

高油价催化非常规能源，十二五点亮产业升级

石油化工行业二季度投资策略

 评级: **增持**

前次:

联系人

分析师

李璇

孙国东

S0740207010008

021-20315139

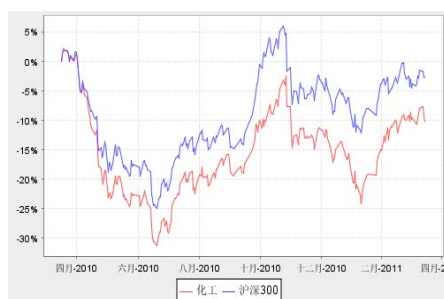
lixuan@qlzq.com.cn

2011 年 3 月 31 日

基本状况

上市公司数	225
行业总市值(百万元)	2058281.29
行业流通市值(百万元)	1495983.48

行业-市场走势对比



重点公司基本状况

重点公司	指标	2010A	2011E	2012E
杰瑞股份	股价(元)	129.10	129.10	129.10
	摊薄每股收益(元)	2.46	3.79	5.30
	总股本(亿股)	1.15	1.15	1.15
	总市值(亿元)	148.23	148.23	148.23
鲁西化工	股价(元)	6.53	7.00	7.00
	摊薄每股收益(元)	0.21	0.41	0.70
	总股本(亿股)	14.65	14.65	14.65
	总市值(亿元)	95.66	102.54	102.54
永太科技	股价(元)	49.00	49.00	49.00
	摊薄每股收益(元)	0.43	1.18	2.04
	总股本(亿股)	1.34	1.34	1.34
	总市值(亿元)	65.42	65.42	65.42

备注: 重点公司排列顺序为: 本公司推荐一、本公司推荐二、本公司推荐三

投资要点

- 二季度油价中枢 100 美元，突发事件或可推高油价至 150 美元以上。2011 年 1 季度由于全球经济复苏、地缘政治因素以及日本地震海啸等突发性因素刺激使得国际油价创下二年半来的新高，截至 3 月 25 日，Brent 原油价格 115.6 美元。1 季度原油均价为 104 美元/桶，比 2010 年均价 79 美元大幅上涨 32%。
- Brent 与 WTI 价差扩大，非常规能源建功。同期欧洲与美国天然气之间的价差大幅扩大至 6 美元/mmBtu，这是美国能源价格长期低于国际的缩影。我们认为价差除了反映经济复苏进度、库存、地缘政治与期货定价权等因素外，其本质是小布什上任后美国第三阶段能源政策革新的结果，即实现能源品种与来源多元化，大力开发非常规能源与新能源，增加国内能源产量等。对我国能源结构调整战略制定有指导意义。
- 高油价与十二五规划催化能源化工产业升级与精细化工的高速发展。按催化剂到实质贡献业绩的时间长短可分为三期：长期看非常规能源开发与传统油气资源增产技术，中期看化工产业升级与新材料中的改性塑料与氟化工，短期看保障房与相关政策驱动产能过剩行业的阶段性机会。
 - 长期看好非常规能源的开发。日本核泄漏事故之后，能源政策或向传统能源清洁利用领域倾斜，非常规能源开发将加速。但由于国内油气开发技术相对落后，行业机会更多依赖政策扶持。而国内常规油气增产技术相对成熟，看好油气增产与油田服务。非常规能源首选煤层气，建议关注：准油股份、天科股份；油气增产与油田服务推荐：通源石油、宝莫股份、杰瑞股份、惠博普。
 - 中期看好受益制造业升级的新型煤化工与内需拉动的化工新材料行业。能源价格上涨，制造业升级与消费升级为煤化工与化工新材料发展提供空间，具备技术优势与一体化资源优势的企业将最先受益。新型煤化工重点推荐：华鲁恒升、鲁西化工、云维股份、张化机；化工新材料重点推荐：金发科技、烟台氨纶；氟化工重点推荐：三爱富、永太科技。
 - 短期看好保障房与政策驱动的 PVC、甲醇与涂料阶段性机会。建议关注：英力特、神剑股份。

请务必阅读正文之后的重要声明部分

内容目录

油价热情不减，通胀压力陡增	- 4 -
大宗商品价格居高不下，国际油价突破 100 美元	- 4 -
全球通胀压力加大，各国或进入加息周期	- 4 -
二季度油价中枢 100 美元，突发事件或见 150 美元新高	- 5 -
天然气续写上涨进行曲，非常规能源布局正当时	- 8 -
随油价惯性上涨，国际天然气量价齐升	- 8 -
美国由于非常规能源的开发使国内能源价格低于国外	- 9 -
能源政策与十二五规划助力非常规油气资源开发	- 11 -
高油价催化化工产业升级热情，十二五规划指明发展方向	- 13 -
推动能源生产和利用方式变革，规划点亮非常规能源开发	- 13 -
传统制造业升级，新型煤化工起航	- 13 -
发展战略性新兴产业，看好新材料的改性塑料与氟化工	- 14 -
保障房与政策双轮驱动，把握产能过剩行业阶段性机会	- 16 -
投资建议	- 18 -

图表目录

图表 1: 2010 年四季度油价加速上涨	- 4 -
图表 2: 主要经济体通胀开始走高	- 4 -
图表 3: 原油的远期生产成本上限为 120 美元/桶	- 5 -
图表 4: 主流能源机构 2011 年原油供需情况预测	- 6 -
图表 5: OPEC 剩余产能调节油价的能力渐弱	- 6 -
图表 6: 中东北非地区主要原油国产量分布	- 7 -
图表 7: 2011 年美国天然气等热值比价低于煤炭	- 8 -
图表 8: 全球能源结构中传统能源占比超过 85%	- 8 -
图表 9: 日本一次能源消费结构	- 9 -
图表 10: 日本电力生产结构	- 9 -
图表 11: 伦敦 Brent 与 NYMEX WTI 原油价差扩大	- 10 -
图表 12: 欧洲 NBP 与 NYMEX 天然气价差扩大	- 10 -
图表 13: 加拿大油砂的开采减少美国对中东依赖	- 10 -
图表 14: 加拿大是对美国最大的原油出口国	- 10 -
图表 15: 美国由于非常规天然气的崛起减少进口量	- 10 -
图表 16: 日本、美国与英国是主要天然气进口国	- 10 -

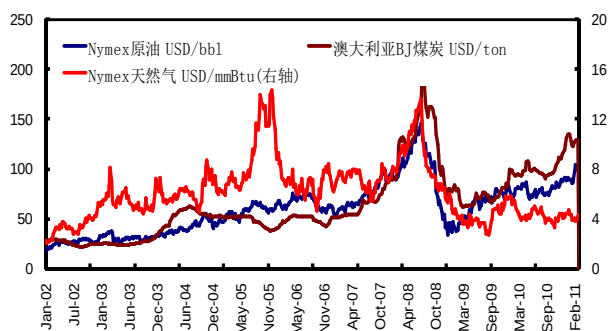
图表 17: 不同途径获得天然气的远期开发成本.....	- 11 -
图表 18: 我国非常规油气资源资源量与分布情况	- 12 -
图表 19: 国内主要非常规油气资源开发状况与相关公司	- 13 -
图表 20: 煤化工产业链与相关公司	- 14 -
图表 21: “十二五”主要精细化学品需求预测	- 15 -
图表 22: 世界主要国家或地区氟塑料消费量	- 15 -
图表 23: 房地产相关主要化工产品和上市公司	- 16 -
图表 24: 2011 年主要化工产品开工率统计	- 16 -
图表 25: 房地产对主要化工产品的需求拉动明显	- 16 -
图表 26: 2011 年房地产新开工面积增速维持高位.....	- 17 -
图表 27: 2010 年 PVC 产量与开工率回升.....	- 17 -
图表 28: 重点上市公司估值列表	- 18 -

油价热情不减，通胀压力陡增

大宗商品价格居高不下，国际油价突破 100 美元

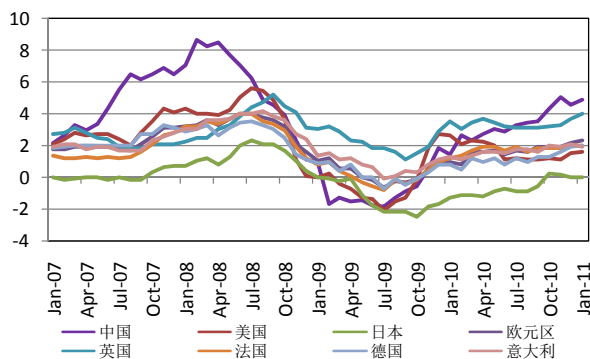
- 高油价触动全球敏感神经。2010 年国际油价收于近两年高点 91.38 美元，全年均价 79 美元/桶，上涨 28%。2011 年一季度由于经济复苏拉动需求与中东地缘政治风险，油价加速上涨，一季度上涨 15%。
- 截止 3 月 24 日，Brent 与 WTI 原油分别收于 115.55 与 105.75 美元。我们预计价差或将继续收窄，但 Brent 油价高于 WTI 的状况将持续。
- 煤炭价格涨幅不逊于油价。2011 年一季度国际煤炭价格出现大幅上涨，澳洲动力煤价格升至 128 美元/吨，最近 6 个月上涨 35%。

图表 1: 2010 年四季度油价加速上涨



来源：齐鲁证券研究所

图表 2: 主要经济体通胀开始走高



来源：齐鲁证券研究所

全球通胀压力加大，各国或进入加息周期

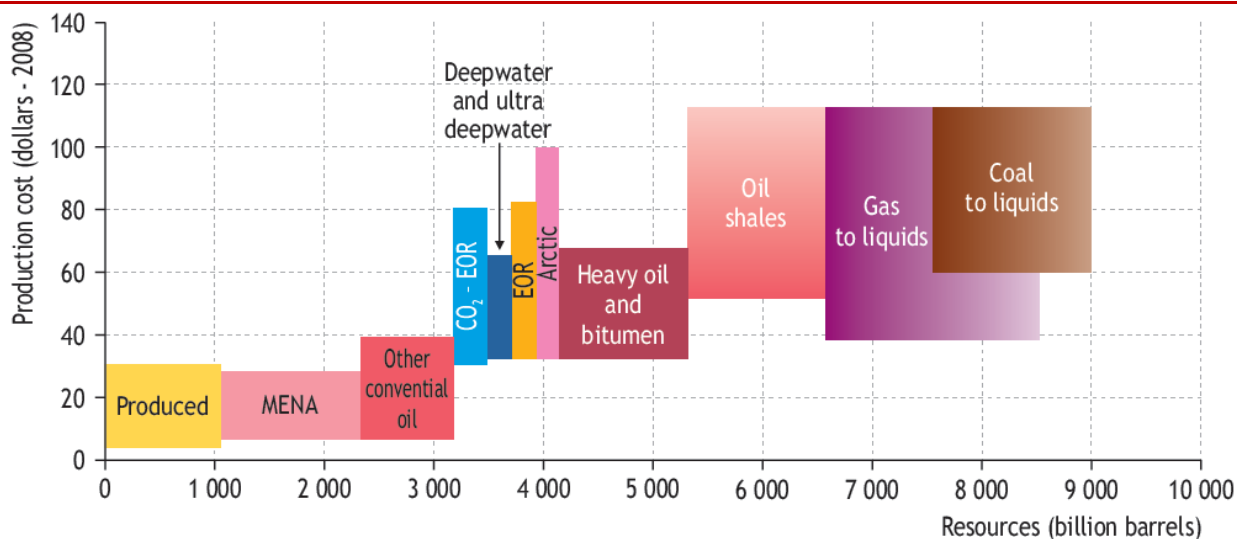
- 随着能源和食品价格上涨，全球通胀上行压力进一步加大。全球经济还未彻底好转，通胀压力已如泰山压顶。近期，受中东北非地区局势动荡与震后日本央行向市场注资 86 万亿日元天量流动性（含计划但未实施注资）的影响，国际市场原油等大宗商品价格持续攀升。
 - 欧元区预计 2011 年通胀率在 2.0%至 2.6%之间。外部的大宗商品价格上涨可能导致输入型通胀压力加大。欧美经济未来仍将稳步复苏，欧洲央行预计 2012 年在 1.0%至 2.4%之间。
 - 新兴市场经济体增长与通胀并存，已出现经济过热苗头。金砖四国 CPI 出现大幅上涨维持在 5~8%之间，通胀预期增强。亚洲和其他新兴经济体继续为全球经济增长提供强劲动能的同时，通胀也在进一步走高。预计 2011 年新兴市场的平均通胀率还将维持在 6%或以上。
 - 英国在未来几个月 CPI 突破 5%的可能性较高，加息的预期增强。主要受食品、燃料和服装成本上升推动，英国 2 月 CPI 上升 4.4%，创 2008 年 10 月以来最大涨幅。截至 2 月，英国 CPI 已连续 15 个月高于 2%的目标水平。

- 中国国内通胀压力持续，预计上半年将上调两次存款准备金率共 100 个基点。存款准备金率上调被认为是国内行之有效且成本相对较低的回收流动性工具。鉴于接下来两个月中将有大量票据到期，存款准备金率还有两次上调的空间。
- 美国与日本等国由于通胀率较低与经济增速缓慢，将复苏的希望寄托在宽松的货币政策上，还将继续维持低利率与负利率状态。预计 2011 年下半年，美国经济复苏进入正轨，失业率大幅下降，十年期国债收益率大幅上升到 5% 以上才有可能收紧货币或加息。
- 预计未来全球经济将继续复苏，各国进入加息周期。通胀还将继续维持以下特征：前期复苏越快、增长越快的经济体，通胀压力越大。

二季度油价中枢 100 美元，突发事件或见 150 美元新高

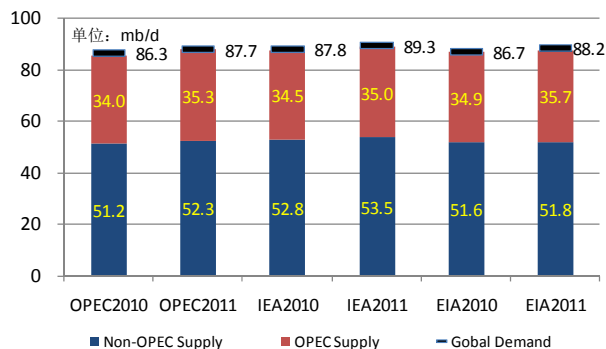
- 我们认为，二季度油价将维持在 100 美元附近震荡，日本地震影响与利比亚因战争可能导致该国长期原油供应中断已在油价中体现。未来油价向下的风险主要为全球进入加息周期降低需求，欧债危机再次抬头。
 - 未来，巴林紧张局势将不会蔓延至 OPEC 主要产油国，再次爆发石油危机的可能性极小。而各国加息对冲全球流动性与通胀风险或将减弱原油的需求，压制油价的上涨。
 - 中东北非（MENA）地区紧张局势，或将油价高点推至 140 美元。未来如果利比亚的紧张局势得不到有效控制或不断恶化，受其影响国际原油等大宗商品价格以及金价有可能继续攀高，全球通胀风险也将随之升温。
 - 全球经济复苏的不确定性或将导致油价重回 100 美元以下。欧洲债务危机隐忧或成全球经济的新“震源”，欧洲经济规模占全球经济的 20%，而日本只有 6%。如果爆发，将比日本地震对全球经济的影响更为强烈。

图表 3：原油的远期生产成本上限为 120 美元/桶

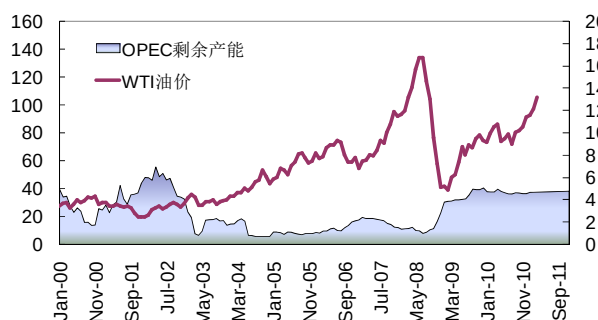


来源：IEA，齐鲁证券研究所

- **长期油价将维持上涨趋势，但上限或为 120 美元/桶。**资源不可再生的稀缺性与全球通胀因素将推高油价。但是，当油价高到足以覆盖开发成本，海油、重油、油砂与煤制油、替代能源等技术的推进将增加原油与能源的供应。长期看，供应的增加完全能够抑制油价的进一步上涨。
- **全球供需状况是影响油价的涨跌主要基本面因素。**首先，石油作为工业品的属性不会改变，“供应太衰老、需求太年轻”的格局也没有改变。
 - 石油的供应瓶颈在于生产。对比全球探明储量与消费速度，新增储量增速完全能够满足需求的增长，但产量增速较慢。
 - 预计在未来相当长时期内石油资源的相对丰富，人为造成的供应中断和过度损耗造成的“资源枯竭”，是油价最大的不确定因素。
- 需求将保持旺盛增长。近期主流能源机构 IEA、EIA、OPEC 的月度报告中均上调 2011 年全球石油需求预测。预计 2011 年相对 2010 年分别增长 144 万桶/天、147 万桶/天与 140 万桶/天。
- 生产与消费市场的不均衡，导致油价必然上涨。在全球通胀，美元贬值的背景下，OPEC 增产保价的意愿并不强烈。从地区看，原油储量最多的地区为中东与北非（MENA），OPEC 的 12 个成员国的整体储量占比为 76%。OPEC 的产量占比为 41%，非 OPEC 与前苏联的产量占比为 42%与 17%，主要消费地区北美、欧洲、亚洲的储量/产量均不高。

图表 4：主流能源机构 2011 年原油供需情况预测


来源：齐鲁证券研究所

图表 5：OPEC 剩余产能调节油价的能力渐弱


来源：齐鲁证券研究所

- 政治经济环境是影响中短期油价涨跌的主要因素。目前国际油价早已不仅仅取决于 OPEC/non-OPEC 的产量与国际石油需求的变化，欧美针对全球经济危机的对策、经济景气是否回升以及地缘政治因素的变化等都会对油价的中短期走势产生重要影响。
- 历史上因地缘政治危机引发的三次石油危机。第一次石油危机对的影响最大，油价上涨了 300%，之后二次危机，油价的涨幅逐渐缩窄至 150%~200%，主要原因之一是遭受到第一次石油危机重创的西方发达国家开始储备石油以及控制石油定价权，减弱了石油短缺对国家经济的影响。
- 地缘政治影响难以预测。历史上的几次石油价格大幅攀升都是因为 OPEC 供给骤减，促使市场陷入供需失调的担忧中。近期由突尼斯引导的一场政权革命，已经蔓延到中东及北非地区(MENA)的十几个国家，动荡局势如果无法缓和且进一步加剧，进而引发市场对未来石油供应大幅减少的担忧，那么国际油价将可能会承受更大的上涨压力。

- 预计中东政局动荡的高潮期已经过去，欧美无意于动乱继续下去，而动乱也不大可能蔓延到核心的海湾国家，此次中东紧张局势对产量的实际影响将十分有限，但真正结束需要较长时间。
 - 目前整个动荡局势还在延续，尤其是利比亚国家还在采取武力镇压，短时间内这场骚乱将无法平息，即便是政权更迭，也需要时间。通货膨胀、失业率居高、政治腐败、言论缺乏自由及生活条件不佳都是造成此次内乱的主要原因之一。
 - 利比亚国内社会结构复杂，政局可能需要一两年甚至更长的时间才能稳定，而且如果沙特局势突然恶化，不排除油价短期可能超过2008年147美元的峰值再创历史新高。
 - 埃及局势现在基本会稳定一段时间，也门将由于美国的支持保持稳定，突尼斯的局势是可控的，OPEC其他国家也不会有太大的问题
 - 动乱也不会蔓延到伊朗和叙利亚，预计产油核心国沙特、伊拉克等国未来的局势也将保持稳定。

图表6：中东北非地区主要原油国产量分布



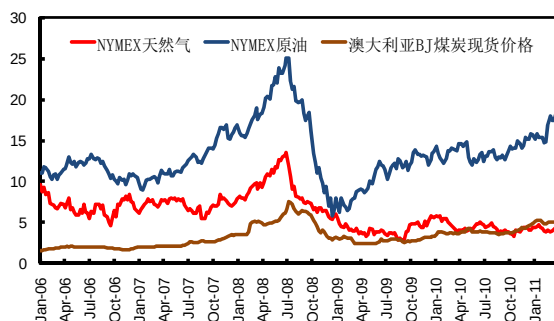
来源：齐鲁证券研究所

天然气续写上涨进行曲，非常规能源布局正当时

随油价惯性上涨，国际天然气量价齐升

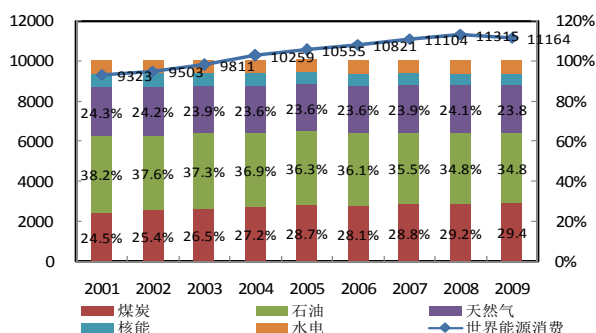
- 2011 年一季度由于经济复苏拉动需求与中东地缘政治风险，油价加速上涨，一季度上涨 15%。预计 2011 年全球原油需求增长 140~150 万桶/日，增长 1.7%。
- 欧洲天然气价格追随油价波动大幅上涨。英国 Heren NBP 指数目前价格为 10.4 美元/mmBtu，2011 年 1 季度均价 9 美元/mmBtu，比 2010 年均价上涨 38%，2010 年均价 6.5 美元/mmBtu，同比上涨了 35%。

图表 7：2011 年美国天然气等热值比价低于煤炭



来源：齐鲁证券研究所

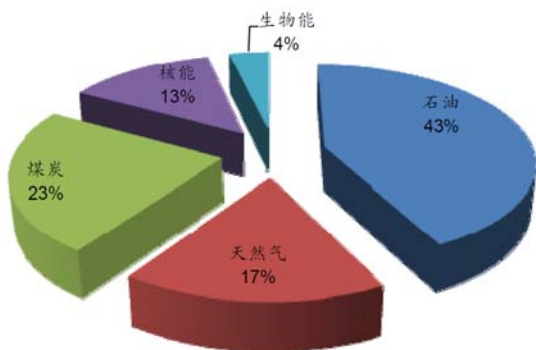
图表 8：全球能源结构中传统能源占比超过 85%



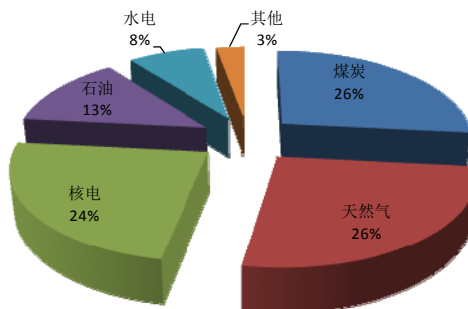
来源：齐鲁证券研究所

- 未来全球天然气有望量价齐升。IEA 预测到 2030 年天然气需求增速快于煤炭与原油，年均增速 1.4%（煤炭与石油分别为 0.5%、0.6%）。天然气在全球的比重有望超过石油成为第二位能源。
 - 新兴国家能源需求快速增长。2010 年我国天然气表观消费量 1073 亿立方米，同比增长 21%，供需缺口 127 亿立方米。预计 2015 年我国天然气市场需求 2000-2400 亿方，2020 年将达到 3500-4000 亿方。到 2020 年缺口将达到 800 多亿立方米；预计 2010 年印度天然气消费量 600 亿立方米，至 2015 年增加至 850~1100 亿立方米，缺口将达到 600 亿立方米。
 - 短期看日本燃气电站需求增加或刺激国际天然气价上行。特大地震直接破坏日本国内电力设施，导致部分核电站停工，此次地震至少已造成日本 1240 万千瓦电发电设施关闭。由于被破坏的核电恢复可能需要较长时日，短期内应急发电与重建对燃气发电需求将增加，进而带动天然气进口量激增，刺激国际天然气价格上涨。
 - 中期看燃气发电更加清洁安全。天然气作为清洁能源在日本可能被更加推崇。地震前，在日本的能源结构中，日本全国共有 18 个核电站，55 个反应堆，供应 24% 的电力；燃气发电占比 26%，主要是液化石油气 LPG 和天然气 LNG 发电。

- 我们煤炭研究员认为日本震后但考虑到由于替代核电以及火电机组重建等因素，中长期将至少增加年化煤炭进口量 847 万吨。可以预期灾后重建与核电替代也将使日本天然气进口量将大幅提升。
- 从长远来看，地震破坏了核电工业的声誉，或可能造成全球新增核电减速。核辐射的心理影响远大于地震的冲击，预计震后，日本（乃至全球也可能）对核反应堆替代燃料的需求显著上升。本次地震对全球核电、天然气和石油的长期影响将远远超过目前的状况，传统的石化能源或将重新成为各国有限考虑的能源消费方式。

图表 9：日本一次能源消费结构


来源：齐鲁证券研究所

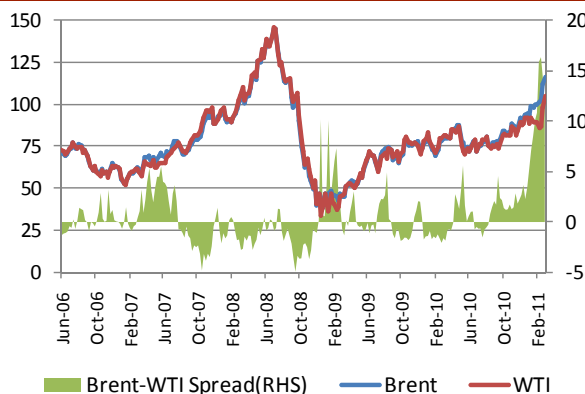
图表 10：日本电力生产结构


来源：齐鲁证券研究所

美国由于非常规能源的开发使国内能源价格低于国外

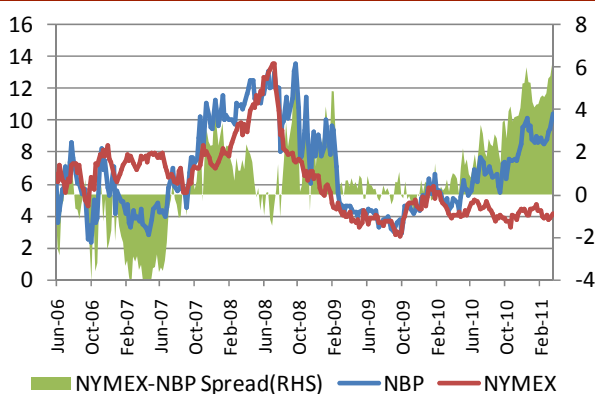
- 国际油价大幅上涨，伦敦 Brent 与纽约 WTI 价差扩大。2011 年一季度国际原油期货主要标尺 WTI 与 Brent 出现大幅背离，最高时 Brent 与 WTI 价差达 18 美元。
 - 2 月 16 日，伦敦布伦特(Brent)原油价格达到 103.78 美元/桶，西德克萨斯轻质原油(WTI)价格收于 84.99 美元/桶，WTI 较 Brent 贴水 18.79 美元。主要由于近期 Brent 持续走高，WTI 震荡中下行。
 - 截止 3 月 25 日，Brent 与 WTI 原油分别收于 115.59 与 105.52 美元，价差缩窄至 10 美元。我们预计价差或将继续收窄，但 Brent 油价高于 WTI 的状况将持续。
- 欧洲天然气价格大幅上涨，英国 Heren NBP 与纽约天然气价差扩大。一季度欧洲与美国天然气之间的价差大幅扩大至 6.2 美元/mmBtu，并呈现逐步扩大趋势。
 - 欧洲天然气价格追随油价波动惯性大幅上涨。英国 Heren NBP 指数目前价格为 10.4 美元/mmBtu，2011 年 1 季度均价 9 美元/mmBtu，比 2010 年均价上涨 38%，2010 年均价 6.5 美元/mmBtu，同比上涨了 35%。
 - 美国天然气市场价格未表现出随油价波动的惯性，价格持续疲软。NYMEX 目前价格为 4.43 美元/mmBtu，2011 年 1 季度均价 4.2 美元/mmBtu，比 2010 年均价下降 4.5%，2010 年均价 4.4 美元/mmBtu，同比上涨了 7%。

图表 11: 伦敦 Brent 与 NYMEX WTI 原油价差扩大



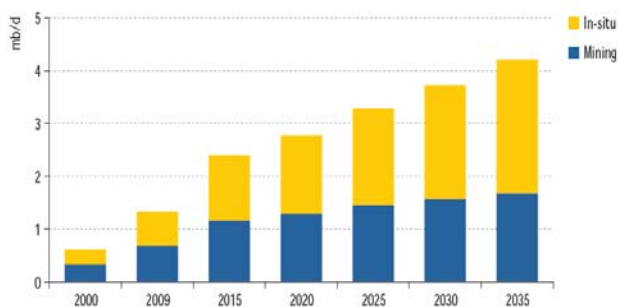
来源: 齐鲁证券研究所

图表 12: 欧洲 NBP 与 NYMEX 天然气价差扩大



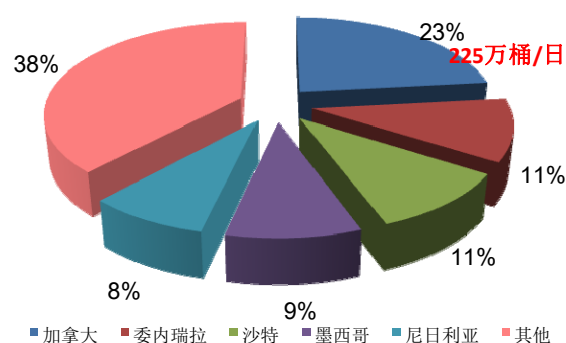
来源: 齐鲁证券研究所

图表 13: 加拿大油砂的开采减少美国对中东依赖



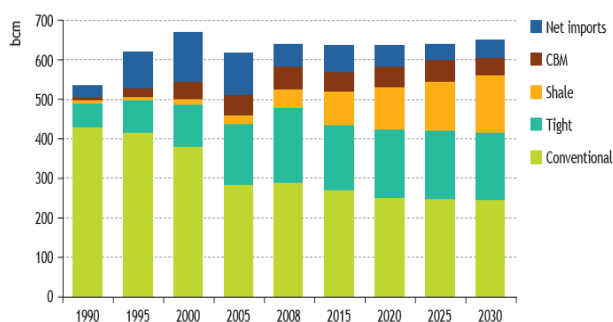
来源: IEA, 齐鲁证券研究所

图表 14: 加拿大是对美国最大的原油出口国



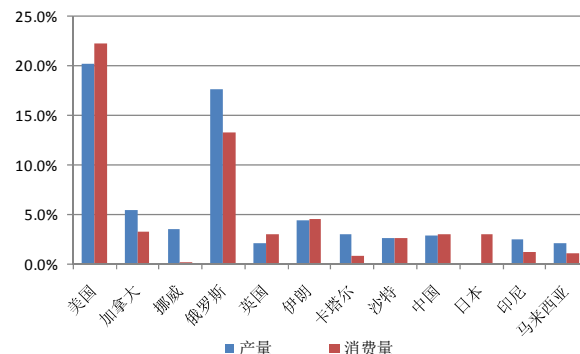
来源: IEA, 齐鲁证券研究所

图表 15: 美国由于非常规天然气的崛起减少进口量



来源: IEA, 齐鲁证券研究所

图表 16: 日本、美国与英国是主要天然气进口国



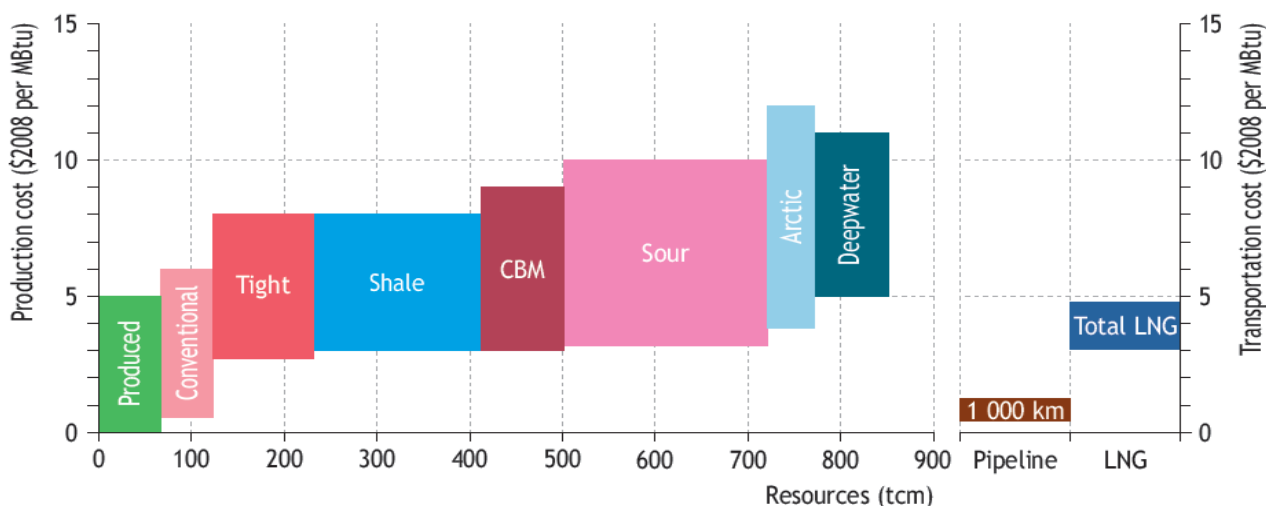
来源: IEA, 齐鲁证券研究所

- 非常规能源与能源品种与来源多元化使然。我们认为出现美国能源价格远低于国际价格的原因除了经济复苏进度、库存、地缘政治与期货定价权等因素外，其根本决定因素是小布什上任后对美国能源政策的革新，即实现能源品种与来源多元化，大力开发非常规能源，增加国内能源产量，控制海外石油资源，增加石油战略储备。
- 美国页岩气开采 80 年历史，已形成完整的产业链。有超过 49.38 万亿

立方米的可开采天然气储量，其中页岩气、致密型砂岩气和煤层气等非常规天然气占 60%。EIA 认为，未来美国天然气可开采储量的增长，将主要来自非常规天然气藏。

- 供需方面最主要原因是非常规天然气的意外崛起，北美页岩气开采技术出现革命性突破，改变了北美和世界其他地区的天然气市场前景。供应增加与金融危机后的需求疲软以及高于平常的储存水平，北美气价随之大幅走低。
- 2010 年美国开采 510 亿立方米页岩气，占其天然气开采总量的 10%。美国现在生产的非常规天然气（除页岩气外，还有致密砂岩气和煤层甲烷气）约占其天然气开采总量的一半左右。预计，到 2020 年，非常规气将占其天然气开采总量的 54%-55%，而 2030 年前将会达到 65%。

图表 17：不同途径获得天然气的远期开发成本



来源：齐鲁证券研究所

能源政策与十二五规划助力非常规油气资源开发

- 2009 年我国 GDP 占世界的 8.6%，消耗了世界 47% 的煤炭和 10% 的石油；美国 GDP 占 24.3%，煤炭和石油消费量分别占 15% 和 22%；日本 GDP 占 8.7%，煤炭和石油消费量分别只占 3.3% 和 5.1%。
- **高油价与十二五规划促进国内非常规能源行业高速发展。**欧美发达国家以能源安全为核心，增加国内供给、多元化能源品种、降低对外依存度等举措的能源战略调整，对我国能源结构调整战略的制定有指导意义。
- 美国、日本和欧盟各国作为世界能源主要消费国，其能源政策特点及走向在发达国家中具有一定代表性。美、日和欧盟能源政策的主要特点：围绕能源安全问题对能源政策进行调整；能源消费不断趋向安全清洁和节能增效；鼓励使用太阳能等新能源；政府实施财政补贴政策，能源与环境保护联系紧密。
 - **美国：**能源政策以“增加国内供给、节约能源、降低对外依存度以及大量使用清洁能源”为核心。奥巴马政府更提出 7000 亿美元的巨额经济刺激计划发展新能源，旨在打击过度能源投机行为与 10 年内实现不需要从中东和委内瑞拉进口石油的目标。

- **日本:** 积极拓宽能源获取渠道,特别是保证优质能源石油的安全供应,同时从安全和环境考虑,积极开发新能源和“省资源能源型”产业政策。
 - **欧盟:** 能源政策注重节约能源、提高能源使用效率和注重环境保护。
 - **国内能源政策:** 大力优化能源结构,提高能源利用效率,切实保障能源安全,高度重视环境保护。十二五期间,要占据关键技术和产业领域制高点,加快能源调整优化结构,大力培育新能源产业。
 - **能源发展规划将包括:** 风能、太阳能、生物质能、煤炭清洁利用、煤层气、天然气水合物、核能、智能电网、新型汽车燃料等内容。
 - **十二五规划纲要:** 推动能源生产和利用方式变革。有序开展煤制天然气、煤制液体燃料和煤基多联产研发示范;促进天然气产量快速增长,推进煤层气、页岩气等非常规油气资源开发利用。
- **十二五规划细则将为非常规能源生产与利用相关行业指明发展方向。预计未来我国在煤层气、页岩气、重质油、页岩油与油砂等非常规能源的技术突破与勘探开发将加速。**随着我国经济的持续快速发展,能源需求大幅增加,仅靠常规油气供应将很难满足国民经济发展的需要,加大对非常规油气资源的勘探开发具有重要的战略意义。非常规能源作为能源体系中的新生替代力量,正处于技术快速发展和产业化成长阶段,规模化发展与提高开发的经济性是长期趋势。
- **我国非常规油气资源储量丰富。非常规油气资源主要包括非常规石油和非常规天然气两大部分。**
- 非常规石油资源主要包括重质油、沥青、油砂、油页岩、煤炼油、深层石油等。
 - 非常规天然气包括致密砂岩气深盆气、煤层气、页岩气、水溶气以及天然气水合物等多种类型。

图表 18: 我国非常规油气资源资源量与分布情况

名称	资源性质	资源量(已探明/未发现)	分布
重油	粘度大于常规原油	20/250 亿吨	东部、西北部盆地、辽河油区、胜利油区、克拉玛依油区及河南油区。
沥青	粘度大于常规重油	大于重油	与重油分布一致
油砂	油/岩石混合物中的油	5.5/*亿吨	西部与青藏地区,西部和中部品质较好。
页岩油	高灰份固体可燃有机矿	160/476 亿吨	集中在吉林、辽宁、山东、新疆、广东和海南等省区
深盆气	赋存于低孔低渗砂岩层中,压力异常的天然气。	致密砂岩气: 13/100 万亿 m ³	四川、鄂尔多斯、吐哈、松辽、准噶尔南部、塔西南、楚雄和东海等地区 and 盆地
煤层气	煤源岩生成之后直接被煤储层吸附而聚集长藏	埋深<1500m 16.5 万亿 m ³ 埋深>1500m 3.6 万亿 m ³	塔里木-华北板块的华北陆块,扬子陆块-华南板块,准噶尔-兴安活动带。
页岩气	热成熟作用或连续的生物作用生成的烃源岩气	100 万亿 m ³	南方(四川盆地)、华北(鄂尔多斯、渤海湾)、西北(塔里木、准噶尔)
水溶气	地下水中溶解的天然气	40~50 万亿 m ³	四川、松辽、渤海湾、鄂尔多斯等盆地
可燃冰	高压、低温条件下形成的一种固态结晶物质	天然气水合物: 2400 万亿 m ³	南海、东海和台湾以东,青藏高原冻土层

来源: 齐鲁证券研究所

高油价催化化工产业升级热情，十二五规划指明发展方向

推动能源生产和利用方式变革，规划点亮非常规能源开发

- 根据我国“十二五”规划，非常规油气的开发将受到重点关注。纲要中提到，促进天然气产量快速增长，推进煤层气、页岩气等非常规油气资源开发利用。
- 十二五规划纲要之推动能源生产和利用方式变革：有序开展煤制天然气、煤制液体燃料和煤基多联产研发示范，稳步推进产业化发展。加大石油、天然气资源勘探开发力度，稳定国内石油产量，促进天然气产量快速增长，推进煤层气、页岩气等非常规油气资源开发利用。建设山西、鄂尔多斯盆地、内蒙古东部地区、西南地区 and 新疆五大国家综合能源基地，重点在东部沿海和中部部分地区发展核电。加强能源输送通道建设，完善国内油气主干管网，初步形成天然气、煤层气、煤制气协调发展的供气格局。

图表 19：国内主要非常规油气资源开发状况与相关公司

名称	年产量	开发技术	开发难点	相关公司
油砂	~10 万吨	水洗法 干馏法	国内技术落后，企业通过收购的方式参与油砂项目的勘探开发，以学习为主。	中国石油、中国石化、中海油
页岩油	40 万吨	干馏法	70 年开发史但技术水平低与环保要求高	中国石油、辽宁成大
常规石油	2.03 亿吨	各种增产技术	国内主要油田进入难开采期，需要油气增产技术	通源石油、宝莫股份、杰瑞股份、惠博普
煤层气	15 亿方	水力压裂	技术创新不足、管网等基础设施薄弱、煤炭和煤层气矿权重叠	准油股份、天科股份、中国石油、杰瑞股份
页岩气	~1 千方	水平井 水力压裂	无成熟技术、前期开发经济价值评价、政策扶持力度不足	中国石油、中国石化

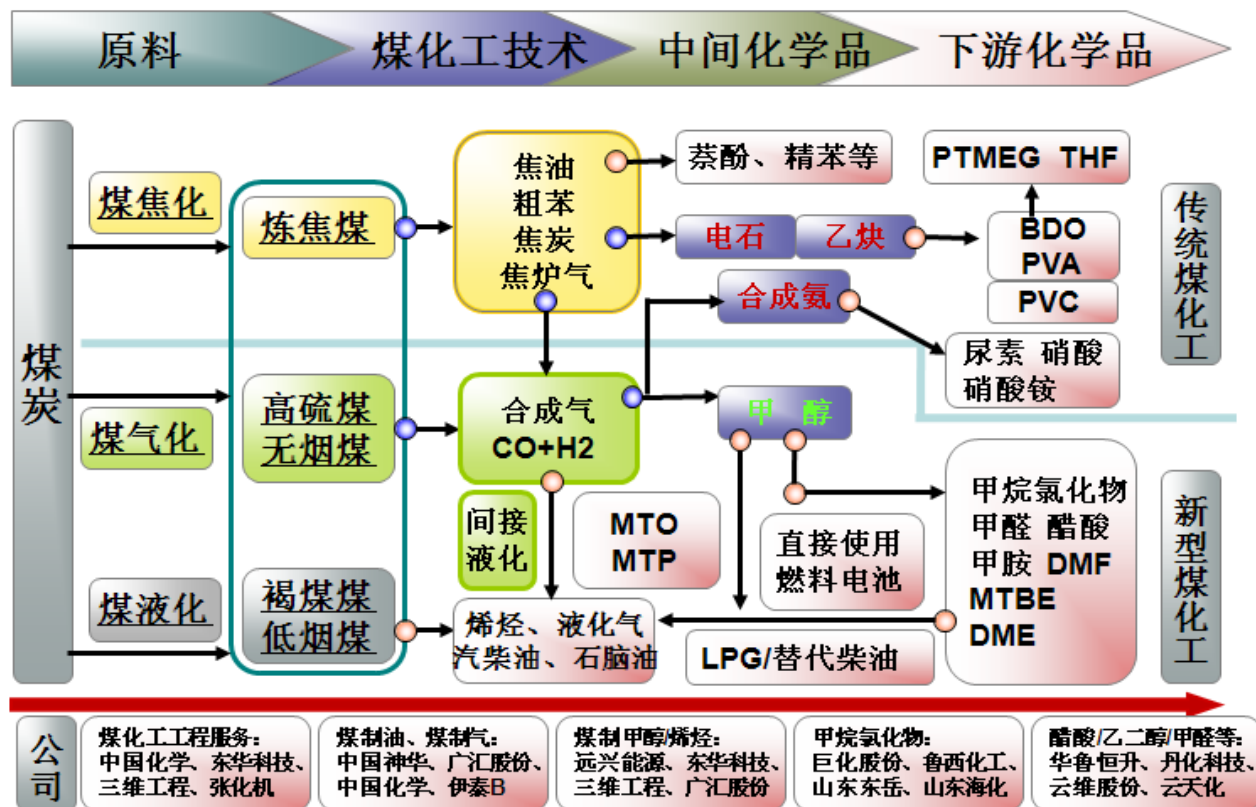
来源：齐鲁证券研究所

传统制造业升级，新型煤化工起航

- 除了非常规油气的开发外，煤炭的清洁利用也在“十二五”规划纲要中受到重点关注。纲要中指出，新型煤化工在推进能源多元清洁发展方面以示范为主，而在传统制造业升级中，新型煤化工将在石化行业的原料多元化发展中扮演重要角色。
 - 传统煤化工产业正面临原料供应、环境保护、新兴产业冲击等方面的挑战。行业发展趋势将是强化对上游资源的控制及下游产业链的衍生和拓展，具备一体化资源优势的企业将脱颖而出。
 - 新型煤化工主要任务是完成示范工程的建设，包括二甲醚、煤制油、煤制烯烃、煤制天然气、煤制乙二醇等。“十二五”期间将根据资源条件和技术进展予以合理布局，适度发展。

- 十二五规划纲要之传统制造业升级与推进能源多元清洁发展：石化行业要积极探索原料多元化发展新途径，重点发展高端石化产品，加快化肥原料调整，推动油品质量升级；加快应用新技术、新材料、新工艺、新装备改造提升传统产业；有序开展煤制天然气、煤制液体燃料和煤基多联产研发示范，稳步推进产业化发展。

图表 20：煤化工产业链与相关公司



来源：齐鲁证券研究所

发展战略性新兴产业，看好新材料的改性塑料与氟化工

- 经济结构调整对精细化工行业提供发展空间。近 10 年来我国石化行业经历了高速发展阶段，目前最为突出的矛盾是基础化学品能力过剩，而专用高性能精细化工产品供应能力不足。
- 未来我国经济发展面临调整结构的需要，节约型与清洁型的发展方式为形成环保、新材料、新能源等新兴产业提供政策支持，内需拉动与消费升级对精细化学品提供了发展空间和市场机会。
 - 十二五期间，我国化工新材料的发展将呈现大型化、功能化、精细化、工艺无害化、研究开发综合化、竞争激烈化、产业集中度和垄断性更强等趋势。
 - 石油产品价格上涨，为化工新材料发展提供空间。新材料多数不以石油天然气为主要原料与油价的关联度不大，并且产品附加值高。

随着油价上涨，二者价差正在逐渐缩小，化工产品替代效应与节能环保领域的新增需求拉动化工新材料的发展。

- 化工新材料十二五期间主要发展的产品与领域包括：
 - 工程塑料的主要品种(PC、POM、PBT、PA 等) 将形成产业基础，特种工程塑料(PPS、MPPO、PTT、PEN 等)也将有较大突破；重点公司：金发科技、普利特、深圳惠程、云天化等。
 - 可降解类产品的规模有较大增加，如聚乳酸和 PBS；重点公司：金发科技、鑫富药业等。
 - 有机硅和有机氟的下游产品领域将进一步拓宽，如氟橡胶(FKM)和聚氟乙丙烯(FEP)等，新型氟利昂替代产品；重点公司：回天胶业、硅宝科技；三爱富、巨化股份、永太科技、多氟多等。
 - 功能型高分子材料和特种碳纤维的市场空间有较大幅度拓展，未来碳纤维、芳纶纤维等产品的中外合作发展机会将明显增加；重点公司：烟台氨纶、中纺投资、金发科技等。
 - 聚氨酯的原料 MDI、TDI、PTMEG 的产业规模将有较大发展，特种异氰酸酯的市场条件日渐成熟，PU 建筑保温板市场需求量增加。重点公司：烟台万华、沧州大化、红宝丽等。
- 目前从各类氟产品的前景来看，氟氯烷进入衰退期，其替代品将因此而出现广阔的市场；氟树脂进入成熟期，主要产品聚四氟乙烯竞争加剧；氟橡胶进入增长期，随着我国汽车产业的发展，氟橡胶将出现明显的增长；氟涂料则将随着建筑、化工产业的增长而增长；而含氟精细化学品的发展空间最为广阔。
- 十二五规划纲要之发展战略性新兴产业：促进新兴科技与新兴产业深度融合，把战略性新兴产业培育发展成为先导性、支柱性产业。战略性新兴产业增加值占国内生产总值比重达到 8% 左右。

图表 21：“十二五”主要精细化学品需求预测

产品(万吨)	2010 年	2015 年	增速
涂料	90	120	33%
农药	90	110	22%
染料	60	65	8%
食品添加剂	350	430	23%
饲料添加剂	310	390	26%
造纸化学品	160	210	31%
电子化学品	280/亿元	400/亿元	43%
胶粘剂	730	950	30%
塑料助剂	310	390	26%
水处理剂	100	150	50%
表面活性剂	240	320	33%

来源：齐鲁证券研究所

图表 22：世界主要国家或地区氟塑料消费量

产品(万吨)	美国	西欧	日本	中国	其他	合计
PTFE	2.3	2.83	0.96	2.98	1.45	10.5
PVDF	1.22	0.96	0.19	0.48	0	2.85
FEP	1.2	0.22	0.11	0.25	0	1.78
ETFE	0.31	0.09	0.22	0	0	0.62
PFA	0.22	0.13	0.23	0	0	0.58
PCTFE	0.03	0.01	0.01	0.43	0	0.48
PVF	0.25	0.04	0	0	0	0.29
E-CTFE	0.17	0.03	0	0	0	0.20
THV	0.07	0	0	0	0	0.07
CTFE-VDF	0.05	0.01	0	0	0	0.06
其他氟塑料	0	0.01	0.16	0.15	0.39	0.71
总计	5.82	4.33	1.88	4.29	1.84	18.2

来源：齐鲁证券研究所

保障房与政策双轮驱动，把握产能过剩行业阶段性机会

- 保障房与政策双轮驱动 PVC、甲醇与涂料迎来阶段性行情。2011 保障房将成为拉动需求的新亮点。2010 年国家计划建设 580 万套保障性住房，2011 年将新增 1000 万套保障性住房，对房地产市场将产生显著的拉升作用。
- 2011 年政府 1000 万套保障房的建设有望按时完工，根据此前住建部披露的 2011 年保障房整体规划和结构：
 - 城市廉租住房：公租房占 200 万套以上，廉租房在 150-160 万套，经适房 100 万套，限价房 70-80 万套，回迁房 60-70 万套。
 - 城市棚户区改造规模为 200 万套；矿区、林区、垦区棚户区改造规模为 150 万套；另外还有农村危房改造。

图表 23：房地产相关主要化工产品上市公司

化工品	用途	开工率			相关上市公司
		2009	2010H1	2010E	
PVC	硬制品	53%	48%	50%	英力特、新疆天业、中泰化学、湖北宜化、氯碱化工
纯碱	玻璃	75%	75%	75%	三友化工、山东海化、双环科技、青岛碱业
有机硅	玻璃	60%	65%	70%	新安股份、蓝星新材、宏达新材、三友化工
甲醇*	涂料	35%	50%	50%	远兴能源、广汇股份、泸天化
醋酸	涂料	75%	80%	85%	华鲁恒升、云维股份、江苏索普
TDI	涂料	80%	73%	85%	沧州大化、锦化氯碱

来源：齐鲁证券研究所

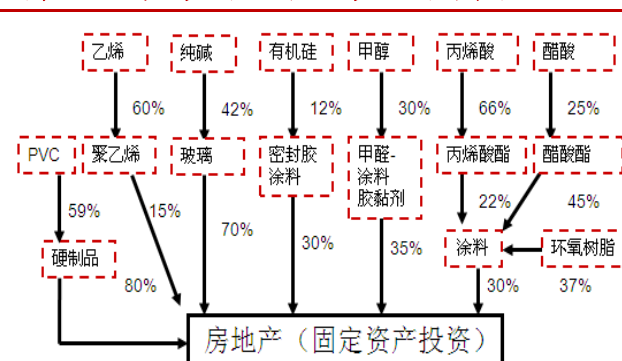
- 目前我国保障性住房目前仅占房地产新开工面积的 6-7%，对整体投资的贡献较低，供应量远难满足低收入家庭对住房的刚性需求。未来 10 年我国需要保障性住宅 6000 万套，每年 600 万套；不考虑对商品房的挤压效应，假使每年 580 万套保障性住房建设可以提高房地产投资 11%，将直接带动建筑建材相关产业的需求。

图表 24：2011 年主要化工产品开工率统计

产品	09A	10A	1101	1102	1103	11E
焦炭	80%	66%	72%	72%	70%	68%
尿素	70%	72%	65%	70%	70%	72%
PVC	53%	54%	50%	56%	55%	52%
甲醇	35%	41%	57%	57%	65%	42%
二甲醚	30%	31%	40%	43%	39%	32%
烯烃	80%	84%	76%	73%	82%	85%
PO	60%	78%	88%	85%	93%	83%
EO	80%	80%	86%	100%	100%	85%
BDO	60%	65%	59%	57%	63%	72%
DMF	70%	80%	44%	72%	89%	85%

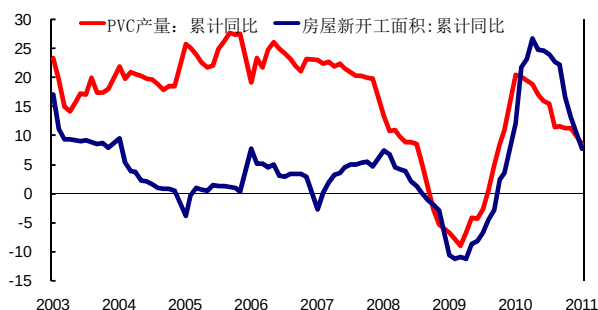
来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 25：房地产对主要化工产品的需求拉动明显

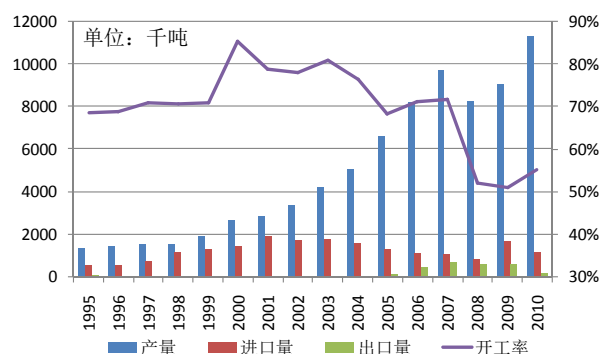


来源：Wind，齐鲁证券研究所

- PVC 行业将受益于保障房与节能减排、电石行业淘汰产能政策。由于房地产对 PVC 的需求拉动一般要滞后 1 年左右，因此，2010 年下半年大幅增长的新开工面积对 PVC 需求的拉动将在 2011 年得到体现。
 - 需求向好。预计 2010 年新开工面积将拉动 PVC 需求增长 20%。而 2011 年 PVC 新投放的产能为 153 万吨，同比增长 8%。需求增速快于产能增速。
 - 成本支撑。2011 年能源价格大幅上涨与电石产业升级、工信部拟定十二五淘汰落后产能计划都将支撑 PVC 原料成本上涨。
 - PVC 价格将在二季度开始回升。二季度随着北方天气逐渐转暖，程施工重新启动，PVC 将进入传统旺季。这也将对 PVC 的需求和价格形成季节性的支撑。

图表 26：2011 年房地产新开工面积增速维持高位


来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 27：2010 年 PVC 产量与开工率回升


来源：Wind，齐鲁证券研究所

- 甲醇行业将受益于保障房与甲醇汽油的试点范围扩大与 M15 甲醇汽油国家标准的推出。推出甲醇期货有利于获得全球定价权，稳定国内价格。
 - 一是积极开发制定甲醇汽油、二甲醚等相关醇醚燃料行业的发展，重点消耗甲醇过剩的产能。
 - 二是严格控制新增装置的投放，采取产能置换、企业集团化的方式规划，淘汰落后产能，降低生产成本，提高市场抗风险能力。
 - 三是调整产业结构问题，加快产业结构升级换代进程，加大发展规模化的甲醇、二甲醚企业进行技术改造。
- 涂料行业将受益于保障房与国家环保、安全标准的提高。2011 年墙面装饰涂料与建筑防水涂料将带来可观的需求，同时行业也面临诸多问题。
 - 我国建筑涂料市场格局已初步形成，外资(合资)企业、国有大型企业和民营企业三足鼎立之势。产品严重同质化使得大部分企业没有产品价格的控制权。
 - 成本上涨：原材料推动涂料涨价，溶剂材料、钛白粉、松香、乳液和助剂等价格大都和石油价格走势密切相关，涨幅达到 10~30%。
 - 保障房将大幅推高墙面装饰涂料与外墙涂料需求。2011 年国家将落实 1000 万套保障房，所需的墙面装饰涂料将高达 17 万公升。保障性住房的建设也会拉动外墙涂料的需求。
 - 保障房建设的大规模提速将给建筑防水材料建筑涂料带来可观的市场需求。预计十二五期间，我国新型防水材料年增长率将保持在两位数以上，总应用量将达到 16.6 亿平方米。

投资建议

- 高油价与十二五规划催化能源化工产业升级与精细化工的高速发展。
- 长期看好非常规能源的开发，日本核泄漏事故之后，能源政策或向传统能源清洁利用领域倾斜，非常规能源的开发将加速。但由于国内油气开发技术相对落后，行业机会更多依赖政策扶持。
- 长期看能源开发首选煤层气，相关公司：准油股份、天科股份；国内常规油气增产技术相对成熟，看好油气增产与油田服务相关公司：通源石油、宝莫股份、杰瑞股份、惠博普。
 - 预计未来油价将长期保持在 100~120 美元区间，国际能源价格高企与供应短缺或将威胁我国能源安全，常规能源增产与非常规能源的开发将获得更多的政策扶持，而油价高位运行与全球核电投资减速，为传统能源开发提供需求与效益支撑。
- 中期看好受益制造业升级的新型煤化工与内需拉动的化工新材料行业。能源价格上涨，制造业升级与消费升级为煤化工与化工新材料发展提供空间，具备技术优势与一体化资源优势的企业将最先受益。
- 中期看传统制造业升级，新型煤化工相关公司：华鲁恒升、鲁西化工、云维股份、张化机；战略性新兴产业中，新材料相关公司：金发科技、烟台氨纶；氟化工相关：三爱富、永太科技。
- 短期看好保障房与政策驱动的 PVC、甲醇与涂料行业阶段性机会。PVC 相关公司：英力特、中泰化学；甲醇相关公司：远兴能源、云维股份；涂料相关公司：神剑股份、渝三峡 A。

图表 28：重点上市公司估值列表

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	流通 A 股 (百万股)	评级	每股收益/EPS (元)			市盈率/PE (倍)		
					2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
002207.SZ	准油股份	19.83	99.46	增持	0.11	0.17	0.26	180.27	116.10	75.54
600378.SH	天科股份	16.07	270.18	增持	0.17	0.17	0.29	94.53	93.65	55.78
300164.SZ	通源石油	47.08	13.60	增持	1.16	0.50	0.82	40.59	94.16	57.41
002353.SZ	杰瑞股份	128.89	38.49	买入	2.09	2.48	3.79	61.67	51.92	33.97
600426.SH	华鲁恒升	16.45	495.75	买入	0.86	0.41	0.72	19.19	39.69	22.97
000830.SZ	鲁西化工	6.53	1045.45	买入	0.13	0.14	0.32	48.73	46.28	20.31
600725.SH	云维股份	11.40	616.24	买入	0.32	0.43	0.40	35.74	26.64	28.56
002564.SZ	张化机	35.00	38.40	买入	0.96	0.72	1.15	36.46	48.34	30.42
600636.SH	三爱富	26.72	347.23	增持	0.05	0.16	0.64	494.81	162.93	41.44
002326.SZ	永太科技	49.83	43.20	买入	0.57	0.62	1.18	87.42	79.91	42.20
600143.SH	金发科技	18.38	1396.50	买入	0.20	0.44	0.62	91.90	41.50	29.81
002254.SZ	烟台氨纶	34.05	159.12	买入	0.67	1.05	1.36	50.90	32.52	24.97
000635.SZ	英力特	18.35	177.05	买入	0.32	0.66	0.85	57.89	27.77	21.66
002361.SZ	神剑股份	23.05	35.95	增持	0.64	0.46	0.69	36.02	50.11	33.29

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

增持：预期未来 6 个月内上涨幅度在 5%以上

中性：预期未来 6 个月内上涨幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308