

■ 行业观察

化工“伪复苏”驱动“过山车”行情

基础化工(中信)指数自2012年年初以来累计上涨7.3%，超额收益3%，区间最大涨幅达到25%，最大相对收益达到12%，走出一波明显的“过山车”行情，其中上行区间主要是春节以后，而回落区间主要是两会之后。中期来看，与地产相关的化工品行业仍是建议回避，即使2012年1季度可能已经是业绩最差的阶段，但离趋势性恢复还很遥远，更大的需求风险还未释放。

两个乐观驱动反弹

我们认为驱动节后化工板块以及A股反弹的驱动力主要是两个因素。一方面是市场对经济下行底部下限乐观预期，尤其是2011年四季度市场深度下跌释放大部分经济下滑风险，为投资者提供下限安全垫。从大部分券商2012年的年度策略来看，预期经济将于2012年Q1-Q2之间见底，对应上市公司业绩环比，尤其是周期性品种最烂的业绩将出现在1季报，而伴随着2-4月份随年报一起披露的一季报预告将释放大部分下行风险。根据历史经验，处于实体经济最差阶段，预期复苏改善往往是周期股最好的介入时点，而一季度似乎正是这样的“良好时机”，而部分周期股正是这轮反弹的主力军。

另一方面，乐观的政策宽松预期为反弹提供了市场向上的想象空间。所谓的政策预期正是部分能够验证的现象+部分无法证伪的结论的某种加权结合，市场依据08/09年和2010年两次经济下行，然后政府持续推进宽松政策刺激经济复苏，股市率先爆发性反弹的模式来套用当下的市场，一个信贷数据、一个利率的变化抑或是一个官员发言都可以成为政策转向、加强的信号。而这种预测假想几乎在2011年三季度以来的每一轮或大或小的反弹中出现，虽然政策趋势处于宽松化的过程中，但实际的强度一直低于市场预期。

PMI和涨价
强化化工板块“伪复苏”

根据过往经验，政策宽松无论是直接通过信贷还是增加投资都将大幅改善流动性，流动性敏感的行业，如煤炭、有色板块的行情率先启动，而化工弹性略小，但拥有大量煤炭和有色属性的公司，逻辑类似。在实体经济下行过程中，工业品生产大幅压缩，全产业链持续地去库存，一旦流动性和需求预期改善，中上游原材料行业库存去得快也补得猛。

在这样的背景之下，化工行业的几个特定短期数据和现象会强化从见底到复苏的判断。从反弹当期来看，似乎结论正确，但回头来看，我们更愿意将其定义为“伪复苏”。

首先是春节以后在终端下游还没有大规模开工的背景之下，化工行业启动了一轮显著补库

存。尤其是1月份的行业PMI数据，跳跃式的“去库存+生产复苏+原材料回补”隐含产业链在节后补库存的需求，而1月份的春节运力限制和停工也确实使得行业的生产压缩到低点。

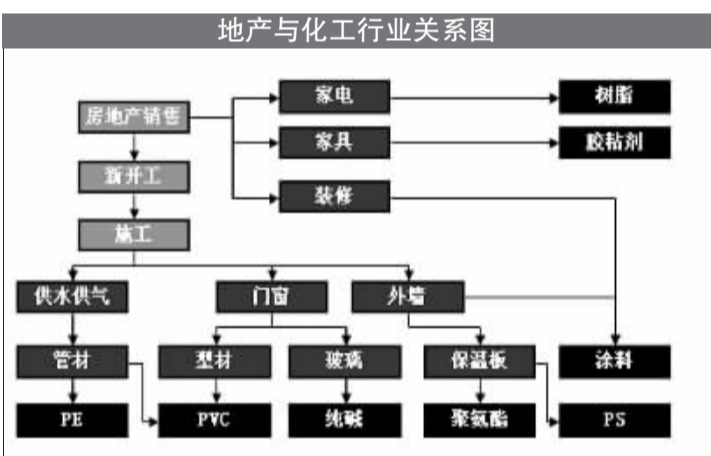
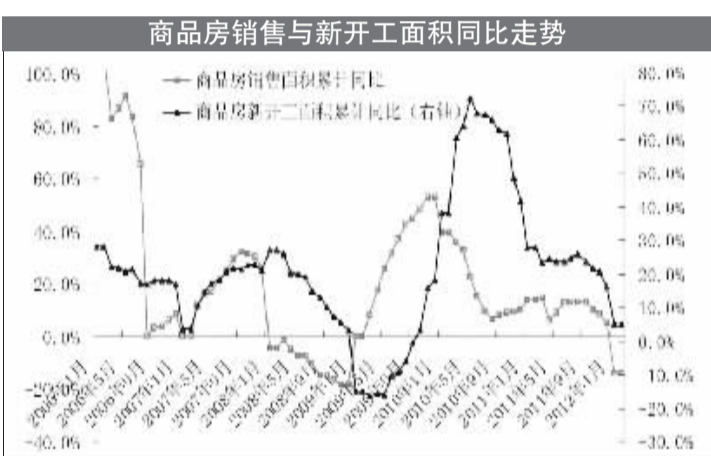
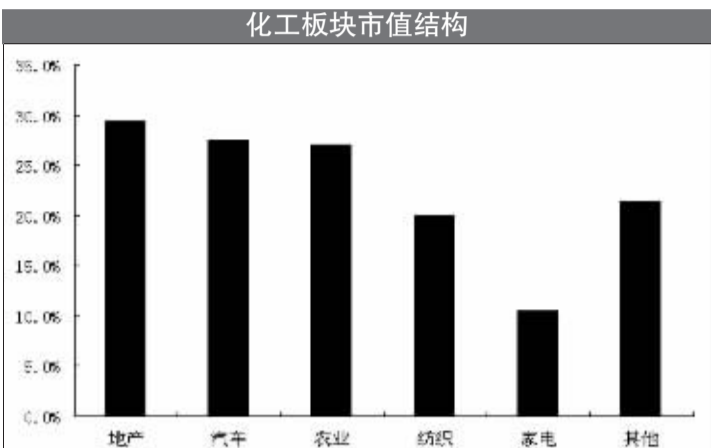
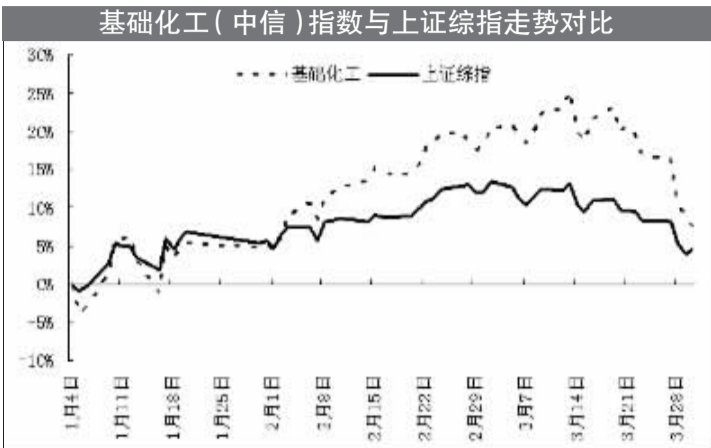
其次，伴随着节后开工重启，部分化工品价格出现强势上涨，其中的代表产品有丁二烯、己二酸、BDO，动辄涨幅百分之十几的周涨幅，似乎又让市场看到供给压缩以后供不应求的现象。而实际来看，化工行业的补库存仅仅停留在中游产业链内部，属于特定子行业供给压缩后的反弹和高成本推动的结果，而下游的补库存还没有大规模启动。所以在3月份开始，无论是生产还是价格又重新受到需求的抑制。并且，大部分披露1季报业绩预告的公司大大低于市场预期，在供给以及大幅压缩的情况下，价格和盈利都没有出现见底迹象，使得市场被悲观预期主导，加上政策面对于地产调控的延续，就出现了“过山车”行情。

年度策略验证
看对估值修复 低估值业绩下滑

我们在化工行业年度策略《悲观已在估值中，机会或在底部前》提出了两个观点：一是当时的化工板块估值隐含了2012年1-2季度30%-50%的业绩负增长，这么悲观的业绩预期对应极为悲观的宏观经济环境，或将达到政策容忍下限，将很快得到政策的修正，进而存在估值修复的机会；二是毛利收缩将持续到2012年1季度末，但受到资源品成本绝对价格高企、产能绝对过剩的影响，无法快速出现趋势性改善。

对第一个观点，市场走势基本符合我们的判断，在业绩底部之前市场就出现明显的反弹，主要来自于估值修复，市场觉得经济没有那么差或者说很快又将进入新的复苏周期)，但上市公司业绩下滑的幅度大大超过我们的预期。1-2月化学原料行业工业增加值得同比增长13%，对应行业的利润增速预计在-50%，而从已经公布的化工上市公司1季报业绩预告来看，传统化工业绩下滑幅度明显，其中氯碱和化纤等子行业将延续2011年四季度的趋势，出现行业性的微利和亏损。而种种迹象表明，目前的同比数据并不是最差的时候。

对第二个观点，时间上还有待检验，但判断错误的概率较大。除了节后短短2-3周的受到产业链内补库存的刺激而出现的毛利恢复假象外，基本上化工行业仍处于毛利压缩-高成本产能退出市场/寡头合谋限制开工的状态之中，这些情况基本已经在纯碱联合限产、西南氯碱企业降低负荷、PTA新产能大面积推迟投产、石化装置轮番检修等行业动态得到验证。但之前判断不同的是，在供给压缩的情况下，需求持续恶化对化工行业的冲击超出预期，且存在进一步变



差的可能。

地产需求是中期最大变量

作为典型的中游产业，景气度由上下游共同决定，但各个子行业之间存在极大的差异性，且对应不同的终端下游，所以，我们在分析需求冲击之前再次对化工板块市值结构作了梳理。按照子行业之间的相关性来划分，A股基础化工板块的市值权重最大的是农用化学品 26%，主要是化肥和农药类上市公司)，其次为塑料+两碱类 22%，主要是两

碱和塑料原料及制品)；而按照下游来分，最大的房地产、汽车和农业，分别影响板块市值的29%、27%和27%。

化工行业的整体研究将从上游盯住原油和化学矿(化学用煤、电力、天然气在中国是低频变化资源品)，而下游需求中，地产是中期变数最大，也是我们之前错判复苏时点的主要原因之一。

地产链化工品
需求风险仍未完全释放

近期，地产成交数据的恢复

再次成为市场的焦点，部分地产商加大了以价补量的力度和推盘的速度，加上部分城市首次购房贷款利率松动也一定程度上刺激被抑制的刚需，地产成交改善使得市场又掀起对于相关板块的热情。但如果更前瞻地去看地产销售、中期地产投资以及对相关行业的拉动来看，目前并不是需求最差的时候。

随着商品房销售越来越依赖银行融资(个人按揭)，我们用个人住宅消费贷款的新增规模作为地产销售的约束条件。历史上来看，消费个人住宅消费贷款的新增规模占全年新增贷款的10%-19%(其中2008年4.4%为极端情况)，我们按照12%~14%的相对中性占比假设，全年8万亿的新增贷款对应0.96~1.12万亿的新增个人住宅贷款。住宅销售杠杆率(新增个人住房贷款/销售额)中枢仍维持在15%-30%，而2012年较2011年购房信贷有所放松，20%-25%的水平可能性较大，测算的2012年的住宅销售增速区间在-21.0%-15.2%。而1-2月销售额累计同比-20.9%，已经进入较差区间。考虑均价10%左右的同比降幅，实际销售面积仍有10%的降幅。但是由于1-2月销售占比较低，在全年的销售规模约束条件之下，预计2012年住宅销售的月累计同比都将维持较低水平，而住宅占地产销售80%以上，基本房地产全年销售很难有太多超预期的可能。

而从历史来看，销售领先于新开工6个月左右，而新开工又领先于施工，目前新开工面积增速已经开始大幅下滑，至少到三季度新开工很难有明显的恢复，更为重要的是，近期看似美好的成交背后，更多地来自地产商的以价补量，不同于过去的量价齐升对于后续地产投资的再拉动，我们认为本轮的销售可能逐步恢复，但降价效应极大地改变了地产商对于地产投资的预期收益率，进而降低资金回笼后再投资的积极性，结构性信贷控制限制了地产商再投资的能力，对应到新开工的恢复时点有可能低于市场预期。

由于2011年保障房大量开工的影响，在销售和开工大幅下滑的同时，施工面积增速仍处于相对高位。而大部分化工品需求与施工面积增速更加相关，预计2012Q3-2012Q4的施工开始将出现大幅下滑。届时才有可能房地产相关的化工子行业需求最差的时候。

总体而言，地产对化工的影响大加上化工品自身弹性大，短期存在一些无法证伪的博弈式反弹机会，但从中期来看，地产相关的化工品行业仍是建议回避。即使2012年Q1可能已经是业绩最差的阶段，高成本企业大亏、低成本企业微利或者微亏，但离趋势性恢复还很遥远，更大的需求风险还未释放。

■ 每周酷图

尿素和磷肥价格冰火两重天



本周研究中心跟踪的70种化工品，上涨和下跌的各17种。下跌的品种以聚酯和聚氨酯产业链为主，上涨的品种无子行业特征。

国内外同步，尿素价格升温。今年由于天气等因素，前期全国范围内化肥价格在春耕旺季无持续性行情。虽然北方小麦返青用肥结束，但近期华东地区因为春耕和工业用途的需求放量，尿素价格持续上涨，短期上涨幅度达到80-100元/吨。后期，南方市场将因4月插秧化肥需求逐步启动。

而国际市场尿素价格也出现大幅上涨，以阿拉伯湾大颗粒尿素FOB为例，自年初以来累计上涨了190美元/吨，达到547美元/吨。如果以印度为目标市场的话，与中国出口中间成本差距不大，而按照国内淡季关税计算，该价格相当于国内出口不含税价格的2680元/吨，较国内目前价格有300-400元的空间，存在预期套利空间。2012年度尿素的淡季出口期为7-10月，随着出口淡季窗口的临近，国内拥有资金优势的大型厂家将减少国内供给，增加库存以备战出口，预计后期将继续逐步拉高国内价格。

印度化肥补贴下降，磷肥淡季出口承压。

受到磷矿石价格的推动，国内磷肥价格维持坚挺，其中一铵

60%)和二铵 64%)分别维持在2900-3000元/吨和3300-3400元/吨，但是近期国际市场磷肥快速下滑，其中摩洛哥FOB的二铵价格已经下跌到550美元/吨，按照国内淡季出口关税公式计算，相当于不含税出口价格的3310元/吨，与国内市场价格一致，而根据国内成本测算，非一体化磷肥企业在该价格之下基本无盈利。

国际市场磷肥价格下行主要受印度需求的影响。印度是国际上主要的磷肥需求国，年进口规模600-700万吨，而中国是其最主要的磷肥供应国之一。3月中旬，印度出台新财年化肥补贴预算，较2011年度削减9.3%，其中削减对象就是基于NBS(按养分的补贴机制)下放开销售管制的肥料，主要就是磷酸二铵、磷酸一铵和复合肥，并且计划将二铵的吨补贴额从上个年度的395美元削减到300美元。印度本地进口化肥的价格承受能力主要取決补贴额度。

2012年国内磷复肥淡季出口期6-9月，目前处于出口价格谈判期。据了解印度进口商对中国二铵报价CFR520-530美元/吨，相当于国内500美元/吨的FOB，扣税后低于国内市场价格。预计国内厂家难以接受印度的报价，但目前印度进口商拥有大约200万吨二铵库存，国内厂家议价能力有限，预计后期磷肥价格存在下行的可能。

三七价格再创新高
干旱成主要推手

四月初，成都中药材价格指数收于116.33，环比上升4.46个百分点，同比下降6.91个百分点。三七、板蓝根、当归、红花、连翘价格环比出现不同幅度的上升，其中三七价格又创历史新高，可谓一枝独秀。此外，川芎、党参、太子参价格环比均出现下滑。

中药材天地网中药材产业信息监测预警平台的监测数据显示，三七(80头)已经达到580-600元/公斤，而此前三七(80头)的最高价格为550元/公斤。连续三年干旱致使三七供不应求。2011年文山三七产量为470万公斤，需求量700万公斤，缺口超过200万公斤。

目前，从产地来看，三七货源走动依然较快，库存迅速下

降；从市场来看，货源走动速度自2012年3月中旬以来日趋平稳，三七的价格也在3月中旬创新高后转稳。考虑到三七需要3年的生长周期，且2012年产新季之前三七的产量难有大幅增加，三七价格大幅回落的可能性不大。以三七为原材料的主要中成药品种：白药产品(云南白药)、血栓通粉针(恒恒集团)、注射用血塞通(昆明制药)等，目前三七涨价对其影响不大，但需持续关注。

受云南干旱影响价格走高的，还有云南产的红花，红花2012年4月初整体价格为85元/公斤，环比上涨6.25%。不过，药厂对新疆红花更加青睐，云南红花实际市场消化一般。