

日期: 2009 年 03 月 30 日
行业: 石油及化工

油价确立反转，化肥蓄势盘整

——2009 年 04 月石化行业投资策略

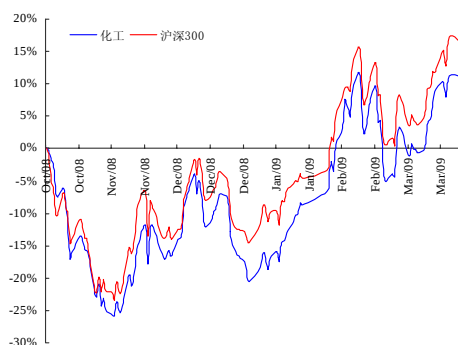


周效飞
021-53519888-1968
Zhouxiaofei@sigchina.com

化工行业收入利润增长（09 年 1-2 月）

销售收入（亿元）	8842
增长率	-17.6%
利润总额（亿元）	393
增长率	-53.2%

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号: ZXF09-MIT04

相关报告:

主要观点

国际油价重返 50 美金

本月在积极经济数据和美股强劲上涨的刺激下，原油期货市场投资者重拾信心，国际油价持续上涨。市场对通货膨胀及美元贬值的担忧重燃，推动投资者纷纷买进大宗商品等资产。纽交所原油最高价格为 54.34 美元/桶，伦交所布伦特原油期货最高为 53.50 美元/桶。从中远期来看，国际市场石油价格将以震荡上行为主调。通货膨胀、供应即将偏紧、投机资本等三大因素将推动今后石油价格继续反弹。

化肥价格蓄势盘整

3 月份国内尿素出厂均价月初的 1980 元盘整至 1880 元；黄磷出厂均价继续在 14000 元/t 附近盘整；MAP 稳定在 1800 元/t；DAP 稳定在 2800 元/t；盐湖钾肥氯化钾出厂价确定为 4200 元/t，国投罗钾硫酸钾出厂价为 3800~3900 元/t。预计 2 季度化肥价格将继续上涨，尤其是磷铵、磷化工产品底部盘整时间较长，将展开报复性反弹。

石化个股普遍滞涨，注意短线沽压

石化个股自 4 季度以来普涨，3 月份石化行业 20 支重点股票中 9 支股票跑输大盘。从个股来看，滞涨现象严重，注意短线沽压。

投资建议

评级: 未来十二个月内，中性。

建议重点关注澄星股份、兴发集团、湖北宜化。

数据预测与估值

09 年石油及化工行业重点推荐股票评级

股票名称	股票代码	20090330	EPS			P/E			投资评级
		收盘价	07A	08E	09E	07X	08X	09X	
澄星股份	600078.SH	7.87	0.13	0.18	0.49	60.5	43.7	16.1	超强大市
兴发集团	600141.SH	17.54	0.30	1.17	1.10	58.5	15.0	15.9	超强大市
湖北宜化	000422.SZ	13.22	0.72	0.80	0.90	18.4	16.5	14.7	跑赢大市

资料来源: 上海证券研究所

目 录

一、国际油价成功突破 50 美元	1
1、WTI 油价成功突破 50 美元	1
2、维持 09 年油价 40~80 美元判断	1
二、国内化肥价格盘整蓄势	2
1、国内尿素价格盘整至 1880 元	2
2、黄磷价格继续在 14000 元盘整	2
3、磷铵价格继续盘整	3
4、国内钾肥价格维持高位	3
三、09 年 3 月份石油化工板块与大势同步	4
四、国内石油上市公司估值严重高于国际市场	6
1、维持“中性”评级	6
2、中国石油类股依然估值过高	6
3、建议关注磷化工、化肥品种	6

图

图 1 2009 年以来国际原油价格	1
图 2 2008 年以来国际国内尿素市场价格	2
图 3 2008 年以来国内黄磷出厂价 (CNY/t)	3
图 4 2008 年以来国际国内磷铵市场价格	3
图 5 2008 年下半年以来国内硫酸钾出厂价	4
图 6 2007 年以来国际国内钾肥市场价格	4
图 7 2009 年 03 月份石油化工行业股票价格指数运行表现	5
图 8 2009 年 03 份石油化工行业重点公司市场表现	5

表

表 1 石油及化工行业重点公司相对估值比较	7
-----------------------	---

一、国际油价成功突破 50 美元

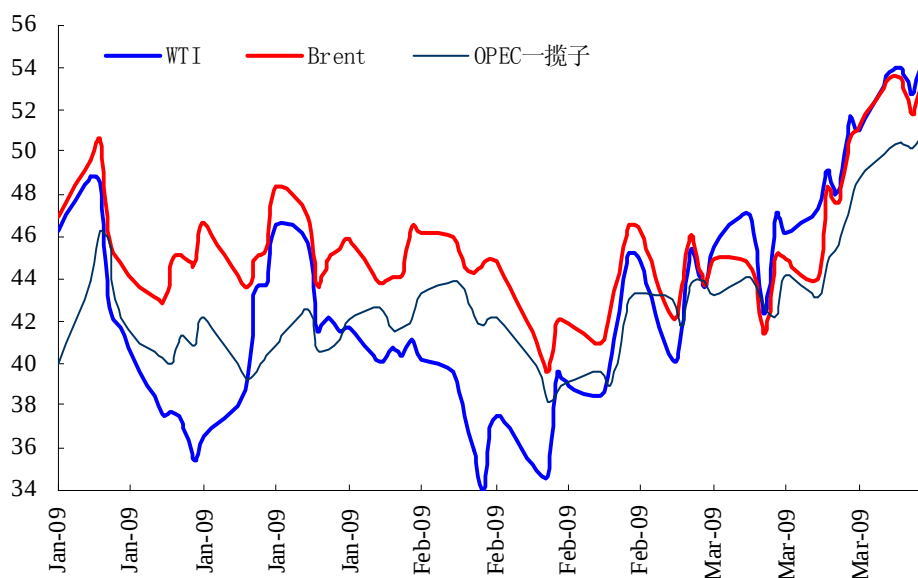
1、WTI 油价成功突破 50 美元

本月，纽交所原油最高价格为周四创下的 54.34 美元/桶，最低为 51.06 美元/桶，平均价格为 53.19 美元/桶，与上周相比平均上涨了 4.688 美元/桶；伦交所布伦特原油期货最高为 53.50 美元/桶，最低为 51.22 美元/桶，平均价格为 52.68 美元/桶，与上周相比平均上涨 5.584 美元/桶。

本月在积极经济数据和美股强劲上涨的刺激下，原油期货市场投资者重拾信心，国际油价持续上涨。市场对通货膨胀及美元贬值的担忧重燃，推动投资者纷纷买进大宗商品等资产。出口的大量下降反映了欧佩克降低供应的决心，并阻止了消耗量的大幅减少。

虽然世界金融危机仍在蔓延加深，金融机构和实体经济还有可能遭受更大冲击，导致石油需求难以迅速复苏，近期市场行情有可能继续弱势运行，但从中远期来看，国际市场石油价格将以震荡上行为主调。通货膨胀、供应即将偏紧、投机资本等三大因素将推动今后石油价格继续反弹。

图 1 2009 年以来国际原油价格



资料来源: Bloomberg, 上海证券研究所

2、维持 09 年油价 40~80 美元判断

根据 1970 年以来的美元历史以及 1929 年以来的历次经济衰退期间的美元表现，我们认为，如果美国政府想挽救当前经济，其货币政策及财政政策必将促使美元贬值。虽然当前美国政府可以通过打压石

油、黄金等商品价格在短期内来维持强势美元，但是美元贬值是挽救美国经济的必要但非充分条件。从中长期来看，美元贬值是必然趋势，一旦美元重返贬值通道，国际油价将重返上升通道。

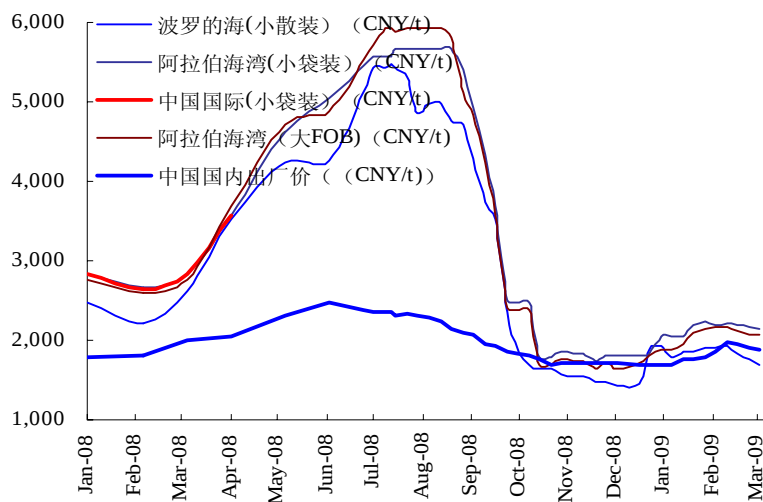
根据全球主要石油公司来看，07年平均开采成本在27美元/桶原油当量，含税成本在38美元/桶原油当量。在国家开采成本中，全球原油开采成本最高的是加拿大油砂，开采成本在34美元/桶左右，其次是尼日利亚、加拿大、委内瑞拉等地区的重油，每桶开采成本在30美元左右，巴西、英国、美国等国的每桶开采成本在25美元左右。如果原油开采收益率按照15%计算，这些国家原油售价每桶超过40美元时才具备开采动力。结合XOM、BP等大公司的成本考虑，本轮原油价格下跌的底部应该在40美元/桶附近。

根据油价2004年以来的波动趋势，我们维持09年国际油价40~80美元区间波动判断，油价大幅反弹在09年4季度可能出现；惟短期内国际油价可能要承受空头反扑压力。

二、国内化肥价格盘整蓄势

1、国内尿素价格盘整至1880元

图2 2008年以来国际国内尿素市场价格



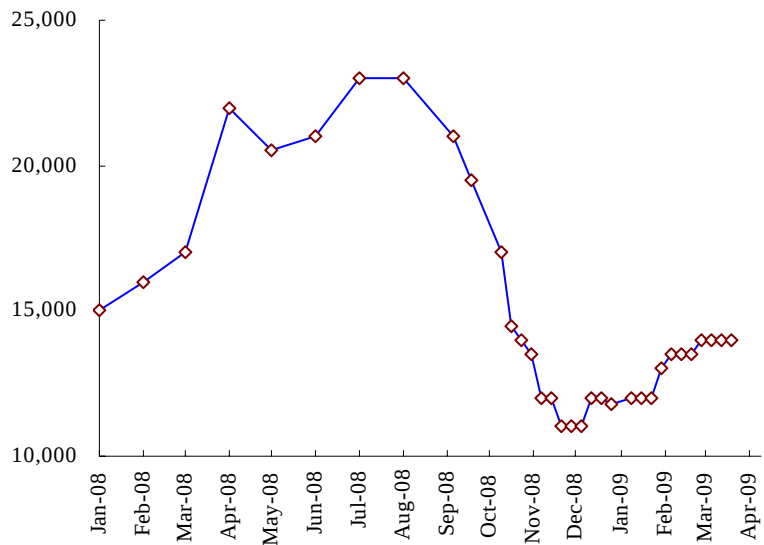
资料来源：上海证券研究所

本月国际市场尿素价格继续在底部盘整；截至3月27日，国内尿素出厂吨均价则由月初的1980元盘整至1880元，预计2季度将继续上涨。

2、黄磷价格继续在14000元盘整

截至3月27日，本月国内黄磷出厂吨均价继续在14000元盘整。

图 3 2008 年以来国内黄磷出厂价 (CNY/t)

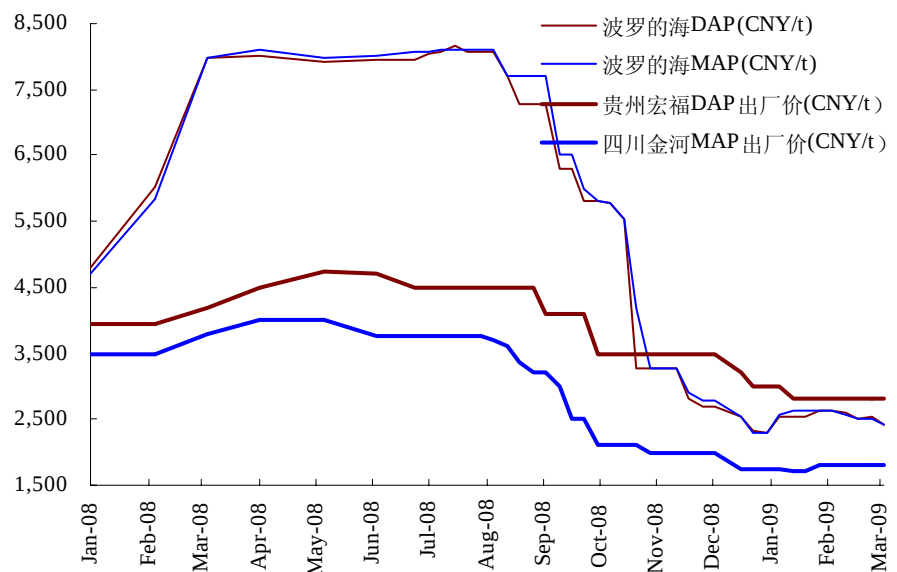


资料来源: 上海证券研究所

3、磷铵价格继续盘整

截至 3 月 27 日, 本月国内主要磷铵厂商出厂吨均价仍然盘整, 其中贵州宏福 DAP 保持在 2800 元, 四川金河 MAP 保持在 1800 元。

图 4 2008 年以来国际国内磷铵市场价格



资料来源: 上海证券研究所

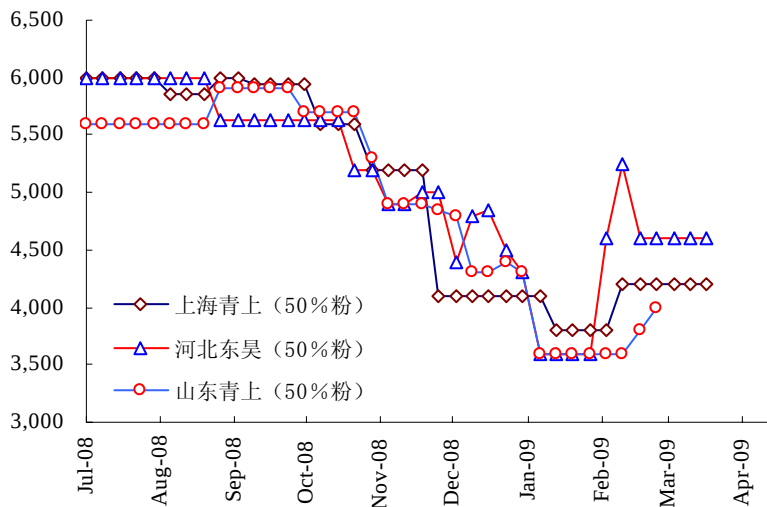
4、国内钾肥价格维持高位

本月盐湖钾肥将氯化钾出厂结算价调整为 4200 元; 国投罗钾清理硫酸钾库存, 对外出厂报价为 3800 元, 与市场氯化钾价格倒挂。

截至 3 月 27 日, 中国国内港口氯化钾实际存货 (包括已销售未提货物) 约为 260 万吨; 盐湖钾肥库存 (含与经销商共存) 氯化钾约

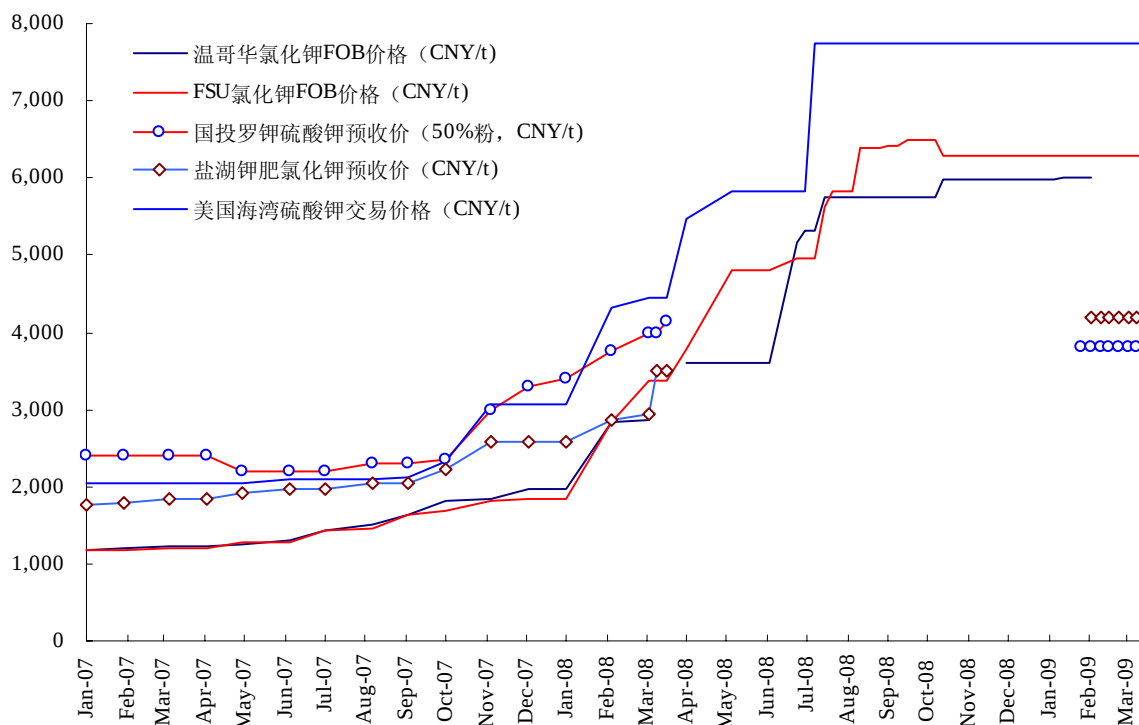
135 万吨。

图 5 2008 年下半年以来国内硫酸钾出厂价



资料来源：上海证券研究所

图 6 2007 年以来国际国内钾肥市场价格

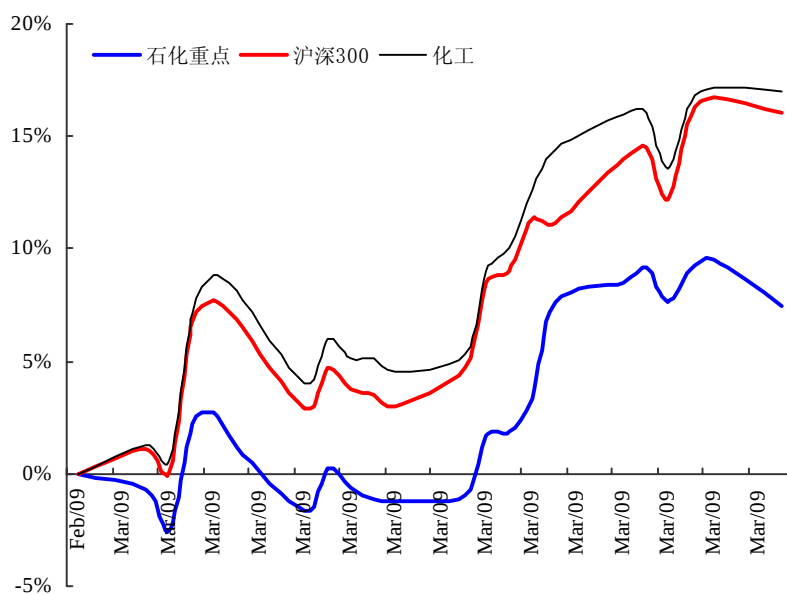


资料来源：上海证券研究所

三、09 年 3 月份石油化工板块与大市同步

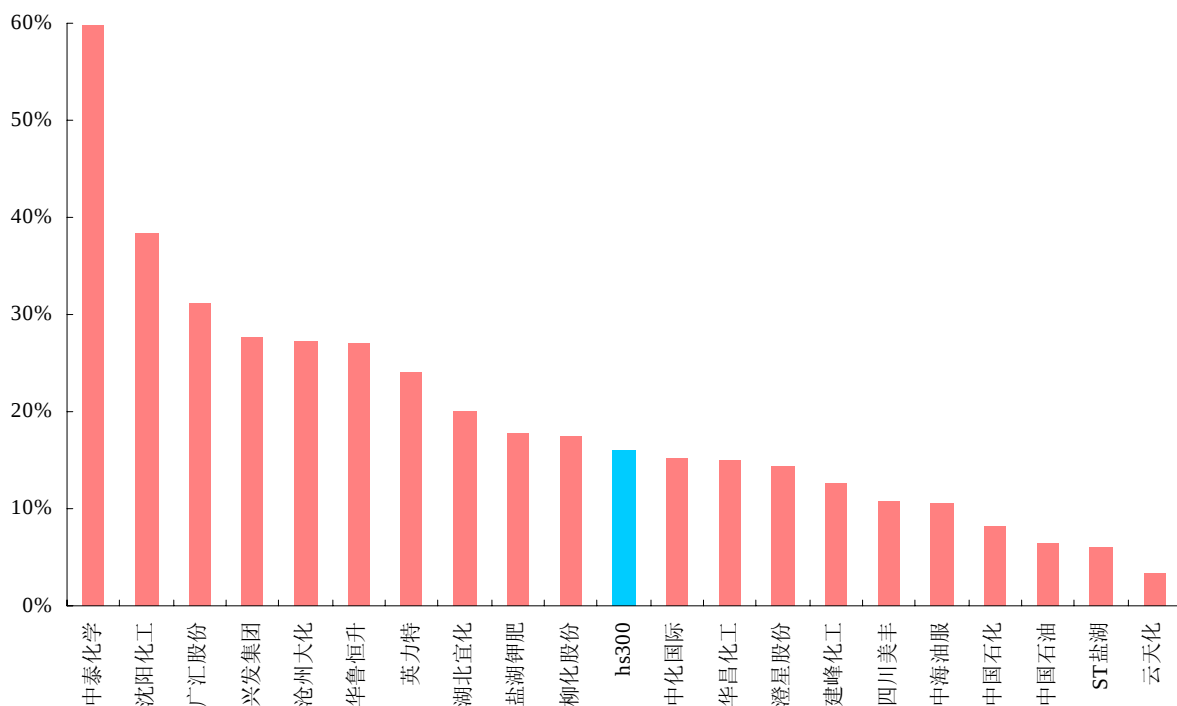
至 3 月 27 日收盘，2009 年 3 月份沪深 300 指数上涨 16.07%；上海证券石油及化工指数上涨 17.01%；石化重点公司指数上涨 7.45。

图 7 2009 年 03 月份石油化工行业股票价格指数运行表现



资料来源: WIND 资讯, 上海证券研究所

图 8 2009 年 03 份石油化工行业重点公司市场表现



资料来源: WIND 资讯, 上海证券研究所

截至 03 月 30 日, 3 月份 20 支重点股票中中泰化学涨幅为 59.73%, 沈阳化工和广汇股份涨幅超过 30%, 兴发集团等 5 支股票涨幅超过 20%, 盐湖钾肥等 8 支股票超过 10%; 中化国际等 9 支股票跑输大盘。从个股来看, 滞涨现象严重。

四、国内石油上市公司估值严重高于国际市场

1、维持“中性”评级

虽然 08 年石油及化工板块跌幅较大，但是中国石油、中国石化 2 只大盘股目前估值依然过高，它们的下跌趋势可能会使整个石油及化工大板块估值有下调风险；煤化工、氯碱及其他化学材料由于受累下游房地产行业不景气，09 年前景黯淡。

化肥板块，由于其下游为农业，周期性较弱，随着化肥价格季节性底部到来，受石油价格影响成本底部到来以及春播到来影响，行业复苏现象较乐观，惟个股自 2 月份以来普涨，出现滞涨现象，谨防短线沽压。

综合各方面因素，给予石油及化工行业“中性”评级。

2、中国石油类股依然估值过高

目前，中国石油、中国石化估值严重高于国际同类公司。

在悲观估值条件下，我们给予中国相关石油公司 09 年业绩 8 倍 P/E，中国石油（601857.SH）对应的合理估值应为 5.60 元，中国石化（600028.SH）对应的合理估值应为 4.56 元。

即使乐观估值，我们给予中国相关石油公司 09 年 10 倍 P/E，中国石油（601857.SH）对应的合理估值应为 7.00 元，中国石化（600028.SH）对应的合理估值应为 5.70 元。可是，在全球经济不景气、中国大型石油公司效率低下的条件下，我们有什么理由乐观？

对应目前的股价，我们给予中国石油行业“谨慎”评级；考虑到中国石油 A 股、中国石化 A 股的大市值效应，给予“同步大市”评级。

3、建议关注磷化工、化肥品种

建议关注国际油价反弹主要受益品种磷化工和化肥品种，由于周期性较弱，随着春播到来，产品价格有望恢复上涨。

目前国际磷矿石价格比国内磷矿石价格高出 5 倍，未来随着全球磷矿资源日益稀缺，中国磷矿资源将处于长期升值周期，磷化工企业也将会有较好前景。但是短期内国内上市公司中只有澄星股份（600078.SH）、兴发集团（600141.SH）能够出口相关产品、享受国际市场高溢价；硫磺和磷铵价格已经接近底部，随着高价硫磺库存逐步消化，利空渐次释放，可以关注湖北宜化（000422.SZ）。

中国钾肥资源稀缺，2007 年中国钾肥对外依存度高达 68%；2008 年由于价格暴涨进口量下降一半。国际生产商供应垄断、采用“以销

定产”的价格策略，国内需求将长期依靠现货进口，将使得国际国内钾肥价格长期居高不下。关注盐湖钾肥（000792.SZ）及 ST 盐湖（000578.SZ）。

尿素类上市公司一般属于行业内较大规模的公司，抗风险能力较强，毛利率较为稳定，长期保持在 20%以上，虽然尿素产能面临过剩，但是对优质上市公司影响不大。由于东部农业收入较高，对化肥成本转嫁能力较强，建议关注华鲁恒升（600426.SH）、华昌化工（002274.SZ）；柳化股份（600423.SH）由于邻近越南，便于出口，建议关注；同时关注建峰化工（000950.SZ）、沧州大化（600230.SH）等在 2009 有新项目投产，具备良好成长性的公司。

建议长期关注中化国际（600500.SH），该公司正由贸易型轻资产行业向上游重资产行业战略转型，未来发展方向系天然橡胶及农药。如能转型成功，公司前景值得期待。

表 1 石油及化工行业重点公司相对估值比较

股票名称	股票代码	货币	20090330	EPS			P/E			P/B
			收盘价	07A	08E	09E	07X	08X	09X	
湖北宜化	000422.SZ	CNY	13.22	0.72	0.80	0.90	18.4	16.5	14.7	3.5
ST 盐湖	000578.SZ	CNY	23.78	N.a	0.49	0.72		48.5	33.0	11.4
英力特	000635.SZ	CNY	12.76	0.71	0.30	0.50	18.0	42.5	25.5	4.5
沈阳化工	000698.SZ	CNY	10.03	0.31	0.61	0.80	32.4	16.4	12.5	1.8
四川美丰	000731.SZ	CNY	7.87	0.63	0.40	0.62	12.5	19.7	12.7	2.4
盐湖钾肥	000792.SZ	CNY	57.70	1.29	1.78	3.69	44.7	32.4	15.6	15.4
建峰化工	000950.SZ	CNY	13.30	0.47	0.88	0.79	28.3	15.1	16.8	4.3
中泰化学	002092.SZ	CNY	10.75	0.41	0.23	0.35	26.2	46.7	30.7	2.3
华昌化工	002274.SZ	CNY	20.13	0.80	1.24	1.12	25.2	16.2	18.0	2.8
中国石化	600028.SH	CNY	9.98	0.63	0.34	0.57	15.8	29.4	17.5	2.6
澄星股份	600078.SH	CNY	7.87	0.13	0.18	0.49	60.5	43.7	16.1	3.5
云天化	600096.SH	CNY	25.00	1.27	1.11	0.97	19.7	22.5	25.8	3.6
兴发集团	600141.SH	CNY	17.54	0.30	1.17	1.10	58.5	15.0	15.9	3.9
沧州大化	600230.SH	CNY	14.10	0.30	0.64	0.54	47.0	22.0	26.1	3.4
广汇股份	600256.SH	CNY	14.40	0.45	0.55	0.56	32.0	26.2	25.7	4.4
柳化股份	600423.SH	CNY	10.57	0.51	0.60	0.60	20.7	17.6	17.6	2.0
华鲁恒升	600426.SH	CNY	14.18	0.65	0.78	0.84	21.8	18.2	16.9	2.9
中化国际	600500.SH	CNY	10.12	0.44	0.65	0.72	23.0	15.6	14.1	2.6
中海油服	601808.SH	CNY	14.34	0.54	0.82	1.05	26.6	17.5	13.7	3.3
中国石油	601857.SH	CNY	11.50	0.74	0.62	0.75	15.5	18.5	15.3	2.7
国内市场样本算术平均值							28.8	25.0	19.2	4.2
国内市场样本加权平均值							19.3	25.8	17.1	3.0
国际市场化肥公司										
Potashcorp	POT.US	USD	83.84	3.32	10.79	11.39	25.3	7.8	7.4	4.0
Agrium	AGU.US	USD	34.89	3.08	8.31	6.99	11.3	4.2	5.0	1.4

Mosaic	MOS.US	USD	39.66	3.53	4.19	6.90	11.2	9.5	5.7	2.8
Terra Industry	TRA.US	USD	24.60	2.37	5.80	3.77	10.4	4.2	6.5	2.2
Yara	YAR.NO	NOK	154.00	18.37	44.35	24.02	8.4	3.5	6.4	1.5
K+S	SDF.GR	EUR	35.56	1.06	5.98	6.60	33.5	5.9	5.4	3.7
Israel Chemicals	ICL.IT	ILs	3250.00	N.a	719.60	584.68	N.a	4.5	5.6	3.6
国际化肥公司样本算术平均值							16.7	5.7	6.0	2.7
新兴市场石化公司										
ONGC	ONGC.IN	INR	691.00	99.86	99.92	102.98	6.9	6.9	6.7	1.9
PTT	PTT.TB	THB	156.00	33.04	26.24	24.80	4.7	5.9	6.3	1.0
Gazprom	GAZP.RU	RUB	3.28	0.89	1.16	1.03	3.7	2.8	3.2	0.5
Petrobras	PATR4.BZ	BRL	26.20	2.80	3.77	3.27	9.4	6.9	8.0	1.6
中海油 H 股	883.HK	HKD	6.80	0.81	1.18	0.80	8.4	5.8	8.5	1.6
中国石油 H 股	857.HK	HKD	5.53	0.84	0.83	0.74	6.6	6.7	7.5	1.1
中国石化 H 股	386.HK	HKD	4.05	0.71	0.46	0.69	5.7	8.8	5.9	1.0
新兴市场石化公司样本算术平均值							6.5	6.3	6.6	1.3
国际大型石化公司										
ENI	ENI.IM	EUR	15.89	2.55	2.89	2.14	6.2	5.5	7.4	1.3
ConocoPhillips	COP.US	USD	38.45	9.23	10.63	4.37	4.2	3.6	8.8	0.9
Occidental	OXY.US	USD	52.50	5.35	8.71	3.32	9.8	6.0	15.8	1.6
Repsol YPF	REP.SM	EUR	12.58	2.44	2.46	2.08	5.2	5.1	6.0	0.7
Marathon	MRO.US	USD	24.15	5.71	5.99	3.30	4.2	4.0	7.3	0.8
国际大型石化公司样本算术平均值							5.9	4.9	9.1	1.1
国际特大石化公司										
ExxonMobil	XOM.US	USD	70.95	7.08	8.44	5.57	10.0	8.4	12.7	3.0
RoyalDutchShell	RDSA.LN	GBP	1563.00	274.10	333.92	227.37	5.7	4.7	6.9	1.0
BP	BPLN	GBP	455.00	65.62	97.13	66.22	6.9	4.7	6.9	1.1
Chevron Texaco	CVX.US	USD	63.17	8.40	11.00	24.66	7.5	5.7	2.6	1.5
TotalFinaElf	FP.FP	EUR	37.57	5.37	6.22	4.76	7.0	6.0	7.9	1.7
国际特大石化公司样本算术平均值							7.4	5.9	7.4	1.7

资料来源: WIND 资讯, 上海证券研究所; 相关公司 07EPS 经过除权处理

分析师承诺

分析师 周效飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。