

## 估值底部 VS 长期价值

### 报告要点

- **未来化工行业景气回升依赖于全球经济回暖及内需启动**

从今年 8 月开始主要化工产品量价齐跌带来行业利润增速放缓，毛利率下滑；化工行业进入景气下降通道，目前不少化工产品的价格已经跌至或接近成本价，下跌空间已不大。随着成本进一步回落并逐步企稳，行业利润水平有望回升，但许多子行业存在产能过剩情况，新增产能需要一段时间消化，未来行业景气回升主要依赖于全球经济回暖及内需启动。

- **行业 2008 年估值已近历史最低点，长期投资价值已现**

化工板块公司经过前期的股价大幅回落，基本已反应了对未来较悲观的预期，9~10 月份的化工产品价格暴跌也印证了这种预期。目前基础化工行业 08, 09 年的动态 PE 分别为 12.01 倍和 7.93 倍（包括盐湖钾肥和云天化）。而目前来看，无论从估值还是盈利水平都已经接近历史底部，即使考虑 2009 年盈利的不确定性带来盈利下调风险，长期投资价值已经体现。

- **我们看好需求刚性及成本下降的支农行业，包括农药和化肥**

随着五种高度农药的禁用，为低毒高效农药品种打开了市场空间；化肥方面，氮肥的需求最为刚性，拥有技术和资源优势的企业（湖北宜化、华鲁恒升等）将长期享受成本溢价；而磷肥、钾肥由于此前价格暴涨导致农民需求减少 30%~40%，未来随着成本及价格的下跌，需求有望回暖。我们判断化肥行业将在年底淡储和明年春耕来临时有望率先走出低谷。

- **关注下游拥有核心竞争力的新材料新技术企业**

这些行业的成长主要依靠技术进步，以下游需求为导向，不断推出新产品和新技术，向下游及相关多元化的方向进行扩张，它们在产业升级的大背景下有望获得超额收益，如新安股份、烟台万华等。

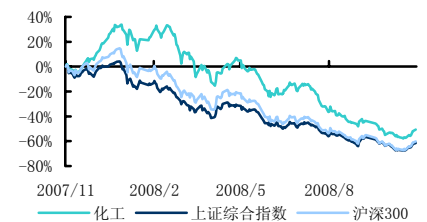
- **在估值底部寻找有长期价值的“伟大”公司**

化工企业主要通过以下两种途径获得长期发展：（1）大宗化学品企业主要依靠扩张产能、兼并收购以及向上下游延伸产业链等途径，建议关注湖北宜化、华鲁恒升、云维股份、云天化，双环科技等；（2）依靠技术创新不断推出新的产品甚至新的需求，这种类型企业主要以新材料、精细化学品企业为主，建议关注新安股份、烟台万华、中国玻纤、金发科技、红宝丽等。同时，我们也对部分重点公司在悲观假设下的 09 年业绩做了测算以供参考。

### 行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
002165	红宝丽	推荐
600725	云维股份	推荐
002018	华星化工	推荐
600426	华鲁恒升	推荐
000422	湖北宜化	推荐
600596	新安股份	推荐
600309	烟台万华	推荐
600176	中国玻纤	推荐

### 行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

### 行业内跟踪公司比较

湖北宜化	07A	08E	09E
PE	11.42	10.05	8.07
PB	2.47	2.11	1.78
EV/EBITDA	6.52	7.47	6.43
烟台万华	07A	08E	09E
PE	11.66	10.26	11.35
PB	4.40	3.38	2.80
EV/EBITDA	6.68	6.94	6.28

### 相关研究

《化肥关税下调，助推行业扭亏》2008-11-14

《竞争加剧的聚氨酯行业投资机会》2008-11-7

《华星化工：短期价跌无碍长期成长》2008-10-20

### 分析师：

徐斌、鄢祝兵、李兴

021-63295974

xubin@cjsc.com.cn; yanzb@cjsc.com.cn

### 联系人：

杨靖凤

021-63217917

yangjf@cjsc.com.cn

## 正文目录

<b>八月拐点——化工行业上下半年上演冰火二重天 .....</b>	<b>5</b>
产量增速放缓，价格高位跳水 .....	5
量价齐跌随之而来的是利润增速放缓，毛利率下滑 .....	7
需求萎缩——化工行业发展内外环境不容乐观 .....	8
化工产品下游整体需求开始下降 .....	8
外需遭遇金融危机，恢复尚需时日 .....	9
内需下滑正加速行业不景气 .....	10
<b>成本、供给和需求三方面博弈决定未来化工板块走势 .....</b>	<b>11</b>
成本压力缓解将有助于行业需求回暖 .....	11
从供给层面来看，固定资产投资增速过快，供需矛盾依然突出 .....	12
化工行业未来景气回升主要依赖于全球经济回暖及内需拉动 .....	12
化工行业 2008 年估值已近历史最低点 .....	13
<b>行业投资思路——关注需求和成本寻找行业投资机会 .....</b>	<b>14</b>
需求刚性成本下降+政策扶持——支农行业有望率先走出泥潭 .....	15
氮肥：优势企业将长期享受成本溢价 .....	15
磷肥：成本下降，需求回暖——行业正在走出最差时期 .....	16
钾肥：需求快速下降，资源稀缺属性决定行业仍处于景气阶段 .....	17
农药：疯狂草甘膦之后，行业将进入平稳发展 .....	17
看好拥有核心竞争力的新材料新技术行业企业 .....	18
有机硅：向下游做深做细是行业发展方向 .....	19
聚氨酯：看好依靠技术或服务优势具有国际竞争力的企业 .....	19
改性塑料：未来发展空间巨大，金发科技长期发展看好 .....	21
玻纤：需求领域广泛，国内龙头企业竞争优势显著 .....	21
<b>在估值底部寻找有长期价值的“伟大”公司 .....</b>	<b>22</b>
从国际化工巨头身上得到什么启发？ .....	22
重点公司在悲观情景下的业绩底线 .....	23
湖北宜化：综合性化工龙头，受益化肥关税调整 .....	23
新安股份：草甘膦长期依旧看好，有机硅国内绝对领先 .....	25
华星化工：短期价跌无碍长期成长 .....	27
烟台万华：MDI 行业最困难时刻或将过去，寡头估值具有明显吸引力 .....	28
中国玻纤：具有国际竞争力的玻纤巨头 .....	30
红宝丽：成本压力缓解，国内硬泡组合聚醚和异丙醇胺双料冠军 .....	31

## 图表目录

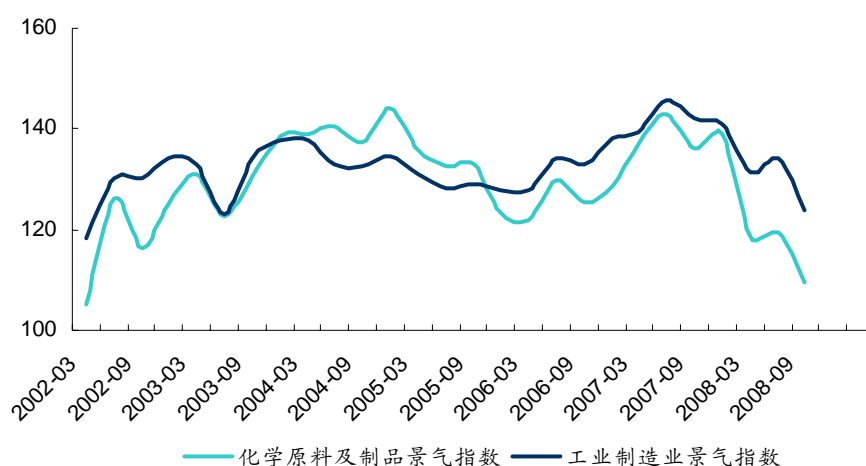
图 1: 2008 年下半年化工行业景气急剧下滑 .....	5
图 2: 国内主要化工子行业价格指数走势.....	6
图 3: 基础化工行业销售收入增长情况 (亿元) .....	7
图 4: 基础化工行业利润总额增长情况 (亿元) .....	7
图 5: 基础化工行业毛利率已下滑至历史低点 .....	8
图 6: 石脑油价格近期出现暴跌 (美元/吨) .....	9
图 7: 需求萎缩使乙烯价格暴跌 (韩国 FOB, 美元/吨) .....	9
图 8: 国内纺织行业产量下降.....	10
图 9: 国内鞋出口量持续负增长 (万双) .....	10
图 10: 房地产行业景气下滑 .....	10
图 11: 玻璃行业受累房地产不景气 (万重量箱) .....	10
图 12: 国内冰箱年度累计产量情况 (万台) .....	10
图 13: 国内汽车年度累计产量情况 (万辆) .....	10
图 14: 尿素先于无烟煤价格下跌 (元/吨) .....	11
图 15: 纯碱先于无烟煤价格下跌 (元/吨) .....	11
图 16: MDI 先于苯胺价格下跌 (元/吨) .....	11
图 17: TDI 与甲苯价差 (元/吨) .....	11
图 18: 草甘膦与二乙醇胺价差 (元/吨) .....	11
图 19: 硫磺暴跌将缓解磷肥成本压力 (元/吨) .....	11
图 20: 化工行业固定资产投资增速 (亿元) .....	12
图 21: 化工行业收入和利润增速情况.....	12
图 22: 成本、供给、需求三者决定行业景气.....	12
图 23: 化工子行业历史 PE (包括盐湖钾肥、云天化) .....	13
图 24: 化工历史相对 PE (包括盐湖钾肥、云天化) .....	13
图 25: 美国杜邦公司历史 PE .....	13
图 26: 美国杜邦公司历史 PB .....	13
图 27: 德国巴斯夫公司历史 PE.....	14
图 28: 德国巴斯夫公司历史 PB.....	14
图 29: 化工行业上市公司 PB 与 PE 比较.....	14
图 30: 尿素国内国际价格均出现大幅下降.....	16
图 31: 粉煤与普通无烟煤相比成本优势明显 .....	16
图 32: 国际国内磷肥价格均出现大幅下降.....	16
图 33: 国内磷肥产量增速放缓 (万吨) .....	16
图 34: 氯化钾国内国际价格维持高位.....	17
图 35: 钾肥月度进口量较去年大幅下降 (万吨/月) .....	17
图 36: 新材料各子产品毛利率与进口替代分布图.....	18
图 37: 国内 DMC 价格跌至历史低位 (元/吨) .....	19
图 38: 国内有机硅单体自给率不断提高 .....	19
图 39: 烟台万华 MDI 挂牌价 .....	20
图 40: 国内 MDI 进口依赖度不断下降.....	20

图 41: TDI 价格大幅跳水 (元/吨) .....	20
图 42: 国内 TDI 进口依存度下降 (万吨/年) .....	20
图 43: 国内 BDO 价格走势 (元/吨) .....	21
图 44: 国内 BDO 供需情况 (万吨/年) .....	21
图 45: 国内塑料树脂需求情况.....	21
图 46: 国内外以塑代钢情况 .....	21
图 47: 全球玻纤产量情况 (万吨/年) .....	22
图 48: 国内玻纤产量及需求情况 (万吨/年) .....	22
图 49: 湖北宜化历史 PE 图 .....	25
图 50: 湖北宜化历史 PB 图 .....	25
图 51: 新安股份历史 PE 图 .....	26
图 52: 新安股份历史 PB 图 .....	26
图 53: 华星化工历史 PE 图 .....	28
图 54: 华星化工历史 PB 图 .....	28
图 55: 公司历年净利润增长情况 (万元) .....	29
图 56: 公司近年来主要产品收入和毛利率情况 .....	29
图 57: 烟台万华历史 PE 图 .....	29
图 58: 烟台万华历史 PB 图 .....	29
图 59: 历年来公司玻纤产品均价稳定 (元/吨) .....	30
图 60: 公司近年来主要产品收入和毛利率情况 (万元) .....	30
图 61: 中国玻纤历史 PE 图 .....	30
图 62: 中国玻纤历史 PB 图 .....	30
图 63: 2008 年中期公司主营业务收入构成.....	31
图 64: 公司近年来主要产品毛利率情况 .....	31
附图: 主要化工行业产业链.....	34
表 1: 化工行业及其子行业产品总产量数据 (万吨) .....	5
表 2: 2008 年 10 月化工产品涨跌排行榜一跌势不止 .....	6
表 3: 2008 年 1~9 月份主要化工产品产销平衡表.....	8
表 4: 化工子行业运行情况汇总 .....	15
表 5: 国内主要草甘膦厂商产能及未来扩张计划.....	18
表 6: BASF——全球最大化工集团成功之路.....	22
表 7: DUPONT 演绎不老的传说 .....	23
表 8: 公司近年建成收购及在建项目列表.....	24
表 9: 新安股份产能及未来扩张计划(万吨/年).....	25
表 10: 新安股份 09 年 EPS 对草甘膦价格和成本变动的敏感性分析 .....	26
表 11: 华星化工草甘膦产能发展规划 .....	27
表 12: 华星化工 09 年 EPS 对草甘膦价格和成本变动的敏感性分析 .....	28
表 13: 中国玻纤 09 年 EPS 对玻纤平均价格和成本变动的敏感性分析.....	31
表 14: 国内 A 股重点跟踪公司估值一览表.....	32
表 15: 国际化工企业估值表 .....	33

## 八月拐点——化工行业上下半年上演冰火二重天

化工行业在经过了 2004~2006 年的调整和周期下降之后，2007 年行业进入景气上升阶段，由草甘膦开始，到纯碱、化肥等，多数化工产品均出现了不同程度的量价齐增的局面，行业销售利润率也明显提升，这一趋势维持到 2008 年 8 月。随着全球经济衰退，外需大幅下滑，国内经济增速也逐步放缓，内需难以短期显著回升，从 8 月下旬开始化工行业进入下降通道，进入 10 月更是加速恶化，从化工周期来看预计 2009 年总体形势仍将不容乐观。

图 1：2008 年下半年化工行业景气急剧下滑



资料来源：国家统计局

## 产量增速放缓，价格高位跳水

中国石油和化学工业协会的最新数据显示，1~9 月份特别是进入下半年，因受产品结构调整、生产成本上升和国内外需求减缓等因素影响，主要化工产品产量增速均出现大幅回落。

表 1：化工行业及其子行业产品总产量数据（万吨）

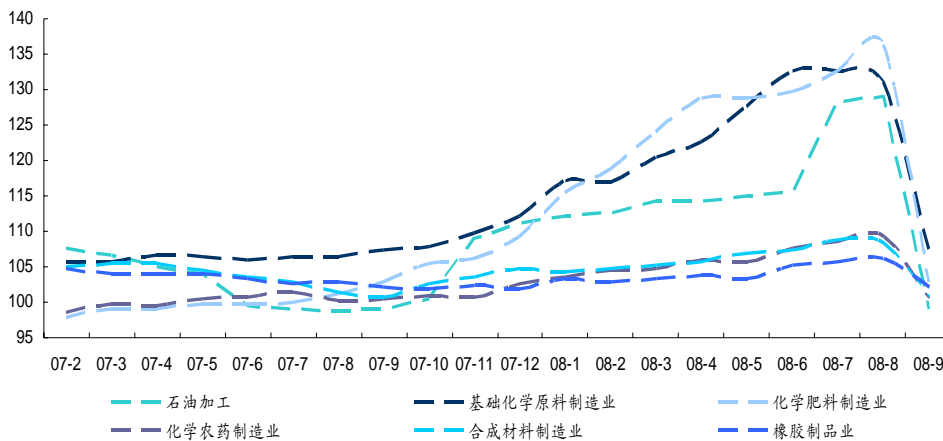
	2006 年		2007 年		2008 年 1-9 月	
	产量	同比±%	产量	同比±%	累计产量	同比±%
天然原油	18367.6	1.7%	18665.7	1.6%	14189.7	2.0%
天然气（亿立方米）	491.2	19.2	693.1	23.1%	565.1	13.0%
原油加工量	30650.6	6.3%	32679.3	6.4%	25794.6	5.5%
成品油	18204.8	4.5%	19517.5	7.2%	15568.9	7.7%
汽油	5591.4	3.7%	5994.0	7.2%	4659.9	4.6%
煤油	960.0	-2.9%	1153.3	19.0%	869.0	-0.3%
柴油	11653.4	5.5%	12370.2	6.2%	10040.0	9.9%
合成氨	4937.9	7.0%	5158.9	5.4%	3846.9	2.4%
化肥（折纯）	5304.8	14.2%	5696.1	10.2%	4474.8	4.8%
氮肥（折含 N100%）	3869.0	13.3%	4187.1	10.7%	3277.0	5.5%
尿素（折含 N100%）	2232.6	13.3%	2485.7	11.5%	1953.5	5.5%
磷肥（折含 P <sub>2</sub> O <sub>5</sub> 100%）	1226.7	16.5%	1256.7	8.5%	957.1	-0.1%
钾肥（折 K <sub>2</sub> O100%）	208.9	8.5%	249.6	10.6%	240.7	16.9%
磷酸氨肥（实物量）	1172.8	21.3%	1496.7	20.7%	1050.3	-5.6%

化学农药原药 (折 100%)	129.6	20.2%	173.1	24.3%	146.6	16.6%
轮胎外胎 (万条)	43318.8	15.0%	55648.6	22.6%	42591.6	12.9%
氢氧化钠 (烧碱) (折 100%)	1511.8	19.0%	1759.3	17.0%	1454.4	<b>8.7%</b>
碳酸钠 (纯碱)	1597.2	10.8%	1771.8	13.1%	1447.7	13.3%
乙烯	941.2	22.2%	1047.7	12.6%	788.7	<b>1.1%</b>
纯苯	344.1	11.7%	405.8	16.7%	311.0	<b>2.3%</b>
合成树脂及其共聚物	2528.7	17.6%	3073.6	18.5%	2392.6	<b>5.5%</b>
合成橡胶	184.5	11.1%	221.5	13.1%	175.9	9.0%
化学纤维	2025.5	12.9%	2388.9	18.0%	1797.8	<b>2.4%</b>

资料来源: 石油化工经济数据快报

随着国际油价大幅回落, 原材料和其它成本开始下滑, 奥运会效应结束, 且部分子行业新增产能陆续释放, 再加国内外需求放缓, 9月开始, 国内石油和化工产品市场价格呈现大面积回落态势, 部分产品甚至出现暴跌。我们重点跟踪的 168 种石油和化工产品中, 价格环比下跌的有 106 种, 占 63.1%, 比 8 月扩大 20.8 个百分点; 进入 10 月份, 下跌的势头更有加快的趋势, 其中粗苯、硫磺、二甲苯、正丁醇、辛醇、盐酸等产品单月跌幅均超过 50%。

图 2: 国内主要化工子行业价格指数走势



资料来源: 石油和化工经济数据快报 (\*以上年同月价格为 100)

表 2: 2008 年 10 月化工产品涨跌排行榜—跌势不止

产品	10月初	10月末	涨跌
硫磺	2200	700	-64%
二甲苯	8200	3900	-52.44%
正丁醇	13500	6500	-51.85%
辛醇	14100	6800	-51.77%
盐酸	400	200	-50.00%
DOP	13200	6700	-49.24%
纯苯	7800	4000	-48.72%
苯酐	8500	4800	-43.53%
邻二甲苯	8200	4700	-42.68%
苯胺	11400	6600	-42%
甲苯	7750	4600	-40.65%
双酚 A	14700	9000	-38.78%
TDI	34000	22000	-35.30%
醋酸丁酯	13500	9000	-33.33%
醋酸	4700	3200	-31.91%
32%离子膜碱	800	550	-31.30%

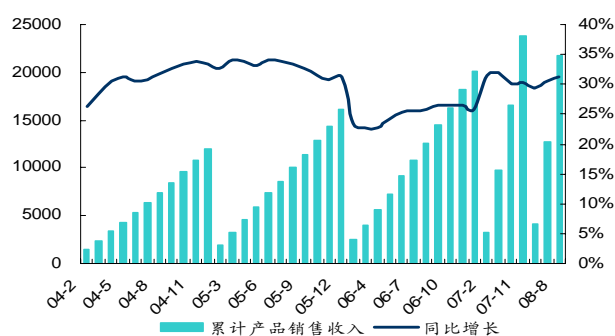
顺酐	9600	6600	-31.30%
30%隔膜碱	700	500	-28.60%
环氧氯丙烷	12500	9000	-28.00%
醋酸乙酯	7200	5200	-27.78%
丙酮	8000	6000	-25.00%
聚合 MDI	19000	14500	-23.70%
黄磷	19000	14500	-23.68%
三聚磷酸钠	9000	6900	-23.33%
草甘膦	34000	27000	-20.59%
液氯	1000	800	-20.00%
99%片碱	3700	3000	-18.90%
纯碱（轻质）	1830	1500	-18.03%
PVC（乙烯法）	7300	6000	-17.81%
PVC（电石法）	6850	5700	-16.79%
VAC	9300	8000	-13.98%
DAP	4100	3600	-12.20%
苯酚	10000	8800	-12.00%
尿素	2100	1850	-11.90%
电石	3850	3400	-11.69%
纯 MDI	22500	20000	-11.10%
环氧树脂 E-44	22000-22500	20000-20500	-9.10%
氯化钾	4600	4300	-6.52%
PVA	20500	20500	0.00%

资料来源：环球聚氨酯 化工在线

## 量价齐跌随之而来的是利润增速放缓，毛利率下滑

去年以来至今年上半年，行业延续着良好的运行态势。今年 1~8 月，全行业累计实现主营业务收入 21746.60 亿元，同比增长 31.25%，利润总额 1339.01 亿元，同比增长 31.78%，利润增速较去年相比已有所放缓。虽然目前 9 月份的行业经济效益数据还没有公布，但随着主要化工产品价格大幅下跌，我们预计今年四季度营业收入和利润增速将明显放缓，08 年全年收入增速为 25%~30% 左右，利润增速有可能下降到 10% 以下。另外今年 1~8 月行业平均毛利率为 15.03%，较去年同期有所降低，全年行业毛利率也将进一步下滑。

图 3：基础化工行业销售收入增长情况（亿元）



资料来源：国家统计局 长江证券研究部

图 4：基础化工行业利润总额增长情况（亿元）



资料来源：国家统计局 长江证券研究部

**图 5: 基础化工行业毛利率已下滑至历史低点**


资料来源: wind 资讯 长江证券研究部

## 需求萎缩——化工行业发展内外环境不容乐观

### 化工产品下游整体需求开始下降

从化工产品平衡表中我们可以看出,许多化工产品表观消费量增速放缓。1~9月主要化工基础原材料表观消费量增长基本稳定,化肥消费量有所下降,甲醇消费增速最快,达到29.8%,主要是能源领域应用的拉动,聚乙烯聚丙烯等基础材料由于价格上涨需求有所下降。

**表 3: 2008 年 1~9 月份主要化工产品产销平衡表**

产品名称		产量	进口量	出口量	表观消费量	进口依存度 (%)	表观消费量增速同比变化
原油	数值	14189.7	13500.7	279.6	27410.8	48.23	下降 2.6 个百分点
	同比±%	2.0	8.8	17.4	5.1	1.57	
硫酸 (折 100%)	数值	3930.1	133.6	35.3	4028.4	2.44	下降 12.1 个百分点
	同比±%	-0.5	-10.5	12871.7	-1.7	-1.19	
硝酸 (折 100%)	数值	145.1	3.7	0.2	148.6	2.36	下降 12.8 个百分点
	同比±%	1.7	970.2	-63.7	4.2	2.42	
盐酸	数值	574.3	1.5	0.5	575.3	0.18	上升 2.1 个百分点
	同比±%	5.3	1203.1	-6.3	5.6	0.25	
烧碱 (折 100%)	数值	1454.4	1.7	149.1	1307.1	-11.27	下降 8.9 个百分点
	同比±%	8.7	-31.5	32.0	6.5	-2.28	
纯碱	数值	1447.7	0.1	165.3	1282.6	-12.88	下降 2.5 个百分点
	同比±%	13.3	-97.2	32.5	10.9	-2.43	
乙烯	数值	788.7	54.3	1.4	841.6	6.28	下降 15.3 个百分点
	同比±%	1.1	61.8	-71.4	4.1	2.75	
纯苯	数值	311.0	22.5	4.1	329.4	5.59	下降 28.4 个百分点
	同比±%	2.3	15.6	6.2	3.1	0.70	
甲醇	数值	854.4	92.2	34.8	911.7	6.29	上升 9.4 个百分点
	同比±%	24.2	59.6	-19.1	29.8	4.20	
冰醋酸	数值	132.1	23.6	1.9	153.8	14.13	上升 8.1 个百分点
	同比±%	14.9	-46.1	-79.8	2.9	-8.96	
合成树脂	数值	2392.6	1818.9	217.0	3994.4	40.10	下降 8.8 个百分点
	同比±%	5.5	-0.2	5.7	2.8	-1.51	

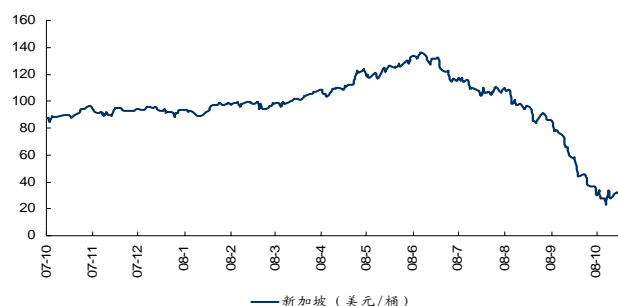


聚乙烯	数值	517.5	351.3	14.0	854.8	39.46	下降 6.3 个百分点
	同比±%	1.7	-1.2	21.0	0.2	-0.88	
聚丙烯	数值	540.9	212.9	3.3	750.5	27.93	下降 16.9 个百分点
	同比±%	3.3	-10.3	32.3	-1.1	-3.04	
聚氯乙烯	数值	717.2	84.6	57.6	744.1	3.62	下降 10.9 个百分点
	同比±%	5.0	-14.4	-1.6	2.9	-1.94	
聚酯	数值	785.5	19.4	76.8	728.1	-7.89	下降 17 个百分点
	同比±%	-0.5	-24.5	0.8	-1.5	-1.05	
颜料	数值	123.6	35.7	57.4	101.9	-21.33	下降 15.1 个百分点
	同比±%	-5.8	1.6	-11.6	0.5	8.07	
染料	数值	96.5	15.1	25.7	85.9	-12.34	下降 16.6 个百分点
	同比±%	-0.5	-15.7	-4.7	-2.3	-2.02	
轮胎 (万条)	数值	42591.6	477.7	24708.7	18360.7	-131.97	上升 8.1 个百分点
	同比±%	12.9	-4.9	1.9	31.4	37.97	
合成橡胶	数值	175.9	129.5	6.3	299.1	41.18	下降 13.2 个百分点
	同比±%	9.0	-6.8	-2.4	1.8	-3.89	
化肥合计 (折纯)	数值	4,474.80	247.7	375.3	4,347.20	-2.93	下降 12.7 个百分点
	同比±%	4.8	-52.1	8.2	-2.1	-6.76	
氮肥 (折合 N100%)	月数值	3,277.00	8.6	257.6	3,027.90	-8.22	下降 4 个百分点
	同比±%	5.5	-69.3	35.8	2.8	-2.73	
磷肥 (折合 P2O5100%)	数值	957.1	11.2	104.8	863.4	-10.84	上升 1.7 个百分点
	同比±%	-0.1	-73.6	-28.6	1.2	1.39	
尿素 (折合 N100%)	数值	1,953.50	0	196.2	1,757.30	-11.17	下降 7.5 个百分点
	同比±%	5.5	-87.8	81.5	0.8	-4.97	

资料来源：中国石油和化学工业协会

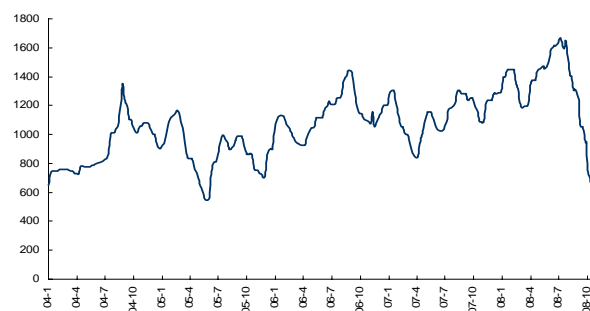
如果说原油价格的下跌有一定的投机泡沫破碎的因素，但石脑油价格更能真实的反映下游对石化产品的需求变化，我们看到近期石脑油价格从7月初高点的 135.87 美元/桶跌至最近的 23.1 美元/桶，下降幅度达 83%，这反映了石化下游产品需求的极具萎缩。

图 6: 石脑油价格近期出现暴跌 (美元/吨)



资料来源：隆众石化网

图 7: 需求萎缩使乙烯价格暴跌 (韩国 FOB, 美元/吨)

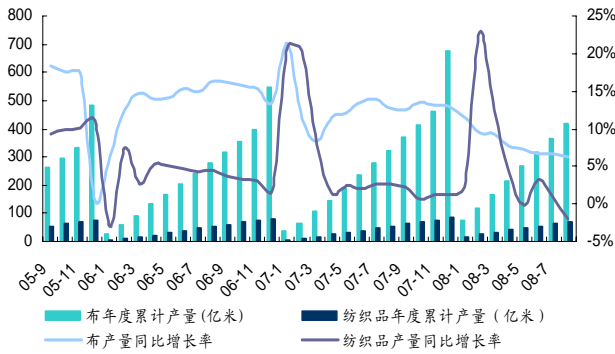


资料来源：化工在线

## 外需遭遇金融危机，恢复尚需时日

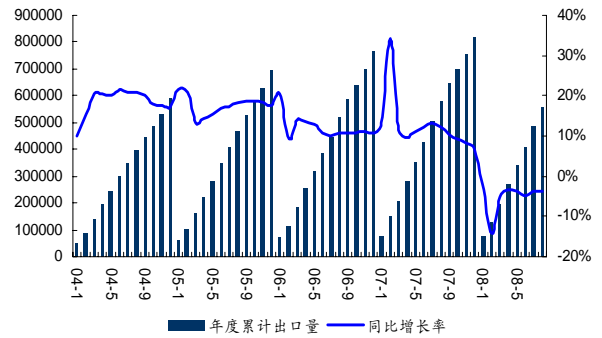
化工行业作为中游产业与国内外宏观经济发展密切相关；受美国金融危机影响，美国、欧洲等发达国家经济相继陷入衰退，外需下滑已成为定局，国内纺织品和服装产量及出口增速下滑迹象尤为显著，纺织品出口退税税率上调短期内也难改这一趋势，这使得国内合成化学纤维、染料、纺织助剂、整理剂等化学产品需求面临较大压力。

图 8: 国内纺织行业产量下降



资料来源: Wind 长江证券研究部

图 9: 国内鞋出口量持续负增长(万双)

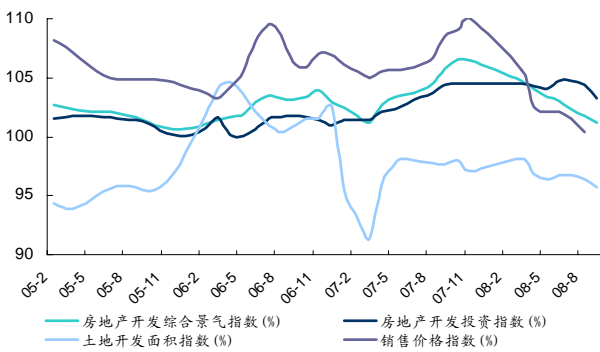


资料来源: Wind 长江证券研究部

### 内需下滑正加速行业不景气

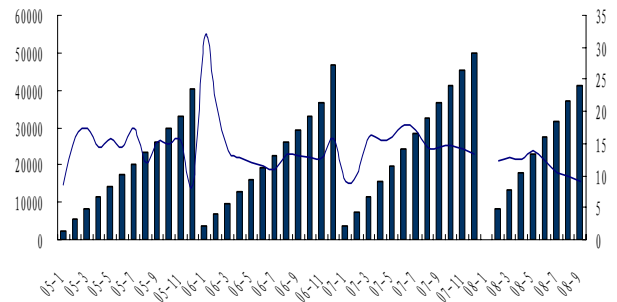
受全球金融危机影响,国内经济增速减缓迹象明显,短期内需难以有大的起色,随着与化工密切相关的下游房地产、汽车、家电等行业增速下滑明显,与他们相配套的化工产品需求面临较大下滑压力。

图 10: 房地产行业景气下滑



资料来源: Wind 长江证券研究部

图 11: 玻璃行业受累房地产不景气(万重量箱)



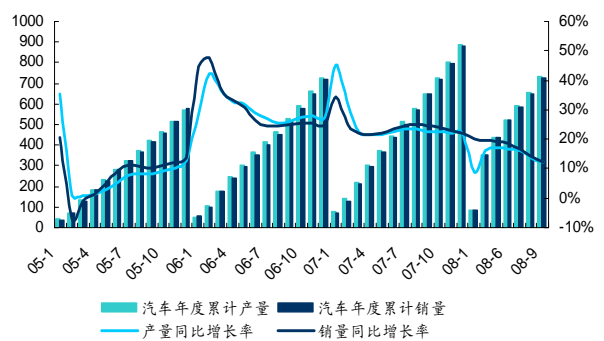
资料来源: Wind 长江证券研究部

图 12: 国内冰箱年度累计产量情况(万台)



资料来源: Wind 长江证券研究部

图 13: 国内汽车年度累计产量情况(万辆)



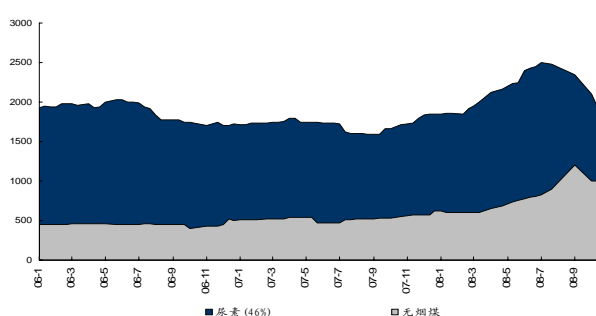
资料来源: Wind 长江证券研究部

## 成本、供给和需求三方面博弈决定未来化工板块走势

### 成本压力缓解将有助于行业需求回暖

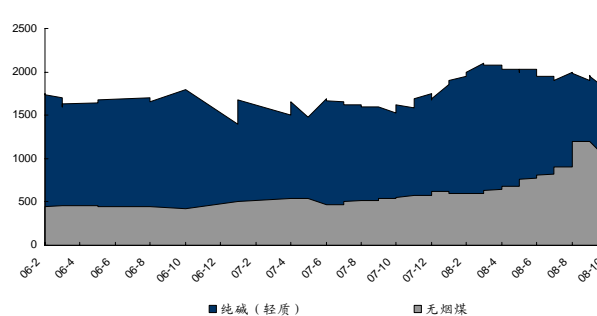
由于上半年众多化工产品价格在本成本推动下暴涨导致下游行业需求受到严重抑制（例如磷肥的消费下降 30%），而此次化工产品的价格调整是从消费端向上游成本端传导的，所以造成成本的下降的速度及幅度慢于或小于产品的跌价。目前不少化工产品的价格已经跌至或接近成本价，下跌空间以已经不大，我们判断随着成本进一步回落并逐步稳定后，行业利润水平有望回升，并且部分行业（如磷肥等）下游需求有望回暖。

图 14: 尿素先于无烟煤价格下跌（元/吨）



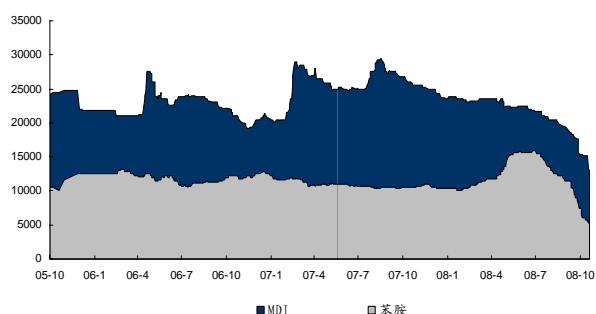
资料来源：化工在线 煤炭资源网

图 15: 纯碱先于无烟煤价格下跌（元/吨）



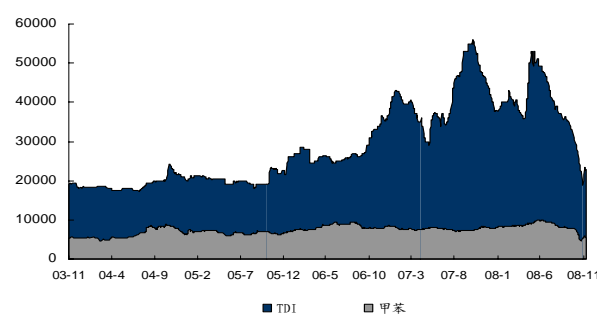
资料来源：化工在线 煤炭资源网

图 16: MDI 先于苯胺价格下跌（元/吨）



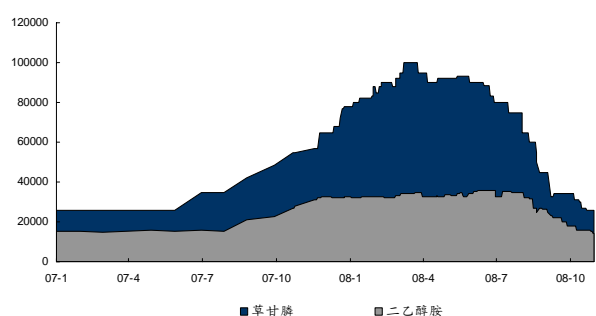
资料来源：化工在线

图 17: TDI 与甲苯价差（元/吨）



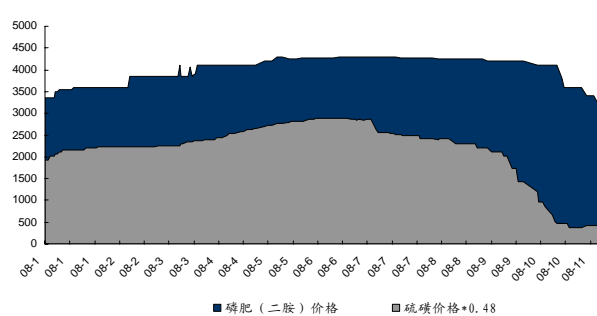
资料来源：化工在线

图 18: 草甘膦与二乙醇胺价差（元/吨）



资料来源：化工在线

图 19: 硫磺暴跌将缓解磷肥成本压力（元/吨）



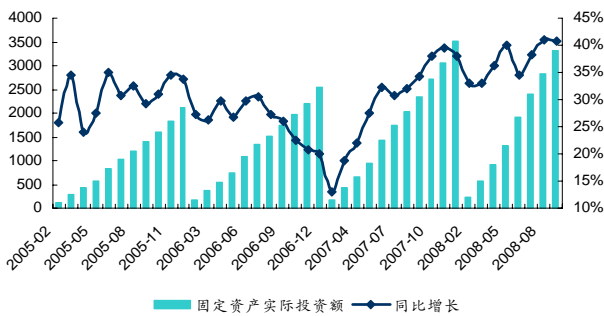
资料来源：化工在线

## 从供给层面来看，固定资产投资增速过快，供需矛盾依然突出

今年前三季度，行业固定资产投资增势不减，实际完成投资 6274.5 亿元，同比增长 35.9%，其中原油和天然气开采完成 1665.4 亿元，同比增长 28%，精炼石油产品制造完成 929.3 亿元，同比增长 40.6%，化学工业完成 3571.6 亿元，同比增长 38.9%。

但由于国际经济形势发生逆转，国内外市场需求下降，产品销售不畅，新建项目增速放缓，前三季度全行业施工项目有 9204 个，同比增长 7.3%，较去年同期回落 13.5 个百分点，新开工项目 5558 个，同比增长 2.1%，较去年同期回落 13.3 个百分点，说明项目建设大型化趋势延续。但综合来说，未来一段时间内，供需矛盾依然突出。

图 20: 化工行业固定资产投资增速 (亿元)



资料来源: wind 资讯 长江证券研究部

图 21: 化工行业收入和利润增速情况

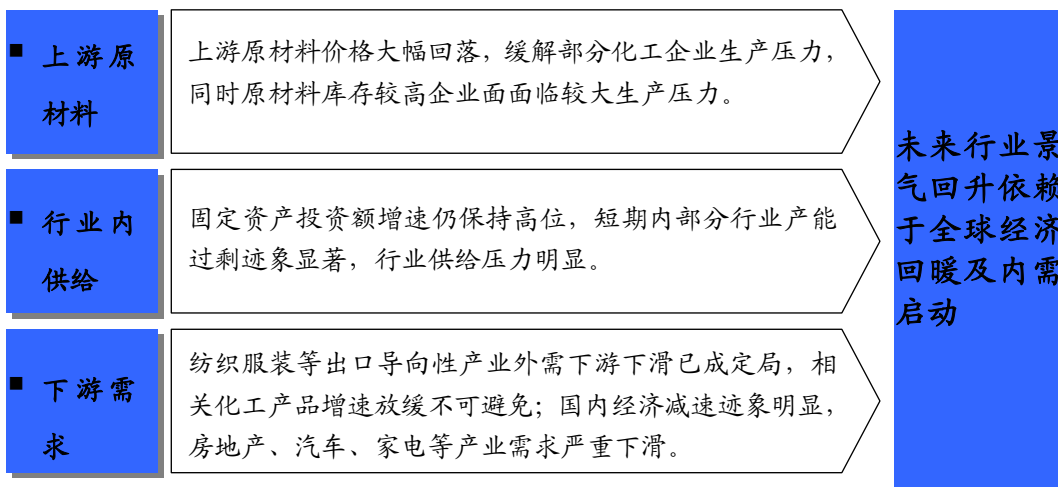


资料来源: wind 资讯 长江证券研究部

## 化工行业未来景气回升主要依赖于全球经济回暖及内需拉动

从供给面来看，行业远期供应压力加大，许多子行业存在产能过剩情况，新增产能需要一段时间消化；国内外宏观经济严重下滑可能导致大部分化工产品需求下滑幅度超预期；目前，众多化工生产厂家面临停产、限产的困难，经销商也大多处于观望中，未来行业景气回升主要依赖于全球经济回暖及内需启动。

图 22: 成本、供给、需求三者决定行业景气



资料来源: 长江证券研究部

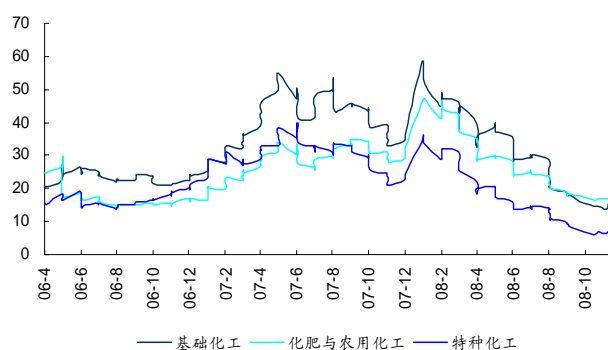
当前化工行业正在经历着最困难的时期,但同时也孕育着机遇,诸多行业疯狂之后回归理性,目前很多化工产品价格已跌至成本线附近徘徊,我们认为化工作为典型的中游行业,低于成本的生产和销售,是不可能长期持续的,这个过程中将有相当多的中小企业和新进入者被洗牌出局,行业供求将逐步得到改善,而其中的优势公司也将在这个洗牌过程中凭借自身的技术、成本和管理优势,不断发展壮大自己,同时行业也会向更加健康有序的方向发展。

## 化工行业 2008 年估值已近历史最低点

化工板块公司经过前期的股价大幅回调,基本反应了对未来的悲观预期,9~10 月份的化工产品价格暴跌也印证了这种预期。而目前来看,行业无论从估值还是盈利水平都已经接近历史底部,即使考虑 2009 年盈利的不确定性带来盈利下调风险,长期投资价值也已经体现。

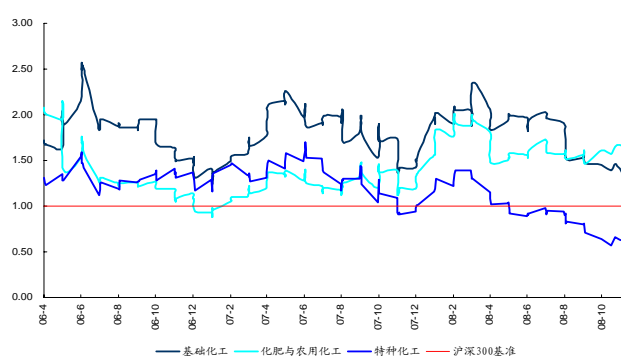
目前基础化工行业 08, 09 年的动态 PE 分别为 12.01 倍和 7.93 倍,如果剔除占权重较大的盐湖钾肥和云天化,则估值水平将进一步降低。另外,从化工各子行业绝对动态市盈率(当天股价/当年预测 EPS)以及相对大盘市盈率(各子行业 PE/A 股整体 PE)来看,均已经位于或者接近历史相对低点。而从上市公司层面来看,主要化工类上市公司 08 年 PE 均在 10 倍左右甚至以下,已经低于 05 年的水平。

图 23: 化工子行业历史 PE (包括盐湖钾肥、云天化)



资料来源: Wind 长江证券研究部

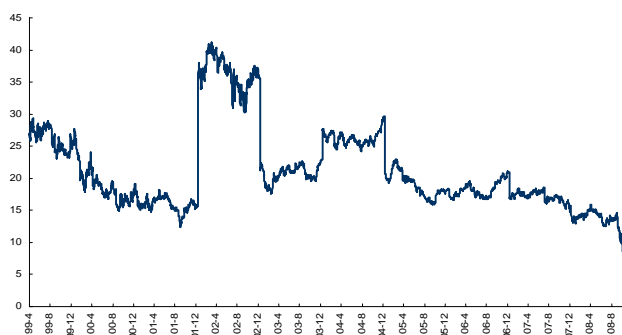
图 24: 化工历史相对 PE (包括盐湖钾肥、云天化)



资料来源: Wind 长江证券研究部

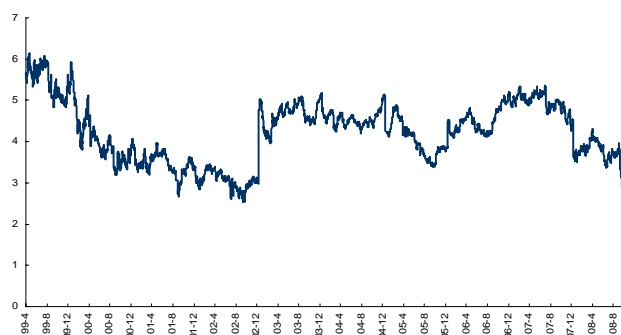
从国际公司来看,创新型的杜邦长期的 PE 底部在 13 倍左右, PB 在 2.5~3 倍;综合类化工企业巴斯夫在 9~10 倍, PB 底部在 1.2 倍左右。

图 25: 美国杜邦公司历史 PE

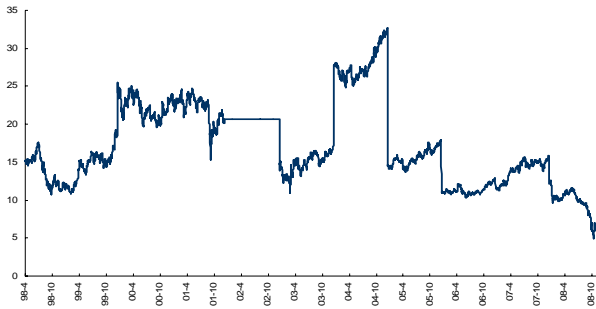


资料来源: Bloomberg 长江证券研究部

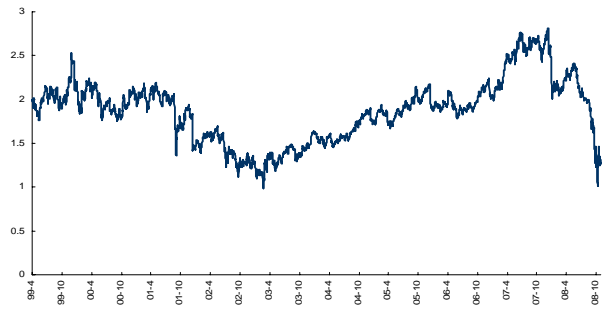
图 26: 美国杜邦公司历史 PB



资料来源: Bloomberg 长江证券研究部

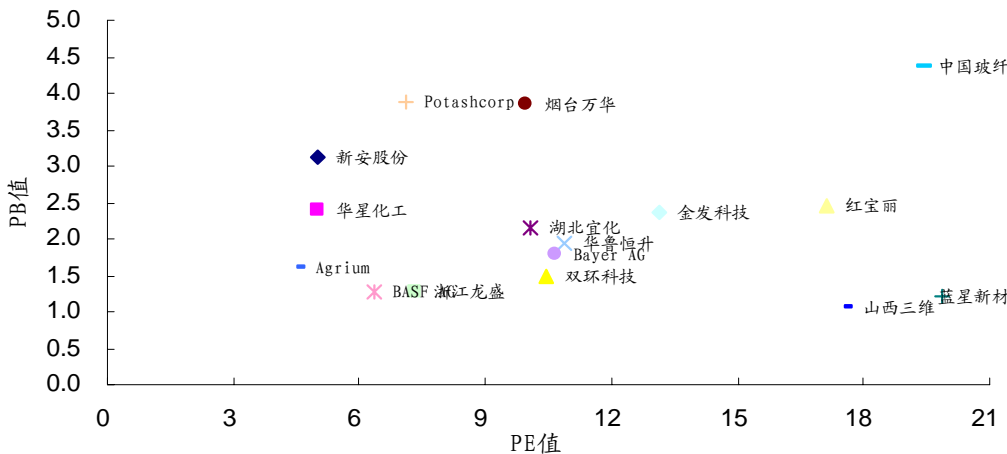
**图 27: 德国巴斯夫公司历史 PE**


资料来源: Bloomberg 长江证券研究部

**图 28: 德国巴斯夫公司历史 PB**


资料来源: Bloomberg 长江证券研究部

从市场面综合以上对比,无论是跟本行业历史 PE/PB,相对大盘 PE 以及国外可比公司估值比较来看,国内 A 股化工上市公司整体估值已经具有相当的吸引力,长线投资价值已现。下图是 A 股主要化工公司及部分国外公司 PE/PB 散点图。

**图 29: 化工行业上市公司 PB 与 PE 比较**


资料来源: 长江证券研究部

通过以上我们对市场层面的分析,市场估值水平已经进入了一个合理的区间,但股价的表现同样需要基本面的支持,下面我们将重点分析所看好的子行业的投资机会:

## 行业投资思路——关注需求和成本寻找行业投资机会

08 年 3 季报我们可以看出大多数上市公司净利润增速同比大幅放缓或出现负增长, 09 年国内宏观经济放缓已成定局(不仅仅是化工行业),而化工大多数子行业处于景气下滑阶段。在这种悲观预期下选择投资思路,我们认为应该有以下两点:

**第一,我们看好最典型的需求刚性成本下降的支农行业,包括农药和化肥。**随着五种高毒农药的禁用,为低毒高效品种打开了市场空间;化肥方面氮肥需求最为刚性,拥有技术和资源优势的企业(湖北宜化、华鲁恒升等)将长期享受成本溢价;而磷肥、钾肥由于此前价格暴涨导致需求减少 30%~40%,未来随着成本及价格的下跌,需求有望回暖。同时近期化肥关税下调以及众多中小产能停产限产(受影响产能超过 20%),我们判断化肥行业将在年底淡储及明年春耕来临时率先走出低谷。

第二，关注下游拥有核心竞争力的新材料新技术企业。这些行业的成长主要依靠技术进步，以下游需求为导向，不断推出新产品和新技术，向下游及相关多元化的方向进行扩张。

表 4：化工子行业运行情况汇总

子行业	运行趋势分析	投资评级	相关上市公司
氮肥	需求刚性，成本差异下行业龙头将享受溢价	看好	华鲁恒升，湖北宜化
磷肥	09 年库存高价硫磺消化后成本将大幅下跌，需求将回暖，关税调整对其构成实质性利好	看好	湖北宜化，六国化工
钾肥	价格和需求均有下行风险，但 2010 年前价格仍有望维持高位	看好	盐湖钾肥、冠农股份
化学农药	草甘膦价格基本见底，年底随着国际需求旺季来临和前期库存的消化，价格有望反弹，看好高效低毒低残留的品种和相关公司	看好	华星化工，扬农化工，江山股份
有机硅	短期需求增速有所放缓，未来完善上下游产业链是盈利关键	中性	新安股份、蓝星新材、宏达新材
聚氨酯	供需逐步平衡，建筑节能保温市场将是未来重要驱动力	中性	烟台万华、山西三维、沧州大化、红宝丽
玻纤	对传统材料具有较强替代性，周期弱，国内外下游需求较为强劲	看好	中国玻纤
纯碱	下游玻璃等行业需求下滑明显，煤价下降相对滞后	中性	双环科技，山东海化，三友化工
氯碱	PVC 受累房地产萎靡需求下滑，随着油价下跌电石法成本优势下降，产业重心向煤炭和原盐资源较丰富的中西部地区转移	中性	中泰化学，英力特，新疆天业
磷化工	硫酸价格下跌使国内热法磷酸成本优势下降，行业未来发展趋势是“电、磷、矿”一体化和下游产品精细化	中性	澄星股份，兴发集团
合成材料	油价下跌对行业利好，但行业整体竞争严重，议价能力低，看好改性塑料的成长空间	中性	金发科技
化纤	景气持续低迷，未来行业好转有赖于外需回暖	中性	烟台氨纶，山东海龙，华峰氨纶

资料来源：长江证券研究部

## 需求刚性成本下降+政策扶持——支农行业有望率先走出泥潭

今年 10 月 20 日，国务院出台了进一步加大强农惠农政策力度积极支持粮食和农业生产的政策意见，从明年新粮上市起，白小麦、红小麦、混合麦每市斤最低收购价分别提高到 0.87 元、0.83 元、0.83 元，比 2008 年提高幅度分别为 13%、15.3%、15.3%。随着人口增长，及十七届三中全会上国家对农业的政策倾斜，未来一段时间国内粮食产量将保持稳定增长。与粮食具有高度相关性的化肥和农药需求有保障，我们判断随着关税政策的松动以及今年底和明年初淡储和春耕的推进，行业正在走出最困难的时期。

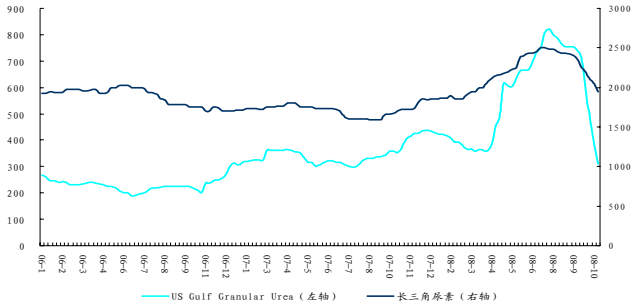
### 氮肥：优势企业将长期享受成本溢价

近年来国内尿素产能迅速扩大，2006 年我国尿素产量超过 4600 万吨（实物量），2007 年我国尿素产量将达到 5500 万吨，增长 19.6%，但同期全国尿素需求增量仅为 5%，所以，出口成了缓解国内供大于求格局的重要途径。今年进入之后 4.20 号由于出口之路基本被堵死，加之下游复合肥和板材等行业需求持续萎缩，国内尿素行情连续下挫，目前全国各地区市场全面跌破 1600 元/吨大关，其中山东下跌至 1570-1600 元/吨，成交清淡。

我们如果以中国每吨尿素的平均离岸价为 300~350 美元计算，在淡季出口税率为 10% 情况

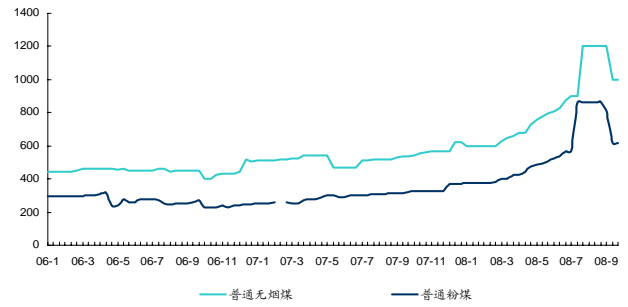
下，相当于国内出厂价约1855~2163元（以美元与人民币比率1: 6.8计算，下同）；如果以旺季110%实际税率计算，则出口意义不大。因此，我们可以认为在目前的价格下，淡季出口价格要高于国内价格，在这个价位下国内大型龙头企业依然有一定的利润。

图 30: 尿素国内国际价格均出现大幅下降



资料来源：化工在线 Bloomberg

图 31: 粉煤与普通无烟煤相比成本优势明显



资料来源：煤炭资源网 长江证券研究部

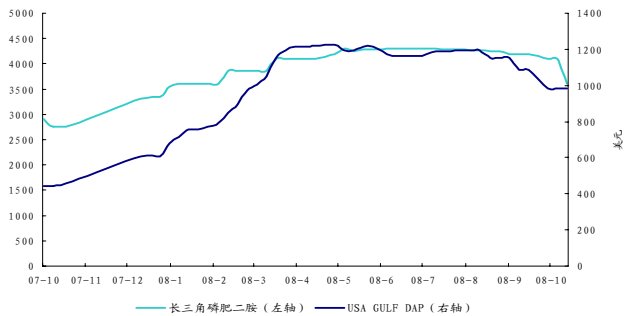
长期来看，中国尿素市场仍将持续供过于求，但短期内在春耕淡储的拉动下以及关税政策作用下，一些有成本优势的大型企业如湖北宜化、华鲁恒升等将在一定程度上缓解目前的困境，他们拥有先进的粉煤气化技术，目前粉煤的价格在600元/吨左右，而无烟煤价格在1000元/吨左右，以每吨尿素耗煤1.2吨计，每吨尿素的成本优势在400~500元/吨。

### 磷肥：成本下降，需求回暖——行业正在走出最差时期

近一个月以来，国内磷铵市场整体气氛惨淡，价格大幅下跌，下游复合肥市场走势继续疲软，开工率下降，市场观望气氛浓厚，停车检修的企业继续延长停车时间，库存量直线上升。目前市场一铵和 64%二铵的价格已跌至 1800 元/吨和 3000/吨左右。国际二铵价格持续下滑，美国 CF 公司下调了佛罗里达州中部二铵内销参考价格，至 FOB765 美元/吨。

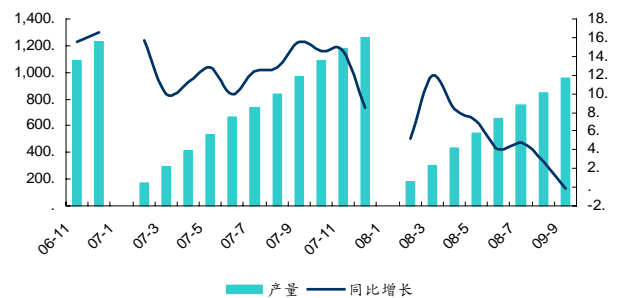
我们以磷酸二铵为例，我们保守按照国际上 600 美元/吨（FOB）和淡季 10% 关税计算，如果按照计算，那么倒推国内磷酸二铵的价格大约为 3709 元/吨左右，而目前国内 64%二铵的主流报价在 3000 元/吨以下。因此征收淡季 10% 的出口暂定关税下，对于国内磷酸二铵生产企业来说就可以通过出口来赚取利润；同时国内磷矿石价格优势长期存在，在这个价位国内大型龙头企业有较可观的利润。

图 32: 国际国内磷肥价格均出现大幅下降



资料来源：化工在线 Bloomberg

图 33: 国内磷肥产量增速放缓（万吨）



资料来源：石化经济数据快报



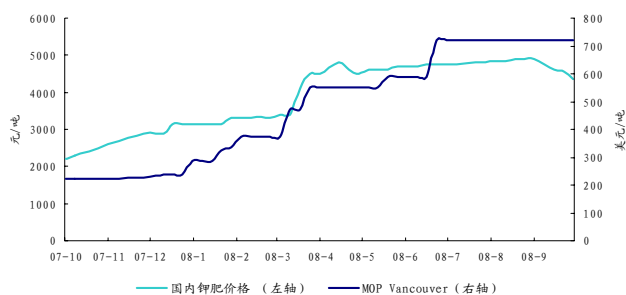
由于磷肥价格大幅回落，之前被严重抑制的农民需求有望得到恢复，也有利于行业发展。09年初随着库存硫磺的消耗完毕，成本的大幅下降和需求的恢复，我们判断磷肥正在走出最困难的阶段。此时关税政策调整也将给目前行情不好的磷肥市场注入一支强心针，托住下滑的磷肥价格，促进经销商的备货速度与备货量，使价格在短时间内达到平稳，目前许多大型企业在港口都有大量库存，一旦政策出台，就可以马上出口。

### 钾肥：需求快速下降，资源稀缺属性决定行业仍处于景气阶段

钾肥是一种特殊的大宗商品，行业集中度高，国际钾肥市场呈现寡头垄断的竞争格局，未来3年内全球开工率仍在85%以上高位，未来随着农产品周期的见顶回落，我们认为钾肥继续上涨动力已经不足，未来走势决定于国际农产品价格和其它化肥价格的变化幅度，我们认为在资源约束下，2010年前钾肥价格仍有望维持相对高位。

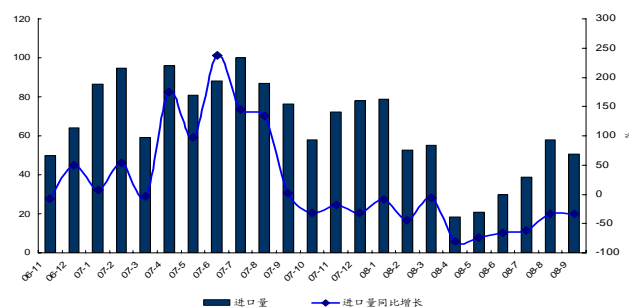
国内钾肥行业由于价格高企，需求受到较大影响，进口量下降，但仍保持70%左右的进口依赖，国内价格很大程度上仍由进口钾肥价格走势决定。虽然盐湖钾肥、罗布泊钾肥公司和中信国安不断扩建投资，但短期内产能仍将严重不足，未来如果国内加大农产品投入，钾肥需求有望回升，未来几年内我们仍然看好钾肥行业。

图 34：氯化钾国内国际价格维持高位



资料来源：化工在线 Bloomberg

图 35：钾肥月度进口量较去年大幅下降（万吨/月）



资料来源：石化经济数据快报

### 农药：疯狂草甘膦之后，行业将进入平稳发展

受国际供需关系影响，2007年初以来，我国草甘膦市场价格从30000元/吨一路飙升，依然供不应求，尤其是去年四季度以来涨幅更是惊人，公司目前草甘膦出厂价曾一度涨至接近10万元/吨。目前草甘膦价格面临的巨大压力是国内小产能的释放（由于数目众多，我们无法准确统计），造成目前市场报价较乱，相当多企业已经限产甚至停产。

除了小产能冲击以外，消化前期库存也是造成近期下跌的另一个重要原因。此前贸易商对下半年和09年的中小产能释放存在预期，加之市场草甘膦价格处于最高位，未敢贸然进货，市场处于消化之前库存的阶段。我们认为，草甘膦在性能上作为一个优秀的除草剂品种，相当长时期内不太可能出现替代品种，并且国际需求依赖中国产能已经是不争的事实，在短期行业经过产能释放的冲击之后，经过洗牌，行业发展及盈利水平将回归理性。

**表 5: 国内主要草甘膦厂商产能及未来扩张计划**

名称	目前产能/万吨	产能扩张计划
孟山都	20	2010 年新建成 4 万吨
新安股份	8	未来计划再扩 2 万吨 IDA 工艺
华星化工	1.5	合资公司 4 万吨双甘膦 (合 2.4 万吨草甘膦), 新增 2 万吨草甘膦原药技改项目; 重庆 5 万吨/年亚氨基二乙腈一期工程(3.4 万吨/年)项目
江山股份	2.7	新区一条 3 万吨/年草甘膦生产线预计将于 08 年 9 月建成投产, 同时老厂 1.2 万吨将于 08 年底关闭
沙隆达	0.5	计划新建 3.5 万吨
扬农化工	1.5	计划增发募资新建 3 万吨装置
红太阳集团	2	计划新建 7 万吨
其它	10~15 万吨	四川乐山华福、上海禾嘉、浙江嘉化、江苏安邦等共约 30 万吨左右
全国总计	25~30	预计 2008 年后产能扩大至 40 万吨/年以上, 到 2010 年将可能达到 50~60 万吨/年

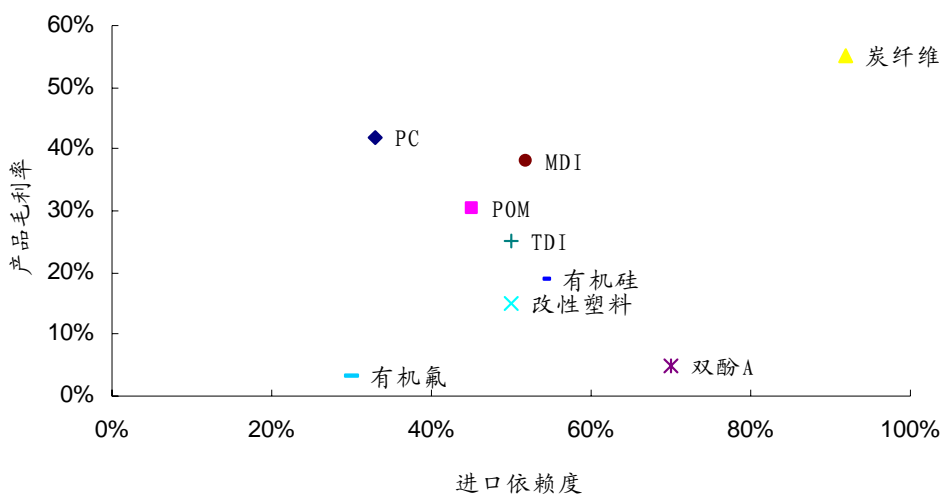
资料来源: 长江证券研究部

不仅仅是草甘膦, 我国农药产业链经过长期的发展, 已较为完备, 这极大地降低了生产成本, 生产技术与国外先进技术差距缩小, 成本又极具竞争力, 使我国农药不仅供应国内, 还大量出口诸如德国等农药生产大国。去年 5 种高毒农药的退出, 给那些高效低毒低残留的农药品种留下很大的发展空间, 今年杀虫单价格大涨就是证明, 我们看好那些自主创新、研发能力强、具备规模化和环境友好型发展的企业, 如华星化工、新安股份、扬农化工。

## 看好拥有核心竞争力的新材料新技术行业企业

化工新材料是新材料工业的主要组成部分, 是化学工业中最具活力和发展潜力的新领域, 主要包括工程塑料及其合金、功能高分子材料、有机硅、有机氟、聚氨酯、特种纤维、复合材料、微电子化工材料、纳米化工材料、特种橡胶、高性能聚烯烃, 特种涂料、特种胶粘剂、特种助剂等十多个大类品种。

目前, 在全球经济衰退的大背景下, 短期新材料需求增速将会有所放缓, 但从长期来看, 在产业升级, 结构调整带来消费升级的背景下, 化工新材料以其优越的性能将不断成长并创造新的需求。有机硅、聚氨酯、改性塑料、玻纤等子行业龙头企业的长期发展值得我们看好。

**图 36: 新材料各子产品毛利率与进口替代分布图**


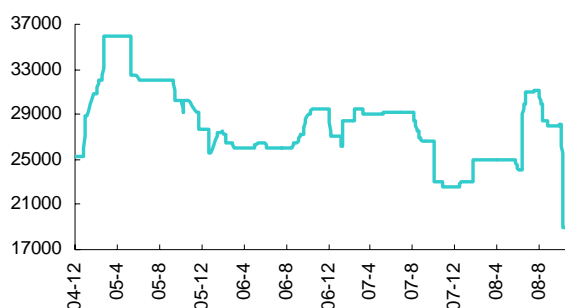
资料来源: 长江证券研究部

由于国内需求旺盛，内资企业不断扩大生产规模或外企企业纷纷到国内建厂，未来新材料国产化步伐将不断加快，进口替代率逐步提高，部分新材料子行业毛利率也将逐步回落到合理水平，相关产品价格与传统材料价差不断缩小，更有利于新材料对传统材料的替代，依靠新技术、新工艺、新模式不断开发满足客户需求的新产品的企业未来拥有巨大发展空间，我们看好的企业有**新安股份**，**烟台万华**，**中国玻纤**，**红宝丽**和**金发科技**。

### 有机硅：向下游做深做细是行业发展方向

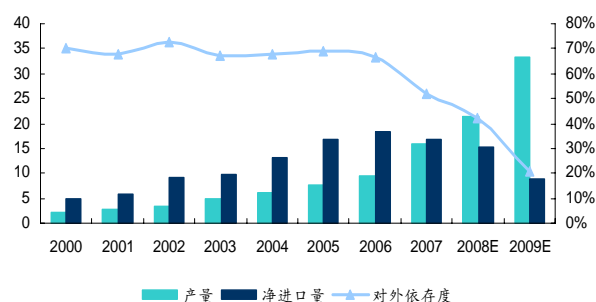
今年有机硅行业也经历了大涨大跌，上半年在硅块、甲醇的成本推动下，DMC 价格也由今年7月初 25000 元/吨迅速上升到 31000 元/吨，8月开始，金属硅，盐酸、甲醇价格全面回落，部分有机硅下游需求领域增速回落（房地产、纺织、汽车等行业），DMC 价格目前回落到 19000 元/吨的历史新低。未来在单体行业竞争日趋激烈的环境下，有机硅单体高毛利时代也将很难重现，延伸产业链和发展深加工是扩展有机硅单体规模之外的必然发展方向。

图 37：国内 DMC 价格跌至历史低位（元/吨）



资料来源：化工在线

图 38：国内有机硅单体自给率不断提高



资料来源：长江证券研究部

有机硅产品深加工具有重要的现实意义：（1）提高企业的盈利水平。先进国家每吨硅氧烷可创造销售额达 1 万多美元，而初级形态的聚硅氧烷价格仅在 3000~4000 美元，仅销售中间体是远不够的，高附加值下游产品是必然选择；（2）有助于使企业更接近终端消费者，使客户产生依赖性，实现企业的可持续成长；（3）有机硅下游项目相对于中间体来说，投资少，利润高。我们看好依靠独特循环工艺率先走向上下游一体化的新安股份。

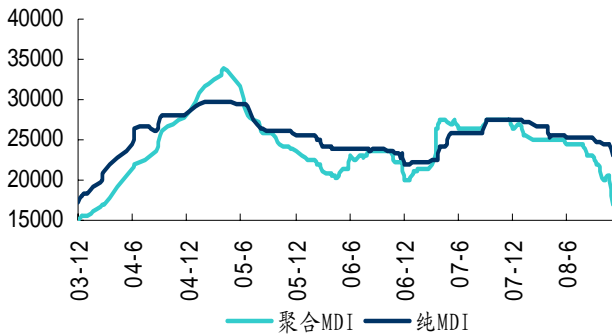
### 聚氨酯：看好依靠技术或服务优势具有国际竞争力的企业

近年来，受全球金融危机风暴的影响，聚氨酯下游纺织、制鞋、汽车、家电等行业需求增速有所放缓，聚氨酯行业需求增速也将有所放缓，IAL咨询公司专家预计未来5年内全球聚氨酯年均增长率将达到4.2%左右，亚洲和中国增长速度最快，中国将以10%以上速度增长。未来全球聚氨酯原料产能扩张主要集中在中国，聚氨酯原料竞争将更为激烈，依靠垄断技术或服务优势的企业将在激烈竞争中胜出，取得长期发展，例如烟台万华、红宝丽。

### MDI：寡头垄断行业格局维持较高毛利率，烟台万华仍具长期投资价值

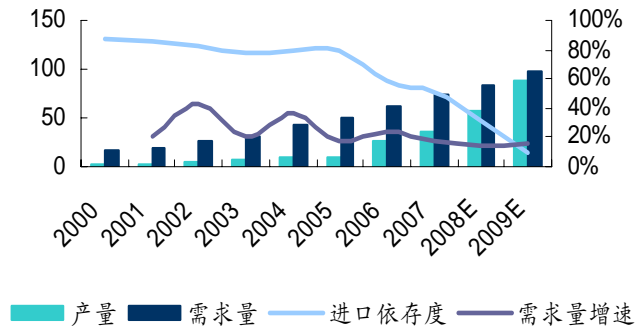
随着上海拜尔装置投产，烟台万华一期技改完成及二期项目的投产，国内 MDI 供应压力将逐步显现，MDI 产品价格将会稳中回落，MDI 行业平均毛利率有所下滑。但全球 MDI 行业依然呈现寡头垄断格局，这种格局将有利于 MDI 价格和毛利率维持在一个较高水平。国内烟台万华凭借技术创新，产品品质当之无愧全球“NO 1”，在与国际巨头（包括 BAYER 和 BASF 等企业）的竞争中综合成本优势显著，具有长期投资价值。

图 39: 烟台万华 MDI 挂牌价



资料来源: 环球聚氨酯

图 40: 国内 MDI 进口依赖度不断下降

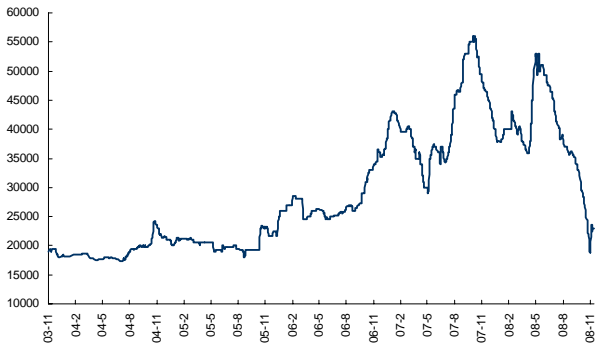


资料来源: 环球聚氨酯 长江证券研究部

**TDI: 价格进一步下跌空间不大, 内资企业与国际巨头仍有较大差距**

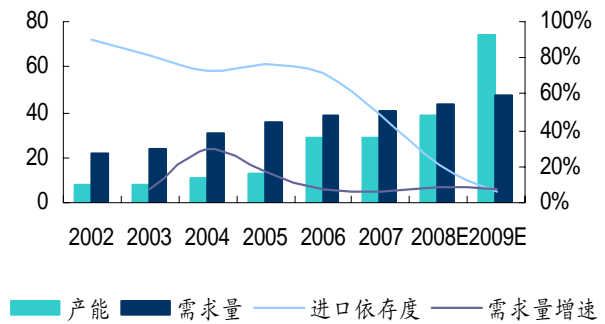
07 年我国 TDI 产能达到 29 万 t/a, 产量约为 21 万 t, 国产化率首次突破 50%。目前国内 TDI 生产企业主要有上海 BASF、甘肃银光、沧州大化、蓝星清洗、烟台巨力五家企业, 甘肃银光、沧州大化、烟台巨力在未来两年内产能均有扩充计划, 同时 Bayer 在上海的 30 万吨/年的装置预计将于 2010 年投产, 我们保守估计 2010 年 TDI 产能将超过 70 万吨以上, 国内 TDI 供需逐步实现平衡, TDI 行业未来竞争优势在于成本控制和规模优势, 内资企业与国际巨头相比仍有较大差距。

图 41: TDI 价格大幅跳水 (元/吨)



资料来源: 化工在线

图 42: 国内 TDI 进口依存度下降 (万吨/年)

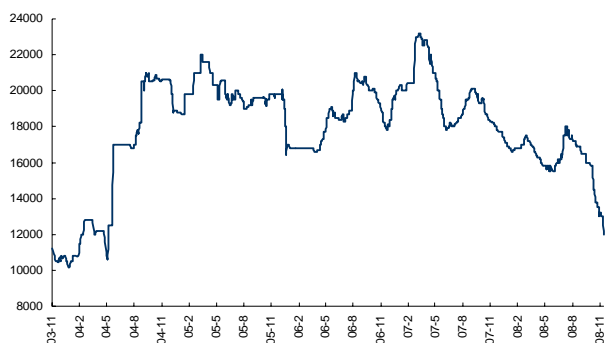


资料来源: 环球聚氨酯 长江证券研究部

**BDO: 短期需求不乐观, 未来完善产业链是获取利润关键**

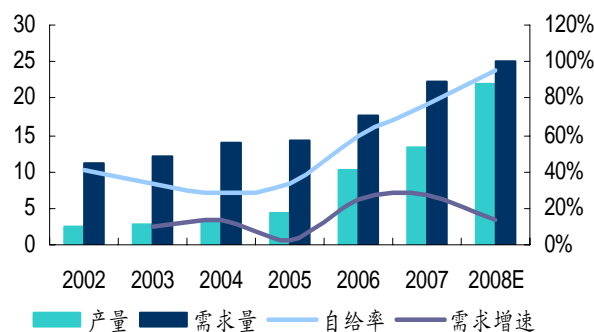
按照目前正在建的 BDO 装置统计, 预计到 2011 年, 国内 BDO 产能将由目前的 21 万吨/年扩大到 70 万吨/年以上, 届时中国将成为全球最大的 BDO 生产基地, 国内 BDO 下游需求将迎来快速发展。未来 BDO 生产企业走向下游, 完善产业链是盈利关键, 可有效降低 BDO 价格波动带来的风险。国内最大 BDO 企业山西三维在扩大产能同时, 积极向 THF、PTMEG、GBL 等下游需求领域延伸, 其抗风险能力也明显好于竞争对手。

图 43: 国内 BDO 价格走势（元/吨）



资料来源：化工在线

图 44: 国内 BDO 供需情况（万吨/年）

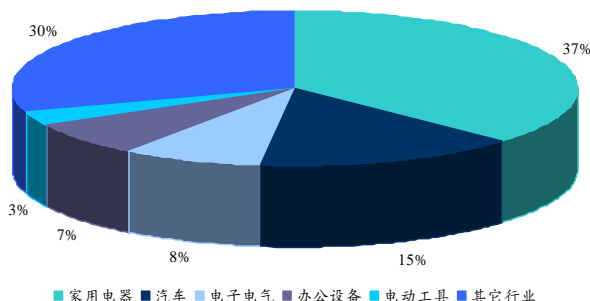


资料来源：环球聚氨酯 长江证券研究部

### 改性塑料：未来发展空间巨大，金发科技长期发展看好

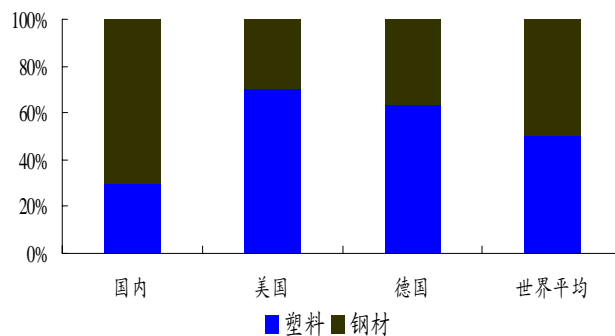
改性塑料应用领域非常广泛，其细分市场主要有电线电缆、玩具行业、节能灯具、家用电器、电子工业、电动工具、汽车、办公设备等。目前国内改性塑料市场容量约占塑料树脂消费总量的 10%，“以塑代钢”、“以塑代木”正在成为人类社会生产和消费的一种趋势，我国的塑钢比只有 3: 7，远低于发达国家和世界平均水平，预计在未来几年市场总需求量仍将保持 10% 以上增长，2010 年有望达到 700 万吨，国内改性塑料龙头金发科技规模为国内第二大改性塑料企业的 10 倍以上，其核心技术和服务的先行优势非常明显。

图 45: 国内塑料树脂需求情况



资料来源：长江证券研究部

图 46: 国内外以塑代钢情况

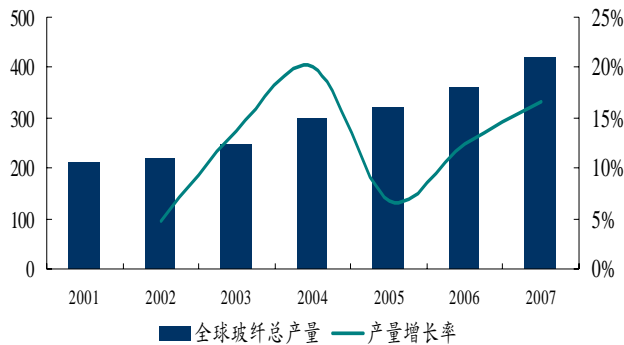


资料来源：中国塑料加工业协会 长江证券研究部

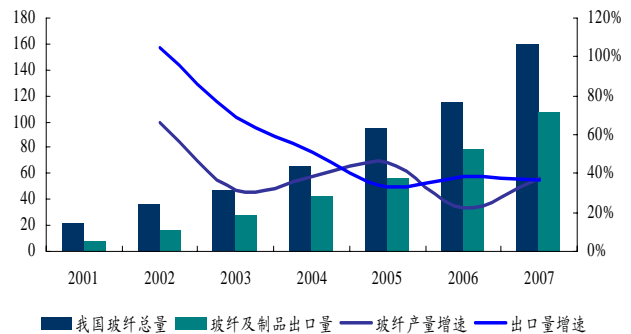
### 玻纤：需求领域广泛，国内龙头企业竞争优势显著

玻璃纤维是一种性能优越的无机非金属材料，它是以天然矿石为原料，进行粉磨均化高温熔制、拉丝、络纱、织布等工序最后形成各类产品。玻璃纤维的突出特点是比强度大，弹性模量高，伸长率低，同时还具有电绝缘、耐腐蚀等优点，被广泛应用于电子、通讯、建筑、化工、冶金、核能、航空、航天、兵器、舰艇、车船及海洋开发、遗传工程等国民经济各个领域。玻璃纤维属于新材料行业，对传统材料有很强的替代性，属于化工中的弱周期行业。

玻纤行业投入大（每万吨约需一亿元投资），投入产出比低，只有规模效益才有经济效益。玻纤行业目前呈寡头垄断的格局，未来世界玻纤产能逐步向中国转移。中国玻纤与国内外竞争对手相比具有规模优势、资源优势、人力成本优势、技术优势、营销网络优势。

**图 47: 全球玻纤产量情况 (万吨/年)**


资料来源: 长江证券研究部

**图 48: 国内玻纤产量及需求情况 (万吨/年)**


资料来源: 中国玻璃纤维复合材料信息网 长江证券研究部

## 在估值底部寻找有长期价值的“伟大”公司

在国内产业升级大背景下, 化工行业子公司主要通过如下两种途径获得长期发展: (一) 通过扩张产能、兼并收购, 积极向上下游延伸产业链, 这种类型企业主要以大宗化学品企业为主; (二) 依靠强大的研发实力、技术创新能力开发出新的产品不断满足客户需求, 这种类型企业主要以新材料、精细化学品企业为主。我们依照这两条思路去寻找有潜力成为伟大公司的企业, 我们相信经过此轮行业严冬的洗礼, 将有一批企业脱颖而出, 从而奠定公司繁荣的基石。

### 从国际化工巨头身上得到什么启发?

在国际上我们可以找到一些在人类社会发展历程中中盛不衰、创造不老神话的最佳化工企业, 我们选择综合型化工公司杰出代表巴斯夫和创新型化工公司杰出代表杜邦进行研究:

**表 6: BASF——全球最大化工集团成功之路**

时期	发展阶段	主要特征/突破
1865~1901 年	染料时期	发明靛蓝染料、阴丹染料; 成为全球最大合成染料集团
1901~1923	化肥时期	最先成功合成高压氨工艺, 顺利合成尿素、甲醇产品
1923~1943	新高压合成技术发展阶段	生产汽油、苯乙烯、聚丙烯、丁钠橡胶等聚合物
1943~1953	生产装置的破坏和重建阶段	战后, 巴斯夫集团开始重建, 开发出流化床生产硫酸工艺、合成聚苯乙烯。
1953~1965	石油化工时期开始 (塑料时代蓬勃兴起)	石油代替煤成主要原料, 尼龙、聚酰胺被批量生产。
1965~至今	从路德维希港走向世界	60 年代开始有计划在国际建厂, 进行国际收购与合作。

资料来源: 长江证券研究部

#### 巴斯夫经验:

- (1) 研发是其不断发展的基础, 保持技术上的地位;
- (2) 加快同一区域内企业一体化网络进程;

- (3) 巩固核心业务，优化产业结构，逐步实现从经营多元化到注重核心业务的战略转移；
- (4) 与竞争对手合资或建立联盟，实现技术优势和产品装置的互补，增强竞争优势；
- (5) 以客户为导向——帮助客户取得最大成功；
- (6) 经济效益与环境保护、社会责任的结合，保证可持续发展

表 7: DUPONT 演绎不老的传说

时间	发展时期	主要特征/突破
1802 ~ 1902	初始发展期	1857年发明硝化炸药；1876年开始做黄色硝化甘油；1902年建立实验室向多样化方向转变
1902 ~ 1950	产品多元化创新期	1923年发明可用于食品饮料领域的包装材料；发明了汽车喷漆，加快了汽车消费速度；1935年发明尼龙；1937年发明氟聚合物树脂杜邦特富龙
1950 ~ 至今	全球化发展期	1958年，国际部成立，开始进行大规模海外投资。1969年，开发出杜邦可丽耐面材；1971年开发出用杜邦凯芙拉纤维制作的防弹背心；1980 ~ 1995年，进行大规模重组和转型。

资料来源：长江证券研究部

### DU PONT 的启发：

杜邦在其 200 多年的发展历史中，无论内外形势如何变化，变革和创新始终是杜邦文化的一个重要组成部分，可以说不断推出新技术、新产品甚至新的需求是公司能够持续成长的关键：1802 年杜邦成就了历久不衰的火药制造，20 世纪初从炸药时代进入综合化工的时代，1900 年之后，杜邦公司在塑料、染料和合成材料方面的多元化经营满足了高速发展的美国经济对新技术的需求；1937 ~ 1945 年：许多新产品的诞生，例如氯丁橡胶和尼龙，在第二次世界大战期间都起到终结冲突的作用。同时他还通过国外建厂、成立合资公司、收购石油公司、不断进行重组和转型，在产业链融合和国际化分工中逐步成就了一家全球性的化学、材料和能源公司。

### 国际巨头对我过相关行业企业发展的借鉴意义：

#### (1) 大宗化学品企业：

依靠外延式扩张和内生增长，做大做深主营业务，实现主营多元化经营；同时收购竞争对手公司、收购上游资源、向上下游延伸产业链提高综合竞争力，由初始发展期逐步向多元化经营迈进。关注湖北宜化、华鲁恒升、云维股份、云天化，双环科技等。

#### (2) 新材料或精细化学品企业：

对于成熟产品通过技术或工艺改进做大做强，并通过自主研发或技术引进进行相关产品多元化研究，并以下游需求为最终导向，不断开拓进取，推出新技术新产品，扩大市场占有率和客户依赖度。关注新安股份、烟台万华、中国玻纤、金发科技、红宝丽等。

## 重点公司在悲观情景下的业绩底线

### 湖北宜化：综合性化工龙头，受益化肥关税调整

公司目前已具备年产 105 万吨尿素、22 万吨 PVC、60 万吨 DAP、9 万吨季戊四醇、17 万吨烧碱的主导产品生产能力，形成了煤化工、磷化工和盐化工三足鼎立的产业格局。而随着

此前投资的内蒙古联合化工尿素项目于 10 月 20 日试车及年产 3 万吨季戊四醇项目的陆续投产，公司未来的成长性将得到保证。

**表 8：公司近年建成收购及在建项目列表**

项目名称	说明	所属公司
60 万吨磷肥项目	2006.08 建成投产	湖北宜化肥业有限公司
12 万吨 PVC 项目，5 万吨离子膜烧碱	2007.10 竣工投产	宜昌宜化太平洋化工有限公司
20 万吨电石项目	2007.10 竣工投产	湖北香溪化工有限公司
40 万吨尿素、10 万吨复合肥和 10 万吨精甲醇	2007 年 6 月收购	湖南金信化工
60 万吨合成氨、104 万吨尿素	2008 年 10 月建成投产	鄂尔多斯联合化工
3 万吨季戊四醇	2008 年 8 月建成	贵州金江化工

资料来源：长江证券研究部

● **煤化工：内蒙古气头大氮肥项目是重要增长点，PVC 不容乐观**

公司目前具有尿素年产能为 105 万吨，07 年总产量在 100 万吨，是国内规模最大的“煤头”尿素生产企业之一。未来随着所属收购的湖南金信化工逐步改造贡献利润，公司 08 年尿素产量将有望达到 150 万吨，公司目前原料粉煤的到厂价格在 800 元/吨左右，完全成本超过 1700 元。而内蒙古联合化工的年产 104 万吨尿素项目于 08 年 10 月建成试车，其天然气的价格 0.71 元/立方，完全成本不超过 1100 元/吨，09 年公司尿素的总产能将有望达到 250 万吨。

● **磷化工：磷肥价格持续看好，2010 年磷矿石将有望实现自给**

目前公司二铵价格已近 3000 元/吨，而公司此前在高位时采购的高价硫磺库存（约 5000 元/吨）明年 2 月才能消耗完，而目前市场硫磺已暴跌至 700 元/吨，按每吨二铵消耗 0.47 吨硫磺计算，则仅硫磺一项每吨 DAP 成本未来将下降近 2000 元，预计公司明年成本压力将大为缓解。同时磷肥价格回归合理，之前大幅被抑制的农民需求有望得到恢复，再加上我们此前分析的关税调整对磷肥实质利好，所以我们判断磷肥正在走出最困难的阶段。

● **盐化工：氯碱产品产能继续扩张**

PVC 价格的大跌也造成对公司业绩的拖累，价格曾最低一度跌至近 5000 元/吨，公司每吨 PVC 一度亏损将近 1000 元。未来我们判断电石的价格随着焦炭价格下跌将有所下跌，公司成本压力一定程度上得以缓解，但总体在房地产市场回暖之前仍不容乐观。

**对于业绩的悲观假设：**

(1) 我们考虑成本因素，尿素不可能长期低于成本价销售，并结合国际尿素价格和关税反推国内价格底限，考虑到成本有一定的下降空间，我们认为 09 年尿素平均价格很难跌破 1800 元/吨，而公司近 5 年尿素毛利率最低也在 18.98%，我们保守假设为 19%；“气头”的结合国内同类公司来看，毛利率至少在 38% 以上；

(2) 我们预计明年 DAP 的成本将可能下跌到 2000 元/吨左右（按每吨二铵消耗 0.47 吨硫磺计算，则仅硫磺一项每吨 DAP 成本未来将下降近 2000 元），价格假设为 2200 元/吨，每吨毛利 200 元；

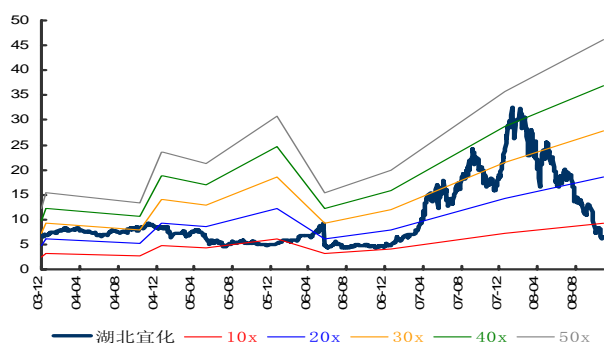
(3) PVC 未来不容乐观，而近期价格已经企稳有所反弹，6000 元/吨的假设基本上已经是历史最低价，毛利率假设为 5%；



（4）同时季戊四醇的价格假设为 10000 元/吨，毛利率假设为接近历史最低的 10%；

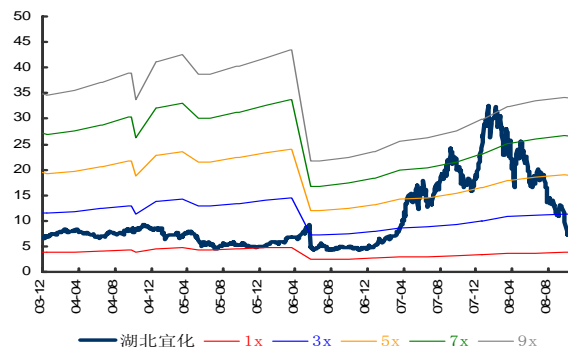
基于以上的悲观假设，经过我们的模型计算公司 09 年的 EPS 将为 0.772 元，目前股价对应的 09 年 PE, PB 为 10.6 和 1.85 倍，从下图公司历史 PE、PB 走势图我们可以看出，目前股价对应的估值已接近历史最低，具备安全边际。

图 49: 湖北宜化历史 PE 图



资料来源: wind 资讯 长江证券研究部

图 50: 湖北宜化历史 PB 图



资料来源: wind 资讯 长江证券研究部

**风险因素:** 内蒙古鄂尔多斯项目开车磨合, 煤炭价格下跌的幅度和速度将对公司毛利率和“气头”尿素项目盈利均有较大影响, 磷肥和 PVC 业务持续低迷。

### 新安股份: 草甘膦长期依旧看好, 有机硅国内绝对领先

新安股份目前是世界上仅次于孟山都的第二大草甘膦生产商, 目前本公司草甘膦产能共计 8 万吨/年。公司还计划新建 2 万 IDA 法草甘膦装置, 目前可研方案已经完成。此外, 公司拟增发项目之一的 11.14 万吨/年农药剂型项目已进入前期, 计划 2009 年 12 月建成投产。公司目前已经有 41%、62%以及颗粒剂等草甘膦剂型在美国成功注册, 制剂的毛利率通常较高且稳定 (一般在 30%以上), 公司可以根据市场情况, 调节制剂和原药的生产比例, 平滑产品价格波动的风险。

草甘膦的国际需求依赖中国产能已经是不争的事实, 在短期行业经过产能释放的冲击之后, 经历洗牌, 行业发展及盈利水平将回归理性, 行业未来也将更加健康的发展。我们判断公司的规模技术成本优势将决定公司未来将在行业洗牌中胜出。

表 9: 新安股份产能及未来扩张计划(万吨/年)

	2004	2006	2007	2008
本部	-	3.0	3.0	3.0
江南化工(控股 比例 90.55%)	-	1.6	2.5(江南化工一期 2.5 万吨已于 07 年 4 月投产, 江南化工老厂 1.6	5.0(江南化工二期 2.5 万吨已 于 08 年 3 月试车投产)
产能总计	3.0	4.6	5.5	8.0(未来计划采用 IDA 法继续
产量			5.5	8.0

资料来源: 长江证券研究部

公司的有机硅处于国内绝对领先的地位, 目前拥有 9 万吨单体, 2 万吨生胶、8000 吨高温混炼胶、800 吨白炭黑, 1 万吨 107 胶, 1 万吨三氯氢硅的下游深加工能力。在建的绥化 10 万吨硅块项目和与迈图合资的 10 万吨单体项目预计将于 09 年 6 月建成投产。

另外公司拟增发的 45000 吨室温橡胶项目将进一步扩大公司下游产能和单体自用率。另一

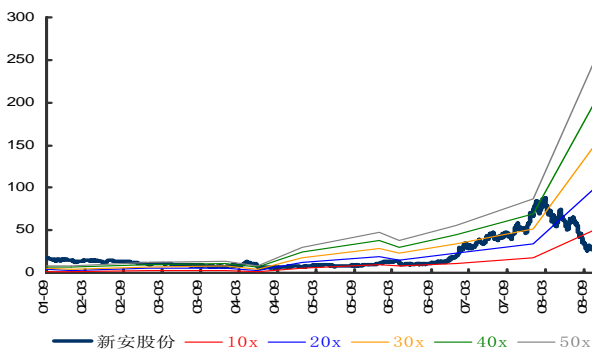
个拟增发项目有机硅副产物的综合利用 09 年底完成后，公司将具备 3 万吨的三氯氢硅的生产能力（目前已有 1 万吨），另外，公司此前已经公告收购清远大为（占 85% 的股权），新建 20000 吨混炼胶，2000 吨液体胶的装置，预计将于 09 年 8 月完工；之后公司将实施对深圳大为和深圳天玉的收购（目前已有 7000 吨混炼胶产能），其所用生胶将有公司本部提供。

### 对于业绩的悲观假设：

公司有机硅业务预计大体可以保持相对稳定，其草甘膦的价格和毛利率是决定其 09 年业绩的重要影响因素，我们假设公司草甘膦含税均价为 3 万元/吨，毛利率为 20%；同时假设吨中间体均价为 31000 元/吨，毛利率 38%。

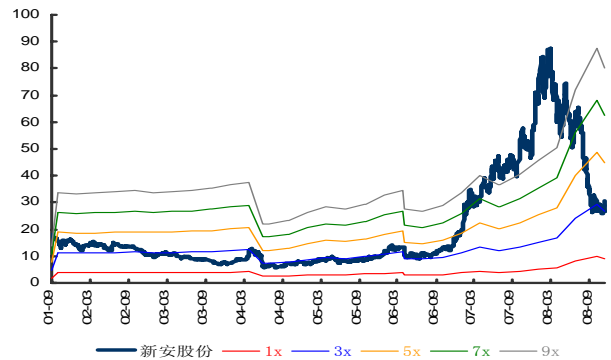
基于以上的悲观假设，经过我们的模型计算公司 09 年的 EPS 将为 2.596 元，目前股价对应的 09 年 PE，PB 为 11.8 和 2.82 倍，从下图公司历史 PE、PB 走势图我们可以看出，目前股价对应的估值已接近历史最低。同时目前草甘膦 3 万以下的价格将很可能已是跌至谷底，此时应是买入的较佳时机。

图 51: 新安股份历史 PE 图



资料来源：wind 资讯 长江证券研究部

图 52: 新安股份历史 PB 图



资料来源：wind 资讯 长江证券研究部

最后，我们考虑到公司 08 年业绩相对确定，09 年业绩是市场关注的重点，但是我们很难预测具体的产品价格，因此我们对公司业绩相对于草甘膦价格和成本做了敏感性分析，如下以供参考：

表 10: 新安股份 09 年 EPS 对草甘膦价格和成本变动的敏感性分析（万元/吨，含税价）

成本 \ 价格	价格										
	3	3.5	4	4.5	5	5.5	6	6.5	7	7.5	8
1.5	4.292	5.137	5.982	6.827	7.672	8.517	9.362	10.207	11.052	11.897	12.742
2	<b>3.381</b>	<b>4.226</b>	<b>5.071</b>	5.916	6.761	7.606	8.451	9.296	10.141	10.986	11.830
2.5	<b>2.470</b>	<b>3.315</b>	<b>4.160</b>	5.005	5.850	6.694	7.539	8.384	9.229	10.074	10.919
3	<b>1.558</b>	<b>2.403</b>	<b>3.248</b>	4.093	4.938	5.783	6.628	7.473	8.318	9.163	10.008
3.5	0.642	1.492	2.337	3.182	4.027	4.872	5.717	6.562	7.407	8.252	9.096
4	(0.277)	0.573	1.423	2.271	3.116	3.960	4.805	5.650	6.495	7.340	8.185
4.5	(1.195)	(0.345)	0.505	1.355	2.204	3.049	3.894	4.739	5.584	6.429	7.274
5	(2.113)	(1.263)	(0.413)	0.437	1.287	2.137	2.983	3.828	4.673	5.518	6.363
5.5	(3.031)	(2.181)	(1.331)	(0.481)	0.369	1.219	2.069	2.916	3.761	4.606	5.451
6	(3.949)	(3.099)	(2.249)	(1.399)	(0.549)	0.301	1.151	2.001	2.850	3.695	4.540
6.5	(4.867)	(4.017)	(3.167)	(2.317)	(1.467)	(0.617)	0.233	1.082	1.932	2.782	3.629

资料来源：长江证券研究部

**风险因素：**草甘膦持续低迷，复苏低于预期；有机硅由于竞争加剧毛利率继续下滑。

### 华星化工：短期价跌无碍长期成长

草甘膦是目前公司主要的农药产品之一，年产能 1.5 万吨。而目前公司与阿根廷 ATANOR 公司合资建设的年产 40000 吨双甘膦项目（合 2.4 万吨草甘膦），其中 2 万吨双甘膦由阿丹诺购买，另外 2 万吨双甘膦自行销售。与阿丹诺合作，公司不仅借鉴阿丹诺某些先进的生产技术以及管理方法，更重要的是利用阿丹诺在南美洲等地的销售网络，拓展国际市场。

另外，公司已于 3 月 13 日公布董事会决议，计划拟通过增发不超过 2000 万新股募集资金，用于投资以下两个项目：年产 20,000 吨草甘膦原药技改项目和向安徽华星化工重庆有限公司增资用于天然气制 50,000 吨/年亚氨基二乙腈一期工程(34,000 吨/年)建设项目。在增发融资之前，公司已准备以自有资金和工行贷款先行启动重庆以天然气为源头的亚氨基二乙腈项目（一期 3.4 万吨预计将于 2009 年 7 月建成，二期 1.7 万吨也有望将于 2009 年底建成），而另一个项目 2 万吨草甘膦原药也有望与今年底开工建设（2009 年底建成）。

**表 11：华星化工草甘膦产能发展规划**

项目	具体实施情况	预计投产时间
现有 1.5 万吨年产能		1 万吨定向增发项目已于 2007 年 4 月投产
新增 2 万吨草甘膦原药技改		视市场情况预计将于 2009 年底建成投产
与阿丹诺合资项目（50% 股权）4 万吨双甘膦（合 2.4 万吨）	一期 2 万吨 二期 2 万吨	已基本建成，视市场情况投产 2008 年底建成
重庆独资子公司 5 万吨亚胺基二乙腈	一期 3.4 万吨 二期 1.7 万吨	预计将于 2009 年 7 月建成 2009 年底

资料来源：长江证券研究部

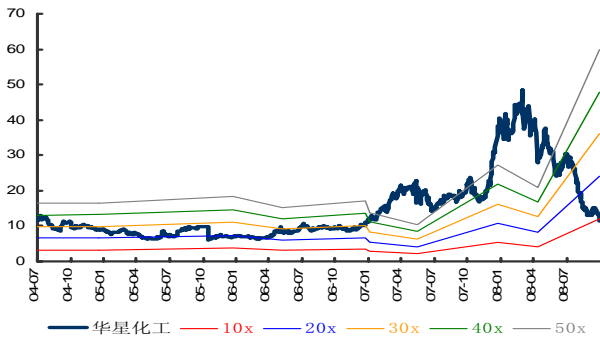
未来公司可能将凭借原料优势进一步扩大草甘膦产能。公司也将成为国内唯一一家拥有从上游天然气原料到下游草甘膦产品生产能力的完整产业链的公司，成为公司的核心竞争力。

公司同时作为专业的农药生产企业，产品种类丰富，结构合理。目前产品包括了杀虫剂、除草剂、杀菌剂三大系列 20 多个原药 60 多个品种（公司是国内最大的杀虫单生产和出口基地），均为高效低毒低残留的品种。

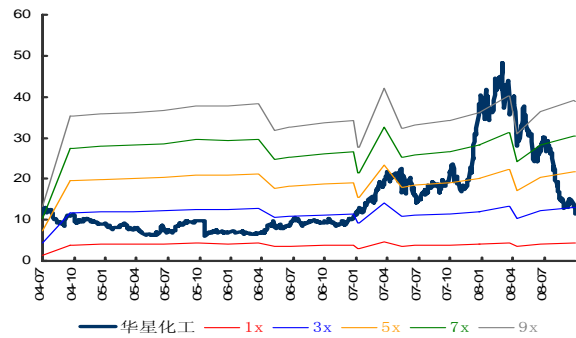
#### 对于业绩的悲观假设：

公司其它农药产品较为分散，单个产品对 EPS 影响不大，且相对较稳定。草甘膦的价格和毛利率是决定其 09 年业绩的重要影响因素，我们同样假设公司草甘膦含税均价为 3 万元/吨，毛利率为 20%。

基于以上的悲观假设，经过我们的模型计算公司 09 年的 EPS 将为 1.148 元，目前股价对应的 09 年 PE，PB 为 9.02 和 1.53 倍，从下图公司历史 PE、PB 走势图我们可以看出，目前股价对应的估值已跌至历史最低。同时目前草甘膦 3 万以下的价格将很可能已是跌至谷底，此时应是买入的较佳时机。

**图 53: 华星化工历史 PE 图**


资料来源: wind 资讯 长江证券研究部

**图 54: 华星化工历史 PB 图**


资料来源: wind 资讯 长江证券研究部

此外, 由于公司 08 年业绩相对确定, 而 09 年业绩在很大程度上对草甘膦价格非常敏感, 这也是市场最为关心之一, 所以我们下面对公司 09 年 EPS 对于草甘膦价格的关系做了敏感性分析, 如下以供参考:

**表 12: 华星化工 09 年 EPS 对草甘膦价格和成本变动的敏感性分析 (万元/吨, 不含税)**

价格 \ 成本	3	3.5	4	4.5	5	5.5	6	6.5	7	7.5	8
2	1.424	1.739	2.054	2.367	2.679	2.990	3.302	3.613	3.925	4.236	4.548
2.5	<b>1.079</b>	<b>1.394</b>	<b>1.708</b>	<b>2.023</b>	<b>2.337</b>	2.649	2.960	3.272	3.583	3.895	4.207
3	<b>0.733</b>	<b>1.048</b>	<b>1.363</b>	<b>1.677</b>	<b>1.992</b>	2.307	2.619	2.931	3.242	3.554	3.865
3.5	<b>0.387</b>	<b>0.702</b>	<b>1.017</b>	<b>1.332</b>	<b>1.646</b>	1.961	2.276	2.589	2.901	3.212	3.524
4	0.042	0.357	0.671	0.986	1.301	1.616	1.930	2.245	2.560	2.871	3.183
4.5	<b>-0.304</b>	0.011	0.326	0.640	0.955	1.270	1.585	1.899	2.214	2.529	2.841
5	<b>-0.650</b>	<b>-0.335</b>	<b>-0.020</b>	0.295	0.609	0.924	1.239	1.554	1.868	2.183	2.498
5.5	<b>-0.995</b>	<b>-0.681</b>	<b>-0.366</b>	<b>-0.051</b>	0.264	0.579	0.893	1.208	1.523	1.838	2.152
6	<b>-1.341</b>	<b>-1.026</b>	<b>-0.711</b>	<b>-0.397</b>	<b>-0.082</b>	0.233	0.548	0.862	1.177	1.492	1.807
6.5	<b>-1.687</b>	<b>-1.372</b>	<b>-1.057</b>	<b>-0.742</b>	<b>-0.428</b>	<b>-0.113</b>	0.202	0.517	0.831	1.146	1.461
7	<b>-2.032</b>	<b>-1.718</b>	<b>-1.403</b>	<b>-1.088</b>	<b>-0.773</b>	<b>-0.459</b>	<b>-0.144</b>	0.171	0.486	0.801	1.115

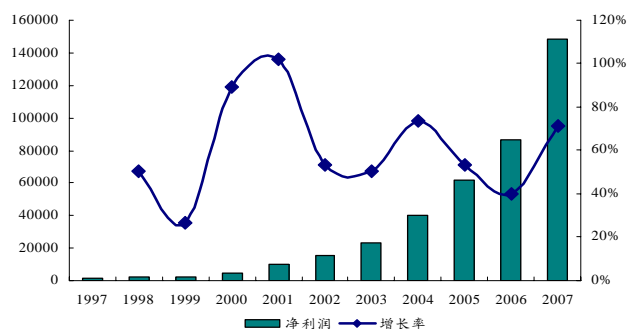
资料来源: 长江证券研究部

**风险因素:** 草甘膦持续低迷, 复苏低于预期; 重庆亚氨基二乙氧项目及新建 2 万吨草甘膦等项目进展低于预期。

### 烟台万华: MDI 行业最困难时刻或将过去, 寡头估值具有明显吸引力

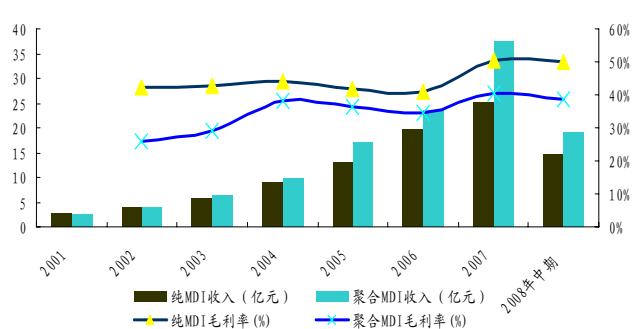
公司作为国内唯一 MDI 生产企业, 依靠技术不断创新, 公司目前 MDI 总产能为 44 万吨/年 (烟台 20 万吨/年和宁波万华 24 万吨/年), 公司未来将加快 MDI 扩张步伐, 预计 09 年初宁波一期通过技改将产能扩大到 30 万吨, 预计 2010 年一季度末宁波万华二期项目顺利投产后公司 MDI 总产能将达到 80 万吨, 宁波二期装置采用多喷嘴技术发展煤化工路线生产原料, 成本优势有望进一步加强。公司规划 2015 年 MDI 总产能达到 150 万吨左右, 跻身世界 MDI 前三强。

图 55：公司历年净利润增长情况（万元）



资料来源：wind 资讯 长江证券研究部

图 56：公司近年来主要产品收入和毛利率情况



资料来源：wind 资讯 长江证券研究部

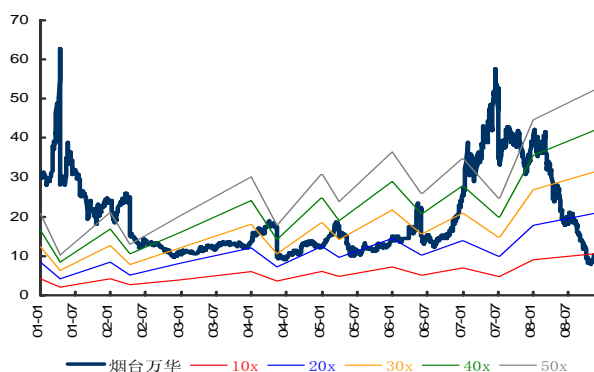
公司通过收购东港电化，确保原料供应，完善产业链；公司未来可能对控股子公司广东容威进行增资扩股，扩大组合聚醚产量，形成完整的聚氨酯硬泡产业链。公司每年在研发上均有大量投入，目前有烟台、北京、上海和美国四个研发中心，公司未来将利用光气化领域技术的优势开发（聚碳酸酯）和 ADI、HIDI 等多元化产品，并计划未来 2~3 年新产品对利润的贡献从 4% 上升到 20% 左右。

**对于业绩的悲观假设：**

我们预计公司 09 年 MDI 产能为 50 万吨，开工率为 90%，MDI 产量为 45 万吨；目前华东地区聚合 MDI 含税均价仅为 14000~15000 元/吨，纯 MDI 含税均价仅为 18000~19000 元/吨，MDI 主要厂商惜售严重，MDI 价格进一步下跌空间不大，我们悲观预期 09 年公司聚合 MDI 与纯 MDI 销售均价与目前市场上价格相当，聚合 MDI 与纯 MDI 吨毛利分别为 4500 元和 6000 元，同时考虑所得税率下调为 15%。

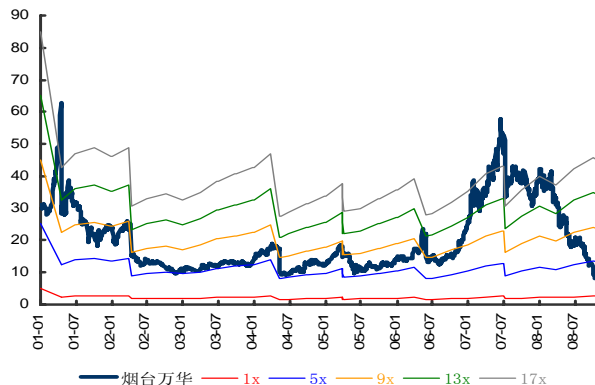
在以上悲观假设下，经过我们的模型测算的公司 09 年的 EPS 将为 0.915 元，公司目前股价对应于 09 年 PE、PB 为 11.35 和 2.8 倍，从下图公司历史 PE、PB 走势图我们可以看出，目前股价对应的估值已接近历史最低，具备一定的安全边际。

图 57：烟台万华历史 PE 图



资料来源：wind 资讯 长江证券研究部

图 58：烟台万华历史 PB 图



资料来源：wind 资讯 长江证券研究部

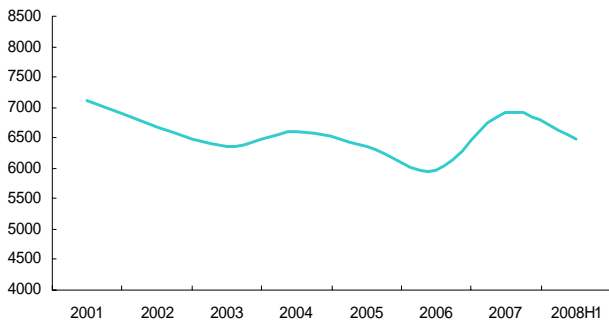
**风险因素：** Bayer 上海工厂装置顺利投产后，国内 MDI 竞争加剧，MDI 价格跌幅超预期。

## 中国玻纤：具有国际竞争力的玻纤巨头

公司主营业务来自于玻纤及制品的收入，公司控股子公司巨石集团目前拥有浙江桐乡本部、江西九江和四川成都三个玻纤生产基地，目前总产能达到90万吨，桐乡已形成年产60万吨玻纤的生产基地。公司计划09年下半年公司在九江基地有可能会完成一条新的16万吨生产线，09年底10年年初再上一条16万吨的生产线，同时淘汰8万吨到期瓷窑，公司规划到2012年玻纤总产能达到150万吨左右。

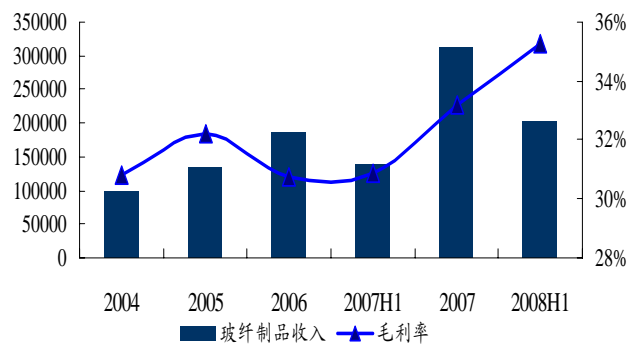
公司玻纤产能目前全球第一，面对下游较为分散的客户，公司具有较强的定价权，极强的成本转嫁能力，近年来毛利率稳中有升，且根据公司08年订货会情况来看初步确定09年的订单量超市场预期，下游需求刚性，未来公司玻纤产品毛利率仍将维持较高水平。未来公司吸收合并巨石集团完成后，公司做大做强玻纤主业的战略规划将迈出了最关键的一步，公司全面摊薄后的EPS将增厚39%左右。

图 59：历年来公司玻纤产品均价稳定（元/吨）



资料来源：wind 资讯 长江证券研究部

图 60：公司近年来主要产品收入和毛利率情况（万元）

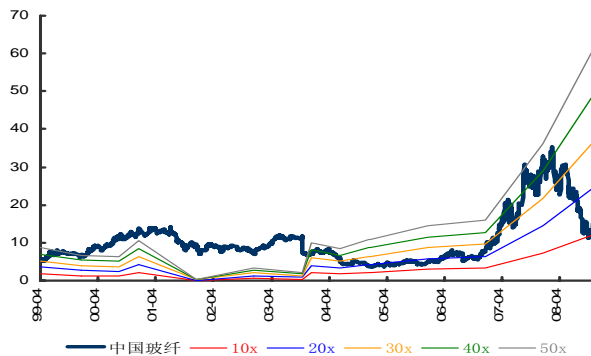


资料来源：wind 资讯 长江证券研究部

**对于业绩的悲观假设：**我们假设公司09年玻纤及制品销量为90万吨，吨玻纤及制品销售均价较08年降低200元，由于09年公司天然气合同均价下跌1.4元/吨，考虑玻纤产能扩大后带来的规模效应，我们假设公司玻纤吨平均成本较08年下降200元。

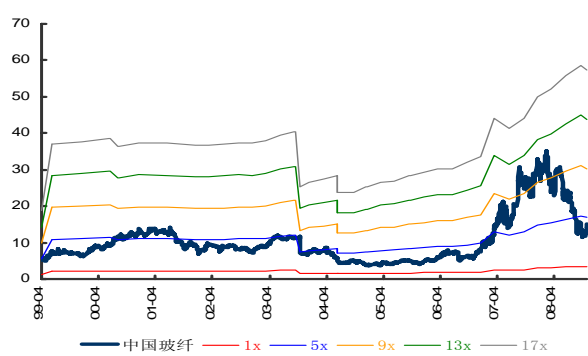
根据以上假设，在不考虑增发换股吸收巨石集团情况下，我们预测公司09年EPS为0.962元，目前股价对应于09年动态市盈率分别为15倍左右；从公司历史PE来看，目前PE接近历史低位，考虑到公司未来成长性明确，我们维持公司“推荐”评级。

图 61：中国玻纤历史 PE 图



资料来源：wind 资讯 长江证券研究部

图 62：中国玻纤历史 PB 图



资料来源：wind 资讯 长江证券研究部

公司 08 年业绩相对确定，公司 09 年销量比较确定，约为 90 万吨左右，09 年业绩在很大程度上对玻纤均价非常敏感，这也是市场最关心的问题之一，我们做了一个玻纤均价和综合成本敏感性分析：

表 13：中国玻纤 09 年 EPS 对玻纤平均价格和成本变动的敏感性分析（元/吨，不含税）

价格 成本	5000	5200	5400	5600	5800	6000	6200	6400	6600	6800	7000
3000	0.883	1.019	1.154	1.289	1.424	1.559	1.694	1.829	1.964	2.099	2.234
3200	0.734	0.869	1.004	1.140	1.275	1.410	1.545	1.680	1.815	1.950	2.085
3400	0.585	0.720	0.855	<b>0.990</b>	<b>1.125</b>	<b>1.261</b>	<b>1.396</b>	<b>1.531</b>	1.666	1.801	1.936
3600	0.436	0.571	0.706	<b>0.841</b>	<b>0.976</b>	<b>1.111</b>	<b>1.246</b>	<b>1.382</b>	1.517	1.652	1.787
3800	0.287	0.422	0.557	<b>0.692</b>	<b>0.827</b>	<b>0.962</b>	<b>1.097</b>	<b>1.232</b>	1.367	1.503	1.638
4000	0.138	0.273	0.408	<b>0.543</b>	<b>0.678</b>	<b>0.813</b>	<b>0.948</b>	<b>1.083</b>	1.218	1.353	1.488
4200	(0.011)	0.124	0.259	<b>0.394</b>	<b>0.529</b>	<b>0.664</b>	<b>0.799</b>	<b>0.934</b>	1.069	1.204	1.339
4400	(0.160)	(0.025)	0.110	0.245	0.380	0.515	0.650	0.785	0.920	1.055	1.190
4600	(0.309)	(0.174)	(0.039)	0.096	0.231	0.366	0.501	0.636	0.771	0.906	1.041
4800	(0.458)	(0.323)	(0.188)	(0.053)	0.082	0.217	0.352	0.487	0.622	0.757	0.892
5000	-0.607	-0.472	-0.337	-0.202	-0.067	0.068	0.203	0.338	0.473	0.608	0.743

资料来源：长江证券研究部

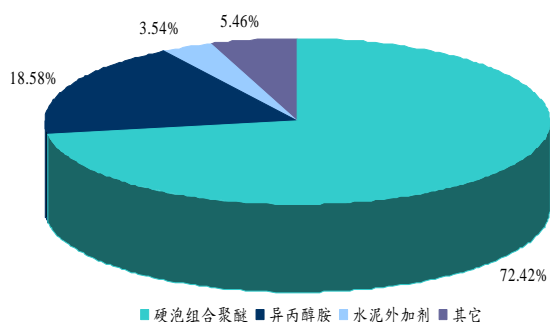
风险因素：公司 09 年无碱和中碱玻纤均价较 08 年出现较大幅度下滑。

### 红宝丽：成本压力缓解，国内硬泡组合聚醚和异丙醇胺双料冠军

公司主营业务收入来自硬泡组合聚醚和异丙醇胺两大产品系列，是国内组合聚醚和异丙醇胺业务的双料冠军。公司目前硬泡组合聚醚设计产能为 4 万吨/年，08 年上半年公司在国内冰箱中硬泡组合市场占有率已突破 20% 以上，预计 08 年全年产量 4.8 万吨左右，待 09 年下半年 5 万吨/年环保型硬泡组合聚醚达产后，可解决目前产能不能完全满足旺季需求的问题，未来随着产能逐步释放，公司将逐步扩大在太阳能、集装箱和建筑板材等领域的市场占有率。

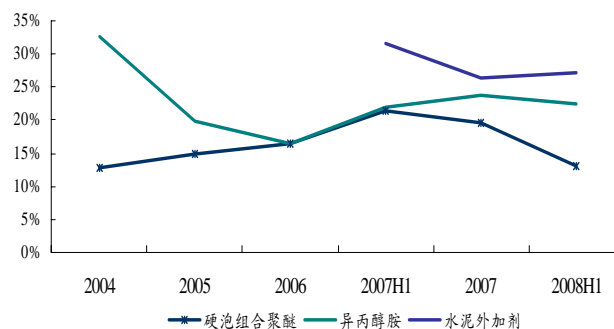
公司异丙醇胺生产规模居世界第二，公司利用连续高压超临界合成新工艺生产的异丙醇胺产品的纯度和色泽已达到国际先进水平，且保持较好的稳定性。公司通过采取多种营销方式抢占国际市场的同时，也积极培育国内市场。公司未来计划将通过异丙醇胺下游领域的延伸开发，做大醇胺产业链，公司目前水泥外加剂产能为 1 万吨/年，未来 2~3 年内，水泥外加剂产量将进一步增加，该产品正以良好的增长态势，成为公司第三大主产品。

图 63：2008 年中期公司主营业务收入构成



资料来源：wind 资讯 长江证券研究部

图 64：公司近年来主要产品毛利率情况



资料来源：wind 资讯 长江证券研究部

我们看好公司在技术、规模、服务上的综合优势，以及“轻资产，高周转”经营模式。我们预测在所得税为 25% 的情况下公司 08、09、10 年 EPS 分别为 0.562 元、0.718 元、0.883 元；在所得税为 15% 的情况下，所对应的 EPS 分别为 0.642 元、0.821 元和 1.022 元。考虑公司未来几年内成长明确，综合竞争优势显著，我们维持公司“推荐”评级。

**风险因素：**环氧丙烷原料价格出现较大波动；下游冰箱行业产量出现进一步下滑，建筑节能市场短期内难以启动。

**表 14：国内 A 股重点跟踪公司估值一览表**

公司代码	公司简称	评级	报表日股价			EPS			PE			每股净资产	PB
			11月14日	07A	08E	09E	07A	08E	09E				
600596	新安股份	推荐	30.49	1.725	6.057	3.315	17.68	5.03	9.20	9.730	3.13		
002018	华星化工	推荐	10.35	0.420	1.469	1.508	24.64	7.05	6.86	4.340	2.38		
000822	山东海化	谨慎推荐	5.53	0.508	0.720	0.860	10.89	7.68	6.43	4.730	1.17		
000707	双环科技	谨慎推荐	5.95	0.204	0.570	0.790	29.17	10.44	7.53	4.010	1.48		
600725	云维股份	推荐	10.23	0.664	1.087	1.245	15.41	9.41	8.22	5.828	1.76		
000422	湖北宜化	推荐	8.18	0.716	0.814	1.014	11.42	10.05	8.07	3.810	2.15		
600309	烟台万华	推荐	10.38	0.891	1.012	0.915	11.66	10.26	11.35	2.69	3.86		
600299	蓝星新材	谨慎推荐	7.58	0.800	0.382	0.442	9.48	19.84	17.15	6.21	1.22		
000755	山西三维	谨慎推荐	5.12	0.702	0.292	0.458	7.29	17.53	11.18	4.826	1.06		
600176	中国玻纤	推荐	15.08	0.722	0.790	0.962	20.89	19.09	15.68	3.454	4.37		
600230	沧州大化	谨慎推荐	8.53	0.304	0.911	1.357	28.06	9.36	6.29	4.288	1.99		
002211	宏达新材	中性	5.56	0.353	0.432	0.667	15.75	12.87	8.34	3.88	1.43		
600143	金发科技	谨慎推荐	5.1	0.301	0.446	0.489	16.94	11.43	10.43	2.17	2.35		
600352	浙江龙盛	谨慎推荐	6.09	0.588	0.771	0.600	10.35	7.90	10.15	4.738	1.29		
000698	沈阳化工	推荐	6.11	0.366	0.505	0.618	16.69	12.10	9.89	5.62	1.09		
002165	红宝丽	推荐	9.41	0.496	0.562	0.718	16.74	17.11	13.11	3.82	2.46		
002217	联合化工	谨慎推荐	10.45	0.432	1.090	0.846	24.19	9.59	12.35	4.59	2.28		

资料来源：长江证券研究部

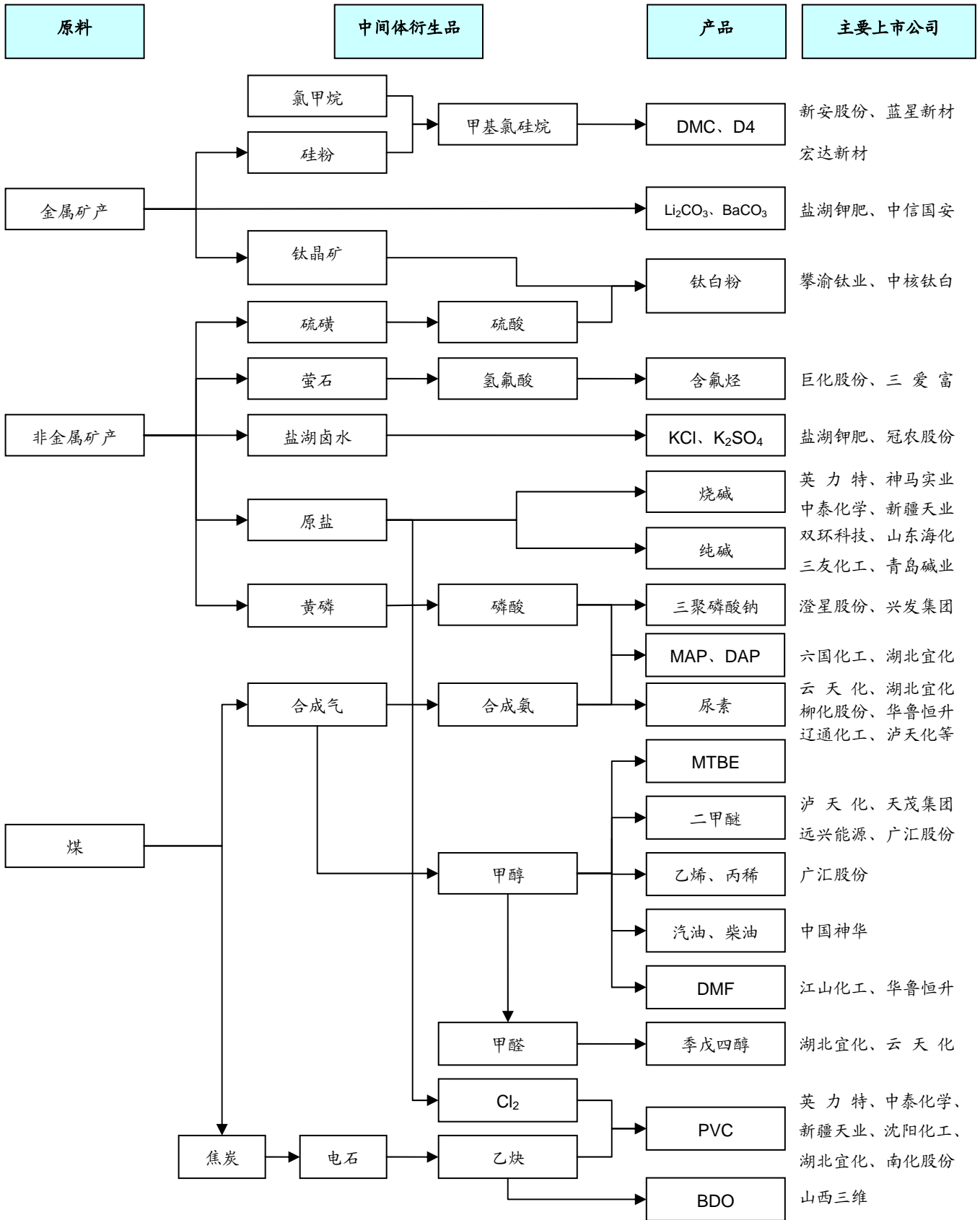


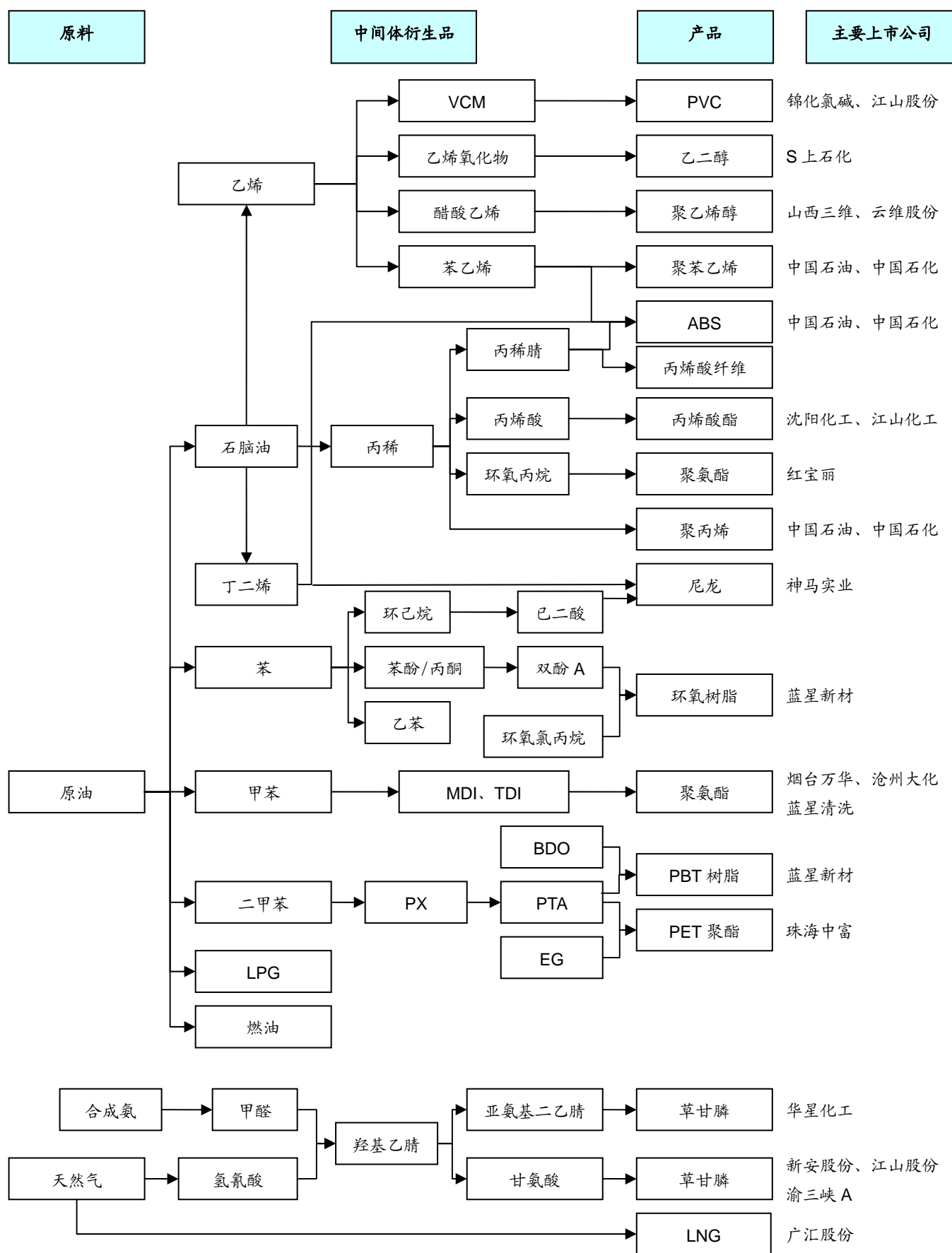
表 15: 国际化工企业估值表

公司名称	代码	货币	股价	EPS			BPS			PE			
				2007	2008	2009	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
<b>国际化肥公司</b>													
<b>加拿大化肥公司</b>													
Potashcorp	POT CN	CAD	86.12	3.500	12.074	17.389	37.42	24.61	7.13	4.95	4.53	3.88	2.30
Agrium	AGU CN	CAD	40.49	3.280	8.914	9.137	34.74	12.35	4.54	4.43	2.07	1.60	1.17
<b>美国化肥公司</b>													
Mosaic	MOS US	USD	32.47	13.932	10.576	11.499	40.24	2.33	3.07	2.82	1.12	1.28	0.81
Terra Industry	TRA US	USD	16.30	2.171	6.095	4.248	14.73	7.51	2.67	3.84	2.35	1.45	1.11
<b>欧洲化肥公司</b>													
Yara	YAR NO	NOK	110.00	20.607	47.618	35.113	135.62	5.34	2.31	3.13	1.53	1.02	0.81
<b>平均</b>								<b>10.43</b>	<b>3.95</b>	<b>3.84</b>	<b>2.32</b>	<b>1.85</b>	<b>1.24</b>
<b>中间值</b>								<b>7.51</b>	<b>3.07</b>	<b>3.84</b>	<b>2.07</b>	<b>1.45</b>	<b>1.11</b>
<b>国际材料公司</b>													
<b>聚氨酯公司</b>													
BASF AG	BAS GR	EUR	26.26	4.159	4.128	3.426	20.75	6.31	6.36	7.66	1.31	1.29	1.27
Bayer AG	BAY GR	EUR	39.94	5.840	3.752	3.925	24.65	6.84	10.64	10.18	1.82	1.78	1.62
Dow Chemical Co	DOW US	USD	21.15	3.031	2.970	2.544	20.74	6.98	7.12	8.31	1.03	1.04	1.02
<b>平均值</b>								<b>6.71</b>	<b>8.04</b>	<b>8.72</b>	<b>1.39</b>	<b>1.37</b>	<b>1.30</b>
<b>中间值</b>								<b>6.84</b>	<b>7.12</b>	<b>8.31</b>	<b>1.31</b>	<b>1.29</b>	<b>1.27</b>
<b>国际有机氟公司</b>													
Daikin Industries Ltd	6367 JP	JPY	2165.00	263.696	241.871	258.342	2236.64	8.21	8.95	8.38	1.15	1.08	0.97
Asahi Glass Co Ltd	5201 JP	JPY	510.00	59.351	68.555	77.763	878.49	8.59	7.44	6.56	0.63	0.62	0.58
3M Co.	MMM US	USD	63.06	5.699	5.434	5.488	19.91	11.07	11.60	11.49	3.80	3.61	3.17
<b>平均</b>								<b>9.29</b>	<b>9.33</b>	<b>8.81</b>	<b>1.86</b>	<b>1.77</b>	<b>1.57</b>
<b>中间值</b>								<b>8.59</b>	<b>8.95</b>	<b>8.38</b>	<b>1.15</b>	<b>1.08</b>	<b>0.97</b>
<b>有机硅公司</b>													
GE Co.	GE US	USD	16.02	2.180	1.952	1.778	12.48	7.35	8.21	9.01	1.38	1.28	1.28
Shin-etsu Chemicals	4063 JP	JPY	4360.00	426.799	466.911	488.419	4004.40	10.22	9.34	8.93	1.30	1.18	1.09
Cabot Corp	CBT US	USD	21.38	2.061	2.310	2.638	24.05	10.38	9.26	8.10	1.17	0.97	0.89
<b>平均</b>								<b>9.31</b>	<b>8.93</b>	<b>8.68</b>	<b>1.29</b>	<b>1.14</b>	<b>1.09</b>
<b>中间值</b>								<b>10.22</b>	<b>9.34</b>	<b>8.93</b>	<b>1.30</b>	<b>1.18</b>	<b>1.09</b>
<b>环氧树脂公司</b>													
Ciba	CIBN VX	CHF	47.50	3.530	2.858	2.665	39.45	13.46	16.62	17.82	0.96	1.22	1.20
Mitsui Chemicals Inc	4183 JP	JPY	338.00	32.218	32.265	31.930	671.23	10.49	10.48	10.59	0.52	0.51	0.50
Sunoco Inc	SUN US	USD	37.97	7.442	4.465	3.675	28.11	5.10	8.50	10.33	1.76	1.48	1.35
<b>平均</b>								<b>9.68</b>	<b>11.87</b>	<b>12.91</b>	<b>1.08</b>	<b>1.07</b>	<b>1.02</b>
<b>中间值</b>								<b>10.49</b>	<b>10.48</b>	<b>10.59</b>	<b>0.96</b>	<b>1.22</b>	<b>1.20</b>

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

附图：主要化工行业产业链





---

## 分析师介绍

徐斌，华南理工大学化工学院化学工程与工艺专业工学学士；上海交通大学生物化工专业硕士。曾任职于国家上海新药安全评价研究中心。现任长江证券化工行业研究员。

鄢祝兵，上海交通大学生物化学与分子生物学专业硕士，曾就职于上海市肿瘤研究所，现为长江证券行业公司研究部化工行业分析师，研究领域为化工新材料。

## 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) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@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

长江证券系列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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，不代表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的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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，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、刊发，需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。

---