



国金证券

SINOLINK SECURITIES

www.gjzq.com.cn

节能减排与资产整合是主线

石油&化工2010年1H投资参考

2010年3月

国金证券研究所 刘波

电话：(8621) 61038283

邮箱：liubo@gjzq.com.cn

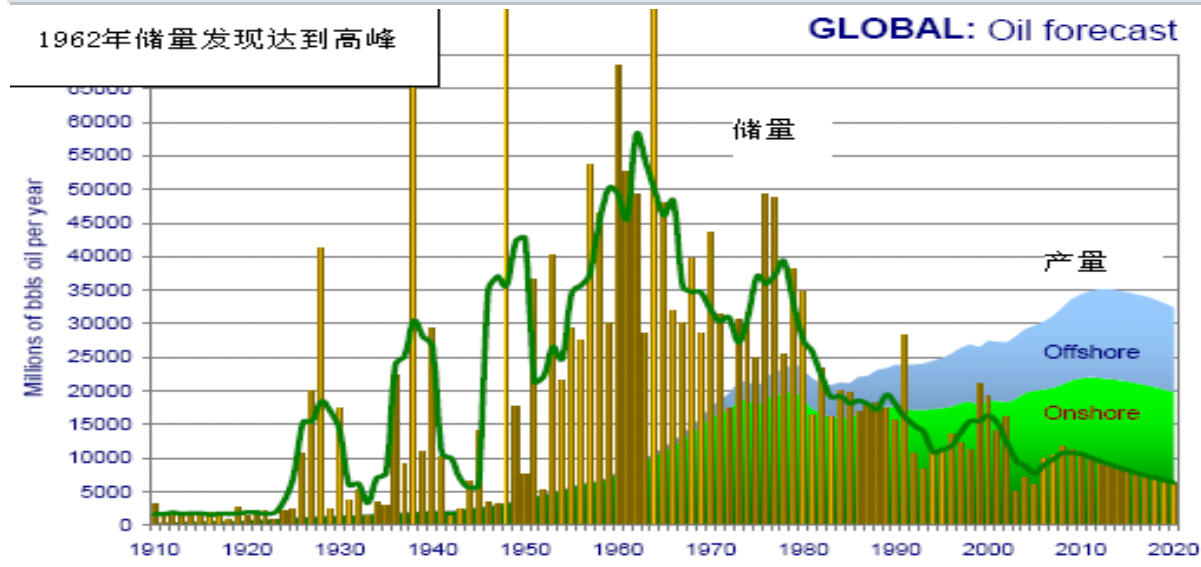
- 预计二季度油价仍维持高位运行态势，70-90美元/桶之间震荡；尽管世界拥有600万桶/日的剩余产能，经济复苏预期与OPEC的限产可能使油价维持高位。
- 二季度重点关注两大版块：
 - 1、节能减排：是政策趋势，发展空间极大。一是新能源规划及建筑节能规划可能先后推出；二是各地开始落实低碳减排任务或环保责任。重点公司：鲁阳股份、科达机电、烟台万华、沧州明珠、巨化股份等；
 - 2、重组及整合：整合预期、资产收购及重组盈利提升。重点公司：ST马龙、英力特、美景能源、中泰化学等。

- **2010年1H油价： 70-90美元/桶**

世界前20位油田排名列表

国家	油田名称	产量 (桶/天)
沙特阿拉伯	Ghawar	5,000,000
科威特	Burgan	1,200,000
阿塞拜疆	Azeri-Chir	850,000
墨西哥	Ku-Maloob-	800,000
阿布扎比	lower zaku	750,000
俄罗斯	Samotlor	750,000
墨西哥	Cantarell	660,000
俄罗斯	Priobskoye	650,000
伊朗	Bangestan	600,000
沙特阿拉伯	Shaybah	500,000
阿布扎比	Bu Hasa	500,000
卡塔尔	Al Shaheen	480,000
哈萨克斯坦	Tengiz	450,000
俄罗斯	Fedorovo-S	400,000
阿尔及利亚	Hassi Mess	380,000
沙特阿拉伯	Abqaiq	375,000
委内瑞拉	El Furrial	370,000
巴西	Marlim	350,000
委内瑞拉	Junin	320,000
阿布扎比	Bab	320,000

世界原油产量高峰即将来临



抑制油价因素:

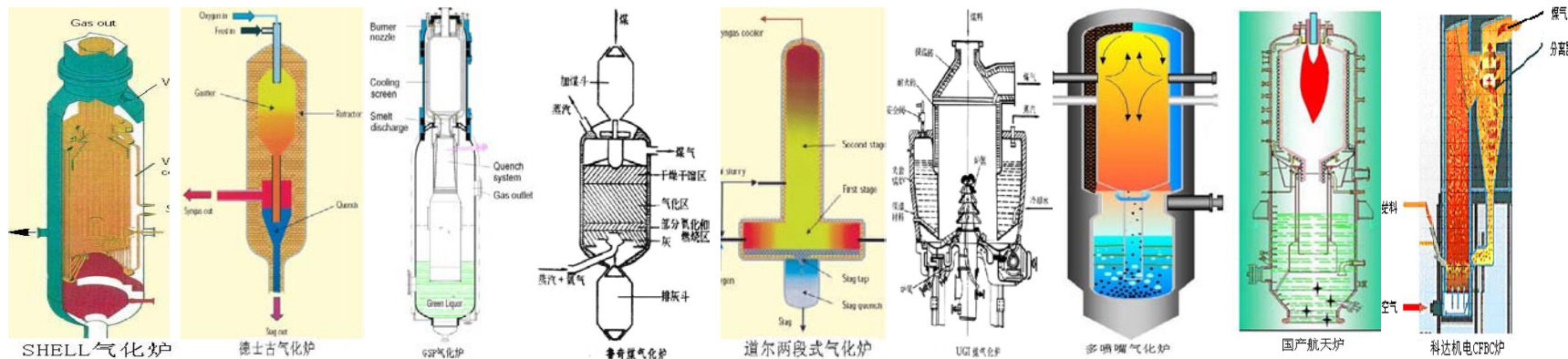
- 伊拉克计划将产量从250万桶/日提升至600万桶/日
- 高油价下加拿大油砂增产
- 高油价抑制全球经济复苏

高油价推动力:

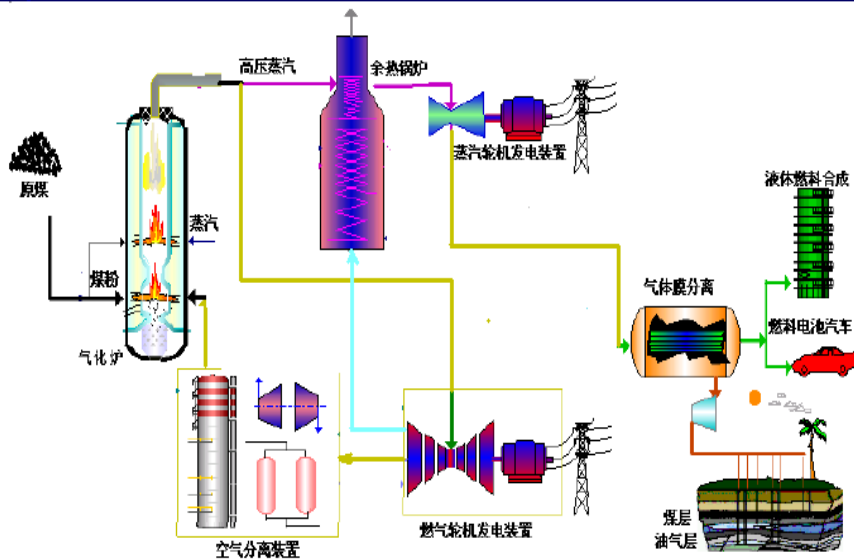
- 陆地增长有限, 可能3-5年达到产量高峰, 而海洋勘探成本高, 进展慢
- 低油价下OPEC、加拿大油砂减产
- “峰值”理论必定重新获得认识

- 节能减排：拥有巨大的发展空间

市场主要的煤气化炉

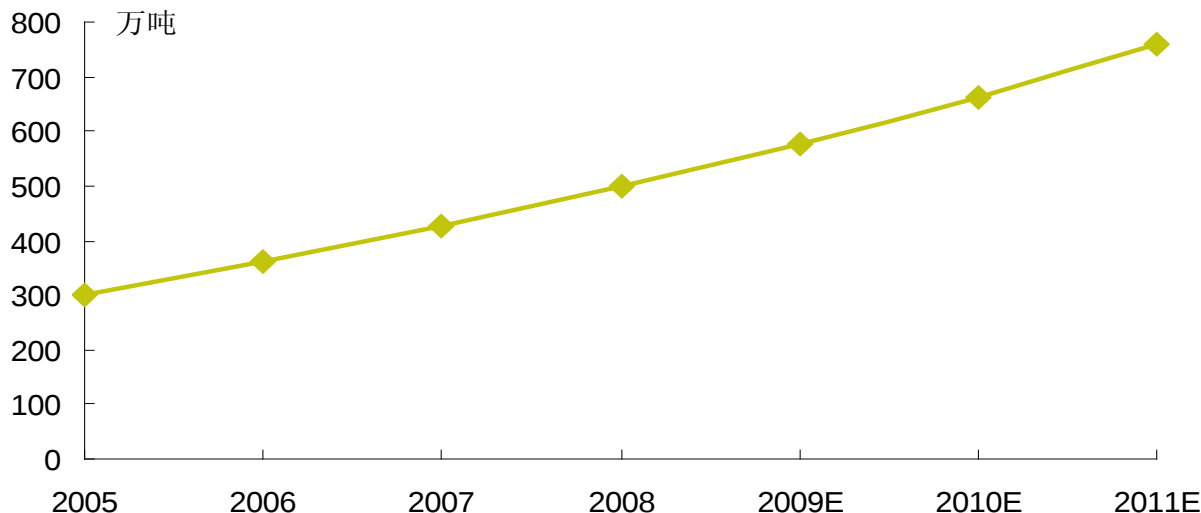


中国的绿色煤电流程图 (GreenGen)



- 洁净煤利用新技术: Shell、德士古、Luqi、GSP、航天炉、西北热工院两段炉、多元浆、科达机电常压炉等
- 洁净煤发展空间巨大: 陶瓷行业有老式煤气炉2000台以上, 替换空间很大
- 中国下一步洁净煤气化技术发展爆发点: IGCC。可实现近零排放、可处理高硫煤和高硫燃料、可组成先进的能源多元化生产系统
- 洁净煤利用新技术的关键在于煤气化技术是否成熟

国内节能材料需求



- 建筑节能规划将出台;
- 外墙保温市场至少有3万亿元的容量, 而目前这个市场才刚刚起步, 每年市值仅25亿元;
- 在解决了高性能、低成本之后, 外墙保温材料将获得更大发展。

民用建筑节能发展阶段

建筑节能	第一阶段	第二阶段	第三阶段
时间	国外1970-1977 国内1990-2005	1977-目前 2005-目前	研发及起步阶段 研发阶段 酚醛树脂、陶瓷纤维
墙体保温材料	空心砖、玻璃棉	聚苯乙烯、聚氨酯	

三种建筑保温材料应用对比

性能对比	聚氨酯喷涂	聚氨酯板	聚苯板	陶瓷纤维
防火温度	170-450℃	170-450℃	100-600℃	800-1400℃
施工便易性	*	***	***	*****
呼吸性能	*	***	***	*****
可修补性	**	*****	*****	*****
平整性、平整度	**	*****	*****	*****
粘结强度	*****	*	*	*
老化问题	受紫外线和温度的影响较大	受紫外线和温度的影响较大	较好	无
材料外挂面砖	26m楼高以上禁用	无限制	无限制	不需要
主要应用领域	冷库、办公大楼	冷库、办公大楼	民用建筑、冷库、办公大楼	工业节能
潜在领域	民用建筑	民用建筑		民用建筑

- 《蒙特利尔议定书》加速淘汰HCFCs的调整案：发达国家在2020年完成HCFCs淘汰；发展中国家于2013年冻结在2009-2010年的平均水平，2015年要完成削减基线水平10%任务，2020年要削减35%，2025年要削减67.5%，2030-2040年只允许保留2.5%的维修量。
- 中国是世界上最大的R22生产国和使用国。2008年，我国在制冷空调行业HCFCs总使用量达10.46万吨，预计2013年的冻结用量（基线水平）为13.81万吨。要在2015年完成消减基线水平10%的任务。
- R22的主要替代品是HFCs及其混合物，主要有R134a、R410A、R407C、R417A、R422D、DYP-3、DYP-5、RS-44等。在家用空调领域，R290和R161以及CO₂、R1234yf和R32等自然制冷剂或新型制冷剂。

	2008.12	2009.2	2009.3	2009.4	2009.5	2009.6	2009.7	2009.8	2009.9	2009.10	2009.11	2009.12	2010.1	2010.3	2010.3.1
产 品	价格（元/吨）	价格（元/吨）	价格（元/吨）	价格（元/吨）	价格（元/吨）	价格（元/吨）	价格（元/吨）	价格（元/吨）	价格（元/吨）	价格（元/吨）	价格（元/吨）	价格（元/吨）	价格（元/吨）	价格（元/吨）	价格（元/吨）
R22	9050—10000	9050—10000	9900—12000	9150—12000	8500—11900	8100—11900	8100—11900	8900—12900	8700—12900	9900—12900	11200—13500	11500—13600	14000—18000	15400—16000	15800—
R12	16500—18500	16500—18500	17500—25500	17800—25500	21000—31200	19800—32000	19800—32000	23000—32000	22000—32000	22000—32000	22000—32000	22000—32000	22000—32000	22000—32000	22000—
R134a	27000—33500	27200—33800	27800—33800	36500—38200	33000—38200	32000—38200	32000—38200	32000—38200	32000—38200	34500—40000	34500—40000	34500—40000	50000—60000	45000—58000	48000—
R11	14200—23000	12800—23000	12800—23000	13100—25000	13100—25000	13100—25000	13100—25000	13100—25000	13100—25000	13100—25000	16200—29800	16200—29800	16200—29800	16200—35000	16200—
R141b	12100—14000	11800—13200	11800—13200	11500—13200	11200—13200	11200—13200	11200—13200	11200—13200	11200—13200	11200—13200	11200—13200	11200—13200	11200—13200	12500—13600	13500—
R125				36500—39600	36500—39600	33000—39600	33000—39600	33000—39600	33000—39600	32000—39600	32000—39600	32000—39600	32000—39600	45000—50000	59000—
R142b	14500—15800	13200—15300	13600—15300	13750—15300	13750—15300	13500—15300	13500—15300	13500—15300	13500—15300	13500—15300	13500—15300	13500—15300	13500—15300	13500—15300	16200—
R152a	15300—17500	14600—16300	14600—16300	13780—16300	13780—16300	13600—16300	13600—16300	13600—16300	13600—16300	13600—16300	13600—16300	13600—16300	13600—16300	13800—17800	15600—
R600a	15200—19500	15200—19500	15200—19500	15200—19500	15200—19500	15200—19500	15200—19500	15200—19500	15200—19500	15200—19500	15200—19500	15200—19500	15200—19500	15200—19500	15200—
R401a	28300—34000	28300—33500	28300—33500	28700—33500	28700—33500	28400—33500	28400—33500	28400—33500	28400—33500	28400—33500	28400—33500	28400—33500	28400—33500	28400—33500	29800—
R402a	33000—38000	29700—35500	29700—35500	27800—32300	27800—32300	26500—32300	26500—32300	26500—32300	26500—32300	26500—32300	26500—32300	26500—32300	26500—32300	31500—33600	42000—
R404a	33000—38500	31800—37800	31300—35800	30300—35800	30300—35800	28900—35800	28900—35800	28900—35800	28900—35800	28900—35800	28900—35800	28900—35800	28900—35800	28900—35800	38000—
R406a	13000—14600	12800—14500	12400—14500	12200—14500	12200—14500	11500—14500	11500—14500	11500—14500	11500—14500	11500—14500	11500—14500	11500—14500	11500—14500	13800—16200	16300—
R407c	30800—36500	29500—34800	28900—34800	29900—34800	29900—34800	29400—34800	29400—34800	29400—34800	29400—34800	29400—34800	29700—34800	29700—34800	29700—34800	37500—41500	48000—
R410a	32000—37500	29000—36200	29000—36200	27800—34500	27500—34500	27000—34500	27000—34500	27000—34500	27000—34500	35000—40000	35000—40000	35000—40000	35000—40000	32000—38000	39000—
R415b	14100—16500	14100—16500	13850—16500	13500—16500	13500—16500	12800—16500	12800—16500	12800—16500	12800—16500	12800—16500	12800—16500	12800—16500	12800—16500	14200—18600	16200—
R417	37000—52000	37000—52000	37000—52000	34500—52000	34500—52000	34500—52000	34500—52000	34500—52000	34500—52000	34500—52000	34500—52000	34500—52000	34500—52000	42000—90000	52000—
R502				61000—90000	61000—90000	61000—90000	61000—90000	61000—90000	61000—90000	61000—90000	61000—90000	61000—90000	61000—90000	73000—90000	73000—
YH12	13200—15600	13200—15600	61000—90000	12900—14800	12900—14800	12900—14800	12900—14800	12900—14800	12900—14800	12900—14800	13000—14800	13000—14800	13000—14800	14500—18000	15500—
YH134a	13400—15800	13400—15800	13200—15600	13500—15000	13500—15000	13500—15000	13500—15000	13500—15000	13500—15000	13500—15000	13500—15000	13500—15000	13500—15000	14800—19000	15800—

- 整合与重组：精彩将不断涌现

- **整合重组并购:**

- 发电企业向煤炭渗透

- 煤炭向化工渗透

- 化工向资源渗透

- 这个趋势是近年的能源整合重点。在未来石油供应趋紧的情况下，化工企业也趋向于不断并购资源，以抵抗风险，获得更好的业绩弹性；

- 在此背景下，重点关注：英力特、ST马龙、赤天化、美景能源、云维股份、中泰化学等。

- 重点公司

- 上游勘探规划步入上扬通道。公司计划到2020年，通过勘探新发现及提高石油采收率，石油产量将达到7000万吨，年增5%；
- 普光气田拥有5000多亿立方米储量，09年成80亿立方米的天然气供应能力，2010年可达100亿立方米。在气价上涨趋势明朗的情况下，天然气无疑是公司的一个重要的利润增长点；
- 海外部分油田资产可能在二季度注入；此外，成品油定价机制可能再次面临调整，调价频率将加快，这有利于炼油利润的保持；
- 预计2010-2012年EPS0.85、0.97、1.15元。

- 公司主营陶瓷纤维工业节能产品，产能12万吨；而传统工业节能领域需求量45-50万吨，公司占去1/3，长期来看公司发展方向亟待突破；
- 陶瓷纤维保温板能够解决目前建筑外墙既要保温又要防火的难题，材料永久不老化，安装方便，未来发展空间很大；公司在此领域有所开拓，一旦推广成功，将引发业绩爆发性增长；
- 公司有望在建筑防火门芯、船舶板材取代石棉、核电隔热保温领域占据重要的市场份额；
- 不考虑外墙保温板贡献，预计2010-2012年EPS0.80、1.05、1.20元。



- 在全球市场，建筑保温材料占据MDI需求的50%。公司目前MDI总产能达50万吨/年，2010年将达78万吨。国家有关部门正研究制定《建筑节能新三年规划》，2010年将全面推动建设领域节能减排，如果严格落实建筑节能措施，国内MDI需求将面临巨大的增长机遇；
- 我们一直在强调发展陶瓷纤维外墙保温板的优势，但这并不说明MDI已无市场。实际上，真正落实建筑节能，国内对保温材料需求巨大，而MDI与陶瓷纤维应用有所区别。在民用建筑节能领域，由于成型及运输问题，MDI可以在偏远的区域进行喷涂，而陶瓷纤维一般而言在就近省份销售。因此，MDI未来与聚苯材料是竞争关系，而与陶瓷纤维是互补关系；
- 公司生态秸板也有所突破。开发成功低成本的改性MDI粘合剂技术，为低成本、大规模、产业化生产秸秆板奠定了基础，规划产能达50万-70万立方米；
- 预计2010~2011年EPS 0.90、1.05、1.25元。

- 以煤种定技术，以水量定规模，公司07年后新上Shell与德士古煤气化炉，其中Shell30万吨合成氨、20万吨甲醇、15万吨二甲醚，合成氨直接管道输送给临近的瓮福集团，装置今年上半年试车；德士古30万吨合成氨、52万吨尿素、30万吨甲醇，装置年底建成试车；两大煤化工项目2011年进入收获期；
- 公司作为气头尿素的龙头，有销售区域垄断优势，并将建立强大的资源配套优势。不仅将拥有足够的煤炭产量与储量，而且通过与成都铁路局合资兴建铁路，相对左右了当地煤炭运输的渠道；
- 参股集团的造纸企业，目前浆价已经创新高，盈利恢复。公司管理团队优异，精细化管理做得出色。
- 预计公司2010-2012年EPS分别为：0.50、0.95、1.12元。

- 传统业务不断超预期。环保压力下陶企08-11年搬迁及扩建，带来新增设备需求，而世界第一大陶机企业深陷金融危机影响，也给公司带来了订单快速增长；
- 公司研制的新型煤气化炉领先于市场推广，主要是解决了行业内的四大难题：环保、碳的高转换率、炉内不结焦、性能稳定，预计两年内没有竞争对手。公司还将启动符合中小城市工业园区的IGCC研发，一旦取得技术突破，公司业绩将引来爆发性增长；
- 公司拥有大规格薄板陶瓷设备与陶瓷废渣透水砖设备两个专利项目，前者国内首创，推广后将是公司的重要利润增长点。而参股的中药颗粒制剂国内龙头企业-天江药业，投资收益将稳步增长；
- 预计公司2010-2012年EPS分别为：0.62、0.72、0.92元。

敬请雅正 欢迎交流

国金证券研究所 刘波
电话：（8621）61038283
邮箱：liubo@gjzq.com.cn
2009年11月