

中国石油化工行业分析与展望

行业盈利分化，油价走势决定周期拐点

2008 年国内石油化工全行业产值 6.44 万亿元(人民币，下同)，同比增长 21%；实现税后利润 4990 亿元，销售收入、固定资产投资和进出口贸易总额分别同比增长 20%、23%和 32%。

中国 11 月原油进口量创 08 年新低，同比减少 1.8%，环比减少 17.3%，11 月份中国进口原油相当于每天 326 万桶。

目前国内石油探明程度在 33%，储量和产量增长具备资源基础；天然气探明程度约 14%，前景广阔。国内未来要力争在 2008-2010 年分别新增石油和天然气探明储量 30-35 亿吨和 1.5-1.8 万亿立方米；2010-2015 年新增石油和天然气探明储量对应应在 50-60 亿吨和 2.8-3.5 万亿立方米。

中国正在利用油价下滑的时机补充战略石油储备，此举会在一定程度提升进口，但是明年全年国内需求的下滑不会被这部分完全抵消。目前战略石油储备建设的第二阶段即将开始动工并择时填充。之前第一阶段涉及包括中国 08 年 11 月开始填充国有第三个原油战略储备库，约 730 万桶原油被注入青岛市黄岛基地的存储罐，12 月和 2009 年 1 月将会向存储罐注入更多的石油。中国前两个原油储备基地——镇海和舟山原油战略储备基地已在一年多前投入使用，而第四个大连原油储备基地已于 08 年底完工。计划满载容量在 1.02 亿桶水平，相当于国内 29 天的原油进口。

国家一月份上调成品油消费税，直接打压下游炼厂的利润率，但是鉴于国家没有放开成品油价格，未来炼油利润率还将保持相对高位。另外，进口燃料油成本因消费税上涨而上涨，炼厂加工进口燃料油处在亏损加重状态。春节临近，地方炼厂为避免低库存纷纷降低开工率，控制产能。

作为基础原材料工业的石化行业，由于其技术和资金密集、推出成本高，周期性特征非常明显。在高油价阶段，全球石化行业盈利水平高于其他基础行业，从而投资大量集中，建设大量世界级化工装置，特别是乙烯为代表的子行业增长迅速，预计到 2010 年全球乙烯将达到 14120 万吨，未来石化装置产能的集中释放，将加大下游石化产品压力，其未来供过于求决定行业的周期性下行。

消费税从出场环节征收，公司需要提前垫付，因此营销环节的管理，对于公司目前已经趋紧的现金流是重要考验。另外，成品油间接与国际接轨，国内市场从卖方市场转为买方市场，竞争将更加激烈。发改委对成品油规定上限，对下调空间没有明确，未来调价频率将更加频繁。

行业评级

中性

2009 年 1 月 16 日

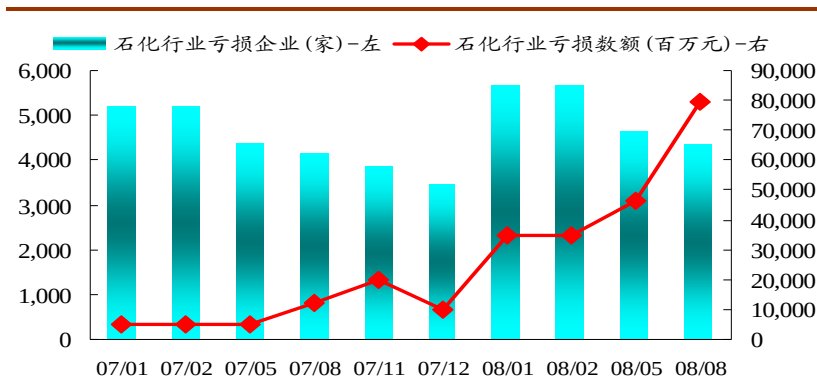
招商证券(香港)研究部
于进
(852)3189-6123
yujin@cmschina.com.cn

■ 综述

这一轮的经济危机，通过石化行业的产业链向下游传导，对世界石化行业影响巨大。石化产品价格油价和成本的支撑下会有所回升，但是新增产能的释放和消化需要较长时间，石化开工率低和盈利减弱的局面还将持续。进入 08 年 4 季度，原油、煤炭、有色金属等价格下跌对石化行业的成本支撑减弱，甲醇和苯的价格跌幅超过 50%，其他一些跌破了生产成本。

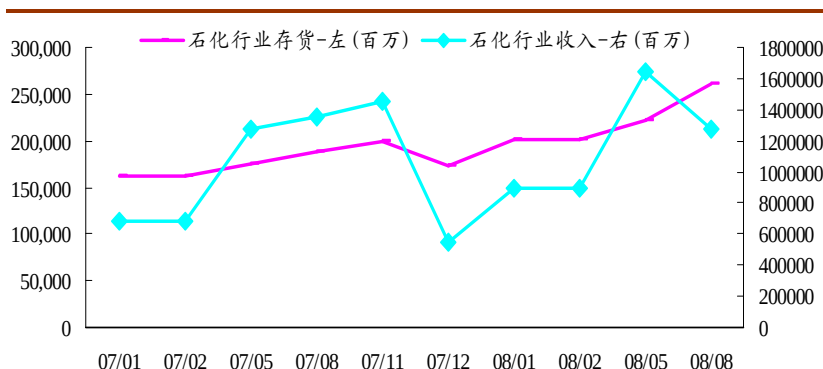
从全球行业范围来看，国内石化行业从储量、炼能还有管理效率与国际差距在缩小，从排名来看，中国石油天然气集团公司原油储量在世界石油公司中居第 9 位，天然气储量居第 12 位，原油产量居第 4 位，天然气产量居第 13 位，炼制能力居第 9 位，油品销售量居第 14 位，综合排名居第 7 位，已连续七年位居世界 10 大石油公司行列。中国石油化工有限公司排名下降一位，列第 29 位。

图 1. 国内石化行业亏损变化



资料来源：CEIC,招商证券(香港)

图 2. 国内石化行业收入存货变化



资料来源：CEIC,招商证券(香港)

一般来讲，石化行业周期性在 6-7 年，国内这一轮从 2002 年开始，在实体经济带动下，石化行业周期向上，产业扩张迅速，较好的盈利能力使国内化工装置产能快速增长。在此期间，行业年收入增速超过 30%，利润增长也在 25% 左右。从 08 年四季度，国内进入周期下行通道，未来持续时间要根据实体经济的需求和油价来判断。

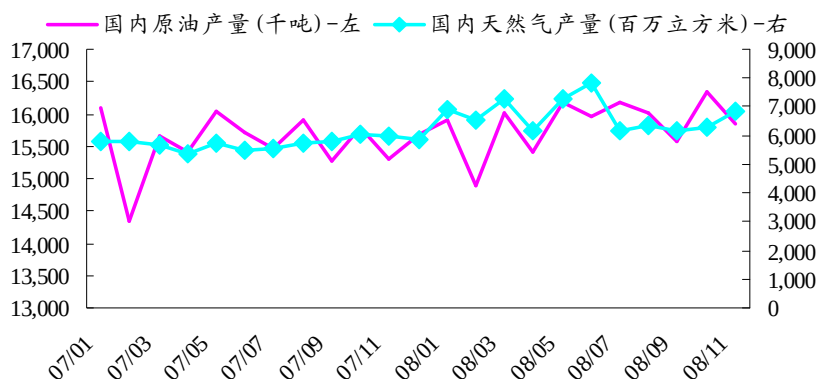
■ 勘探

根据国家最新的矿产资源规划(2008-2020)，目前国内石油探明程度在 33%，储量和产量增长具备资源基础；天然气探明程度约 14%，前景广阔。要力争在 2008-2010 年分别新增石油和天然气探明储量 30-35 亿吨和 1.5-1.8 万亿立方米；2010-2015 年新增石油和天然气探明储量对应应在 50-60 亿吨和 2.8-3.5 万亿立方米。报告指出，2008 年到 2020 年国内累计石油需求超过 60 亿吨，石油对外依存度将超过 60%。到 2010 年石油总产量达到 1.9 亿吨，天然气产量超过 1100 亿立方米；到 2015 年对应着两种能源的产量分别达到 2 亿吨和 1600 亿立方米。加强油气勘查，促进油气资源的持续开发。加强渤海湾、松辽、塔里木、鄂尔多斯等 11 个主要含油气盆地勘查，实现探明地质储量较快增长。

继续实行油气并举的方针，鼓励开采石油、天然气、煤层气、油砂、油页岩等矿产。加快海域油气资源的勘探开发，优化开发陆上油气资源，深入挖掘主要产油区的资源潜力，加强老油田稳产改造，延缓老油田产量递减速度，确保全国石油产量稳产并保持稳步上升。加快西南、鄂尔多斯、塔里木、松辽、柴达木、中原地区和东海七大天然气基地的建设步伐。

中石油集团旗下长庆油田力争在 2015 年前实现油气当量 5000 万吨，其中原油产量和天然气各占 2500 万吨。这就意味着长庆油田未来将取代大庆油田，成为国内最大油气田。大庆油田现有油气当量为 4000 万吨左右

图 3. 国内油气产量变化

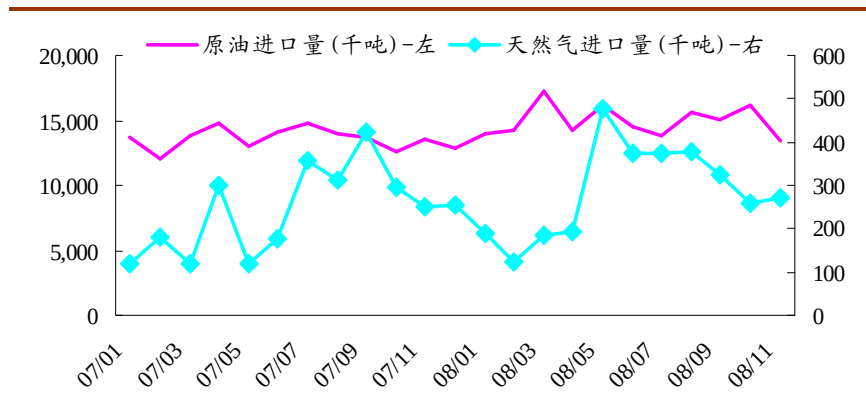


资料来源：CEIC,招商证券(香港)

从我国近中期天然气消费变动趋势分析,受到天然气资源限制,国家必将继续在政策上鼓励居民天然气消费;受到稳定需求市场,优化调整电源结构的影响,我国必将在适当时机出台鼓励天然气发电的政策措施。

另外,天然气消费市场已经进入快速发展阶段。城市燃气将是我国未来消费市场的主体,天然气发电有望受到政策的支持,天然气化工仍然有一定的增长空间,而工业燃料市场前景广阔。按照热值当量计算,我国石油与天然气价格之比为 1: 0.24, 而国际市场是 1:0.6, 国内天然气价格明显偏低,未来天然气市场提升的空间巨大。随着西气东输二线、川气东送、中亚、中缅管道和上海、浙江、福建、江苏、山东等 LNG 项目的开始建设实施,对相关行业能否承受较高气价,会否出现预期需求的减少,还要看国家未来政策措施和对价格机制的调整。

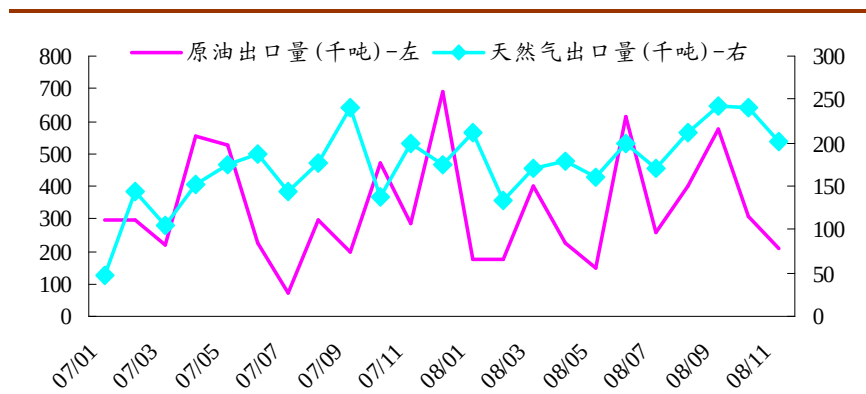
图 4. 国内油气进口量变化



资料来源: CEIC,招商证券(香港)

预计 2008 年,中国天然气消费总量中,工业燃料为 237 亿立方米,占 30.5%;化工为 244.8 亿立方米,占 31.5%;城市燃气消费为 237 亿立方米,占 30.5%;天然气发电为 58.3 亿立方米,占 7.5%。

图 5. 国内油气出口量变化



资料来源: CEIC,招商证券(香港)

海上勘探方面，中海油未来 3 年计划筹资 4800 亿元用在国内的海上和陆上开采，公司目标 2008 到 2011 年石油和天然气净产量增长率保持在 7%和 11%，其中 09 年增幅有望达 14%-16%。公司在未来 10 年到 20 年间计划投入约 2000 亿元用于南海海域的油气勘探开发。中海油长时间独家垄断国内海上石油勘探开发权，不过，自 2004 年国家打破国内油气资源勘探开发的海陆分界线后，另两大石油巨头中石油和中石化也陆续“下海”。其中中石油 2008 年海洋石油原油产量突破 200 万吨，创下历史新高。中石化也在加快南海深水油气勘探开发的步伐。中石油 08 年海外作业原油产量达到创纪录的 6220 万吨，但是增速较 06 年和 07 年的 52.4%和 10.3%大幅下降到 3.3%。同时海外天然气产量达到 67 亿立方米。

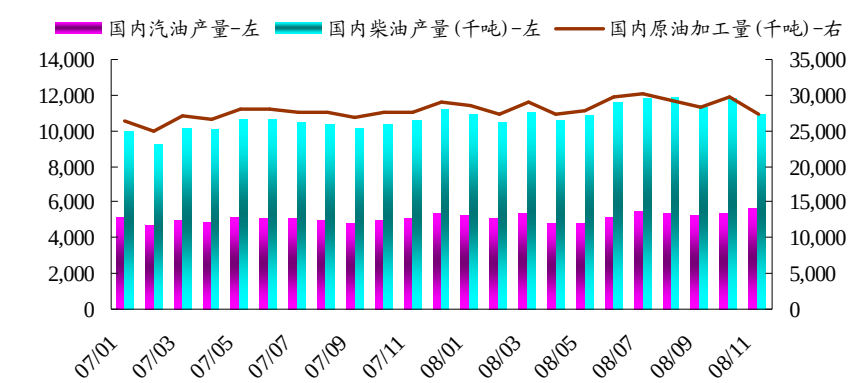
■ 炼油

由于国内库存压力大，柴油消费需求进入淡季，国内 1 月份将有至少 32 万吨汽柴油出口，其中包括中石化柴油 15 万吨，以保持国内炼厂开工率，平衡供需。考虑汽柴油消费税退税，汽油出口亏损收窄，而柴油出口存在赢利。

国内一月份上调成品油消费税，直接打压下游炼厂的利润率，但是鉴于国家没有完全放开成品油价格，未来炼油利润率还将保持相对高位。另外，进口燃料油成本因消费税上涨而上涨，炼厂加工进口燃料油处在亏损加重状态。春节临近，地方炼厂为避免低库存纷纷降低开工率，控制产能。

截止到目前，中国已有两座年加工量为 2000 万吨的炼化基地：中石化镇海石化和中石油大连炼化，达产时间分别为 2007 年和 2008 年。另外，抚顺石化、独山子石化、广西钦州千万吨炼油 4 个在建项目。

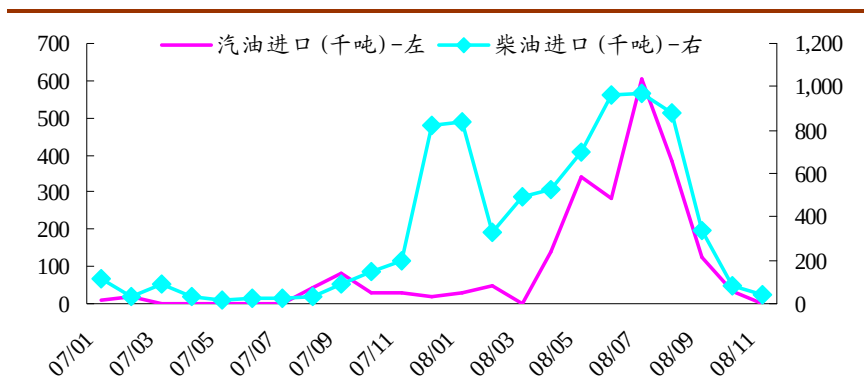
图 6. 国内成品油产量变化



资料来源：CEIC,招商证券(香港)

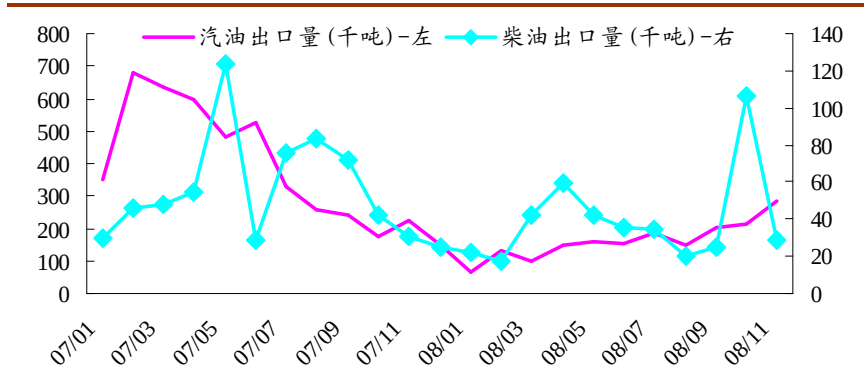
此外，西南地区四川彭州 1000 万吨、重庆 1000 万吨、云南 1000 万吨三大炼油项目，沿海辽宁葫芦岛 1000 万吨炼油项目、天津大港石化 1500 万吨改扩建项目、威海镆铎岛 1000 万吨炼油项目、中委 2000 万吨项目都在规划之中。

图 7. 国内汽柴油进口量变化



资料来源: CEIC,招商证券(香港)

图 8. 国内汽柴油出口量变化



资料来源: CEIC,招商证券(香港)

炼化业务曾经是中石油的短板，但目前这一现状正在改变，中石油正在精心打造这一领域，对炼化业务进行战略性结构调整。据国际石油公司的普遍经验，油气公司勘探和炼化两个板块的最佳规模比是 1：2。而中石油年采油量在 1 亿吨以上，按 1：2 的比例，2 亿吨的炼油规模是最为合适的。对于中石化来讲，09 年将是公司炼油竞争优势充分发挥的一年。当前成品油价格更真实地反映出国际油价及加工成本等因素，公司可望保持炼油业务不亏损。并且对于中石化炼油业务将成为公司创效的主力。

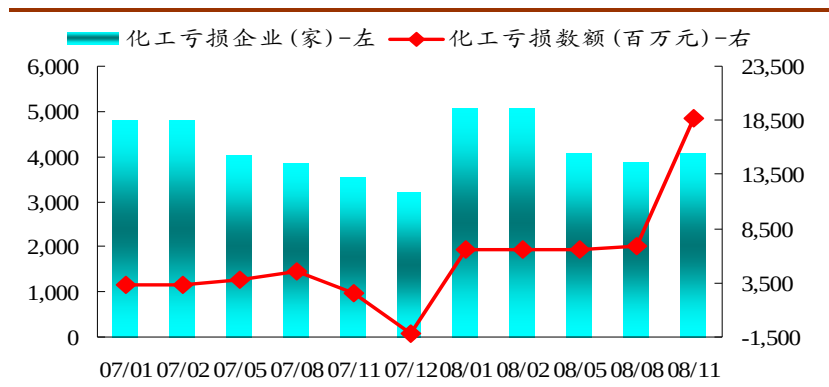
地炼方面，截至 2008 年底，中国地方炼厂数量共有 99 家，总炼油能力为 8805 万吨/年，而排名前十位的炼厂常减压装置加工能力共计达到 3030 万吨/年，占到全国地方炼厂一次总炼油能力的 34.4%。

■ 化工

整体来看,石化产品价格的下跌幅度超过原油价格的下跌,化工品如石脑油的价格低于原油价格,苯的价格低于石脑油价格。世界主要石化生产商纷纷降低开工率,包括合成树脂、合成橡胶的消费增速大幅下降。同时塑料和合成纤维等产品的需求疲软。

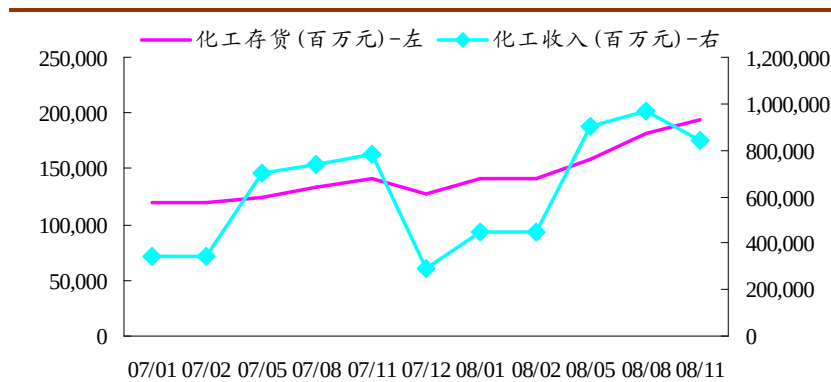
未来海外低成本化工产品对国内生产企业的冲击不容忽视。以中东为例,其以乙烷为原料生产乙烯,乙烷主要来自液化天然气、油田伴生气,中东是世界上乙烯原料费用最低廉的地区。其乙烯生产成本最低达100美元/吨,而美国墨西哥湾沿岸为250美元/吨,亚太地区(如马来西亚、澳大利亚、印度)采用乙烷原料生产的乙烯成本为200美元~240美元/吨。美国采用石脑油为原料生产乙烯的成本为300美元/吨,新加坡、泰国、马来西亚、印度、我国台湾等采用石脑油生产乙烯的成本为320美元~340美元/吨,韩国、日本石脑油裂解装置乙烯生产成本为480~500美元/吨,我国石脑油裂解装置乙烯平均生产成本高达530美元/吨。中东石化生产商具有明显的低成本优势。

图 9. 化工子行业亏损变化



资料来源: CEIC,招商证券(香港)

图 10. 国内化工子行业收入存货变化



资料来源: CEIC,招商证券(香港)

今年一年，中石化将有三套乙烯装置建成投产，中石化福建项目预计 09 年一季度投产，天津的合资项目在 09 年三季度末投产，镇海 100 万吨大乙烯也将在年底前试运行。未来国内化工子行业周期性下行的影响将大大超过全球平均水平。

■ 营销分销

09 年 1 月中石化减产保销，计划增加出口至 30.1 万吨，同比增长 70.5%。增长主要来自柴油和煤油，其中柴油出口量为 15 万吨，煤油出口量为 15 万吨，分别环比增加 8.45 万吨和 4 万吨，逐渐摆脱了 08 年底高库存的局面。炼厂继续减产，成品油计划产量在 800 万吨，环比下降 4.6%，其中汽柴油下降比例在 1:2.26。

成品油定价新机制仅设定“最高零售价”无疑为成品油零售市场打开了自由调价的空间，未来各地加油站调价很有可能成为常态。新的定价机制确定了成品油生产者的合理利润，也完成了从卖方到买方市场的转变。

■ 战略石油库存

中国计划利用这轮国际油价和需求大幅下跌向前推动其建立战略原油储备计划的第二阶段。中国战略石油储备建设的第二阶段即将开始动工并择时填充。之前第一阶段涉及包括 08 年 11 月开始填充国有第三个原油战略储备库，约 730 万桶原油被注入青岛市黄岛基地的存储罐，12 月和 2009 年 1 月将会向存储罐注入更多的石油。中国前两个原油储备基地——镇海和舟山原油战略储备基地已在一年多前投入使用，而第四个大连原油储备基地则将于年底前完工。满载容量在 1.02 亿桶水平，相当于国内 29 天的原油进口。

第二阶段预计库容在 2680 万立方米相当于 1.7 亿桶库存能力，但是目前相关设施建设是否开始还不清楚。相比而言，美国作为全球最大紧急战略原油储备在 7.25 亿桶。我国国家石油储备基地一期已基本建成。二期石油储备基地规划已经完成，库容将达到 2680 万立方米，要积极推进二期基地建设。

■ 行业未来风险

中石油和中石化经历了 08 年高油价的洗礼，虽然炼油得到巨额财政补贴，也难掩亏损之痛，更凸显现金流短缺的问题。上市公司在库存、应收应付、产品积压的管理，决定其最终资金链是否充裕。

前期新建和扩建项目在未来油价持续低迷阶段，面临重新评估的趋势，在未来形势下，对于成本和收益重新测算。

毫无疑问，无论从油源竞争还是保证供给，09 年对于中国石油化工行业都是严峻的一年。如何提高整体运作效率和效益，解决资金链紧张，消化过剩产能将是急需解决的问题。中国石油进口依存度已经超过50%，未来比例还将提升，需要将储量勘探、油田开发的重点从国内逐步转向海外。只有从市场占有率、技术和效率几方面都缩小差距，未来才能保持行业持续发展。

行业投资评级	定义
增持	预期行业指数的表现在未来12个月优于市场指数
中性	预期行业指数的表现在未来12个月与市场指数一致
减持	预期行业指数的表现在未来12个月逊于市场指数

免责声明:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明: 本人于进未持有报告中所提及的股票及其相关的衍生证券。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852)31896888 传真: (852)31010828