

石油化工

油价趋于合理，布局上游兑现中游

 评级: **增持**

 前次: **增持**

联系人

分析师

李璇

孙国东

S0740207010008

021-20315139

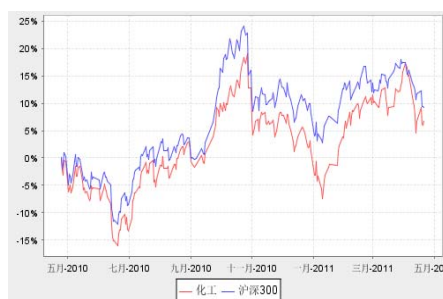
lixuan@qlzq.com.cn

2011 年 5 月 31 日

基本状况

上市公司数	230
行业总市值(百万元)	905706.39
行业流通市值(百万元)	675998.57

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)	64.2	80	80
	摊薄每股收益(元)	1.23	1.91	2.65
	总股本(亿股)	2.3	2.3	2.3
	总市值(亿元)	147.43	184	184
鲁西化工	股价(元)	7.02	10	10
	摊薄每股收益(元)	0.2	0.41	0.65
	总股本(亿股)	14.65	14.65	14.65
	总市值(亿元)	102.83	146.5	146.5
亚星化学	股价(元)	9.29	12	12
	摊薄每股收益(元)	0.02	0.27	0.35
	总股本(亿股)	3.16	3.16	3.16
	总市值(亿元)	29.32	37.92	37.92

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

- 2011 年二季度国际油价创下 127 美元新高后回落，结束了连续 8 个月的上涨趋势。预计未来油价涨势见顶，中期在欧美、日本等国经济复苏进入正轨、全球流动性紧缩之前，油价中枢维持 100 美元区间，但过剩的流动性仍将持续放大国际油价的波动幅度。预计 2011 年 WTI 均价为 105 美元桶，同比上涨 32%。
- 影响油价的三因素：供需、政治、金融。供需决定油价基本面，生产瓶颈推动油价趋势向上，120 美元或是长期上限。政治与金融属性放大了价格的波动幅度，增加了政治与流动性溢价的不确定性。
- Brent 与 WTI 价差扩大是两大交易市场原油供需状况、库存与交割方式等多重因素的集中反映。宏观经济、能源政策与局部供应的改变导致的基本面差异，使美国油品库存长期高企和欧洲油价标的物持续减少；中东局势紧张不仅推高国际油价，也使欧洲可能再次面临能源供应紧张，使得价差进一步扩大。
- 化工行业上游回暖，中游景气，下游回落。预计 2011 年国内原油进口量 2.72 亿吨，同比增加 15%。由于油价上涨，国内 GDP 增速损失 1.6%，通胀 CPI 上涨 0.4%。由于需求旺盛，十二五期间国内在推动能源生产和利用方式变革方向将提速，占能源消费中较大基数的石油与天然气产量仍将保持较高增速。
- 油价或将长期维持在 100 美元区间，中长期看好能源开发行业。高油价背景下，能源结构调整与十二五规划将促进上游投资提速，资源类、油气开采与油气工程服务类公司将直接受益。相关公司：杰瑞股份、通源石油、宝莫股份、惠博普。非常规能源开发首选煤层气相关公司：准油股份、天科股份。
- 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。新型煤化工相关公司：华鲁恒升、鲁西化工、张化机。短期看好成本、需求与政策推动的阶段性机会。PVC 及其改性剂、涂料行业受益于保障房与政策驱动；轮胎与橡胶制品受益于大宗商品价格回落毛利率提升。相关公司：英力特、中泰化学；亚星化学、日科化学；神剑股份、渝三峡 A；风神股份、宝通带业。

内容目录

国际原油价格回归理性，宽幅振荡格局或将延续	- 6 -
油价过山车，涨势已见顶	- 6 -
中枢 100 美元，流动性放大振幅	- 6 -
影响油价的三因素：供需、政治、金融	- 7 -
供需：生产瓶颈推动油价趋势向上，120 美元或是长期上限	- 7 -
政治：地缘政治影响短期波动，大国博弈决定长期走势	- 10 -
金融：投机资金决定短期波动，定价权决定长期趋势	- 13 -
油价影响因素中库存、美元与投机相关度高于需求增速与供需缺口	- 14 -
高油价对国内的影响	- 16 -
油价上涨抑制经济增速	- 16 -
油价上涨推高国内通胀	- 17 -
2011 年进口原油量价齐升，GDP 减速 0.16% CPI 增加 0.4%	- 18 -
高油价对国内的启示	- 19 -
BRENT-WTI 价差扩大的原因	- 19 -
BRENT-WTI 价差扩大的启示	- 21 -
上游景气回暖，布局油气开采	- 23 -
高油价提升石化上游景气	- 23 -
低投资减少潜在供给	- 24 -
高油价或将驱动投资提速，十二五布局油气开采	- 24 -
中游景气维持，大宗化工品盈利兑现	- 26 -
中游行业工业增加值增速与企业 ROE 维持稳定	- 26 -
保障房拉动需求仍可期，看好 PVC 及其改性剂、涂料	- 27 -
国际气价高位运行，出口与成本推动布局尿素股	- 31 -
大宗商品价格回落，利好轮胎与橡胶制品	- 34 -
投资建议	- 37 -

图表目录

图表 1: 2010 年 10 月开始油价加速上涨	- 6 -
图表 2: 主要经济体通胀开始走高	- 6 -
图表 3: 全球原油储量分布	- 7 -
图表 4: IEA 预测不同途径得到原油的生产成本上限为 120 美元/桶	- 8 -
图表 5: 原油生产与消费分布的不平衡是长期上涨的核心因素	- 9 -
图表 6: 1946~2011 年原油均价与剔除通胀的价格	- 9 -
图表 7: 主流能源机构 2011 年原油供需情况预测	- 9 -
图表 8: OPEC 在全球产量中的占比减少	- 9 -
图表 9: OPEC 剩余产能对油价的调节能力大不如前	- 9 -

图表 10: 1970~2011 年影响原油价格的重要历史事件	- 10 -
图表 11: 1946~2011 年国际石油价格演变的主要历史事件	- 11 -
图表 12: 中东北非地区主要原油国产量分布	- 12 -
图表 13: 中东北非地区各国动荡局势现状	- 13 -
图表 14: 金融危机后 WTI 成交量增速低于 BRENT	- 13 -
图表 15: 弱势美元政策推高油价	- 13 -
图表 16: 原油需求与油价相关性略低	- 15 -
图表 17: 美元指数、投机持仓与油价相关性较高	- 15 -
图表 18: 原油价格与全球需求、库存、美元指数与投机持仓的相关性	- 15 -
图表 19: 我国原油对外依存度逐年提高	- 16 -
图表 20: 石油价格向下游传导的机制	- 16 -
图表 21: 原油价格上涨导致的财富外溢估算	- 16 -
图表 22: 2000 年后我国原油进口金额大幅提高	- 18 -
图表 23: 原油进口金额的增量与 CPI 相关度高	- 18 -
图表 24: 路透追踪分析 4 月主要机构对国际油价的预测	- 18 -
图表 25: WTI 与 BRENT 价差最高至 18 美元	- 19 -
图表 26: Brent 与 WTI 远期合约价差缩窄	- 19 -
图表 27: 2008 年以后美国原油需求量大幅减少	- 19 -
图表 28: 2008 年后美国原油对外依存度逐年降低	- 19 -
图表 29: 英国原油供应量逐年减少	- 20 -
图表 30: 美国原油库存逐年提高	- 20 -
图表 31: 加拿大是对美国最大的原油出口国	- 21 -
图表 32: 加拿大油砂的开采减少美国对中东依赖	- 21 -
图表 33: WTI 与 BREN 价差最高至 18 美元	- 22 -
图表 34: 欧洲 NBP 与纽约天然气价差最高至 6 美元	- 22 -
图表 35: 石化上游工业增加值同比增速大幅提升	- 23 -
图表 36: 原油加工量与产量增速维持稳定	- 23 -
图表 37: 石化中上游企业 ROE 维持稳定	- 23 -
图表 38: 高油价大幅提升油气开采板块盈利能力	- 23 -
图表 39: 油气开采行业投资与产量增速见底回升	- 24 -
图表 40: 上游投资增速低位运行支撑行业景气	- 24 -
图表 41: 短期内煤炭石油为主的能源结构难以改变	- 25 -
图表 42: 2011 年烯烃行业景气度见底回升	- 25 -
图表 43: 中游行业工业增加值同比增速维持高位	- 26 -
图表 44: 中游制造业企业 ROE 维持稳定	- 26 -

图表 45: 中游行业投资旺盛	- 26 -
图表 46: 中游主要化工产品开工率回升	- 26 -
图表 47: 房地产开发投资保持快速增长	- 27 -
图表 48: 4 月新开工面积与 PVC 产量增速开始回升	- 27 -
图表 49: 房地产对主要化工产品的需求拉动明显	- 28 -
图表 50: 房地产相关主要化工产品和上市公司	- 28 -
图表 51: 2010 年 PVC 产量与开工率回升	- 28 -
图表 52: 2011 年电石供应紧张将支撑 PVC 价格	- 28 -
图表 53: 2011 年 1-4 月 PVC 价差保持稳定	- 28 -
图表 54: 电石法 PVC 的生产成本	- 28 -
图表 55: PVC 硬制品需要使用大量塑料改性剂	- 29 -
图表 56: PVC 改性剂 CPE 的需求量预测	- 29 -
图表 57: PVC 硬制品产量与增速	- 29 -
图表 58: CPE 历史价格与价差	- 29 -
图表 59: 部分 PVC 与 PVC 助剂公司对产品价格敏感性	- 30 -
图表 60: 国内涂料总产量稳定增长	- 30 -
图表 61: 国内建筑涂料产量维持高增速	- 30 -
图表 62: 我国国内主要行业涂料消费量与核心指标	- 31 -
图表 63: 粮食价格稳步上涨	- 31 -
图表 64: 农作物与粮食播种面积逐年增加	- 31 -
图表 65: 2011 年尿素出口关税政策	- 32 -
图表 66: 国际油气价格创新高, 尿素大幅反弹	- 33 -
图表 67: 欧洲天然气定价机制较复杂	- 33 -
图表 68: 国际尿素产能分布	- 34 -
图表 69: 煤头与气头合成氨的原料成本比较	- 34 -
图表 70: 部分化肥公司对尿素与复合肥价格敏感性	- 34 -
图表 71: 大宗商品回落天胶与合成胶价格调整	- 35 -
图表 72: 全球天然橡胶消费结构以轮胎为主	- 35 -
图表 73: 国内天胶与合成橡胶需求平稳增长	- 35 -
图表 74: 轮胎需求与产量增速回落	- 35 -
图表 75: 成本高企橡胶制品行业盈利能力大幅下滑	- 36 -
图表 76: 天然橡胶与合成橡胶需求量逐年提升	- 36 -
图表 77: 轮胎行业成本结构	- 36 -
图表 78: 国内合成橡胶产量中丁苯与顺丁占比最大	- 36 -
图表 79: 部分轮胎与橡胶制品公司对橡胶价格敏感性	- 36 -

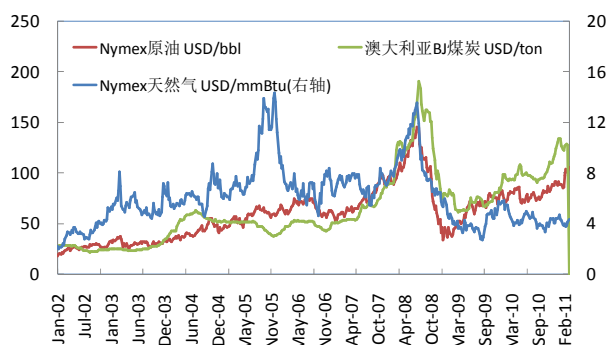
图表 80: 重点上市公司估值列表 - 37 -

国际原油价格回归理性，宽幅振荡格局或将延续

油价过山车，涨势已见顶

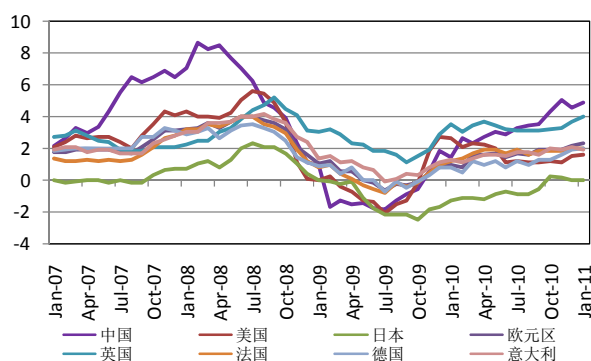
- 截至 5 月 26 日，伦敦布伦特(Brent)与西德克萨斯轻质原油(WTI)原油价格分别达到 111.42 与 98.44 美元/桶，分别较上一周上涨 0.12% 与 0.1%，连续第三周盘整。结束了连续 8 个月的上涨趋势。
- 近期油价出现暴跌的原因主要与地缘政治和金融风险相关：
 - 本·拉登被美军击毙的消息激荡石油市场，改变了人们对中东地区稳定的预期；
 - QE2 临近到期与欧债阴影促使美元继续走强导致以美元计价的大宗商品承压；
 - 白银等大宗商品共振下跌拖累油价；
 - 美国非制造业活动数据与原油库存高企令人失望也提升了市场对美国石油需求疲软的担忧，进一步拖累油价；

图表 1：2010 年 10 月开始油价加速上涨



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

中枢 100 美元，流动性放大振幅

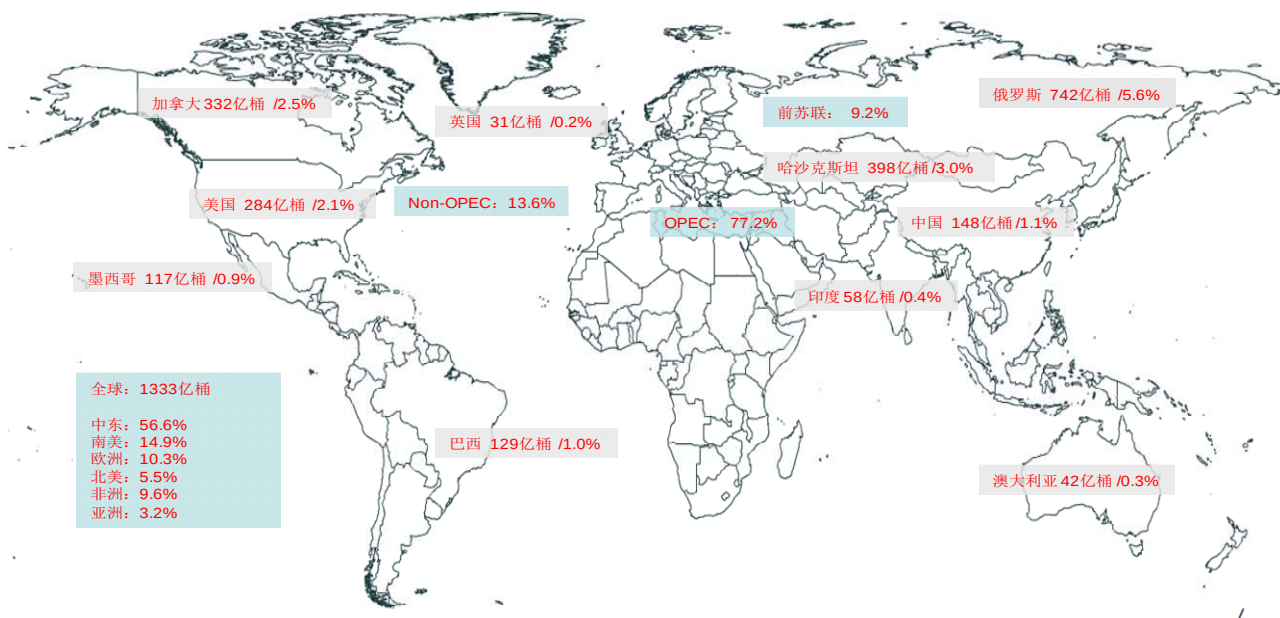
- 我们预计中期在欧美、日本等国经济复苏进入正轨，全球流动性缩紧之前，油价中枢维持 100 美元，流动性过剩的情况仍将持续放大国际油价的波动幅度。
 - 中长期而言，油价将受制于美元恢复“强势”、全球通胀压力过大已严重阻碍经济复苏、后期各国央行将继续收紧银根等因素，上涨空间有限。
 - 但是全球需求依然旺盛、地缘政治危机阴霾不散、美日等国短期内不会收紧流动性等因素将支撑油价。在流动性过剩的环境下，中东北非（MENA）地区紧张局势与突发事件，仍可能将油价高点推至 150 美元。
 - 未来油价下行的风险主要来自于新兴经济体加息对冲全球流动性与通胀风险，欧债危机再次抬头等因素致使原油需求减弱的预期抬头，以及美日流动性的可能紧缩对于金融炒作的影响。

影响油价的三因素：供需、政治、金融

供需：生产瓶颈推动油价趋势向上，120 美元或是长期上限

- 全球供需状况是影响油价涨跌的基本面因素。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。
- 短期内石油不会枯竭，但局部地区由于政治军事等“人为因素”造成的供应减少叠加金融炒作将使油价的上限难以估量。目前常规石油仍是最重要的能源，超过全球能源消费总量的 1/3。
- 石油供应高峰或已过，但并非濒临枯竭。全球高需求预期转变成中长期石油稀缺预期以及化石能源的不可再生属性，是油价上涨的重要依据。
- 此外，油价由低位上升时，新增探明储量、高成本的非常规石油的开发与替代能源的新增却往往被忽视，人为放大了对原油紧缺的预期。

图表 3：全球原油储量分布



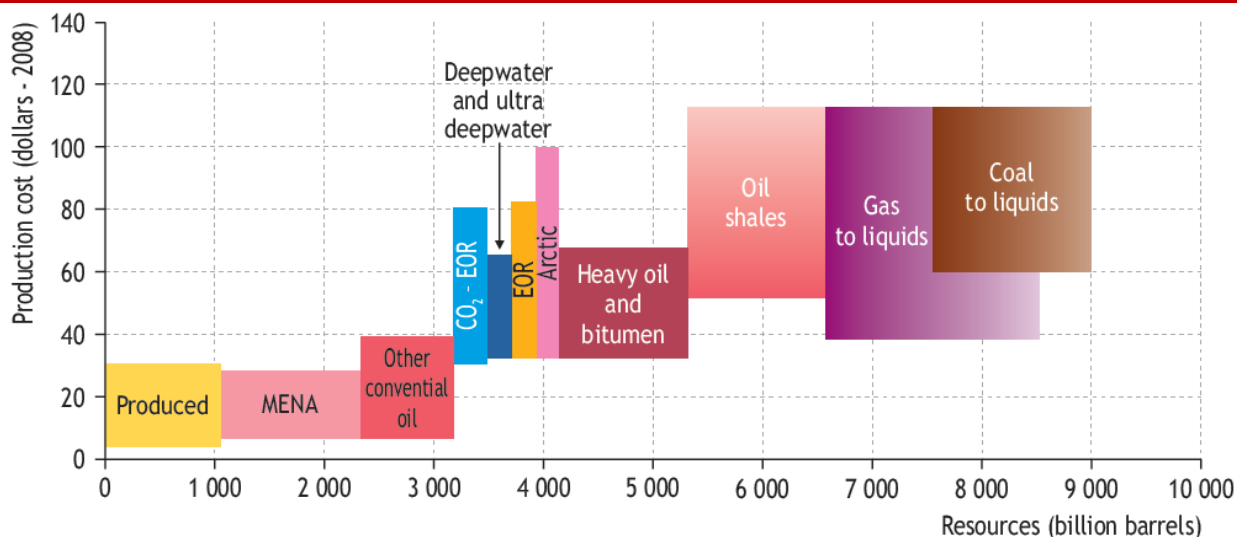
来源：齐鲁证券研究所

- 原油储量真的紧缺吗？
- 2008 年 EIA 对全球 800 多处主要油田所做的评估显示，世界主要油田大多已过生产高峰，石油供应将在 2008 年达到顶峰，石油枯竭论同时也为油价 147 美元/桶的历史高点起了推波助澜的作用。
- 我们认为：石油的供应瓶颈在于生产，储量并不是问题。对比全球探明储量与消费速度，新增探明储量增速完全能够满足需求的增长，但产量与消费量的增速高于产量的增速。
- 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。
 - 过去 10 年石油剩余探明储量的增速高于消费增速，产量增速低于消费增速。1999 年世界剩余探明储量为 1481 亿吨，2009 年为 1818.7 亿吨，10 年间增长了 337.8 亿吨，增幅 22.8%；同期世界

石油消费由 35.2 亿吨/年增长至 38.8 亿吨/年，增幅 10.2%；世界石油产量由 34.8 亿吨/年增长至 38.2 亿吨/年，增幅 9.8%。

- 在无新增探明储量的条件下，原油探明储量还可消费 44 年。2009 年的年消费量为 41.8 亿吨，全球已探明的石油储量（不包括油砂储量等）为 1818.7 亿吨，还可开采 43.5 年。
- 如果考虑到非常规石油资源—油砂、油页岩等，还有很大规模的储量（5000 亿吨油当量=120 年消费量）。在油价高涨的背景下，原来技术、价格、管理等方面存在的问题将迎刃而解，储量得到释放。
- 长期油价将维持上涨趋势，但并非没有上限。虽然资源不可再生的稀缺性与全球通胀因素将推高油价，但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广将增加能源的供应。长期而言，供应的增加能够抑制油价的进一步上涨，IEA 预测原油的生产成本上限不超过 120 美元/桶，或许这是油价均价的长期上限。

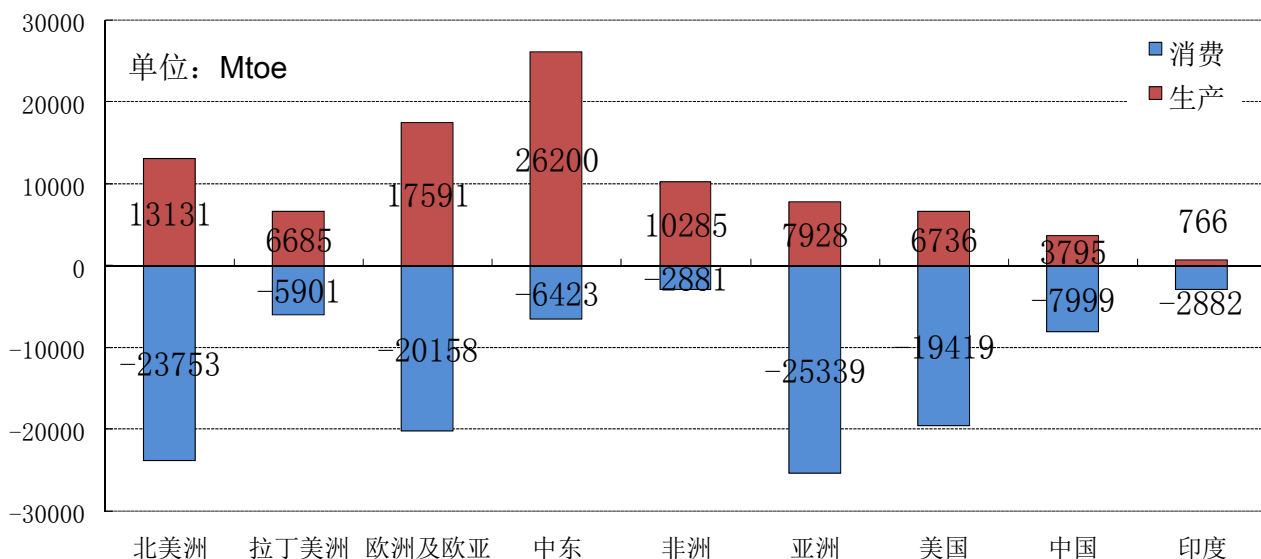
图表 4：IEA 预测不同途径得到原油的生产成本上限为 120 美元/桶



来源：IEA，齐鲁证券研究所

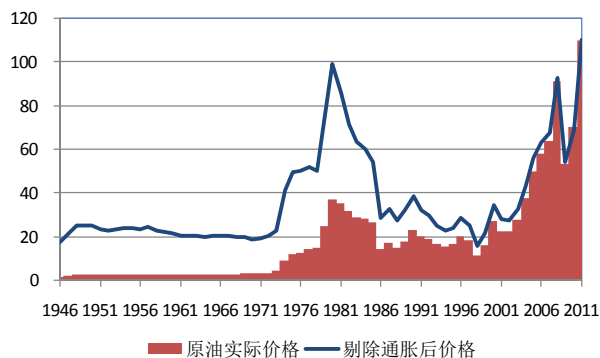
- 生产与消费市场的不均衡，是造成油价上涨的必然因素。在全球通胀，美元贬值的背景下，OPEC 增产保价的意愿并不强烈。
- 从地区看，原油储量最多的地区为中东与北非（MENA），OPEC 的 12 个成员国的整体储量占比为 76%。OPEC 的产量占比为 41%，非 OPEC 与前苏联的产量占比为 42%与 17%，主要消费地区北美、欧洲、亚洲的储量与产量均不高。
- 需求将保持旺盛增长。近期主流能源机构 IEA、EIA、OEPC 的月度报告中均上调 2011 年全球石油需求预测。预计 2011 年相对 2010 年分别增长 144 万桶/天、147 万桶/天与 140 万桶/天。
- OPEC 对于油价的控制力已大不如前。目前 OPEC 在全球产量的占比由高峰时的 51%降至 41%，OPEC 的话语权逐渐减弱，已无法从根本上控制世界石油市场。加上金融因素扰动，未来结果便可能是：OPEC 越控制，市场越失控。

图表 5：原油生产与消费分布的不平衡是长期上涨的核心因素



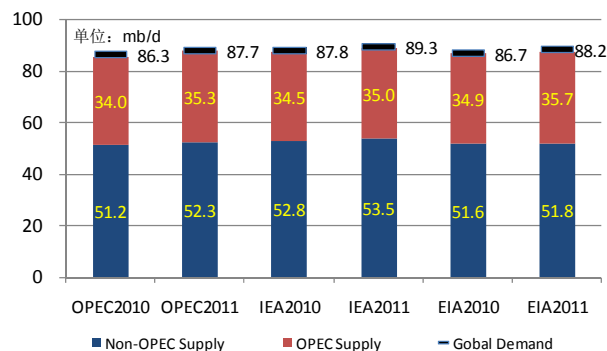
来源：齐鲁证券研究所

图表 6：1946~2011 年原油均价与剔除通胀的价格



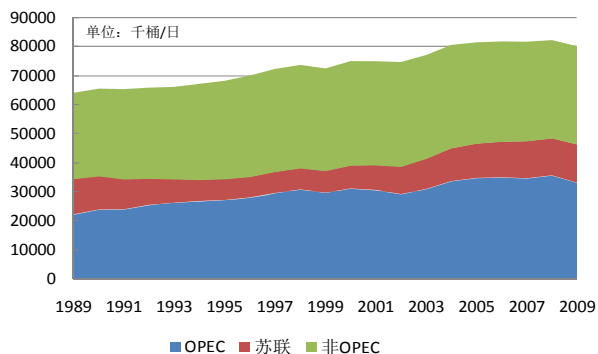
来源：齐鲁证券研究所

图表 7：主流能源机构 2011 年原油供需情况预测



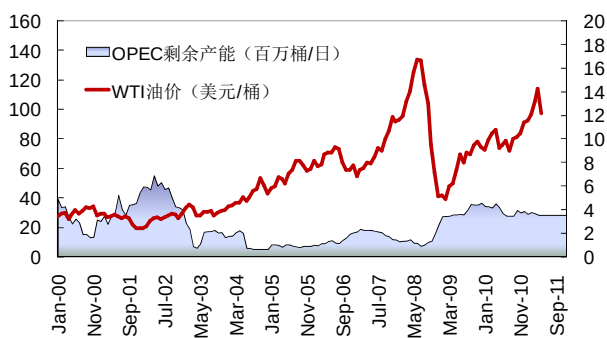
来源：齐鲁证券研究所

图表 8：OPEC 在全球产量中的占比减少



来源：齐鲁证券研究所

图表 9：OPEC 剩余产能对油价的调节能力大不如前

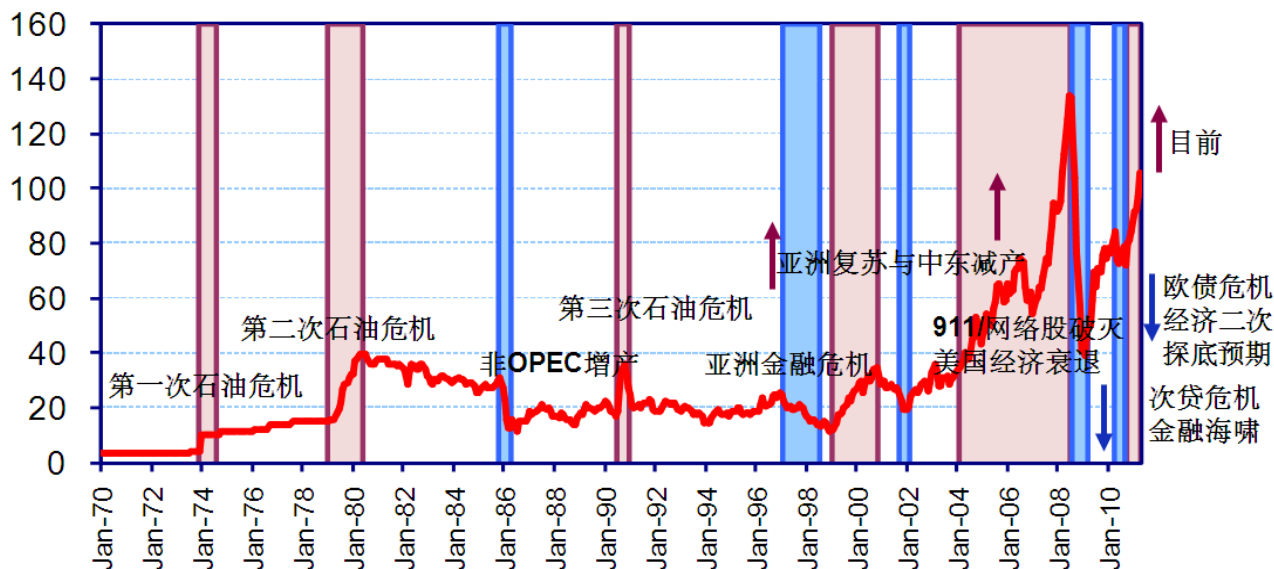


来源：齐鲁证券研究所

政治：地缘政治影响短期波动，大国博弈决定长期走势

- 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。
- 石油资源的战略价值同地缘政治的紧密联系, 使得地缘政治任何较大的波动都会引起石油价格的剧烈波动。主要石油生产国家或地区出现社会动乱、罢工或战争以及国际恐怖主义等突发事件, 都会造成石油生产受挫, 从而影响世界石油市场的供应, 引发油价的波动。
 - 国际原油的“政治溢价”: 西方大国出于政治、军事、外交的需要对某些石油主要生产国家实行的经济制裁等会引起油价的波动。
 - 国际原油的“恐慌溢价”: 目前中东北非地区乱形势持续升级使得市场避险情绪持续升温; 伊拉克恐怖袭击事件频发; 伊朗核问题悬而未决; 中东地区的反美民众都是随时可能爆发的隐患。
- 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。

图表 10: 1970-2011 年影响原油价格的重要历史事件



来源：齐鲁证券研究所

图表 11: 1946~2011 年国际石油价格演变的主要历史事件

时间	事件	内容	价格区间	涨跌幅
1946-1960	低油价阶段	OPEC 成立以前, 石油的生产和需求受西方国家控制	1.6~3.0	85%
1960-1970	OPEC 成立	OPEC 成立并与西方跨国公司争夺石油的生产权和定价权	3.0~3.4	10%
1973-1978	第一次石油危机	OPEC 在原油决定权的争夺中占上风。从中东输往美国、西欧和日本的石油供应中断, 触发了二战之后最严重的全球经济危机。之后 OECD 国家提出 90 天进口原油的储备量指标。期间美元先涨后跌, 美联储通过升息的方式压制通胀。	3.5~15.0	300%
1979-1980	第二次石油危机	伊朗爆发革命后伊朗和伊拉克开战, 石油日产量锐减。石油产量骤降, 全球缺口为 560 万桶/日。成为 1970 年代末西方经济全面衰退的一个主要诱因。油价上涨的同时, 美元先涨后跌, 美联储通过升息的方式压制通胀。	12.0~37.0	200%
1981-1986	OPEC 实行原油产量配额制	借助两次石油危机, OPEC 完全夺回石油定价权。1981-1985 年油价长时间维持在 30 美元附近。随着 non-OPEC 产油国原油产量的增长以及节能和替代能源的发展, OPEC 对油价的控制能力不断下降, 油价急剧下跌到 13 美元/桶左右。	37.0~13.0	-200%
1986-1997	原油市场定价	国际油价的决定权转向由 OPEC、石油需求和国际石油资本共同决定的局面, 国际油价基本实现市场定价。	14.3~20.0	40%
1990-1990	第三次石油危机	伊拉克攻占科威特, 海湾战争引发的第三次石油危机带来的破坏力相对较弱。由于原油价格的上涨时间较短, 随后 IEA 启动了紧急计划, 将储备原油投放市场, OPEC 也迅速增产, 随之而来的是连续 6 个月的下跌。美联储在油价开始上涨之前, 就已经开始降息, 美元持续下跌。	15.0~40.0	160%
1997-1998	亚洲金融危机	受亚洲金融危机、需求下降以及 OPEC 不适时宜的增产的影响, 国际油价出现短暂下跌。	24.5~9.3	-160%
1999-2000	亚洲经济复苏	OPEC 减产与亚洲经济快速复苏, 2000 年 9 月 7 日最高时达到 37.81 美元/桶创海湾战争以来的油价新高。	12.0~37.9	200%
2000-2001	美网络股泡沫破灭/911 恐怖袭击	美国遭受网络股泡沫破灭与 911 恐怖袭击, 由于担忧陷入新一轮衰退, 国际油价开始下滑。	29.0~17.0	-70%
2002-2007	全球经济进入新一轮景气周期	2002 年开始, 全球经济增速有所加快, 2004 年经历了 25 年间最强劲增长, 原油需求增长超过预期拉动了油价上涨。同时, 西方国家大量储备原油更是加剧了对原油的需求。	22.0~64.0	200%
2007-2008	供应担忧与金融炒作放大波动	全球经济继续增长使得原油需求居高不下, 石油枯竭论开始流行, 同时市场担心当时中东地区局势紧张有可能影响全球原油供应, 美元贬值与避险投机基金介入炒作等因素共同作用使得油价大幅飙升。	50.0~147.0	200%
2010-2011	中东和北非的局势动荡	中东地缘政治因素升温引发的石油溢价与世界经济复苏引发对原油需求的增长, 是本轮油价飙升的基本面因素, 投机资金的炒作是涨幅的催化剂。	64.0~105.0	65%

来源: 齐鲁证券研究所

■ 目前中东及北非地区的紧张局势是支撑高油价的主要因素之一:

- 油价的波动幅度增大, 由于供应减少价格中枢抬高。在全球经济缓慢复苏原油需求逐步增长的背景下, 中东北非地区的不稳定将使得原油供需关系预期更为紧张, 进而推高油价。
- 目前动乱发生影响的主要产油国有: 利比亚、也门、伊朗、阿尔及利亚等国。风险较大国家直接影响原油产能 450 万桶占全球比例

约 5.6%，间接影响 MENA 地区的原油供应超过 2000 万桶占全球比例近 30%。受影响最大的利比亚已有 100 万吨的原油停止供应。

- 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，但真正结束却需要较长时间。
 - 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 12：中东北非地区主要原油国产量分布



来源：齐鲁证券研究所

- 目前 OPEC 剩余产能仍维持在历史较高水平, 预计利比亚产能减少 100 万桶, 即便利比亚全部停产, 沙特、伊拉克等剩余产能达到 500 万桶, 完全可以弥补利比亚缺失的产能。但由于利比亚 70-80% 的石油供应给意大利, 悲观情况下可能影响意大利国内的经济, 进而传导到欧债问题。将对欧洲原油消费与实体经济产生很大影响。
- 我们预计只要动乱不蔓延到核心产油国, 本次政治危机更偏向心理层面的影响, 对油价的实际影响将十分有限。短期原油短缺问题可以解决价格将持续稳定。
- 目前高油价已充分反映利比亚的混乱局势, 尽管至今中东地区受影响的产量有限, 但如果沙特石油设施成为攻击目标或将导致地缘政治风险升水重现。预计未来影响油价的因素有: 评估日本地震对经济的实质影响、沙特国内紧张局势的进展与美国对于稳定油价的举措实施。

图表 13: 中东北非地区各国动荡局势现状

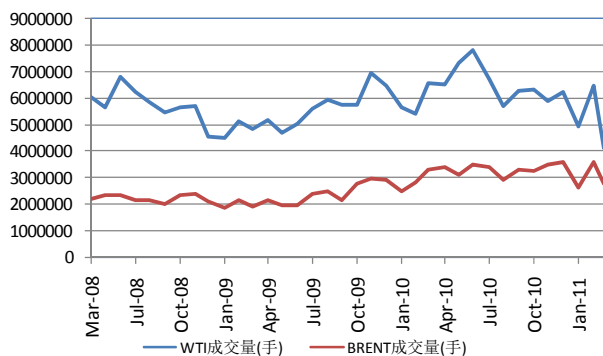
苏丹	摩洛哥	科威特	叙利亚	约旦	沙特	也门
埃及	巴林	伊朗	突尼斯	阿尔及利亚	利比亚	黎巴嫩
卡塔尔	伊拉克	阿曼	阿联酋	塞浦路斯	毛里塔尼亚	以色列
巴勒斯坦	索马里	土耳其				
已发生抗议		已发生骚乱		潜在影响国		

来源: 齐鲁证券研究所

金融: 投机资金决定短期波动, 定价权决定长期趋势

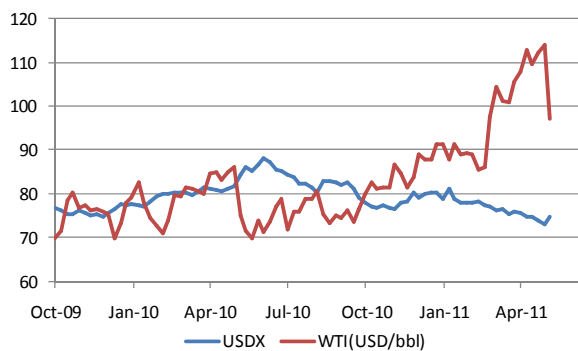
- 石油作为全球重要的工业品, 其金融属性与美元汇率是国际油价涨跌的加剧因素。近期油价的上涨除由于需求增加与地缘政治影响供给外, 另一个重要的原因在于次贷危机后, 欧美发达国家采取持续的降息与量化宽松货币政策导致全球流动性泛滥。投机资金抛弃美元资产进入商品市场避险, 这样的投机导致大宗商品与油价的上涨。
- 石油期货市场的存在, 使石油成为一种具有投资价值的商品。经济复苏世界各国对石油需求的增加是客观事实, 但油价高企很大一部分需归因投机资金推动。与此同时, 国际投行大肆宣扬做多油价与通过原油浮仓等囤油行为创造非实际需求, 也助长了原油的涨幅。

图表 14: 金融危机后 WTI 成交量增速低于 BRENT



来源: 齐鲁证券研究所

图表 15: 弱势美元政策推高油价



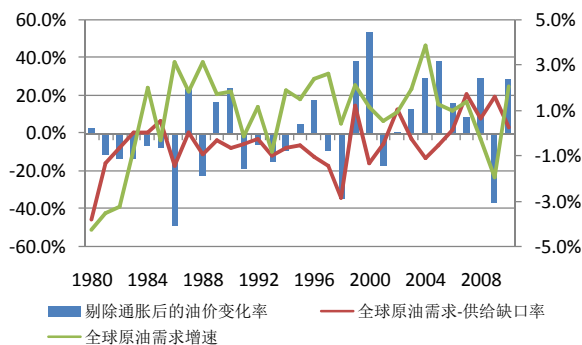
来源: 齐鲁证券研究所

- 金融投机炒作放大油价的波动空间。目前全球原油供应量为 0.87 亿桶/日，但是期货市场上的交易量却超过 15 亿桶（WTI 与 Brent 合计交易量超过 150 万份/日=15 亿桶/日），正是这种纸上交易催化了油价的暴涨。
- 美元汇率对油价的影响不容忽视。美元兑主要货币大幅度贬值，导致美元资产的吸引力降低，削减了 OPEC 收入的购买能力，并提升了美国以外消费者的购买能力，也刺激了包含原油在内的全面商品买盘。
- 金融因素的背后是定价权的争夺，定价权决定了油价的长期走势。美国前国务卿亨利·基辛格说过：“如果你控制了石油，你就控制住了所有国家；如果你控制了粮食，你就控制住了所有的人；如果你控制了货币，你就控制住了整个世界。”
- 大宗商品定价权一直是全球争夺的焦点。目前，多数大宗商品定价权已经被垄断。除了伦敦金属交易所(LME)的期铜外，世界大宗商品定价权几乎均在美国，美元汇率直接影响国际大宗商品标价。
- 以欧美为首的资源消费国，通过国际金融投机的操纵，使之成为买方市场，尤其是在国际期货市场建立后，资源定价权由资源生产国转移到资源消费国。正因如此，当今世界几乎所有大宗商品价格都由发达国家主导甚至直接决定，国际石油价格也主要由期货市场的交易价格主导。
- 定价权之争愈演愈烈，国际石油市场的主导力量也显示出三分天下的特征，从而使国际原油价格的变化关系更加复杂。
 - 美国的实质定价权面临挑战，俄罗斯与 OPEC 的结合势必将形成一个与美国对立的超级能源霸权。这种威胁不仅将破坏美欧的油气进口多元化构想，更主要的是俄罗斯和伊朗试图放弃石油的美元计价的设想，后者对美国经济的影响将是灾难性的。
 - 2008 年 2 月 1 日，俄罗斯投资 3 亿卢布的俄罗斯圣彼得堡石油交易所开始成品油交易，并陆续推出原油、天然气等产品的交易业务。该交易所油品交易使用卢布结算。俄罗斯此举意在挑战国际市场现行的石油定价体系，提升卢布在国际金融市场的地位。
 - 未来中国争夺定价权之路并非坦途。中国石油净进口超过 2 亿吨，石油消费每年高速增长。但在定价权问题上，中国每年要多掏数十亿美元的“溢价费”。目前我国形成北京、上海、大连三家石油交易所，显示中国在争取原油定价权方面的努力。

油价影响因素中库存、美元与投机相关度高于需求增速与供需缺口

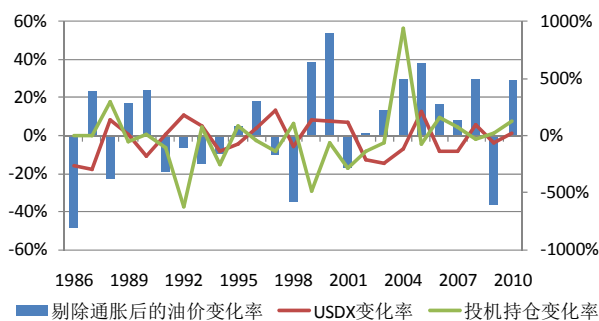
- 根据我们的测算，国际油价与基本面需求增速（ $R^2=0.66$ ）和供需缺口（ $R^2=0.46$ ）的相关性不高，低于美国原油库存（ $R^2=0.84$ ）、美元指数（ $R^2=-0.71$ ）与 CFTC 投机持仓（ $R^2=0.67$ ）的油价相关性。
- 在不考虑需求结构，开采成本、运输限制等不确定因素的前提下。仅就整体而言，每年全球原油需求量的平均增速不超过 2%，平均供需缺口率也小于 2%，但油价的波动幅度超过 20%。
- 因此，从数据上看，原油在刚性需求之外，地缘政治与金融扰动等非基本面因素成倍放大了油价的波动幅度。

图表 16：原油需求与油价相关性略低



来源：齐鲁证券研究所

图表 17：美元指数、投机持仓与油价相关性较高



来源：齐鲁证券研究所

图表 18：原油价格与全球需求、库存、美元指数与投机持仓的相关性

名称	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	相关度
名义油价	28.5	24.4	25.0	28.8	38.3	54.5	65.1	72.4	97.3	61.7	79.2	1.00
变化率	59%	-14%	2%	15%	33%	42%	19%	11%	34%	-37%	28%	1.00
全球原油需求量	3562	3581	3615	3686	3828	3878	3916	3970	3960	3882	4050	-0.22
需求增速	1.2%	0.5%	0.9%	2.0%	3.9%	1.3%	1.0%	1.4%	-0.2%	-2.0%	3.0%	0.66
全球原油需求缺口	-47	-17	38	-9	-42	-21	6	68	25	62	12	0.46
需求缺口率	-1.3%	-0.5%	1.0%	-0.3%	-1.1%	-0.5%	0.2%	1.7%	0.6%	1.6%	0.3%	0.44
美国原油需求缺口	596	597	604	629	672	693	689	689	636	572	454	0.14
需求缺口率	61%	61%	61%	63%	65%	67%	67%	67%	65%	61%	62%	0.31
美国原油库存	117	116	120	122	129	137	139	139	138	145	147	0.84
库存变化量	-5	-1	4	2	8	8	2	0	-1	8	2	-0.28
美元指数	109	117	102	87	81	91	84	77	81	78	79	-0.71
美元指数变化率	7.4%	6.9%	-12.8%	-14.7%	-7.0%	12.6%	-8.1%	-8.4%	5.8%	-4.0%	1.3%	0.35
非商业多头净持仓	15593	-28972	11703	3653	38051	10391	26641	47098	33919	39223	89260	0.67
投机持仓变化率	-62%	-286%	-140%	-69%	942%	-73%	156%	77%	-28%	16%	128%	0.26

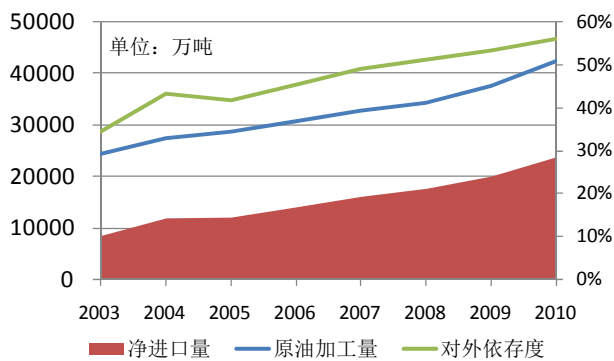
来源：齐鲁证券研究所

高油价对国内的影响

油价上涨抑制经济增速

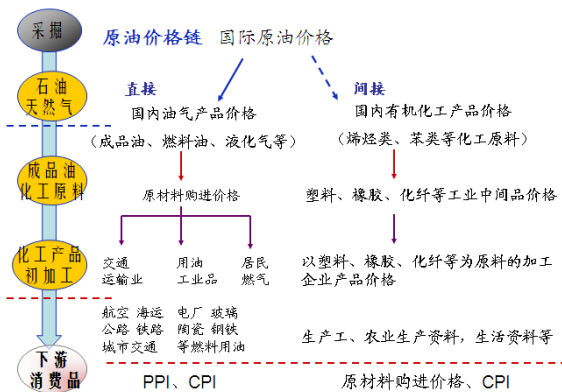
- 目前我国已进入重化工业发展阶段,但与发达国家相比,我国单位 GDP 能耗水平至少高出 2 到 3 倍,经济结构以第二产业为主,高耗能产业所占比重较高,对石油的需求逐年攀升。
- 中国原油供需缺口较大,对进口的依赖度不断加深。据统计,2010 年我国石油产量 2.03 亿吨;石油净进口 2.36 亿吨;全国石油表观消费量 4.23 亿吨,石油对外依存度已达到 56%。2011 年第一季度中国原油进口需求大致在 550 万桶/天,未来随着经济持续高速增长的需求,进口比例仍将不断提高。

图表 19: 我国原油对外依存度逐年提高



来源: 齐鲁证券研究所

图表 20: 石油价格向下游传导的机制



来源: 齐鲁证券研究所

图表 21: 原油价格上涨导致的财富外溢估算

时间	加工量 (万吨)	净进口量 (万吨)	均价(美元/桶)	净进口金额 (亿美元)	GDP 增量 (亿美元)	进口占 GDP 增量(%)	进口增量占 GDP 增量(%)
2000	21062	5983	30.3	127	1467	8.7%	6.0%
2001	20993	5270	25.9	103	1606	6.4%	-1.5%
2002	21955	6220	26.2	115	1643	7.0%	0.8%
2003	24255	8299	31.0	181	2383	7.6%	2.8%
2004	27307	11723	41.4	326	3701	8.8%	3.9%
2005	28622	11875	56.7	450	3855	11.7%	3.2%
2006	30651	13884	66.2	637	4827	13.2%	3.9%
2007	32679	15928	72.4	798	7615	10.5%	2.1%
2008	34207	17472	99.9	1264	7421	17.0%	6.3%
2009	37460	19872	62.1	871	4132	21.1%	-9.5%
2010	42287	23628	79.7	1335	8782	15.2%	5.3%

来源: 齐鲁证券研究所

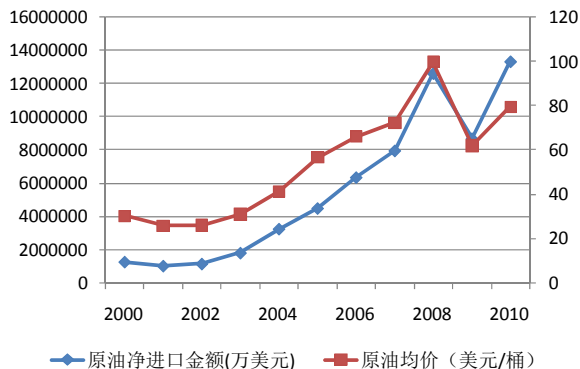
- 国际油价的持续高位运行无疑会加大我国经济运行成本。从生产到消费，从成本到价格，从贸易到投资，都会受到石油价格上涨而带来不利影响，必然会影响经济增长速度。
 - 中国科学院预测研究中心预测表明相应于国际原油价格上涨 5%、10%、20%、40%、50%、100% 时，我国实际 GDP 总量与基态相比将分别减少 0.029%、0.053%、0.088%、0.126%、0.137%、0.159%。假设 GDP 年增速为 10%，对应 GDP 增速的降低幅度分别为 0.29%、0.5%、0.88%、1.2%、1.4%、1.6%。
 - IEA 预计原油价格每桶上升 10 美元，中国 GDP 增速将降低 0.8%，物价上升 0.8%。
 - 摩根斯坦利认为国际油价每上涨 1 美元，中国的 GDP 增幅将损失 0.06%。
- 2010 年花费在原油上的进口金额（原油直接对应的中国财富外溢）为 1335 亿美元，占 GDP 的比重为 2.2%，是 2000 年 0.83% 的 3 倍；占 GDP 增量的 15%。2010 年油价同比上涨 18 美元（30%），进口金额增加 465 亿美元，占 GDP 增量的 5%，对应 GDP 减速 0.52%。
- 根据我们测算，原油价格每上涨 10 美元，直接造成国内 GDP 损失 0.3%。同时，石化行业向外转移财富系数大约是原油的 0.8 倍，二者相加对应原油价格每上涨 10 美元，国内 GDP 总量损失 0.55%。

油价上涨推高国内通胀

- 中国原油进口额与 CPI、PPI 之间的相关性逐步提高。自 20 世纪 90 年代末期以来，中国原油进口量与国际原油价格走势呈现出同步波动的现象，即油价高，进口量大，油价低，进口量小，中国石油行业也因此颇受非议，因为这显然不符合正常市场交易中需求与价格呈反向关系的规律，也不符合市场交易的利益最大化取向。
- 自 1998 年以来中国原油净进口量总体呈现量价齐增的态势。油价每上涨 10 美元，中国将为进口原油多支出超过 200 亿美元。
- 中国 CPI 中拉动上行的最主要的是食品和居住两大项。过去十年来，真正 CPI 变化 90% 可以通过食品和居住价格变化带来启示，我们国家交通燃油税方面在整个 CPI 方面的权重比较小，所以它的变化对 CPI 的影响相对较小，但石油价格对 PPI 的影响会比较深。
- 2007 年开始我国原油进口金额与物价走势相关度大大提高。油价上涨带动中游化工产品价格上涨进而推高农产品、住宅与消费品价格。虽然油价对于 CPI 有多大程度的影响，还难以定量计算，但有统计数据表明，考虑国内车用燃料对 CPI 的影响比例大概为 2% 左右，国际油价每上涨 10% 对于国内通胀的影响为 +0.12~0.15%。
 - 一是我国原油进口规模与依赖度逐渐提升，国内经济对国际油价的敏感度不断上升；
 - 二是中国经济与世界经济的同步性显著增强，国际事件一如次贷危机和美元量化宽松同时影响到国际油价和国内通胀；

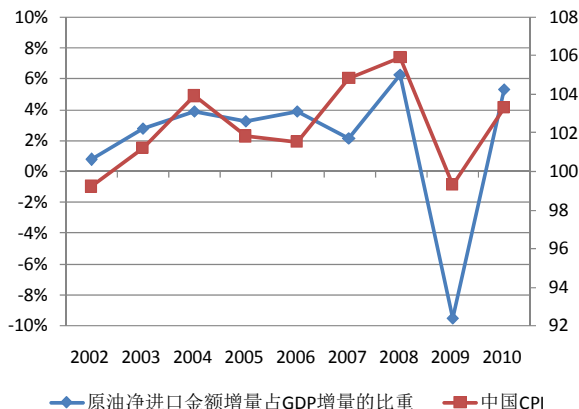
- 三是中国经济中原油对物价的传导性大大提高。原油价格上涨影响到能源、化工、橡胶、化肥等多个工业领域，并通过工业品价格传递到下游消费品价格，从而导致整体物价水平的上涨。

图表 22：2000 年后我国原油进口金额大幅提高



来源：齐鲁证券研究所

图表 23：原油进口金额的增量与 CPI 相关度高



来源：齐鲁证券研究所

2011 年进口原油量价齐升，GDP 减速 0.16% CPI 增加 0.4%

- 我们预计 2011 年原油均价为 105 美元桶，同比上涨 32%；进口量 2.72 亿吨，同比增加 15%。因此 2011 年由于油价上涨，国内 GDP 增幅损失 1.6%，对于国内通胀的影响为 CPI 增加 0.4%。

图表 24：路透追踪分析 4 月主要机构对国际油价的预测

序号	机构预测	Brent			WTI		
		2010均价	2011	2012	2010均价	2011	2012
1	Banco BPI	81.2	115.0	110.0	81.3	101.0	98.0
2	Barclay Capital	81.6	112.0	105.0	82.1	106.0	106.0
3	Credit Suisse	76.4	105.8	100.5	77.9	93.8	92.5
4	BNP Paribas	80.7	112.0	114.0	81.2	102.0	111.0
5	BofAML	80.7	108.0	-	80.0	101.0	-
6	Deutsche Bank	72.3	117.5	117.5	71.7	108.0	110.5
7	EIA				78.9	102.0	106.0
8	First Energy	79.9	109.0	107.0	80.1	100.0	101.8
9	Gain Cap Forex	72.8	115.0	105.0	72.2	104.0	94.0
10	Goldman Sachs	87.3	103.0	110.0	88.7	-	-
11	ING	77.4	107.5	100.0	78.1	97.5	90.0
12	JP Morgan	80.8	104.0	110.0	80.4	97.0	103.0
13	NomismaEnergia	74.8	109.8	109.2	76.0	99.8	100.2
14	Petromatrix	75.3	105.0	85.0	75.2	94.0	80.0
15	Raiffeisen Bank	80.9	114.0	110.0	81.4	102.0	104.0
16	Societe Generale	82.2	109.5	110.0	82.6	101.4	102.0
17	UBS	76.0	103.8	95.0	76.4	95.3	87.0
18	当月平均	78.2	108.2	104.1	78.8	98.9	98.5
19	上月平均	78.2	104.6	103.2	78.8	96.7	97.7

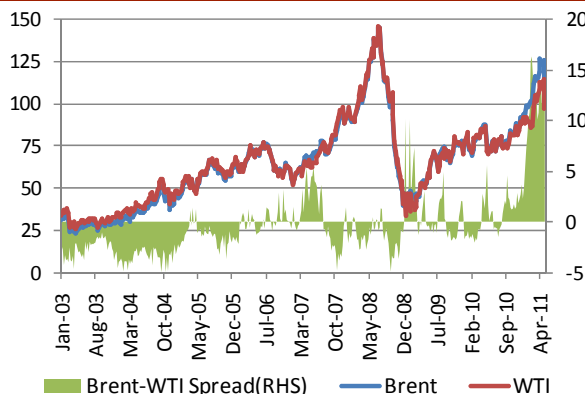
来源：齐鲁证券研究所

高油价对国内的启示

BRENT-WTI 价差扩大的原因

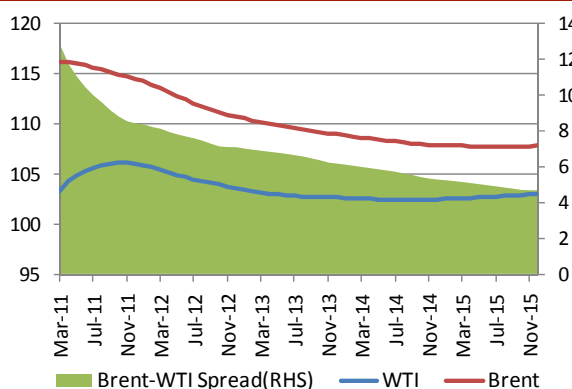
- BRENT 与 WTI 价差最高扩大至 18 美元创历史新高。截止 5 月 10 日，Brent 与 WTI 原油分别收于 117.63 与 103.88 美元，价差缩窄至 13.75 美元。我们预计价差或将继续收窄，但 Brent 将长期高于 WTI。
- 传统 WTI 与 BRENT 期货价格之间存在静态价差与动态价差。
 - 静态价差主要是反映原油质地的差异。WTI 原油的 API 重度是 39.6，而 Brent 原油的重度是 38.3，WTI 原油比 Brent 更“轻”而“优质”。质量溢价使得 WTI 原油相对 Brent 原油高 1~2 美元。
 - 动态价差主要是反映地区间供需情况与政治、金融因素的扰动。长期看，WTI 与其他原油品种之间的相关性都很高，但同时 WTI 与其他原油价格的价差波动仍然可以达到 15~20 美元/桶。
- 2009 年开始 WTI-BRENT 长期倒挂。WTI 与 BRENT 价差扩大是两大交易市场原油供需状态、交割方式、交易商成分等多因素的集中反映。

图表 25: WTI 与 BRENT 价差最高至 18 美元



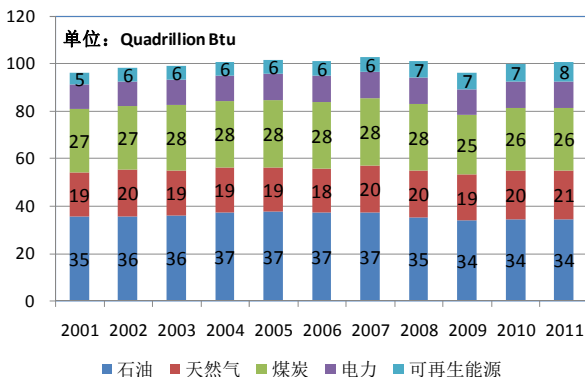
来源：齐鲁证券研究所

图表 26: Brent 与 WTI 远期合约价差缩窄



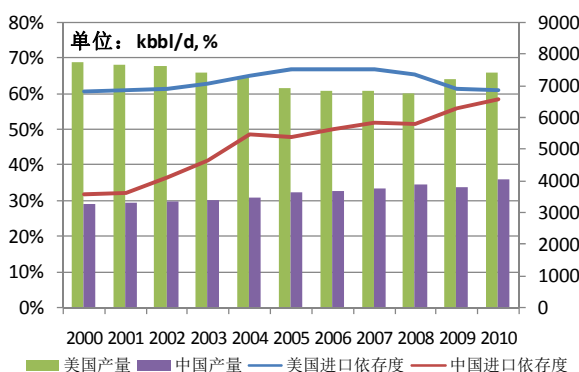
来源：齐鲁证券研究所

图表 27: 2008 年以后美国原油需求量大幅减少



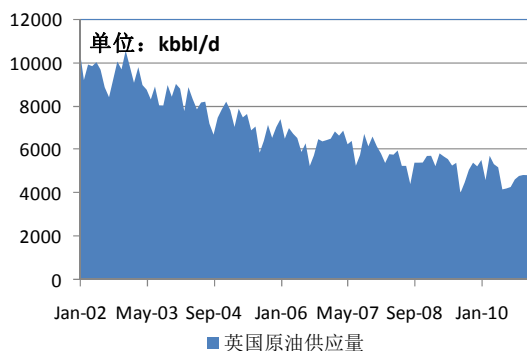
来源：齐鲁证券研究所

图表 28: 2008 年后美国原油对外依存度逐年降低

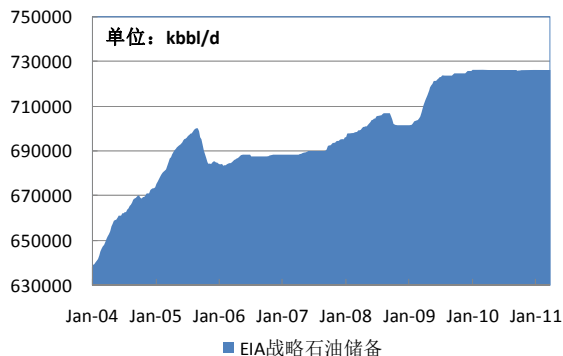


来源：齐鲁证券研究所

- **基本面供需差异是价差出现的根本性决定因素。**价差的扩大更多地反映了美国对石油需求的下降与 Brent 油标的北海原油产量大幅减少的基本面差异。
- 同时，加拿大正将更多原油送入库欣地区—WTI 的交割地，抑制了 WTI 价格。而中东政治危机威胁了从中东到欧洲的重要原油和下游产品的运输管道，抬高了参照 Brent 的大西洋盆地的油价。
- 近期公布的美国《2011 年度能源展望》中指出，从长远看美国对进口液体燃料的依赖程度将不断下降。由于包括生物燃料在内的国内燃料产量增加以及能源使用效率提高，2005 年进口石油占美国液体燃料消费总量的 60%，2009 年降至 51%，到 2035 年这一比例预计将为 42%。
 - WTI 更易受美国供需的影响，特别是美国进出口数据、库存数据等方面的影响，与全球石油市场基本面的变化关系日益弱化。
 - Brent 在很大程度上反映了欧洲市场供需和投资资金风险偏好，受欧洲、中东等地缘政治军事因素的影响较大。此外，尽管许多油品与 Brent 挂钩，但 Brent 本身产量逐步下降，贸易量减少也使得 Brent 的投机性增强、走势强于 WTI。
 - 2008 年以后由于金融海啸的影响，美国经济始终处于低谷，石油消费量与进口量出现下降。美国的能源政策，石油市场相对封闭，美国煤层气、页岩气等替代能源产量快速增长有较大关系。
 - 同时，加拿大到美国的“拱心石”输油管道一期工程于 2010 年 7 月份开通明显改善美国原油供应状态，导致美国原油库存增加。
 - 2004 年以来北海的原油产量逐年下降。包括英国、挪威、丹麦和荷兰四国在北海的原油产量已经从 558.9 万桶/天大幅下降至 2009 年时的 403.6 万桶，下降幅度达到 28%。

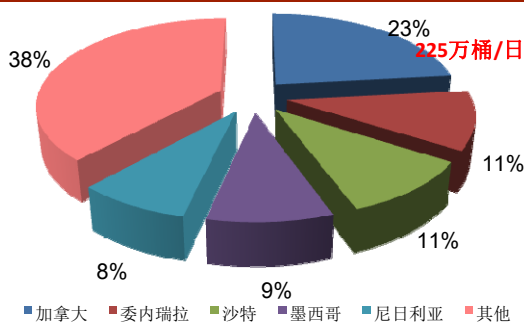
图表 29：英国原油供应量逐年减少


来源：齐鲁证券研究所

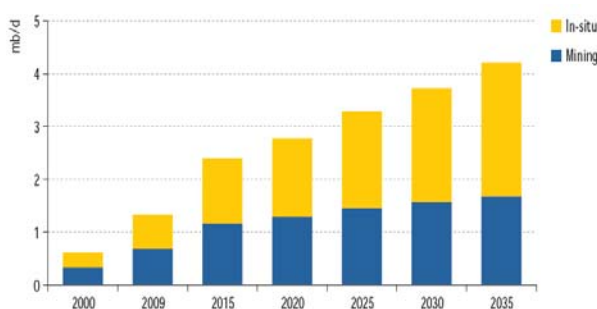
图表 30：美国原油库存逐年提高


来源：齐鲁证券研究所

- 另一方面，由于美国页岩气开发技术取得突破，天然气产量大幅增加，天然气对石油的替代作用开始体现，导致美国原油供应增长超过消费增长，加剧了 WTI 与 Brent 价差的扩大。
- 原油新增需求来源逐渐由美国转向亚洲促进了价差的扩大。新兴市场国家原油进口更多参照 Brent 等原油标的。未来原油新增需求大部分来自于亚洲地区，而 WTI 仅仅反映美国中西部地区的供需情况。

图表 31：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 32：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

- **世界石油市场的格局决定定价机制。**国际市场原油现货贸易大多以主要地区的基准油为定价参考，以基准油在交货或提单日前后某一段时间的现货交易或期货交易价格加上升贴水作为原油贸易的最终结算价格。
- **国际原油市场都是以世界各主要产油区的标准油为基准。**根据交易惯例，全球市场形成了三种基准原油包括：WTI、BRENT、DUBAI。全球共有三大石油期货与五个现货市场：
 - **期货市场：**纽约商品交易所（NYMEX-WTI）、伦敦国际石油交易所（IPE-BRENT）以及东京工业品交易所（TOCOM-DUBAI）；
 - **现货市场：**西北欧市场、地中海市场、加勒比海市场、新加坡市场、美国市场。
- **不同区域的原油贸易所选的基准也不同：**北美地区贸易主要参照 WTI；出口到欧洲或从欧洲出口以 Brent 为基准；中东出口到欧洲、北美和远东地区分别采用 Brent、WTI 和 DUBAI 的市场价格。
 - **WTI：**在美国生产或销往美国的原油在计价时都以轻质低硫的西得克萨斯中间基原油 WTI 作为基准油。由于 WTI 原油涉及到交割，美国的库存与现货供需状况对 WTI 起决定作用。
 - **BRENT：**从原苏联、非洲以及中东销往欧洲的原油以布伦特原油作为基准油，包括西北欧、北海、地中海、非洲以及也门等国家和地区，均以此为基准油。全球约 65% 的原油交易量是以 Brent 为基准油作价，而且由于没有实物交割，因此更反映资金的对未来全球供需的预期。
 - **DUBAI：**中东产油国生产的或从中东销售往亚洲的原油是以阿联酋的高硫“迪拜（Dubai）”原油作为基准油。也是 OPEC 基准油价，它往往反映亚洲对原油的需求状况。其现货主要在新加坡和东京交易，期货交易量则很小。
- **综上所述，我们认为美国原油和油品库存长期高企和欧洲北海原油因油田老化而减少供应是 Brent 原油与 WTI 原油之间的价差逐渐扩大的根本原因，而中东局势紧张不仅提振了国际油价，也使欧洲可能再次面临能源供应紧张，从而进一步扩大 Brent 原油与 WTI 原油之间的价差。**

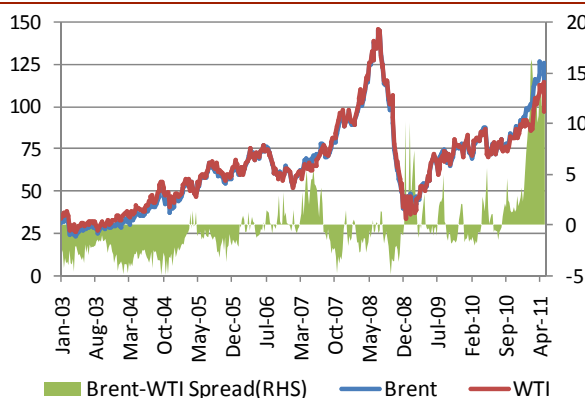
BRENT-WTI 价差扩大的启示

- **美国由于非常规能源的开发使国内能源价格低于国外。**WTI 与 Brent 油

价差最高扩大至 18 美元/桶，同期欧洲与美国天然气之间的价差大幅扩大至 6 美元/mmBtu。

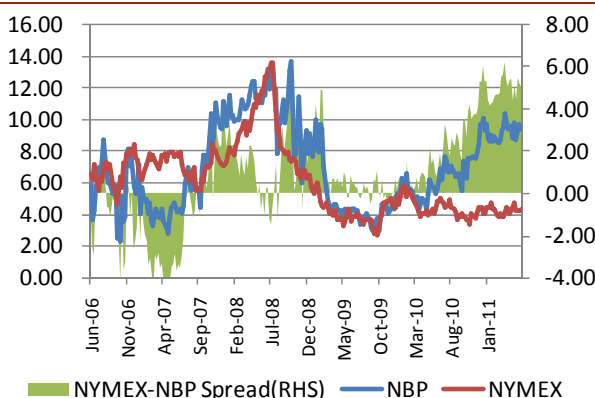
- 我们认为价差除了反映经济复苏进度、库存、地缘政治与期货定价权等因素外，其本质是小布什政府上任后美国第三阶段能源政策革新的结果，即实现能源品种与来源多元化，大力开发非常规能源与新能源，增加国内能源产量等。对我国能源结构调整战略制定有指导意义。
- 美、日和欧盟能源政策的主要特点：围绕能源安全问题对能源政策进行调整；能源消费不断趋向安全清洁和节能增效；鼓励使用太阳能等新能源；政府实施财政补贴政策，能源与环境保护联系紧密。
 - 美国能源政策以“增加国内供给、节约能源、降低对外依存度以及大量使用清洁能源”为核心。奥巴马政府更提出 7000 亿美元的巨额经济刺激计划发展新能源，旨在打击过度能源投机行为与 10 年内实现不需要从中东和委内瑞拉进口石油的目标。
 - 日本能源政策以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。
 - 欧盟是以获得可持续发展，有竞争力和安全能源的欧洲战略为主。开发新能源、注重节约、提高能源使用效率和注重环境保护。
 - 国内能源政策以大力优化能源结构，提高能源利用效率，切实保障能源安全，高度重视环境保护为主。

图表 33: WTI 与 BREN 价差最高至 18 美元



来源：齐鲁证券研究所

图表 34: 欧洲 NBP 与纽约天然气价差最高至 6 美元



来源：齐鲁证券研究所

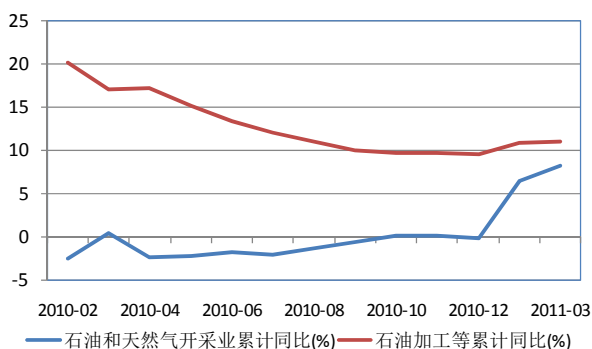
- 我们认为随着我国经济的持续快速发展，能源需求仍将大幅增加，仅靠常规油气供应与大量进口将难满足经济发展的需要，加大对非常规油气资源的勘探开发具有重要的战略意义。
- 十二五期间国内在推动能源生产和利用方式变革方向将提速。加快能源调整优化结构，除了大力培育新能源产业，占能源消费比例中较大基数的石油与天然气仍将保持较高增速。促进天然气产量快速增长，推进煤层气、页岩气等非常规油气资源开发利用。
- 常规油气增产技术相对成熟，油气开采技术升级与传统能源的清洁化利用将成为石化上游的发展重点。
- 非常规能源作为能源体系中的新生替代力量，正处于技术快速发展和产业化成长阶段，规模化发展与提高开发的经济性是长期趋势。

上游景气回暖，布局油气开采

高油价提升石化上游景气

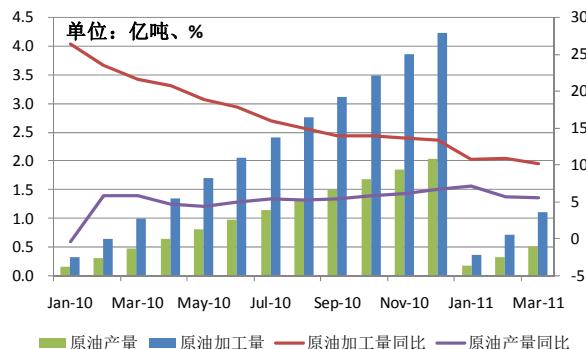
- 2011 年 1-4 月由于国内经济高速增长支撑原油消费需求。原油加工量同比增长 9.4%至 1.489 亿吨，其中，原油产量 6832 万吨，同比增加了 6.1%；进口量 8496 万吨，同比增 9.1%。
- 从行业的工业增加值同比增速看，由于油气资源量价齐升贡献，代表上游的油气开采业累计同比增速大幅提高，而代表中上游的石油加工、炼焦等行业增速触底后小幅回升，表明目前石化行业上游景气开始回暖。
- 从原油加工量与产量同比增速看，代表上游供应的原油加工量增速仍在回落（由于房地产、汽车等下游行业产量增速回落），表明下游需求端景气回落、中游景气持续、上游回暖的态势依然在持续。另一方面，由于原油成本高企，成本难以传导至下游使得炼油企业亏损也是原油加工量增速回落的重要原因，预计未来油荒仍有可能出现。
- 高油价大幅提升油气开采企业盈利能力，企业滚动 ROE（近四个季度 ROE 的平均值）见底回升，而石油化工企业 ROE 稳定在较高水平。但是，由于油气开采行业投资不足使得油田服务类企业盈利能力下降。

图表 35：石化上游工业增加值同比增速大幅提升



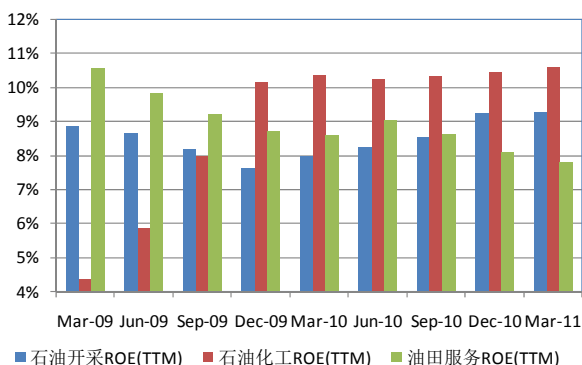
来源：齐鲁证券研究所

图表 36：原油加工量与产量增速维持稳定



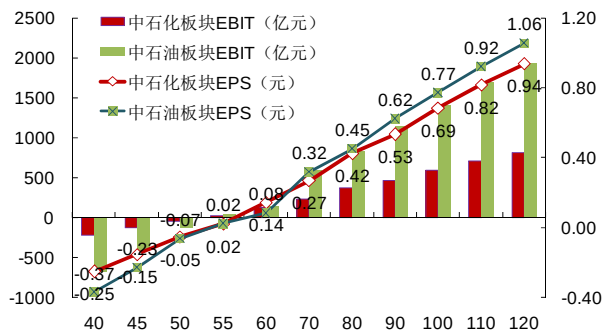
来源：齐鲁证券研究所

图表 37：石化中上游企业 ROE 维持稳定



来源：齐鲁证券研究所

图表 38：高油价大幅提升油气开采板块盈利能力

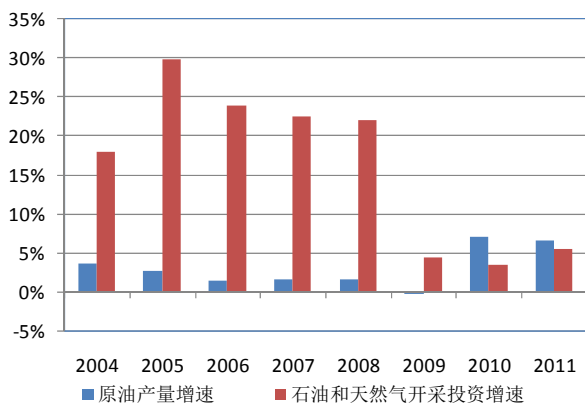


来源：齐鲁证券研究所

低投资减少潜在供给

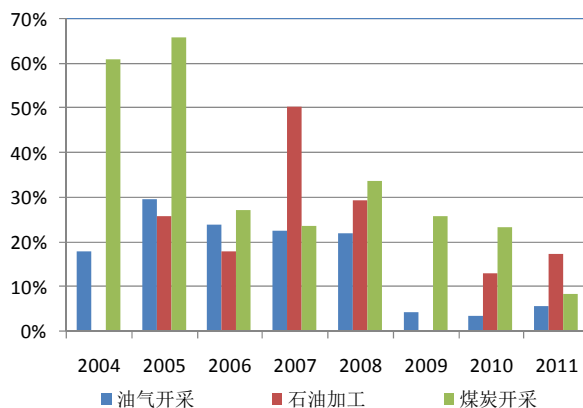
- 由于原油开采行业投入/产出周期很长，如果将投资视为未来的潜在供给，那么上游的采掘及原材料业近几年的投资增幅很低，因而未来的产能扩张也将有限，从而对行业景气构成支撑。
- 供给不足推升景气。从年度数据看，以采掘、原材料业为代表的中上游行业投资增速的回落在 2009 年已经出现，但 2011 年表现得尤为明显。特别是油气开采行业的投资增速已连续 3 年低于 5%。
- 2010 年原材料业中的石油加工等行业的投资增速较低，近三年投资增速逐年提升，意味着需求较好，未来产能的扩张幅度不大，预计未来几年石化中上游行业景气将维持。
- 2005 年至今，石油加工行业的投资增速大幅高于油气开采行业。未来几年，国内原油加工量的增速高于产量增速的情况将持续，原油进口量将大幅增长，而对外依存度也将持续提高。

图表 39：油气开采行业投资与产量增速见底回升



来源：齐鲁证券研究所

图表 40：上游投资增速低位运行支撑行业景气



来源：齐鲁证券研究所

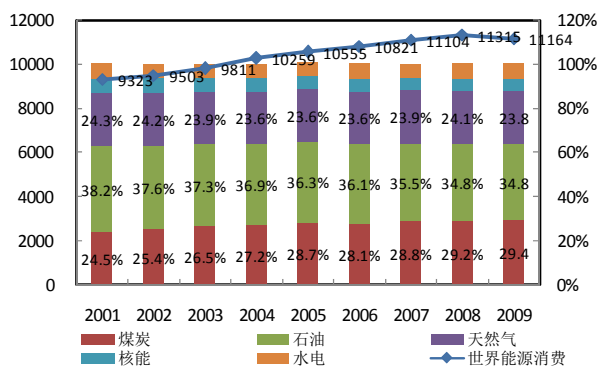
高油价或将驱动投资提速，十二五布局油气开采

- 我们认为，未来石化上游景气有望持续回暖，原油产量与石化产品产量将保持较高增速。同时行业固定资产投资增速与油田服务类企业 ROE 将见底回升，行业出现布局时机。看好的理由如下：
 - 全球石化景气周期来临将进一步推动原油的需求与价格回升。目前正处于本轮石化景气周期的上升期，石油加工行业高景气将持续至 2012~2013 年。
 - 短期内煤炭石油为主的能源结构难以改变，新增能源需求大部分仍依靠化石能源解决。未来国内石油与天然气需求将保持较高增速 (>10%)，原油加工量与产量增速的缺口以及油气开采与石油加工投资增速的缺口将继续扩大，大幅增加进口并不是最佳选择。供给不足将催生上游投资提速。
 - 在美元维持弱势、新兴国家需求旺盛且无定价权的能源格局下，油价高位运行将是大概率事件。中国作为第二大原油进口国，调整能源结构，增加国内能源供应与来源多样化是必然的选择。
- 长期看好油气开采与非常规能源的开发。“十二五规划”中指出的，加快能源调整优化结构，除了大力培育新能源产业，占能源消费比例中较大

基数的石油与天然气仍将保持较高增速。

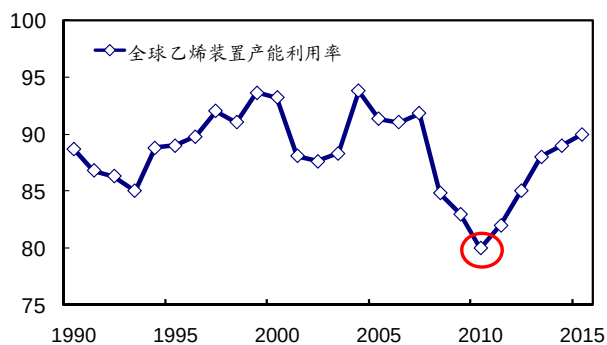
- 我们预计十二五期间国内在推动能源生产和利用方式变革方向将提速。能源政策或向传统能源清洁利用领域倾斜，由于国内油气开发技术相对落后，行业机会更多依赖政策扶持。
- 国内常规油气增产技术相对成熟，看好油气增产与油田服务相关公司：杰瑞股份、通源石油、宝莫股份、惠博普。

图表 41：短期内煤炭石油为主的能源结构难以改变



来源：齐鲁证券研究所

图表 42：2011 年烯烃行业景气度见底回升



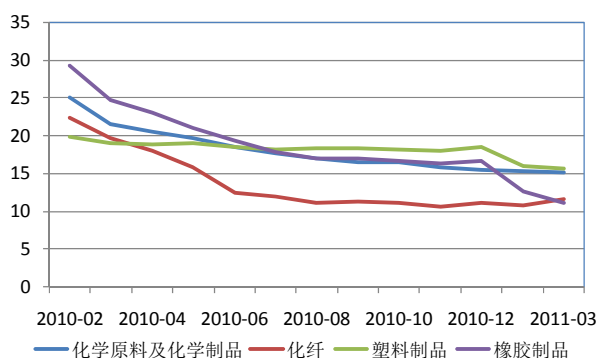
来源：齐鲁证券研究所

中游景气维持，大宗化工品盈利兑现

中游行业工业增加值增速与企业 ROE 维持稳定

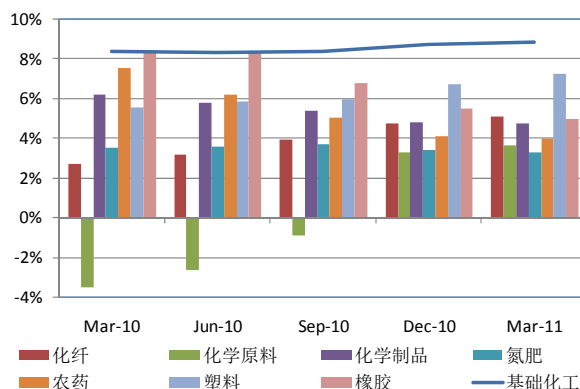
- 2011 年一季度基础化工行业维持高景气。从行业的工业增加值同比增速看，代表中游的化工原料与制品、化纤、塑料与橡胶制品行业增速小幅回落，维持在 10~15% 的区间，表明中游景气尚可持续。
- 从上市公司 ROE 看，基础化工行业盈利能力稳步提升。由于成本、供需结构等影响因素各不相同，子行业盈利出现分化：化纤、化学原料、塑料等子行业 ROE 持续上升，化学制品、氮肥、农药与橡胶制品等子行业 ROE 出现回落。

图表 43：中游行业工业增加值同比增速维持高位



来源：齐鲁证券研究所

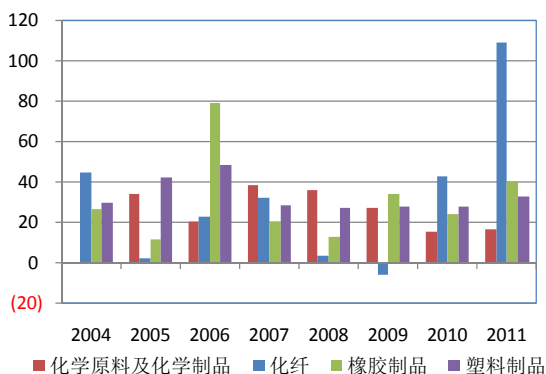
图表 44：中游制造业企业 ROE 维持稳定



来源：齐鲁证券研究所

- 在制造业投资中，一季度中游投资旺盛。除化学原料与制品投资增速同比回落至 16% 低于历史平均水平外，化纤、橡胶制品与塑料制品投资大幅提升，意味着未来产能的大幅扩张，这些行业可能存在产能过剩风险。

图表 45：中游行业投资旺盛



来源：齐鲁证券研究所

图表 46：中游主要化工产品开工率回升

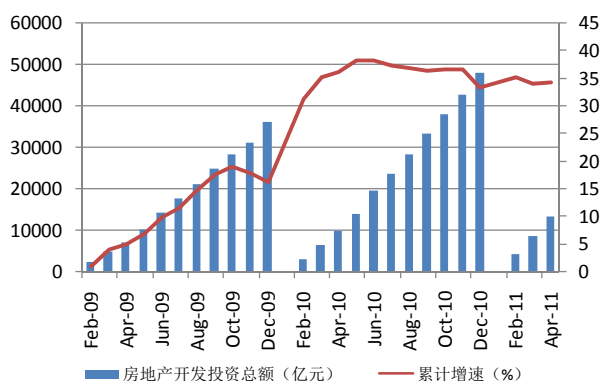
产品	09A	10A	11E	1102	1103	1104
尿素	70%	72%	72%	70%	70%	65%
PVC	53%	54%	55%	56%	55%	57%
甲醇	35%	41%	42%	57%	65%	64%
二甲醚	30%	31%	32%	43%	39%	39%
电石	68%	65%	60%	57%	67%	65%
合成胶	88%	86%	88%	85%	90%	85%
草甘膦	68%	50%	35%	30%	27%	38%
纯碱	80%	82%	80%	75%	75%	81%
DMF	70%	80%	85%	72%	89%	90%
MDI	83%	90%	87%	88%	93%	93%

来源：齐鲁证券研究所

保障房拉动需求仍可期，看好 PVC 及其改性剂、涂料

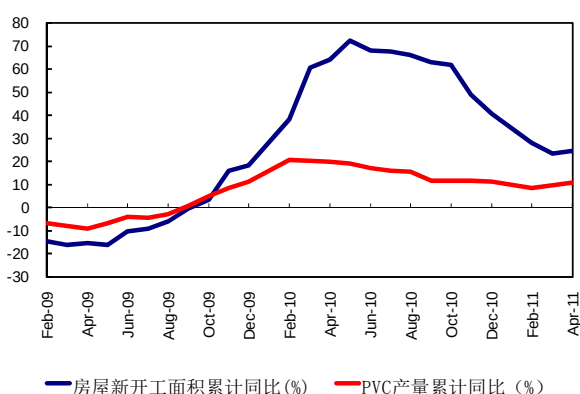
- 2011 年 1-4 月，房地产开发投资快速增长。全国房地产开发投资 1.33 万亿元，同比增长 34%。大规模保障房的启动建设，资金投入有效填补了商品房建设和上下游相关投资增速下滑的空缺，避免了经济大的起落。
- 2011 年将建设 1000 万套保障性住房和棚户区改造住房，并计划整个“十二五”期间建设 3600 万套保障性住房，保障性住房的覆盖率达到 20%。假如以每套保障房 60 平方米的建筑面积计算，保障房建设规模将占内地整个房地产新开工规模的 40%以上。保障房的建设填补了因商品房的调控而受影响的固定资产投资与经济增长。
- 据测算，2011 年的 1000 万套保障性住房需要资金 1.3~1.4 万亿元，并有望拉动 3.5 万亿的相关投资，地产、水泥、建材、化工、钢铁、工程机械直至下游产业的家电、家纺等相关行业都有望受益。
- 未来五年，中国计划新建保障性住房 3600 万套。到“十二五”末，全国城镇保障性住房覆盖率将从目前的 7%~8%提高到 20%以上。预计未来中国将进入保障性住房建设“加速跑”阶段。保障房与政策双轮驱动 PVC 及其改性剂与涂料行业的结构性机会。

图表 47：房地产开发投资保持快速增长



来源：齐鲁证券研究所

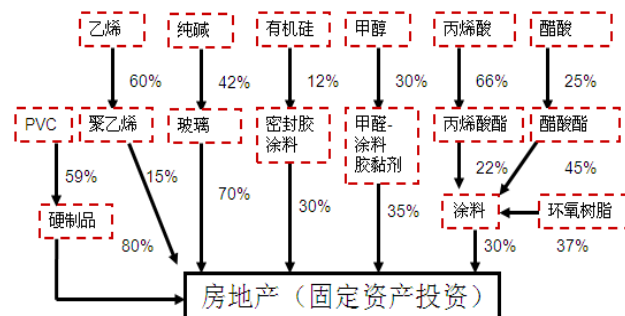
图表 48：4 月新开工面积与 PVC 产量增速开始回升



来源：齐鲁证券研究所

- PVC 行业将受益于保障房的需求拉动与限电、电石淘汰产能政策。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。2010 年房屋新开工面积同比增幅为 40%，预计将拉动 2011 年 PVC 需求增长 20%。2011 年 1-4 月新开工面积增速为 24%，保障房对于 PVC 的拉动效果将持续体现。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 年国际能源价格大幅上涨、137 万吨电石落后产能的淘汰与大范围限电都将支撑 PVC 原料成本上涨。在电石市场货源供应依旧偏紧的条件下，国内电石价格短时间内出现大幅回调的可能性较小，预计国内电石市场或将企稳。
 - 二季度 PVC 进入传统旺季，价格开始回升。二季度随着北方天气逐渐转暖，工程施工重新启动，将对 PVC 的需求和价格形成季节性的支撑。

- 我们认为 2011 年保障房需求与国内电荒将持续提振 PVC 价格与消费量，具备自备电厂的一体化 PVC 企业盈利能力有望大幅增长。但行业整体盈利能力受过剩产能压制，继续关注行业内产能不受限制，一体化程度高的氯碱企业。看好弹性高、成长性佳的英力特与中泰化学。

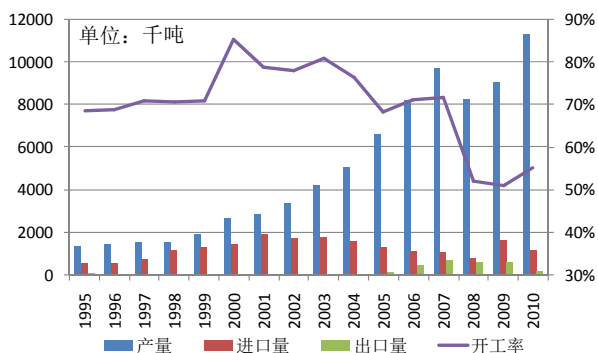
图表 49：房地产对主要化工产品的需求拉动明显


来源：齐鲁证券研究所

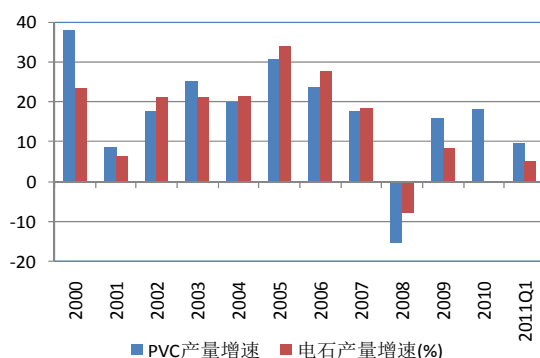
图表 50：房地产相关主要化工产品和上市公司

产品	用途	相关上市公司
PVC	硬制品	英力特、新疆天业、中泰化学等
纯碱	玻璃	三友化工、山东海化、双环科技
有机硅	玻璃	新安股份、蓝星新材、宏达新材
甲醇*	涂料	远兴能源、广汇股份、泸天化
醋酸	涂料	华鲁恒升、云维股份、江苏索普
TDI	涂料	沧州大化、锦化氯碱

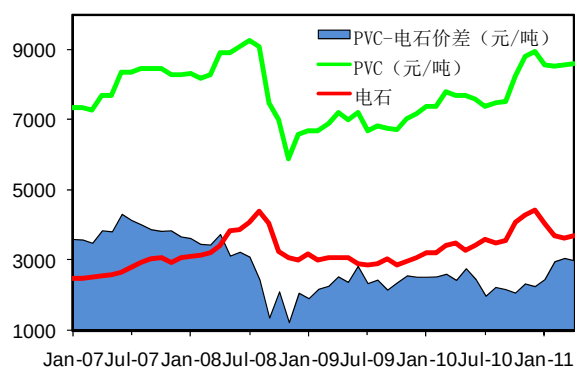
来源：齐鲁证券研究所

图表 51：2010 年 PVC 产量与开工率回升


来源：齐鲁证券研究所

图表 52：2011 年电石供应紧张将支撑 PVC 价格


来源：齐鲁证券研究所

图表 53：2011 年 1-4 月 PVC 价差保持稳定


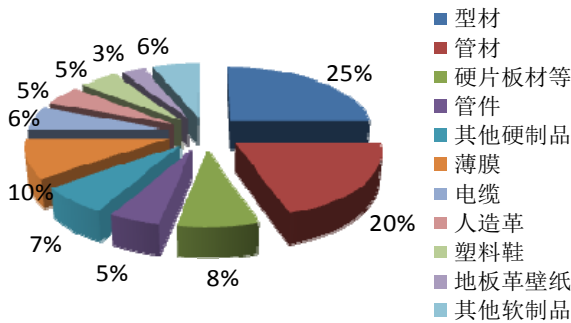
来源：齐鲁证券研究所

图表 54：电石法 PVC 的生产成本

电石法	单耗	价格	单位成本
电石	1.5	3800	5700
HCL	0.62	700	434
辅料			100
电力	480	0.5	240
动力			414
其它制造费用			460
生产成本			7348

来源：齐鲁证券研究所

- PVC 消费量增长支撑 PVC 改性剂行业景气。由于 PVC 具有冲击强度差、难加工、韧性差等性能缺陷，一般需要 PVC 塑料改性剂来改善 PVC 产品的性能。房地产投资拉动 PVC 需求量增长，而 PVC 产品消费量的上升为 PVC 塑料改性剂提供稳定增长的需求。

图表 55: PVC 硬制品需要使用大量塑料改性剂


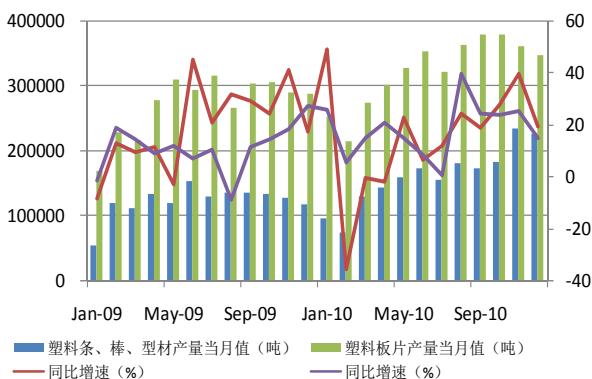
来源：齐鲁证券研究所

图表 56: PVC 改性剂 CPE 的需求量预测

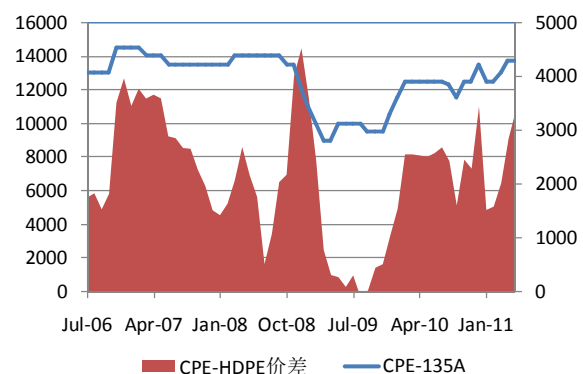
单位: 万吨	PVC 占比	添加系数	CPE 普及率	2005	2010	2015
塑窗	32%	7%	60%	11	17	22
塑料管	25%	5%	20%	2	3	4
其他硬制品	7%	3%	20%	0	1	1
PVC 消费量				785	1228	1600
CPE 消费量				13	20	26
CPE 产能				20	55	75
橡胶型产量				1	7	11
开工率 (%)				69%	48%	50%

来源：齐鲁证券研究所

- PVC 改性剂需求量随国内塑料建材工业的发展呈快速上升的态势，主要用于 PVC 塑料门窗等硬制品，添加量约在 6~8%。主流产品主要为 CPE、ACR 和 MBS。其中，CPE 抗冲性最弱，生产成本较低，而 ACR 和 MBS 是性能指标相对高端的产品。
 - CPE 成本优势显著，ACR 与 MBS 性能更高端。目前，发达国家以 MBS 和抗冲型 ACR 等高端产品为主，使用量合计占比达到 85%，CPE 占 15%；与发达国家相比，国内 PVC 改性剂受成本、技术所限，市场主要以 CPE 为主，其使用量占比超过 75%，而 MBS 和抗冲型 ACR 使用量合计占比则低于 25%。
 - 国外随着含氯产品在有些国家被逐步禁用，实际世界 CPE 需求量增长并不快，许多企业十几年来也没有扩产。国内 CPE 的出口量约为 8 万吨，ACR 随着国内技术的升级也有少量出口。

图表 57: PVC 硬制品产量与增速


来源：齐鲁证券研究所

图表 58: CPE 历史价格与价差


来源：齐鲁证券研究所

- 预计 2011 年 PVC 改性剂的市场容量为 30 万吨 (22 万吨 CPE + 6 万吨 ACR + 2 万吨 MBS)，CPE 的占比为 70%~80%。主要用于替代高成本的丙烯酸酯类产品 ACR 与 MBS 等。

- 我们认为 2011 年保障房建设对于 PVC 硬制品的需求可能超预期，下游型材企业开工率的提升也是 PVC 改性剂需求向好的标志。同时高油价对改性剂产品价格形成成本支撑，行业龙头企业具有较好的成本传导能力，看好 PVC 改性剂行业龙头企业：亚星化学与日科化学。

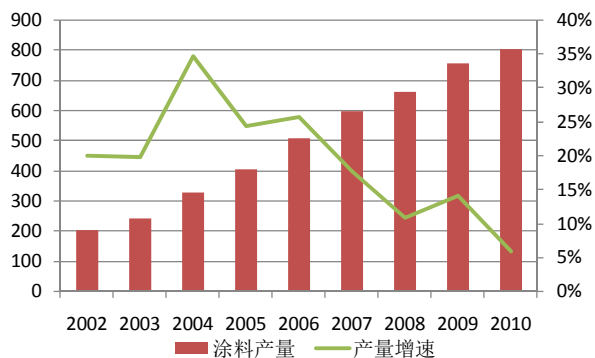
图表 59：部分 PVC 与 PVC 助剂公司对产品价格敏感性

公司	远景产能 (万吨)	总股本 (百万股)	每万股产 能/吨	三项费率	所得税率	上涨 100 元 EPS 增厚	产品报价 (元/吨)
英力特	27	301	9	12.6%	11.3%	0.071	8000
中泰化学	82	1154	7	14.6%	17.4%	0.050	8250
湖北宜化	45	542	8	12.5%	11.4%	0.064	8000
新疆天业	32	439	7	12.2%	20.6%	0.051	8150
内蒙君正	32	640	5	15.6%	5.9%	0.040	7900
亿利能源	28	902	3	7.6%	16.3%	0.024	7900
亚星化学	17	316	5	10.4%	32.4%	0.033	14000
日科化学	11	135	3	7.6%	15.3%	0.064	20000

来源：齐鲁证券研究所

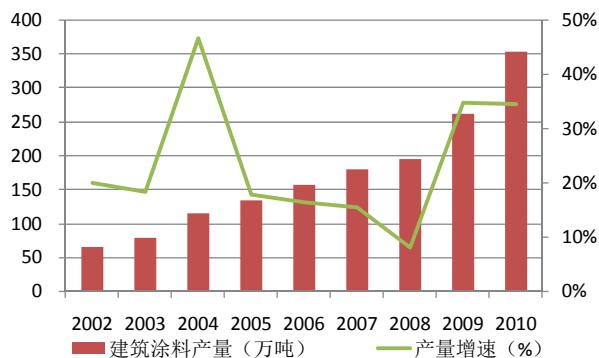
- 近十年，我国涂料行业快速发展年均增速 20%。经济高速增长特别是房地产业、汽车、船舶、家电等下游行业的兴旺为涂料的应用提供了市场空间，有力地拉动了涂料产业的发展。
- 2011 年涂料行业将受益于保障房与国家环保安全标准的提高。预计国内涂料市场增速将超 15%，建筑涂料需求维持高速增长增速将超 20%。
 - 成本上涨：原材料推动涂料涨价，溶剂材料、钛白粉、松香、乳液和助剂等价格大都和石油价格走势密切相关，涨幅达到 10~30%。各大品牌涂料上调价格对冲成本上涨的影响。
 - 需求向好：保障房将大幅推高墙面装饰涂料与外墙涂料需求。2011 年国家将落实 1000 万套保障房，所需的墙面装饰涂料将高达 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超过 10%，总应用量将达到 16.6 亿平方米。

图表 60：国内涂料总产量稳定增长



来源：齐鲁证券研究所

图表 61：国内建筑涂料产量维持高增速



来源：齐鲁证券研究所

- 绿色环保将成为未来的发展趋势。我国建筑能耗占社会总能耗的 27% 左右，居全国各类能耗之首，建筑能源应用效率仅为发达国家的 1/3，存在巨大的潜力空间。我国现有 400 亿 m² 既有建筑，约 130 多亿 m² 需要进行节能改造，按 200 元/m² 计算，约需耗资 2.6 万亿元。国内涂料产量最大的品种是醇酸树脂漆，其次是酚醛树脂漆。高档合成树脂涂料的比例占到 70% 左右，节能低污染涂料的比例大约是 20% 左右。
- 看好保障房对涂料的需求拉动，相关公司：神剑股份、渝三峡 A。

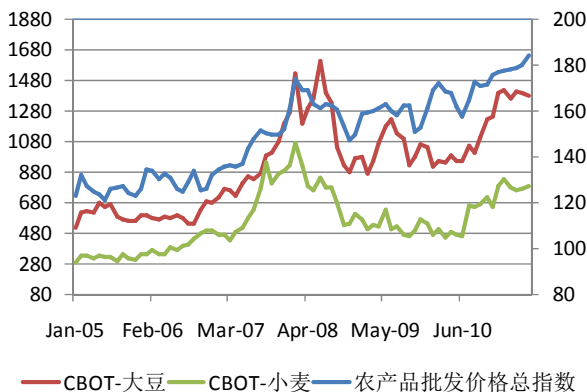
图表 62：我国国内主要行业涂料消费量与核心指标

应用行业	消费量(万吨)	占比	核心指标	主要子行业	占比	核心指标
建筑涂料	375	47%	房地产	内外墙涂料	36%	建筑竣工面积
汽车涂料	45	6%	汽车	制造涂料	4%	汽车产量
				修补涂料	1%	汽车保有量
木器涂料	80	10%	房地产、轻工制造	装修木器	6%	建筑竣工面积
				木器家具	4%	木器家具产量
防腐涂料	100	13%	交运设备	船舶涂料	4%	船舶产量
				集装箱涂料	2%	集装箱产量
卷材涂料	15	2%	卷材产量			
其他工业涂料	150	19%	工业 GDP			
合计	765	100%	国内消费	建筑与工业	100%	

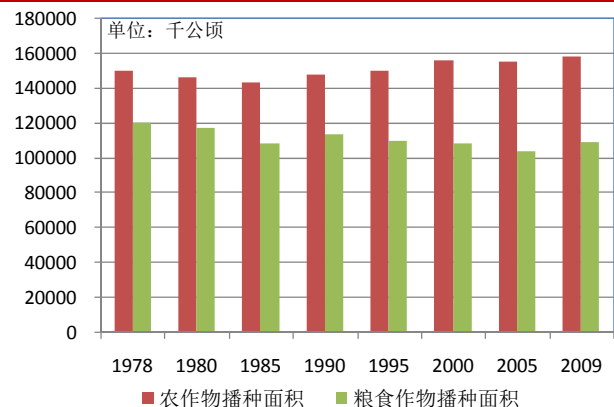
来源：齐鲁证券研究所

国际气价高位运行，出口与成本推动布局尿素股

- 我国是全球第一大化肥生产国和消费国。其中氮肥、磷肥发展迅速，产能已经相对过剩；钾肥产量逐年上升，对外依存度有所下降；复合肥行业的中小企业落后产能巨大，行业需要产业升级。

图表 63：粮食价格稳步上涨


来源：齐鲁证券研究所

图表 64：农作物与粮食播种面积逐年增加


来源：齐鲁证券研究所

- 化肥的需求由粮食增产需求推动，与人口增长和经济发展相关。国内外粮食价格的上涨与人民对食品需求升级是带动化肥需求增加和化肥价格持续上升的最根本因素。
- 全球粮食产量增加，将继续支撑国际化肥需求。美国农业部（USDA）公布的 5 月份《全球农业供需预测》报告显示，全球主要粮食作物产量仅有小幅回升，其中，玉米、小麦和大豆产量都略有上涨。预计 2011-2012 年度全球玉米产量增幅为 6.4%；小麦产量增长 3.3%；大豆产量增长 1%。
- 预计 2011 年国内尿素均价为 1950~2000 元/吨。2011 年由于成本支撑与需求向好，化肥价格将维持高位运行。煤炭、天然气、电价、硫磺以及磷矿石等原料价格的走高支撑化肥生产成本。
 - 一季度由于 2010 年，尿素产量下降与大量出口，导致今年春耕尿素供给量减少近 800 万吨，1~4 月由于煤价高企与天然气供应短缺、各地限电检修使得尿素供应量仍在下降，2011 年 4 月国内尿素产量为 225.2 万吨同比减少 6.4%。但需求保持旺盛导致尿素市场出现缺口，国内尿素均价为 1960 元/吨。
 - 二季度南方地区进入春耕用肥旺季。山东等地尿素大厂轮流检修，湖南等地因为电力供应紧张导致供应量减少。尿素市场出现短暂供需紧张，尿素均价上涨至 2050 元/吨。
 - 三季度尿素出口有望量价齐升。国际天然气价格大幅反弹推高国际尿素生产成本与我国化肥出口政策调整使得国际尿素价格的大涨并刺激国内尿素出口与价格同步上涨，尿素均价维持 2050 元/吨。
 - 7 月进入尿素出口低关税期，实行浮动关税。根据计算公式，当出口价格为 2100 元时，扣税后的出厂价为 1963 元，当出口价格达到 2600 元（相当于 400 美元）时，关税税率为 26.23%，扣税后的出厂价为 2059 元；当出口价格达到 3000 元（相当于 462 美元）时，关税税率将上升至 37%，扣税后的出厂价 2190 元。
 - 四季度看政策，价格将高位震荡，但是总体水平低于上年同期。2011 年作为“十二五”元年，经过一年试行的关税政策是否符合企业和农民的最佳利益，将成为评价未来政策的重要影响因素。

图表 65：2011 年尿素出口关税政策

月份	1~6 月，11~12 月（旺季）	7~10 月（淡季）
税率	110%	7% 或 $(1.07 - \text{基准价格} / \text{出口价格}) * 100\%$
备注	1、旺季 110%的关税是由暂定关税 35%与特别出口关税 75%相加而得；	
	2、基准价格按 2.1 元/公斤计算，即 2100 元/吨；	
	3、出口价格：海关认可的货物货价、货物运至中华人民共和国境内输出地点装载前的运输及其相关费用、保险费。	
	4、最新改变：淡季缩短 1 个月，出口基准价下调 200 元/吨。	

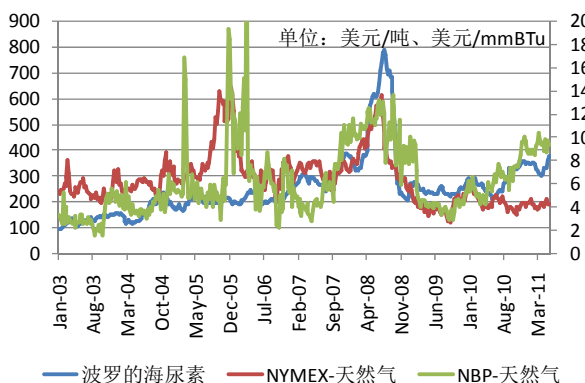
来源：齐鲁证券研究所

- 2011 年由于全球需求恢复与原油价格的上涨，将推动天然气价格出现反弹。但不同国家或地区的天然气定价方法有很大差别。全球天然气价格

因地区不同而变化，甚至可能向相反的方向变动。

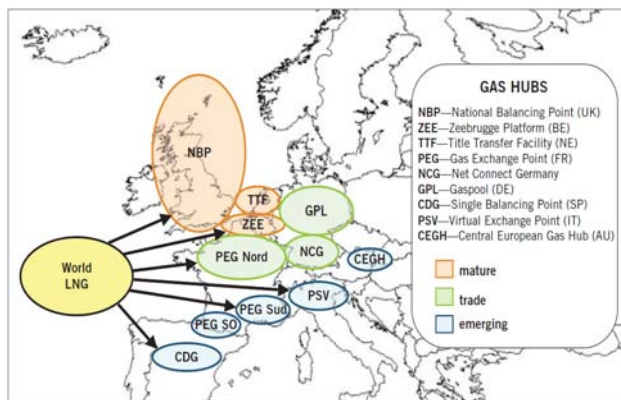
- 目前，在北美、东亚及欧洲等三大区域性天然气市场中，定价方式及其市场化差距十分明显。
 - 北美天然气价格由市场竞争定价，现货市场参照 HENRYHUB 的 NYMEX 主力期货合约价格波动。
 - 英国的天然气价格是在恒定汇率交易现货市场中由结算价格确定，现货市场参照 Heren 的 NBP 主力期货合约价格波动。
 - 东亚地区天然气定价与油价挂钩，长期居于液化天然气贸易进口国第一和第二地位的日本、韩国等东亚海岛国家，以进口 LNG 为主，定价方式则基本与原油价格挂钩。大多采用长期合约协议价格，协议期限常常长达 20 年或 25 年。日本的“LNG 价格公式”迄今仍是世界液化天然气(LNG)贸易中的“标杆”价格公式。
 - 欧洲的天然气贸易价格情况最为复杂，定价公式的形成也极富层次。在定价基准方面，欧洲大陆天然气大多按双边合同销售，该合同价格与石油产品价格相关联，但以现货价格为参照的情况正在增多。从气源来说，除了欧盟地区内部自产沿海天然气以外，欧洲地区也大量进口俄罗斯管道天然气，同时欧盟各国从中东等国进口 LNG 的比例也在迅速提高。因此，大规模的多种气源，也导致天然气能源经济性成本高企。
 - 在中东以及许多富气的国家，天然气价格绝大多数由政府掌控，并且设定在低于国际价格的水平上。但由于经济增长带动电力需求与天然气化工的高景气，多数中东国家出现天然气短缺状况。

图表 66：国际油气价格创新高，尿素大幅反弹



来源：齐鲁证券研究所

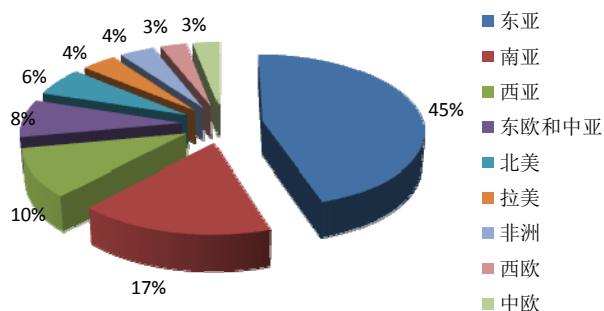
图表 67：欧洲天然气定价机制较复杂



来源：齐鲁证券研究所

- 2010 年底至今，国际能源价格飙升是推动尿素价格大幅上涨的主因。天然气为原料的氮肥占全球产能的 70%~80%，天然气价格决定了尿素成本，在全球产能过剩的情况下，边际成本决定了尿素的价格。尤其是美国和乌克兰等较高边际成本地区。
- 各国农业需求量不同与能源分布的不均是导致尿素产业分布不均的主要原因。西亚和乌克兰、俄罗斯都是世界上石油和天然气储量丰富的地区，他们利用自身的能源优势，规模化发展低成本尿素产业。

- 尿素最大出口地区在西亚，其次为俄罗斯和中国。2009 年西亚出口量为 980.53 万吨，占世界总出口量的 34%，超过 96% 的尿素作为出口产品流向国外。
- 全球尿素进口主要集中在美洲和亚洲国家，美国、印度、巴西、墨西哥、泰国的尿素进口量之和占世界总进口量的 57%。法国、意大利主要从埃及进口，亚洲国家的进口主要来自西亚各国，美国及拉美一些国家的尿素需求则来自埃及和西亚。

图表 68：国际尿素产能分布


来源：齐鲁证券研究所

图表 69：煤头与气头合成氨的原料成本比较

	煤头 1	煤头 2	气头 1	气头 1
吨耗煤/气 (吨/立方米)	1.5	0.87	700	700
吨耗电 (度)	450	1000	150	150
煤/气单价 (元)	800	1300	1.2	2.5
电单价 (元)	0.5	0.5	0.5	0.5
原料成本 (元)	1425	1631	915	1825

来源：齐鲁证券研究所

- 我们预计在国内高通膨的背景下，二、三季度尿素仍将持续高位。国家对限电与电价调节、天然气价格市场化等，在一定程度上对后期尿素市场起到利好。从生产成本、市场供需状况、农产品价格等影响因素，再加上 7~10 月出口仍存利好预期。
- 看好二、三季度尿素行业由于成本推动与出口的需求拉动对于盈利的高景气维持，相关公司：湖北宜化、华鲁恒升、鲁西化工。

图表 70：部分化肥公司对尿素与复合肥价格敏感性

公司	远期产能 (万吨)	总股本 (百万股)	每万股化肥权益产能/吨	三项费用率	所得税率	尿素上涨 100 元 EPS 增厚
湖北宜化	263	542	48	12.5%	11.4%	0.376
华鲁恒升	200	636	31	7.0%	15.2%	0.248
鲁西化工	330	1465	23	7.6%	29.0%	0.148
建峰化工	140	599	23	7.5%	14.2%	0.186

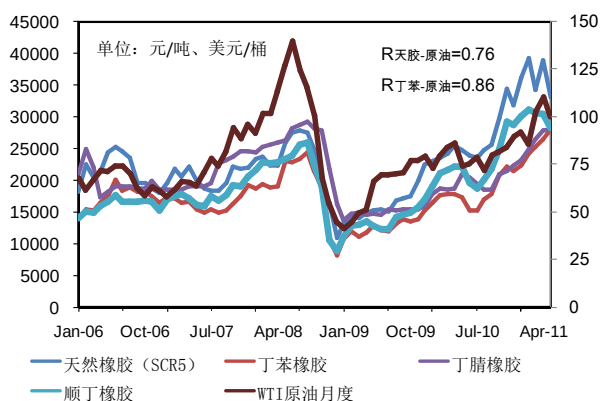
来源：齐鲁证券研究所

大宗商品价格回落，利好轮胎与橡胶制品

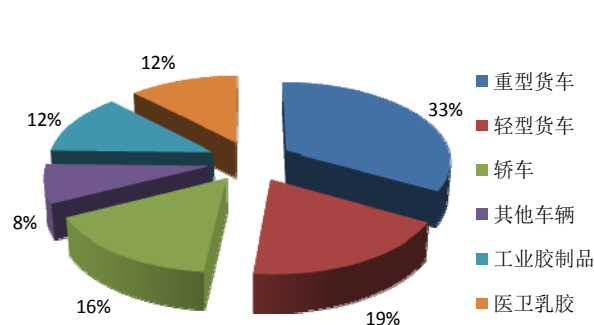
- 近期大宗商品价格出现回落。主要由于美国量化宽松即将结束导致美元走强，日本震后对全球制造业的扩张步伐在最近两三个月有所放缓，以及新兴市场国家出台的货币紧缩政策致使经济增速有所放缓。
- 2011 年一季度由于天胶价格大幅上涨，橡胶制品行业盈利能力同比大幅回落。从行业的工业增加值同比增速看，中游的橡胶制品行业增速回落至 10% 左右。在制造业投资中，橡胶制品投资大幅提升，意味着未来产能的大幅扩张，这些行业可能存在产能过剩风险。
- 2011 年一季度因季节性割胶减少，但需求却将进一步增加，基本面紧张

推动橡胶价格的进一步上涨，天然橡胶正式步入 4 万元时代。二月份由于大宗商品价格高位运行导致国内外通胀加剧，加息与收紧货币政策压制了大宗商品需求的预期与金融属性，天胶进入调整期。随着日本强震影响需求，大宗商品价格随期货市场回落，天胶价格进一步走低。

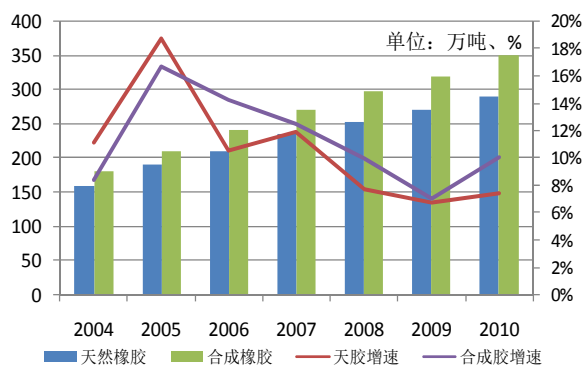
- 2011 年初国际橡胶研究组织(IRSG)预期，2011 年全球天然橡胶产量为 1097 万吨，消费量为 1115 万吨，供需紧张略有缓解。
- 从一季度数据看，供应短缺与生产成本上升是支撑胶价的主要因素。泰国洪水，由于前期低温导致海南和云南推迟开割，中非的内战等因素都影响今年天胶的供应，导致今年全球天胶的总产量不及年初的预期。
- 需求依旧旺盛。2009 年和 2010 年两年汽车销量的大爆发已说明了中国汽车消费的潜力是非常巨大的。2011 年汽车行业短期面临增速大幅回落等困难，但存量市场需求依旧旺盛。

图表 71：大宗商品回落天胶与合成胶价格调整


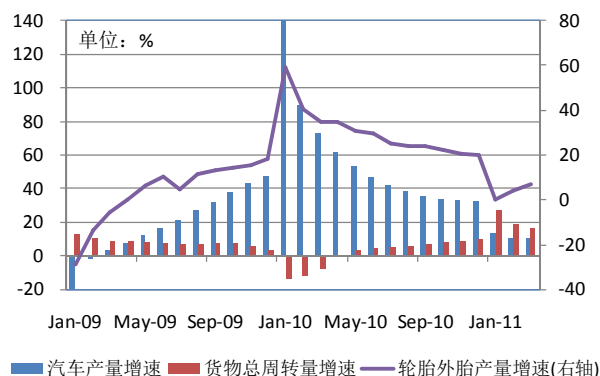
来源：齐鲁证券研究所

图表 72：全球天然橡胶消费结构以轮胎为主


来源：齐鲁证券研究所

图表 73：国内天胶与合成橡胶需求平稳增长


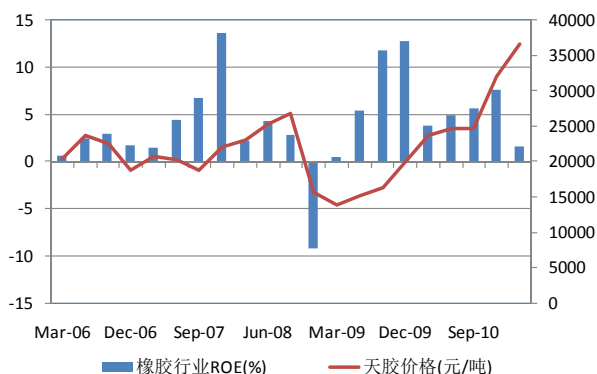
来源：齐鲁证券研究所

图表 74：轮胎需求与产量增速回落


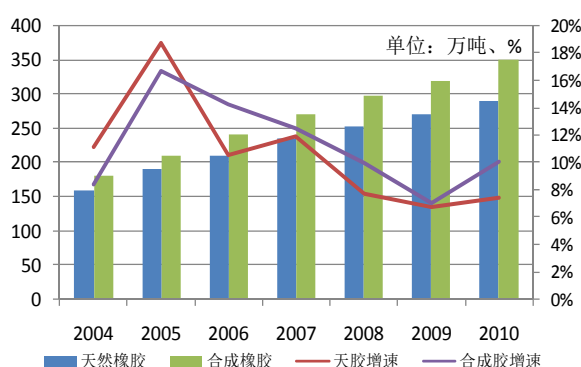
来源：齐鲁证券研究所

- 橡胶的来源是橡胶树，这就注定了橡胶的农产品属性，也决定了橡胶价格的季节性波动。同时，由于种植采集到加工生产制约的因素较多，橡胶具有周期长（投入产出达 5—7 年）、产量低（亩产最高百余公斤）、受自然灾害袭击影响与质量变化很大，性能很不均匀的特点。

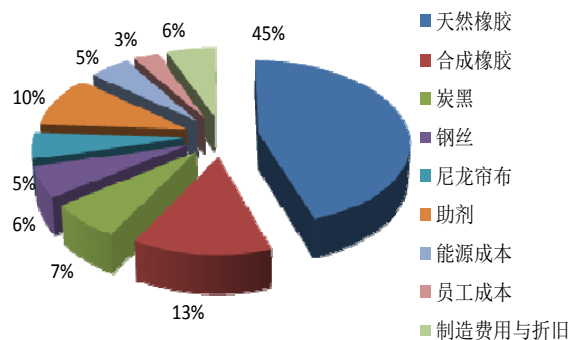
- 天然橡胶大约 70%的橡胶被用于轮胎制造，汽车行业的季节性决定着橡胶下游需求的波动。来源于石油的合成橡胶对天然橡胶有着较好的替代性，因此原油价格的波动也影响着橡胶价格。
- 5~7 月是天胶的供应旺季，在季节性因素影响下胶价大幅反弹的空间有限。但近期泰国因洪水损失了 2 万亩橡胶，产量损失数据没有准确评估，使得天胶供需仍旧呈现紧张的局面，是最大的不确定因素。
- 看好橡胶制品行业相关公司：风神股份、宝通带业。

图表 75：成本高企橡胶制品行业盈利能力大幅下滑


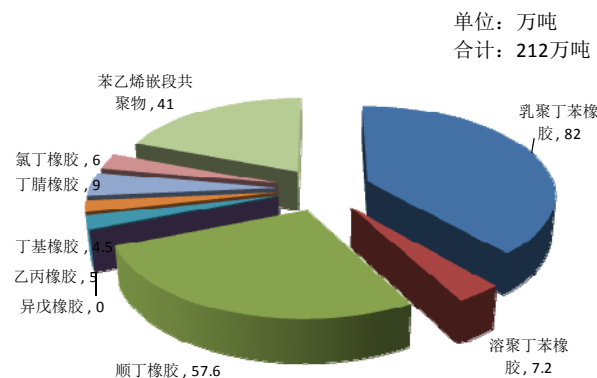
来源：齐鲁证券研究所

图表 76：天然橡胶与合成橡胶需求量逐年提升


来源：齐鲁证券研究所

图表 77：轮胎行业成本结构


来源：齐鲁证券研究所

图表 78：国内合成橡胶产量中丁苯与顺丁占比最大


来源：齐鲁证券研究所

图表 79：部分轮胎与橡胶制品公司对橡胶价格敏感性

公司	橡胶消费量 (万吨)	总股本 (百万股)	每万股消费 橡胶量/吨	三项费用率	所得税率	橡胶下跌 1000 元 EPS 增厚
风神股份	13.5	375	3.60	10.3%	15.7%	0.272
青岛双星	11	525	2.10	6.9%	12.2%	0.171
黔轮胎 A	8	326	2.45	10.3%	22.8%	0.170
宝通带业	0.76	100	0.76	7.4%	15.1%	0.060
双箭股份	1.89	117	1.62	10.7%	16.7%	0.120

来源：齐鲁证券研究所

投资建议

- 我们认为随着国际油价回归理性，大宗商品出现回落，国内输入型通胀将有所缓解。维持后期化工行业上游回暖，中游景气，下游回落的判断。
- 预计 2011 年国际原油均价 105 美元/桶，相比 2010 年上涨 32%。油价或将长期维持在 100 美元区间。高油价背景下，能源结构调整与十二五规划将促进上游投资加速，资源类公司、油气开采与油气工程服务类公司将直接受益。
- 成本传导能力强的石化下游产品，包括丙烯酸、丁酮等化工品；以及具有成本优势的煤基的其中包括氯碱、甲醇下游、尿素等煤头化工品；新能源材料包括电解液、隔膜等新材料将间接受益。
- 中长期看好能源开发行业。油气增产与油气工程服务相关公司：杰瑞股份、通源石油、宝莫股份、惠博普。非常规能源开发首选煤层气，相关公司：准油股份、天科股份。
- 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。新型煤化工相关公司：华鲁恒升、鲁西化工、张化机。
- 短期看好成本、需求与政策推动的阶段性机会。PVC 及其改性剂、涂料行业受益于保障房与政策驱动；轮胎与橡胶制品受益于大宗商品价格回落毛利率提升。相关公司：英力特、中泰化学；亚星化学、日科化学；神剑股份、渝三峡 A；风神股份、宝通带业。

图表 80：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
002353.SZ	杰瑞股份	57.39	76.99	增持	2.51	1.91	2.65	22.86	30.01	21.63
002554.SZ	惠博普	25.80	35.00	增持	0.67	0.72	1.06	38.51	35.68	24.42
300164.SZ	通源石油	34.44	17.00	增持	1.25	1.43	2.06	27.55	24.10	16.72
002476.SZ	宝莫股份	15.06	45.00	增持	0.58	0.52	0.80	25.97	29.02	18.94
600426.SH	华鲁恒升	14.59	495.75	买入	0.51	0.79	1.28	28.44	18.54	11.43
000830.SZ	鲁西化工	6.51	1045.45	买入	0.20	0.31	0.47	32.07	20.99	13.87
002564.SZ	张化机	18.24	61.44	买入	0.96	0.71	0.97	19.00	25.77	18.83
600469.SH	风神股份	11.66	315.30	买入	0.41	0.66	0.82	28.65	17.74	14.16
300031.SZ	宝通带业	14.53	36.60	买入	0.44	0.66	0.93	33.02	22.02	15.55
000635.SZ	英力特	17.47	177.05	增持	0.72	0.85	1.29	24.20	20.62	13.51
002092.SZ	中泰化学	12.42	1135.23	增持	0.27	0.57	0.77	45.83	21.82	16.20
600319.SH	亚星化学	7.91	315.59	买入	0.02	0.27	0.31	395.50	29.37	25.73
300214.SZ	日科化学	19.37	28.00	买入	0.81	0.95	1.42	23.91	20.40	13.63
002361.SZ	神剑股份	10.18	71.90	买入	0.42	0.69	1.18	24.24	14.70	8.61

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