

石油化工



方磊 裴力军

石油化工行业研究员

021-38565939

fangl@xyzq.com.cn

油价快速反弹或结束，炼油维持高景气度

石油化工行业 2009 年 4 月份月报

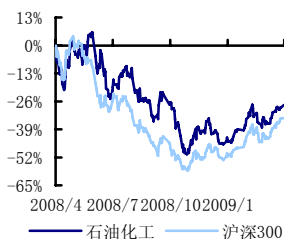
推荐 (维持)

2009-4-8

重点公司

重点公司	09E	10E	评级
中国石油	0.57	0.68	推荐
中国石化	0.48	0.63	推荐
中海油 H	0.62	0.88	强烈推荐
中海油服	0.61	0.75	推荐
海油工程	0.71	0.85	推荐

行业走势



相关报告

《炼油定价新机制将引发 09 年利润大幅反弹》2009-3-30

《OPEC 再度讨论减产，石化振兴规划出台》2009-3-2

《油价或将小幅反弹 石化行业短期可看好》2009-2-10

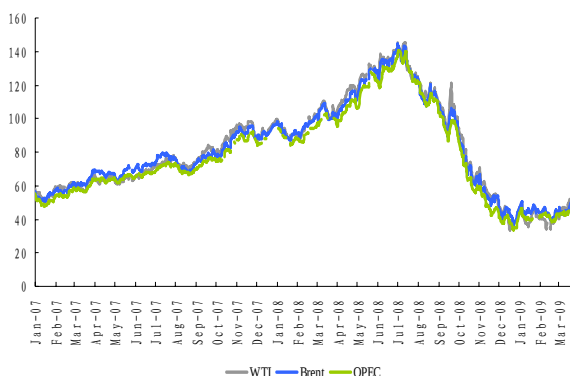
投资要点

- **油气开采：流动性担忧导致油价反弹。**在通胀预期的催化下，国际原油价格 3 月份经历了一波较大的反弹，1 个月内上涨幅度达 30% 以上，这完全符合我们之前的判断和预测。我们认为，40 美元/桶的油价仅仅反映了供需层面的因素，并没有反映原油的金融属性，但由于短期内涨幅较大，原油的快速反弹期基本结束，未来可能会呈稳健上扬的态势。
- **炼油行业：新机制+低油价带来黄金机会。**国家发改委宣布 3 月 25 日零时起将汽、柴油价格每吨分别提高 290 元和 180 元，调整幅度分别为 5.3% 和 3.7%，这是政府在过去 4 个月内的第 3 次调价，频率明显比价格体制改革之前高。以炼油为主的中石化和上海石化 09 年 1 季度业绩都同比大幅增加，其中中石化同比 50% 以上，目前原油价格依然处于低位，预计短期内难以再大幅反弹，国内炼油企业的景气度还将维持一段时期。
- **石化行业：基本走出行业底部。**多数石化产品 3 月份都有一定幅度的反弹，其中表现最显眼的苯乙烯，产品价格从最低的 4800 元/吨大幅反弹到 8400 元/吨，涨幅高达 75%。
- **投资建议：短线看好 A 股炼化行业，继续看好 H 股。**我们认为在通胀预期刺激下，原油价格已经有较大幅度的反弹，短期内很难继续大幅上涨，这将延长国内炼化企业的景气周期，短期内看好以中石化和 S 上石化为代表的石化行业，跑赢大盘的可能性较大。从长期投资角度看，我们认为石油石化板块的 H 股投资价值非常明显，给予“强烈推荐”评级，未来 6 个月内上涨的概率很大。

1 油气开采行业——流动性担忧导致油价反弹

1.1 OPEC 维持产量不变，油价如期反弹

图 2: 国际原油价格 (美元/桶)



数据来源：中石油网站、化工在线

图 3: 美国原油库存数据 (百万桶)



数据来源：EIA

油价表现

09 年 3 月份，在通胀预期的催化下，国际原油经历了一波较大的反弹，截至 4 月 7 日，WTI 原油期货价格为 49.15 美元/桶，1 个月内上涨幅度达 30% 以上，这完全符合我们之前的判断和预测。我们认为，40 美元/桶的油价仅仅反映了供需层面的因素，并没有反映原油的金融属性，但由于短期内涨幅较大，快速反弹期基本结束，未来可能会呈稳健上涨的态势。

油价变动原因分析:

流动性过剩预期是本次油价反弹的最大原因，由于美国持续增加刺激经济方案的规模，导致财政赤字大幅增加，引发美元长期贬值的担忧，避险资金大量进入以原油为代表的大宗商品市场。

行业重大事件:

OPEC 在 3 月 16 日召开部长会议，决定保持目前的产量不变。

EIA 预计欧佩克 09 年石油出口收入为 3830 亿美元，和 08 年 9710 亿美元相比，下降 61%，至 2004 年以来的最低水平，EIA 还预计，欧佩克 2010 年的石油出口收入将回升至 5033 亿美元，日产量将达到 2984 万桶。

《Oil Drum》3 月 17 日指出世界石油产量在 2008 年已经达到峰值，平均日产石油 8173 万桶（包括原油、伴生气凝析油、油砂和天然气处理厂生产的液体），即使扣除天然气厂生产的液体的话，石油产量的最高点依然出现在 2008 年。

国际能源机构预测，2009 年全球石油消费将自上世纪 80 年代以来首次出现萎缩，可能比 2008 年减少 125 万桶/日。对于欧佩克和非欧佩克产油国来说，石油供求

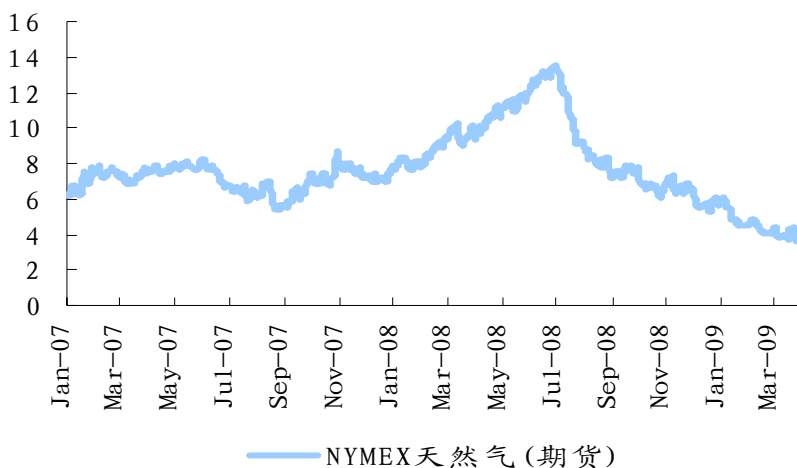
问题面临严峻挑战。但从中、长期来看，国际石油市场的供求关系依然趋紧，到2030年需要增加4500万桶/日的供应量才能满足石油需求增长，其中2/3的石油产量将来自亟待开发的新油田。如果产油国和消费国政府及国际能源企业扩大产能的投资不能得到保证，世界经济开始复苏时可能不得不面对新一轮高油价冲击。

对油价的判断：油价快速反弹期结束，未来将逐步趋稳

原油价格短期内涨幅较大，快速反弹期或将结束，未来将延续震荡上扬的态势，长期价格依然可能看到60-100美元/桶。

1.2 国际天然气价格跌幅趋缓，向下空间已经不大

图4：国际天然气价格（美元/百万热值单位）



数据来源：化工在线

表1：油气价格情况（单位：原油—美元/桶，天然气—美元/mmbtu）

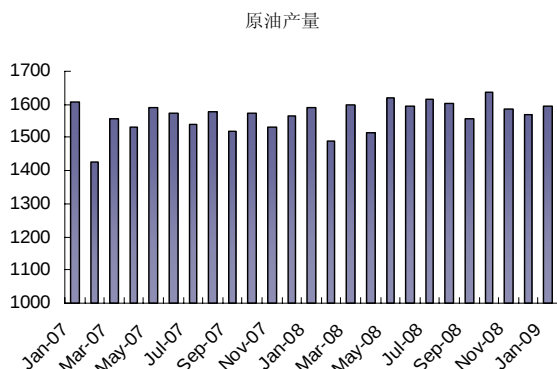
产品种类	最新日期	最新价格	年内变动	一月变动	一年变动
WTI	09-4-7	51.22	12.7%	7.8%	-52.1%
Brent	09-4-7	49.15	8.8%	5.5%	-51.6%
OPEC	09-4-7	51.9	18.3%	10.0%	-47.6%
天然气	09-4-7	3.562	-40.3%	-9.7%	-63.6%

资料来源：兴业证券研发中心整理

国际天然气价格09年3月跌幅有所减少，截止4月7日，美国NYMEX天然气价格为3.562美元/百万热值单位，折合人民币0.82元/立方米。

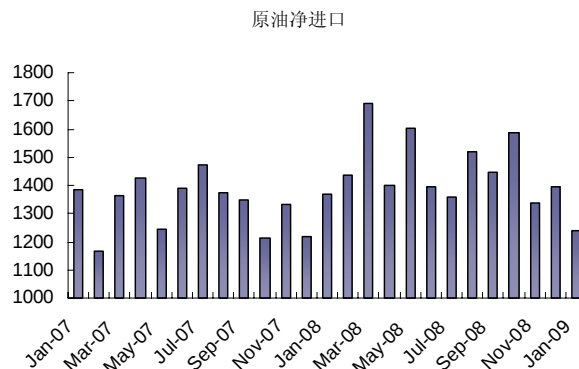
1.3 国内原油进口量有所下滑

图 5: 国内月度原油产量情况 (万吨)



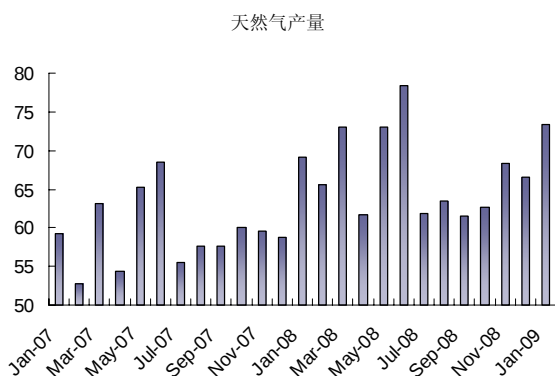
数据来源: CPCIA

图 6: 国内月度原油进口情况 (万吨)



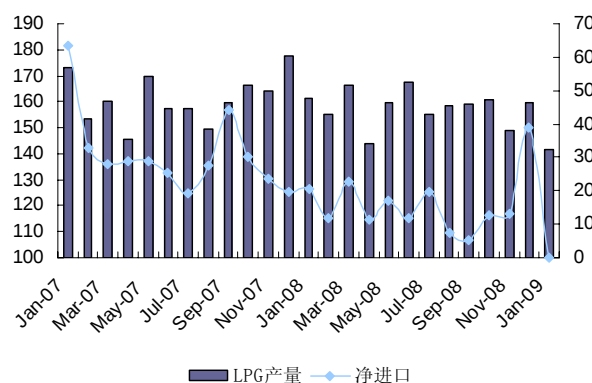
数据来源: CPCIA

图 7: 国内天然气产量 (亿立方米)



数据来源: CPCIA

图 8: 国内月度 LPG 产量和进口 (万吨)

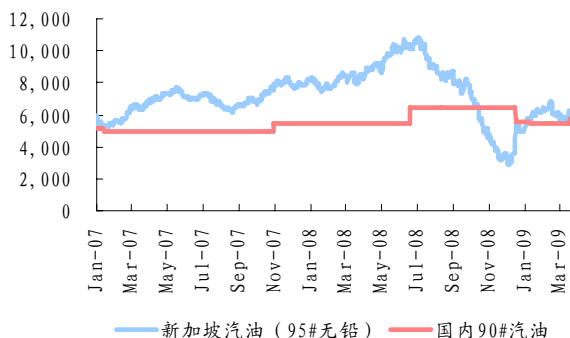


数据来源: CPCIA

2 炼油行业——新机制+低油价带来黄金机会

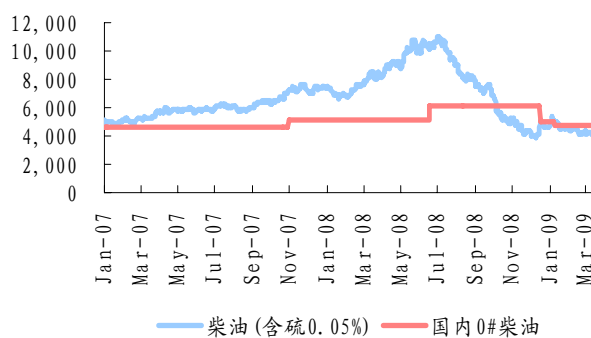
2.1 国内成品油小幅提价，未来调价可能比较频繁

图 9: 国内外汽油价格 (元/吨)



数据来源: 化工在线

图 10: 国内外柴油价格 (元/吨)



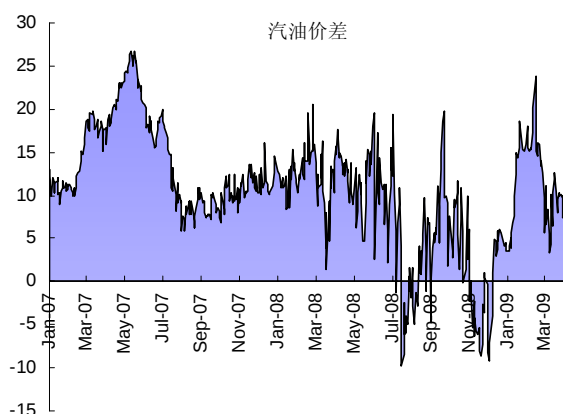
数据来源: 化工在线

国家发改委宣布 3 月 25 日零时起将汽、柴油价格每吨分别提高 290 元和 180 元，调整幅度分别为 5.3% 和 3.7%，此前的汽、柴油供应价格分别为每吨 5440 元和 4810 元。这是政府在过去 4 个月内的第 3 次调价，频率明显比价格体制改革之前高，未来频繁的调价可能会成为常态。

以炼油为主的中石化和上海石化 09 年 1 季度都发布了业绩预增公告，其中中石化同比 50% 以上，目前原油价格虽有所反弹，但依然处于低位，这段时期是国内炼油企业的黄金时期，预计国际原油短期内难以再大幅反弹，国内炼油企业的景气度还将维持一段时期。

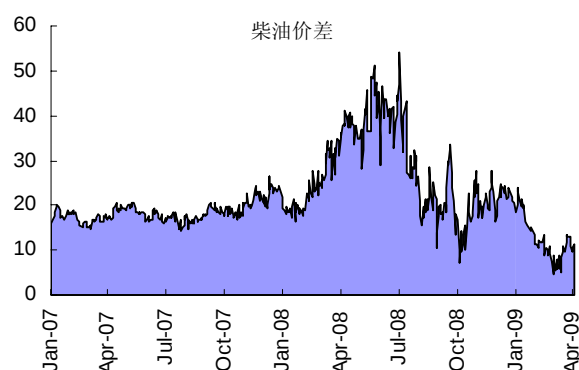
2.2 原油产品价差继续反弹，回暖迹象明显

图 11: 原油/汽油价差 (美元/桶)



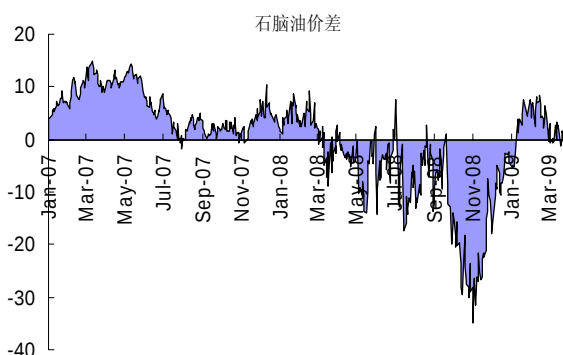
数据来源: 化工在线

图 12: 原油/柴油价差 (美元/桶)



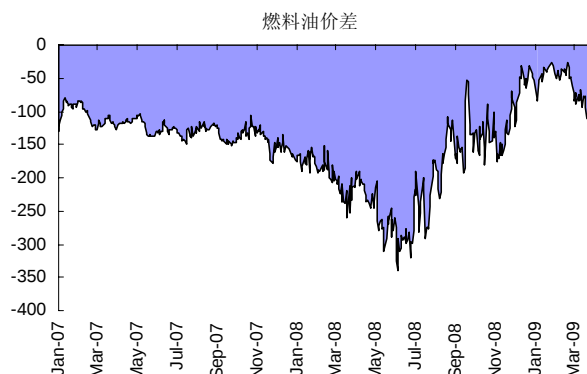
数据来源: 化工在线

图 13: 原油/石脑油价差 (美元/桶)



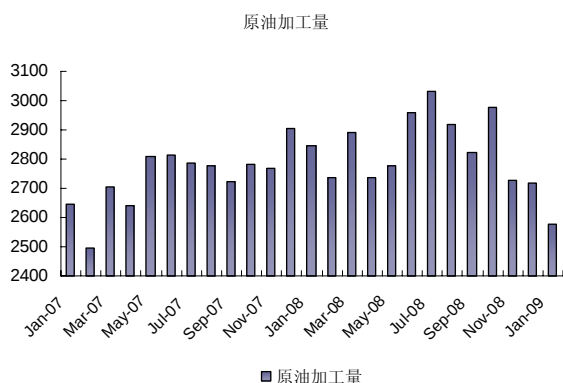
数据来源: 化工在线

图 14: 原油/燃料油价差 (美元/吨)



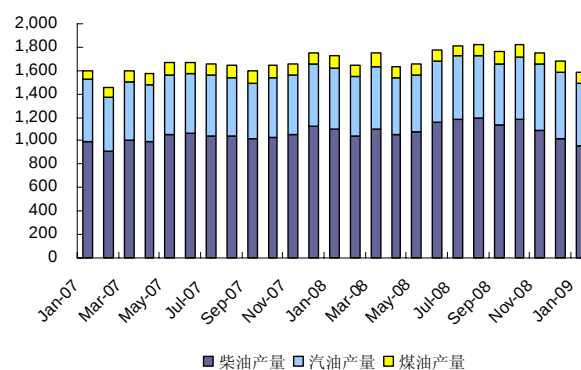
数据来源: 化工在线

图 15: 国内月度原油加工情况 (万吨)



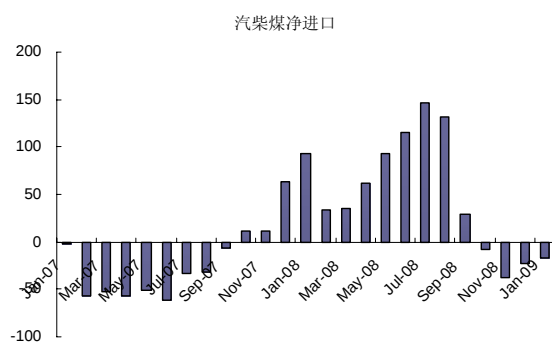
数据来源: CPCIA

图 16: 国内月度成品油产量情况 (万吨)



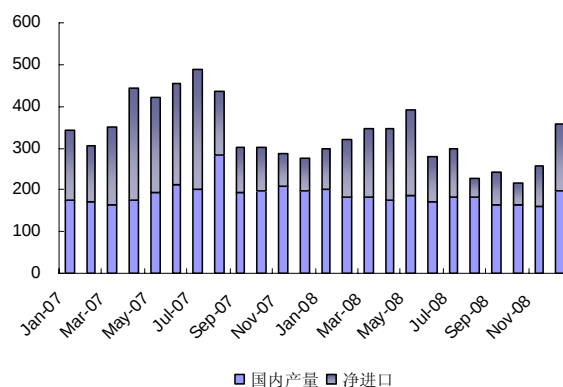
数据来源: CPCIA

图 17: 国内汽柴油进口情况 (万吨)



数据来源: CPCIA

图 18: 国内燃料油产量与进口 (万吨)

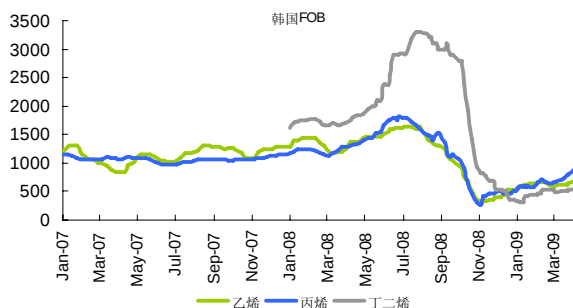


数据来源: CPCIA

3 石化行业——基本走出行业底部

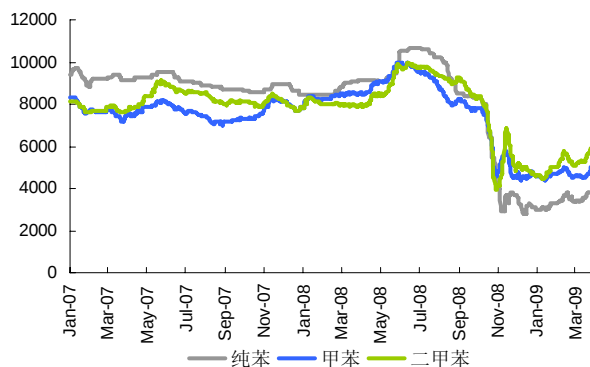
3 月份，多数石化产品都有一定幅度的反弹，其中表现最显眼的苯乙烯，产品价格从最低的 4800 元/吨大幅反弹到 8400 元/吨，涨幅高达 75%。

图 19: 国际主要烯烃价格 (美元/吨)



数据来源: 化工在线

图 20: 国内主要芳烃价格 (元/吨)



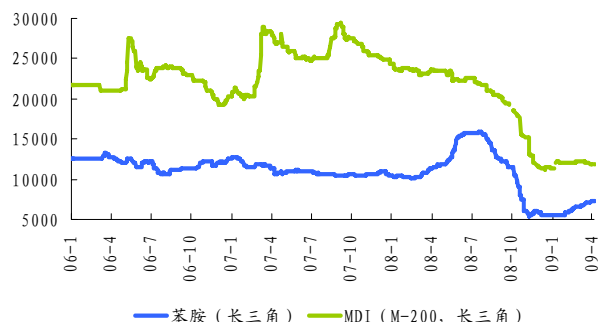
数据来源: 化工在线

图 21: 国内苯乙烯价格 (元/吨)



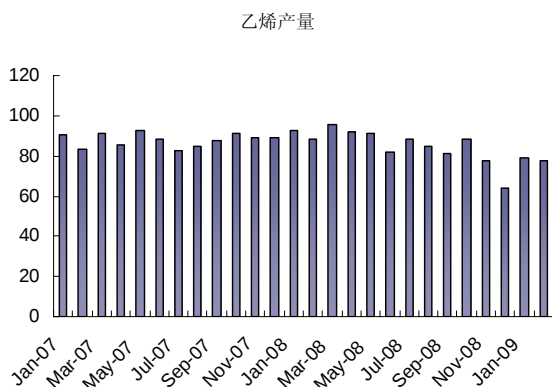
数据来源: 化工在线

图 22: 国内苯胺及 MDI 价格 (元/吨)



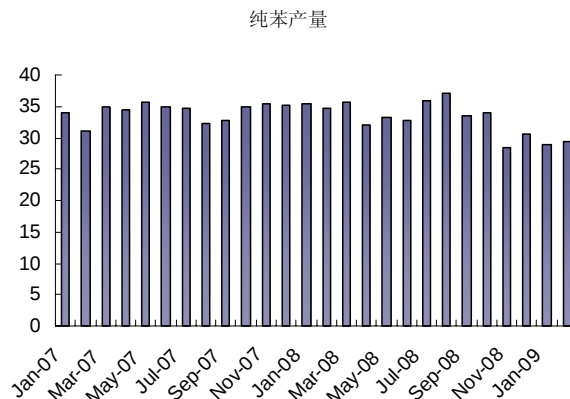
数据来源: 化工在线

图 23: 国内乙烯产量情况 (万吨)



数据来源: CPCIA

图 24: 国内苯产量 (万吨)



数据来源: CPCIA

表 2: 基础石化产品价格 (单位: 烯烃—美元/吨, 其他—元/吨)

产品种类	更新日期	最新价格	年内变动	一月变动	一年变动
乙烯	09-4-7	685	24.5%	7.4%	-44.5%
丙烯	09-4-7	900	71.4%	12.1%	-29.4%
丁二烯	09-4-7	548	63.6%	4.8%	-67.7%
纯苯	09-4-7	4600	53.3%	37.3%	-49.7%
甲苯	09-4-7	5400	18.7%	17.4%	-36.5%
二甲苯	09-4-7	6400	37.6%	25.5%	-19.5%
苯乙烯	09-4-7	7100	76.8%	35.5%	-27.0%
苯胺	09-4-7	7300	32.7%	10.6%	-36.5%
MDI	09-4-7	11900	4.4%	-3.3%	-49.6%

资料来源: 兴业证券研发中心整理

4 公司动态

4.1 中石油: 油价上涨难抵炼油巨亏

中国石油公布 2008 年报, 实现营业收入 1.07 万亿元, 同比增长 28.1%; 利润总

额 1611 亿元，同比减少 21.1%；归属于母公司的净利润为 1138 亿元，同比减少 22.0%。按国内会计准则的每股收益为 0.62 元，扣除非经常性损益后为 0.54 元。预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.47、0.62、0.79 元，维持“推荐”评级。预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.57、0.68、0.81 元，维持“推荐”评级。

勘探生产：收入利润均创历史最佳成绩，09 年将有所下降。板块收入为 6249 亿元，同比增长 32.4%，板块利润为 2401 亿元，同比增长 15.8%。收入增长的主要原因是原油、天然气的产量和销售价格均有增长，其中最重要的因素是油价的上涨；公司 08 年平均实现油价为 87.55 美元/桶，较 07 年的 65.27 美元/桶增长了 34.1%；但由于特别收益金、进口原油成本上升和下半年油价暴跌导致油气资产减值损失计提的原因，板块经营利润未能同幅增长。我们认为，09 年的原油均价将比 08 年有较大幅度的下降，因此 09 年公司勘探生产板块的收入和利润可能会有一定程度的下降。

炼油与销售：收入大幅增长难掩巨亏，09 年将大幅改善。板块收入为 8864 亿元，同比增长 32.1%，板块利润为亏损 829.7 亿元，07 年同期为亏损 206.8 亿元。收入增长的主要原因是炼油产品的销售量和价格均有增长；但由于国内外成品油价格的严重倒挂导致炼油板块的巨亏；其中 08 年国内汽油和柴油的平均出厂价分别为 5890 元/吨、5564 元/吨，较新加坡到岸价分别低 1119 元/吨和 2357 元/吨。在新机制下，我们对公司未来炼油板块的盈利保持乐观的看法，09 年将比 08 年有大幅的改善。

化工：下半年巨亏，短期内难有大的起色。板块收入为 1108 亿元，同比增长 7.9%，板块利润为亏损 28.7 亿元，07 年同期为盈利 78.3 亿元。收入增长的主要原因是炼油产品的销售量和价格均有增长；公司上半年盈利 67 亿，下半年亏损 96 亿，主要原因是大宗石化产品价格的暴跌导致。09 年预计下游需求短期内难有大的起色，因此 09 年化工板块的业绩不容乐观。

天然气与管道：继续稳定增长。板块收入为 633 亿元，同比增长 26.5%，板块利润为亏损 160 亿元，同比增长 28.5%，增长的主要原因是天然气价格的上涨和输气量的增加。虽然国际天然气价格也随原油有较大幅度的下降，但国内需求量依然很大，09 年国内天然气价格定价机制可能会改革，预计未来将继续保持稳定增长。

4.2 中石化：炼油定价新机制将引发 09 年利润大幅反弹

中国石化公布 2008 年报，实现营业收入 1.45 万亿元，同比增长 20.5%；利润总额 242 亿元，同比减少 71.0%；归属于母公司的净利润为 297 亿元，同比减少 47.5%。按国内会计准则，每股收益为 0.34 元。

勘探生产：原油储量略有下降，09 年绝对盈利空间不大。板块收入为 1965 亿元，

同比增长 34.9%，板块利润为 665 亿元，同比增长 36.5%。公司 08 年原油平均价为 4269 元/吨（约 86.2 美元/桶），较 07 年的 65.27 美元/桶增长了 37.9%。值得注意的是，由于新增原油储量有限，公司 08 年底原油储量为 28.41 亿桶，比 07 年下降了 1.83 亿桶，连续 3 年呈下滑趋势。公司目前扣除特别受益金的完全油气成本约 36-40 美元/桶，09 年 1 季度勘探板块贡献业绩有限，但随着油价的反弹，该部分贡献业绩将会大幅增长。

炼油板块：亏损额创历史纪录，09 年将大幅改善。板块收入为 8591 亿元，同比增长 30.4%，板块利润为亏损 615 亿元，07 年同期为亏损 108 亿元。公司炼油现金操作费用为 129 元/吨，下降 3%，但由于价格倒挂，08 年炼油毛利仍然达到创记录的 -388 元/吨（约 -8 美元/桶），虽然补贴收入 405 亿，但全年业绩仍然巨亏 615 亿。在国内炼油新机制下，公司炼油的盈利能力稳定了很多，预计 09 年将会成为主要的业绩贡献点。

营销板块：08 年稳定增长，09 年盈利将受到较大的压缩。板块收入为 8170 亿元，同比增长 22.7%，板块利润为亏损 382 亿元，同比增长 6.9%。08 年公司油品销售的吨盈利为 301 元，基本和 07 年持平，因此业绩略有增长。09 年国内原流通环节差价中允许上浮 8% 的部分缩小为 4% 左右，因此公司加油站系统的盈利受到不小的影响，预计吨盈利下降幅度在 30-35% 之间。

化工：下半年巨亏，短期内难有大的起色。板块收入为 2411 亿元，同比增长 0.2%，板块利润为亏损 131 亿元，07 年同期为盈利 133 亿元。公司上半年盈利 45 亿，下半年亏损 176 亿，主要原因是大宗石化产品价格的暴跌导致；预计 09 年将环比有所好转，但全年业绩很难乐观。

4.3 中海油：量价齐增导致业绩大涨

中海油公布 2008 业绩，实现油气销售收入 1008 亿元，同比增长 38.1%，净利润为 443 亿元，同比增长 42.0%，实现每股收益 0.99 元。预计 09-11 年公司 EPS 分别为 0.62、0.88、1.08 元，维持“强烈推荐”评级。

公司 2008 年油气产量达到 195.4 百万桶油当量，同比增长 14%，08 年原油和天然气的实现价格分别较 08 年上涨了 34.9%、16.3%。2008 年自营勘探共取得了 13 个新发现和 11 个成功评价，这些都将在未来增加公司油气产量；公司 09 年的油气计划产量是 225-231 百万桶油当量。

4.4 中海油服：行业寒流不改成长主线

中海油服公布 2008 年报，实现营业收入 124 亿元，同比增长 34.5%；利润总额 33.1 亿元，同比增长 15.4%；归属于母公司的净利润为 31.0 亿元，同比增长 38.6

%，实现每股收益为 0.69 元，扣除非经常性损益后的每股收益为 0.74 元。预计 09-11 年公司 EPS 分别为 0.61、0.75、0.99 元，维持“推荐”评级。

钻井板块：板块收入为 59.2 亿元，同比增长 51.0%，公司拥有的钻井平台数量达到 23 艘（20 艘自升式，3 艘半潜式），较 07 年增加了 8 艘，此外拥有 2 艘生活平台；公司 08 年的平均日作业费率为 12.9 万美元/日，增长 41.6%。新收购 CDE 公司有 6 艘钻井船能贡献全年收入，在所有钻井船中，90%已经签定到 09 年以后，65%已经将合同锁定到 2010 年以后，因此公司未来 2 年内的钻井工作量方面依然会保持较快增长，但预计日费用率将会有所下降。

油田服务板块：板块收入为 27.3 亿元，同比增长 20.4%，公司测井、定向井、钻井液和完井的次数均有所增长，由于油田服务价格相对稳定，因此预计 09 年收入会相对稳定。

船舶服务板块：板块收入为 16.1 亿元，同比增长 17.4%，公司目前拥有 75 艘各类工作船，4 艘油轮、5 艘化学品船，08 年新投入 8 艘工作船，将会在 09 年贡献收入。

物探板块：板块收入为 18.7 亿元，同比增长 30.1%，主要是 3 月份下水的 8 缆物探船 COSL719 业务量增加所致。预计 2010 年公司还有 1 艘 12 缆的物探船下水，09 年业务量不会有大的变化。

海外市场将大幅增加：新收购的 CDE 公司将大大增加公司海外市场的份额，预计 09 年海外市场收入占公司总收入的比重将增加到 30%左右。

5 投资建议

我们认为在通胀预期刺激下，原油价格已经有较大幅度的反弹，短期内很难继续大幅上涨，这将延长国内炼化企业的景气周期，短期内看好以中石化和 S 上石化为代表的石化行业，跑赢大盘的可能性较大。

从长期投资角度看，我们认为石油石化板块的 H 股投资价值非常明显，给予“强烈推荐”评级，未来 6 个月内上涨的概率很大。

表3：石化板块A/H股溢价情况（3月23日收盘价）

	总股本	A股股本	H股股本	A股股价	H股股价	折算价	溢价
中国石油（601857）	1830.21	40.00	210.99	11.66	6.43	5.67	105.8%
中国石化（600028）	867.02	128.34	167.80	8.80	4.32	3.81	131.1%
中海油（HK0883）	750.00	0.00	443.03	-	8.04	7.09	-
中海油服（601808）	44.95	5.00	15.35	15.04	6.61	5.83	158.2%
海油工程（600583）	19.00	11.14	0.00	17.28	-	-	-

资料来源：兴业证券研发中心整理，汇率以0.8813计算

表4、行业重点上市公司业绩预测

代码	股票简称	单位	09 年	10 年	11 年	ROE	静态 PE	PB	评级
601857	中国石油	人民币	0.57	0.68	0.81	14.4%	18.0	2.59	推荐
600028	中国石化	人民币	0.48	0.63	0.79	9.3%	25.6	2.30	推荐
0883.HK	中海油 H	人民币	0.62	0.88	1.08	30.1%	7.01	1.93	强烈推荐
601808	中海油服	人民币	0.61	0.75	0.99	15.7%	20.1	3.15	推荐
600583	海油工程	人民币	0.71	0.85	0.92	16.4%	32.7	7.14	推荐

资料来源：WIND 兴业证券研发中心整理

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。