的投资逻辑，我们认为当时的钢铁行业具有较强的借鉴意义。

2002、2003 年在进口铁矿石价格高企，而钢铁成品价格涨幅低于原材料价格上升的成本提升速度的压力下，行业盈利能力被侵蚀，行业基本面处于周期底部，04 年随着经济复苏，通胀水平高企，行业基本面开始出现反转，04 年上半年行业利润总额快速提升。但随着通胀水平的提高，国家采取系列措施控制物价水平，04 年下半年市场等待数据拨开宏观经济走势的朦胧，钢铁行业进入短暂的调整期，由于行业基本面已处于历史底部，因此调整幅度有限，而后进入快速复苏。

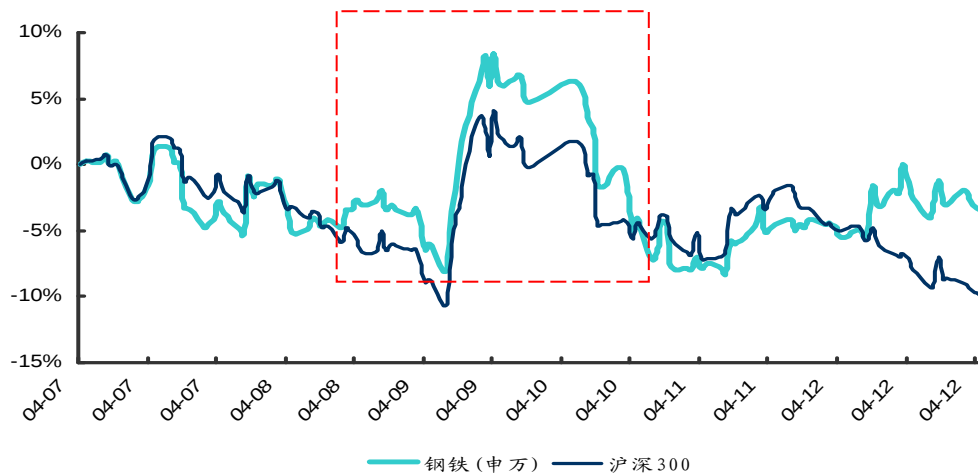
图 1：钢铁行业月度利润总额



资料来源：Wind，长江证券研究部

铁矿石价格大幅上涨走势趋缓，钢价逐渐完全反应成本变化，处于基本面底部的钢铁行业继续恶化的空间有限。反应到行业股价走势上，在扑朔迷离的市场环境中，虽不能保证行业能获得绝对收益，但能获得相对收益，具有较高的投资安全边际。

图 2：市场环境不明朗期处于行业底部的钢铁行业获得相对收益



资料来源：Wind，长江证券研究部

总结历史规律，借鉴 04 年经济周期中处于行业底部的钢铁行业在扑朔迷离市场行情中的表现，我们认为在市场等待数据拨开宏观经济走势的朦胧、决定市场方向时，处于基本面底部的行业业绩继续恶化的空间有限，具有较高的投资安全边际，可获得相对收益。

煤炭、石油、粮食价格已高企，煤炭价格后市可控

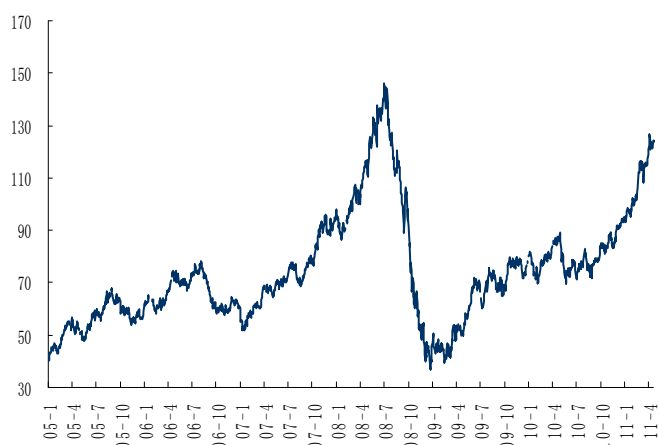
在“紧货币+宽财政”的政策组合下，带来了产业链需求的割裂，通过调研，我们认为目前上下游行业呈现冷热不均的状态，受货币政策影响更为明显的接近于下游的重卡和机械行业表现明显弱于市场预期，而在宽松的财政投资政策的支持下的上游煤炭及相关产业链面临的需求则非常旺盛，全球流动性充裕甚至到过剩的状况，叠加动荡的国际形势，造成大宗商品价格一路走高，作为基础生产资料，给下游生产行业形成沉重的成本压力。

原油价格逼近历史高点

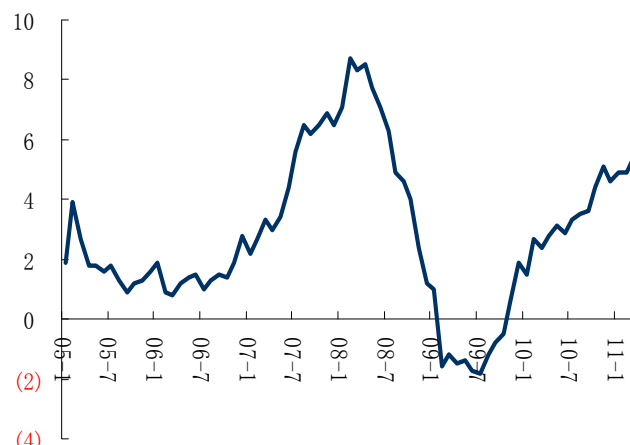
美元疲软、全球流动性过剩及中东形势动荡等因素共同刺激国际油价一路走高，而我国的石油进口依赖型高，人民币升值的幅度亦远小于石油价格上升速度，难以覆盖进口原油价格的上涨，上游价格高起的影响通过生产逐渐向下游产品传导，部分输入型通胀加剧了我国通胀水平的预期，CPI 自 09 年 7 月触底之后，一路反弹冲高，布伦特原油价格亦创下 09 年以来的新高，两者在走势上呈现出明显的一致性。

图 3：布伦特原油

图 4：CPI 趋势



资料来源: wind, 长江证券



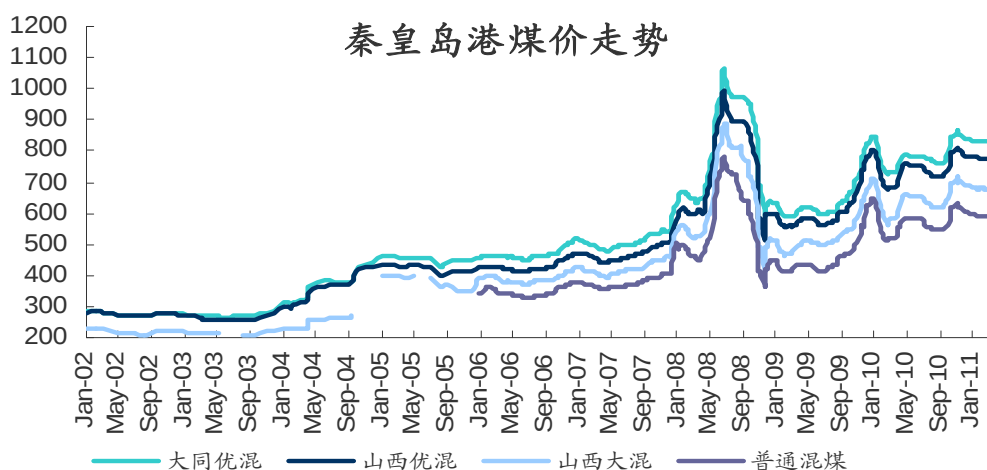
资料来源: Wind, 长江证券

通胀下煤炭价格继续走高

从储量看,我国煤炭可采年限为 80 年,而石油仅为 15 年,天然气为 30 年,形成了我国“缺油少气富煤”的能源结构,2009 年我国能源消费结构中,煤炭占比高达 70%以上,是我国的主要能源供给方式,我国能源需求对煤炭的依赖性很高,因此煤炭的价格是影响社会物价水平的重要因素。

随煤炭使用量的不断扩大,可开采量的减少,对煤炭的开采保护正日益趋紧,市场供不应求的局面已开始显现,为了维持煤炭产业链的稳定,政府提出控制煤炭价格,调整煤炭的合理需求的调控建议,在此轮经济周期中,通胀预期高启、环保要求提高及天气等多重原因带来煤炭价格上涨,秦皇岛港的大同优混、山西优混、山西大混、普通混煤均创下了 10 年以来的新高,对煤炭下游产业链如电力、化工、钢铁、水泥等行业造成沉重的成本压力,通过产业链向下游产品传导,带来社会物价水平上升的预期。通胀预期引导上游原料如煤炭等价格上上升,同时原料价格上升通过产业链生产向下游产品传导,进一步提高通胀预期,因此两者呈现出螺旋上升关系。

图 5: 煤炭价格一路高走

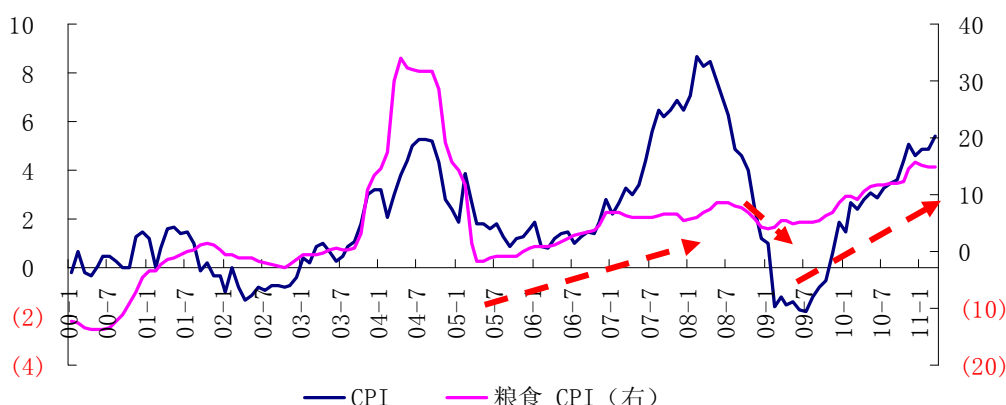


资料来源: Wind, 长江证券研究部

农产品价格一路上扬

上游农产品作为下游产业主要生产原料之一，其价格变动对下游产业具有较大影响。市场一直将粮食、玉米等基础农产品视为弱周期产品，而粮食 CPI 数据证明，在 2004 年通胀期，粮食价格上涨幅度远高于市场平均 CPI，在 2007 年至 2008 年前期市场通胀时，虽然趋势比较缓和，粮食 CPI 亦展现出上涨趋势，2008 年中期至 2009 年的通缩阶段，粮食价格下降，但由于天气原因，粮食减产，减弱了粮食价格下降趋势，2009 年中后期至今的一波通胀中，粮食价格在历史中高位的基础继续维持上升趋势，且上升速度快于 2007 年通胀下的增速。对市场的影响，粮食与煤炭类似，与 CPI 形成了螺旋上升趋势。

图 6：全国粮油批发价格指数



资料来源：Wind、长江证券

“紧货币+宽财政”的政策组合造成需求产业链割裂，目前受货币政策影响明显的下游行业需求疲软渐现，而财政政策投资拉动的上游企业的需求依然旺盛，且在此轮通胀预期刺激下，大宗商品价格上涨动力强劲，原油、煤炭及粮食价格自 10 年年初以来均有不小的涨幅，对下游行业的成本压力明显，特别是对无提价权的火电企业及由于市场原因还未提价的煤化工的尿素等基础化工企业负面影响较大。

不断走高的 CPI 数据、超预期通胀水平给居民生活、政府、生产企业等都造成了沉重的压力，政府综合采用货币与财政政策措施力图控制目前的高通胀，近期发改委约谈了煤炭、食品等多个基础行业大型企业，提出控制产品价格、控制产品的合理需求等意见，将“控通胀、稳物价”作为工作重点，现在煤炭、粮食等大宗商品价格已经处于高位，且不同于原油的是煤炭、粮食主要依靠国内供给，政府具有较强的调控能力，根据目前政策的调控思路及经济形势，我们认为煤炭、粮食价格继续上涨的动能减弱，继续大幅上升的可能性不大，对下游的负面影响有望得到遏制，下游行业基本面继续恶化的空间有限。

成本压力减缓促进处于基本面底部的行业迎来拐点

上游大宗商品煤炭价格的提高，直接给下游生产企业火电、煤气化行业造成严重的成本压力，通过行业基本面梳理，在国家调控基础大宗商品价格、优化上游产品价格机制的思路下，我们认为这两个行业均处于基本面底部，行业业绩继续恶化的可能性减小，行业基本面将迎来业绩拐点，在行业因素的刺激下，估值洼地的修复需求强烈。

火电行业拐点可期

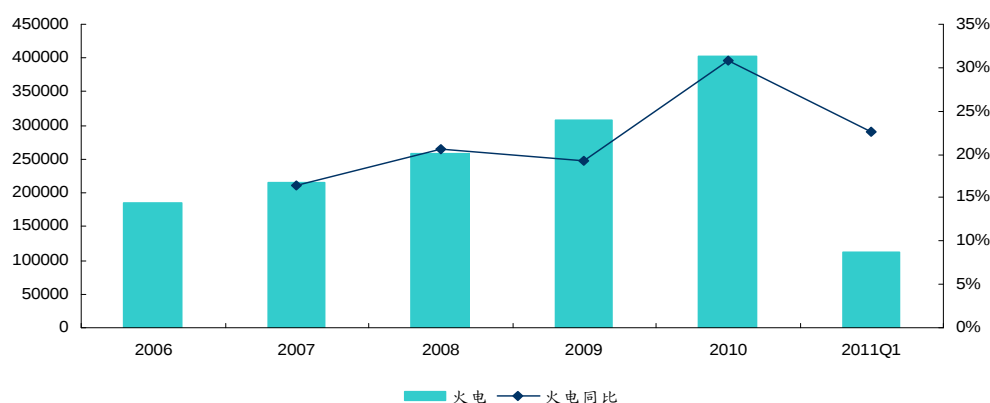
火电行业是明显的“市场煤、计划电”机制，为保持下游行业的国际竞争力，电价调整总是滞后于市场煤的快速上涨步伐，虽然政府对电价有所上提，但提升幅度远远小于煤炭带来的成本上涨幅度，因此在此轮煤炭价格上涨周期中，火电行业的盈利能力不断受到侵蚀。根据《电力监管年度报告 2010》分析，从 2008 年开始，全国五大发电集团火电连续三年累计亏损分别都在 85 亿元以上，合计亏损达 600 多亿元，在这样的业绩表现下，火电行业一直难有好的表现，高煤价犹如达摩克利斯之剑，压抑了电力行业的价值修复。

火电行业业绩接近历史底部

从行业业绩表现看，2011 年第一季度所有火电上市公司实现主营业务收入 1117.6 亿元，同比增长 22.5%，相对 2009 年增速有所下滑，但基本维持行业历史平均水平，与电力行业平均及水电行业增速一致，相对于水电行业，火电行业的营业增速亦更加平稳，水电受自然因素影响较大。

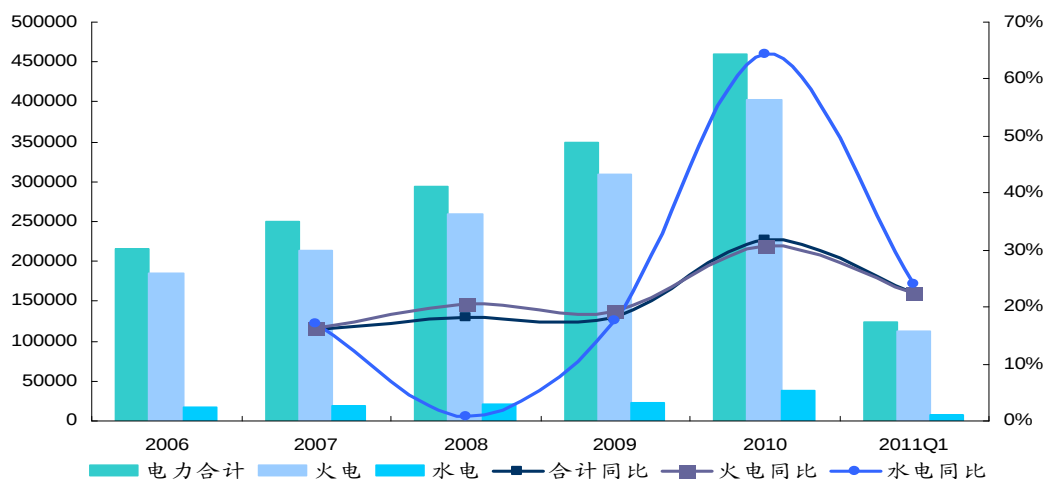
从营业收入看，火电企业并未受到较大的腐蚀，保持了历史平稳增长趋势。

图 7：火电行业主营业务收入维持历史水平



资料来源：Wind，长江证券研究部

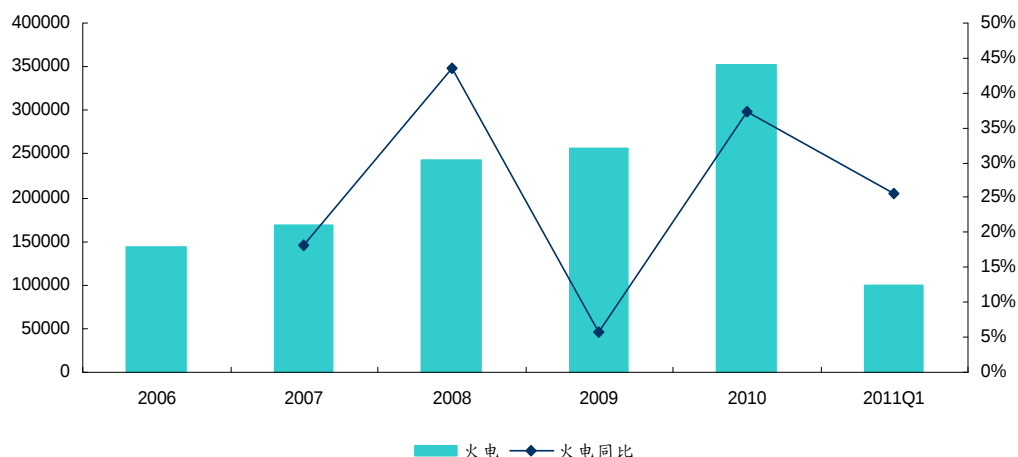
图 8：火电行业主营业务收入增速低于水电行业



资料来源：Wind，长江证券研究部

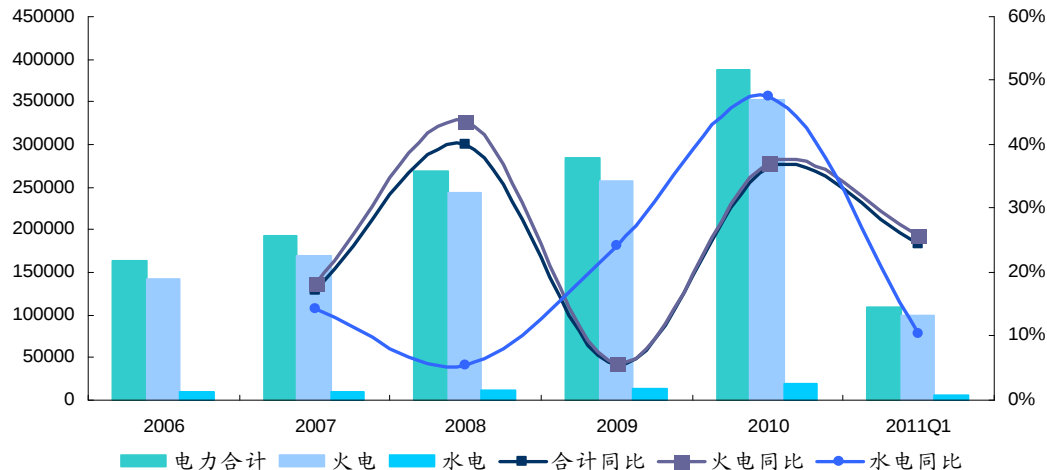
2011 年第一季度所有火电上市公司营业成本同比增长 26%，煤炭价格上涨使得成本增速高于营收增速，可见煤炭价格高企是火电行业盈利能力下降的重要影响因素之一，11 年煤炭价格涨幅趋缓使得一季度成本增速较 10 年有所下滑，但火电行业的成本增速明显高于水电。

图 9：火电行业营业成本增速大



资料来源：Wind，长江证券研究部

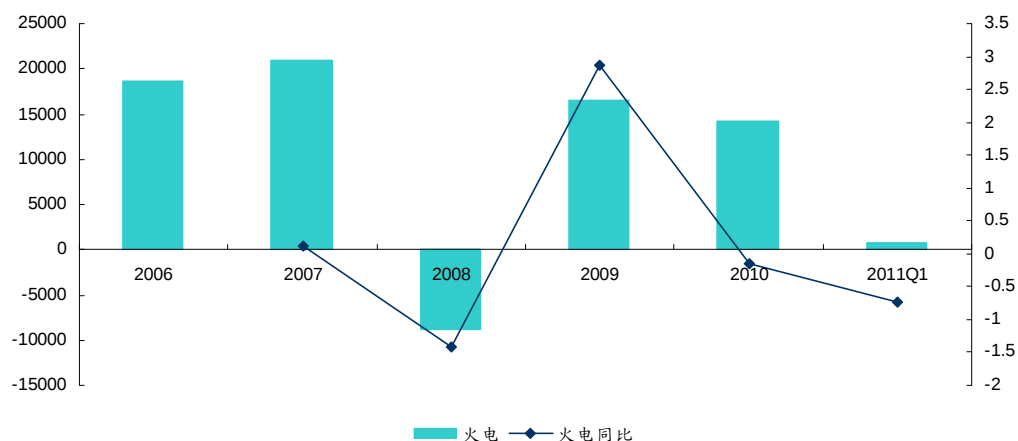
图 10：2011 年第一季度火电行业营业成本增速远高水电行业



资料来源：Wind，长江证券研究部

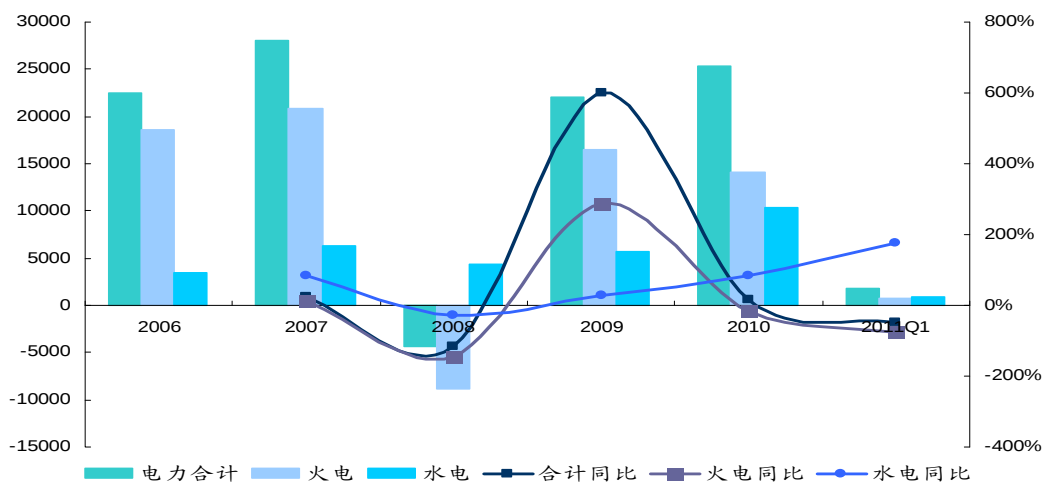
2011 年所有火电上市公司实现归属于母公司的净利润 8.04 亿元，同比下降 74.5%，主要是因为煤炭成本同比上升 20% 及资产负债率提高带来的财务费用同比提升 39%，与水电行业触底反弹相比，火电行业业绩表现依然乏力，2010 年火电行业净利润下降 14.64%，而电力行业整体、水电行业同比增长 15.42%、83.09%，结合这一轮煤炭价格上涨趋势分析可见，成本上升是压抑火电行业业绩表现的重要因素。

图 11：火电净利润同比降幅处于底部



资料来源: Wind, 长江证券研究部

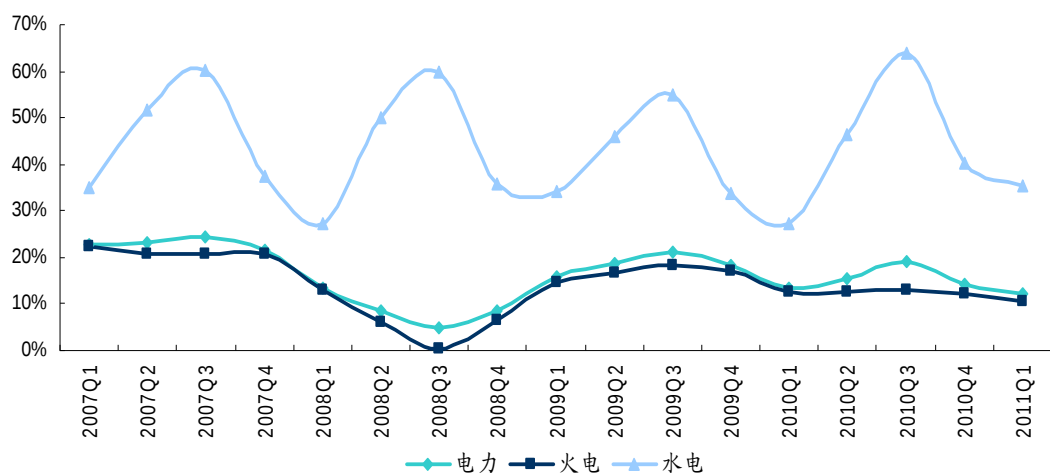
图 12: 火电净利润出现负增长



资料来源: Wind, 长江证券研究部

从毛利率角度看，2011 年第一季度火电行业毛利率 10.44%，是 09 年以来的季度毛利率的最低点，低于水电及电力整体平均的毛利率，煤炭价格持续走高，而电价受政府管控提价速度远远低于煤炭涨幅，行业毛利率持续下降。

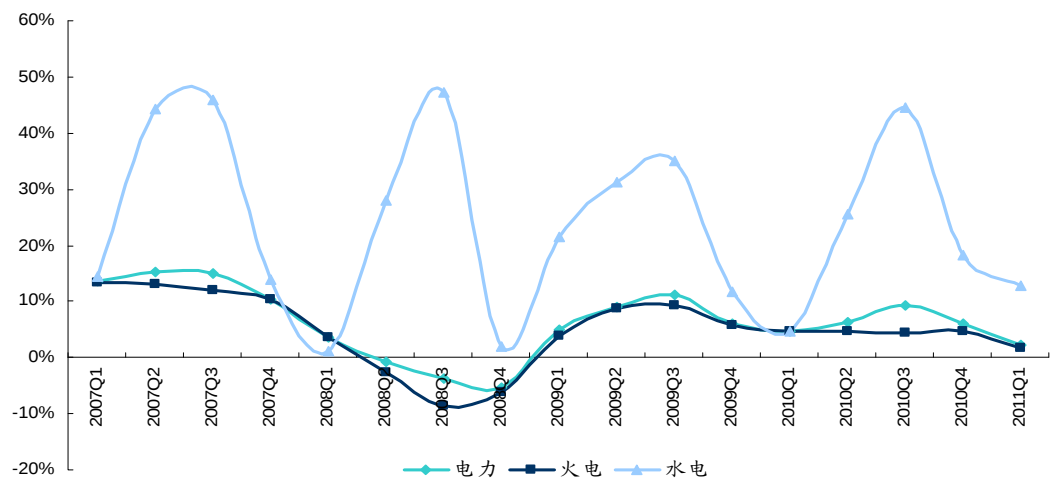
图 13: 毛利率基本处于底部



资料来源: Wind, 长江证券研究部

2011 年第一季度火电行业净利率仅为 1.56%，亦为 09 年以来的季度净利率的最低点，一方面毛利率持续下降，另一方面 08 年以来行业业绩表现乏力，造成行业现金流紧张，为维持生产，通过大举负债保证生产，企业资产负债率不断提高，行业资产负债率高达 80%，财务费用快速上升。

图 14: 净利率处于历史底部



资料来源: Wind, 长江证券研究部

“市场煤、计划价”机制下，电价调整步伐远低于市场煤价的快速上升幅度，从行业业绩表现看，行业主营业务收入增速、净利润增速均处于行业历史底部，煤炭价格上涨造成的成本压力使营业成本上升幅度较大，毛利率和净利润处于 09 年以来的底部。

虽然火电行业业绩降幅小于 2008 年，但我们认为行业在这轮周期中已经处于底部，主要原因如下：一是目前经济形势与 08 年有明显的不同，经历了金融危机后，国内实体经济增长还处于逐渐恢复期，“十二五”规划中 GDP 增速相比“十一五”明显下调，外围市场美国、欧盟、美国及日本经济均在修复期，国内与国外环境均难现 08 年的形势，政府会严格防控经济再现 08 年的过热状态而导致周期的大起大落，主张经济平稳发展，“维稳”是目前政策的主基调，政府控制物价的决心巨大，综合考虑经济整体形势、特别是 CPI 表现的差异

及政府控制通胀的态度,我们认为煤炭价格难以突破 08 年的高点,且现在的电价亦高于 08 年电价,从火电上游成本压力及下游产品价格方面考虑,行业不会出现 08 年时的净亏损状态,二是 2009、2010 年的行业净利润亦低于 07 年,数据同比会有改善,三是电力行业的市场化步伐在加快,行业在亏损状态下会做出反应,大幅亏损的情况难再现。

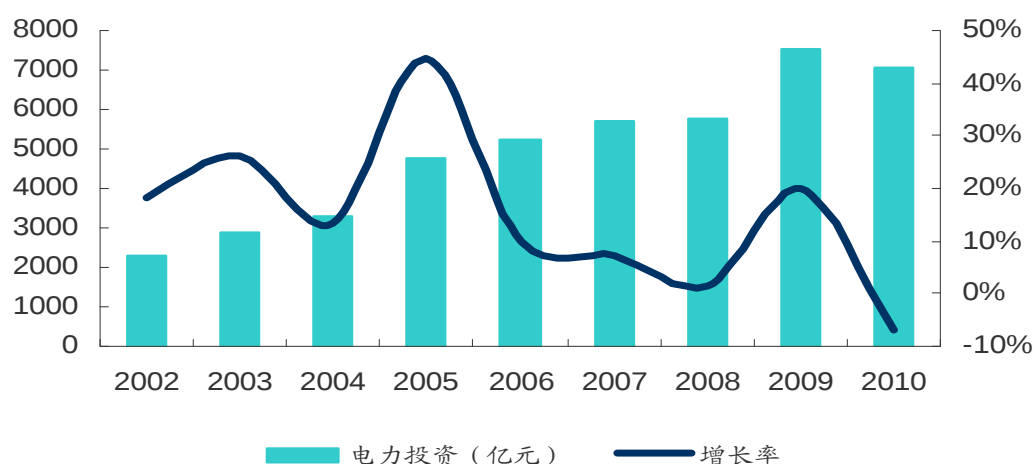
综合分析我们认为目前火电行业基本面已经处于此轮周期的底部,具备了较高的投资安全边际,在煤炭价格得以控制的背景下,行业有望触底反弹。

“电荒”成为电价机制改善的导线,推动行业基本面改善

历史观察分析展现,电力行业经历着电力供应“短期一过剩一短缺……”的周期轮回,根据行业观点 2011 年开始电力行业即将进入新一轮的短缺周期,且会有一段时间的持续。

从电力投资看,2010 年电力行业投资同比下降 6.71%,政府严格控制电力项目审批,若按照目前行业生产状况推算,未来五年行业电力供给将难以满足经济持续增长用电量需求增加。新建项目减少,唯有通过提高现有项目的供电能力是唯一解决之道,短期内“电荒”状况会逐步显现。

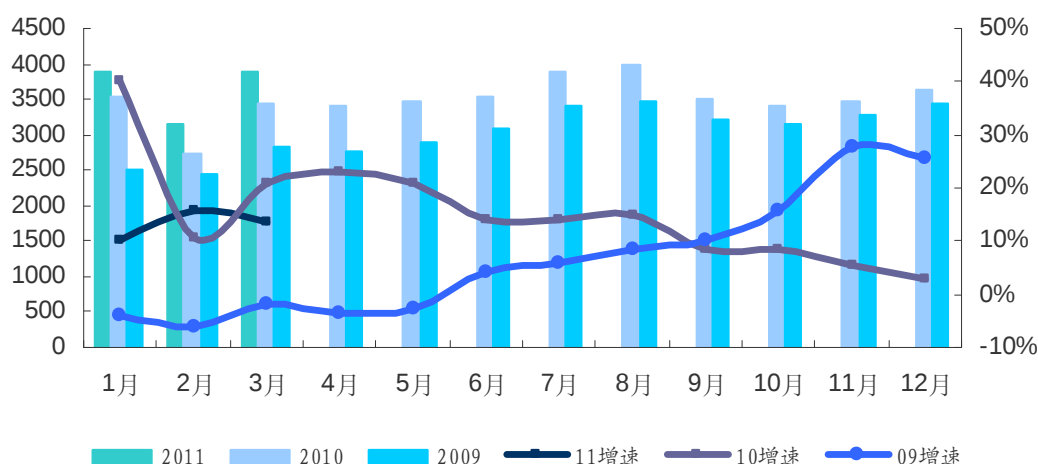
图 15: 电力投资削减明显



资料来源: Wind, 长江证券研究部

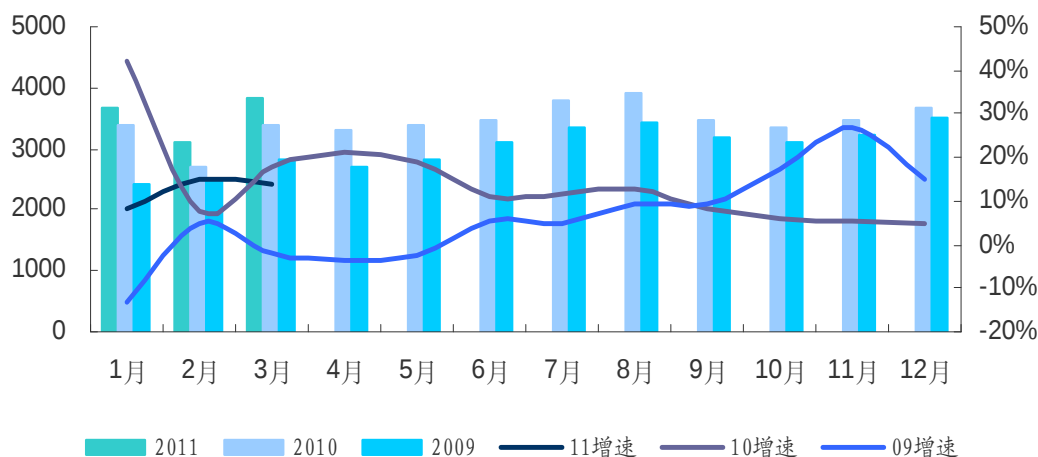
从月度用电量和发电量看,2011 年 1-3 月全社会用电量为 10913 亿千瓦时,而规模以上机组 1-3 月发电量为 10613 亿千瓦时,高煤价之下,部分火电企业已停产,继湖南、湖北、山西和江苏等省宣告电力供应紧张后,浙江、广东、重庆等省市也在近期加入“电荒”大军。

图 16: 单月用电量稳步提升



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 17: 高需求下单月发电量提高



资料来源: Wind, 长江证券研究部

我们认为此次“电荒”与2004、2005年的“电荒”有不同的是，04、05年主要是因为发电能力不足引起的“系统性缺电”，而现在主要是因为火电厂全面亏损，设备利用小时数下降带来的发电不足造成的“结构性缺电”，《电力监管年度报告2010》，全国6000千瓦以上电厂累计平均设备利用小时数为4660小时，而“十一五”开局的2006年，这一数字是5198小时。二、三季度进入用电高峰期，同时受新增装机区域分布不平衡、电源电网建设不协调、火电新增规模下降以及电煤供应矛盾等结构性因素的影响，全国电力供需形势将总体偏紧。

火电供应占电力总供给的80%以上，水电、风电及核电供应尚难于快速提高，提高火电企业的供电能力是应对电荒的主要措施。电力企业生产的高成本、严格的电价监控，压抑了火电企业生产的积极性，因此理顺电力价格形成机制是应对电荒、提高火电企业生产积极性的主要措施。我们认为“电荒”将成为火电行业估值洼地修复的导线，在上游成本受控，下游电价形成机制即将得到政府理顺的预期下，火电企业有望触底反弹。

发改委约谈大型煤企，提出控制煤炭价格、保证行业合理需求的意见，我们认为后市煤炭价格继续上升的动能减弱，火电行业生产成本会得到控制；从火电行业基本面分析，行业毛利率、净利率已经接近历史底部，进一步恶化的空间有限；目前火电企业亏损严重，生产积极

性不高，设备利用小时数明显下降，部分火电企业已经停产，“电荒”大军已部分显现，随着二、三季度社会用电量进入高峰期，电力供应不足的形势会加剧，而水电、风电、核电还难挑大梁，解决这一问题的主力军仍为火电。

此轮“电荒”的特点是行业亏损造成的企业生产积极性不高，因此理顺火电价格形成机制、疏导电价矛盾、扭转火电持续亏损局面，是提高火电企业积极性的主要措施，此轮电荒将成为火电行业估值洼地修复的导线；且在市场前景不明朗的环境中，处于行业业绩底部的火电具备了较高的投资安全边际。

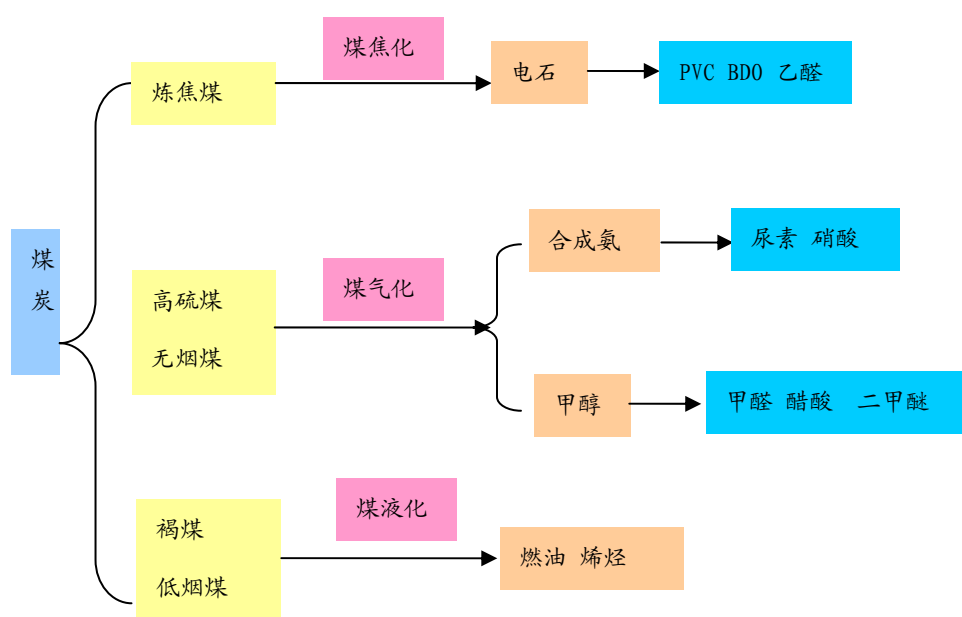
煤化工子行业尿素投资安全边际显现

煤化工是指以煤为原料，经化学方法将煤炭转换为气体、液体和固体产品或半产品，而后再进一步加工成化工、能源产品的工业。主要包括煤的气化、液化、干馏，以及焦油加工和电石乙炔化工等。

煤化工产业链的延伸主要有三条：传统的焦化和电石乙炔化工、煤气化和煤液化。通过这几条产业链，煤炭可以在石化产品、燃料油等多个领域替代石油和天然气。三条产业链中煤化工技术壁垒最高，而煤气化应用最广泛，几乎是所有煤化工产业的基础。

煤化工分传统和新型两种，传统煤化工分为两条产业链，一是电石产业链，基本工艺流程是以煤为原料生产电石，电石与水反应生产乙炔，再由乙炔生产下游产品 PVC、PVA 和 BDO 等，二是尿素产业链，合成氨和甲醇，大多数合成氨产品只是一个中间产品，合成氨目前主要下游是尿素，甲醇下游产品主要是醋酸、甲醛、甲醇燃料、二甲醚等；新型煤化工产业分为煤制烯烃和煤制油两条产业链，目前新型煤化工展还需要政策明确、解决技术难题和实现规模化生产，且项目均在公司集团层面，还未投入上市公司。

图 18：煤化工基础产业链



资料来源：Wind，长江证券研究部

煤化工产业链表现分化—尿素价格偏低

根据前述分析，我们预期煤炭价格在多方调控下，其快速上涨趋势有望得到遏制，下游煤化工行业快速提升的生产成本已得到控制，通过公司调研，我们了解到煤化工行业的部分产品生产企业在成本高涨、产品价格提速不足的双面挤压下，业绩出现大幅下滑，目前行业基本面是否已具有安全边际，在前景不明朗的市场环境中，行业下跌空间能够锁定，能够获得相对收益是我们考虑的重点，基于此逻辑，我们对煤化工行业进行了梳理。

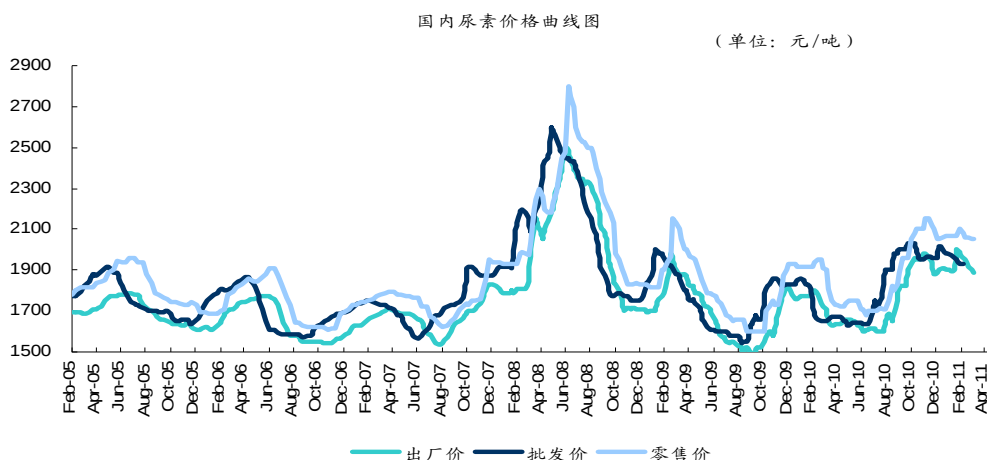
尿素价格对成本上涨反应不足

煤气化第一条成熟的产业链为合成氨——尿素、硝酸、硝酸铵产业链。我国尿素生产主要是以煤炭为原料，其产能占到总产能65%，天然气占总产能的28%，其余的为油头厂商。

从价格水平分析，目前尿素价格水平较低，价格上升幅度远小于煤价涨幅，天气因素影响到农业生产，从而扩散到对氮肥等肥料的需求，为控制社会价格水平，特别是农产品价格，国家对农业生产资料价格采取了政治调控手段，使得尿素价格提升受限，尿素价差目前已处于较低水平，尿素企业的盈利能力受到严重侵蚀。

价格传导机制下，我们认为尿素价格持续维持较低水平的现状有望改变，且在CPI得到控制后，为防止尿素生产企业积极性下降而出现尿素供应不足的情况，政府会放松对农业生产资料的控制，对尿素价格后市走势我们持较为乐观的态度。

图 19：国内尿素价格走势



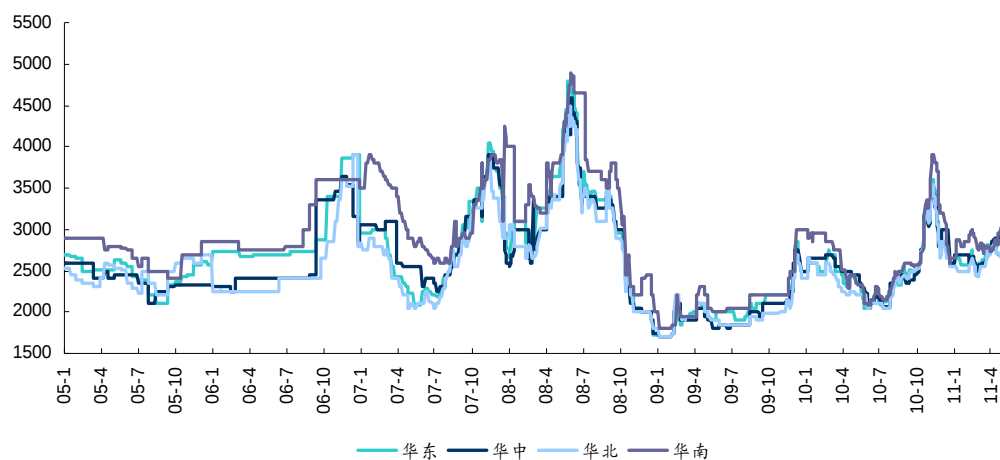
资料来源：Wind，长江证券研究部

甲醇、醋酸产能过剩，价格上涨动能减弱

煤气化另一条产业链为甲醇及下游产品，作为比较成熟的煤化工产业，产业链产品出现严重过剩，目前全国甲醇装置开工率只有50%左右，二甲醚装置也大量闲置，相当一部分企业面临破产倒闭。

近期，甲醇价格已有较大的涨幅，主要是因为生产的低利润降低了企业生产的积极性，设备开工率低，一旦价格高企，行业供给会快速恢复，减弱甲醇价格继续上升的动能。不可抗力因素造成了亚洲醋酸短期内供应紧张，醋酸价格快速上涨，而这一现象难以持续，后市价格走势持谨慎态度。

图 20: 甲醇价格进入上升通道



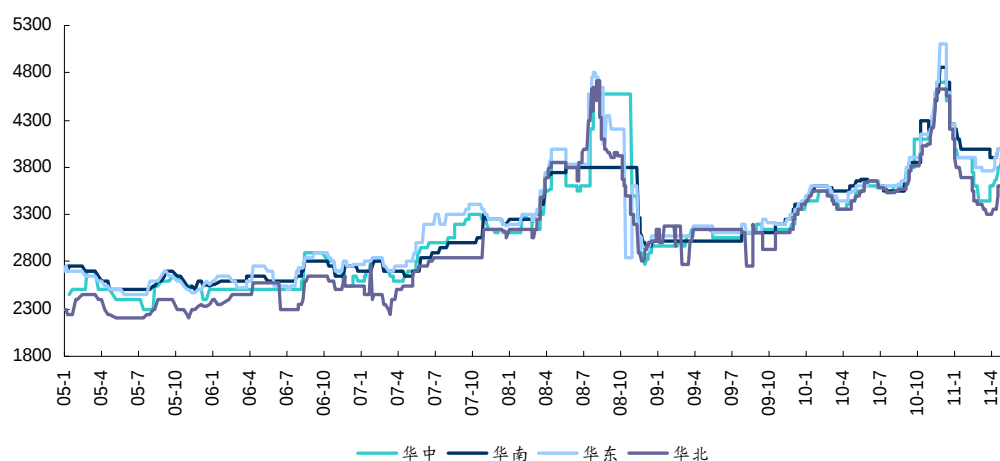
资料来源: Wind, 长江证券研究部

电石产业链——价格反应较充分

电石产业链是目前煤焦化工工艺的主要产品，炼焦煤提炼出焦炭，进一步加工成电石，深加工之后提炼出 PVC、BDO 和乙醛等产品，从价格走势看，由于电石生产的盈利首先使得企业开工率低，刺激电石及 PVC 价格上升已接近历史高点，而在价格提升时行业开工率会快速回升，在行业供给恢复时我们认为电石、PVC 价格继续上升会受到抑制。

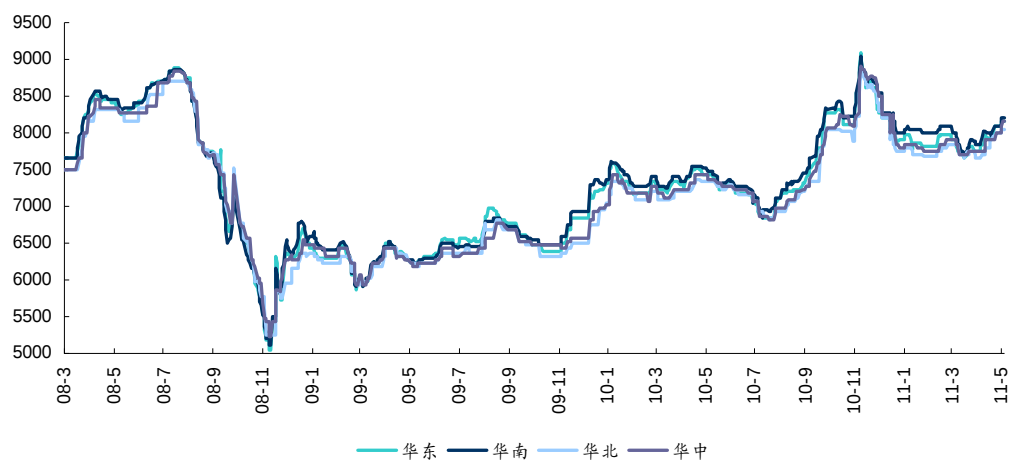
行业通过提高产品价格转嫁生产成本的提高，电石、PVC 的市场敏感度较高，目前的价格水平已基本反映了成本的提高及通胀预期下的价格提升。

图 21: 电石价格接近历史高点



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 22：电石法 PVC 价格高位维持



资料来源：Wind，长江证券研究部

从行业生产角度出发，PVC生产分乙烯路线及电石路线两种、BDO生产分为乙炔法和石油法两种，在煤炭价格有望受控而石油价格继续攀升的背景下，行业可能会出现乙烯法PVC及石油法BDO价格上升，带动电石法PVC及乙炔法BDO的价格继续攀升。

通过煤化工产业链梳理，我们认为：尿素价格水平较低，价格上升幅度远小于煤价涨幅，主要是受压于政府调控和天气影响，随政府对农业生产资料价格控制的放松，对尿素价格后市走势持乐观态度；短期供给不平衡促使甲醇、醋酸价格已有一定涨幅，产业产能严重过剩，对后市价格走势持谨慎态度；电石、PVC价格对市场敏感性较高，已基本反映了成本的提高及通胀预期下的价格提升，同时石油价格继续走高，对PVC价格有一定的提振效应，对电石、PVC后市价格持中性态度。

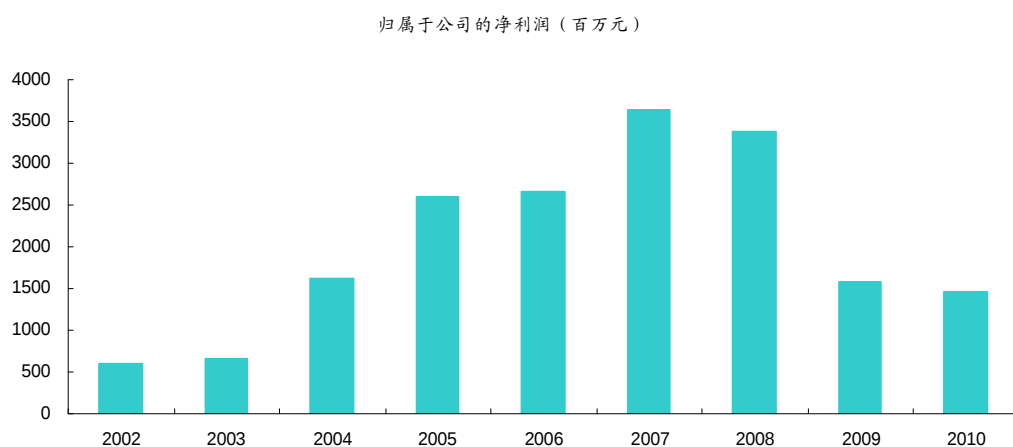
氮肥行业基本面继续恶化的空间有限

氮肥即以氮素营养元素为主要成分的化肥，主要包括尿素、销铵、碳酸氢铵、氨水、氯化铵、硫酸铵等，其上游原料大部分来源于煤气化的合成氨，我们通过氮肥行业的财务基本面分析反映煤化工尿素行业情况。

2000年至今，经济周期经历了2004、2007至2008、2010至今三轮经济繁荣期，氮肥行业的净利润亦表现出明显的周期性，经历了2002、2003年的行业低迷后，04年经济复苏下的通胀带来行业业绩反转，07—08年的经济繁荣带动行业净利润的大幅上涨，而后在金融危机的印象下，行业2009年净利润降幅较大，而在2010年的一轮经济复苏中，根据历史规律行业净利润有望迎来反转，但由于煤炭价格高企、下游产品价格调控受限，抑制了2010年行业业绩的反转，仍在低位徘徊。

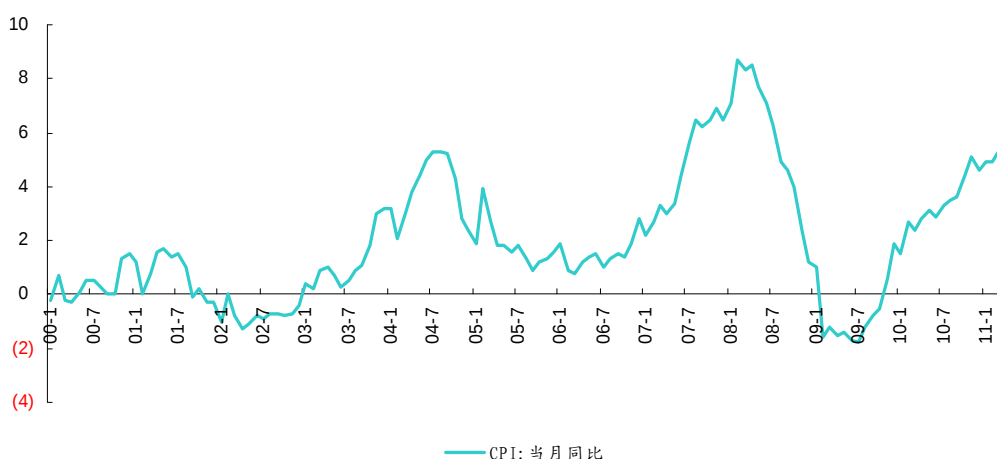
根据历史表现，经济复苏和高通胀的预期下，氮肥行业上游原料成本上升，公司会通过提高产品价格，转嫁成本，而由于产业链传递的滞后性及政府对农业生产资料的控制，在高通胀时期产品价格提升受到控制，而在通胀开始回落后，行业业绩在经济复苏中后期会触底反弹。

图 23: 氮肥行业净利润处于周期低点



资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 24: 历史 CPI 走势



资料来源：Wind, 长江证券研究部

行业历史表现分析，我们发现作为以煤炭为主要原材料的煤化工产业，在煤炭价格高企的成本压力及产品提价遇阻的两端挤压下，行业业绩会受到强烈腐蚀，而当煤炭价格上涨趋势得到抑制，通胀出现下滑趋势后产品价格管控放松的背景下，公司业绩会快速反弹。

通过梳理煤化工行业，我们认为尿素价格还未完全反应成本压力的上升，一是因为在高通胀背景下，政府对农业生产资料价格有一定的调控，二是行业有一定的产能过剩压力，导致尿素价格提高难以覆盖成本的提高，行业业绩受到挤压，目前行业基本面基本处于周期底部。我们判断下半年通胀水平压力会减弱，煤炭价格在市场环境及政府的调控下，后市上涨动能已显不足，继续上涨的概率较小，在这个背景下，行业基本面继续恶化的空间有限，根据历史经验判断，行业基本面有望迎来触底反弹，特别是在市场走向扑朔迷离的环境中，煤化工具有较高的投资安全边际，有望获得相对收益。

投资标的选择

基本前述分析，我们选择火电行业、煤化工氮肥行业中公司业绩对煤炭价格弹性大，且股价还未表现出业绩触底反弹预期的公司，选择了火电行业中的粤电力 A、宝新能源，煤化工氮肥行业的泸天化、柳化股份。

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士，长江证券宏观策略高级分析师，主要研究领域为经济周期与资产配置。

胡瑞丽，华中科技大学金融学硕士，长江证券宏观策略高级分析师，主要研究方向为主题投资与策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。