

季报扭亏得益于油价回落

A 谨慎推荐
H 推荐

首次评级

分析师: 李国洪 邮箱: liguohong@chinastock.com.cn 电话: 010-66568876

1. 事件

上海石化公告 09 年一季度报告, 归属于母公司股东净利润为 16407.1 万元, 实现每股收益 0.023 元。

2. 我们的分析与判断

(一)、公司 09 年一季度扭亏是在 1-2 月继续亏损, 仅 3 月份盈利的情况下实现

受阿曼油晚到因素影响, 公司 09 年 1-2 月仍然亏损, 公司一季度盈利是在 3 月单月盈利并抵消 1-2 月亏损的情况下实现的, 由于国际油价已经稳定运行在 50 美元附近, 今年不大可能再出现因来料晚到而遭受高成本损失的问题。因此, 我们判断公司二、三、四季度都明显好于一季度。

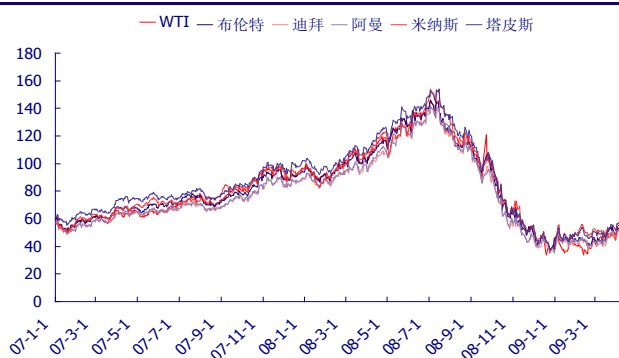
(一)、公司今年原油综合加工能力 1100 万吨, 明年 1200 万吨

公司现运行的常减压装置有 2 套, 产能分别为 600 万吨和 800 万吨, 原油一次加工能力 1400 万吨。公司乙烯有两套生产装置, 产能分别为 15 万吨和 70 万吨, 乙烯总产能 85 万吨, 最多可生产 96 万吨。前期因市场不好停工的 PX (对二甲苯) 和乙二醇有望恢复运行, 今年公司原油综合加工能力为 1100 万吨, 明年可达到 1200 万吨。

(二)、原油价格回落, 公司炼油利润回升

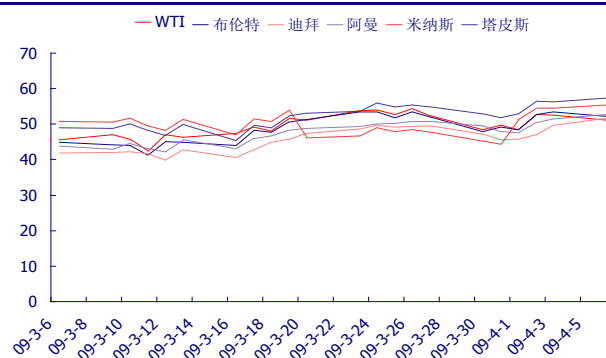
08 年因国际原油价格高涨, 国内成品油价格管制, 我国成品油价格出现了长达 183 天的与原油倒挂, 致使公司 08 年业绩出现了较大亏损, 自去年 12 月至今年 2 月底公司原油成本从 60 美元降到 40 美元附近, 因运输及订单等因素晚到 3 个月的阿曼油问题得到基本解决, 公司实际加工的原油是 3 个月以前中东生产的原油, 比中石化平均晚到 1 个月左右, 因此, 从 3 月起公司炼油业务才能实现盈利。目前国内一般炼油厂每桶油盈利水平在 4 美元左右。

图 1: 国际原油价格趋势



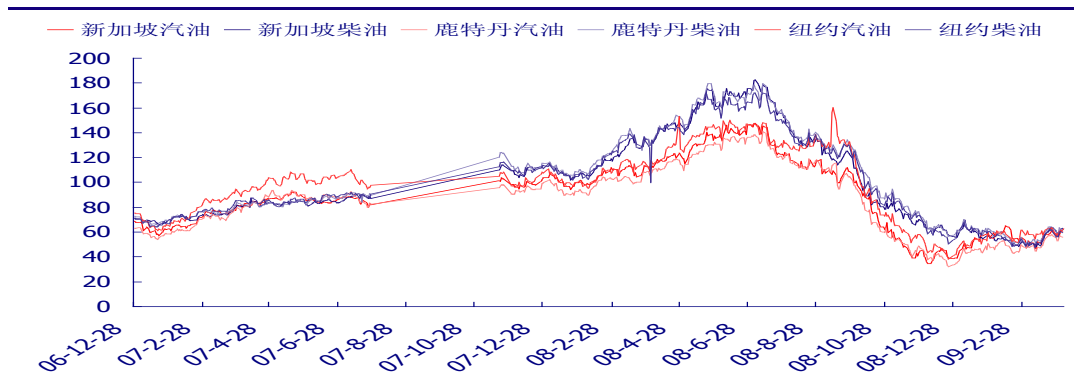
资料来源: baiinfo

图 2: 国际原油近一个月价格走势



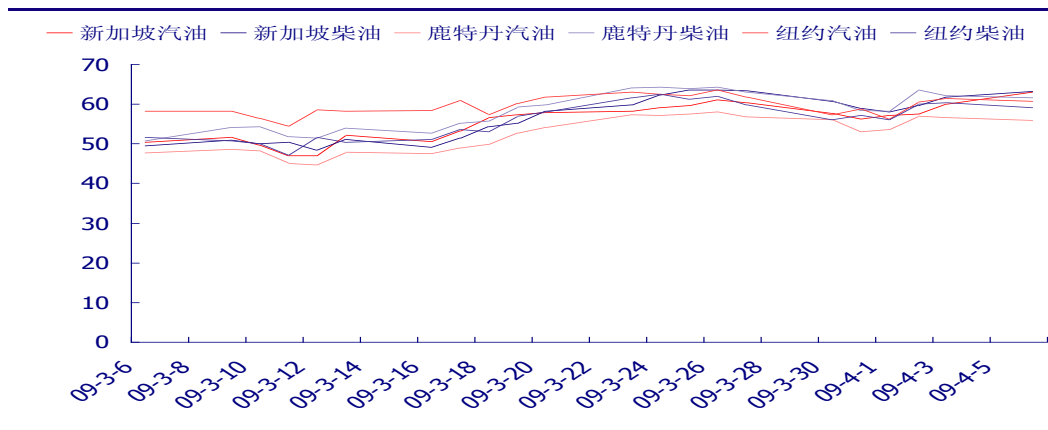
资料来源: baiinfo

图 3: 国际成品油价格趋势



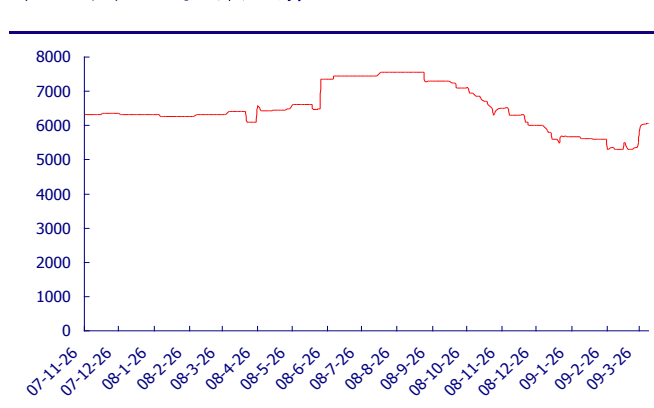
资料来源: baiinfo

图 4: 国际成品油近一个月价格走势



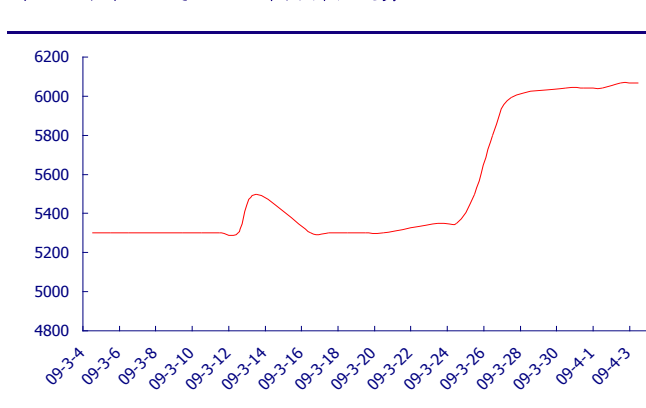
资料来源: baiinfo

图 5: 国内 90#汽油价格趋势



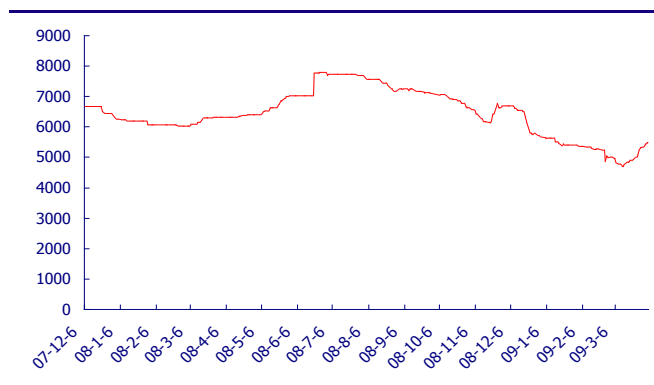
资料来源: baiinfo

图 6: 国内 90#汽油近一个月价格走势



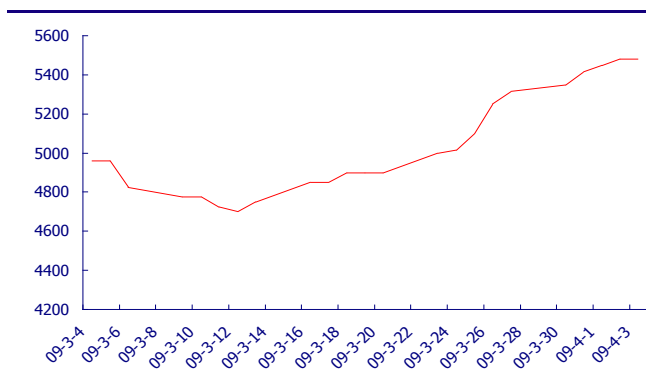
资料来源: baiinfo

图 7: 国内 0#柴油价格趋势



资料来源: baiinfo

图 8: 国内 0#柴油近一个月价格走势

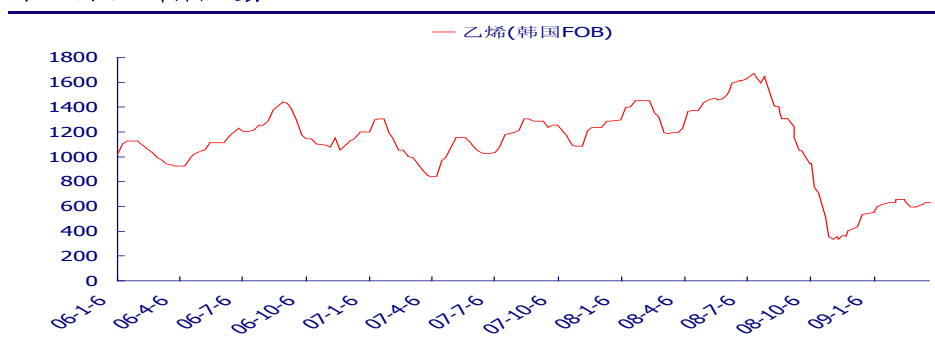


资料来源: baiinfo

(三)、化工盈利出现好转, 乙腈涨价对公司贡献不大

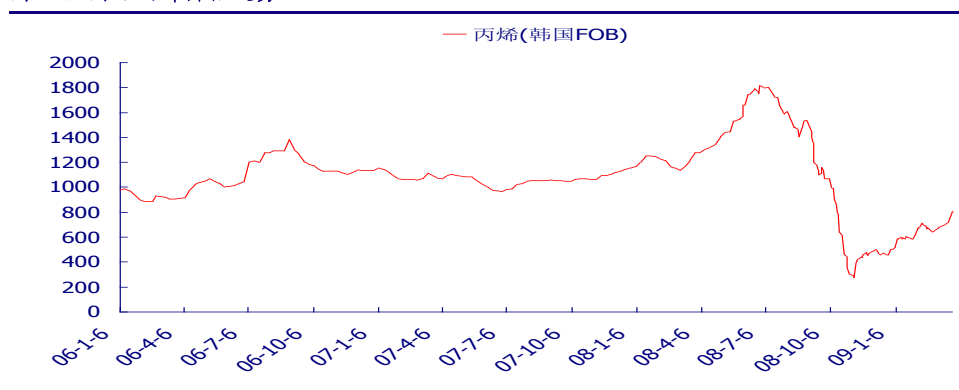
如下图所示, 公司化工业务随着产品价格下降后的反弹出现了一定好转, 去年12月国际油价跌到了40美元, 对应的化工产品价格只有30美元, 化工业务出现了亏损, 但今年二月以来, 化工产品价格开始出现了反弹, 公司化工业务已经有所恢复, 扭转了亏损状况, 出现了一定程度微利。特别是近期乙腈价格出现了较大上涨, 但由于乙腈是丙烯腈的副产品, 公司乙腈年产能只有2.7万吨, 很难再增产乙腈, 乙腈价格上涨对公司业绩整体影响不大。

图 9: 国际乙烯价格趋势



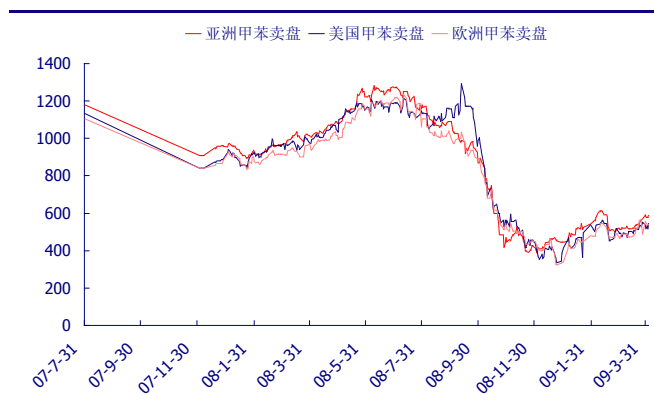
资料来源: baiinfo

图 10: 国际丙烯价格趋势



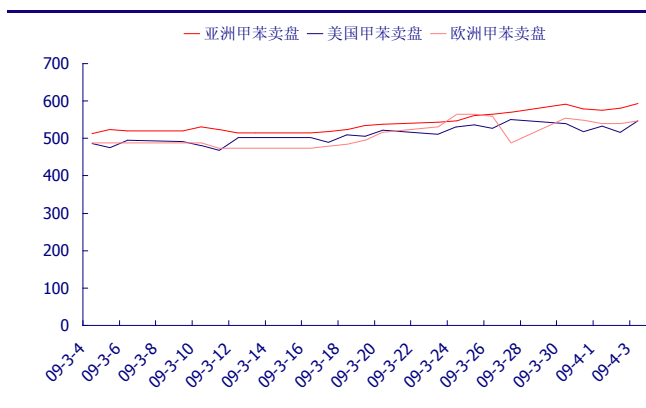
资料来源: baiinfo

图 11: 国际甲苯价格趋势



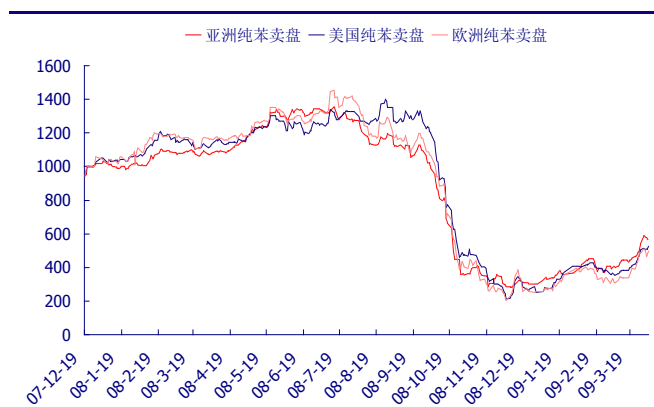
资料来源: baiinfo

图 12: 国际甲苯近一个月价格走势



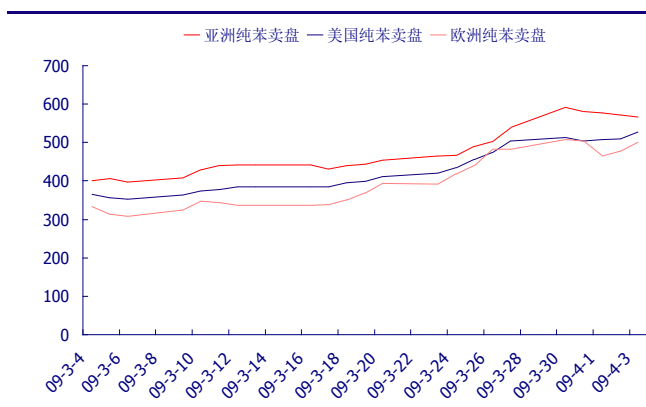
资料来源: baiinfo

图 13: 国际纯苯价格趋势



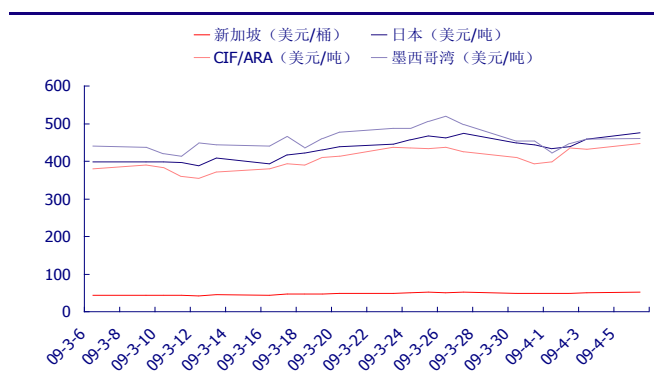
资料来源: baiinfo

图 14: 国际纯苯近一个月价格走势



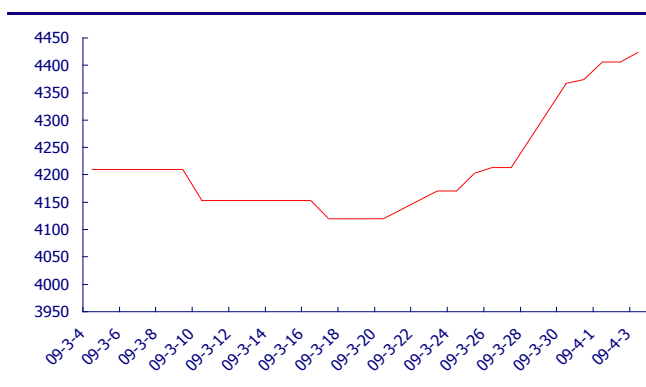
资料来源: baiinfo

图 15: 国际石脑油近一个月价格趋势



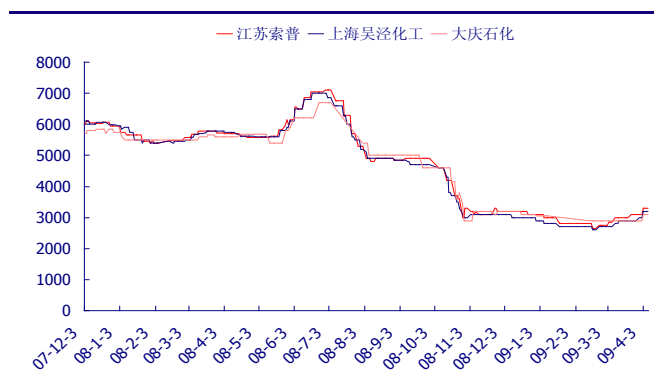
资料来源: baiinfo

图 16: 国内石脑油价格趋势近一个月价格走势



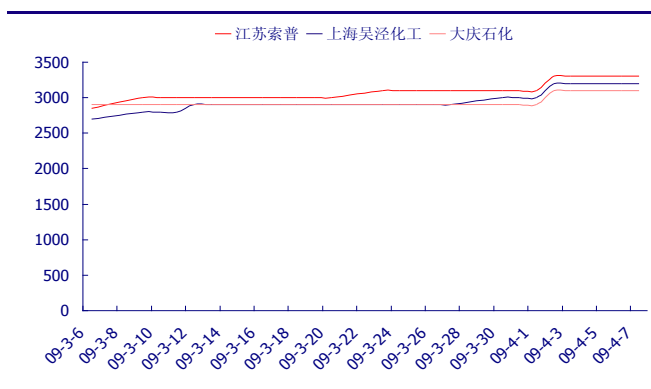
资料来源: baiinfo

图 17: 国内醋酸价格趋势



资料来源: baiinfo

图 18: 国内醋酸近一个月价格走势



资料来源: baiinfo

(四)、欧3、欧4标准有利于公司业绩提升

我们知道,北京因为奥运会执行了欧3标准,北京地区汽柴油价格平均高出外地10-20%,由于执行欧3或欧4标准实际增加成本不多,燕山石化的盈利水平较国内其他炼油厂高出一倍多。上海明年要举办世博会,执行欧3或欧4标准的可能性较大,如果执行公司盈利水平可达到燕山石化的水平,即每吨油增加盈利200-400元。

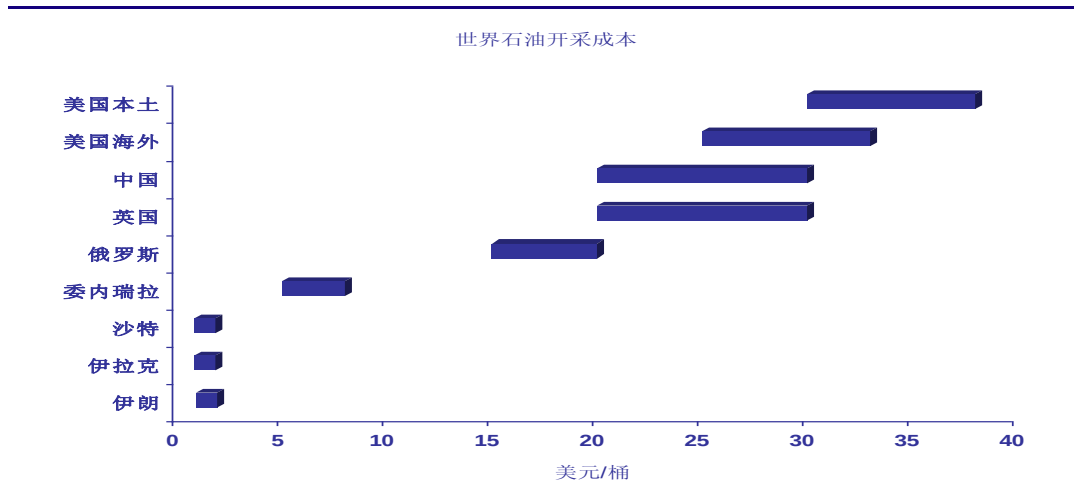
(五)、09-10年国际油价波动中心在50-60美元

(1)、中东低成本与西方边际成本决定国际油价上下两难

A、中东产油国生产成本在1美元附近,而西方边际成本高达33美元

被称为“工业的血液”的石油是一种特殊的国际性战略商品。石油作为一种地下资源,其发现与开采受到自然环境、地质情况等多因素影响,世界石油的开采成本差异性极大,从1美元/桶至40美元/桶不等,其中中东地区由于油藏埋藏浅,井下压力高,开采成本最低,只有1美元/桶左右,而美国本土的开采成本要到30-38美元/桶。

图 19: 世界石油开采成本



资料来源: 国际能源署

B、中东低成本供给增长与其它低成本供给缩减决定供给增量变化不大

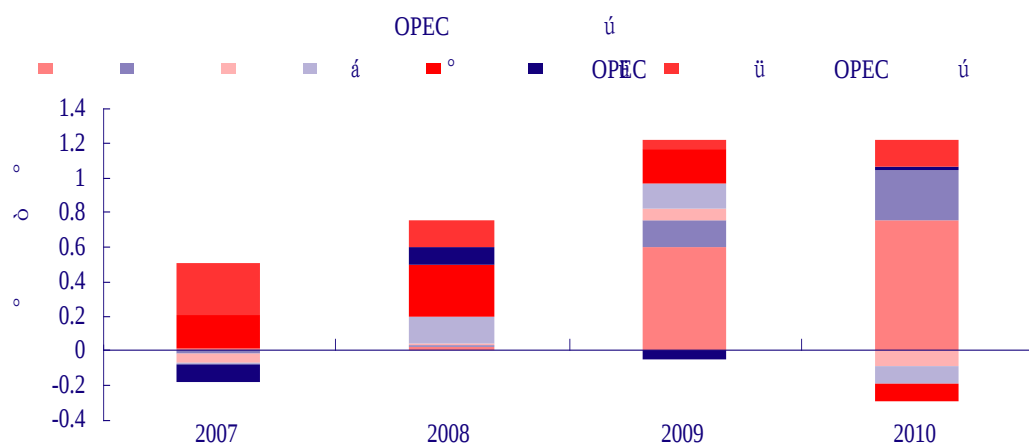
全球石油有64%集中在中东地区，中东各国财政收入绝大多数依赖石油，当国际油价迅速下跌时，中东各国财政收入迅速下降，而财政支出却因众人不满而迅速扩大，特别是为稳定国王家族多年传承下来的宝贵王位及油田安全性防护，需要迅速扩大军队安防，财政支出也随之成倍增长，因此需要卖更多的石油来缓解入不敷出财政状况。

另外，最近几年全球石油工业在勘探开发资本支出的大幅增加（近5年年均增速31.5%），技术上获得了显著进步。高分辨率地震技术、三维叠前深度偏移技术、四维地震监测技术等获得了广泛应用，墨西哥湾及中国沿海相继发现了多个特大油田，在测井技术上，成像测井技术，核磁共振测井技术、套管井测井技术等应用促使了全球老油田产量进一步提升。因此，IEA预测08年全球石油供应量增长150万桶/日，09年全球石油供给量将增长252万桶/日。

随着技术进步OPEC产油国可动用的产量增量也不断增长，尽管随着国际油价的回落OPEC产油国会不断提出限产政策，但由于油价的回落会促使伊朗、伊拉克等许多OPEC国家财政陷入困境，为了解决本国财政困难，他们不但不会顾及OPEC限产政策，还会主动增产以解决财政困境，历史证明OPEC各产油国从来就没认真执行过限产政策，因此国际油价往往对限产表现一般。

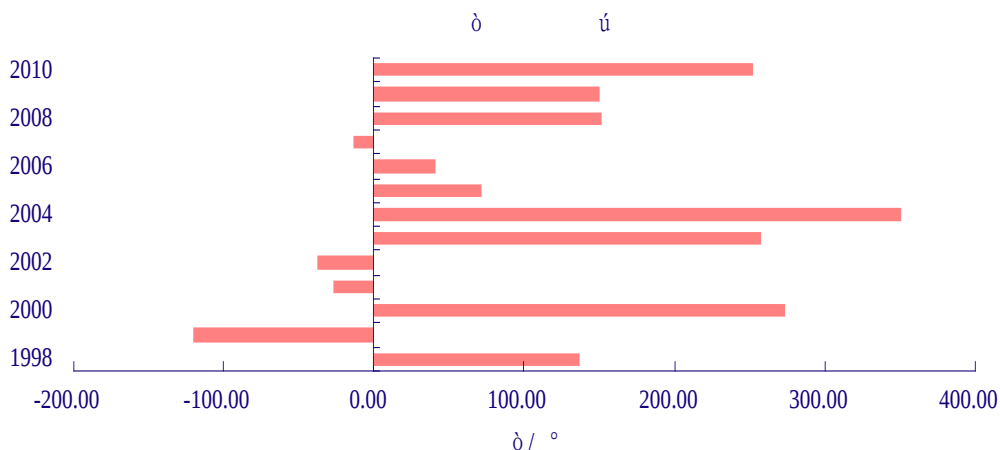
不过，除中东外，世界上还有许多国家石油生产成本在30-40美元附近，这也能说明为什么前期国际油价跌破40美元时受到强力支撑。因此，西方边际成本决定国际油价向下突破性下跌也很难。

图 20: OPEC 石油可动用产量增量



资料来源：国际能源署

图 21: 全球石油供给产量增量



资料来源：国际能源署

(2) 石油需求西方下降东方上升

A、西方石油需求下降

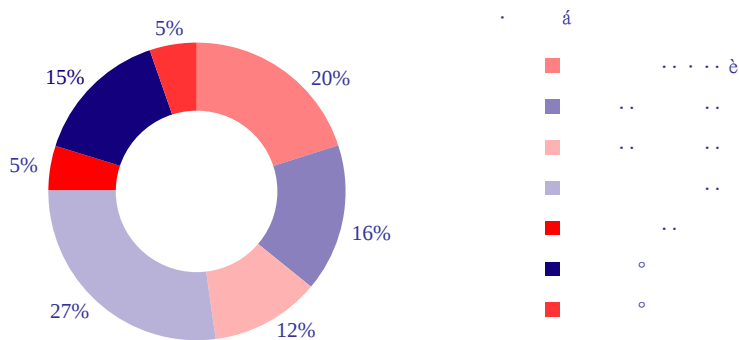
始于2007年4月的次贷危机严重打击了美国经济，美国失业率从2007年中期的4.5%上升到目前的10%左右，特别是长期以来西方国家1人上班养活一大家的情况，在高失业率情况下促使原平均每个家庭2.5-3部车辆中有很大一部分停运，仅美国就有1000多万车辆汽车停运。另外，消费信心指数降至互联网泡沫以来的最低水平。消费占美元GDP的70%以上，金融服务业占美国GDP的50%左右，消费支出下滑、金融服务业崩溃必将严重影响美国经济的增长，美国将陷入5年以上的衰退期。欧洲、日本经济也明显下滑。因此，美欧经济衰退促使全球经济放缓，影响了全球商品特别是能源、工业品的需求。

根据国际能源署最新预测2008全年石油需求比07年减少22万桶，09年全球石油需求每天减少44万桶以上。国际能源署最新预测美国09年石油需求每天下降30万桶，占每天需求总量的1.5%左右。

B、石油消费结构决定东方石油消费增长

在东方国家石油消费不是大家想象的那样集中在交通运输行业，由于农业占比较大，在农业方面的石油消费往往会超越交通运输业或与其相同。例如，中国是农业大国，石油消费中农林牧渔生产用油几乎与交通运输一样大，占石油总消耗的27%，根据十七届三中全会精神，我国十分重视农业的生产及规模化、科学化耕种，农林牧渔业生产用油未来3-5年至少会保持年均10%以上增速。而公路、铁路、海运等交通运输行业占石油总消费的28%，根据我们研究所相关研究员预测明年公路运输量增长13.8%和海运增长2.2%，铁路增长9%，占5%石油消费的航空运量增长也能达到6.6%。此外，占15%石油消费用于医药制造，因我国人口的老龄化进程我国医药行业明年可保持20.5%的增长，因此保守测算09年中国的石油消费仍然可以达到4.6%的增长率，比“十五”期间石油消费量年均增长率下降近2个百分点。

图 22: 中国石油消费结构图



资料来源：中国石油化工协会

3. 投资建议

公司今年原油综合加工能力1100万吨，明年1200万吨，原油价格回落，公司炼油利润回升。目前公司化工盈利出现好转，虽然乙腈涨价对公司贡献不大，但欧3、欧4标准的推行有利于公司业绩提升，我们预测2009年EPS为0.28元，2010年为0.40元，目前股价A股市盈率26倍、H股只有9倍，考虑2010年业绩增长PE还将下降，因此给予A股谨慎推荐、H股推荐的投资评级。

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

石油化工行业分析师，覆盖股票范围：

港股：中国石油（0857.HK）、中国石化（0386.HK）

A 股：中国石油（601857.SH）、中国石化（600028.SH）、S 上石化（600688.SH）、华星化工（002018.SZ）、浙江龙盛（600352.SH）、三友化工（600409.SH）、沧州大化（600230.SH）、四川美丰（000731.SZ）、赤天化（600227.SH）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908