

放眼国际局势，精选子行业

——2011 年二季度石油和化工行业投资策略

要点:

➤ 二季度国际原油价格主要看中东北非局势走势

- 埃及和突尼斯危机已基本结束；也门和巴林基本能得到控制；利比亚、叙利亚、阿曼三国局势暂时不很清晰。三国全部产能为 3.06 百万桶/日。通常认为欧佩克拥有约四百万桶备用产能，我们通过一些数字分析，实际的备用产能最坏的情况下可能只有 2.23 百万桶。
- 在比较悲观的情况下，利比亚、叙利亚、阿曼全部受到影响而停止全部原油出口，全球可能会出现 83 百万桶每日的供应缺口，这时原油价格会大幅上涨。在相对正常的情况下，上述各国出现局势动荡，但是石油生产和出口相对保持正常，没有更多的国家卷入危机，那么国际原油供给将保持相对平衡的状态，在危机结束前维持目前的位置，即 WTI105 美元，BRENT115 美元。在乐观的情况下，中东局势能够迅速恢复正常，那么国际原油将回落到 90 美元左右。

➤ 我们重点看好的子行业包括石化、磷化工、聚氨酯和化纤（粘胶）。

- 日本地震为石化行业带来机会。重灾区中的千叶和鹿岛拥有众多的炼油厂和乙烯生产装置，初步统计，日本的炼油能力在本次地震中将减少 20% 左右，约占亚洲总炼油能力的 3.5% 和全球总炼油能力的 1%。炼油能力的减少将直接导致石化产品及合成材料产品供应的减少，明显推高产品价格，从而对我国的石化企业带来实质性利好。
- 受到近期中东地区，尤其是北非地区的动乱影响，磷矿石价格正逐步走高，市场对摩洛哥供应的担忧在加剧；此外也受到国内下游企业补库存等因素影响。我们预计磷矿石价格的上涨将引起整个磷化工行业的价格上涨，值得关注。
- 聚氨酯在二季度的行情将主要受益于两个因素，二季度前期主要看点在受益于日本地震的产品，如 MDI、聚合 MDI、TDI、甲乙酮、环氧丙烷、BDO 等产品价格上涨；后期看点则在于震后重建启动以及行业旺季来临导致的下游需求提升带来的机会。
- 粘胶短纤行业的盈利能力有望改善，原因如下：（1）棉价下行，从而带动棉短绒价格走跌，以棉浆粕为原料的粘胶短纤企业盈利改善；（2）溶解浆供应增加，其吨价格较棉浆粕低 4000 元以上，粘胶短纤企业有望受益；（3）溶解浆供应增加缓解了棉浆粕的供应压力，棉浆粕价格仍有下降空间。

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。

报告日期：2011 年 3 月 28 日

分析师

王 刚

☎ (86-10) 88366060 - 8867

✉ wanggang@cgws.com

执业证书编号：S1070210020006

联系人

凌学良

☎ (86-10) 88366060 - 8886

✉ lxl@cgws.com

从业证书编号：S1070110040002

投资评级：推荐

石化：推荐

磷化工：推荐

聚氨酯：推荐

化纤（粘胶）：推荐

纺织化学品：推荐

民爆：推荐

新材料：推荐

精细化工：推荐

氯碱：中性

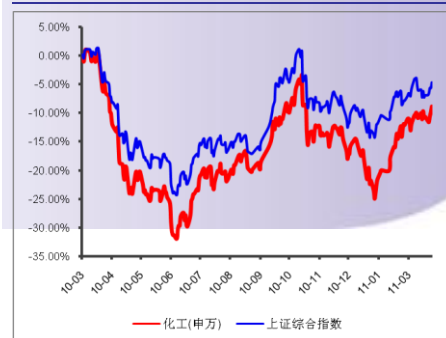
纯碱：中性

化肥：中性

农药：中性

日化：中性

行业表现



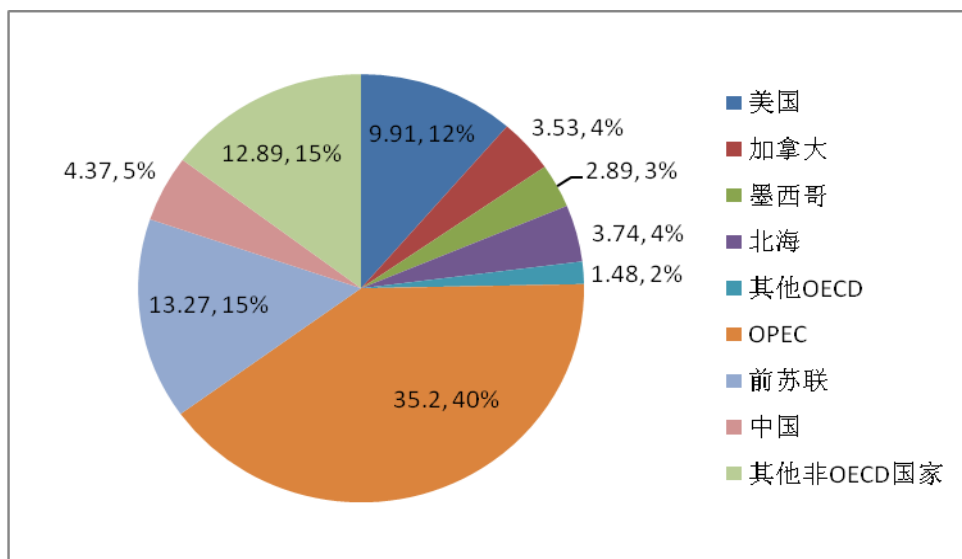
相关报告

国际原油：动荡局势左右价格走向

1. 世界的石油生产与消费

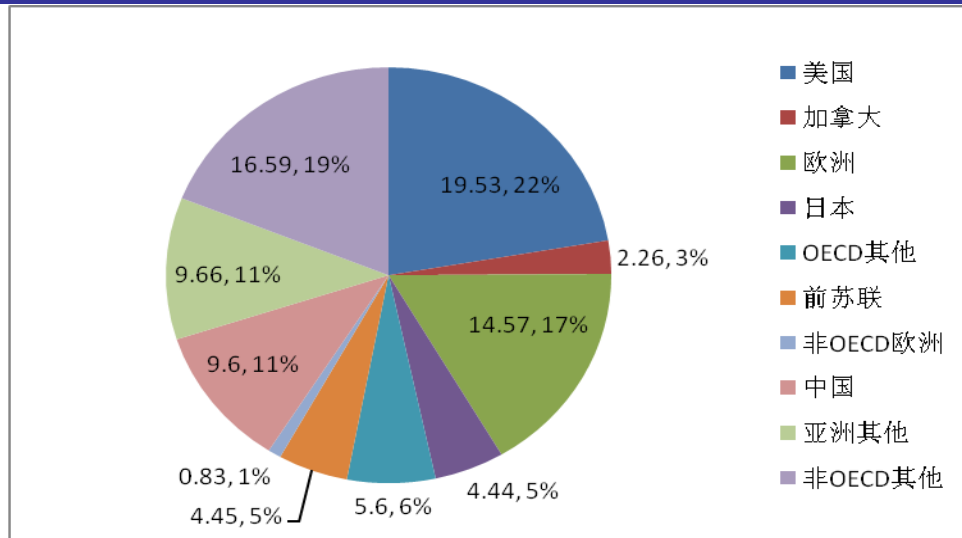
全世界的石油生产和消费的规模大概每天 88 百万桶左右，其中 OPEC 提供了约 35 百万桶的原油，非 OPEC 提供了约 55 百万桶。在消费方面，美国是第一大石油消费国，每天消费约 19 百万桶的原油，OECD 中的欧洲国家每天消耗约 15 百万桶的原油，我国是世界第二大消费国，每天消耗约 9 百万桶的原油，且在迅速增长中，日本则是第三大石油消费国，每天消耗 4 百万桶至 5 百万桶。

图 1.世界石油生产情况



数据来源：EIA、长城证券研究所

图 2.世界石油消费情况

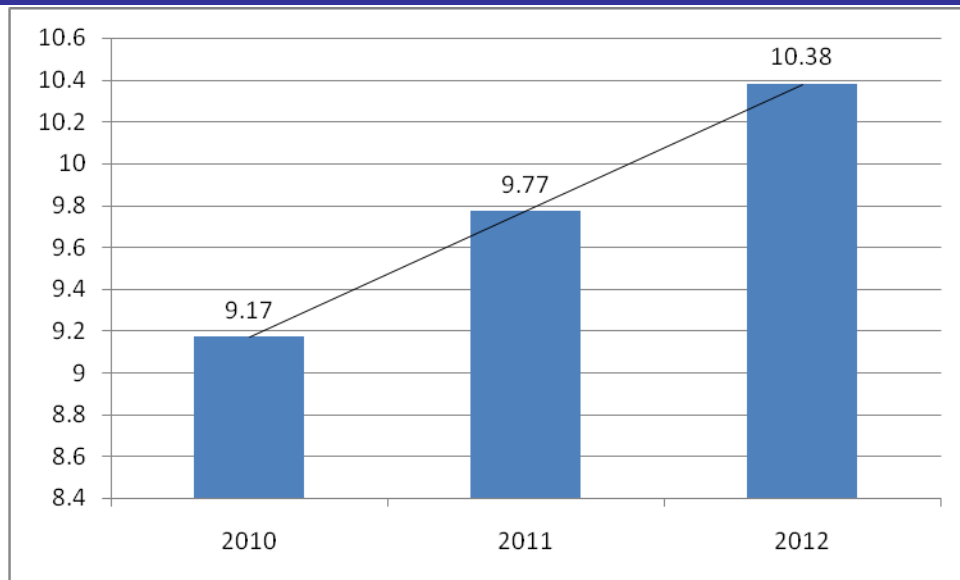


数据来源：EIA、长城证券研究所

OPEC 作为一个统一行动的主体，提供世界 40% 的原油，因而其政策是影响油价的重要因素。

消费方面，美国消耗了全球 22% 的石油，是第二名中国的 2 倍，第四名日本的 4 倍，所以**美国市场也对国际原油市场有重要影响**。美国国内能源、货币、经济政策，宏观和行业经济数据都会影响国际油价。

图 3. 中国石油消费预测 2010-2012（百万桶）



数据来源：EIA、长城证券研究所

相对于 OECD 国家基本平稳的石油消费，发展中国家特别是中国的需求在迅速增长，中国平均每年日消费量增加 60 万桶。**中国也逐渐成为影响国际原油价格的重要因素。**

2. 中东局势的讨论

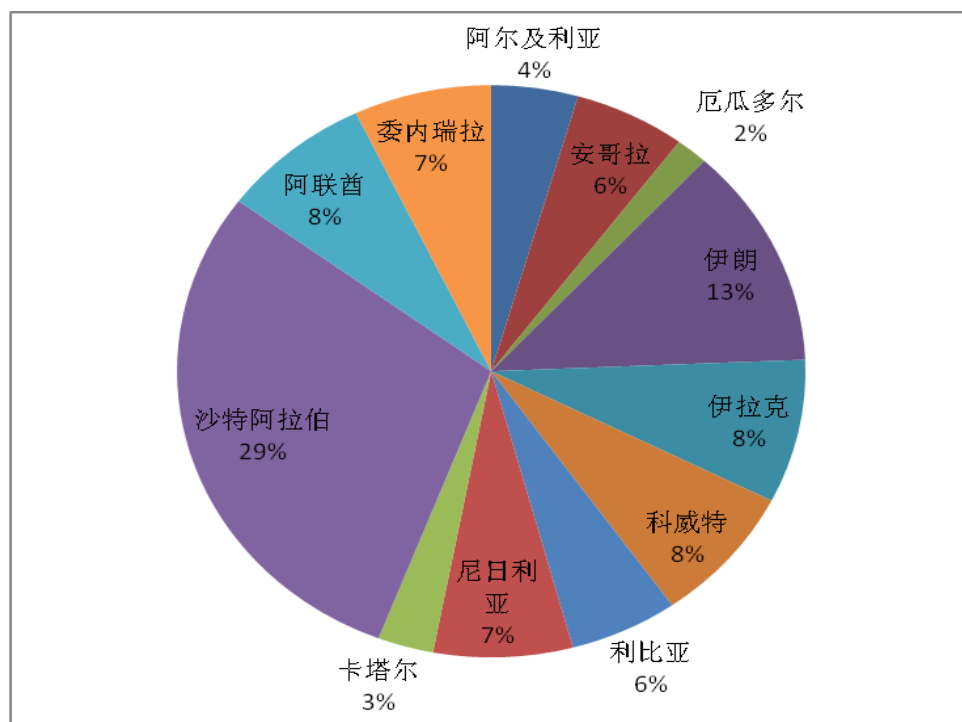
首先看一下欧佩克 12 个成员国的产能、产量与备用产能。在欧佩克各国中，沙特产量占 29%，伊朗 13%，是占比最大的两个国家。欧佩克的备用产能则主要在沙特，3.58 百万桶，其余的国家有 0.75 百万桶。通常所说的沙特还有 400 万桶备用产能的根据就来源于此。

表 1. OPEC 各国产能与产量 (百万桶/日)

国家	产能	产量	备用产能
阿尔及利亚	1.32	1.32	
安哥拉	1.70	1.70	
厄瓜多尔	0.49	0.49	
伊朗	3.70	3.70	
伊拉克	2.40	2.40	
科威特	2.60	2.30	0.30
利比亚	1.65	1.65	
尼日利亚	2.12	2.12	
卡塔尔	1.00	0.85	0.15
沙特阿拉伯	12.25	8.67	3.58
阿联酋	2.60	2.30	0.30
委内瑞拉	2.10	2.10	
合计	33.85	29.60	4.25

资料来源: EIA、长城证券研究所

图 4.OPEC 目前产能分布



数据来源: EIA、长城证券研究所

我们再把目光放大到整个中东北非地区, 下表是中东北非地区 19 国的 2010 年原油日产量。



表 2. 中东各国 2010 年原油产量（百万桶/日）

国家	产量	国家	产量
阿尔及利亚	2.08	阿曼	0.87
巴林	0.05	卡塔尔	1.44
埃及	0.66	沙特	10.12
伊朗	4.25	苏丹	0.51
伊拉克	2.41	叙利亚	0.40
以色列	0.00	突尼斯	0.08
约旦	0.00	阿联酋	2.81
科威特	2.50	也门	0.26
黎巴嫩	0.00	摩洛哥	0.00
利比亚	1.79		

资料来源：EIA、长城证券研究所

在这次危机中涉及到的国家我们都用颜色进行了标记。其中突尼斯和埃及局势已经得到控制；也门总统被视为美国反恐战争的重要盟友，得到美国大力支持，同时他也表示将适时交出权力，巴林则得到了沙特直接出兵帮助，因此也门和巴林局势失控可能性目前来看不大。目前形势有些不明朗的是阿曼和叙利亚，阿曼和叙利亚个国家的日产量约 1.27 百万桶，加上利比亚的 1.79 百万桶，目前中东可能受影响的产能是 3.06 百万桶。

就目前来看，由于沙特还有 3.58 百万桶，整个 OPEC 4.25 百万桶备用产能，所以暂时世界的原油供应不会遇到太大的困难，通过 OPEC 和其他国家提高产能能够弥补因中东局势变化产生的供应缺口。

但是如果再有其他国家陷入危机、特别是沙特和伊朗两大国家也陷入动荡的话，那么全球石油供应将出现严重失衡。沙特由于是美国传统盟友，所以即使出现动荡也会迅速平息。较为难办的反而是伊朗，如果伊朗也出现类似局势，很难想象美欧会袖手旁观，一定会抓住机会把伊朗现政权搞垮，因此伊朗是否会陷入漩涡将成为重要指标性事件。目前来看伊朗政权比较稳固，对国内局势控制也十分强力，暂时不会出现问题。

我们同时注意到，虽然数据来源同样是美国能源署，但是表 1 和表 2 数据却并不一致，表 2 中东各国石油产量表中的产量数值要明显大于表 1 OPEC 各国产量与产能表中的数值。我们在 EIA 网站上无法找到合理的解释。我们能提供的解释是，前一个表中很可能是官方公布的数据，特别是符合 OPEC 限产政策的数值，或者也可能是因为第

一个表中的数据比较陈旧。而后一个数字则是市场统计出来的。

在这两个数字对比中，阿尔及利亚、伊朗、利比亚和阿联酋的后一个产量数字要明显大于第一个统计数据的产能。这也是我们认为第一个数据可能相对陈旧的原因。

结合两个数据，OPEC 的备用产能可能只有科威特的 10 万桶和沙特的 213 万桶。这个估计是使用了表 1 的产能和表 2 的产量进行的计算。考虑到部分国家产量 2 数值明显大于产能数值，所以实际上的产能数值可能要更大，备用产能可能会更多一些。

表 3. 不同统计口径产量数据对比

国家	产能	表 1 产量	表 2 产量
阿尔及利亚	1.32	1.32	2.08
伊朗	3.7	3.7	4.25
伊拉克	2.4	2.4	2.41
科威特	2.6	2.3	2.50
利比亚	1.65	1.65	1.79
卡塔尔	1	0.85	1.44
沙特阿拉伯	12.25	8.67	10.12
阿联酋	2.6	2.3	2.81

资料来源：EIA、长城证券研究所

所以在比较悲观的情况下，利比亚、叙利亚、阿曼全部受到影响而停止全部原油出口，全球可能会出现 83 百万桶每日的供应缺口（ $3.06 - 2.23 = 0.83$ ）。这时原油价格有继续大幅上涨的可能性。但是要注意以上各国完全停止出口的可能性还是很小的，即使陷入内战的利比亚，各方也在尽量避免攻击原油设施。而阿曼和叙利亚局势失控的可能性还比较小。

在相对正常的情况下，上述各国出现局势动荡，但是石油生产和出口相对保持正常，没有更多的国家卷入危机，那么国际原油供给将保持相对平衡的状态，在危机结束前维持目前的位置，即 WTI105 美元，BRENT115 美元。

在乐观的情况下，中东局势能够迅速恢复正常，那么国际原油将回落到 90 美元左右。

推荐子行业：石化、磷化工、聚氨酯、化纤（粘胶）

未来三个月，我们认为可以重点关注的子行业包括：石化、磷化工、聚氨酯、化纤（粘胶）。

1. 石化：地震带来的行业机会

日本地震重创了日本石化行业，未来 1-2 个月内将对我国的石化企业构成实质性利好。由于地震重灾区中的千叶和鹿岛拥有众多的炼油厂和乙烯生产装置，初步统计，日本的炼油能力在本次地震中将减少 20% 左右，约占亚洲总炼油能力的 3.5% 和全球总炼油能力的 1%。炼油能力的减少将直接导致石化产品及合成材料产品供应的减少，据估计，每月减少的乙烯系和丙烯系产品产量在 30 万吨以上，苯系产品减产在 40 万吨以上，减产将明显推高产品价格，从而对我国的石化企业带来实质性利好。

表 4. 中国从日本进口主要产品占国内市场份额（万吨）

	进口量	国内消费量	所占比列
对二甲苯	100.27	1000	10.03%
苯乙烯	74.31	750	9.91%
苯酚	12.10	130	9.31%
6-己内酰胺	9.50	110	8.64%
氯乙烯	72.26	1200	6.02%
甲苯	13.29	260	5.11%
甲基丙烯酸酯	3.96	55	7.20%
丙烯	34.83	1500	2.32%
乙烯	21.78	1155	1.89%
聚合 MDI	13.95	80	17.44%
纯 MDI	6.92	20	34.60%

资料来源：中国化工信息周刊、长城证券研究所

除了石化基础产品以外，日本也是重要的合成材料生产国和出口国，尤其是塑料和合成橡胶。根据最新了解的情况，由于受到上游合成单体和电力供应短缺的影响，下游的合成塑料和橡胶企业停产严重。据了解，旭化成、日本合成橡胶公司（JSR）、可乐丽、昭和电工、瑞翁、三菱化学等企业的合成橡胶生产线已经停产，而日本合成橡胶的出口量占其产量的 80% 左右，势必对全球的合成橡胶市场造成巨大影响，从而抬高合成胶和天然胶的价格。就我国而言，国内的合成胶产能也集中分布在石化行业。

因此，我们认为二季度，我国的石化行业将受益于地震带来的整体机会。

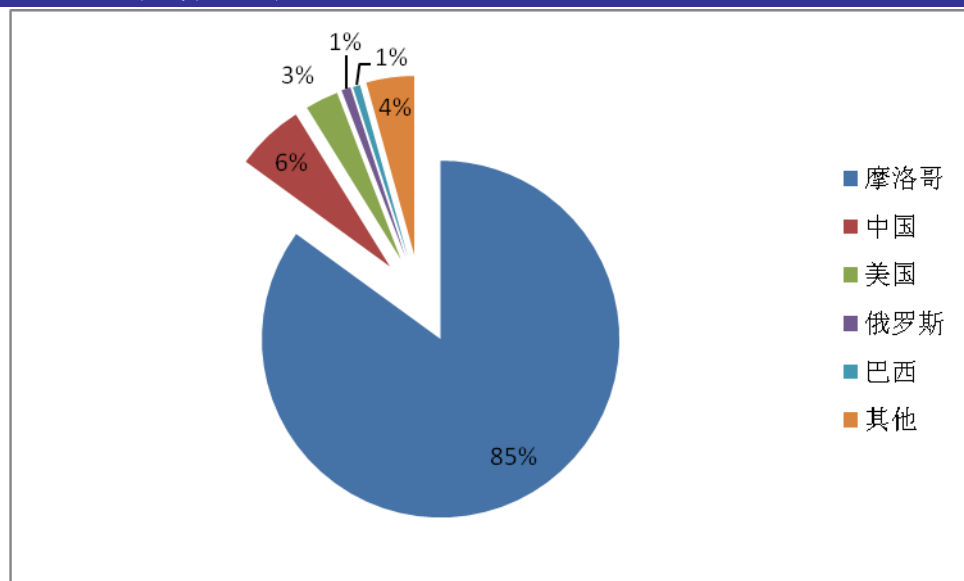
在这个板块中，我们重点推荐中国石油、中国石化。

2. 磷化工：短期受益北非动乱，长期受益行业政策

全球黄磷资源的分布极不均匀。根据美国国际肥料发展中心（IFDC）2010 年发布的《全球磷矿储量和资源量情况》报告，全球高品位磷矿资源约为 600 亿吨，绝大部

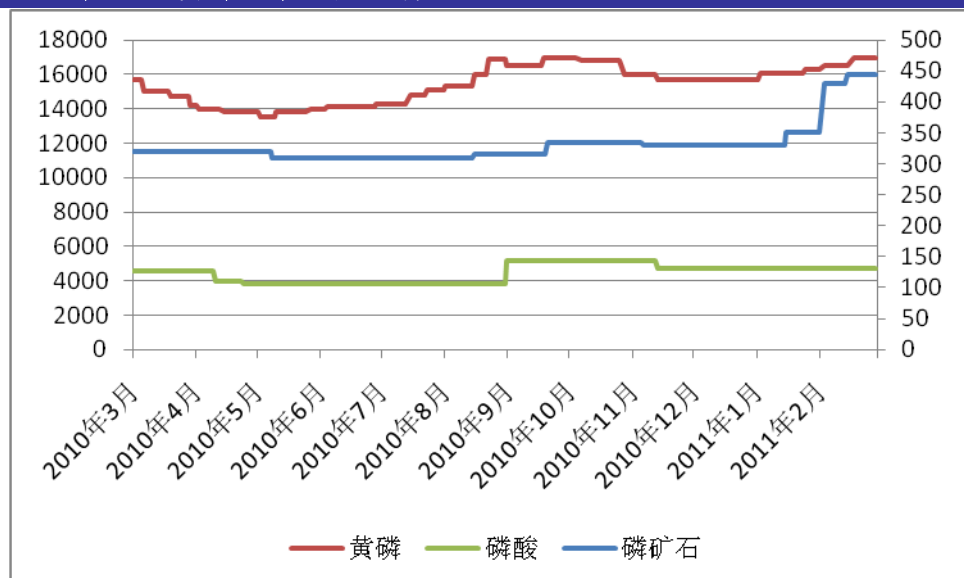
分集中在摩洛哥、中国和美国。另有美国地质局的调查，目前探明的经济储量为 180 亿吨（开采成本低于 35 美元/吨的磷矿），基础储量为 500 亿吨（开采成本低于 100 美元/吨的磷矿），如果按照基础储量来看，仍然是摩洛哥、中国和美国分别居前三位。从目前的生产情况来看，全球生产能力约为 1.72 亿吨，而美国、摩洛哥、中国和俄罗斯的产量约占总量的三分之二。尽管两者的调查口径不一致，但结论都可以看出，摩洛哥的磷矿资源在全球磷矿资源中的地位。

图 5.全球磷矿资源分布



数据来源：IFDC、长城证券研究所

图 6.磷矿石、黄磷、磷酸价格走势



数据来源：百川资讯、长城证券研究所

北非政治动乱拉动磷矿石价格上涨。受到近期中东地区，尤其是北非地区的动乱影响，磷矿石价格正逐步走高，市场对摩洛哥供应的担忧在加剧；此外也受到国内下游企业补库存等因素影响。我们预计磷矿石价格的上涨将引起整个磷化工行业的价格上涨，值得关注。

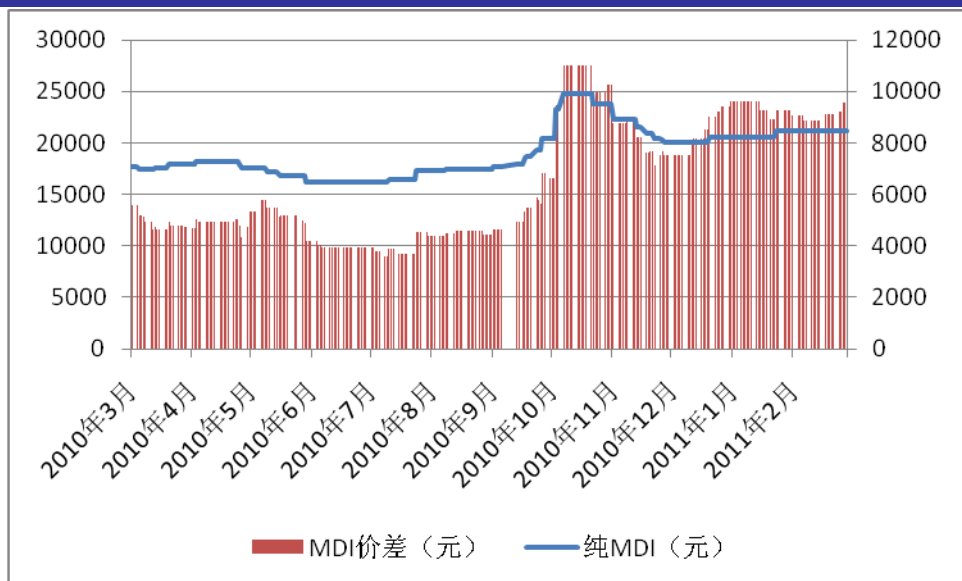
长期来看，受益行业政策出台。我们认为磷矿石资源与稀土和萤石资源有类似的特点，而且保护磷矿资源关系到国家的粮食安全。其次，我国虽然已成为全球磷矿产量最大的国家，但目前行业集中度低（小型矿山产量占到 40%左右），资源回采率低（小型企业回收率仅为 30%甚至更低，大型矿山回采率也大大低于发达国家水平），未来产业政策的方向将是加大行业集中度整合，限制出口，这将使国内大型磷矿企业受益。

这个板块中，我们建议关注兴发集团、澄星股份、湖北宜化。

3. 聚氨酯：受益日本地震供应减少和旺季来临

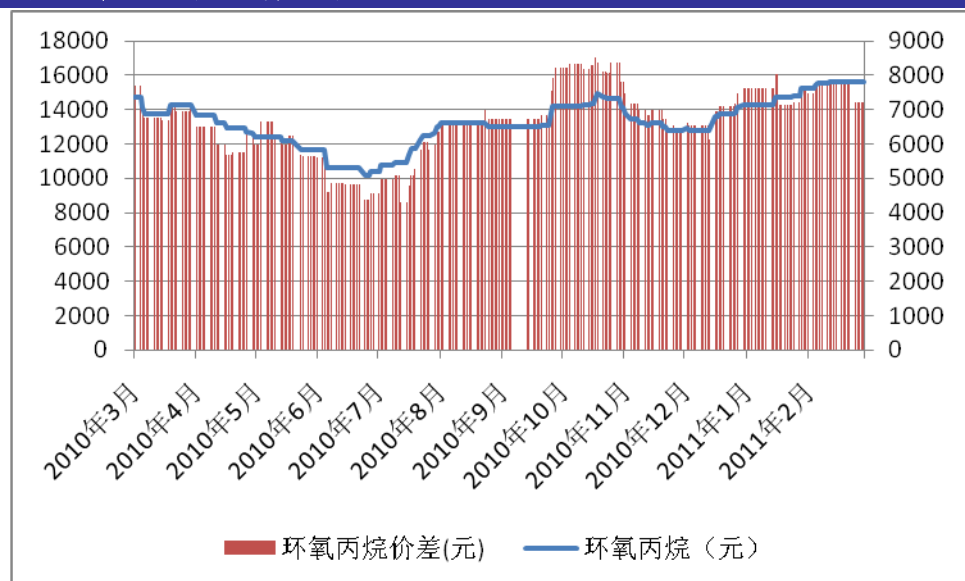
我们认为聚氨酯在二季度的行情将主要受益于两个因素，二季度前期主要看点在受益于日本地震的产品，如 MDI、聚合 MDI、TDI、甲乙酮、环氧丙烷、BDO 等产品价格上扬；后期看点则在于震后重建启动以及行业旺季来临导致的下游需求提升带来的机会。

图 7.MDI 价格走势及价差变化



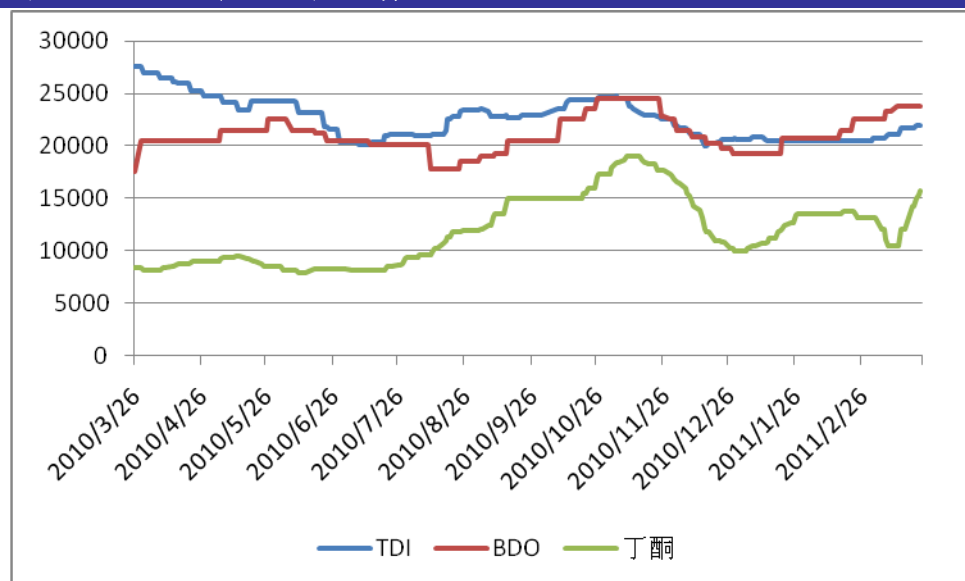
数据来源：百川资讯、长城证券研究所

图 8.环氧丙烷价格走势及价差变化



数据来源：百川资讯、长城证券研究所

图 9.TDI、BDO 和丁酮价格走势



数据来源：百川资讯、长城证券研究所

由于日本是 MDI、甲乙酮、环氧丙烷等产品的生产大国，地震发生后或为原料供应紧张、或因装置受损、或因电力供应紧张导致的减产，均将对全球市场造成较大的冲击。据了解，目前三井化学位于鹿岛的 12 万吨 TDI 装置已停产，九善石化的 17 万吨甲乙酮装置已停产、东燃化学的 9 万吨甲乙酮装置也受到影响，这将对相关产品的供应造成影响，从而带动短期价格走高。

通常认为，二季度是聚氨酯的传统旺季，下游的氨纶、合成革、泡沫塑料、粘胶剂等行业将进入旺季，需求提升，这将对上游的产品价格提供进一步的支撑。

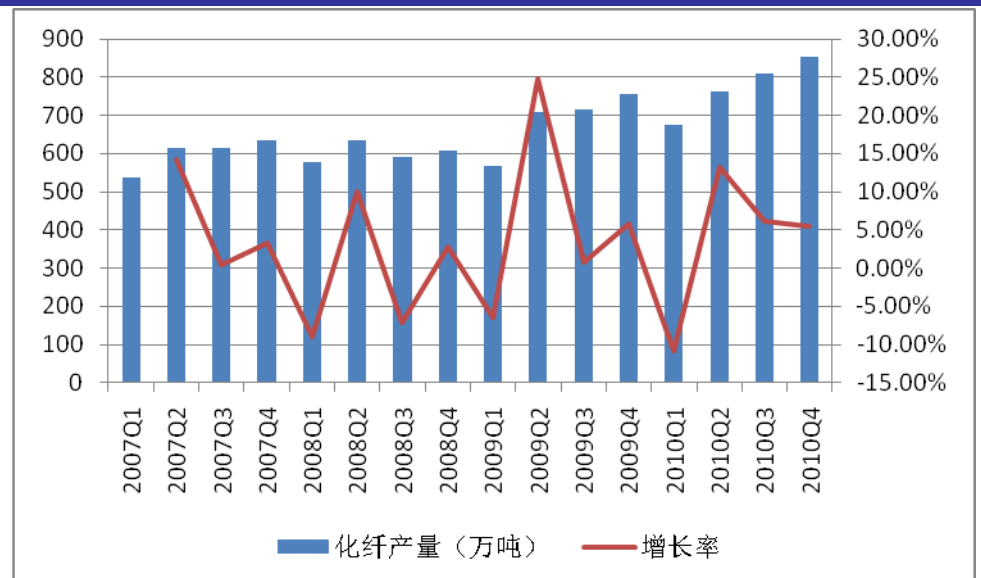
这个板块中，我们建议关注烟台万华、齐翔腾达、滨化股份。

4. 化纤（粘胶）：成本下行，产销两旺

通常认为，化纤行业具有明显的季节周期性：1 季度和 3 季度由于分别受到假期和限电等因素影响，行业处于淡季；而 2 季度和 4 季度是化纤行业的景气阶段，产销量有较为明显的上升。我们从历史的数据中可以明显看出这一点。受益于纺织服装行业的刚性需求，以及全球经济的逐渐复苏带来的出口增加，2010 年化纤行业保持了 15.6% 的产量增速。我们认为在纺织服装的刚性需求和出口继续回暖的带动下，今年化纤行业也将保持稳定增长，行业二季度将逐渐步入旺季。

棉花供应短缺为部分化纤子行业带来机会。由于 2010 年我国棉花大面积减产导致的棉花供应短缺仍然较为严重，近期在 11 年新棉种植面积明显增加的预期下，棉花期货价格有所下跌，但我们认为供应短缺的局面至少将持续到今年秋冬新棉入市，因此粘胶短纤和涤纶短纤的替代需求在二季度仍将持续。

图 10.近年来化纤产量情况



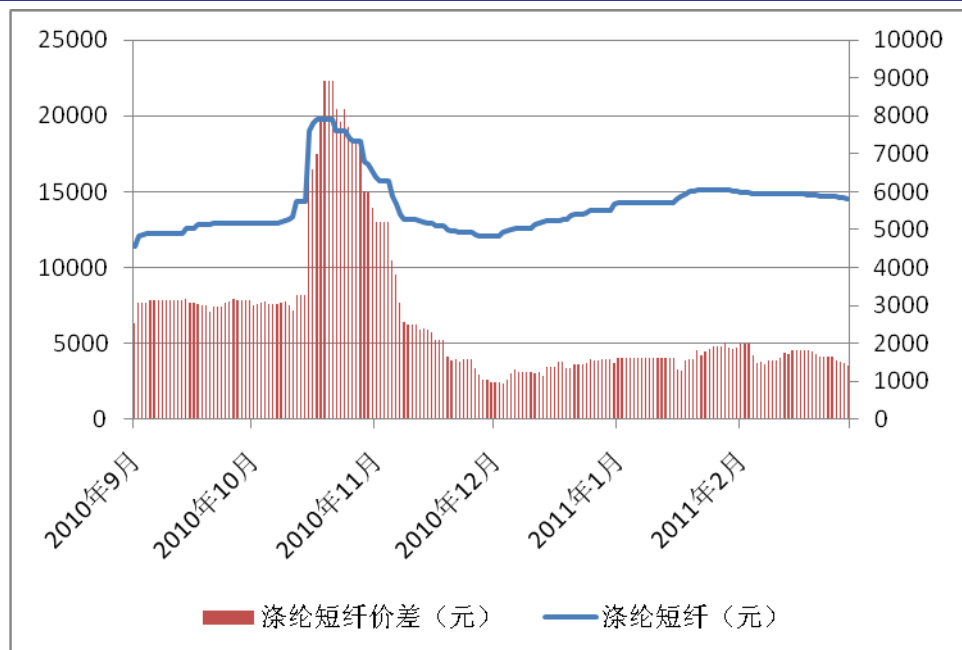
数据来源：Wind、长城证券研究所

相对地，我们更加看好粘胶短纤行业。我们认为二季度涤纶短纤行业需要面临原料涨价带来的成本上升风险，盈利能力或将不如预期。由于涤纶短纤的原料 PTA 和 MEG 走势与原油价格联系紧密，随着油价在 100 美元高位波动，PTA 和 MEG 的成本压力骤升，加上近期日本地震导致 PTA 供应减少从而进一步抬高价格，未来高位运行的可能性较大，对于涤纶短纤企业而言，其盈利能力面临考验。而粘胶短纤行业的盈利能力有望改善，原因如下：（1）棉价下行，从而带动棉短绒价格走跌，以棉浆粕为

原料的粘胶短纤企业盈利改善；（2）溶解浆供应增加，其吨价格较棉浆粕低 4000 元以上，粘胶短纤企业有望受益；（3）溶解浆供应增加缓解了棉浆粕的供应压力，棉浆粕价格仍有下降空间。

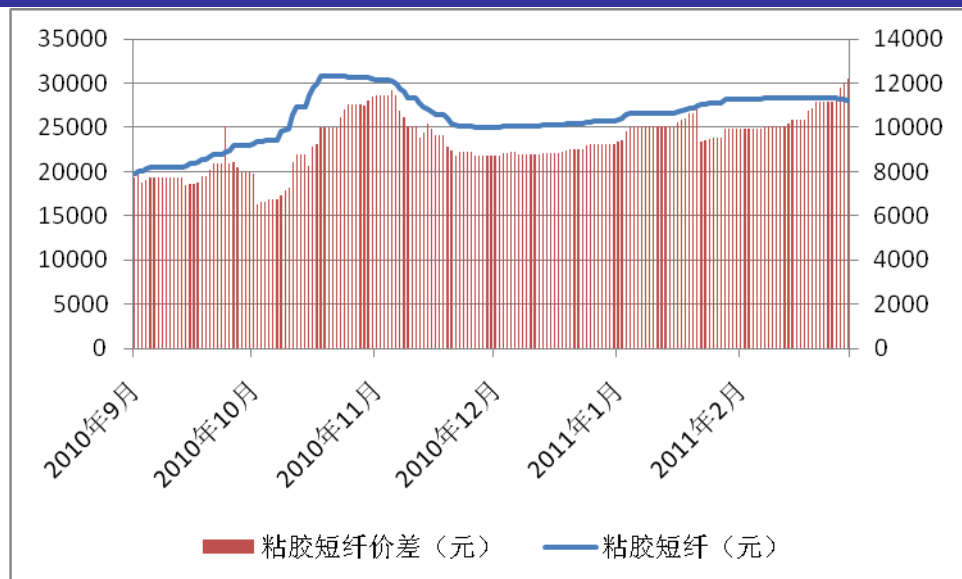
粘胶行业我们建议重点关注：山东海龙、三友化工、澳洋科技

图 11.涤纶短纤价格走势及价差变化



数据来源：百川资讯、长城证券研究所

图 12.粘胶短纤价格走势及价差变化



数据来源：百川资讯、长城证券研究所

重点关注公司点评与盈利预测

重点跟踪的公司名单及盈利预测情况见表 5。

表 5. 重点公司盈利预测

股票代码	股票名称	股价 ¹ (元)	2010EPS ²	2011EPS	2012EPS	2010PE	2011PE	2012PE	本期评级
601857	中国石油	11.99	0.76	0.91	1.10	16	13	11	推荐
600028	中国石化	8.66	0.82	0.95	1.12	11	9	8	推荐
600309	烟台万华	27.27	0.92	1.40	1.60	30	19	17	推荐
002010	传化股份	21.32	0.59	0.92	1.24	36	23	17	推荐
002250	联化科技	36.40	0.83	1.18	1.62	44	31	22	强烈推荐
002326	永太科技	51.60	0.47	1.16	1.68	110	44	31	推荐
002450	康得新	38.95	0.43	0.74	1.10	91	53	35	推荐
300107	建新股份	56.01	0.78	1.25	2.17	72	45	26	推荐
002254	烟台氨纶	34.86	1.00	1.26	1.42	35	28	25	推荐
600426	华鲁恒升	17.00	0.51	0.73	1.35	33	23	13	推荐
002343	禾欣股份	33.03	0.93	1.21	1.48	36	27	22	推荐
002427	尤夫股份	18.32	0.38	0.81	1.15	48	23	16	强烈推荐
300169	天晟新材	39.20	0.85	1.27	1.76	46	31	22	推荐
002453	天马精化	35.33	0.52	0.90	1.28	68	39	28	推荐
601678	滨化股份	20.88	0.51	0.93	1.07	41	22	20	推荐
000525	红太阳	16.39	-0.04	0.60	0.95	-	27	17	推荐

数据来源：公司公告、长城证券研究所

注 1：股价为 2011 年 3 月 28 日收盘价

注 2：表中着色字体部分表示 2010 年实际 EPS（公司已披露 2010 年年报）

研究员介绍:

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。

凌学良: 2002 年至 2008 年就读于清华大学化学工程系, 获工学学士、硕士学位。2009 年加入长城证券。

研究员承诺:

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。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由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。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>