

根据下游需求调整子行业配置

——2010 年石油和化工行业投资策略

分析师

王刚

☎ (86-10) 88366060 – 8867

✉ wanggang@cgws.com

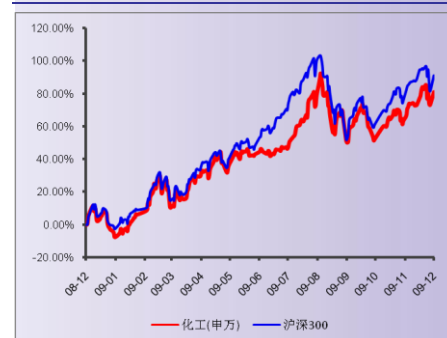
要点:

- 国际原油期货在 2009 年上涨超过 100%。出于对经济好转需求增加的预期,并且由于美元不断地贬值,原油价格在 09 年不断上涨。但是基本面方面,需求较为疲弱,供应较为宽松,无法支持原油价格的大幅上涨。我们认为在 2010 年,世界经济将继续恢复,美元则面临更复杂的形势,暂时无法走出弱势,原油期货价格将维持温和上涨态势。
- 化工子行业众多,我们认为应该根据下游行业的变化选择投资的子行业,并按照不同的时间配置。重点关注房地产相关氯碱、纯碱、有机硅;汽车相关橡胶轮胎、塑料;家电相关聚氨酯;以及化纤等行业。
- 时间上,我们认为一季度可以关注氮肥、化纤、橡胶轮胎,二季度氮肥、氯碱、纯碱、聚氨酯、化纤,三季度氯碱、纯碱、聚氨酯、石油加工,四季度石油加工和橡胶轮胎。
- 我们建议重点关注中国石油、中国石化、山东海龙、华鲁恒升、烟台万华、浙江龙盛、英力特、建峰化工等公司。
- 我们对整个化工行业给予谨慎推荐投资评级。

投资评级: 谨慎推荐

公司	09EPS	10EPS	评级
中国石油	0.64	0.78	推荐
中国石化	0.75	0.85	推荐
山东海龙	0.18	0.50	推荐
华鲁恒升	0.90	1.20	推荐
烟台万华	0.72	0.90	谨慎推荐
浙江龙盛	0.52	0.62	推荐
英力特	0.31	1.00	谨慎推荐
建峰化工	0.70	1.20	推荐

近日走势



相关报告

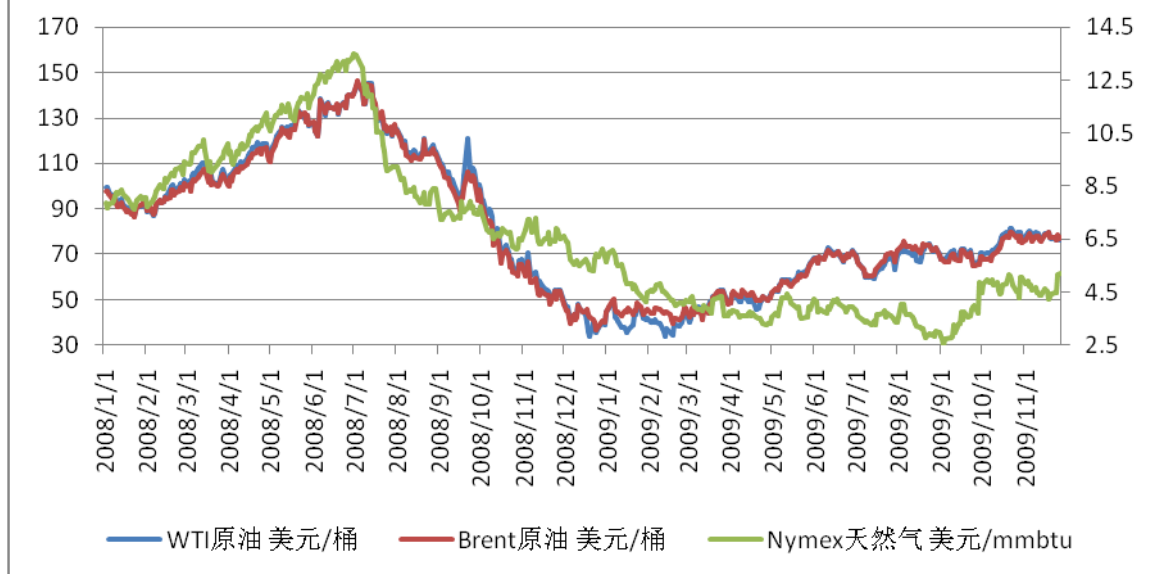
独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

国际原油：随着经济复苏将逐步上涨

回顾国际原油期货在 2009 年的表现，主要是一个震荡上扬的趋势。美国西得克萨斯轻油 WTI 连续合约在 2 月份的最低点为 33.98 美元，在 10 月份的最高点为 81.37 美元，涨幅 139.5%。其中在 6 到 9 月份主要在 70 美元的平台震荡整理，在 10 月份突破平台并最高达到了 81 美元。

图 1: WTI、Brent 原油期货以及纽交所天然气期货近两年走势图



数据来源：长城证券研究所

这一年国际原油走势出现了一些新的特点。

期货市场和股市出现了同涨同跌的现象。

在以往的经验中，投资者会将资金在各种不同的投资品中进行分布。当股市上涨的时候投资者就会把资金从期货市场转移到股票市场，反之亦然。但是在今年，股票市场和期货市场出现了同涨同跌的现象。

而引起股市和期市波动的原因，多数情况下是公布的宏观经济数据。石油需求的恢复取决于经济的恢复，低迷的经济抑制石油的需求，当经济走出低谷时，石油需求也将随之增长。因此，当定期发布的宏观经济数据显示经济正在好转的时候，股市和期市就会同步上涨，反之亦然。我们认为这种情形可能会持续到全球主要经济体走出经济危机的阴霾。

但是应该注意到，这种影响根多的是一种预期效应，而非实际上的需求增长。

美元汇率仍在深刻影响石油价格

长期来看，美元汇率和石油价格呈负相关，特别在最近一个阶段表现明显。美元



指数在一季度中从前期高点下跌，国际原油也在同时开始从阶段低点反弹。2008 年美元指数处于历史低点的时候，也正是国际原油攀上 147 美元历史高点的时刻。

图 2：美元指数与 WTI 原油期货近十年来走势图



数据来源：Wind 资讯

美联储在未来一段时间内有很大可能会继续维持低利率政策。而其他经济体则可能会采取不同的措施，澳洲已经连续两次加息，欧洲已经在讨论退出机制，我国也可能会放弃紧盯美元的汇率政策，美元汇率可能会在面临更复杂的形势。国际原油价格也将受到影响而发生变化。

基本面因素虽然未能主导原油价格，但仍在制约着原油价格的非理性变化

经济危机爆发以来，美国的石油需求发生了比较大的萎缩。在 08 年底的 12 月份左右时，美国日均石油需求还有约 2000 万桶，但是在 09 年的 6 月份，正值美国夏季用油高峰时，日均只有需求已经到跌倒了 1800 万桶，同比最多时下跌了 7.9%。目前（11 月 13 日）同比仍然低 4.1% 左右。美国的石油需求并未随着“经济的预期好转”而增加。

在供给方面，欧佩克目前日均产量约 2900 万桶，比制定的 420 万桶减产计划高 165 万桶，减产的执行率仅有 63%。主要原因是经过近期的上涨，原油价格已经达到了产油国心理的合理价位，扩产增加收入的冲动占据了上风。同时，欧佩克还有每天约 500 万桶的备用产能，足以弥补未来一段时期内石油需求恢复可能造成的供给缺口。

美国库存仍然高企。根据美国能源信息署数据显示，截止 11 月 20 日的一周，美国商业原油库存比前周上升 100 万桶，为 3.378 亿桶，比去年同期高 6.1%。其中库欣



原油库存 2950 万桶，比前周上升 120 万桶；馏份油库存比前周下降 50 万桶，为 1.669 亿桶，比去年同期高 25.7%；汽油库存比前周上升 100 万桶，为 2.101 亿桶，比去年同期高 4.8%；航煤库存比前周下降 140 万桶，为 0.424 亿桶，比去年同期高 11.3%；全美商用石油库存为 10.851 亿桶，比前周下降 90 万桶，同比高 6.1%。原油进口量为 895 万桶/日，较前周上升 37.1 万桶/日；成品油进口量为 277 万桶/日，较前周上升 32.2 万桶/日；开工率比前周上升 0.9 个百分点，为 80.3%。

美国炼厂 80%的开工率也印证了美国需求的疲弱。同时这些数据需要综合判断，如果某一周美国原油库存意外下降，可能并不是由于需求上升，而是由于原油价格上涨，使生产商倾向于使用库存而不是买新的原油。相应的，某一周原油进口量大涨，同样也可能是因为原油价格走低生产商更倾向于使用进口原油，同样不能得出需求上升的结论。

从需求、供给和库存三个方面，我们的结论是，基本面暂时无法支撑过高的原油价格。

我们认为，在 2010 年，国际原油价格将温和上涨。现阶段，原油的金融属性仍强于其商品属性。在世界经济逐渐好转的背景下，在美元仍然弱势的现实下，虽然有并不坚挺的基本面的制约，但是原油期货价格仍将温和的上涨。

化工行业，根据下游选择子行业

化工行业按照不同的标准可以细分为不同的子行业，我按照产品和下游大致划分如表 1。

化工的不同子行业处于不同的产业链部位。既有处于上游的石油开采与加工，也有处于下游直接面对消费者的日用化学品，更多的则是处于中游，面对不同的下游行业。

所以，不同的子行业景气周期并不是同步的，而是根据下游行业的变化而变化。以在一年中的不同时间来说，化肥的主要景气时间是在春天 2 - 6 月份，而印染等行业则在四季度迎来最好的时光。

不同的子行业成本传导能力、议价能力也是不同的。化肥、成品油等价格经常受到国家政策调控，在成本传导方面能力较差。而化工新材料则完全可以根据市场环境的变化调节自己的价格。

表 1：化工的子行业

子行业	更细的划分		下游行业
石油开采与加工	石油开采		石油加工
	石油加工		化工、成品油
	石油贸易		
	天然气		城市燃气、化工
化学原料	氯碱	P V C	建材、房地产
		烧碱	炼铝、造纸
	纯碱	纯碱	玻璃、冶金、印染
	无机盐	无机盐	
化学纤维	粘胶		纺织服装
	氨纶		
	锦纶		
	腈纶		
	涤纶		
化学制品	纺织化学品	染料	
		印染助剂	
	化肥	氮肥	农业
		磷肥	
		钾肥	
		复合肥	
	农药		
	民爆		基建
	涂料油漆		建筑、家具
	日用化学品		消费
化工新材料	化工新材料		
橡胶	轮胎		汽车
塑料	塑料制品		



我们认为在 2010 年度，还是根据下游行业的变化选择投资的子行业。

房地产虽然在 09 年已经有了恢复，但是考虑到房屋预售制度以及上游化工品的库存效应，真正的需求拉动将是在 2010 年，上游的 PVC、纯碱、有机硅等行业值得关注。

汽车的购置税减免政策有消息称 2010 年将继续延续，那么汽车上游的轮胎、聚氨酯、塑料等行业也值得关注。

家电下乡的力度在不断加大，和家电密切相关的聚氨酯保温材料为 MDI 行业带来了一定的机会。

化纤行业自今年二季度开始一直处于上升势头，产品价格不断上涨，化纤行业实际上是自今年以来，表现最好的子行业，在 2010 年值得继续关注。

天然气的价格改革 2010 年将成为一个重点事件，并将影响到众多的行业，不仅仅包括天然气生产企业，还包括以天然气为原料的众多化工企业。对相关行业的影响有利有弊，需要密切关注。

春耕生产又将展开，我们建议关注农业相关的行业。

部分子行业点评

氯碱

PVC 的价格在 09 年始终围绕着 6500 元每吨波动，上半年主要在 6500 的下方，下半年主要在 6500 元的上方，这也符合全年石油价格不断上涨的趋势。因为 PVC 的价格和石油价格密切相关，石油价格直接影响乙烯法 PVC 价格。

国家上调了工业企业用电，吨 P V C 耗电在 7000 度-9000 度，每度电上调 0.028 元，那么每吨电石法 PVC 的成本就上升了 200 元-250。我们建议关注电力自给率较高的企业。如果增加的成本能够向下传递，那么自给率高的企业就能够增厚业绩。如果不能向下传递，那么这些企业也能够有效控制成本。

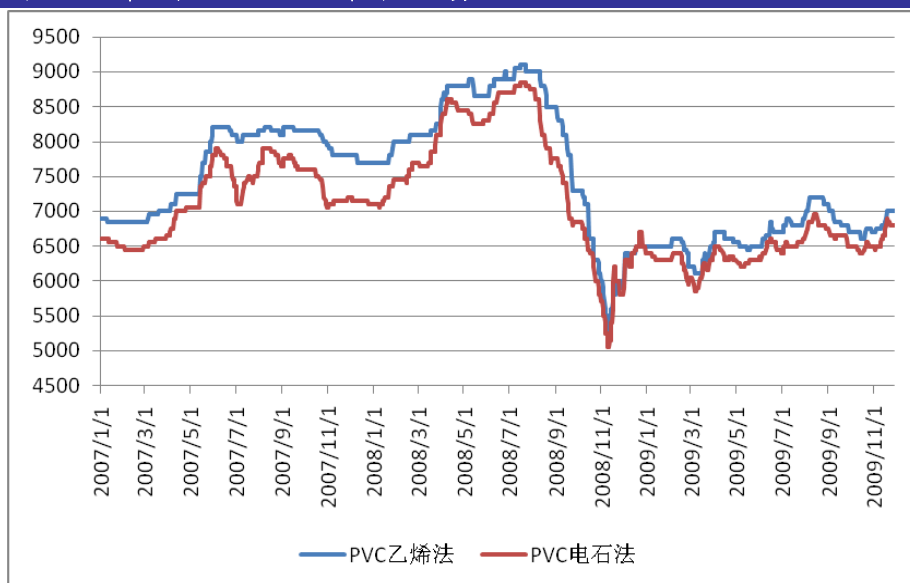
目前西部三家主要的氯碱企业基本数据如下表，可以看到英力特完全可以实现电石和电力的自给，新疆天业的电力由集团供给，部分程度上的自给，而中泰化学自给率较低。因此从电力涨价的角度讲，英力特较有优势。

从对 PVC 价格的敏感度角度，英力特对 PVC 价格上涨最为敏感。

表 2: 三家氯碱公司比较

	股本	PVC 产能	电石配套	电力配套	每百元敏感性
英力特	177061132	27.5	基本自给	400MW, 28 亿度	0.15
新疆天业	438592000	30	基本自给	70%由集团供给	0.07
中泰化学	536860000	46	约 30%	50MW, 电力自给率较低	0.09

图 3: 乙烯法和电石法近三年价格走势 元/吨



数据来源：长城证券研究所

英力特 09 年完成配股，收购了集团持有的西部公司全部股权，对西部公司控股从 43.71% 提高到 84.47%，公司在 10 年的业绩相比 09 年，将会有较大的增长。

图 4: 烧碱近三年价格走势（元/吨）



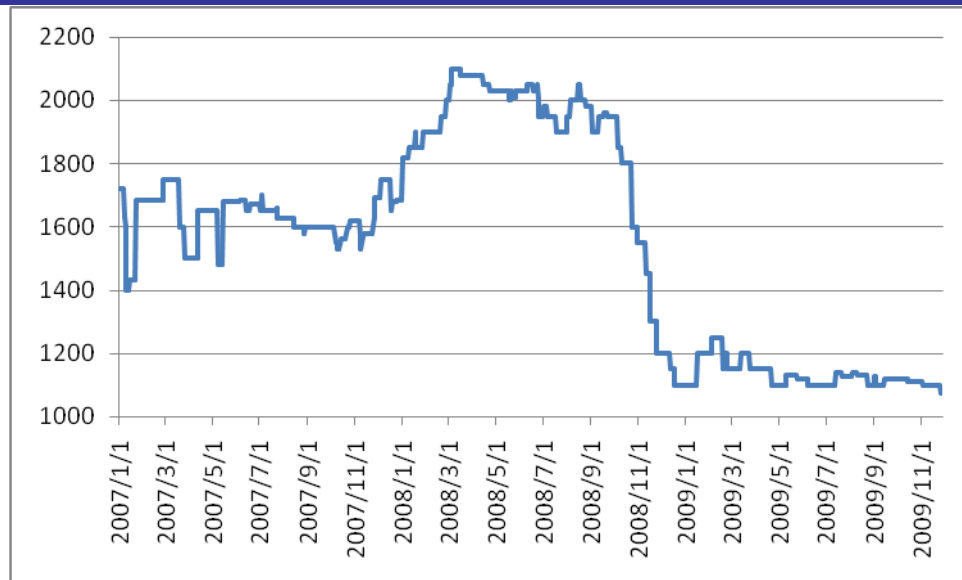
数据来源：长城证券研究所

烧碱的形势仍然不很乐观，价格仍然持续走低。

纯碱

纯碱价格也持续在谷底调整。由于季节因素，钢铁、水泥、玻璃等行业都在下降。真正的需求回升可能会出现在明年二季度。纯碱类上市公司 09 年三季报仍在亏损，建议持续的观察等待。

图 5：纯碱近三年价格走势（元/吨）

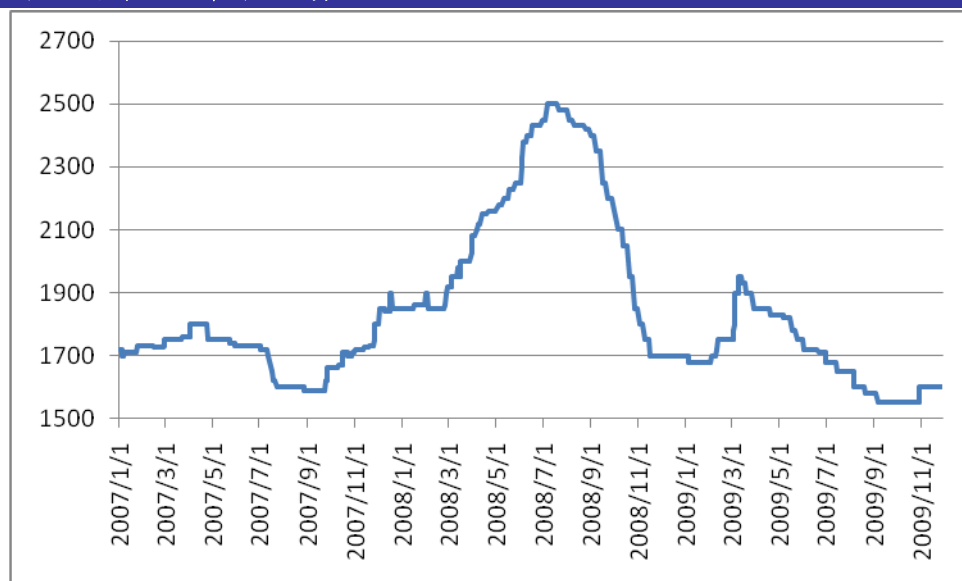


数据来源：长城证券研究所

化肥

2009 年，化肥行业都是处于比较低迷的状态，磷肥和钾肥持续不断的走低，尿素年初表现不错但随后也不断的跌价，到了年底淡储启动才有部分的反弹。

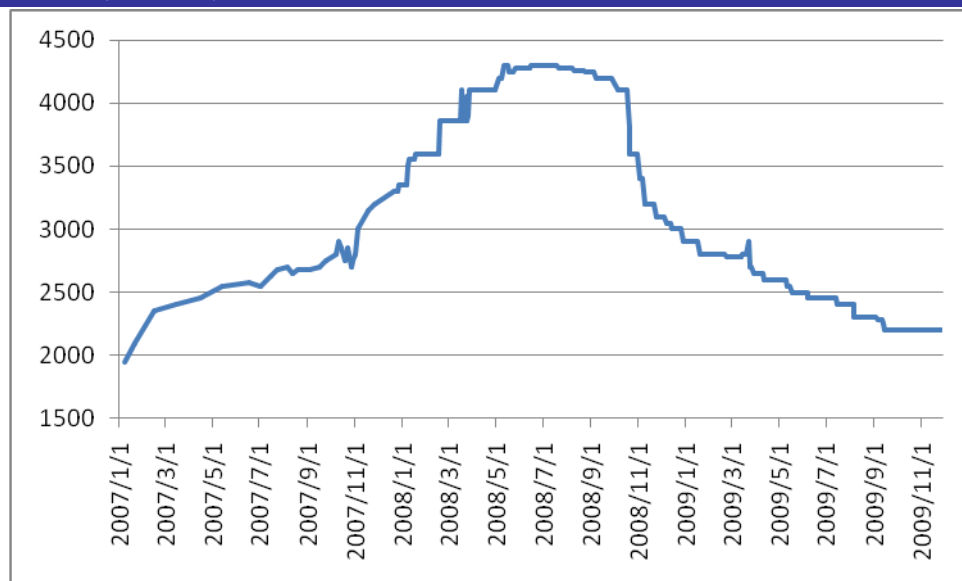
图 6：尿素近两年价格走势（元/吨）



数据来源：长城证券研究所



图 7: 磷肥近两年价格走势图 (元/吨)



数据来源: 长城证券研究所

图 8: 钾肥近两年价格走势图 (元/吨)



数据来源: 长城证券研究所

国家调整天然气定价机制的预期在近一段时间变得强烈。一直以来国家对化肥企业用气给予着较大的优惠, 这是出于维持化肥价格稳定, 确保农民能够用得起化肥的考虑, 这个考虑仍然是管理层权衡的重要方面。因此我们认为即使在调整了定价机制后天然气价格大幅上涨, 国家仍会保持对化肥企业的一定程度的优惠。

一吨尿素约需要天然气 700 立方米, 根据我们的测算, 但天然气的价格上涨到 1.3 元/立方米的时候, 气头尿素将和煤头尿素的成本相当, 目前化肥企业用气成本约为 0.8

元/立方米。

我们认为明年一季度尿素价格很有可能会有一波上涨，一方面是成本的推动，另一方面春耕再次开启，需求旺季到来，也会刺激尿素价格上涨。

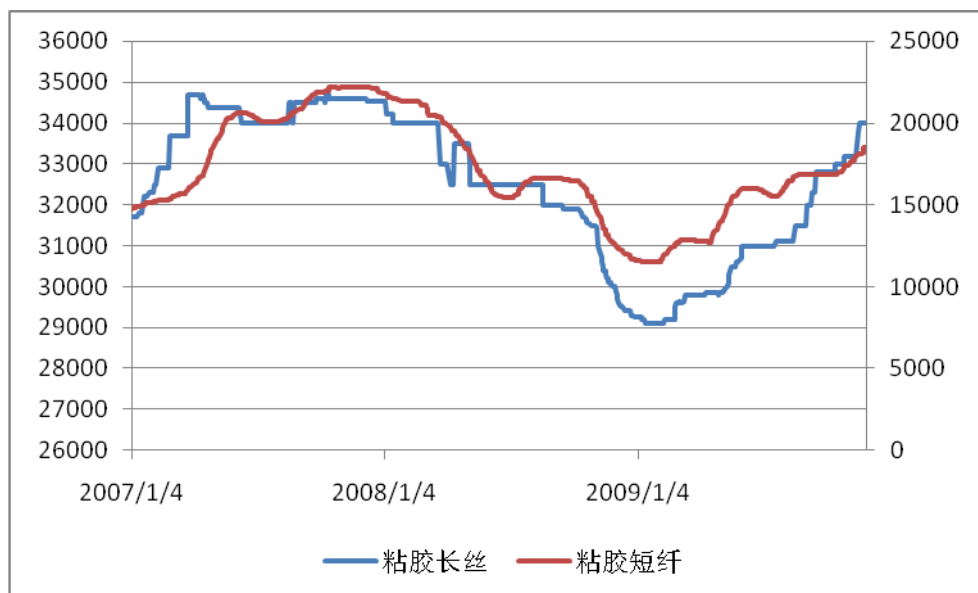
我们建议关注国家的天然气政策，就目前情况看，气头尿素和大型煤头尿素值得投资者关注。

磷肥和钾肥面临的形势更复杂一些。最近一段时间黄磷，进口钾肥的价格都有所上涨，能否带动国内磷肥和钾肥价格的上涨仍存在一些变数。

化纤

粘胶短纤和长丝今年以来是一个连续上涨的态势，并且都已经接近了前期高点。

图 9：粘胶短纤和粘胶长丝近三年走势图（元/吨）

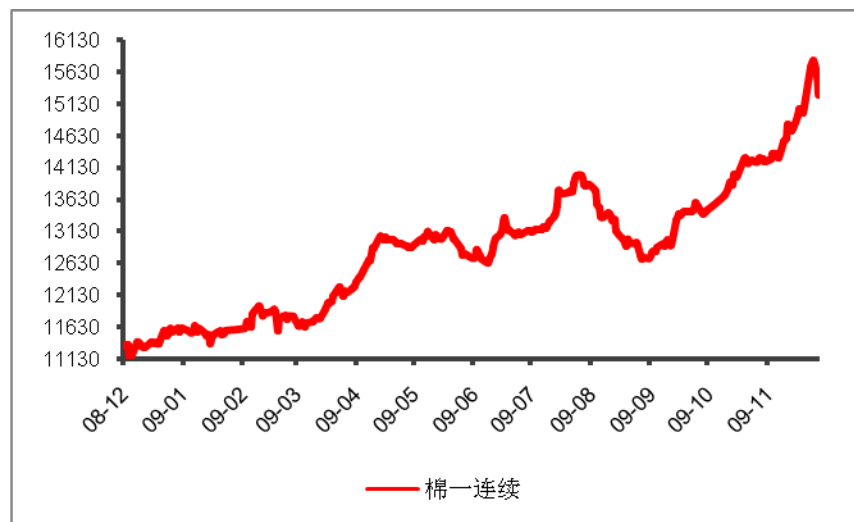


数据来源：长城证券研究所

粘胶价格的上涨，一方面是下游需求的拉动，另一方面则是受到了棉花价格上涨的推动。

郑州商品交易所棉花首行连续合约的走势中可以看到，和 09 年初相比，郑棉期货的价格上涨了约 35%。除了在 8 月份有一次较大的调整之外，一直是一个持续向上的走势。棉花期货走高主要与棉花减产预期有关，特别是最近棉花价格出现了非理性的上涨。国家抛出储备棉，暂时平抑了棉花价格。但是仍处于高位的棉花价格将继续支撑粘胶价格。

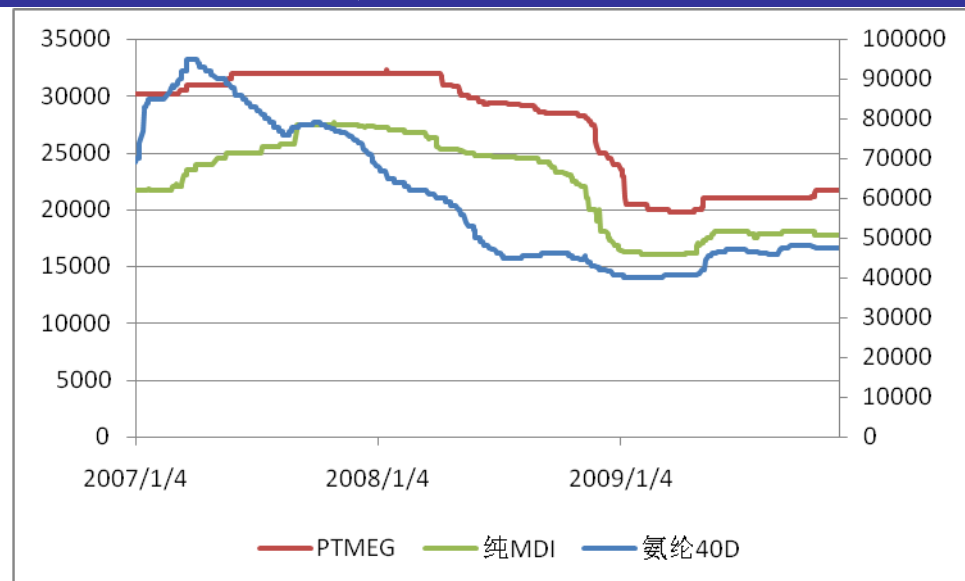
图 10: 粘胶短纤和粘胶长丝近三年走势图 (元/吨)



数据来源: 长城证券研究所

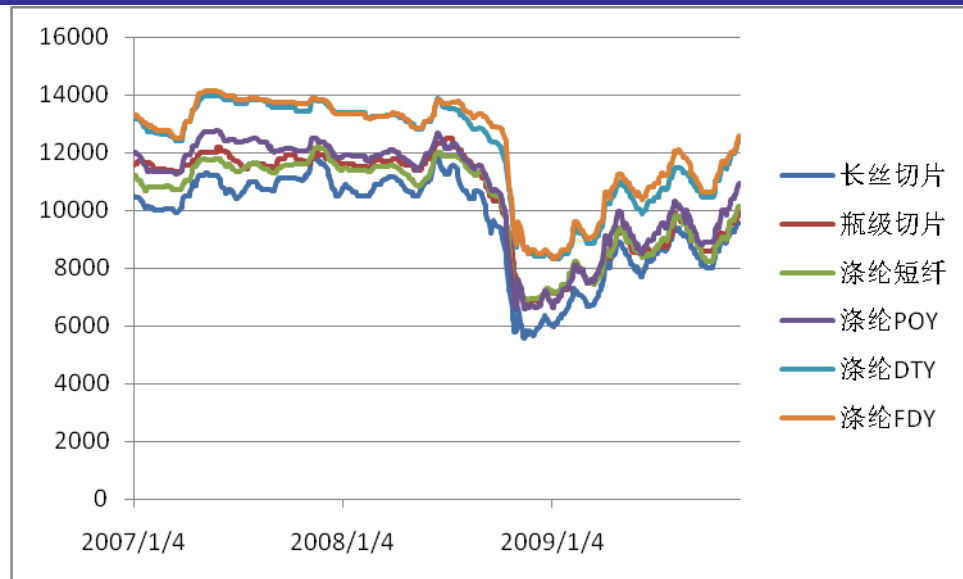
氨纶和两种原料 PTMEG、纯 MDI 在 09 年基本保持了一个同步的走势。目前纯 MDI 价格虽然有所走低, 但是 PTMEG 价格反而有所走高, 所以总体上氨纶成本保持着稳定。同时部分企业正在安排检修计划, 未来供应量会略微减少, 加上目前经销商库存不多, 未来氨纶价格可能还有上涨的机会。

图 11: 氨纶和纯 MDI 近两年走势图 (元/吨)



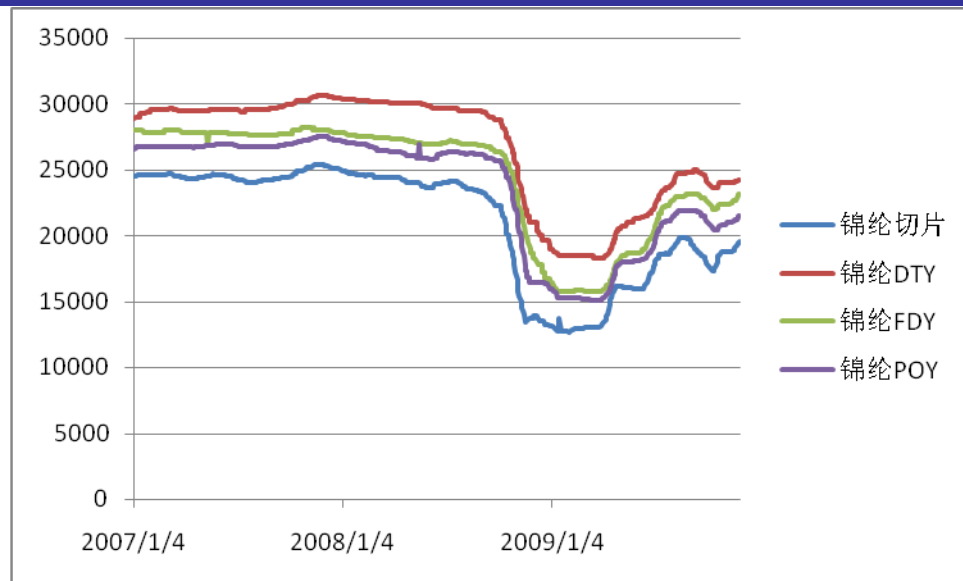
数据来源: 长城证券研究所

图 12: 涤纶近三年走势图 (元/吨)



数据来源: 长城证券研究所

图 13: 锦纶近三年走势图 (元/吨)



数据来源: 长城证券研究所

涤纶和锦纶最近价格的上涨, 主要是受到了成本的推动。涤纶上游 PTA, 锦纶上游纯苯等由于受到原油价格上涨的推动而一直保持较高的位置并在不断上涨。为了转移成本压力涤纶和锦纶企业纷纷提价。我们认为未来由于原油价格将会温和走高, 涤纶、锦纶的价格也会在成本推动下继续的上涨。

化纤行业中, 我们建议重点关注粘胶企业和氨纶企业。

聚氨酯

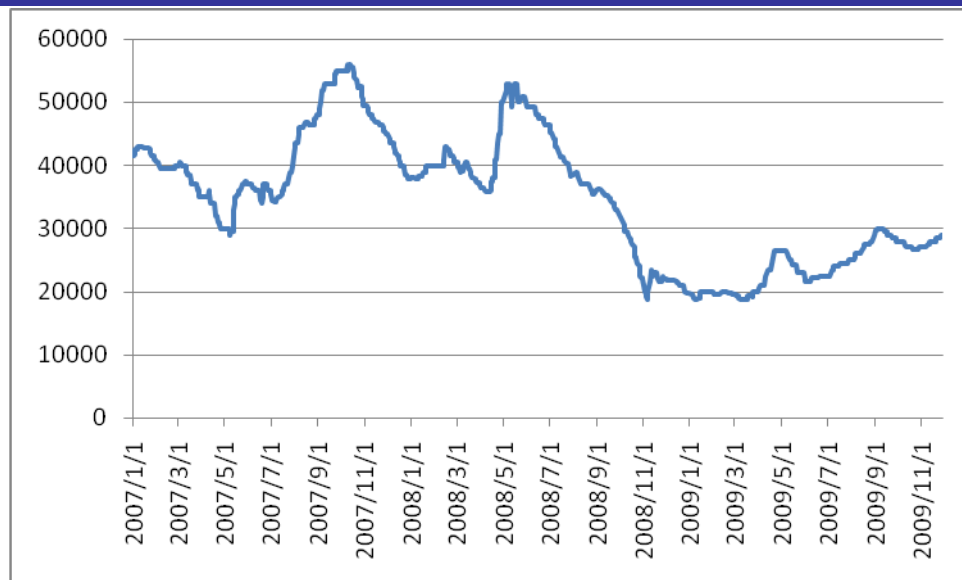
聚合 MDI 的三分之一是用在冰箱领域，将受益于国家的家电下乡政策。根据长城证券家电研究员的测算，2010 年农村地区冰箱增长将达到 50%，进而带动整个行业增长 15%。聚合 MDI 的需求量也会随之提高。

图 14: MDI 近两年价格走势 元/吨



数据来源：长城证券研究所

图 15: TDI 近两年价格走势 (元/吨)



数据来源：长城证券研究所

国家的节能减排工作继续推进，为应对气候变化，我国已经承诺了具体的减排指标。在节能的大环境下，建筑节能可能会得到国家的进一步重视。我国建材及建筑能

耗占总能耗的 47.3%，建筑的单位面积采暖能耗是国际上气候相近的发达国家的 2-3 倍。在国际上，聚氨酯材料广泛的应用与建筑物的屋顶、墙体、天花板、地板、门窗等作为保温隔热材料。欧美发达国家建筑保温材料中有 49% 聚氨酯材料，我国这个比例不足 10%。节能减排也将为 MDI 行业带来发展机遇，但这取决于国家政策，带有较大的不确定性。

综合以上子行业的情况，我们认为在 2010 年，各子行业大致的配置时间如下。这个时间只是我们预估的一个结果，由于国际原油期货走势的不确定性和宏观经济走势的复杂性，实际情况可能和我们预估有比较大的差距。

表 3: 各子行业的时间配置

	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
氮肥				
氯碱				
纯碱				
聚氨酯				
石油加工				
化纤				
橡胶轮胎				

重点关注公司点评与盈利预测

华鲁恒升 600426

拥有合成氨 70 万吨、尿素 110 万吨、DMF23 万吨、甲醇 32 万吨、三甲胺 6 万吨和醋酸 35 万吨的产能。公司的水煤浆煤气化装置技术领先，使其成本较其他煤头尿素企业要低。同时多样的下游产品使公司具有多联产优势并可一定程度规避下游需求波动带来的风险。

烟台万华 600309

烟台万华是世界上掌握 MDI 生产技术的少数公司之一，也是国内 MDI 的主要供



应者。目前烟台万华在烟台本部有 20 万吨产能，在宁波有 30 万吨产能，宁波的二期 30 万吨将在明年投产。同时烟台本部通过搬迁，新形成 60 万吨 MDI、30 万吨 TDI 产能。届时万华将成为世界上最大的 MDI 企业之一。

MDI 的价格仍然是万华面临的主要风险，近期 MDI 的价格有所下降，与下游进入淡季有关。我们预计明年二季度 MDI 价格会有一定程度反弹。

浙江龙盛 600352

浙江龙盛的业务目前包括染料、中间体和水泥添加剂，是国内最大的染料企业之一，同时公司控制着关键的中间体间苯二胺市场。全球染料巨头德国 Dystar 公司宣布破产，浙江龙盛少了一个主要竞争对手，同时空出来 20%-30% 的市场空间也为浙江龙盛的扩张提供机会。

水泥减水剂是龙盛另一个主要产品，将直接受益于基建和房地产。

山东海龙 000677

国内粘胶短纤的龙头企业，粘胶产能 27 万吨、棉浆粕产能 24 万吨，基本配套。粘胶价格不断上涨，公司的业绩也在不断改善，一季度亏损，二季度实现了扭亏，四季度的业绩应该是全年最好的部分。棉花的高价格为粘胶价格提供了支撑。

目前山东海龙股价略高，投资者可在调整时买入。整个化纤板块也是同样。

中国石化 600028

2010 年我国的通胀将重新抬头，如果国际原油价格继续上涨，成品油调价将面临较大的压力，发改委很可能在调价时间和调价幅度上向消费者倾斜。中石化也将面临比较大的经营压力。相反的，如果原油价格适度回落，可能对中石化反而比较有利。

中国石油 601857

在原油目前所处的区间，原油价格上涨相对对中石化更加有利，中石化对成品油价格没有中石化敏感。但是国际原油走势是无法准确的进行预测的，总体上来讲我们认为原油会温和的上涨，从而为中石化带来投资机会。

建峰化工 000950

二化项目即将建成投产，公司尿素产能从 56 万吨扩张到 136 万吨，将一跃成为国内最大的尿素生产商。公司目前面临最大的风险在于天然气价格的变化。



表 4、重点公司业绩预测							
	最新收盘	09EPS	10EPS	09PE	10PE	PB	投资评级
中国石油	13.50	0.64	0.78	21	17	3.00	推荐
中国石化	12.18	0.75	0.85	16	14	2.89	推荐
山东海龙	10.31	0.18	0.50	57	21	6.72	推荐
华鲁恒升	23.79	0.90	1.20	26	20	4.37	推荐
烟台万华	23.98	0.72	0.90	33	27	8.01	谨慎推荐
浙江龙盛	11.11	0.52	0.62	21	18	3.52	推荐
英力特	18.45	0.31	1.00	60	18	3.91	谨慎推荐
建峰化工	17.45	0.70	1.20	25	15	3.03	推荐

研究员介绍及承诺:

王 刚: 2000 年至 2007 年就读于清华大学化学工程系, 获工学学士、硕士学位。2007 年加入长城证券, 石油化工与基础化工行业研究员。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	
行业评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。		