



石油与天然气

2011.06.07

评级: 中性  
上次评级: 无

## 长线配置石化行业, 选择符合行业发展方向的化纤公司

### ---2011 年石化、化纤行业中期投资策略

|                                                                                   |                   |                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------|-------------------|------------------|
|  | <b>任静</b>         | <b>魏涛</b>        |
|  | 010-59312820      | 0755-23976212    |
|  | renjing@gtjas.com | weitao@gtjas.com |
| 编号                                                                                | S0880511010014    | S0880511010033   |

#### 本报告导读:

石化行业估值普遍较低, 是适合长线配置投资标的。化纤行业产品价格出现暴跌, 旺季不旺现象明显, 下游需求启动尚需时日, 建议配置符合行业发展方向的品种。

#### 摘要:

- 国际油价迅速攀升, 分析国际原油在 2011 年上半年的表现, 我们认为有以下特点: 1, 布伦特溢价持续拉宽; 2, 油价脱离基本面, 地缘政治因素和金融属性主导了油价的走势。
- 下半年的油价走势, 需要注意美元汇率、中东局势、以及其他突发事件的影响。我们认为, 80-90 美元是符合基本面的合理油价区间, 但是由于政治风险溢价及其他因素的存在, 下半年在没有大的意外发生的情况下, 国际油价 (WTI) 应该以 100 美元为中枢进行震荡。WTI 全年均价 100-105 美元, 布伦特全年均价 110 美元。
- 大型石化公司目前的估值水平非常低, 但是由于中石油中石化股性也相对不活跃, 在现在整个系统性风险比较大的时候, 我们认为目前石化板块比较适合长线配置。
- 化纤行业暴涨后出现暴跌, 旺季不旺现象明显。棉花价格暴跌近三成; 由于自身产能过剩并且棉价下跌, 粘胶短纤价格也迅速回落, 长丝价格也现松动。氨纶原料价格基本保持稳定, 但是氨纶自身却快速回落。涤纶产品价格也随着原料价格暴跌而暴跌。
- 化纤下游的需求集中启动尚需时日。目前传统的纺织旺季已经过去, 纺织企业多数在亏本去库存的过程中。下半年的利空因素依然较多, 一方面, 受人民币继续升值的影响, 行业内对后期接单情况并不乐观, 另一方面, 国家收缩流动性和控制物价的决心非常坚定, 市场的资金面仍然会偏向紧张, 再者, 夏季到了带来的电力缺口扩大, 对行业上下开工率造成一定的不利影响。
- 我们建议谨慎增持中国石化、中国石油、沈阳化工、烟台氨纶、海利得、尤夫股份。

#### 细分行业评级

|      |    |
|------|----|
| 石油开采 | 中性 |
| 石油炼制 | 中性 |
| 石油贸易 | 中性 |
| 化 纤  | 中性 |

#### 相关报告

|                             |            |
|-----------------------------|------------|
| 石油炼制: 《能源价格闯关开始提速》          | 2008.06.20 |
| 石油炼制: 《2007 年焦炭业或将受益钢铁景气回升》 | 2006.11.15 |
| 石油贸易: 《紧盯政策、渐进投资》           | 2006.09.11 |
| 化纤: 《围绕产业规划寻找投资机会》          | 2010.12.06 |

## 目 录

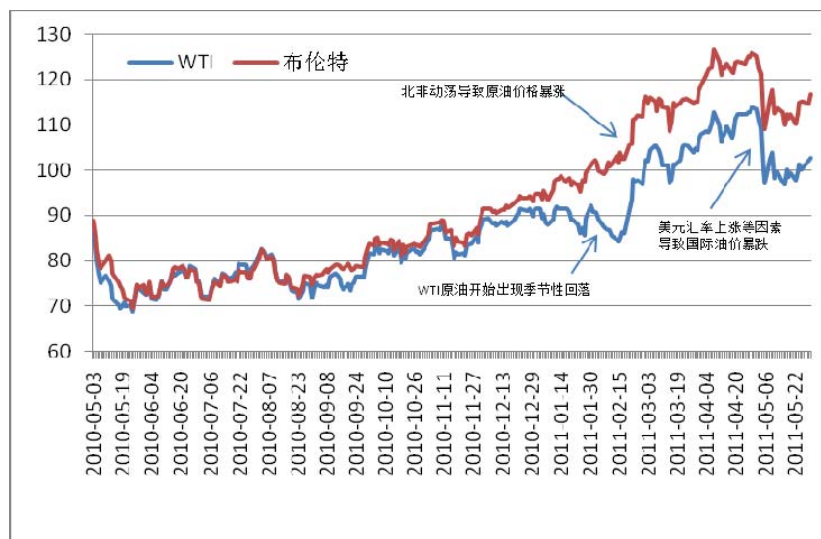
|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 1. 国际原油：100 美元成为震荡中枢.....      | 3  |
| 1.1. 国际油价上半年迅速攀升.....          | 3  |
| 1.2. 影响国际油价的主要因素.....          | 3  |
| 1.3. 中东北非局势动荡继续带来风险溢价.....     | 5  |
| 1.4. 下半年油价将在 100 美元为中枢震荡.....  | 6  |
| 2. 石化行业：适度的油价有利于石化企业业绩.....    | 6  |
| 2.1. 成品油与三大合成材料是石化企业主要产品.....  | 6  |
| 2.2. 石化公司的业务板块.....            | 7  |
| 2.3. 三季度炼油业务利润会有所回升.....       | 8  |
| 3. 石化行业投资策略：长期持有、价值投资.....     | 9  |
| 3.1. 中国石化：对全年业绩仍有信心.....       | 9  |
| 3.2. 中国石油：安全边际相对较高.....        | 9  |
| 3.3. 沈阳化工：原料来源得到保障，业绩有望释放..... | 9  |
| 4. 化纤行业：过山车行情再现—需求低迷、旺季不旺..... | 10 |
| 4.1. 棉花价格不稳、进口量下降.....         | 10 |
| 4.2. 粘胶短纤亏损、长丝盈利维持.....        | 11 |
| 4.3. 氨纶盈利回落.....               | 11 |
| 4.4. 涤纶产业从暴涨到暴跌.....           | 12 |
| 4.5. 纺织出口价增量减.....             | 12 |
| 5. 化纤下游需求集中启动尚需时日.....         | 13 |
| 5.1. 夏秋季电荒将趋于严重.....           | 13 |
| 5.2. 棉价继续大幅下跌空间不大.....         | 13 |
| 5.3. 纸改浆盈利偏离初衷、年底粘胶成本降低.....   | 14 |
| 5.4. 一丝曙光.....                 | 14 |
| 6. 化纤行业投资策略：围绕产业链选择投资方向.....   | 14 |
| 6.1. 烟台氨纶：1414 生产线已经投产运行.....  | 14 |
| 6.2. 海利得：以发展高端的汽车丝为战略方向.....   | 15 |
| 6.3. 尤夫股份：产品品种丰富有特色.....       | 16 |

## 1. 国际原油：100 美元成为震荡中枢

### 1.1. 国际油价上半年迅速攀升

上半年国际原油价格不断创出新高，脱离了 2010 年下半年以来 90 美元的运行平台，WTI 原油最高达到 115 美元，布伦特最高达到 125 美元，截止到目前，2011 年 WTI 均价 98.99 美元，布伦特 110.73 美元。

图 1 国际原油期货一年来价格走势



数据来源：百川资讯，国泰君安证券研究

分析国际原油在 2011 年上半年的表现，我们认为有以下特点：1，布伦特溢价持续拉宽；2，油价脱离基本面，地缘政治因素和金融属性主导了油价的走势。

在通常的情况下，WTI 原油期货的价格应该比布伦特原油期货略高，两者基本持平。但当布伦特原油比 WTI 原油高的时候就称为布伦特溢价。从去年四季度开始，由于北海油田部分油井停产的缘故，布伦特原油开始出现溢价。进入一季度之后，冬季取暖油高峰过去，夏季汽油高峰还没到来，所以 WTI 原油开始出现季节性回落，而北海油田事故继续支撑布伦特油价，布伦特溢价开始拉宽。

随后，突尼斯、埃及、利比亚等中东北非国家开始出现局势动荡，由于这些国家（主要是利比亚）的原油主要是出口欧洲，因此布伦特原油迅速的攀升到了 120 美元以上，WTI 原油也随后上涨到 110 美元，但仍和布伦特原油保持着较大的差距。

从基本面来讲，目前国际石油供给仍然比较宽裕，未有供应紧张出现，基本面无法支持 100 美元以上的油价。但是由于美元一直比较弱势，以美元计价的大宗商品价格就水涨船高。另外中东的政治风险也为石油价格带来了约 20%的溢价。

### 1.2. 影响国际油价的主要因素

影响国际油价的因素十分错综复杂，从大的方面来讲，包括基本面因素（供给和需求）、金融因素（美元汇率、主要经济体经济数据、财政政策等）、气候因素、地缘政治因素等。后面几类因素一般是改变了投资者对未来石油供需平衡的预期，进而影响原油价格。而所有这些因素，又都或多或少的和美国有密切关系。

**供给方面**，OPEC 的产能产量政策是这方面最重要的因素。

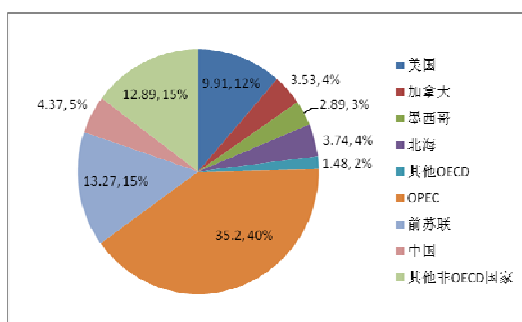
世界每天的石油消费大概 8800 万桶左右，其中 OPEC 提供了约 3500 万桶，占总量的约 40%。由于 OPEC 执行统一的生产配额和石油政策，因此 OPEC 因素是影响供给方的最重要因素。

另外，欧洲的北海油田，美国的墨西哥湾等都是重要的石油产区，2010 年墨西哥湾发生漏油后，由于美国调整深海石油钻探政策，也引起了国际油价的上涨。

**需求方面**，美国是世界第一大石油消费国，每天消耗约 1900 万桶原油，OECD 中的欧洲国家每天消耗大约 1500 万桶原油。中国是世界第二大石油消费国，每天需要约 900 万桶原油，日本是第三大石油消费国，每天消费量约 400-500 万桶。美国每天的石油消耗量占世界的 22%，是第二名中国的 2 倍，日本的 4 倍。因此美国因素对国际油价的影响十分巨大，美国的国内需求、库存、炼厂开工率等都会直接对 WTI 原油价格产生影响。金融因素、气候因素等实际上也都是和美国因素相交织。

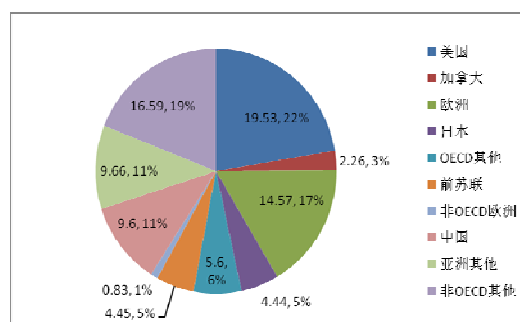
通常来讲美国五月份的阵亡将士纪念日到 9 月份的劳工节之间为美国的夏季用油高峰。这期间是美国驾车出游的高峰，也是汽油需求最多的时候，分析美国国内需求主要看汽油消费。而在 12 月份到 1 月份的冬季，取暖油需求旺盛，此阶段主要看取暖油。在两个需求高峰之间，通常会出现短暂的季节性回落。

图 2 世界主要石油生产国



数据来源：国泰君安证券研究

图 3 世界主要石油消费国



数据来源：国泰君安证券研究

**金融因素**。最直接影响油价的金融因素是美元汇率，因为大宗商品都是用美元计价，美元贬值必然引起商品价格上涨。而其他的经济数据等，或者是使美元升值或贬值从而间接影响油价，或者是改变对经济前景的预期从而改变对石油需求的预期而间接影响油价。

**气候因素**。美国是一个多发飓风的国家，飓风一来，美国墨西哥湾的海

上钻井平台就往往要受到影响而关闭，另外陆上的炼油厂也经常会被飓风影响而受到破坏或关闭。每年的 6 到 11 月份是美国飓风高发季，这期间的飓风往往成为影响国际油价的不确定因素。

另外，美国和欧洲冬季都是用取暖油取暖，因此每年冬季的寒冷与否对当年的燃料油需求会产生直接影响，这也是气候影响油价的例子。

**地缘政治因素。**前面提到，OPEC 的石油产量占世界的 40%，OPEC 国家大多位于中东，中东的地缘政治也就成了影响油价的重要因素。历史上发生的三次石油危机，都是中东地区的战争所引起。今年一季度以来的原油价格暴涨，同样是由于中东地区的动荡局势所引起。

### 1.3. 中东北非局势动荡继续带来风险溢价

西亚北非地区 19 个国家 2010 年的石油产量如下表所示：

**表 1：西亚北非地区国家 2010 年原油产量**

| 国家    | 产量，百万桶/日 |
|-------|----------|
| 阿尔及利亚 | 2.08     |
| 巴林    | 0.05     |
| 埃及    | 0.66     |
| 伊朗    | 4.25     |
| 伊拉克   | 2.41     |
| 以色列   | 0.00     |
| 约旦    | 0.00     |
| 科威特   | 2.50     |
| 黎巴嫩   | 0.00     |
| 利比亚   | 1.79     |
| 摩洛哥   | 0.00     |
| 阿曼    | 0.87     |
| 卡塔尔   | 1.44     |
| 沙特    | 10.12    |
| 苏丹    | 0.51     |
| 叙利亚   | 0.40     |
| 突尼斯   | 0.08     |
| 阿联酋   | 2.81     |
| 也门    | 0.26     |

数据来源：EIA，国泰君安证券研究

从表中可以看到，有几个国家的产量比较大，可能会对原油供应产生重大影响，这些国家包括：沙特、伊朗、阿联酋、科威特、伊拉克、阿尔及利亚以及利比亚。

此轮中东动荡起源于突尼斯，蔓延于埃及，最终扩散到利比亚。突尼斯和埃及的石油产量都不大，因此直到利比亚局势恶化之时，国际油价才大幅度的上涨。但是这时候的油价上涨，不仅仅是担忧利比亚的供应中断，更多是担心恶化的局势是否会影响到其他国家，特别是沙特。如果

沙特国内局势恶化，那么对国际原油供应的影响将是致命的。

实际上也门、巴林、阿曼和叙利亚国内局势也出现了动荡，但是没有利比亚吸引眼球。也门国内最近局势开始恶化，叙利亚局势也还存在不确定性。

但是即使利比亚形势如此恶化，仍然不能说国际的原油供应出现了紧张。OPEC 国家在 2008 年金融危机石油价格大跌之后，采取了限产保价政策，因而形成了 400 万桶每天的备用产能，足以弥补利比亚停产带来的损失。另一方面，在利比亚局势出现动荡之后，沙特就增产了本国原油，用来弥补利比亚出口减少的缺口，但是该原油生产出来以后却发现市场上没有买家，于是沙特又把产量恢复回之前的水平。这件事也从侧面告诉我们，目前国际市场供应宽松，石油短缺并不存在，因此基本面暂时还无法支持 100 美元的油价，这里面政治风险溢价占了很大的比例。

#### 1.4. 下半年油价将在 100 美元为中枢震荡

那么对于下半年的油价，我们认为如下因素需要注意：

- 1, 美元汇率的变化。QE2 到期后美国将采取的货币经济政策，欧债危机的处理进展，美欧经济增长情况等都会影响美元汇率，进而影响石油价格。
- 2, 中东局势的变化。利比亚局势的走向，是否会有更多的国家卷入动荡，这些决定着目前油价中包含的政治风险溢价是消失还是增大。
- 3, 其他突发事件。像去年的墨西哥湾漏油事件、今年美国密西西比河流域的洪水，事先都无法预测，但一旦发生了，都会向上推动油价。

由于未来充满了不确定性，所以我们无法准确的预测油价。我们认为，80-90 美元是符合基本面的合理油价区间，但是由于政治风险溢价及其他因素的存在，下半年在没有大的意外发生的情况下，国际油价（WTI）应该以 100 美元为中枢进行震荡。WTI 全年均价 100-105 美元，布伦特全年均价 110 美元。

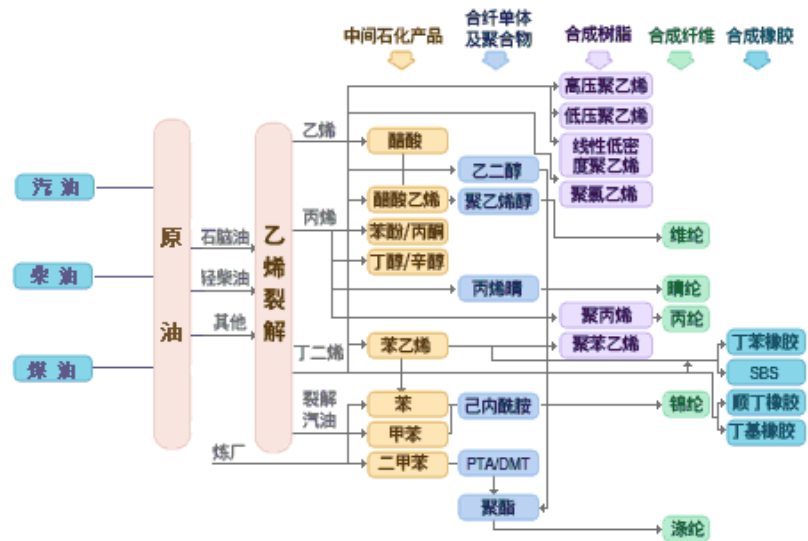
## 2. 石化行业：适度的油价有利于石化企业业绩

### 2.1. 成品油与三大合成材料是石化企业主要产品

石化行业的产品我们可以认为分成两大类，第一类是油品类，第二类是化工类。油品类主要指的是成品油，包括汽油、柴油、煤油、以及燃料油润滑油等等。化工类的产品，则包括中间石化产品、合纤单体及聚合物、合成树脂、合成纤维、合成橡胶等，三大合成材料也是对外销售的主要产品。

石化行业的主要产品线索如下图。

图 4 石化行业产品线索图



数据来源：中国石化，国泰君安证券研究

## 2.2. 石化公司的业务板块

我们可以把两家公司的业务分成四大块，勘探与开采、炼油、销售、化工，两家公司各自的报表中基本也是按照这样的分法进行核算。勘探与开采板块开采出原油，销售给炼油板块，炼油板块生产出成品油和化工原料油，分别销售给销售板块和化工板块，销售板块对外销售成品油，化工板块生产化工产品并对外销售。

通常情况下，勘探板块、销售板块、化工板块都是可以保持正常的盈利的。可能盈利水平会随着原油价格和下游需求的变化而变化，但是通常都不至于出现亏损。炼油板块却由于成品油价格受到控制，是经常出现亏损的板块，也是影响石化公司业绩的关键之一。

目前我国的成品油定价机制是，“当国际市场原油连续 22 个工作日的移动平均价格超过 4% 时，可以相应调整国内的成品油价格”。“当国际市场原油价格低于 80 美元时，按正常加工利润率计算成品油价格，高于每桶 80 美元时，开始扣减加工利润率，直至按加工零利润计算成品油价格。高于每桶 130 美元时，按照兼顾生产者、消费者利益，保持国民经济平稳运行的原则，采取适当财税政策保证成品油生产和供应，汽、柴油价格原则上不提或少提”。

国内的成品油价格调整经常滞后或者幅度不到位，因此炼油板块的利润水平也在波动之中，部分时期可能会出现亏损。

中石油 2010 年生产原油 858 百万桶，加工原油 903 百万桶。中石化 2010 年生产原油 328 百万桶，加工原油 1500 百万桶。中石油的原油生产量

和加工量基本持平，而中石化近 80% 的原油则需要外购。

由于中石油的原油生产规模和加工规模是基本相当的，所以如果我们把中石油看成一个整体，那么部门间的销售就是一个内部行为，原油价格只是起到了调节利润在生产和加工两个部门间的分配这样一个作用，真正影响公司业绩的是成品油价格。但是中石化由于炼油规模远大于原油生产规模，原油价格就成为了成本支出，和成品油价格一起都会强烈影响公司的业绩。

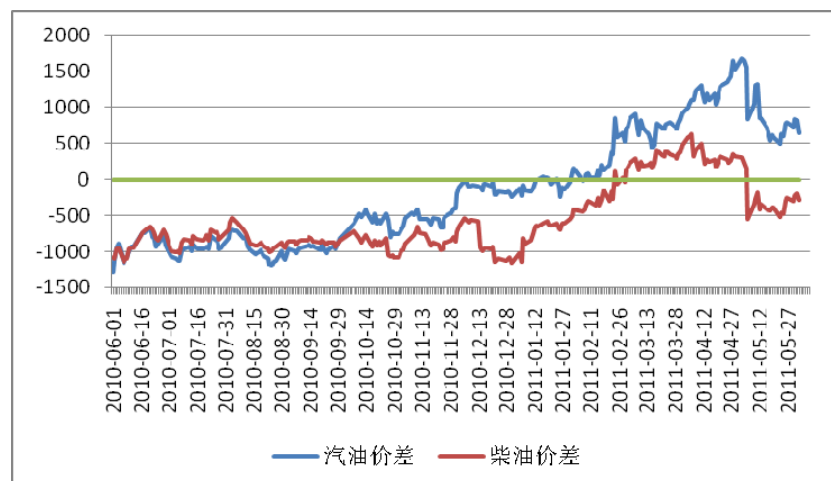
因此按照现在的定价模式，在理想状态下，原油价格越高，对中石油就越是利好，只要没超过 130 美元，中石油的业绩都是向上的。而中石化的盈利最佳点要比中石油低，在 80-90 美元，因为超过 80 美元开始扣减炼油利润率后，原油价格上涨的成本压力就变大了。

### 2.3. 三季度炼油业务利润会有所回升

由于国际原油在上半年的飙升，国内的炼油企业开始出现亏损，因此我们预计二季度石化企业业绩可能会变差，但是随着国际原油价格的回落，炼油企业的盈利会逐渐恢复。

为了说明炼油企业的利润变化，我们用新加坡成品油的离岸价和国内成品油的价差来近似说明。当这个价差为负的时候，说明国内炼油企业有超额利润，负得越大，利润越高，当这个价差为正的时候，说明国内炼油企业有亏损，正得越大，亏损越多。注意，这只是近似的说明，更多的是定性的反映趋势。

图 5 国内外成品油价差



数据来源：百川资讯，国泰君安证券研究

可以看到大致在 2 月底，国内的炼油企业开始出现亏损，在四月底达到最高峰，随后亏损就随着原油价格的回落迅速减小了。结合我们对原油价格的判断，我们预计三季度炼油板块盈利将恢复正常。

### 3. 石化行业投资策略：长期持有、价值投资

大型石化公司目前的估值水平非常低，但是由于中石油中石化股性也相对不活跃，在现在整个系统性风险比较大的时候，我们认为目前石化板块比较适合长线配置。

#### 3.1. 中国石化：对全年业绩仍有信心

中国石化是国内最大的一体化能源化工公司之一，国内最大的石油、石化产品的生产商和销售商，国内第二大原油生产商，中石化的加油站网络居世界第二。

目前中石化的估值水平比较低，PE 仅在 10 倍左右，远低于其他化工类公司，和国际市场大型石油化工公司估值水平相当。

目前中石化估值水平低的原因，除了系统性的因素外，投资者对中石化的炼油板块业绩存在疑虑也是原因之一。前期国际原油价格均价曾经 120 美元以上（布伦特），在由于成本传导的滞后性，二季度中石化炼油成本会显著上升，而目前短期来看成品油价格继续上调的可能性不大，所以二季度中石化业绩可能不会特别理想。我们认为随着国际原油价格回落到 100 美元区间，三季度中石化的炼油成本也会回落。今年国内成品油需求增长迅速，同时由于缺电，对柴油的需求可能会进一步增加，不排除国家进一步调整成品油价格或者采取其他政策来保障炼油企业生产积极性的可能性。

我们对中石化全年的业绩仍然比较有信心，2011-2012 年 EPS 分别为，0.91 元和 0.99 元，目前 PE9x, 8x。谨慎增持。

#### 3.2. 中国石油：安全边际相对较高

相比之下，中石油的估值水平比中石化要略高。在目前的原油价格下，中石油的业绩安全性也比中石化要高。原油价格上涨时，勘探板块可带来更多的收益。原油价格回落时，炼油板块则会增加盈利。（正如我们前面提到，原油价格只是调节利润在部门间的分配）。所以在国际原油价格仍存在不确定性的情况下，配置中石油安全边际相对更高一些。

另外，集团公司也宣布在未来一年内增持不超过 2% 的股份。目前中石油集团持股比例为 86.22%，H 股占股本总额 11.37%，两者合计 97.59%。考虑到社保基金、指数型基金等机构投资者持有的 A 股也不大可能减持，所以在集团公司增持公司股份之后，A 股可流通的比例就非常之低了。

我们预计中石油 2011-2012 年 EPS 分别为 0.85 元和 0.95 元，对应 PE13x 和 11x。谨慎增持。

#### 3.3. 沈阳化工：原料来源得到保障，业绩有望释放

沈阳化工的主要业务包括氯碱和石化两大板块。氯碱板块产品包括 13 万吨糊树脂、19 万吨烧碱。石化板块则包括一套 70 万吨常减压装置、一套 40 万吨 DCC 装置和一套 50 万吨 CPP 装置。常减压装置和 DCC 装

置及后续装置产出约 30 万吨成品油，17 万吨丙烯酸及酯，以及少量环氧丙烷、聚醚等产品。CPP 装置产出则主要是 20 万吨乙烯、10 万吨丙烯及其他石化产品。

公司的产品结构是偏化工产品的方案。优点在于可以比较灵活的定价，传导成本的变化。当然 30 万吨的成品油还是受到国家价格管制，同时销售也是通过当地的中石油销售公司进行销售。

前期制约公司发展的瓶颈是原料来源不足。公司原有 48 万吨大庆原油配额，致使公司开工率一直比较低。今年 4 月份，公司收到商务部批文，允许公司每年通过国营贸易企业进口 72 万吨原油满足生产需要。这样公司每年共有 120 万吨原油配额，可以保障全部装置满负荷运行。

公司的糊树脂、烧碱等产品目前盈利状况非常好，价格都处于一年以来的高位，毛利水平也比较高。如果原油价格保持在 100 美元附近震荡不发生大幅回落，其化工产品也将保持比较好的盈利状况。

我们预计沈阳化工 2011-2012 年每股收益为 0.66 元、0.79 元，目前 PE14x、11x。谨慎增持。

#### 4. 化纤行业：过山车行情再现—需求低迷、旺季不旺

去年的化纤行业经历了从低迷到疯狂的变化，在我们年度策略中分析了棉花化纤等价格的暴涨已经偏离了实际需求而不可持续，纺织业将继续受困于产业链价格的波动和接单受阻，化纤行业将再次两头受压；价格暴涨之后的暴跌，对行业的损害更大。今年来的行情正是如此演绎的，春节后因为用工短暂紧张影响，纺织企业开工迟缓，但随后，全行业订单总量不足、疲软低迷的采购、看空预期的浓厚，以及浙江开始限电、纺织品出口退税下调的预期等，旺季不旺现象明显，化纤、棉花到纱线的价格全面回落，库存增加，开工率下降。企业收入收入和盈利同比虽然有所提高但环比利润均出现不同程度的下降。

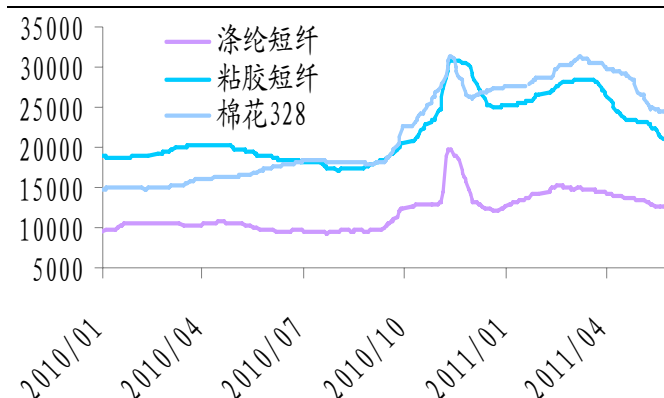
##### 4.1. 棉花价格不稳、进口量下降

曾经暴涨的棉价在 3 月初达到最高价位后开始回落，特别是 4 月初以来，棉花价格以平均每三天 500 元/吨的价格迅速下跌，两个月不到的时间，棉花现货价一路回落至 2.4 万元/吨，暴跌近三成。

棉价的快速回落，导致棉纺织企业处境尴尬，皮棉采购减少、棉纱销售困难、产品库存增加、资金回笼困难，经营受困，1-3 月份全国规模以上棉纺织企业的亏损面占到 9.9%，较去年年底增加了约 2 个百分点，结束了去年全年亏损面持续减小的趋势。

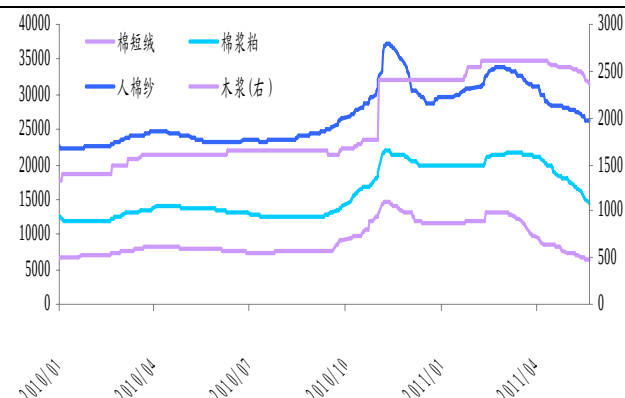
同时，由于国内纺织企业需求受到抑制，我国棉花进口量也呈现下降趋势。4 月我国进口棉纱 6.25 万吨，同比减 39%，环比减 29%；出口棉纱 4.76 万吨，同比减 10%，环比减 19%。

图 6 棉花及棉型纤维价格（元/吨）



数据来源：国泰君安证券研究

图 7 粘胶上下游价格（元/吨）



数据来源：国泰君安证券研究

#### 4.2. 粘胶短纤亏损、长丝盈利维持

粘胶短纤价格从 3 月开始急速下跌，从最高点 28500 元/吨跌至目前最低成交价 21000 元/吨的水平。粘胶短纤价格快速下滑的原因，不仅是粘胶短纤自身阶段性产能过剩——按照第一纺织网的不完全统计，今年上半年有大约 68 万吨粘胶短纤投产，其中包括山东雅美（20 万吨）、翔盛化纤（10 万吨）、新疆富丽达（20 万吨）、唐山三友（10 万吨）、宜宾丝丽雅（8 万吨），全年全国粘胶短纤产能预计可达到 280 万吨；也受棉花市场影响，失去棉价的支撑、人棉纱市场行情持续疲软，成交状况延续不佳，纱厂库存压力相对较大，以 30S、40S 为主纱厂库存积压普遍在 30 天以上，40-45 天附近，再加上部分地区继续出现限电现象，生产开工率不高，纱厂逐步减产，对粘短的需求也在减弱。

据协会统计，目前粘胶短纤行业总体库存在 16-17 万吨、35-40 天左右，开工率 65%-75%。从成本面分析，目前粘胶短纤的上游原料棉短绒、棉浆、纸浆等价格也在继续松动，分别降至 6000 元、14000 元、6700 元，但是成本下降的幅度远远小于粘胶短纤价格下跌的幅度。以目前的市场价格计算，粘胶短纤行业已进入全面亏损状态。为改变行业深度亏损现状，5 月 23 日粘胶短纤行业会议在北京召开，一致协议：取消月结，统一市场 1.5D 执行价格为 21200 元，马上提价为 21500 元。并且每周提价 200 元，截止到行业扭亏。与会 9 家企业（海龙、唐山三友、富丽达、澳洋科技、吉化、新乡、山东雅美、赛得利、翔盛）会后立即减产 40% 以达到稳定市场价格的目的。

长丝价格收入依靠企业的联合而基本坚挺，但受需求不甚旺盛和粘胶短纤、棉花价格下跌的压制，后续回落压力加大，近期价格已经有所松动，目前的库存普遍在 40 天以上。

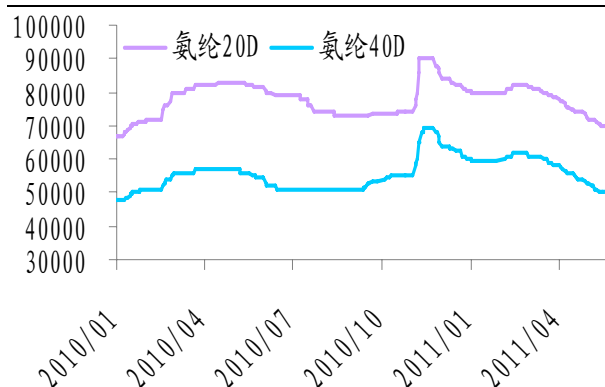
#### 4.3. 氨纶盈利回落

10 年的氨纶价格表现相对平稳，盈利状况改善，一方面原因在于原料价格的波动不大，另一方面，供需关系基本平衡，全年大部分时间（除受限电阶段）的开机率保持在 90% 以上。但今年，有大约 20% 的产能增量，加之需求不振，氨纶价格快速回落，而同时，原料在氨纶增量的支撑下价格不断走高，使氨纶行业毛利率明显下降、库存逐渐加大。目前，氨

纶企业已经开始大面积减产以降低库存，在6月份可能会更多。

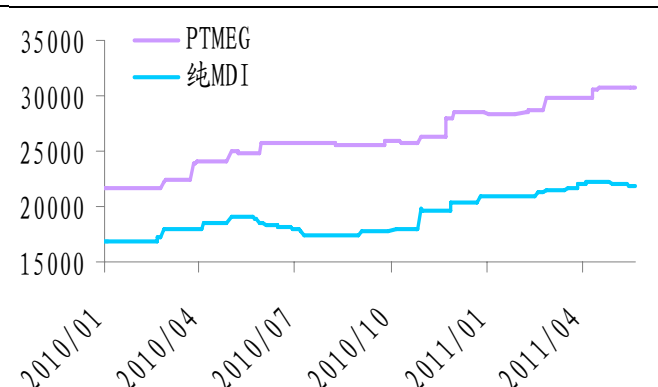
氨纶上市公司1季度收入同比增9.8%、环比增4.5%的情况下，毛利率环比降4.5个百分点，净利润环比降8.6%。

图8 氨纶价格快速回落（元/吨）



数据来源：国泰君安证券研究

图9 氨纶原料价格基本稳定（元/吨）



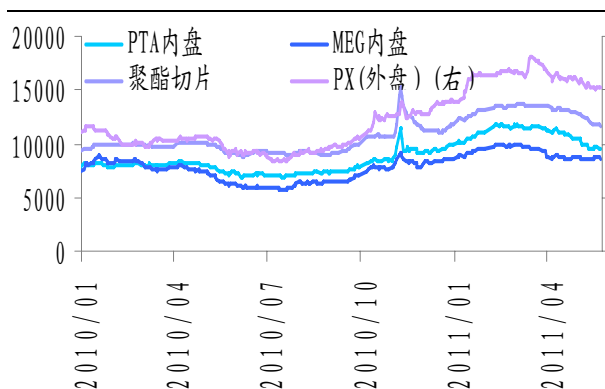
数据来源：国泰君安证券研究

#### 4.4. 涤纶产业从暴涨到暴跌

与国际油价关系密切的聚酯产业链价格同样波动剧烈。PTA延续了去年四季度以来的强势在今年2月达到阶段性高点11800元/吨，自3月份开始回落，5月份的包括石油、黄金、白银、棉花等在内的大宗商品价格暴跌也带动了PTA期货及现货价格的更大幅度下跌，目前价格9520元/吨。

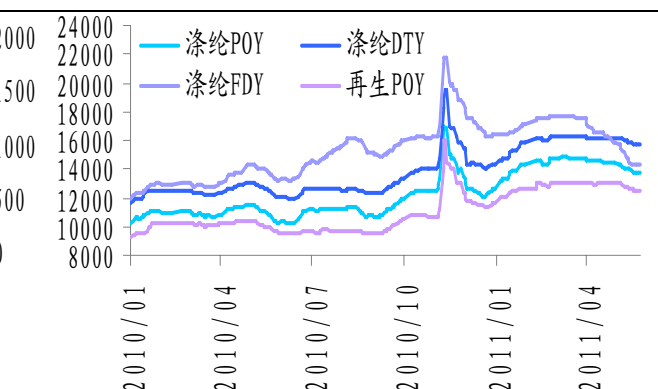
失去原料支撑的涤纶长丝短纤价格也跟随下降，而下游需求的低迷加重了行业颓势，开工率下降、库存增加、盈利微弱至亏损。随着后期PTA大量新建产能的投产，PTA价格再次高涨的可能性很小，成本推动下的涤纶行业不再，后市走势需要等待下游去库存的时间和对原料真正需求的恢复。

图10 聚酯原料价格起伏（元/吨）



数据来源：国泰君安证券研究

图11 涤纶长丝价格回落（元/吨）



数据来源：国泰君安证券研究

#### 4.5. 纺织出口价增量减

化纤行业行情的起伏，一方面来自于石油价格的冲高回落，更主要的是来自于下游制造企业的需求低迷。

传统上，上半年的 4、5 月份，应该是纺织服装的旺季，接单较多的季节但今年，原料价格的波动、劳动力成本的上涨、人民币的持续升值、以及出口退税率下调的传言等，出口企业承受巨大压力和风险，不敢接单尤其是长单，内销市场竞争加剧。

据统计，今年一季度，我国纺织行业增加值同比增长 10.4%，同比回落 3 个百分点，比去年四季度回落 1.2 个百分点。纺织服装类累计零售额 2014 亿元，同比增长 22.3%，同期累计出口纺织品服装 498.66 亿美元，同比增长 23.68%，增速较上年同期加快 8.24 个百分点。但今年一季度，我国纺织品服装对全球出口价格同比提升了 19.46%，其中纺织品价格同比提升了 24.31%，服装价格同比提升了 15.99%。若剔除价格因素，初步测算，我国纺织品服装出口数量仅较上年同期增长了 3.53%，这个增速水平较上年同期的 14.28% 降低了 10.75 个百分点。也即一季度，纺织服装出口价格受成本等影响而上涨但出口数量受需求不振影响而下降。

## 5. 化纤下游需求集中启动尚需时日

目前传统的纺织旺季已经过去，纺织企业多数在亏本去库存的过程中。下半年的利空因素依然较多，一方面，受人民币继续升值的影响，行业内对后期接单情况并不乐观，另一方面，国家收缩流动性和控制物价的决心非常坚定，市场的资金面仍然会偏向紧张，再者，夏季到了带来的电力缺口扩大，对行业上下开工率造成一定的不利影响。但可以乐观一点的是，高库存、资金紧、预期低重压下的化纤已经处于微利状态，尤其是粘胶短纤、涤纶短纤已经亏损、行业开始大规模减产，后期下跌空间有限。

### 5.1. 夏秋季电荒将趋于严重

2 月开始，电力紧缺已经率先在浙江地区显现并日趋严重：某些工厂 3 月每周停产一天，4 月开始每周停产两天，而 5 月份则被迫每周停产三天。一季度浙江被限制用电的企业达到 50 多万户次。

5 月 17 日，浙江省有序用电工作协调小组发文调整全省有序用电方案：从即日起，有序用电错峰避峰等级从原来 D 级错峰避峰 240 万千瓦，调整为新的 C 级错峰避峰 300 万千瓦。6 月 1 日起，浙江将对 2400 多家重点用能企业实行惩罚性电价，用电超过行业能耗限额标准的企业将加收每度 0.1 元的电价。这是浙江省对八大高能耗产业实行差别电价后，再次对能耗大户提高电价。

随着夏季用电高峰的来临，电力缺口加大，另一纺织化纤大省江苏紧随其后的限电将使纺织化纤行业形势变得更加严峻。

### 5.2. 棉价继续大幅下跌空间不大

棉花价格持续下跌，纯棉纱滞销，导致产品库存积压严重，不少棉纺企业纱线库存高达一个半月到两个月以上，消化库存不仅需要时间也对上游皮棉行情造成消极影响，而且时至今日，前期部分棉农惜售的高价棉花仍未售出。美棉已经连续下跌逾两个月，且南半球棉花主产国澳大利

亚、巴西今年棉花大丰收，新棉即将大量上市并装运出口，全球棉花供应量的增加，将使国内外棉花价格受到打压。

4 月份，国家出台 2011 年度棉花临时收储预案，将今年 9 月至明年 3 月新棉交售期的标准皮棉入库价确定在 19800 元/吨，再考虑到种植加工成本的上涨，棉价的下跌空间已经不大，未来维持在 2.4-2.6 万元/吨之间的可能性较大。

### 5.3. 纸改浆盈利偏离初衷、年底粘胶成本降低

近年来粘胶纤维特别是粘胶短纤产能的快速增加，导致了其原料棉短绒、棉浆粕和进口木浆供应的日趋紧张和价格的大幅上涨。2010 年粘胶产量约 210 万吨，耗用浆粕约 230 万吨，其中棉浆粕约 95 万吨，溶解浆 130 万吨（进口 115 万吨），竹浆粕 5 万吨。去年下半年棉花、棉短绒、棉浆粕及粘胶纤维价格的暴涨，催生了国内纸浆厂改造生产线生产化纤用溶解浆的极大热情。

按我们造纸行业研究员的统计，2010 年国内溶解浆的供应量是 15 万吨，2011 年则有 62 万吨的在建产能、为岳阳纸业、太阳纸业和青山纸业的技改项目。与去年底和今年初棉浆粕 21000 元/吨和木浆 2600-2700 美元/吨高位价格相对应，国内溶解浆报价 18000 元/吨（含税）、每吨净利润可为 3500-5500 元。但暴跌之后，目前棉浆粕 14300 元/吨、进口木浆 2360 美元/吨，而溶解浆已经降至 12000 元/吨，纸改浆价格已经在盈亏平衡边缘。

目前，近 80% 的粘胶短纤企业亏损、面临减产保价、对浆粕需求明显下降，浆粕价格难起；后市看，大量的纸改浆技改项目建成在今年四季度，届时，浆粕供应量的充足对棉浆粕、溶解浆价格的压制作用明显，纸改浆盈利不容乐观。但对粘胶短纤企业而言，原料的成本下降成为必然。

### 5.4. 一丝曙光

产业链上下的去库存过程将持续一段时间，化纤企业的生产负荷在限电之后才能够有所恢复。但经过几个月的下跌调整，产业链价格逐渐回归理性，并将逐渐探底，一旦市场走势明朗化，前期因观望而推迟的订单或将纷至沓来，后期或许会出现淡季不淡的现象。

## 6. 化纤行业投资策略：围绕产业链选择投资方向

我们继续坚持年度策略的观点，围绕化纤产业的十二五规划选择符合产业发展方向、生产特种纤维（包括芳纶、高强聚乙烯纤维、聚酰亚胺纤维等等）和产业用纤维的公司。推荐公司：烟台氨纶、海利得、尤夫股份。

### 6.1. 烟台氨纶：1414 生产线已经投产运行

公司的芳纶 1000 年/吨 1414 工业化生产线已经于 5 月底投产运行，目前生产正常。作为国内第一条产业化的生产线投产成功，战略意义重大：一方面可以打破杜邦、帝人在这产品领域的全球性垄断，另一方面，也为公司继续在 1414 方向的发展奠定良好基础，其在防弹、汽车胶管等

方面有较广的应用和市场需求将使其今后发展空间大于芳纶 1313。1000 吨产能对公司的业绩增长贡献偏小，但如果今后公司继续扩大其产能规模，将和芳纶 1313 共同成为未来公司主要利润来源。

公司的芳纶 1313 市场需求恢复较好，5000 吨/年的生产线一直处于满产满销状态，订单充足但价格受其他企业低价销售影响而不振。扩建的 3000 吨/年差别化预计在今年中期可建成约三分之一，下半年可增加 300 吨新量，其余明年 4 月可建成。公司 1313 的亮点在于技术突破后的着色和可染纤维及芳纶长丝，相比较低端的过滤用芳纶有较高的毛利率，应用领域和未来发展空间在于防护服和作训服，特别是防护工装将有突破性的增量。特别是在目前氨纶行业不景气的形式下，公司的芳纶 1313 将是今年业绩的主要支撑。

我们长期看好公司在特种纤维的发展优势。预计 11-13 年 EPS1.13 元、1.45 元、1.78 元，动态市盈率 23x、18x、15x。谨慎增持。

## 6.2. 海利得：以发展高端的汽车丝为战略方向

涤纶工业丝的高端产品如高模低缩丝、汽车安全带用丝、安全气囊用丝等市场容量由于中国汽车工业发展迅猛而扩大，但由于安全因素，该领域的准入门槛越来越高。而海利得自 2003 年涉足涤纶工业丝行业以来，即将在汽车丝方向的拓展确定为公司的战略发展方向。

在公司的长丝产品中，高模低收缩丝主要用于汽车轮胎帘子布的市场，总计汽车丝产能达 4 万吨，在全国十几万吨的高模低收缩丝产能中占据绝对第一的位子。现在已经成为国内第一家通过世界前四大轮胎企业产品认证的企业，并由此奠定了行业内在高模低收缩丝领域、汽车丝领域里的绝对优势地位。现阶段，公司正致力于向帘子布和气囊丝方向拓展。

公司定向增发已经在上半年完成，募资资金投向 3 万吨/年高模低收缩涤纶浸胶帘子布项目，项目包括 3 万吨/年高模低收缩丝和 3 万吨/年浸胶帘子布。公司选择向帘子布产品的延伸，很重要的原因在于下游轮胎客户的需求，在不减少高模低收缩丝的同时增加帘子布的生产，进入大型国际轮胎公司的采购系统。另外，在于涤纶帘子布对锦纶帘子布的替代逐渐加强，前景看好。

近几年，除去高模低收缩丝的研发与产能扩张，公司在气囊丝的开发逐渐深入，已经成功研制出侧气囊丝和副驾驶气囊丝，并有小规模产量投放市场。主驾驶气囊丝的开发还在进行中。

另外，因为海外市场的努力拓展和反倾销的胜诉，海利得在欧洲市场的开拓空间扩大，对海外市场的非车用丝出口也会增加，要好于国内市场的发展。

预计公司今明两年的 EPS 分别是 0.36 元、0.48 元，目前动态市盈率 34x、26x，今年业绩的增长将来自于去年中期投产的 2.5 万吨差别化汽车丝的全面投产和 5 万吨差别化丝新项目的部分贡献，明年业绩增长将来自于 5 万吨差别化丝的全面贡献和目前已经开始建设的帘子布项目的部分投

产。谨慎增持。

### 6.3. 尤夫股份：产品品种丰富有特色

公司的涤纶工业丝产品应用领域广泛，涉及交通运输中的篷布、输送带等及土工格栅布、灯箱布等，主要产品为涤纶工业长丝，业务与海利得较为接近，但产品应用涉及主要产品包括高模低收缩丝、低收缩丝、超低收缩丝、抗海水型丝、阻燃型丝、抗芯吸型和活化型丝，其中特色产品抗海水型丝是国内目前唯一生产企业、是全球仅有的通过美国船级社认证的三家企业之一，产品性能处于国际领先水平。

作为涤纶工业丝位列前列的企业，公司利用 IPO 资金继续扩大产能（包括高模低收缩丝和低收缩超低收缩丝各 1.2 万吨、功能性丝 1.6 万吨）和盈利较高的 7000 吨/年浸胶绳（包括 1500 吨硬绳、4500 吨软绳和 1000 吨纱）。另外，公司还计划利用超募资金和自有资金计划建设熔体直纺技术的 12 万吨差别化涤纶工业长丝。

公司未来的增长来自于目前较多的扩产计划，预计今明两年的 EPS0.50 元和 0.73 元，动态 PE33x、23x。谨慎增持。

**作者简介:****任静:**

执业资格证书编号: S0880511010014

电话: 010-59312820

邮箱: renjing@gtjas.com

博士, 化纤、农药研究员。2010 年卖方分析师水晶球奖基础化工入围, 第八届新财富最佳分析师评选中基础化工入围。

**魏涛:**

执业资格证书编号: S0880511010033

电话: 0755-23976212

邮箱: weitao@gtjas.com

魏涛:2000 年毕业于武汉大学化学系,理学学士;2005 年毕业于武汉大学商学院会计系,会计学硕士。先后任职于中石化江汉分公司、华西证券研究部,四年证券从业经验。2007 年 8 月加入国泰君安证券,现任销售交易总部基础化工行业研究员。在 2009 年中国最佳证券分析师评选中获明星分析师和最佳独立见解分析师奖。2010 年入围新财富基础化工行业最佳分析师。

## 本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                       |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|        | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|        | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%    |
|        | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| 行业投资评级 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|        | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|        | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com       |                              |                               |