

# 强于大市

# 复盘 2008-2009

## 高油价及剧烈波动下的化工行业

原油大幅波动，看好一体化行业龙头公司，农化行业高景气度预计延续。另外，在国产替代背景下，半导体、新能源材料供不应求的局面并未改变。

### 行业观点

- 纵观历史，同水平高油价时期(国际油价高于 130 美元/桶)仅在 2008 年出现过，WTI 及布伦特原油在 2008 年 7 月 11 日创下历史最高纪录，随后由于全球金融危机导致原油需求出现负增长，国际油价出现大幅下跌。2009 年，OPEC 减产保价的作用逐渐显现，各国央行货币宽松不断加码，全球经济开始复苏，油价震荡上行。本文将试图复盘 2008-2009 年化工板块走势及化工产品价格走势，研究高油价及油价大幅波动下的化工产品及板块走势。
- 板块走势方面，在 2008-2009 年油价大幅波动中，在 2008H1、2009 油价上行期，基础化工(申万)均跑赢大盘指数、石油石化(申万)，而在 2008H2 油价下行期，则跑输大盘指数、石油石化(申万)。化工子行业方面，2008 年化工板块受全球金融危机影响几乎全线下跌，仅钾肥和民爆制品板块上涨，涨幅分别为 11.55%、0.47%。另外，化纤、炼油化工等子行业在 2008 年下半年受周期性预期影响较大盘指数有所企稳。11 个子行业跑赢大盘指数。2009 年共计有 25 个化工子行业区间表现优于上证指数，20 个涨幅超过 110%。其中，纺织化学制品、粘胶、膜材料、其他化学纤维和其他塑料制品涨幅靠前。
- 产品价格角度，2008 年上半年油价高位上行期领涨化工品多集中于化肥(钾肥、磷肥、氮肥)、上游原料(天然气、煤炭)、石化产品(C3 丙烯、丙烯酸及酯，C4，芳烃)等产业链。除化肥外，偏产业链下游化学制品产品涨幅普遍不如上游原料及化学原料。2008 年下半年油价回落期间上涨及跌幅较小化工品多集中于钾肥、能源、制冷剂、塑料、钛白粉等产业链。2009 年油价反弹期间领涨化工品多集中于化学原料、橡胶等产业链。
- 当前与 2008 年上半年在货币政策之外的宏观环境上具有一定相似性，供给端同受世界经济大背景影响而增速走弱，其中，当前化肥与 2008 年同期相似，受地缘政治冲突、主要生产国出口限制影响，化肥供给大幅收缩，价格大幅上涨。需求方面，当前与 2008 年同期均处于正常水平，不同之处在于 2008 年处于增速回落阶段，而当前处于后疫情时期需求恢复阶段。成本方面，布油均处于高位上升趋势，推动因素则由 2008 年新兴经济体经济高速发展带来的原油需求上升转为当前对俄制裁带来的供应担忧。产成品存货累计同比与 PPI 则同处于持续上行的趋势，当前位置稍落后于 2008 年同期。

### 投资建议

- 受地缘政治等影响，我们认为原油价格后续波动或将加大，并将进一步影响至天然气、农产品乃至部分矿产品等，对化工产业链整体影响不可忽视。化工产业链较长，原料剧烈波动，下游价格传导有所滞后，且不同产品的供需情况决定不同的传导程度，部分产品与子行业或面临传导不畅盈利受损的局面。**在子行业挑选上侧重一体化及高景气度。**
- **投资主线：**一是原料大幅波动，看好一体化行业龙头公司。尤其是在碳中和背景下的产业升级与集中度提升的大背景下，龙头公司抗风险能力较强，优势明显。推荐万华化学、华鲁恒升、新和成。在地缘政治影响因素消除油价有所落后，看好国内民营石化公司的长期发展，推荐荣盛石化、东方盛虹、卫星化学等。  
二是精细化程度高，新材料有望延续高景气。2021 年四季度以来，部分新材料企业股价回调较为明显，但国产替代背景下半导体、新能源材料供不应求的局面并未改变，部分新材料企业 2021 年及往后业绩或超预期。随着新增产能在 2022 年逐渐投放，预计半导体、新能源材料企业产销将持续保持旺盛，估值有望得到修复。推荐：晶瑞电材、雅克科技、万润股份、蓝晓科技、国瓷材料、万盛股份、安集科技、沪硅产业等。  
三是全球农化行业或将持续景气，推荐华鲁恒升、利尔化学、联化科技；关注云天化、亚钾国际等。另外，“稳增长”下基建有望持续发力，部分建筑结构材料企业将受益。推荐：苏博特、皇马科技、光威复材等，关注龙佰集团等。

### 风险提示

- 1) 俄乌冲突持续升级引起的全球宏观经济形势恶化；
- 2) 俄罗斯中断对欧能源供应；
- 3) 俄罗斯及白俄中断化肥出口；
- 4) 欧盟对俄实施能源制裁；
- 5) 全球疫情形势出现新变化。

### 相关研究报告

《化工行业周报 20220320：原油价格回落，尿素价格上行》20220320

《化工行业周报 20220313：原油大幅震荡，丁二烯维持涨势》20220313

《新股报告—中复神鹰：民品碳纤维龙头，产能扩张成长可期》20220310

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

### 基础化工

证券分析师：余媛媛

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

联系人：姚思洲

(8621)20328232

sizhou.yao@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300121120029

## 目录

一、为何复盘 2008-2009.....	4
二、2008-2009 化工板块走势分析.....	5
化工板块、大盘指数走势对比.....	5
化工板块子行业走势.....	6
三、2008-2009 化工产品价格走势分析.....	8
四、2008-2009 化工行业所处大环境与当前的比较.....	14
投资建议.....	17
风险提示.....	18

## 图表目录

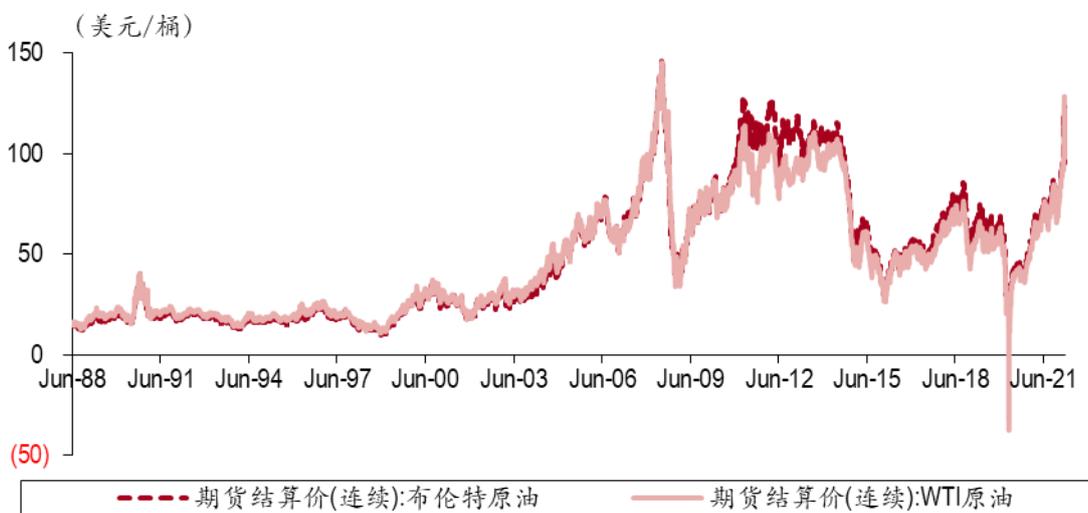
图表 1.布伦特与 WTI 原油历史走势.....	4
图表 2. 2008-2009 年化工板块、大盘指数涨跌情况.....	5
图表 3. 化工板块、大盘指数区间涨跌幅.....	5
图表 4. 2008-2009 化工子行业涨跌幅排序.....	6
图表 5. 2008-2009 表现优于上证指数的化工子行业.....	6
图表 6. 2008-2009“顺油价”和“逆油价”化工子行业.....	7
图表 7.油价上行期领涨的化工产品（2008H1）.....	8
图表 8. 2008H1 领涨化工产品供需面原因分析.....	9
图表 9.油价上行期领涨的化工产品（2009）.....	10
图表 10. 2009 领涨化工产品供需面原因分析.....	11
图表 11.油价自高点回落期上涨及跌幅较小化工产品（2008H2）.....	12
图表 12. 2008H2 上涨及跌幅较小化工产品供需面原因分析.....	13
图表 13. 2008-2009 化工行业所处大环境与当前的比较.....	14
图表 14. 2008-2009 化工行业增加值与主要产品产量.....	14
图表 15. 2008 年中国经济运行指数变动情况.....	15
图表 16. 2009 年中国经济运行指数变动情况.....	15
图表 17. PPI 及产成品存货累计同比历史趋势.....	16
附录图表 18. 报告中提及上市公司估值表.....	18
附录图表 19. 2009 年 12 月 31 日申万化工指数成份股.....	19
续附录图表 19. 2009 年 12 月 31 日申万化工指数成份股.....	20
续附录图表 19. 2009 年 12 月 31 日申万化工指数成份股.....	21
续附录图表 19. 2009 年 12 月 31 日申万化工指数成份股.....	22

## 一、为何复盘 2008-2009

受全球原油库存低位、俄乌冲突及伊核协议等因素影响，国际油价前期快速上行，从俄乌冲突全面爆发开始油价加速上涨，3月7日，布伦特原油大幅高开，当日价格一度上涨超过18%，最高至139.13美元/桶，WTI原油价格最高至130.5美元/桶，同样创2008年以来新高。后受俄乌谈判乐观情绪推动，油价大幅下挫，在布伦特原油触及阶段性低位96.93美元/桶后，俄乌谈判未有进展，中东局势紧张促使油价回升。截止3月23日收盘，布伦特原油报117.75美元/桶。

根据高盛3月8日的报告预测，在基本情景中，俄罗斯将有160万桶/日乌拉尔原油面临供应中断，高盛预测2022年布伦特原油现货价将涨至135美元/桶，2023年则为115美元/桶；2022年WTI原油现货价将涨至127美元/桶，2023年则为110美元/桶，均分别大幅高于此前预测。

图表1.布伦特与WTI原油历史走势



资料来源：万得，中银证券

纵观历史，同水平高油价时期(国际油价高于130美元/桶)仅在2008年出现过，由于2007年9月以来的欧美央行连续降息、伊核问题、新兴经济体需求旺盛、投机资金对油价的炒作等因素，国际油价不断攀升，WTI及布伦特原油在2008年7月11日分别创下147.27美元/桶与147.50美元/桶的历史最高纪录，随后由于全球金融危机导致原油需求出现负增长，国际油价出现大幅下跌，布伦特原油从2008年7月11日高点147.50美元/桶快速跌至2008年12月24日36.20美元/桶。2009年，OPEC减产保价的作用逐渐显现，各国央行货币宽松不断加码，全球经济开始复苏，油价震荡上行。

当前，原油价格走高后，后市预计波动或更为剧烈。因此，本文将试图复盘2008-2009年化工板块走势及化工产品价格走势，研究高油价及油价大幅波动下的化工产品及板块走势。

注：受到样本（如2008年石油石化板块上市公司较少，化工产品历史数据部分不全）等因素影响，本文研究及结论仅供参考。

## 二、2008-2009 化工板块走势分析

### 化工板块、大盘指数走势对比

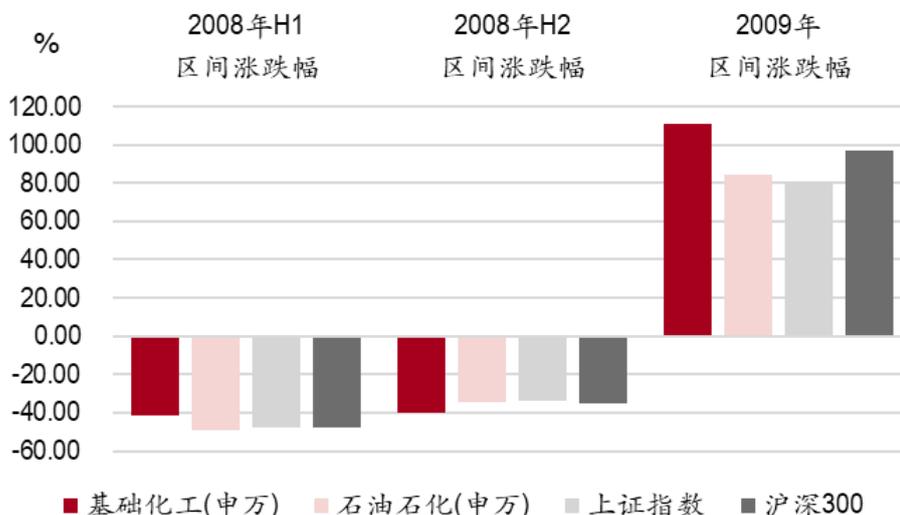
2008 年上半年油价快速上行期，受始于 2007 年 11 月的全球金融危机影响，上证综指快速走低，截至 2008 年 6 月 30 日，上证综指（成份股 859 家）收报 2736.10，半年度跌幅达 48.00%。2008 年上半年化工行业整体表现优于上证综指，其中，石油石化板块（成份股 14 家）受油价高位上行影响，原料成本大幅上升，价差缩小，盈利缩减，走势弱于基础化工（成份股 150 家）、上证综指及沪深 300 指数。

2008 年下半年受金融危机影响，能源消费需求急剧萎缩，油价大幅回落，在此油价回落期上证综指延续下跌趋势，截至 2008 年 12 月 31 日，上证综指（成份股 854 家）收报 1820.81，下半年跌幅达 33.45%。2008 年下半年化工行业整体表现弱于上证综指，下半年宏观经济环境恶化带来的终端需求减弱及油价大幅回落致使化工产品价格普跌，基础化工板块（成份股 163 家）受化工产品价格暴跌影响，走势弱于石油石化（成份股 14 家）、上证综指及沪深 300 指数。

2009 年受全球央行货币量化宽松及国内 4 万亿财政刺激政策影响，能源消费需求逐渐恢复，油价重返上行，在此经济复苏期间国内股指全面上扬，截至 2009 年 12 月 31 日，上证综指（成份股 860 家）收报 3277.14，全年涨幅达 79.98%。2009 年化工行业整体涨幅大幅超过上证综指、沪深 300，2009 年宏观经济环境向好及油价稳步上行致使化工产品价格回升，石油石化（成份股 16 家）、基础化工板块（成份股 163 家）受产品量价齐升影响，业绩持续走高，板块涨幅领跑国内市场。

即三个阶段中，在油价上行期，基础化工（申万）均跑赢大盘指数、石油石化（申万），而在油价下行期，则跑输大盘指数、石油石化（申万）。

图表 2. 2008-2009 年化工板块、大盘指数涨跌情况



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 化工板块、大盘指数区间涨跌幅

代码	名称	2008 年 H1 区间涨跌幅(%)	2008 年 H2 区间涨跌幅(%)	2009 年 区间涨跌幅(%)
801030.SI	基础化工(申万)	(41.09)	(40.05)	110.87
801960.SI	石油石化(申万)	(49.10)	(34.54)	84.11
000001.SH	上证指数	(48.00)	(33.45)	79.98
000300.SH	沪深 300	(47.70)	(34.89)	96.71

资料来源：万得，中银证券

## 化工板块子行业走势

图表 4. 2008-2009 化工子行业涨跌幅排序

名称	2008 H1 区间涨跌幅(%)	名称	2008 H2 区间涨跌幅(%)	名称	2,009.00 区间涨跌幅(%)
钾肥(申万)	11.55	其他橡胶制品(申万)	(2.48)	纺织化学制品(申万)	271.66
民爆制品(申万)	0.47	其他石化(申万)	(7.14)	粘胶(申万)	217.76
纺织化学制品(申万)	(0.17)	民爆制品(申万)	(17.47)	膜材料(申万)	211.50
其他橡胶制品(申万)	(0.83)	炭黑(申万)	(24.70)	其他化学纤维(申万)	189.87
氨纶(申万)	(3.84)	钛白粉(申万)	(29.21)	其他塑料制品(申万)	189.48
有机硅(申万)	(11.32)	涤纶(申万)	(29.64)	炭黑(申万)	174.52
其他化学制品(申万)	(13.71)	复合肥(申万)	(29.68)	煤化工(申万)	171.33
农药(申万)	(17.38)	膜材料(申万)	(30.66)	氯碱(申万)	165.59
无机盐(申万)	(18.20)	氨纶(申万)	(30.78)	氨纶(申万)	164.47
油气及炼化工程(申万)	(18.27)	油气及炼化工程(申万)	(31.25)	涤纶(申万)	157.65
煤化工(申万)	(19.29)	炼油化工(申万)	(32.05)	氟化工(申万)	151.43
氮肥(申万)	(19.95)	<b>石油石化(申万)</b>	<b>(34.54)</b>	油品石化贸易(申万)	149.98
磷肥及磷化工(申万)	(30.43)	农药(申万)	(36.07)	聚氨酯(申万)	140.77
氯碱(申万)	(31.59)	其他塑料制品(申万)	(36.54)	涂料油墨(申万)	138.62
复合肥(申万)	(33.25)	油品石化贸易(申万)	(38.08)	改性塑料(申万)	134.23
氟化工(申万)	(33.58)	磷肥及磷化工(申万)	(38.91)	民爆制品(申万)	132.50
油田服务(申万)	(34.59)	其他化学纤维(申万)	(39.24)	其他化学制品(申万)	131.51
纯碱(申万)	(34.70)	<b>基础化工(申万)</b>	<b>(40.05)</b>	其他橡胶制品(申万)	117.58
油品石化贸易(申万)	(35.91)	钾肥(申万)	(40.37)	纯碱(申万)	115.67
涂料油墨(申万)	(37.80)	粘胶(申万)	(41.14)	<b>基础化工(申万)</b>	<b>110.87</b>
钛白粉(申万)	(40.37)	涂料油墨(申万)	(43.46)	无机盐(申万)	99.90
炭黑(申万)	(40.63)	改性塑料(申万)	(45.95)	氮肥(申万)	95.19
<b>基础化工(申万)</b>	<b>(41.09)</b>	煤化工(申万)	(46.07)	炼油化工(申万)	91.46
其他塑料制品(申万)	(44.62)	油田服务(申万)	(46.63)	磷肥及磷化工(申万)	86.73
膜材料(申万)	(46.26)	无机盐(申万)	(47.29)	<b>石油石化(申万)</b>	<b>84.11</b>
<b>石油石化(申万)</b>	<b>(49.10)</b>	有机硅(申万)	(47.99)	钛白粉(申万)	78.95
聚氨酯(申万)	(51.72)	氮肥(申万)	(48.44)	农药(申万)	72.97
涤纶(申万)	(53.08)	聚氨酯(申万)	(48.84)	有机硅(申万)	65.20
其他石化(申万)	(53.99)	氟化工(申万)	(49.09)	其他石化(申万)	62.46
炼油化工(申万)	(54.08)	氯碱(申万)	(49.44)	油田服务(申万)	52.99
改性塑料(申万)	(55.57)	其他化学制品(申万)	(49.61)	复合肥(申万)	46.10
粘胶(申万)	(59.97)	纯碱(申万)	(51.93)	油气及炼化工程(申万)	18.47
其他化学纤维(申万)	(61.78)	纺织化学制品(申万)	(54.34)	钾肥(申万)	(0.69)

资料来源：万得，中银证券

图表 5. 2008-2009 表现优于上证指数的化工子行业

区间	子行业
2008H1	钾肥、民爆制品、纺织化学制品、其他橡胶制品、氨纶、有机硅、其他化学制品、农药、无机盐、油气及炼化工程、煤化工、氮肥、磷肥及磷化工、氯碱、复合肥、氟化工、油田服务、纯碱、油品石化贸易、涂料油墨、钛白粉、炭黑、其他塑料制品、膜材料
2008H2	其他橡胶制品、其他石化、民爆制品、炭黑、钛白粉、涤纶、复合肥、膜材料、氨纶、油气及炼化工程、炼油化工
2009	纺织化学制品、粘胶、膜材料、其他化学纤维、其他塑料制品、炭黑、煤化工、氯碱、氨纶、涤纶、氟化工、油品石化贸易、聚氨酯、涂料油墨、改性塑料、民爆制品、其他化学制品、其他橡胶制品、纯碱、无机盐、氮肥、炼油化工、磷肥及磷化工

资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2008-2009“顺油价”和“逆油价”化工子行业

顺油价子行业	油品石化贸易、无机盐、涂料油墨、其他塑料制品、其他化学制品、煤化工、氯碱、磷肥及磷化工、氟化工、纺织化学制品、氮肥、纯碱
逆油价子行业	其他石化

资料来源：万得，中银证券

注：比较基准为同期上证指数，若子行业于油价上行期跑赢上证指数，油价下跌期跑输，则与油价正相关，为“顺油价”子行业，反之则为“逆油价”子行业

2008 年上半年化工子行业普遍下跌。其中，其他化学纤维、粘胶、改性塑料、炼油化工和其他石化板块跌幅靠前，分别为 61.78%、59.97%、55.57%、54.08%、53.99%。仅钾肥和民爆制品板块上涨，涨幅分别为 11.55%、0.47%。其中，钾肥板块受到国际供应形势紧张和海运费上涨等影响，涨幅领先于其他子行业。

2008 年下半年受全球宏观经济萧条影响，原油需求量减少，油价急速下行，化工子行业全数下跌。根据申万化工分类，剔除掉部分数据披露不完整的板块，33 个子行业中跑赢上证指数的子行业仅有 11 个，其中，其他橡胶制品、其他石化跌幅均在 10% 以内；有 26 个子行业跌幅超过 30%，其中，纺织化学制品、纯碱、其他化学制品、氯碱和氟化工板块跌幅靠前，分别为 54.34%、51.93%、49.61%、49.44%、49.09%。

2009 年由于全球央行放水，中国政府出台了 4 万亿财政刺激政策和规范市场的政策措施，国际油价重返上升轨道，几乎所有化工子行业大幅上涨，共计有 25 个化工子行业区间表现优于上证指数，20 个涨幅超过 110%。其中，纺织化学制品、粘胶、膜材料、其他化学纤维和其他塑料制品涨幅靠前，分别为 271.66%、217.76%、211.50%、189.87%、189.48%。

## 三、2008-2009 化工产品价格走势分析

本次研究样本涉及产品包括大部分化工产品以及部分其他大宗商品，共计有 193 个国内外品种。

图表 7. 油价上行期领涨的化工产品 (2008H1)

产品	2008H1 价格涨幅 (%)
硫磺(温哥华 FOB 现货价)	482.14
磷矿石(摩洛哥-印度 CFR(70-72BPL))	278.60
维生素 A(50 万 IU/g, 国产)	214.29
市场报价:维生素 A(50 万 IU/g):进口	144.44
氯化钾(温哥华)	132.14
硝酸(华东)	121.05
一铵-国际波罗的海 (FOB 散装高端)	101.72
硫酸钾-山东海化(50%粉)	100.00
磷酸二铵(美国海湾)	93.33
DAP 温哥华 FOB	93.33
焦炭(山西美锦)	92.26
美国 Henry Hub 现货	85.51
丁二烯(韩国 FOB)	79.63
NYMEX 天然气	78.44
维生素 H(生物素)(2%, 国产)	78.38
氯化钾青海盐湖 95%	76.36
秦皇岛港 5500 大卡山西优混平仓价	76.13
二铵三环-中化嘉吉 (64%褐色)	65.52
硫酸(98%, 长三角)	65.38
尿素(大颗粒, 美国海湾)	61.52
尿素(波罗的海(小粒散装))	61.04
丙烯(韩国 FOB)	57.14
煤焦油(山西)	54.30
美国 N.Y. Hub 现货	52.84
原盐(山东海盐)	51.52
丙烯酸乙酯	51.38
欧洲 ARA 柴油(CIF)	50.61
苯胺(华东)	49.52
布油	48.99
美国柴油(纽约)	48.96
硫磺(CFR 中国现货价)	48.95
黄磷(四川)	46.48
丙烯酸	46.44
PX(进口 CFR)	45.98
WTI 原油	45.86
促进剂 M(华北)	44.74
黄磷-贵州瓮福	41.33
国际汽油新加坡	40.66

资料来源: 百川盈孚, 万得, 卓创资讯, 隆众资讯, 中银证券

2008 年上半年油价上行期领涨化工品主要包括硫磺、磷矿石、VA、钾肥、硝酸、磷肥、煤炭、天然气、丁二烯、硫酸、尿素、丙烯、丙烯酸酯、苯胺、黄磷、丙烯酸、PX, 其中涨幅超过布油涨幅的有硫磺、磷矿石、VA、钾肥、硝酸、磷肥、煤炭、天然气、丁二烯、硫酸、尿素、丙烯、丙烯酸酯、苯胺, 多集中于化肥(钾肥、磷肥、氮肥)、上游原料(天然气、煤炭)、石化产品(C3 丙烯、丙烯酸及酯, C4, 芳烃)等产业链。除化肥外, 偏产业链下游化学制品产品涨幅普遍不如上游原料及化学原料。

图表 8. 2008H1 领涨化工产品供需面原因分析

产品	产品供需面原因分析
钾肥	全球钾肥供应偏紧, 除加拿大 PCS 有新增产能外, 其他厂商供应无明显增加, 2007 年 11 月起北美钾肥库存已持续大幅下行, 2008 年初东南亚及巴西到岸价普遍达到 360-425 美元/吨, 高于中国长单到岸价 120 美元/吨以上, 导致供应难以大幅度增加。俄罗斯政府于 2008 年 3 月 11 日颁布政府令, 从 2008 年 4 月 11 日到 2009 年 4 月 30 日, 对钾肥出口征收 8.5% 的关税, 以增加俄国内化肥供应量; 在 2008 年 4 月 15 日的中化集团与俄罗斯 BPC 公司 2008 年度钾肥贸易谈判中, 俄急剧缩减了对中的钾肥供应量, 在 2008 年 6~12 月期间仅向中国供应约 100 万吨钾肥。需求方面, 受新兴经济体国家大规模耕种拉动, 农产品价格持续大幅上涨, 全球对钾肥需求旺盛; 另一方面, 欧盟生物燃料发展迅速, 生物燃料偏好喜钾作物, 这也进一步刺激了对钾肥需求的增加, 钾肥在需求拉动下大幅上涨。2008 年上半年进口钾肥价格 (温哥华 FOB) 从年初 280 美元/吨上涨至 6 月 31 日的 650 美元/吨, 半年度上涨 132.14%。
磷肥	受磷矿石、硫磺、液氨等原料成本上升影响, 根据国家统计局数据, 2008 年上半年全国磷肥产量 (以 $P_2O_5$ 计) 6520kt, 同比下降 1.3%; 同时, 2006 年开始美国因本土磷矿石资源缺乏开始陆续关闭一部分磷肥装置, 海外磷肥价格上涨, 国内外差价扩大, 导致国内磷肥厂商大量出口, 国内磷肥供给短缺, 加剧了市场供求失衡。2008 年 2 月国家将磷酸二铵出口税率提高至 35%, 但仍无法遏制磷酸二铵出口, 直至 4 月国家在现有出口税率上加征 100% 特别出口关税后, 国内磷肥价格涨势才开始放缓。
尿素	尿素季节性行情明显, 2008 年春耕期间尿素出厂价最高触及 2400 元/吨。受钾肥、磷肥价格上涨拉动, 尿素需求量大增, 成为农业施肥首选; 同时, 受 2007 年尿素价格攀升影响, 经销商普遍心态看淡, 库存较低, 导致各地货源紧张, 供不应求, 从而推动尿素价格上行。另外, 受年初南方地区雪灾, 5 月汶川大地震影响, 煤、电、气供应较为紧张, 尿素厂商开工率较低, 造成了 2008 年上半年尿素供给量的降低。
煤炭、天然气	受 2008 年年初南方冰雪灾害, 5 月份汶川大地震以及夏季用电高峰影响, 国内煤炭库存快速降低, 供应吃紧; 同时, 2008 年上半年国际油价大幅攀升, 拉动海外煤价上行, 国内煤企出口情绪高涨, 海关总署数据显示, 2008 年上半年国内共出口煤 2549 万吨, 同比增长 10.2%, 价值约 24.9 亿美元, 同比增长 83.8%。
丙烯酸及酯	受清洁能源替代以及油价大幅上涨拉动影响, 国际天然气价格在 2008 年上半年持续上行, 以美国 Henry Hub 天然气为例, 2008 年上半年其价格从年初的 7.11 美元/百万英热单位上涨至 6 月 31 日的 13.19 美元/百万英热单位, 半年度涨幅高达 85.51%。
	受金融危机影响, 丙烯酸及酯国内工厂开工率有所降低; 同时, 国际油价的上涨推动了丙烯酸及酯在物流及原料上的成本的上升, 从而促使丙烯酸及酯生产厂商调高了产品销售价格。

资料来源: 国家统计局, 万得, 钢之家, 海关总署, 中银证券

图表 9. 油价上行期领涨的化工产品 (2009)

产品	2009 价格涨幅 (%)
维生素 D3(50 万 IU/g, 国产)	726.53
EDCCFR 东南亚	284.30
丁二烯(韩国 FOB)	277.27
纯苯 (FOB 韩国)	247.83
棉短绒	242.86
液氯华东地区	196.30
新加坡石脑油 FOB	154.17
环氧氯丙烷 (华东)	148.33
丁基橡胶(1751, 华东)	140.00
苯乙烯 (FOB 韩国)	133.98
丙烯 (韩国 FOB)	132.00
丁二烯(华东)	130.91
纯苯(华东)	130.77
环氧氯丙烷(华东)	127.69
苯酚(华东)	125.93
国际汽油新加坡	120.85
己二酸 (华东)	119.52
苯乙烯 CFR 华东	119.40
丙烯腈(长三角)	119.31
天然橡胶(标准胶 1#, 华东)	116.04
美国 LPG	113.98
乙烯 (东南亚 CFR)	107.39
浆粕	104.10
天然橡胶 (上海地区)	100.00
苯胺(华东)	100.00
EDC(长三角)	97.78
顺丁橡胶华东	96.86
环氧丙烷 (华东)	95.38
苯乙烯(华东)	92.86
丁苯橡胶 (华东 1502)	86.44
硫磺(CFR 中国现货价)	82.14
双酚 A(华东)	81.94

资料来源: 百川盈孚, 万得, 卓创资讯, 隆众资讯, 中银证券

2009 年油价上行期领涨化工品主要包括丁二烯、苯系衍生物、橡胶、LPG、乙烯、环氧丙烷、双酚 A, 涨幅均超过布油年度涨幅, 多集中于化学原料、橡胶等产业链。

图表 10. 2009 领涨化工产品供需面原因分析

产品	产品供需面原因分析
橡胶	<p>2009 年，全球三大橡胶出产国泰国、印尼和马来西亚因受 2008 年价格大幅下跌影响，通过减少胶园产量、减少出口等方式来提振胶价。2009 年 ANRPC 成员国全年总产量减少 3.46%，共计 32.9 万吨。2008 年底由印马泰三国组成的国际三方天然橡胶组织实行限制橡胶出口计划，该计划共减少橡胶出口量 91.5 万吨，同比上年减少 16%。另外，2009 年下半年的厄尔尼诺现象令东南亚多地遭受干旱、洪灾、泥石流，导致橡胶主产区产量偏低，部分橡胶园区遭到损毁。天然橡胶及原油等原料的价格上涨给了合成橡胶较强的价格支撑。</p> <p>需求方面，2009 年中国政府推出了 4 万亿财政刺激计划，对铁路、公路等重大基础设施进行建设与改造，对国内汽车产销量、轮胎消费、橡胶需求产生了极有力的拉动，橡胶需求大幅回升；据中国汽车工业协会产销数据，2009 年中国乘用车产销分别达到 1038.38 万辆与 1033.13 万辆，同比分别增长 54.11% 与 52.93%；受工程用车需求大增影响，2009 年国内商用车产销量分别达到 340.72 万辆与 331.35 万辆，同比分别增长 33.02% 与 28.39%；据国家统计局数据显示，2009 年全年轮胎产量达 6.55 亿个，同比增长 18%，2009 年全年合成橡胶产量 276 万吨，同比增长 8.7%。</p>
烯烃、苯及苯生物	<p>受 2009 年原油不断上涨以及开工率降低的影响，国内烯烃、纯苯价格出现大幅度上涨。</p> <p>2009 年，亚洲主要的烯烃、芳烃装置由于检修和限产导致开工率较低，外盘烯烃、芳烃价格出现烯烃、苯及苯大涨；同时，国内烯烃、芳烃供应有限，这推动了乙烯、丙烯、纯苯以及下游苯乙烯、苯酚、丙烯衍生物 烯腈、环氧丙烷、双酚 A 等价格出现较大幅度上涨。</p> <p>需求端则受 4 万亿财政刺激计划以及国家货币宽松政策影响，国内烯烃、苯产业链下游产品市场逐渐恢复，需求有所回升。</p>

资料来源：中国橡胶网，全球纺织网，中银证券

图表 11. 油价自高点回落期上涨及跌幅较小化工产品 (2008H2)

产品	2008H2 价格涨跌幅 (%)
氯化钾 (温哥华)	50.77
日本 LNG 现货	29.45
氯化钾青海盐湖 95%	4.40
R134a 浙江巨化	1.10
聚碳酸酯 PC(科思创 2805, 华东)	1.03
钛白粉(金红石型, 华东)	0.12
聚甲醛	0.00
PVA(1799, 四川维尼纶)	0.00
促进剂 CZ(华北)	0.00
促进剂 M(华北)	0.00
三氯乙烯 (华东)	(1.41)
钛精矿(四川攀钢)	(2.11)
硫酸钾-山东海化(50%粉)	(6.67)
季戊四醇 (华东)	(7.69)
焦炭 (山西美锦)	(7.72)
动力煤秦皇岛市场价	(8.28)
维生素 B6(98%, 国产)	(9.68)
维生素 B12 液相 1%(国产)	(9.80)
粘胶长丝(华东)	(10.00)
磷矿石湖北宜化 (28%)	(10.26)
MAA(华东)	(10.42)
TPU(80A-98A, 华东)	(10.53)
氨纶 40D(华东)	(12.90)
无烟煤 (Q: 6500) -阳泉无烟末煤	(13.04)
鞋底原液(鞋中底, 华东)	(13.42)
维生素 D3(50 万 IU/g, 国产)	(14.04)
PTMEG(2000, 华东)	(15.20)
32%离子膜烧碱	(15.70)
原盐河北出厂	(16.00)
复合肥江苏瑞和牌 45%[CL]	(16.13)
浆粕	(16.44)
PA66 长丝 (华东)	(16.81)
聚乙烯醇 pva	(17.48)
氯丁橡胶 A90	(18.37)
三元乙丙橡胶(J-4045, 华东)	(18.64)
纯吡啶华东地区	(19.35)
电石 (华东)	(19.61)
二氯甲烷 (华东)	(20.00)

资料来源: 百川盈孚, 万得, 卓创资讯, 隆众资讯, 中银证券

2008 年下半年油价回落期间上涨及跌幅较小化工产品主要包括钾肥、LNG、制冷剂、PC、钛白粉、煤炭、磷矿石、粘胶长丝、氨纶, 其中上涨的化工品有钾肥、LNG、制冷剂、PC、钛白粉, 多集中于钾肥、能源、制冷剂、塑料、钛白粉等产业链。

图表 12. 2008H2 上涨及跌幅较小化工产品供需面原因分析

产品	产品供需面原因分析
钾肥	<p>全球钾肥供应偏紧，除加拿大 PCS 有新增产能外，其他厂商供应无明显增加；俄罗斯政府于 2008 年 3 月 11 日颁布政府令，从 2008 年 4 月 11 日到 2009 年 4 月 30 日，对钾肥出口征收 8.5% 的关税，以增加俄国内化肥供应量；在 2008 年 4 月 15 日的中化集团与俄罗斯 BPC 公司 2008 年度钾肥贸易谈判中，俄急剧缩减了对中的钾肥供应量，在 2008 年 6-12 月期间仅向中国供应约 100 万吨钾肥。另外，巴西、斯里兰卡、欧洲地区买家在 2008 年下半年氯化钾招标中氯化钾基础投标价格的节节攀升也带动了下半年氯化钾价格在高位继续上行。需求方面，受新兴经济体国家大规模耕种拉动，全球对钾肥需求旺盛；另一方面，欧盟生物燃料发展迅速，生物燃料偏好喜钾作物，这也进一步刺激了对钾肥需求的增加，钾肥在需求拉动下大幅上涨。2008 年下半年进口钾肥价格（温哥华 FOB）从 7 月初 650 美元/吨上涨至年底的 980 美元/吨，半年度上涨 50.77%。</p>
煤炭、LNG(海外)	<p>受 2008 年年初南方冰雪灾害，5 月份汶川大地震以及夏季用电高峰影响，国内 2008 年三季度煤炭社会库存低于 25 天的合理库存天数，煤炭供应吃紧；同时，受澳洲洪水、煤炭基础设施不足，南非电力需求增长等因素推动，亚洲煤炭价格下半年仍处高位。5 月初，中日动力煤出口谈判敲定为离岸价 131.4 美元/吨，比上一年度上涨 93.52%，也抬高了下半年煤炭市场价格运行空间。受清洁能源替代以及节能汽车广泛使用影响，国际 LNG 价格在 2008 年下半年高位运行，以当年最大 LNG 进口国日本 LNG 现货价格为例，2008 年下半年其价格从 6 月 27 日当周的 11.68 美元/百万英热单位上涨至 12 月 26 日当周的 15.12 美元/百万英热单位，半年上涨近 29.45%。</p>
钛白粉	<p>钛白粉供应商为了弥补原材料、能源和运输成本上涨导致的盈利下降，2008 年下半年全球钛白粉市场迎来新一轮涨价。美国 Tronox 8 月 6 日宣布，从 8 月 15 日起对在墨西哥和拉美其他地区销售的所有等级钛白粉产品提价 150 美元/吨。杜邦公司 8 月 6 日宣布，8 月 15 日起公司在西欧、中欧、土耳其、希腊和北非地区销售的所有等级的钛白粉产品价格上调 50 欧元/吨；另一大钛白粉生产商 CristalGlobal 也于 8 月宣布，计划从 9 月 1 日起对拉美地区的钛白粉价格上调 250 美元/吨。同时，硫酸(硫磺)价格于 2008 年前三季度大幅上涨，硫酸一度突破 2000 元/吨，致使钛白粉成本和价格严重倒挂，行业内普遍亏损，2008 年国内钛白粉中小企业相当一部分处于停产或间歇性停产状态，大企业也在减产，致使 2008 年国内钛白粉产量大幅度下降，仅有大约 85 万吨，较上年产量 100 万吨，大幅减少 15 万吨；钛白粉行业的低迷也使原有新建扩建计划放缓，而这在一定程度上支撑了钛白粉价格企稳。</p>
制冷剂	<p>2008 年度制冷剂内需市场平淡，出口量同比增幅较高，受年初南方地区暴雪、厄尔尼诺现象以及宏观经济环境影响，国内终端总体消化平淡。2008 全年国内仅有个别 R134a 企业维持正常生产，行业整合受金融危机影响而加速，下游厂商订单因供应链安全问题而向综合实力强的 R134a 企业倾斜，行业集中度大幅度提升，这给了制冷剂 R134a 较强的价格支撑。</p>

资料来源：“2008 年我国无机颜料行业发展现状及经济形势分析(曲颖)”，“2008 年中国钛白粉颜料行业经济形势分析及对策建议(姚恒平)”，国家统计局，万得，NYMEX，海关总署，中银证券

由研究样本得出，2008-2009 年期间“顺油价”品种仅有丙烯(韩国 FOB)、丁二烯(韩国 FOB)、硫磺，主要由于油价快速下跌期间，产业链下游化工产品因更接近终端，价格传导滞后，产品跌幅普遍小于原油。

注：比较基准为同期布伦特原油，若化工产品于油价上行期跑赢布伦特原油，下跌期跑输，则与油价正相关，为“顺油价”品种，反之则为“逆油价”品种。

化工子行业涨跌幅与化工产品价格涨跌幅在 2008 年上半年受国际油价屡破新高情绪带动下表现基本一致，2008 年下半年油价大幅下挫，化工子行业涨跌幅较化工产品价格相对涨跌幅有所提前，前期超跌子行业炼油化工、化纤等提前企稳，涨跌幅较大盘基准表现较优。2009 年炼油化工、化纤等子行业延续了此前相对较优表现，涨幅领跑化工板块与上证指数，而化工产品价格涨幅较高的橡胶及合成橡胶上游石化产品则受财政刺激政策后低增速预期及周期性影响，子行业涨幅处于化工板块中间偏高水平。

## 四、2008-2009 化工行业所处大环境与当前的比较

图表 13. 2008-2009 化工行业所处大环境与当前的比较

	2008 上半年	2008 下半年	2009	当前
供给端	受天灾、金融危机影响，供给增速同比放缓	宏观经济环境持续严峻，部分分子行业开工率下行，供应下滑	受中美财政刺激政策推动，供应全年持续回升	疫情影响海外部分开工，俄乌冲突影响油气、农产品、化肥供应
需求端	受天灾、金融危机影响，农产品价格飙涨，农药、化肥需求旺盛，其他化工品需求有所回落但仍处正常水平	金融危机下海外市场需求锐减，国内需求则保持正常水平	受中美财政刺激政策推动，海外需求大幅回升，国内需求持续向好	后疫情时期需求恢复阶段
成本端	布油自 2007 年底 93.85 美元/桶涨至 2008 年 6 月底 139.83 美元/桶	布油自 2008 年 6 月底 139.83 美元/桶跌至 2008 年底 45.59 美元/桶	布油自 2008 年底 45.59 美元/桶涨至 2009 年底 78.00 美元/桶	布油自 2020 年 4 月起持续上行，2022 年 3 月 7 日一度触及 139.13 美元/桶
货币政策	海外宽松，国内略紧缩	超宽松	超宽松	海外进入加息周期，国内稳增长或进一步宽松
库存周期位置	产成品库存累计同比持续上行	2008.8 产成品库存累计同比为最高点，之后下行	全年产成品库存累计同比低位，2009.8 产成品库存累计同比为最低点，之后上行	2019.10 库存阶段性低点后持续上行

资料来源：国家统计局，万得，中银证券

2008-09 化工行业与当前相比，所处宏观大环境存在相同也存有极为不同之处，下面将从供给、需求、成本、货币政策、库存周期位置等 5 个方面来进行比较。

供给端参照图表 14 中的化工行业增加值、主要产品产量及图表 15、16 中的生产运行指数，在 2008 年受天灾、金融危机影响，部分分子行业开工率下行，供给增速逐渐放缓，全年化工行业增加值同比增长 10%，增速同比回落 10.7 个百分点；其中，受 2008 年上半年油价历史高位影响，主要化工产品乙烯全年产量同比下降 2.1%。2009 年初受国内 4 万亿财政刺激政策与美国 7000 亿美元救市方案双重刺激，国内供给在 2009 年下半年开始持续回升，运行指数重回偏热状态。当前疫情影响海外及国内部分地区开工，但总体仍处于 2020 年新冠疫情爆发以后的恢复阶段。俄乌全面冲突的爆发则为原油、天然气、化肥的供应带来不确定性。

需求端参照图表 14 中的主要产品销量及图表 15、16 中的国内需求指数与外经指数，在 2008 年虽受天灾、原油大幅上涨及全年金融危机影响，但国民经济增速仍处高位，主要化工产品销量中仅有乙烯、化肥受价格创历史高位影响，销量略有下降。国内需求总体稳定，但外需自三四季度逐渐走弱。直至美国 7000 亿美元救市方案与国内 4 万亿财政刺激政策的通过，全球需求回升，2009 年全年需求持续恢复。与此对比，当前需求正处于后疫情时期持续恢复的阶段。

图表 14. 2008-2009 化工行业增加值与主要产品产量

	2008 年	2009 年
化工行业增加值	全年化工行业增加值同比增长 10%，增速同比回落 10.7 个百分点。	全年化工行业增加值同比增长 15.9%，增速同比加快 5.9 个百分点。
主要产品产量	烧碱产量 1852.1 万吨，同比增长 1.4%；纯碱产量 1881.3 万吨，同比增长 6.4%；乙烯产量 1025.6 万吨，同比下降 2.1%；化肥产量 5867.6 万吨，同比增长 1.4%；农药产量 190.2 万吨，同比增长 12%。	烧碱产量 1891.0 万吨，同比增长 8.6%；纯碱产量 2001.4 万吨，同比增长 8.7%；乙烯产量 1069.7 万吨，同比增长 8.3%；化肥产量 6706.2 万吨，同比增长 16.3%；农药产量 226.2 万吨，同比增长 12.3%。
主要产品销量	烧碱销量 1708.4 万吨，同比增长 7.66%；纯碱销量 1821.6 万吨，同比增长 5.28%；乙烯销量 73.8 万吨，同比下降 2.89%；化肥销量 5577.5 万吨，同比增长 0.6%；农药销量 184 万吨，同比增长 11.65%。	烧碱销量 1721.5 万吨，同比增长 0.77%；纯碱销量 1973.8 万吨，同比增长 8.36%；乙烯销量 74.5 万吨，同比增长 0.95%；化肥销量 6635.8 万吨，同比增长 18.97%；农药销量 214.9 万吨，同比增长 16.79%。

资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 15. 2008 年中国经济运行指数变动情况

2008年中国经济运行指数变动情况												
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
中国经济运行指数	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
生产运行指数	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
价格运行指数	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
国内需求指数	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
金融运行指数	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
原材料和设备指数	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
外经指数	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●

● 红灯：过热 ● 黄灯：偏热 ● 绿灯：正常 ● 浅蓝灯：偏冷 ● 蓝灯：过冷

资料来源：中国统计学会，国家统计局统计科学研究所，中银证券

注：灯球颜色从蓝到红分别反映了经济运行冷热程度

图表 16. 2009 年中国经济运行指数变动情况

2009年中国经济运行指数变动情况												
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
中国经济运行指数	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
生产运行指数	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
价格运行指数	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
国内需求指数	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
金融运行指数	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
原材料和设备指数	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
外经指数	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●

● 红灯：过热 ● 黄灯：偏热 ● 绿灯：正常 ● 浅蓝灯：偏冷 ● 蓝灯：过冷

资料来源：中国统计学会，国家统计局统计科学研究所，中银证券

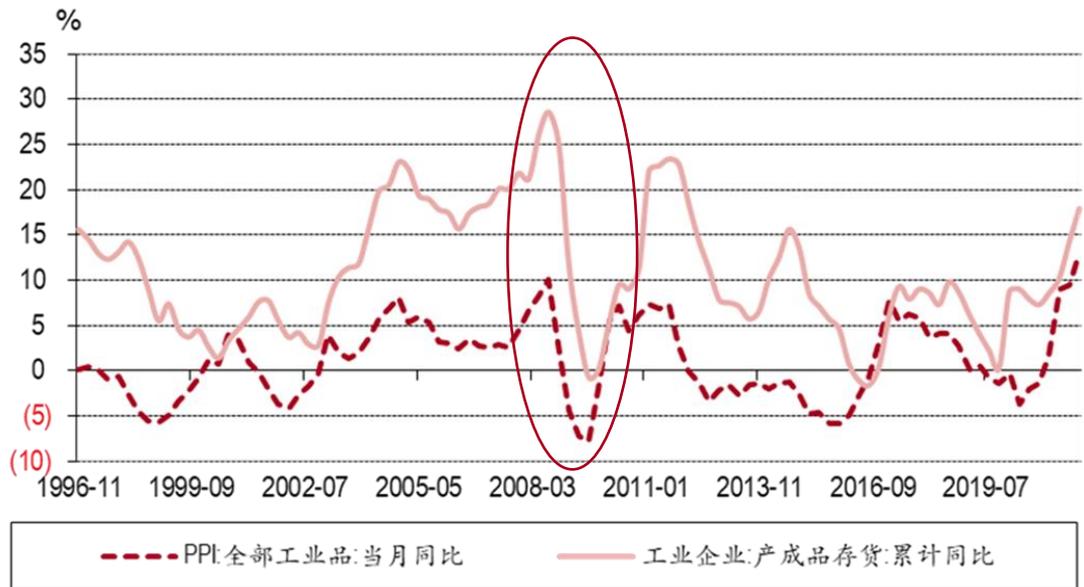
注：灯球颜色从蓝到红分别反映了经济运行冷热程度

成本方面，布伦特原油在 2008 年高位上行至 7 月 11 日 147.50 美元/桶后快速跳水，至 2008 年底，布伦特原油报 45.59 美元/桶，2009 则油价重回上行轨道，全年震荡上行至年底 78.00 美元/桶。当前而言，布伦特原油自 2020 年 4 月疫情油价最低位开始持续上行，仍处于油价上升趋势。

货币政策方面，2008 年上半年由于原油上涨带来的通胀走高，货币处于紧缩状态，连续提升了存款准备金率，海外则是较为宽松，自 07 年 10 月开始美联储已进入快速降息通道；2008 年下半年由于金融危机传导全球以及原油闪崩，货币政策转为较为宽松，降低了存款准备金率并大幅降息；2009 年沿用了宽松的货币政策以配合 4 万亿财政刺激政策支撑金融危机后的经济恢复阶段。与之前相比，目前海外通胀高涨，欧美国家已进入加息周期，国内则通胀维持低位，经济增长受疫情影响减缓，货币政策或将有进一步的宽松。

库存周期位置参照图表 17，可以看到 PPI 与产成品存货累计同比趋势基本一致，产成品存货累计同比稍显滞后。从产成品存货累计同比折线上可以看到 2008 年上半年库存持续上行，直至历史高点 2008 年 8 月份，后因宏观经济环境恶化导致的企业开工率下行与美国推出 7000 亿美元救市计划，库存快速回落。进入 2009 年，受国内 4 万亿财政刺激政策与美国 7000 亿美元救市方案双重刺激，需求大涨，库存快速消耗，2009 年 8 月库存达到阶段低点，之后震荡上行。与 2008-09 相比，当前库存处于 2019 年 10 月库存阶段性低点后持续上行的阶段。

图表 17. PPI 及产成品存货累计同比历史趋势



资料来源：万得，中银证券

总体而言，当前与 2008 年上半年在货币政策之外的宏观环境上具有一定相似性，供给端同受世界经济大背景影响而增速走弱，其中，当前化肥与 2008 年同期相似，受地缘政治冲突、主要生产国出口限制影响，化肥供给大幅收缩，价格大幅上涨。需求方面，当前与 2008 年同期均处于正常水平，不同之处在于 2008 年处于增速回落阶段，而当前处于后疫情时期需求恢复阶段。成本方面，布油均处于高位上升趋势，推动因素则由 2008 年新兴经济体经济高速发展带来的原油需求上升转为当前对俄制裁带来的供应担忧。产成品存货累计同比与 PPI 则同处于持续上行的趋势，当前位置稍落后于 2008 年同期。

## 投资建议

截至 2022 年 3 月 24 日，申万基础化工指数收报 4510.26 点，自 2 月 24 日俄乌冲突以来跌幅为 8.32%；申万石油石化指数收报 2225.78 点，自 2 月 24 日以来跌幅为 10.59%。磷肥、钾肥、石油天然气勘探及生产等子行业涨幅居前；化纤、轮胎、涂料油墨、氨纶等子行业跌幅居前。

受地缘政治等影响，我们认为原油价格后续波动或将加大，并将进一步影响至天然气、农产品乃至部分矿产品等，对化工产业链整体影响不可忽视。

化工产业链较长，原料剧烈波动，下游价格传导有所滞后，且不同产品的供需情况决定不同的传导程度，部分产品与子行业或面临传导不畅盈利受损的局面。在子行业挑选上侧重一体化及高景气度。

**投资主线：**原料大幅波动，看好一体化行业龙头公司。尤其是在碳中和背景下的产业升级与集中度提升的大背景下，龙头公司抗风险能力较强，优势明显。推荐万华化学、华鲁恒升、新和成。在地缘政治影响因素消除油价有所回落后，看好国内民营石化公司的长期发展，推荐荣盛石化、东方盛虹、卫星化学等。

精细化程度高，新材料有望延续高景气。2021 年四季度以来，部分新材料企业股价回调较为明显，但国产替代背景下半导体、新能源材料供不应求的局面并未改变，部分新材料企业 2021 年及往后业绩或超预期。随着新增产能在 2022 年逐渐投放，预计半导体、新能源材料企业产销将持续保持旺盛，估值有望得到修复。推荐：晶瑞电材、雅克科技、万润股份、蓝晓科技、国瓷材料、万盛股份、安集科技、沪硅产业等。

全球农化行业或将持续景气，推荐华鲁恒升、利尔化学、联化科技；关注云天化，亚钾国际等。另外，“稳增长”下基建有望持续发力，部分建筑结构材料企业将受益。推荐：苏博特、皇马科技、光威复材等，关注龙佰集团等。

## 风险提示

- 1) 俄乌冲突持续升级引起的全球宏观经济形势恶化
- 2) 俄罗斯中断对欧能源供应
- 3) 俄罗斯及白俄中断化肥出口
- 4) 欧盟对俄实施能源制裁
- 5) 全球疫情形势出现新变化

附录图表 18. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2021E	2022E	2021E	2022E	
002258.SZ	利尔化学	买入	28.12	148.14	2.04	2.76	13.78	10.19	9.09
002250.SZ	联化科技	买入	13.27	122.51	0.41	0.62	32.37	21.40	6.78
002001.SZ	新和成	买入	32.91	848.55	2.00	2.30	16.46	14.31	8.09
603916.SH	苏博特	买入	20.90	87.84	1.29	1.71	16.20	12.22	8.90
002643.SZ	万润股份	买入	19.01	176.86	0.77	0.98	24.69	19.40	5.89
002409.SZ	雅克科技	买入	55.79	265.52	1.36	1.89	41.02	29.52	12.78
300699.SZ	光威复材	买入	61.56	319.10	1.56	2.08	39.46	29.60	7.71
300285.SZ	国瓷材料	买入	34.48	346.11	0.78	1.01	44.21	34.14	5.70
603181.SH	皇马科技	买入	14.27	84.01	0.75	0.88	19.03	16.22	3.69
600426.SH	华鲁恒升	买入	32.76	691.86	3.59	3.77	9.13	8.69	9.75
600096.SH	云天化	未评级	24.98	458.61	1.98	2.06	12.62	12.13	5.10
002648.SZ	卫星化学	买入	43.28	744.45	3.73	4.91	11.60	8.81	10.30
600309.SH	万华化学	买入	80.09	2514.62	7.85	8.25	10.20	9.71	21.82
300655.SZ	晶瑞电材	买入	33.02	114.47	0.67	0.97	49.28	34.04	4.19
002493.SZ	荣盛石化	买入	14.37	1455.04	1.35	2.07	10.64	6.94	4.55
000301.SZ	东方盛虹	买入	15.08	896.73	0.41	2.29	36.78	6.59	3.09
002601.SZ	龙佰集团	未评级	23.40	557.26	2.10	2.41	11.14	9.71	7.76
300487.SZ	蓝晓科技	增持	83.80	184.09	1.43	1.84	58.60	45.54	9.00
688126.SH	沪硅产业	增持	24.05	654.23	0.04	0.06	601.25	400.83	3.64
688019.SH	安集科技	买入	263.10	140.02	2.61	3.67	100.80	71.69	21.93
000893.SZ	亚钾国际	未评级	33.35	252.43	1.01	1.44	33.02	23.16	5.85
603010.SH	万盛股份	买入	20.16	97.83	1.79	2.07	11.26	9.73	4.41

资料来源：万得，中银证券

注：股价截至3月24日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

附录图表 19. 2009 年 12 月 31 日申万化工指数成份股

子行业名称	证券代码	证券简称
SW 石油加工	600688.SH	上海石化
	002192.SZ	融捷股份
	000637.SZ	茂化实华
	002221.SZ	东华能源
	000819.SZ	岳阳兴长
	600256.SH	广汇能源
	600146.SH	*ST 环球
	600339.SH	中油工程
	600028.SH	中国石化
	000036.SZ	华联控股
SW 石油贸易	000554.SZ	泰山石油
	000670.SZ	*ST 盈方
	600157.SH	永泰能源
	000668.SZ	荣丰控股
	000096.SZ	广聚能源
	600387.SH	ST 海越
SW 纯碱	000683.SZ	远兴能源
	000719.SZ	中原传媒
	000707.SZ	*ST 双环
	000822.SZ	山东海化
	600229.SH	城市传媒
	600409.SH	三友化工
SW 氯碱	002061.SZ	浙江交科
	600618.SH	氯碱化工
	000510.SZ	新金路
	600722.SH	金牛化工
	600746.SH	江苏索普
	600769.SH	祥龙电业
	000698.SZ	沈阳化工
	600075.SH	新疆天业
	600091.SH	*ST 明科
	000818.SZ	航锦科技
	600301.SH	*ST 南化
	600281.SH	华阳新材
	002053.SZ	云南能投
	002092.SZ	中泰化学
	000635.SZ	英力特
600810.SH	神马股份	
SW 无机盐	600792.SH	云煤能源
	600078.SH	*ST 澄星
	600141.SH	兴发集团
	600328.SH	中盐化工
	600367.SH	红星发展
	002125.SZ	湘潭电化
	000861.SZ	海印股份
002145.SZ	中核钛白	

注：列表已剔除B股公司，已退市公司以2009年证券简称显示并标注

续附录图表 19. 2009 年 12 月 31 日申万化工指数成份股

子行业名称	证券代码	证券简称
SW 氮肥	000422.SZ	湖北宜化
	000059.SZ	华锦股份
	000731.SZ	四川美丰
	600096.SH	云天化
	000830.SZ	鲁西化工
	600228.SH	返利科技
	000912.SZ	泸天化
	000953.SZ	河化股份
	600227.SH	圣济堂
	600230.SH	沧州大化
	000155.SZ	川能动力
	600426.SH	华鲁恒升
	600423.SH	柳化股份
	002274.SZ	华昌化工
	002113.SZ	ST 天润
	000950.SZ	重药控股
002170.SZ	芭田股份	
SW 磷肥	600727.SH	鲁北化工
	600470.SH	六国化工
SW 钾肥	000792.SZ	盐湖股份
	600251.SH	冠农股份
	000578.SZ	盐湖集团(已退市)
	000839.SZ	中信国安
	000525.SZ	ST 红太阳
	000553.SZ	安道麦 A
	002018.SZ	华星化工(已退市)
	600882.SH	妙可蓝多
	600731.SH	湖南海利
	000732.SZ	泰禾集团
SW 农药	002250.SZ	联化科技
	002215.SZ	诺普信
	600389.SH	江山股份
	600596.SH	新安股份
	600486.SH	扬农化工
	600532.SH	未来股份
	002258.SZ	利尔化学
	000523.SZ	*ST 浪奇
	002326.SZ	永太科技
	000606.SZ	ST 顺利
SW 日用化学产品	000662.SZ	索芙特(已退市)
	000737.SZ	北方铜业
	600315.SH	上海家化
	600249.SH	两面针
	002256.SZ	兆新股份
	600633.SH	浙数文化
SW 涂料油漆油墨制造	000791.SZ	甘肃电投
	002319.SZ	乐通股份
	002037.SZ	保利联合
SW 民爆用品	002096.SZ	南岭民爆
	002109.SZ	兴化股份
	002217.SZ	合力泰
	002226.SZ	江南化工
	600985.SH	淮北矿业

资料来源：万得，中银证券

注：列表已剔除 B 股公司，已退市公司以 2009 年证券简称显示并标注

续附录图表 19. 2009 年 12 月 31 日申万化工指数成份股

子行业名称	证券代码	证券简称
SW 纺织化学用品	002010.SZ	传化智联
	002054.SZ	德美化工
	600352.SH	浙江龙盛
	000565.SZ	渝三峡 A
SW 其他化学制品	002136.SZ	安纳达
	600378.SH	昊华科技
	600844.SH	丹化科技
	600617.SH	国新能源
	600667.SH	太极实业
	600699.SH	均胜电子
	600871.SH	石化油服
	000936.SZ	华西股份
	600061.SH	国投资本
	600094.SH	大名城
SW 涤纶	002206.SZ	海利得
	600259.SH	广晟有色
	000976.SZ	华铁股份
	600527.SH	江南高纤
	002015.SZ	协鑫能科
	600725.SH	云维股份
	600063.SH	皖维高新
	000755.SZ	山西路桥
	600889.SH	南京化纤
	000420.SZ	吉林化纤
SW 粘胶	000615.SZ	奥园美谷
	002172.SZ	澳洋健康
	000677.SZ	恒天海龙
	000687.SZ	*ST 华讯
	000498.SZ	山东路桥
	000949.SZ	新乡化纤
SW 氨纶	000584.SZ	哈工智能
	002064.SZ	华峰化学
	002254.SZ	泰和新材
SW 其他纤维	002246.SZ	北化股份
	000782.SZ	美达股份
	000407.SZ	胜利股份
	000665.SZ	湖北广电
	600074.SH	中达股份(已退市)
	600481.SH	双良节能
	600155.SH	华创阳安
	000859.SZ	国风新材
	000973.SZ	佛塑科技
	600260.SH	ST 凯乐
SW 其他塑料制品	000156.SZ	华数传媒
	002324.SZ	普利特
	002108.SZ	沧州明珠
	600444.SH	国机通用
	600143.SH	金发科技
	002002.SZ	鸿达兴业
	002243.SZ	力合科创
	002263.SZ	大东南

资料来源：万得，中银证券

注：列表已剔除 B 股公司，已退市公司以 2009 年证券简称显示并标注

续附录图表 19. 2009 年 12 月 31 日申万化工指数成份股

子行业名称	证券代码	证券简称
SW 轮胎	600623.SH	华谊集团
	000589.SZ	贵州轮胎
	000599.SZ	青岛双星
	600182.SH	SST 佳通
	600579.SH	克劳斯
	600469.SH	风神股份
	002068.SZ	黑猫股份
	002224.SZ	三力士
	600656.SH	ST 方源(已退市)
	300031.SZ	宝通科技
SW 其他橡胶制品	002080.SZ	中材科技
	600636.SH	国新文化
	600885.SH	宏发股份
	002088.SZ	鲁阳节能
	000049.SZ	德赛电池
	002167.SZ	东方锆业
	002201.SZ	正威新材
	600160.SH	巨化股份
	600176.SH	中国巨石
	600299.SH	安迪苏
	000985.SZ	大庆华科
	600309.SH	万华化学
	600319.SH	*ST 亚星
	600589.SH	ST 榕泰
	000979.SZ	*ST 科苑(已退市)
	002165.SZ	红宝丽
	002130.SZ	沃尔核材
	002211.SZ	宏达新材
600458.SH	时代新材	

资料来源：万得，中银证券

注：列表已剔除 B 股公司，已退市公司以 2009 年证券简称显示并标注

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371