

石油化工

远望天然气，中看气油服，近观保障房

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 7 月 4 日

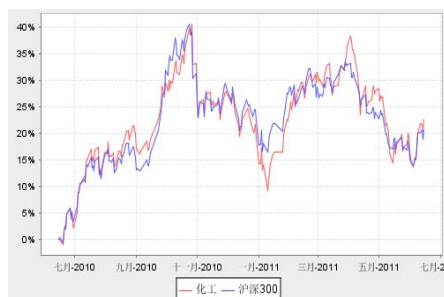
基本状况

上市公司数	240
行业总市值(百万元)	880275.75
行业流通市值(百万元)	655903.54

行业内重点公司概况

公司	总股本 (亿股)	收盘价	EPS			P/E		评级
			2011E	2012E	12%11	2011E	2012E	
杰瑞股份	2.30	62.90	1.97	2.82	43%	31.89	22.34	买入
富瑞特装	0.67	33.62	1.07	1.59	48%	31.34	21.12	买入
沧州明珠	3.02	9.10	0.44	0.59	34%	20.53	15.33	增持
鲁西化工	14.65	6.79	0.31	0.47	51%	21.90	14.46	买入
亚星化学	3.16	8.62	0.27	0.31	14%	32.01	28.04	增持
神剑股份	1.60	10.60	0.69	1.18	71%	15.31	8.96	增持

行业-市场走势对比



来源: 齐鲁证券研究所

投资要点

- 2011 年上半年化工行业供需总体平稳，石化行业总产值同比增长 34%。子行业景气出现分化，由于国际油价飙升、日本地震、经济增速放缓、通胀居高不下和限电等因素影响，部分供需紧张的化工产品价格出现大幅上涨。5 月 PMI 回落至 52%比上月下降 0.9%，连续两月回落，行业进入去库存阶段。
- 下半年维持化工行业上游回暖，中游景气的判断。预计下半年国际油价回归理性（Brent 中枢 105 美元）与大宗商品价格回落，国内输入型通胀影响减弱。三、四季度化工产品成本压力较上半年略有缓解，支撑价格上涨的动力将主要来自于需求端的改善。目前化工品库存仍需时间消化，预计三季度末将步入新一轮的补库存周期，届时需求端将重现增长。
- 下半年投资策略：建议沿着高油价与保障房对于化工产品的需求主线寻找相应投资机会。三季度宜布局上游油气开采服务类公司与中下游需求、业绩增长确定性高的化工成长股。
 - 长期机会看天然气的黄金时代。随着技术的突破，非常规天然气产量大幅增长，IEA 预测至 2035 年全球天然气需求增长将超 50%，超过煤炭成为第二大能源。国内需求高速增长，2015 年中国天然气进口量超 800 亿方，进口同比增 530%。推荐布局油气储运公司：富瑞特装、广汇股份、沧州明珠。
 - 中期机会看全球石化高景气周期。高油价刺激全球油气勘探开发资本投入创新高，国内上游行业投资拐点即将来临，未来几年将实现 2 位数的增长。能源结构调整与十二五规划等政策支持将促进上游投资加速。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；油气价格上涨，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。
 - 短期中游化工品看好保障房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，相关公司：亚星化学、日科化学、瑞丰高材；神剑股份。

内容目录

全球经济稳步复苏，能源需求大幅增长	- 5 -
全球能源需求总量高速增长	- 5 -
全球能源需求结构发生改变	- 5 -
日本地震与德国弃核事件对国际能源格局影响深远	- 6 -
天然气的黄金时代到来	- 8 -
全球天然气短期量价齐升，价格出现结构性分化	- 8 -
非常规天然气将改变全球能源格局	- 10 -
运输瓶颈影响天然气的大规模普及	- 12 -
中国是决定天然气时代“黄金成色”的主要动力	- 13 -
油价高位运行持续，下半年回归理性区间	- 15 -
油价过山车，涨势已见顶	- 15 -
油价的影响因素中供需基本面逐渐领先	- 16 -
下半年油价中枢 105 美元，流动性放大振幅	- 18 -
高油价刺激高投资支撑石化装备行业高景气	- 19 -
国际油气勘探开发资本投入创新高	- 19 -
国际油服市场广阔，先出国者先受益	- 20 -
高油价提升石化上游景气	- 22 -
低投资减少潜在供给，未来油气进口或超预期	- 22 -
高油价将驱动国内投资提速，十二五布局油气开采	- 22 -
短期关注保障房拉动的化工需求	- 23 -
保障房三季度或迎开工潮	- 23 -
保障房拉动需求仍可期，看好 PVC 及其改性剂、涂料	- 24 -
PVC 塑料改性剂市场广阔	- 26 -
涂料市场仍将维持高增速	- 29 -
国际气价高位运行，出口与成本推动布局尿素股	- 30 -
投资建议	- 33 -

图表目录

图表 1: 2001~2010 年全球能源需求总量	- 5 -
图表 2: 2010 年全球能源需求结构	- 5 -
图表 3: 1980~2035 年全球能源需求总量变化	- 6 -
图表 4: 2011 年主流能源机构原油供需情况预测	- 6 -
图表 5: 2035 年全球一次能源需求预测	- 7 -
图表 6: 2010 年全球主要国家能源结构	- 7 -
图表 7: 2010 年全球核能消费量占比	- 7 -
图表 8: 2035 年全球能源消费结构预测	- 8 -

图表 9: 近年来新兴国家天然气消费量快速增长	- 8 -
图表 10: 近年来国际天然气价格走势	- 9 -
图表 11: 欧洲天然气定价机制较复杂	- 9 -
图表 12: 全球主要地区天然气储量与勘探开发成本	- 9 -
图表 13: 日本、美国与英国是主要天然气进口国	- 10 -
图表 14: 美国页岩气的崛起大幅减少能源进口量	- 10 -
图表 15: 2035 年全球主要天然气生产国产量预测	- 10 -
图表 16: 近几年天然气的探明储量快速增长	- 10 -
图表 17: 全球天然气探明率较低	- 11 -
图表 18: 全球海陆石油总探明率较高	- 11 -
图表 19: 2035 年全球天然气产量结构预测	- 11 -
图表 20: 2035 年天然气新增投资大幅增长	- 11 -
图表 21: 2000~2010 年发达国家以天然气发电为主	- 12 -
图表 22: 2000~2009 年中国新增电厂以火电为主	- 12 -
图表 23: 全球新建天然气输送管道	- 12 -
图表 24: 全球新建天然气输送管道	- 13 -
图表 25: 2010 年天然气跨地区贸易量相对较低	- 13 -
图表 26: 未来管道与 LNG 是天然气输送的主要途径	- 13 -
图表 27: 2020 年国内一次能源消费总量预测	- 14 -
图表 28: 2008~2035 年天然气增量消费地域与结构预测	- 14 -
图表 29: 2015 年国内一次能源消费结构预测	- 15 -
图表 30: 2010 年中国能源消费结构	- 15 -
图表 31: 未来中国天然气净进口量将大幅提升	- 15 -
图表 32: 2011 年 Brent 油均价同比上涨 37%	- 16 -
图表 33: 国际能源价格普遍上涨	- 16 -
图表 34: 国际天然气价格出现分化	- 16 -
图表 35: 近期主要能源机构下调	- 17 -
图表 36: 全球主要经济体 GDP 预测	- 17 -
图表 37: 全球主要经济体 CPI 预测	- 17 -
图表 38: 主要经济体通胀继续走高	- 18 -
图表 39: 新兴市场国家陆续加息	- 18 -
图表 40: 油田服务板块分类	- 19 -
图表 41: 原油价格与上游勘探开发投资正相关	- 19 -
图表 42: 原油价格与全球钻机数量正相关	- 19 -
图表 43: 油气上下游产业链示意图	- 20 -

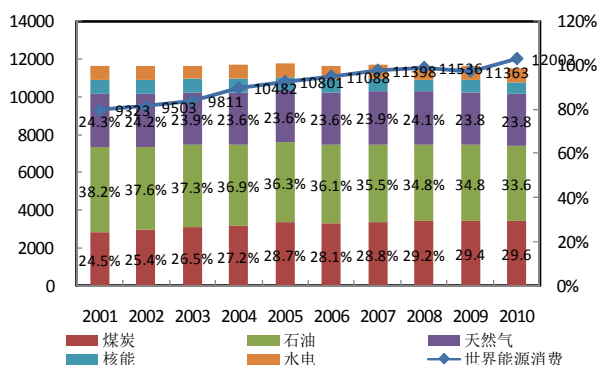
图表 44: 全球油气勘探开发投资结构	- 20 -
图表 45: 2009 年各大油田服务公司一体化服务链条及市场份额对比 (%) ..	- 20 -
图表 46: 国内外油服公司地区收入结构比较	- 21 -
图表 47: 国内外油服公司营业收入与净资产比较	- 21 -
图表 48: 原油产量与加工量增速维持稳定	- 22 -
图表 49: 石化中上游企业 ROE 维持稳定	- 22 -
图表 50: 油气开采行业投资与产量增速见底回升	- 23 -
图表 51: 上游投资增速低位运行无法支撑下游景气	- 23 -
图表 52: 房地产相关主要化工产品和上市公司	- 24 -
图表 53: 中游主要化工产品开工率回升	- 24 -
图表 54: 房地产开发投资保持高速增长	- 25 -
图表 55: 4 月新开工面积与 PVC 产量增速开始回升	- 25 -
图表 56: 2010 年 PVC 产量与开工率回升	- 25 -
图表 57: 2011 年电石供应紧张将支撑 PVC 价格	- 25 -
图表 58: 2011 年 1-5 月 PVC 产量创新高	- 26 -
图表 59: 2011 年 1-5 月 PVC 价差稳定	- 26 -
图表 60: PVC 硬制品需要使用大量塑料改性剂	- 26 -
图表 61: PVC 改性剂 CPE 的需求量预测	- 26 -
图表 62: 国内外 PVC 加工助剂和抗冲改性剂 (CPE 除外) 需求预测	- 27 -
图表 63: PVC 硬制产品产量与增速	- 27 -
图表 64: CPE 历史价格与价差	- 27 -
图表 65: 公司主营产品占国外市场比例	- 28 -
图表 66: PVC 助剂行业公司比较与发展路径预测	- 28 -
图表 67: 部分 PVC 与 PVC 助剂公司对产品价格敏感性	- 29 -
图表 68: 国内涂料总产量稳定增长	- 30 -
图表 69: 国内建筑涂料产量维持高增速	- 30 -
图表 70: 我国国内主要行业涂料消费量与核心指标	- 30 -
图表 71: 2011 年尿素出口关税政策	- 31 -
图表 72: 欧洲油气价格创新高, 尿素大幅反弹	- 32 -
图表 73: 国际尿素产能分布	- 32 -
图表 74: 煤头与气头合成氨的原料成本比较	- 32 -
图表 75: 部分化肥公司对尿素与复合肥价格敏感性	- 33 -
图表 76: 重点上市公司估值列表	- 34 -

全球经济稳步复苏，能源需求大幅增长

全球能源需求总量高速增长

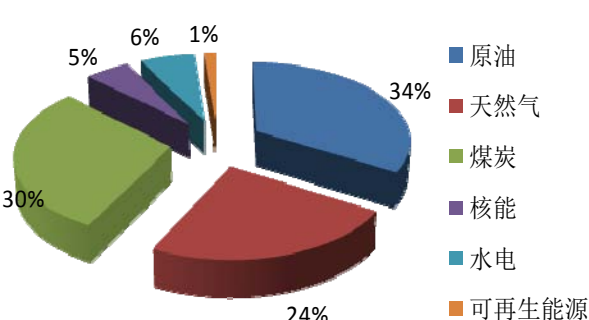
- 2010 年世界一次能源消费总量 120 亿吨油当量，同比增长 5.6%。总量的大幅回升源于全球经济复苏与新兴市场国家需求快速增长的拉动。2010 年全球 GDP 增长 5.1%，新兴市场与发达国家的 GDP 增速分别为 7.9% 和 3%。
- 2010 年以经合组织为代表的工业化国家共消费了 55.68 亿吨油当量，占世界总量的 46.5%，同比增长 3.5%；非 OECD 成员国消费了 64.34 亿吨油当量，占世界总量的 53.6%，同比增长 7.5%。
- 金砖国家能源消费总量合计 40.22 亿吨油当量，接近七国集团。中国能源消费量最大为 24.32 亿吨油当量，同比增长 11.2%，占世界能源消费总量的 20.3%，占金砖国家能源消费总量的 60.5%。俄罗斯、印度、巴西的增速分别为 5.5%、9.2%、8.5%。
- 七国集团能源消费总量 40.56 亿吨油当量，其中美国消费量为 22.86 亿吨油当量，同比增长 3.7%，占世界能源消费总量的 19.0%。其他六国的增速依次为：日本增长 5.9%；德国增长 3.9%；加拿大增长 1.3%；法国增长 3.4%；英国增长 2.7%；意大利增长 2.3%。

图表 1：2001~2010 年全球能源需求总量



来源：齐鲁证券研究所

图表 2：2010 年全球能源需求结构

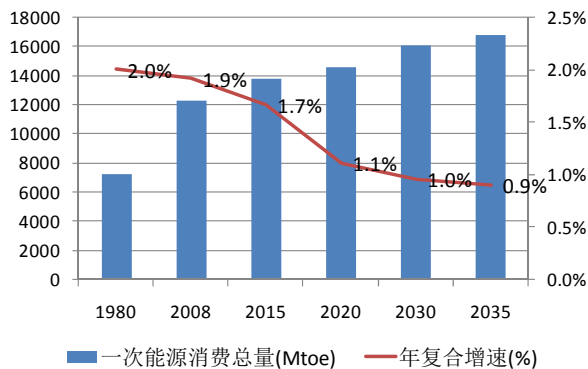


来源：齐鲁证券研究所

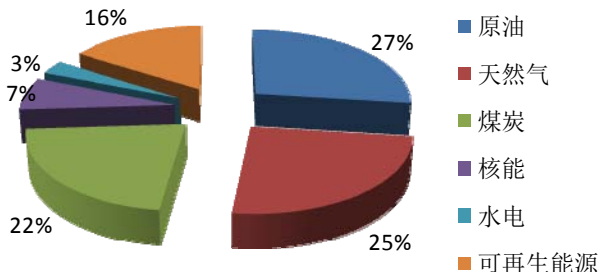
全球能源需求结构发生改变

- IEA 预测到 2035 年，全球需求将达到 167.4 亿吨油当量，比 2008 年增长 36%。化石能源仍是能源供应的主力，原油、煤炭、天然气的占比超过 87%。天然气在全球能源中的比重有望超过煤炭成为第二大能源。
- 2008 年全球一次能源消耗 122.7 亿吨油当量，其中原油、煤炭、天然气的占比分别为 33%、27%、21%。石油是全球最重要的一次能源，煤炭次之。可再生与核能的占比 19%。
- 2035 年全球一次能源消耗 167.4 亿吨油当量，其中原油、煤炭、天然气的占比分别为 27%、22%、25%。石油仍是全球最重要的一次能源，天然气超过煤炭成为第二大能源。可再生与核能 26%。

- 石油仍将是全球最重要的一次能源,但由于原油的供应瓶颈与高价格,工业和交通部门将减少石油的消费量,2035 年占比将从 33% 降低到 27%。

图表 3: 1980~2035 年全球能源需求总量变化


来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 2011 年主流能源机构原油供需情况预测


来源: 齐鲁证券研究所

日本地震与德国弃核事件对国际能源格局影响深远

- 目前全球一次能源结构中,核电的占比 5.2%,化石能源占比超过 87%;根据 2010 年 IEA 的预测,2008~2035 年核电的年复合增长率为 2.2% 是化石能源增速的 1.5~4 倍。至 2035 年核电总量将增长 78%,在一次能源的占比将超过 7.5%。
- 在不考虑地震对于日本经济的冲击可能导致经济负增长能源需求减少,以及核事故对于局部环境的长期影响。日本地震与德国弃核事件仍将可能放缓全球核电的增速,核电在全球能源结构中的占比难以超预期发展。
- 我们认为全球核电产业发展可能的低于预期,由于其他新能源短期内无法大量补充核电紧缩出现的缺口,新增需求将回归传统油气资源。经济复苏与新兴经济体的高速发展导致需求的超预期,以及新能源的低基数与供给瓶颈所致供给的低增速,将使未来对于传统化石能源煤炭、石油与天然气的需求还将大幅增长。
- 2011 年日本大地震引发大规模核泄露危机后,核恐慌情绪在全球弥漫,对核能的利用在国际社会引发广泛讨论。5 月 31 日,德国宣布将于 2022 年前彻底放弃核能发电。目前,德国核电站发电量占所需发电量的 23%。在日本、俄罗斯等国核电站发电量占国家需求电量的 24%和 16%。
- 日本核危机或许会成为全球核能利用的转折点。关闭核电站为默克尔在政治博弈中赢得了支持。但一个工业化大国该如何弥补核能退出后的能源缺口?列出弃核时间表后,德国未来的能源发展历程或将给许多国家以参照。核能带来的是两难选择:
 - 一方面,核废料尚难以找到妥善处理方式,核事故仍存在不可预期的风险,并且进一步发展核电可能会固化现有的能源利用结构。
 - 另一方面,在现有的新能源技术水平下,核能退出后的能源缺口该如何弥补仍是个巨大的问题,中期来看,全球各国都不可能完全放弃化石能源及核能,核能退出带来的损失该如何考量?

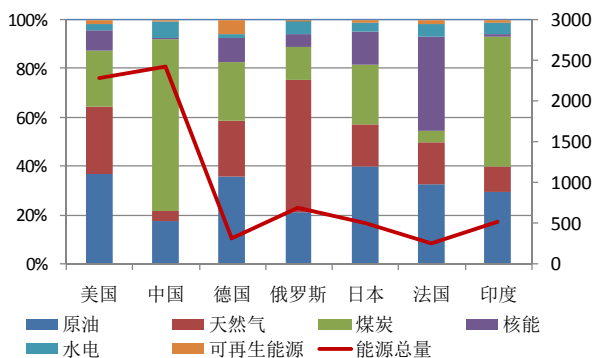
图表 5: 2035 年全球一次能源需求预测

	2008		GAS Scenario		New Policies Scenario WEO-2010	
	Demand (Mtoe)	Share in energy mix	2035 Demand (Mtoe)	2035 Share in energy mix	2035 Demand (Mtoe)	2035 Share in energy mix
Coal	3 315	27%	3 666	22%	3 934	23%
Oil	4 059	33%	4 543	27%	4 662	28%
Gas	2 596	21%	4 244	25%	3 748	22%
Nuclear	712	6%	1 196	7%	1 273	8%
Hydro	276	2%	477	3%	476	3%
Biomass	1 225	10%	1 944	12%	1 957	12%
Other renewables	89	1%	697	4%	699	4%
Total	12 271		16 765		16 748	

来源: IEA, 齐鲁证券研究所

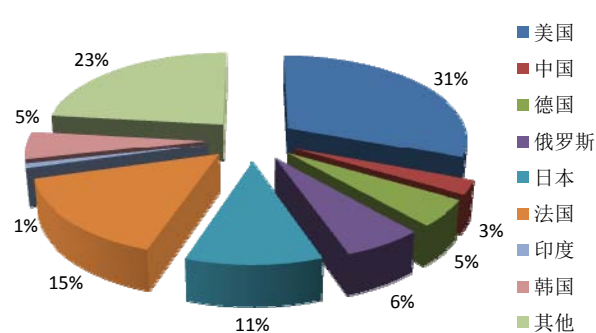
- 德国对核能的利用事实上是在气候问题、供应安全、经济运行之间寻找平衡。1970 年代发生的石油危机促发了核能在德国的大规模应用,但德国国内一直存在着对核能利用的矛盾心态:一方面,核电事故和核废料处理问题使得民众对核能应用存有戒心,另一方面,从长期角度来看,核电生产过程中不产生二氧化碳排放,可持续性经济性明显。
- 按照 2010 年德国政府出台的《2050 年能源规划纲要》,今后 40 年,德国将通过重点发展可再生能源、全面推进气候保护以及加快实施提高综合能效措施,实现由传统的化石能源时代向现代化的可再生能源时代的整体迈进。其中核电退出计划将从 2022 年推迟 12 年,核电将成为德国迈向可再生能源时代过渡时期的“搭桥技术”。
- 显然日本大地震震动了这一雄伟规划。目前来看,从经济与技术角度出发,德国要如期实现 2022 年前关闭所有核电站,将面临巨大挑战。十年后大规模利用可再生能源发电很可能仍是昂贵的,并且届时可再生能源的发电量也难以弥补关闭所有核电站后所造成的电力短缺。

图表 6: 2010 年全球主要国家能源结构



来源: 齐鲁证券研究所

图表 7: 2010 年全球核能消费量占比



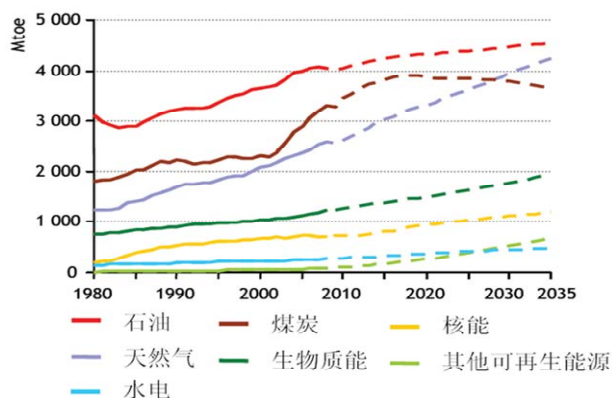
来源: 齐鲁证券研究所

天然气的黄金时代到来

全球天然气短期量价齐升，价格出现结构性分化

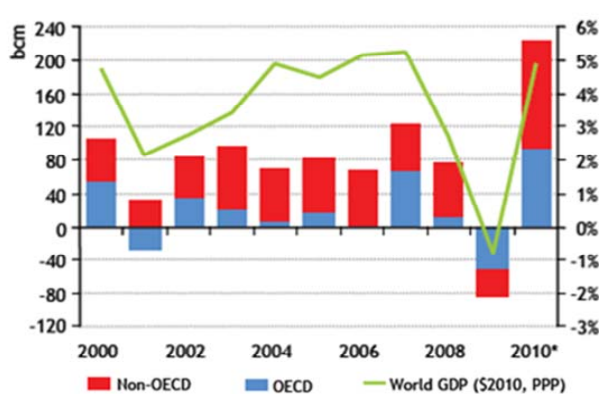
- 2011~2013 年全球天然气有望量价齐升。随着天然气开发技术的突破，非常规天然气产量将大幅增长；中国、印度、中东等发展中国家和地区的能源需求增加以及日本福岛核灾难、德国弃核事件导致全球核能发展放缓等因素，为“天然气的黄金时代”打下了基础。
- 2035 年天然气在全球能源消费中的比重有望超过煤炭成为第二大能源，占全球能源总需求量超过 25%。IEA 预测全球的天然气消费量未来 25 年增长将超 50%，由 3.18 万亿立方米提高至 5.1 万亿立方米，需求增速快于煤炭与原油，年均增速达 1.8%(煤炭与石油分别为 0.5%、0.6%)。

图表 8：2035 年全球能源消费结构预测



来源：IEA，齐鲁证券研究所

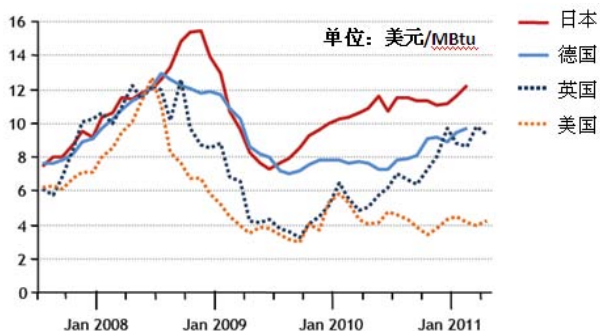
图表 9：近年来新兴国家天然气消费量快速增长



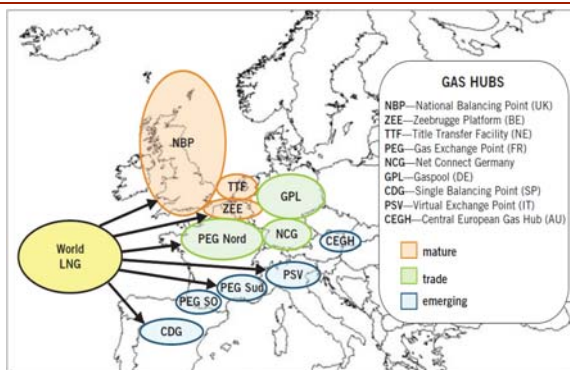
来源：IEA，齐鲁证券研究所

- 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，年均增速 29%；2020 年将达到 3500-4000 亿方，年均增速 30%，缺口将超过 1000 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。
- 短期天然气价格仍将维持高位。由于日本电力需求增加或刺激国际天然气价量价齐升。大地震直接破坏了日本国内电力设施，导致至少 1240 万千瓦发电设施关闭。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。
- 长期国际能源结构受日本地震影响或远超预期，传统的石化能源可能成为各国有限考虑的能源消费方式。出于清洁安全考虑，煤的减少以及核电比例下降，发电量的增加将促使天然气需求的增长。
- 价格将随成本下降。由于页岩气及其他非常规天然气的大量开发，IEA 预测 2015 年非常规天然气占比达到 40%，全球天然气价格将下调 20%。其中，欧洲的天然气平均价格为 9 美元/mmBtu；美国为 5.6 美元/mmBtu；日本达到 11.5 美元/mmBtu。

- EIA 估算美国技术可开采天然气储量超过 49.38 万亿立方米，其中页岩气、致密型砂岩气和煤层气等非常规天然气储量占 60%。2009 年至 2035 年，美国的页岩气产量将增加近 4 倍。目前部分美国页岩气生产成本已接近常规气的开采成本，低于 0.25 美元/立方米，约合 41 美元/桶油当量。
- 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。其中，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；东亚地区以进口 LNG 为主，定价方式则基本与原油价格挂钩。而日本的“LNG 价格公式”是世界 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，大多按与石油价格相关联的双边合同价格为主；英国的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。

图表 10：近年来国际天然气价格走势


来源：齐鲁证券研究所

图表 11：欧洲天然气定价机制较复杂


来源：齐鲁证券研究所

图表 12：全球主要地区天然气储量与勘探开发成本

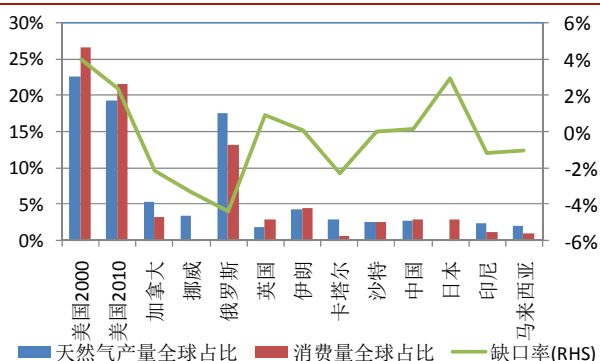
	Conventional		Tight Gas		Shale Gas		CBM	
	tcm	\$/MBtu	tcm	\$/MBtu	tcm	\$/MBtu	tcm	\$/MBtu
E. Europe & Eurasia	136	2-6	11	3-7			83	3-6
Middle East	116	2-7	9	4-8	14			
Asia/Pacific	33	4-8	20	4-8	51		12	3-8
OECD North America	45	3-9	16	3-7	55	3-7	21	3-8
Latin America	23	3-8	15	3-7	35			
Africa	28	3-7	9		29			
OECD Europe	22	4-9			16			
World	404	2-9	84	3-8	204	3-7	118	3-8

来源：IEA，齐鲁证券研究所

非常规天然气将改变全球能源格局

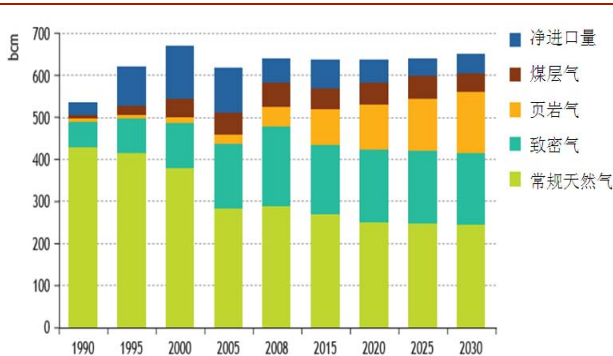
- 目前全球天然气市场正经历一场革命，对能源行业的未来格局有巨大影响。经过 20 年的探索，美国的油气工业中的地层压裂技术和水平钻井技术日趋成熟，使美国广大地区新增了大量可采天然气储量，从而推动非常规天然气产量大幅增长。
- 近几年美国由于非常规天然气的开发一跃成为世界天然气第一大的资源国和生产国，从进口国变为准出口国。2010 年美国页岩气产量达到 1000 亿立方米，占全年天然气总产量的 17%。在油价持续上升的同时，每百万英热单位的天然气价格从 2008 年的 14 美元，跌到现在的 4 美元。而同期，欧洲与日本的天然气价格仍维持在 10 美元/mmBtu 之上。

图表 13：日本、美国与英国是主要天然气进口国



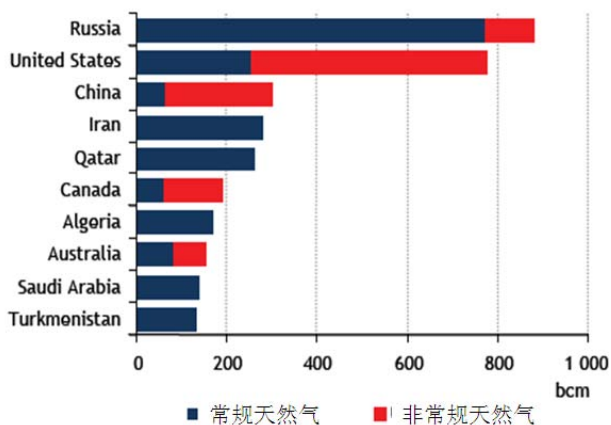
来源：IEA，齐鲁证券研究所

图表 14：美国页岩气的崛起大幅减少能源进口量



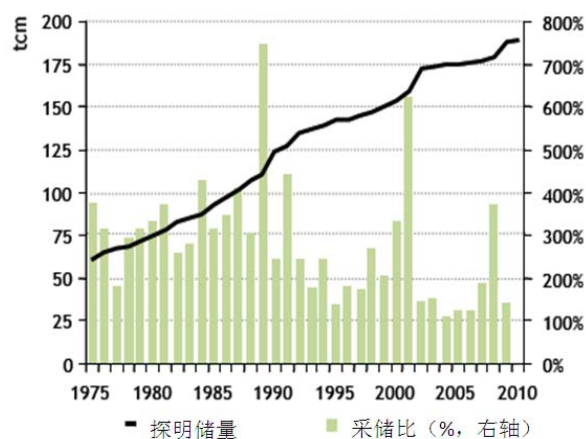
来源：IEA，齐鲁证券研究所

图表 15：2035 年全球主要天然气生产国产量预测



来源：IEA，齐鲁证券研究所

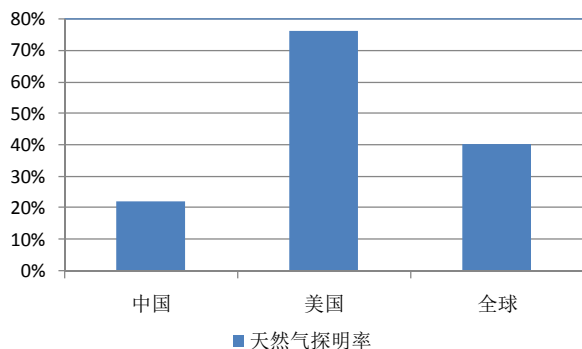
图表 16：近几年天然气的探明储量快速增长



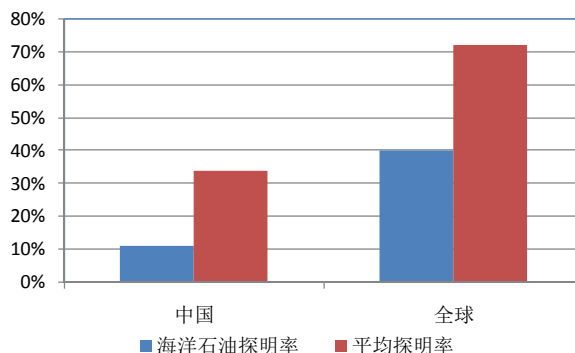
来源：IEA，齐鲁证券研究所

- 页岩气开发技术的突破，不仅大大增加了世界能源供应的总储量，而且正在改变世界现有的能源供给结构，地缘经济结构和地缘政治结构。
 - 储量丰富：全球页岩气的储量估计为常规天然气的 2 倍。由美国主导的页岩革命已导致全球天然气总储量预估值被大幅上调。IEA 预计以目前的生产水平，全球已探明的天然气资源可开采超过 250 年。未来天然气产量增长中超过 40% 将由非常规天然气满足，其中包括页岩气、煤层气、致密气等。

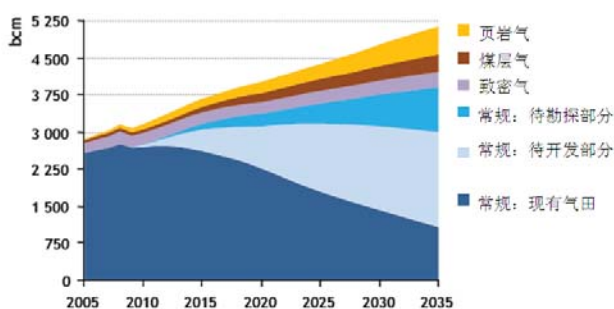
- 储量仍有广阔增长空间：在天然气方面，全球与中国的天然气探明率很低，探明率分别为 40%与 20%，相比美国 70%以上的探明率水平更是相去甚远。此外，全球海陆原油的综合探明率也超过 70%，如此大的探明率差距也为全球的能源勘探开发留下很大的发展空间。IEA 预计 2010~2035 年间天然气新增投资大幅增长，天然气行业投资增量将远大于石油与煤炭等能源的投资。
- 能源安全：与石油集中蕴藏在政治局势不稳的中东地区不同，天然气广泛分布在世界许多地区，从能源安全的角度考虑天然气更具吸引力。未来中国将占据天然气需求增量的 20%，到 2035 年将相当于整个欧盟 27 国的需求。印度的需求将在 25 年内翻两番，中东的需求量翻一番。能源生产与来源的多元化有助于保障国家能源供应和经济安全。

图表 17：全球天然气探明率较低


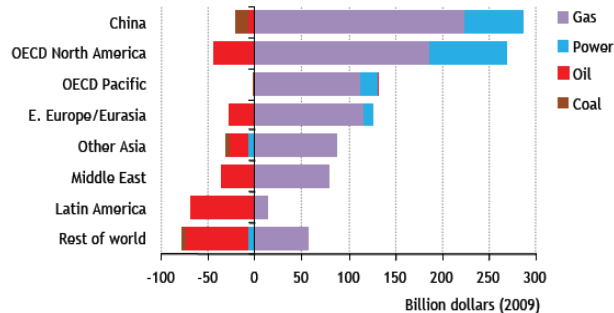
来源：IEA，齐鲁证券研究所

图表 18：全球海陆石油总探明率较高


来源：IEA，齐鲁证券研究所

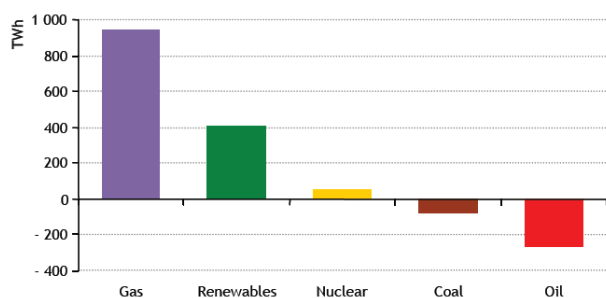
图表 19：2035 年全球天然气产量结构预测


来源：IEA，齐鲁证券研究所

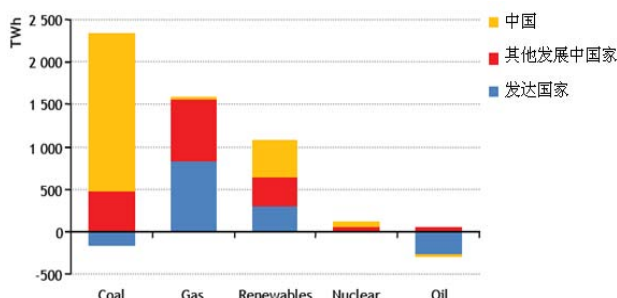
图表 20：2035 年天然气新增投资大幅增长


来源：IEA，齐鲁证券研究所

- 2008 年金融海啸之后，亚洲国家对于天然气的需求量快速回升。韩国和日本在此期间的需求量分别增长了 26%和 8%，至 945 和 429 亿立方米。而 2010 年中国的消费量快速增长 22%到 1100 亿立方米，总量上已超过除美国之外的其他 OECD 成员国。
- 发电用途将成为天然气最大的需求增长点。天然气开发黄金时代的到来，供应量的增加将使得天然气价格随之下降，并导致原本计划建造可再生能源发电厂的公司转而建造天然气发电厂。

图表 21: 2000~2010 年发达国家以天然气发电为主


来源: IEA, 齐鲁证券研究所

图表 22: 2000~2009 年中国新增电厂以火电为主


来源: IEA, 齐鲁证券研究所

- IEA 预测到 2035 年, 全球各地区天然气需求都将大幅增长。新兴国家与发展中国家是需求增长的主要驱动力, 增量占比超过 80%。其中, 中国天然气需求增速与增量仍是全球首位, 新增需求量超过 3000 亿方/年。天然气消费结构中, 发电将是新增需求主力, 占比超过 50%; 建筑、农业与工业用气占比超过 30%。
- 印度天然气消费也将保持高增速, 但由于基数原因增量较低, 年新增需求量接近 1500 亿方。天然气消费结构中, 发电将是新增需求主力, 占比超过 50%; 工业与石化原料用气占比超过 30%。

运输瓶颈影响天然气的大规模普及

- 天然气产业链的基本结构为: 上游天然气勘探与开采、中游骨干管网建设运输 (包括 LNG 接收站、主干网的建设运输)、下游是城市管网建设运输及销售。上游和中游因国家的政策及高资金技术壁垒, 所以呈垄断的竞争格局 (不包括 LNG 船舶运输); 下游是竞争相对充分。

图表 23: 全球新建天然气输送管道

	气源	年输送量	井口价	管输费	门站价	终端价
川气东送	四川达州普光气田	40	1.408	0.84	2.248	2.5
西气东输一线	新疆、长庆等国内气源	120	0.48	0.84	1.32	2.5
西气东输二线	土库曼斯坦	300	2.02*	0.84~1.6	3.2~3.4	>4.0
西气东输三线	中亚等地	300	2.02*	0.84~1.6	3.2~3.4	>4.0

来源: 齐鲁证券研究所

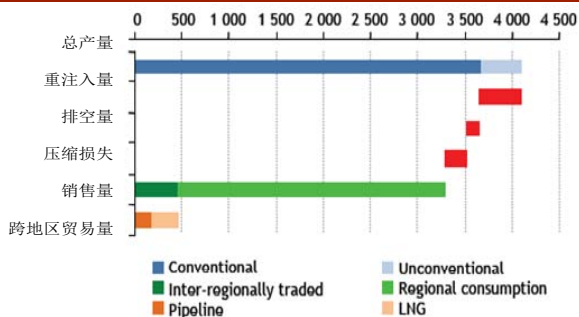
- 天然气运输环节是制约天然气发展的主要因素。页岩气的兴起恰好与液化天然气(LNG)全球贸易的大规模扩张相吻合。LNG 的出现改变了几十年来只能通过管道运输天然气的历史, 大大普及了天然气的使用。
 - 管道输送天然气的在各级成本中, 管输费用占 20%~35%。井口价 1.4~2 元/m³ 对应终端价格 2.5~4.0 元/m³ 约合 63~101 美元/桶油。

- LNG 液化天然气的各级成本中，运输等下游环节费用占 15%~25%。FOB 价格为 10~15 美元/MBtu 对应终端价格 3.0~4.2 元/m 约合 75~106 美元/桶油。
- 全球 LNG 贸易量近年来正快速增长。2010 年全球 LNG 贸易量达到了 2.2 亿吨，即 3000 亿立方米，比 2009 年增长了 20%。卡塔尔是 LNG 最主要的供应方，而亚洲与欧洲的需求量最多。
- 新的 LNG 生产装置需要更多的资金投入。澳大利亚西部的高根天然气项目预计需要 400 亿美元的投入，2014 年建成后将年产 200 亿立方米。

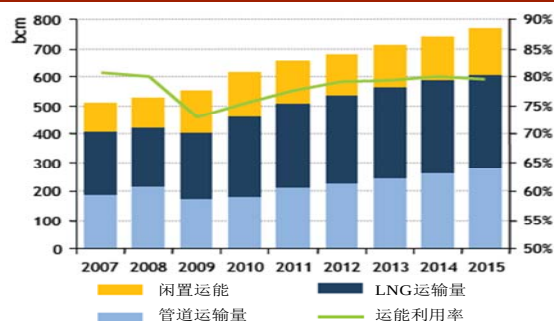
图表 24：全球新建天然气输送管道

	Name	Delivery Point	Capacity (bcm)	Status	Start date
Russia	Altai	China	30	Planned	2015
	Russia-Asia Pacific	Korea	10	Planned	2015-17
	Nord Stream	N.W. Europe	27.5	Under construction	2011 end
	Nord Stream 2	N.W. Europe	27.5	Planned	2012
	South Stream	S.E. Europe	63	Planned	2015 end
Caspian / Middle East	Nabucco	S.E. Europe	26-31	Planned	2017
	ITGI	S.E. Europe	12	Planned	2017
	TAP	Italy	10+10	Planned	2017
	IGAT 9	Europe	37	Planned	2020+
Caspian	CAGP	China	+30	Under construction	2012
	CAGP expansion	China	+20	Planned	Post CAGP
	TAPI	Pakistan	30	Planned	2015+
Middle East / Turkey	IPI	India	8	Planned	2015+
	Arab Gas Pipeline	Middle East/ Turkey	10	Partially Built	n.a.
Asia Pacific	Myanmar-China	China	12	Under construction	2013
Africa	GALSI	Europe	8	Planned	2015

来源：IEA，齐鲁证券研究所

图表 25：2010 年天然气跨地区贸易量相对较低


来源：IEA，齐鲁证券研究所

图表 26：未来管道与 LNG 是天然气输送的主要途径


来源：IEA，齐鲁证券研究所

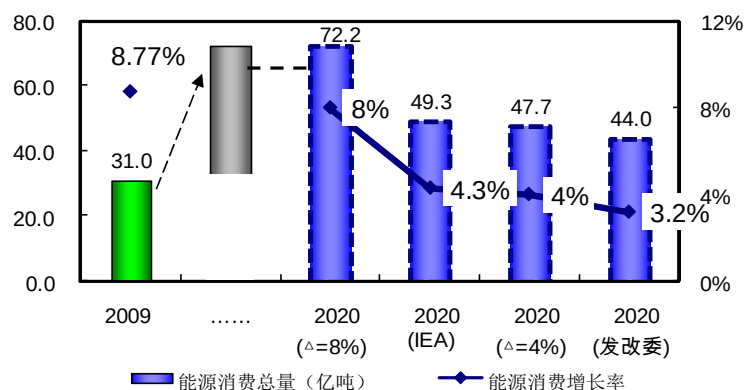
中国是决定天然气“黄金成色”的主要动力

- 中国已成为全球能源第一消费大国。2010 年中国一次能源消费总量超过美国，跃居世界第一。BP 统计数据表明 2010 年中国一次能源消费量为

24.32 亿吨油当量，同比增长 11.2%，占全球能源消费总量的 20.3%。
美国为 22.86 亿吨油当量，同比增长 3.7%，占全球总量的 19.0%。

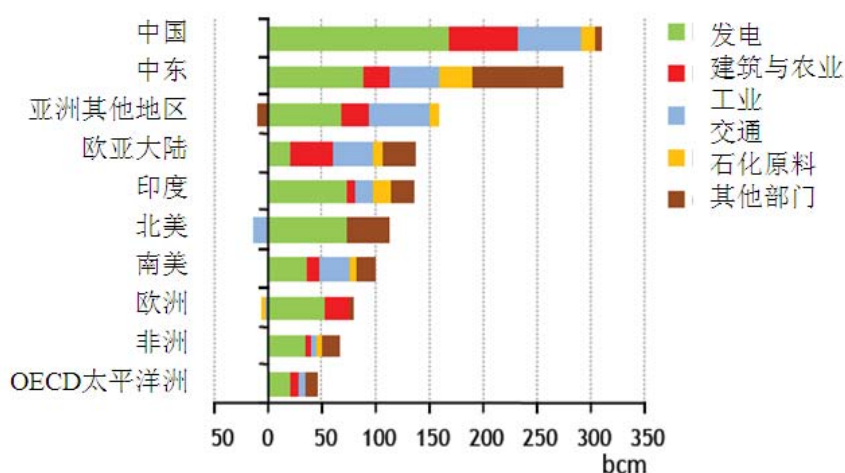
- 预计“十二五”末即 2015 年，煤炭在一次能源消费中比重从 2009 年的 70% 下降到 63%，天然气消费占从目前 3.9% 提高至 8.3%。2015 年中国天然气利用规模达到 2600 亿立方米；水电利用规模达到 2.5 亿千瓦，核电利用规模达到 3900 万千瓦，水电和核电在一次能源消费中的比重将提高 1.5%；风电、太阳能等可再生能源利用规模将达到 1.1 亿吨标准煤，占一次能源消费的比重提高 1.8%。
- 2020 年二氧化碳减排目标与大面积电荒有望促使中国政府更多开发和利用天然气，政府决定在发电时以天然气替代煤炭，以改善国内严重污染城市的空气质量，并推广更多以天然气而非汽油为动力的商用车和公共汽车。这些都是促成需求激增的因素。

图表 27：2020 年国内一次能源消费总量预测



来源：齐鲁证券研究所

图表 28：2008~2035 年天然气增量消费地域与结构预测



来源：齐鲁证券研究所

- 我们认为未来决定全球天然气市场发展的关键因素看中国。2010~2035 年中国能源需求将上升 75%，2015 年消费 42 亿标准煤（31.4 亿吨油当量），2020 年消费 50 亿标准煤（37.4 亿吨油当量），复合增速 4.4%；

全球能源新增需求的 36% 来自中国。其中 20% 的天然气增长来自中国，同时中国将占据 40% 的净进口贸易量。

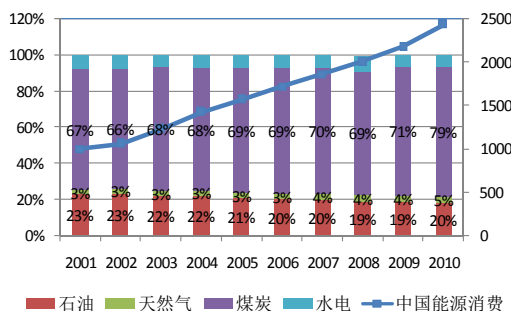
- 预计到 2015 年中国原油加工量 6 亿吨，进口量 3.4 亿吨，进口比 2010 年增加 44%，2015 年中国天然气消费 2600 亿方，进口量 800 亿方，进口比 2010 年增加 530%。
- 由于天然气运输与仓储的特殊性，运输与仓储的费用占终端价格的 15%~30%。根据 2010 年中国天然气消费 1073 亿方测算，进口 127 亿方，其储运市场规模 90~100 亿元。
- 预计 2015 年中国天然气消费 2600 亿方，进口 600 亿方。天然气进口金额将超过 1800 亿元，由此计算的储运市场规模为 500~600 亿元，增长超 500%。
- 我们认为面对高速增长的市场，行业龙头将率先分享盛宴。推荐油气储运公司：富瑞特装、广汇股份、沧州明珠

图表 29：2015 年国内一次能源消费结构预测

能源类别	单位	2010	2015	十二五增长率	平均增速
一次能源消费总量	亿吨标煤	32.5	42	26.15%	5.23%
煤炭消费量	亿吨	32.4	38.2	17.90%	3.58%
石油消费量	亿吨	4.42	6	35.70%	7.14%
天然气	亿立方米	1048	2600	148.09%	29.62%
非化石能源	亿吨标煤	2.6	4.7	80.77%	16.15%
全社会用电量	万亿千瓦时	4	6	50.00%	10.00%
成品油消费量	亿吨	2.5	3.1	24.00%	4.80%
居民人均生活用电	千瓦时	378	620	64.02%	12.80%

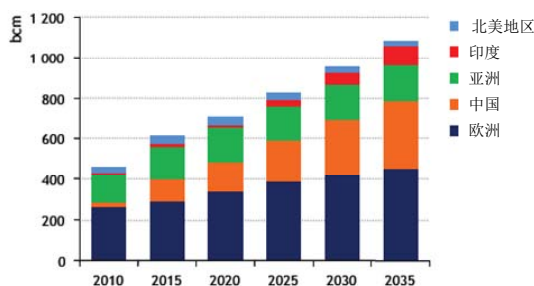
来源：齐鲁证券研究所

图表 30：2010 年中国能源消费结构



来源：IEA，齐鲁证券研究所

图表 31：未来中国天然气净进口量将大幅提升



来源：IEA，齐鲁证券研究所

油价高位运行持续，下半年回归理性区间

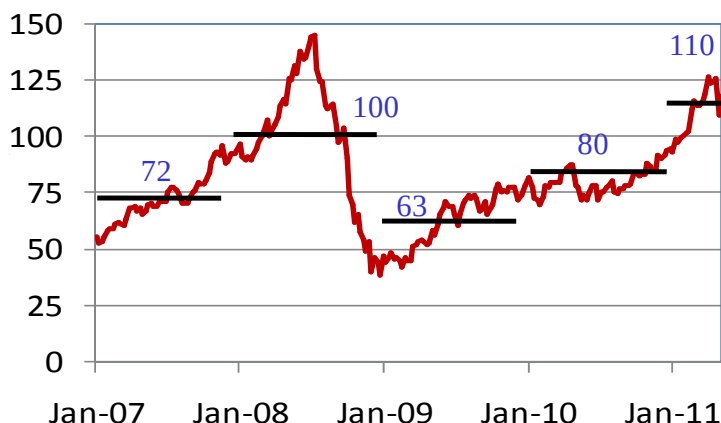
油价过山车，涨势已见顶

- 近期油价创下四个月来新低。主要受供需基本面预期变化影响：全球经济放缓预期削弱原油需求与部分 OPEC 国家将提高产量增加供应使得供需紧张程度有所缓解。截至 6 月 16 日，WTI 与 Brent 收盘价分别为

114 与 94.8 美元/桶。

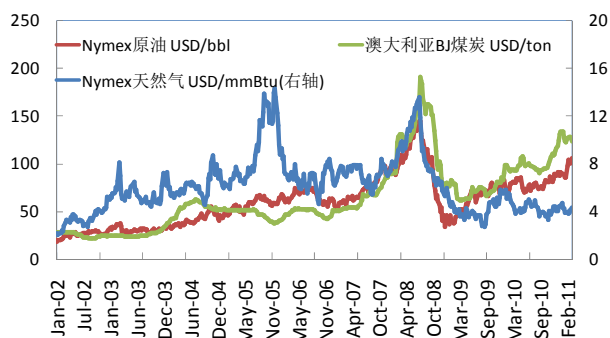
- 国际能源价格大幅上涨。2011 年上半年由于经济复苏拉动需求与中东地缘政治风险加剧了供需紧张矛盾，油价加速上涨，作为全球大部分现货价格标杆的 Brent 原油均价 110 美元/桶，比 2010 年均价上涨了 37%。
- 同期国际天然气价格出现结构性上涨。美国由于非常规天然气的大规模开采使得国内气价与 2010 年持平。而上半年欧洲天然气主要指标 NBP Heren 均价为 9.2 美元/mmBtu，同比上涨 40%，并且欧洲与美国天然气之间的价差大幅扩大至 6 美元。
- 国际煤炭价格涨幅不逊于油价。2011 年一季度国际煤炭价格出现大幅上涨，澳洲动力煤价格升至 128 美元/吨，最近 6 个月上涨 35%。

图表 32：2011 年 Brent 油均价同比上涨 37%



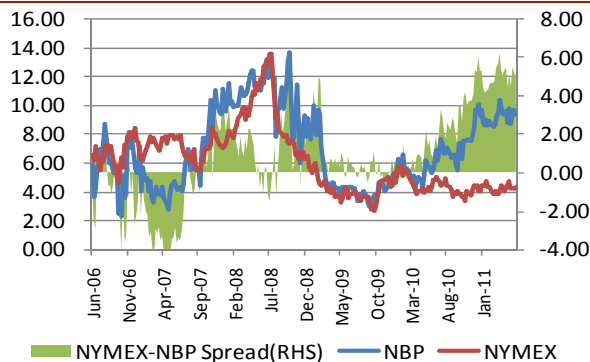
来源：齐鲁证券研究所

图表 33：国际能源价格普遍上涨



来源：齐鲁证券研究所

图表 34：国际天然气价格出现分化

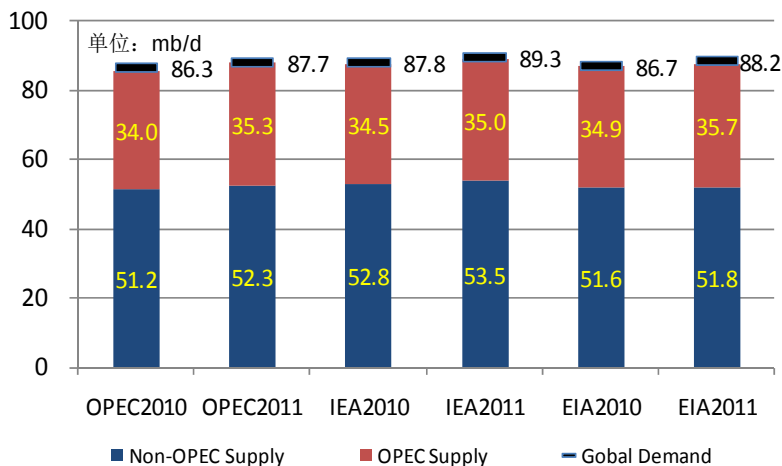


来源：齐鲁证券研究所

油价的影响因素中供需基本面逐渐领先

- 预计未来全球经济将继续复苏，通胀还将维持。全球通胀形势分化明显，新兴经济体通胀压力日趋紧张，欧美发达国家通胀也在抬头。部分新兴市场国家进入加息周期。
- IMF 预测，2011~2012 年全球 GDP 增速分别为 4.3%与 4.7%，略低于 2010 年的 5.1%，表明全球经济将持续复苏，其中发达国家与新兴市场国家增速分别为 2.2%~2.9%和 7.1%~7.0%。

- 近期 IEA 因油价高企及发达国家经济增长预估下降，下调 2011 年全球石油需求增长预估。将 2011 年全球石油需求增幅预期下调至 130 万桶/天，占 2010 年全球石油消费量的 1.4%。
- 预计全球石油市场今年第三季度的石油需求将出现强劲反弹。在石油季节性需求增加、全球炼油能力不足、热带飓风影响原油生产以及投机炒作等因素的作用下，将对油价形成基本面支撑。
- 6 月 24 日 IEA 称在未来一个月时间里释放 6000 万桶的原油储备，对油价打压效果将持续 1-2 月，或为欧美新一轮经济刺激与 QE3 造势。

图表 35：近期主要能源机构下调


来源：齐鲁证券研究所

- 我们预计在欧美、日本等国经济复苏进入正轨，全球流动性收紧之前，Brent 油价中枢维持 105 美元，流动性过剩将继续放大国际油价的波动幅度。
 - 中长期而言，油价将受制于强势美元、全球通胀压力过大、后期各国央行将继续收紧银根等因素，上涨空间有限。
 - 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，以及欧美、日本等国流动性的紧缩预期对于金融炒作的的影响。

图表 36：全球主要经济体 GDP 预测

国家GDP	2009	2010	2011	2012
中国	9.20%	10.30%	9.40%	9.20%
美国	-2.60%	2.90%	2.60%	3.20%
欧元区	-4.00%	1.70%	2.00%	1.70%
英国	-4.90%	1.30%	1.90%	2.60%
日本	-6.30%	3.90%	-0.80%	3.00%
巴西	-0.60%	7.50%	4.50%	4.00%
印度	7.70%	8.50%	7.50%	7.80%
俄罗斯	-7.90%	4.00%	5.30%	5.60%
新兴市场	3.30%	7.90%	7.10%	7.00%
发达国家	-3.30%	3.00%	2.20%	2.90%
全球	-0.60%	5.10%	4.30%	4.70%

来源：齐鲁证券研究所

图表 37：全球主要经济体 CPI 预测

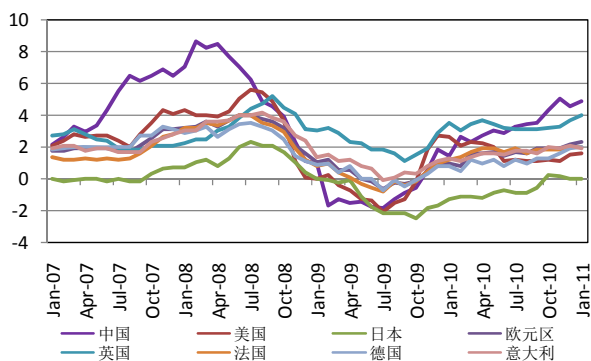
国家CPI	2009	2010	2011	2012
中国	-0.70%	3.20%	4.70%	3.00%
美国	-0.30%	1.70%	3.10%	2.10%
欧元区	0.30%	1.60%	2.80%	2.00%
英国	2.20%	3.20%	4.20%	2.20%
日本	-1.40%	-0.90%	0.70%	0.30%
巴西	4.90%	5.20%	6.50%	5.90%
印度	4.30%	8.20%	8.10%	5.10%
俄罗斯	11.70%	6.80%	8.70%	6.30%
新兴市场	4.00%	5.60%	6.10%	4.70%
发达国家	0.20%	1.60%	2.80%	2.00%
全球	1.80%	3.20%	4.30%	3.20%

来源：齐鲁证券研究所

下半年油价中枢 105 美元，流动性放大振幅

- 随着能源和食品价格上涨，全球通胀上行压力进一步加大。上半年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）影响，原油等大宗商品价格持续攀升。

图表 38：主要经济体通胀继续走高



来源：齐鲁证券研究所

图表 39：新兴市场国家陆续加息

国家	201101	201102	201103	201104	201105
中国	2.75%	3.00%	3.00%	3.25%	3.25%
美国	0-0.21%	0-0.22%	0-0.23%	0-0.24%	0-0.25%
欧元区	1.00%	1.00%	1.00%	1.25%	1.25%
英国	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
日本	0-0.3%	0-0.2%	0-0.1%	0-0.0%	0-0.1%
加拿大	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
澳大利亚	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%
巴西	11.25%	11.25%	11.75%	12.00%	12.25%
韩国	2.75%	2.75%	3.00%	3.00%	3.00%
印度	5.50%	5.50%	5.75%	6.00%	6.25%

来源：齐鲁证券研究所

- 未来影响油价的主要因素如下：
 - 2011 年全球经济依旧冷热不均。IMF 预计，虽然全球经济活动正在放缓，下行风险再度增加，但新兴市场增长速度为 6.6%，是发达国家的 3 倍。由于增长前景不同，政策选择背道而驰。各国之间的分化将加剧各自的风险，并让世界经济变得更加不平衡。
 - 欧洲及美国的经济状况成为 IMF 担忧的焦点。由于大宗商品价格高企、全球天气状况恶劣、日本地震灾害等临时性因素。美国 2011 年的经济增长预期下调 0.3%至 2.5%，2012 年下调 0.2%至 2.7%。IMF 调高 2011 年欧元区 GDP 增长率 0.4%至 2%，但将 2012 年调降 0.1%至 1.7%。
 - 新兴经济体增长放缓、希腊债务问题持续与欧盟、美国经济低迷乃至全球经济复苏缓慢将削弱成品油需求。未来需求预期的改变是驱动油价波动的主要看点。6 月初欧美和以中国为首的新兴国家制造业数据都出现不同幅度下滑，全球制造业整体低迷意味着全球经济增速出现放缓。在这种情况下，全球通胀压力加剧给全球经济复苏带来更大压力。
 - 石油供应缺乏弹性的局面还将持续。原油供应的不确定来自于中东北非地区（MENA）与 OPEC 产油国的增产意愿。预计未来供给将保持稳定。但是在流动性过剩的环境下，中东北非（MENA）地区紧张局势等突发事件，仍可能将油价高点推至 150 美元。
 - 通胀形势分化明显，美国和日本核心通胀仍受到抑制，欧洲温和上升，新兴市场通胀压力日渐显著。新兴经济体虽然经济将继续强劲增长，但大宗商品价格不断上涨以及货币政策收紧的可能性均对未来经济增长构成风险。各国政府加息与收紧货币利空油价。
 - 美国制造业与就业数据疲软暗示美经济前景依然不乐观将影响市场对原油需求的担忧。但美国 QE3 悬而未决，美国债务上限能否

提升将左右全球金融市场走向。随着 8 月 15 日的临近，美国面临的债务违约风险将是全球最严峻的问题。美元的大幅贬值甚至崩盘，可能推高原油、黄金等大宗商品资产价格。

高油价刺激高投资支撑石化装备行业高景气

国际油气勘探开发资本投入创新高

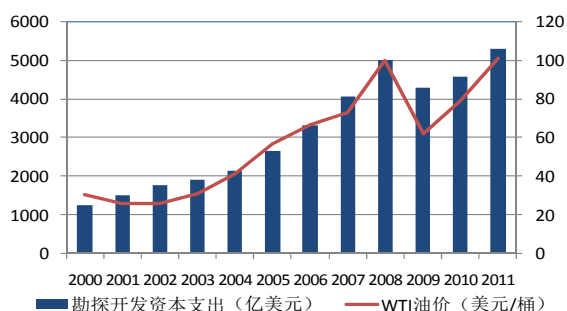
- 在高油价刺激下，今年全球石油上游投资规模创新高。2011 年全球原油勘探及生产支出将大幅增长，预计投资同比增长 16%。由于国际油价高位运行刺激上游产业，达到 5290 亿美元的纪录新高。上游资本投入大幅增加标志着在全球经济衰退期间中断的开采原油热潮再度来临，支出高涨还有很大一部分原因是中东局势不稳定导致油价高企以及石油资源正在减少，因此需要花费更多资金来保持产量。
- 从国际勘探开发资本支出与 WTI 原油年均价格数据观察，油价与油气勘探开发支出呈现很强的正相关性。

图表 40：油田服务板块分类

板块	服务科目
物探板块服务	地震数据采集服务、地震数据供给、地震装备制造
钻完井服务板块	陆上钻井承包服务
	海上钻井承包服务
	井下服务与修井服务
	钻完井服务：定向钻井服务、连续管服务、完井装备及服务、钻井液与完井液服务、套管与油管服务、套管附件与固井产品、井下管材监测与表层防护服务、设备租赁与打捞服务、固相控制与废弃物管理服务
测录试服务板块	钻井完井装备：钻头、钻机、井下工具、石油管材、特种装备
	测井服务（电缆测井、随钻测井）、录井服务、生产测试服务
油田生产服务板块	人工升举服务
	气体压缩承包服务
	浮动生产服务（海上 FPSO）
	高压注入服务
油田工程建设服务板块	油田特种化学品服务
	海上工程建设服务
	海上生产设备操作与维护服务
	油田直升机服务
	供给船服务
	海底装置
	油田地表装置

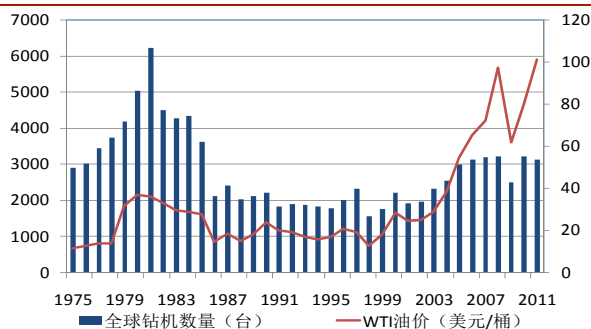
来源：杰瑞股份公开资料，齐鲁证券研究所

图表 41：原油价格与上游勘探开发投资正相关



来源：IEA，齐鲁证券研究所

图表 42：原油价格与全球钻机数量正相关

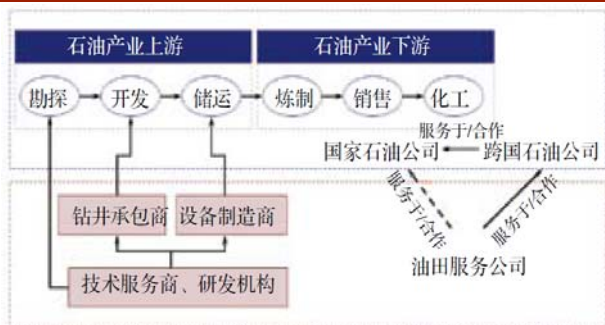


来源：IEA，齐鲁证券研究所

国际油服市场广阔，先出国者先受益

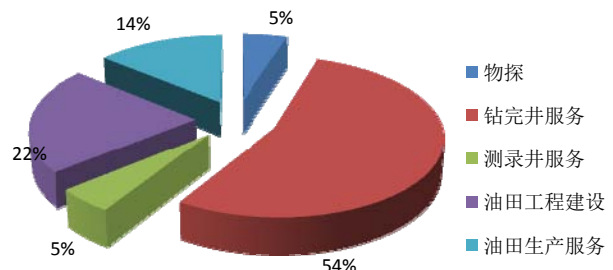
- 目前，世界石油工业大致可划分为三个“阵营”——国家石油公司（NOC）、国际石油公司（IOC）和油田服务公司。油田服务行业是为石油天然气勘探、开发和生产提供服务的行业，包括上游的地球物探、钻井、油田技术服务（泥浆、固井、电测井、完井、增产措施，例如压裂、酸化、控水、防砂等）以及上述专业相关的研发、服务和制造业。
- 国际油服市场容量巨大，勘探开发资本开支的增长必然会拉动设备与技术的需求增长。我们预计未来油价将维持 100 美元区间较长时间，2011~2015 年全球原油勘探及生产支出年均增速有望超过 10%，从而支撑国际油田服务行业景气的持续回升。

图表 43：油气上下游产业链示意图



来源：齐鲁证券研究所

图表 44：全球油气勘探开发投资结构



来源：齐鲁证券研究所

图表 45：2009 年各大油田服务公司一体化服务链条及市场份额对比 (%)

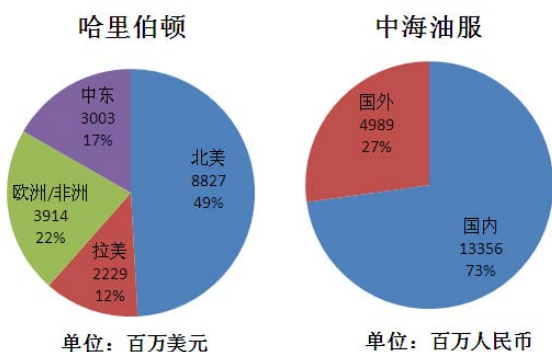
一体化服务链条	斯伦贝谢	史密斯	哈里伯顿	威德福	贝克休斯	BJ服务
压力泵	28.1		29.4	2.1		16.2
电缆测井	46.0	2.1	13.3	6.7	13.1	
定向井	31.3	3.0	18.3	7.8	18.5	
钻井液	<1	40.2	23.6		9.3	1.9
完井	15.9	2.4	22.2	16.6	30.8	1.7
人工举升	17.3			18.9	16.6	
钻头		27.8	15.2		31.0	
连续油管	24.7	3.6	16.5	<1		14.2
LWD	39.7	11.9	27.9	7.1	11.6	

大公司间的强强联合，使它们形成了比竞争对手更加完善的一体化服务链条

来源：齐鲁证券研究所

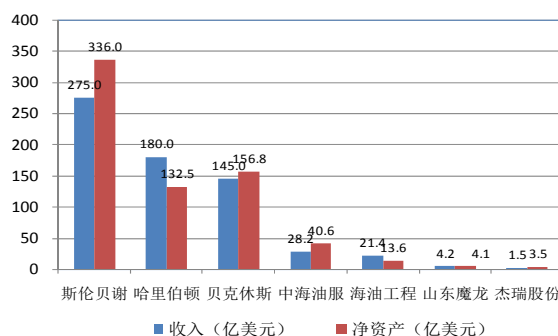
- 世界油田工程技术服务市场容量超过 3000 亿美元，具有寡头竞争和区域垄断特点。四大寡头市场份额仅为 30% 不到，其他为区域服务公司分割。在国内外油气开发投资高景气背景下，选择国际油服公司难进入区域或者有成本优势的区域进入，是中国油服公司走出国门的一个机遇。
- 2010 年我国原油产量与消费量在全球的占比分别为 5.2% 和 10.6%。与全球油田技术服务市场规模相比，石油和天然气开采行业 2010 年投资额 2893 亿元仅为全球市场开发投资的 8%，国内油田服务行业市场规模也只有海外市场规模的 10% 不到。随着国内石油公司走出去、引进来的战略，我国油田服务企业有望迎来快速成长的阶段。
 - 国内油服公司主营业务收入基本来自中国境内。目前国外大油服公司的其业务国际化特征明显。
 - 我国的油气勘探开发设备和服务企业首先面对着巨大的国内市场需求，目前国内油气资源的探明率相对较低（原油、天然气探明率分别低于 40% 与 20%），意味着产量进一步快速增长的潜力很大。未来资本支出将持续快速增长；
 - 其次，目前主要设备组件国产化率不足 60% 的现状仍给进口替代留下了很大空间。
- 由于历史原因，我国规模较大的油气产业设备制造与服务公司原大多是中石油、中石化、中海油旗下为各油田服务的子公司或研究院所，直接为其所在油田提供产品和服务。经历了 20 多年的独立运行之后，我国油田服务行业已经初具规模，企业个数发展到 2009 年的共 190 家（不包含专用设备制造商），盈利水平不断提高。特别在海上油气开发和机械制造方面，通过对国外技术的引进及消化，目前已进入进口替代阶段。
- “十二五”石化装备产业发展目标将通过发展高端设备，推进大型成套设备国产化，大力发展节能环保技术装备。其中，海洋工程装备、大型炼化设备以及节能环保装备等产业将有望率先受益并迎来跨越式发展。
- 石化装备由大变强的关键就是提升高端装备比重。海工装备处于石油和化工装备产业链上游，技术含量高、附加值高、关联性与带动性强。“十二五”时期，我国海上油气田开发工程建设投资预计将达 2500 亿-3000 亿元，国内海工装备企业将逐步提高进口替代的比例。

图表 46：国内外油服公司地区收入结构比较



来源：齐鲁证券研究所

图表 47：国内外油服公司营业收入与净资产比较

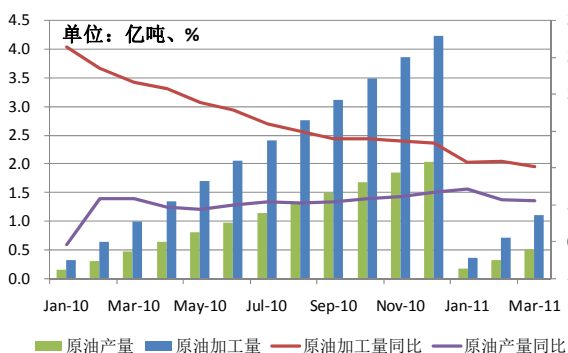


来源：齐鲁证券研究所

高油价提升石化上游景气

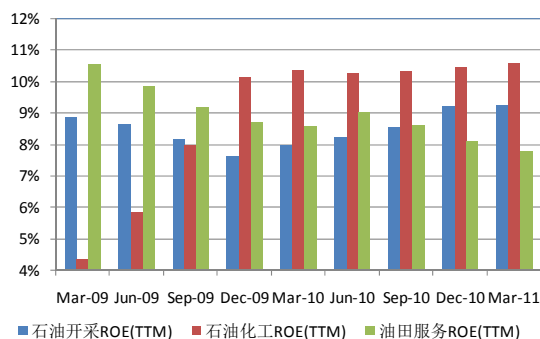
- 2011 年 1-4 月由于国内经济高速增长支撑原油消费需求。原油加工量同比增长 9.4%至 1.489 亿吨，其中，原油产量 6832 万吨，同比增加了 6.1%；进口量 8496 万吨，同比增 9.1%。
- 从原油加工量与产量同比增速看，代表上游供应的原油加工量增速回落（由于房地产、汽车等下游行业产量增速回落），表明下游需求端景气回落的态势依然在持续。另一方面，由于原油成本高企，成本难以传导至下游使得炼油企业亏损也是原油加工量增速回落的重要原因。
- 高油价大幅提升油气开采企业盈利能力，企业滚动 ROE（近四个季度 ROE 的平均值）见底回升，而石油化工企业 ROE 稳定在较高水平。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 48：原油产量与加工量增速维持稳定



来源：齐鲁证券研究所

图表 49：石化中上游企业 ROE 维持稳定



来源：齐鲁证券研究所

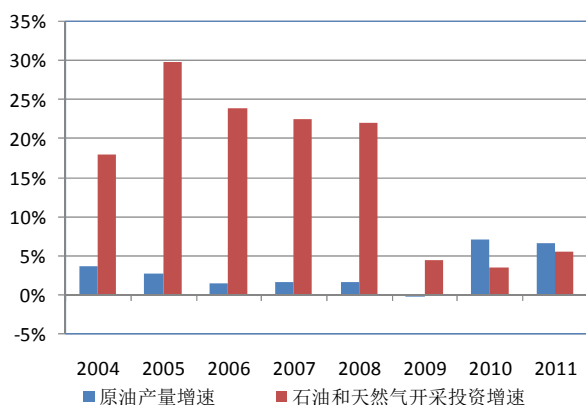
低投资减少潜在供给，未来油气进口或超预期

- 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 年上游原材料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。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。

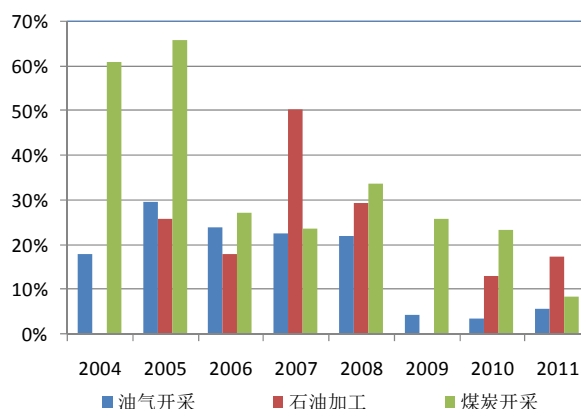
高油价将驱动国内投资提速，十二五布局油气开采

- 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。
- 短期内化石能源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，我们认为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。

图表 50：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 51：上游投资增速低位运行无法支撑下游景气


来源：齐鲁证券研究所

- 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。全球天然气黄金时代，国内天然气消费量与输送量将大幅提升，天然气仓储与输送相关公司：富瑞特装、沧州明珠、广汇股份。

短期关注保障房拉动的化工需求

保障房三季度或迎开工潮

- 2010 年 580 万+220 万套的保障性生活住房之后，2011 年又提出 1000 万套的建设目标，严格要求今年必须完成任务。“十二五”期间要提供 3600 万套的保障性生活住房，全国城镇保障性生活住房覆盖率将从目前的 7~8% 提高到 20% 以上。坚持完成今年、明年各 1000 万的保障性生活住房目标。
- 2011 年上半年保障房建设开工严重不足，与房地产开发前期准备工作较多有关。预计各省市保障房建设在下半年将会明显提速，从而推动投资、新开工数据维持较好增长。

- 虽然“十二五”规划中，房地产发展主调已转向，但未来保障性住房投资将继续高速增长，成为固定资产投资的重要补充。我们宏观策略部预计，2011 年国内固定资产投资增速将维持在 25% 的高位。2011 年的保障性住房建设不会形成对商品房市场需求明显的“挤出”效应，而加大保障性住房建设力度将能有效弥补房地产开工的不足。
- 根据 2011 年新增的 420 万套保障房建设面积预测（420 万套*60 平米/套=2.52 亿平米），新开工面积会增长超过 15%，我们认为 2011 年的房地产新开工面积数据依然将保持高位。
- 保障性住房建设规模与新开工面积加快也将进一步改善相关化工品的国内需求。我们认为重点关注的品种为 PVC 及其助剂、PE 管材、涂料与胶粘剂等产品。

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。

图表 52：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 53：中游主要化工产品开工率回升

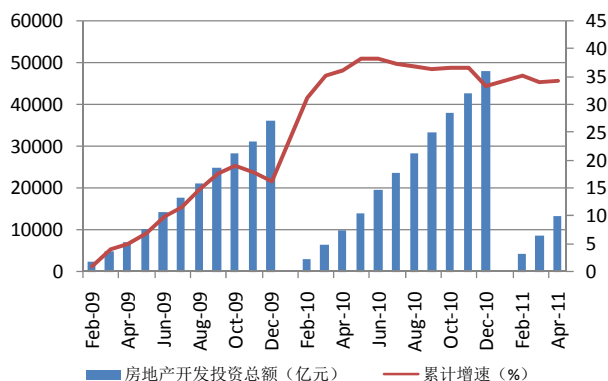
产品	09A	10A	11E	1102	1103	1104
尿素	70%	72%	72%	70%	70%	65%
PVC	53%	54%	55%	56%	55%	57%
甲醇	35%	41%	42%	57%	65%	64%
二甲醚	30%	31%	32%	43%	39%	39%
电石	68%	65%	60%	57%	67%	65%
合成胶	88%	86%	88%	85%	90%	85%
草甘膦	68%	50%	35%	30%	27%	38%
纯碱	80%	82%	80%	75%	75%	81%
DMF	70%	80%	85%	72%	89%	90%
MDI	83%	90%	87%	88%	93%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

来源：齐鲁证券研究所

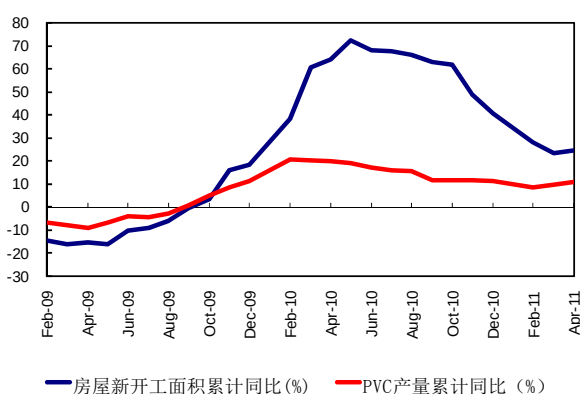
- 据测算，2011 年的 1000 万套保障性住房需要资金 1.3~1.4 万亿元，并有望拉动 3.5 万亿的相关投资，地产、水泥、建材、化工、钢铁、工程机械直至下游产业的家电、家纺等相关行业都有望受益。
- 未来五年，中国计划新建保障性住房 3600 万套。到“十二五”末，全国城镇保障性住房覆盖率将从目前的 7%~8% 提高到 20% 以上。预计未来中国将进入保障性住房建设“加速跑”阶段。保障房与政策双轮驱动 PVC 及其改性剂与涂料行业的结构性机会。
- PVC 行业将受益于保障房的需求拉动与限电、电石淘汰产能政策。由于

房地产对 PVC 的需求拉动一般要滞后 1 年左右，因此 2010 年下半年大幅增大的新开工面积对 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。

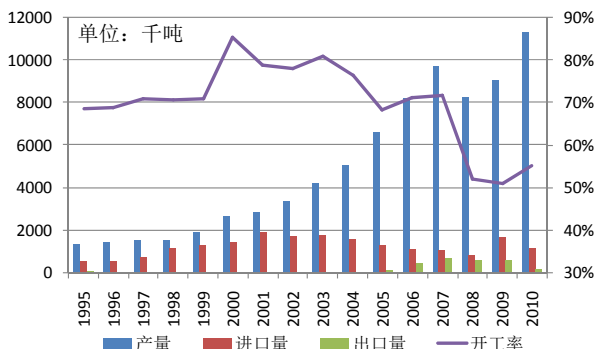
图表 54：房地产开发投资保持高速增长


来源：齐鲁证券研究所

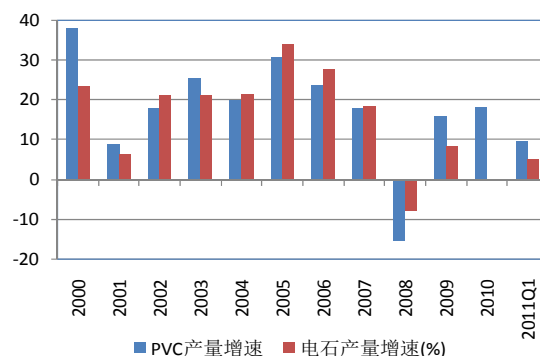
图表 55：4 月新开工面积与 PVC 产量增速开始回升


来源：齐鲁证券研究所

- 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。
- PVC 产量创新高，价格维持稳定。2011 年 5 月份，中国 PVC 产量为 97.79 万吨，较去年同期增长 4.8%；1-5 月累计产量为 473.46 万吨，较去年同期增长 9.9%。而 PVC 市场整体供大于求的现状将制约 PVC 价格。成本高企，需求不佳是 5 月份产量大幅减少的原因。目前行业处于去库存阶段，而下游的开工持续低迷，导致 PVC 市场资源过剩。短期将继续弱势盘整。
- 预计三季度 PVC 行业盈利压力较大，或出现布局机会。油价下跌将导致产品价格与成本双降，但跌幅有限。PVC 四季度投资机会主要取决于库存的消耗和下游需求的恢复情况。

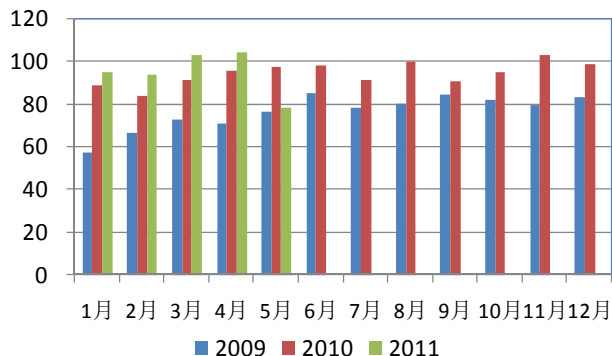
图表 56：2010 年 PVC 产量与开工率回升


来源：齐鲁证券研究所

图表 57：2011 年电石供应紧张将支撑 PVC 价格


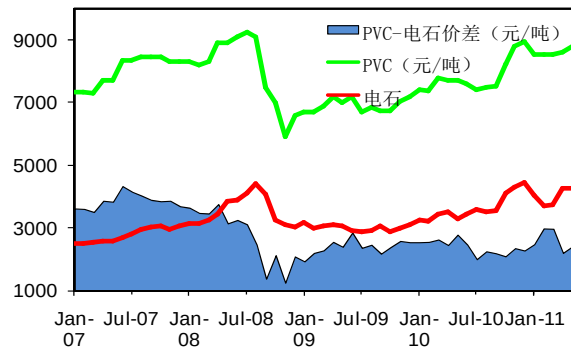
来源：齐鲁证券研究所

图表 58: 2011 年 1-5 月 PVC 产量创新高



来源: 齐鲁证券研究所

图表 59: 2011 年 1-5 月 PVC 价差稳定



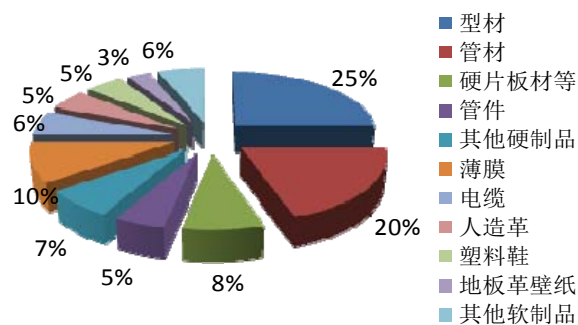
来源: 齐鲁证券研究所

- 我们认为 2011 年保障房需求与国内电荒将阶段性提振 PVC 消费与价格, 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, 继续关注产能不受限制, 一体化程度高的氯碱企业。关注弹性高、成长性佳的 PVC 公司: 英力特与中泰化学。

PVC 塑料改性剂市场广阔

- 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 60: 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 61: 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

- 从全球范围看, 在 2008 年我国已成为 PVC 制品产量最大增速最大的国家, 这为 PVC 塑料改性剂的发展提供了广阔的市场。2010 年我国 PVC 产量为 1130 万吨, 表观消费量 1007 万吨; PVC 产量的上升将为 PVC 塑料改性剂提供稳定增长的需求, 而 PVC 塑料改性剂的发展和进步也将拓宽 PVC 的应用领域, 扩大 PVC 的使用规模。
- 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。

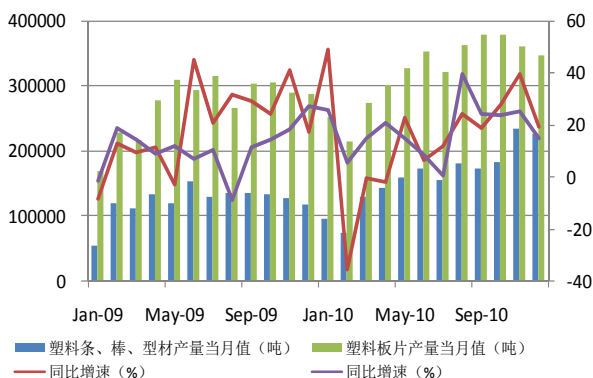
- CPE 成本优势显著，ACR 与 MBS 性能更高端。目前，发达国家以 MBS 和抗冲型 ACR 等高端产品为主，使用量合计占比达到 85%，CPE 占 15%；与发达国家相比，国内 PVC 改性剂受成本、技术所限，市场主要以 CPE 为主，其使用量占比超过 75%，而 MBS 和抗冲型 ACR 使用量合计占比则低于 25%。
- 国外随着含氯产品在有些国家被逐步禁用，实际世界 CPE 需求量增长并不快，许多企业十几年来也没有扩产。国内 CPE 的出口量约为 8 万吨，ACR 随着国内技术的升级也有少量出口。

图表 62：国内外 PVC 加工助剂和抗冲改性剂（CPE 除外）需求预测

项目	中国	国际（除中国外）
PVC 产量占全球比例	30%（2009 年）	70%（注 1）
PVC 硬制品比例	2/3	2/3（注 2）
PVC 硬制品产量（万吨）	700	1,600
PVC 硬制品助剂加工助剂和抗冲改性剂添加比例	1.5%、5%	1.5%、5%
加工助剂需求量（万吨）	10.5	24.5
抗冲改性剂		
CPE:MBS:ACR 的比例	64:28:8	15:45:40（注 3）
MBS、ACR 抗冲改性剂需求量（万吨）	9.8 和 2.8（注 4）	36 和 32
单价	按照 2008 年公司全年平均单价	按照 2008 年公司全年平均单价（实际情况高于国内价）
2009 年需求量（金额）	加工助剂 14 亿；MBS14.5 亿；ACR 抗冲改性剂 5 亿，合计 33.6 亿	加工助剂 33 亿元；MBS53 亿元；ACR57 亿，合计 143 亿
未来几年需求量	各年均保持一定增长率，且高性能加工助剂、ACR 和 MBS 抗冲改性剂的增长率将高于一般增长率	

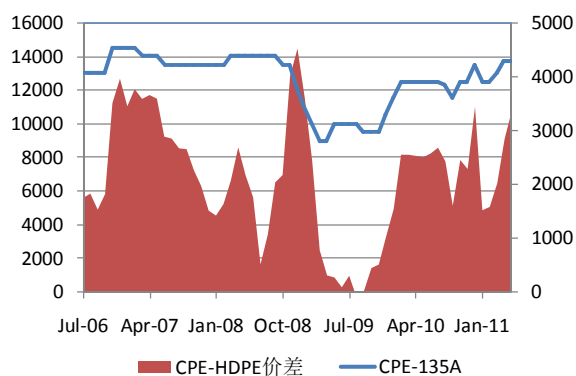
来源：齐鲁证券研究所

图表 63：PVC 硬制产品产量与增速



来源：齐鲁证券研究所

图表 64：CPE 历史价格与价差



来源：齐鲁证券研究所

- 我国 PVC 产量约占全球总产量的比例约为 30%。世界 PVC 产能 4338 万吨，总体开工率为 70%；我国 2010 年的 PVC 总产量 1130 万吨，产能 2040 万吨，开工率为 55%。
- 结合国内外市场情况预计，未来 2-3 年我国 PVC 加工助剂和抗冲改性剂（CPE 除外）的市场需求量约为 33.6 亿元，除我国外的国际市场需求量约为 143 亿元，合计近 180 亿元。
- 我国加工助剂和 ACR 抗冲改性剂的总体市场份额占全球的比重约 25% 左右。目前公司主要生产技术在国内外生产厂家中居于领先水平，已具备替代进口与出口国外的能力。2009 年公司占全球市场的比例只有 3%，出口业务占公司收入的比重 15%。
- 预计 2012 年公司总产能 8 万吨，占全球 PVC 助剂需求总量 7%。参考公司与亚星化学 2010 年的出口占比分别为 15%与 40%，出口量至少还有 2.5 万吨的提升空间。

图表 65：公司主营产品占国外市场比例

项目	加工助剂和 ACR 抗冲改性剂		MBS	
	产能	2009 销量	产能	2009 销量
全球市场	576,000	485,092	358,500	309,129
公司	24,000	21,919	10,000	7,599
全球市场占有率	4.17%	4.52%	2.79%	2.46%

来源：齐鲁证券研究所

- PVC 塑料改性剂中的主要企业都已上市。由于产品结构中，最重要的产品为 CPE、ACR 和 MBS，按照公司的规划路径，可以将三类产品分别对应为亚星化学、日科化学与瑞丰高材的代表产品。

图表 66：PVC 助剂行业公司比较与发展路径预测

可比公司	亚星化学（CPE 代表）	日科化学（ACR 代表）	瑞丰高材（MBS 代表）
主要产品与用途	CPE-A: PVC 塑钢抗冲改性剂(60%); CPE-B: 橡胶型阻燃电线电缆料、胶管胶带料(40%)	丙烯酸系列产品 ACR、ACM 与 AMB: 高性能 PVC 抗冲改性剂; PE/PP/PC 硬制品抗冲改性剂; 木塑料加工助剂	ACR 系列产品、MBS: 高性能 PVC 抗冲改性剂; PVC 软制品等加工助剂; PE/PP/PC 硬制品抗冲改性剂
产品性能比较	性能适中、价格低廉、污染略重、工艺成熟、低温性能差、加工性能差	ACR: 性能高、价格高、污染少、耐候性强、抗冲性一般、加工性能好	MBS: 性能高、价格高、污染少、耐候性差、抗冲性高、加工性能好、可用于透明制品
产品价格	13500 元/吨	18000 元/吨	17500 元/吨
主要产品毛利率	2010: 0.5% 2011: 16.8%	2010: 20.1% 2011: 20.0%	2010: 15.7% 2011: 19.0%
公司产能	17 万吨	5.5 万吨+5 万吨（募投项目）	5 万吨+3.5 万吨（募投项目）
公司代表产品产量	10 万吨	7.5 万吨（募投项目达产）	3 万吨（募投项目达产）
国内市场	25 万吨（70%）	6 万吨（18%）	4 万吨（12%）
国外市场	15 万吨（16%）	49 万吨（51%）	31 万吨（33%）

国内外市场占有率	25%	13.5%	8.5%
技术水平	CPE 全球领先	ACR 国内领先	MBS 国内领先
行业内竞争对手	国内：杭州科利、威海金泓；国外：DOW 化学	国内：瑞丰、威海金泓；国外：DOW、日本钟渊、阿科玛	国内：日科、威海金泓；国外：DOW、日本钟渊、三菱丽阳
公司产品未来可能发展方向	橡胶型 CPE 替代丁苯胶与部分合成胶用于胶带、超纤等；出口占比提升	ACM 国内替代 CPE，国外替代 ACR；ACR 拓宽应用至 PE/PP 等；出口占比提升	MBS 国内替代进口，国外出口替代；拓宽应用至 PVC 软制品等；出口占比提升

来源：齐鲁证券研究所

- 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、日科化学、瑞丰高材。

图表 67：部分 PVC 与 PVC 助剂公司对产品价格敏感性

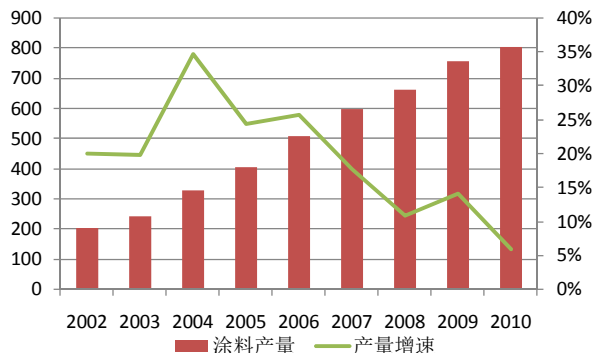
公司	远景产能 (万吨)	总股本 (百万股)	每万股产 能/吨	三项费率	所得税率	上涨 100 元 EPS 增厚	产品报价 (元/吨)
英力特	27.5	301	9.13	12.6%	11.3%	0.071	8000
中泰化学	82.0	1154	7.10	14.6%	17.4%	0.050	8250
湖北宜化	45.0	542	8.30	12.5%	11.4%	0.064	8000
新疆天业	32.0	439	7.30	12.2%	20.6%	0.051	8150
内蒙君正	32.0	640	5.00	15.6%	5.9%	0.040	7900
亿利能源	28.0	902	3.10	7.6%	16.3%	0.024	7900
亚星化学	17.0	316	5.39	10.4%	32.4%	0.033	14000
日科化学	10.5	135	7.78	7.6%	15.3%	0.061	18000
瑞丰高材	8.0	54	14.95	9.3%	15.1%	0.115	17500

来源：齐鲁证券研究所

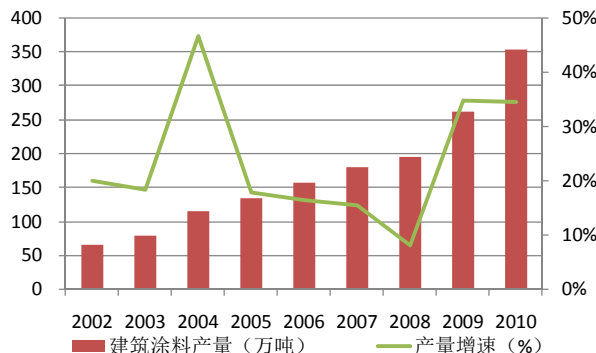
涂料市场仍将维持高增速

- 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达 25 万吨。此外，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等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。

- 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 68：国内涂料总产量稳定增长


来源：齐鲁证券研究所

图表 69：国内建筑涂料产量维持高增速


来源：齐鲁证券研究所

图表 70：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。
- 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。

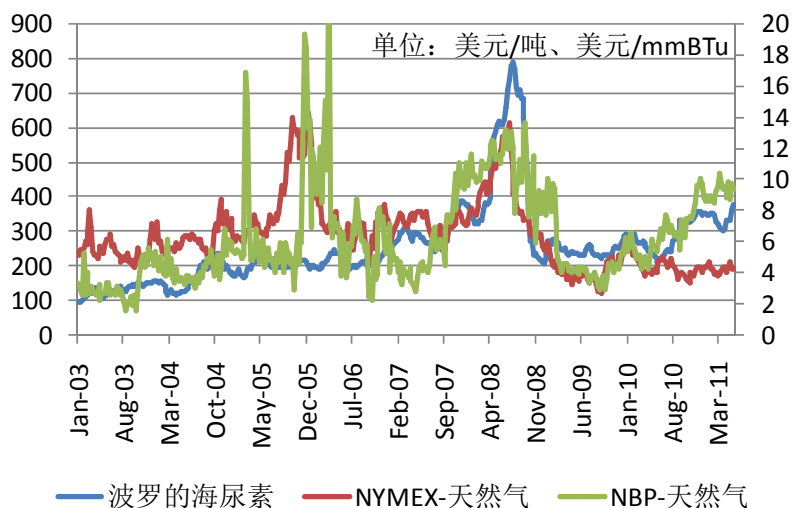
图表 71：2011 年尿素出口关税政策

月份	1~6 月，11~12 月（旺季）	7~10 月（淡季）
税率	110%	7% 或 $(1.07 - \text{基准价格} / \text{出口价格}) \times 100\%$
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。	

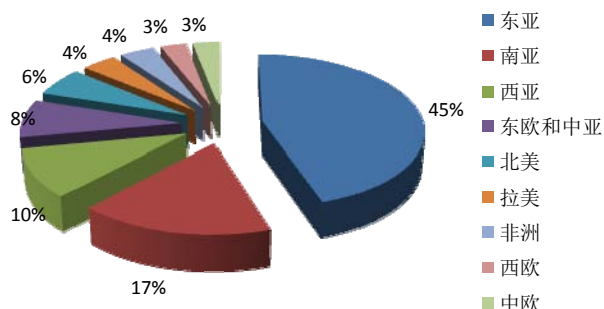
来源：齐鲁证券研究所

- 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。
- 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 72：欧洲油气价格创新高，尿素大幅反弹


来源：杰瑞股份公开资料，齐鲁证券研究所

图表 73：国际尿素产能分布


来源：齐鲁证券研究所

图表 74：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 75：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(复合肥)	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

投资建议

- 2011 年上半年化工行业供需总体平稳，石化行业总产值同比增长 34%。子行业景气出现分化，由于国际油价飙升、日本地震、经济增速放缓、通胀居高不下和限电等因素影响，部分供需紧张的化工产品价格出现大幅上涨。5 月 PMI 回落至 52%比上月下降 0.9%，连续两月回落，行业进入去库存阶段。
- 下半年维持化工行业上游回暖，中游景气的判断。预计下半年国际油价回归理性（Brent 中枢 105 美元）与大宗商品价格回落，国内输入型通胀影响减弱。三、四季度化工产品成本压力较上半年略有缓解，支撑价格上涨的动力将主要来自于需求端的改善。目前化工品库存仍需时间消化，预计三季度末将步入新一轮的补库存周期，届时需求端将重现增长。
- 我们建议沿着高油价与保障房对于化工产品的需求主线寻找相应投资机会。三季度宜布局上游油气开采服务类公司与中下游需求、业绩增长确定性高的化工成长股。
 - 长期机会看天然气的黄金时代。随着技术的突破，非常规天然气产量大幅增长，IEA 预测至 2035 年全球天然气需求增长将超 50%，超过煤炭成为第二大能源。国内需求高速增长，2015 年中国天然气进口量超 800 亿方，进口同比增 530%。推荐布局油气储运公司：富瑞特装、广汇股份、沧州明珠。
 - 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。
 - 中期机会看全球石化高景气周期。高油价刺激全球油气勘探开发资本投入创新高，国内上游行业投资拐点即将来临，未来几年将实现 2 位数的增长。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；油气价格上涨，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。
 - 短期中游化工品看好保障房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，相关公司：亚星化学、日科化学、瑞丰高材；神剑股份。

图表 76：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)		
					2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
002353.SZ	杰瑞股份	62.90	76.99	买入	2.51	1.97	2.82	25.06	31.89	22.34
002554.SZ	惠博普	18.84	52.50	增持	0.67	0.48	0.69	28.12	39.21	27.15
300164.SZ	通源石油	29.53	20.40	买入	1.25	1.19	1.72	23.62	24.80	17.20
002476.SZ	宝莫股份	16.21	45.00	买入	0.58	0.53	0.80	27.95	30.71	20.19
300228.SZ	富瑞特装	33.62	13.60	买入	0.91	1.07	1.59	36.95	31.34	21.12
600256.SH	广汇股份	23.51	1078.76	增持	0.56	0.59	1.08	42.30	40.14	21.83
002108.SZ	沧州明珠	9.10	296.73	增持	0.69	0.44	0.59	13.19	20.53	15.33
600426.SH	华鲁恒升	16.81	495.75	买入	0.51	0.79	1.26	32.77	21.34	13.30
000830.SZ	鲁西化工	6.79	1045.45	买入	0.20	0.31	0.47	33.45	21.90	14.46
002564.SZ	张化机	19.60	76.80	增持	0.96	0.71	0.97	20.42	27.70	20.23
300031.SZ	宝通带业	16.20	36.60	增持	0.44	0.66	0.93	36.82	24.55	17.33
600319.SH	亚星化学	8.62	315.59	买入	0.02	0.27	0.31	431.00	32.01	28.04
300214.SZ	日科化学	21.45	28.00	买入	0.81	0.95	1.42	26.48	22.60	15.09
300243.SZ	瑞丰高材	16.00	13.50	买入	1.09	1.34	2.03	14.68	11.95	7.90
002361.SZ	神剑股份	10.60	71.90	买入	0.42	0.69	1.18	25.24	15.31	8.96

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:阴红星

电话:0531-68889520

手机:13969199716

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号

证券大厦 2308