

石油化工

2009 年下半年投资策略报告——趋势向好不变

原料/化工/石油化工

投资要点:

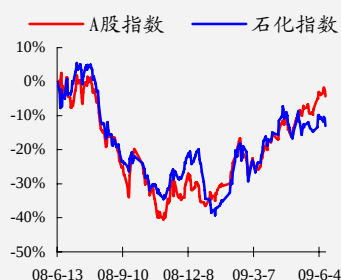
- 今年 1~4 月,石油和天然气开采业实现工业总产值 1906.8 亿元,同比下降 41.9%,精炼石油产品制造业实现工业总产值 4676.0 亿元,同比下降 18.4%,基础化学原料制造业实现工业总产值 2475.0 亿元,同比下降 11.3%,合成材料制造业实现工业总产值 1595.6 亿元,同比下降 10.7%。
- 原油价格的大幅下降,以及原油加工量的下降,使得各主要行业的产值都出现了不同程度的下降。从盈利情况看,除炼油行业增长之外,其余也均为下降。
- 展望下半年,油气开采业景气度将明显回升,炼油业将保持盈利势头,化工行业景气度将缓慢回升;对于中石化、中石油两大公司来说,中石化将在化工领域有更多的斩获,而中石油则得益于原油价格的上涨,两公司的基本面都呈现向好的趋势不变。
- 基于基本面和估值方面的优势明显,因此,维持中石化“推荐”的投资评级。
- 基于基本面向好的趋势明显,因此,维持中石油“谨慎推荐”的投资评级。
- 基于公司良好的成长性,因此,维持东华科技“谨慎推荐”的投资评级。
- 基于基本面和估值方面的考虑,维持 S 上石化、江钻股份和中海油服“中性”的投资评级。

优于大势

维持评级

2009 年 6 月 15 日

走势图



子行业	评级
油气勘探及开采	优于大势
炼油	优于大势
化工	同步大势
工程	同步大势
销售	同步大势

重要公司	评级
中国石化	推荐
中国石油	谨慎推荐
S 上石化	中性
江钻股份	中性
中海油服	中性
东华科技	谨慎推荐

分析师: 王伟纲

TEL: (8621)6336 7000-255

FAX: (8621)6337 3209

Email: wangwg@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20

(邮编 200002)

油气开采见底回升

截至 5 月底，国际市场原油价格已经较去年末上涨超过 50%。原油价格在经历了去年下半年的暴跌之后，出现了强劲的反弹。国际市场原油价格走势如图 1 所示。

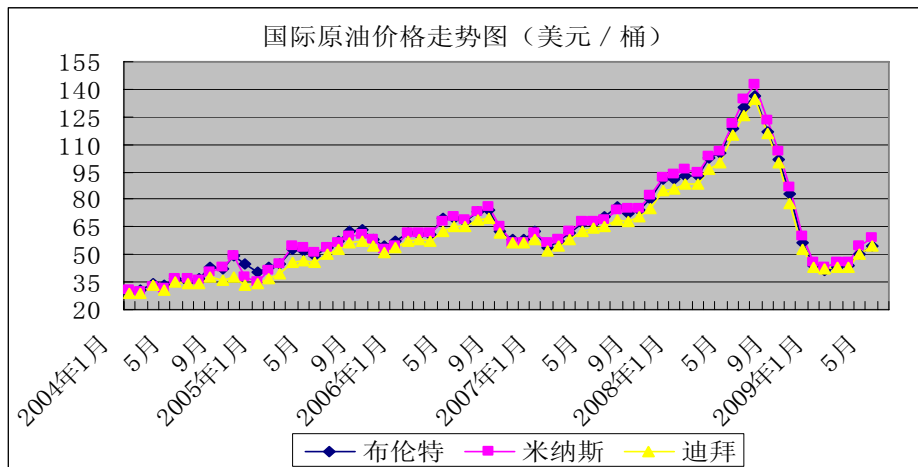


图 1 国际原油市场价格走势图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券金融与产业研究所

影响原油价格走势的因素有很多。从短期来看，比较重要的因素有两条：一是原油的供需状况；二是美元汇率。近期，市场对经济复苏的预期日渐增强，加上美元的走弱，推动了油价的上涨。然而从长期来看，原油价格呈现出比较平稳的上升趋势，大幅的波动只是在短时间的发生。因此，原油价格逐步走稳是必然趋势。综合广泛的观点，在目前阶段，原油价格的波动区间位于 50~80 美元/桶可能是比较理想的选择。

1~4 月，我国原油产量为 6174.6 万吨，同比下降 0.9%，天然气产量为 285.8 亿立方米，同比增长 7.4%。原油产量在 4 月出现了 0.5% 的正增长，预计这一势头有望延续。天然气的产量增幅较去年同期下降了 8.5 个百分点，国内天然气的价格继续保持小幅上涨的态势。然而，有关国内天然气定价机制改革的声音又传了起来，不过一次性与国际接轨的可能性很小。

1~4 月，我国原油的表观消费量为 11692.8 万吨，同比下降 3.6%，原油对外依存度为 47.2%，同比下降 1.4 个百分点。原油进口量为 5706.5 万吨，同比下降 4.5%。虽然原油价格较低，但是由于储备能力的限制，原油的进口量也随着需求的下滑而减少。因此，继续扩大我国的原油储备能力是十分必要和紧迫的。我国原油的对外依存度如图 2 所示。

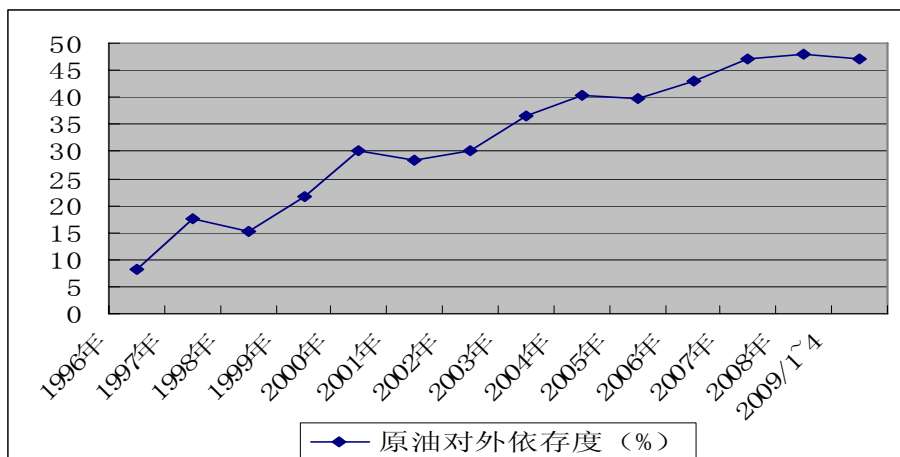


图2 我国原油对外依存度示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券金融与产业研究所

从投资的角度出发，上半年中石油由于原油价格的下跌使得业绩受损，中石化则由于上游业务占比小而影响不大。然而，展望下半年，中石油将从原油价格的回升中受益更多，天然气价改更是潜在的利好。

炼油保持盈利

今年上半年，布伦特原油平均价格预计在 51 美元/桶左右，同比下降超过 50%。国内炼油行业的炼油毛利在 7 美元/桶以上，半年度盈利水平为近年来最高，预计炼油行业可实现利润总额在 300 亿元以上。我国成品油出厂价格与布伦特原油价格对照走势如图 3 所示。

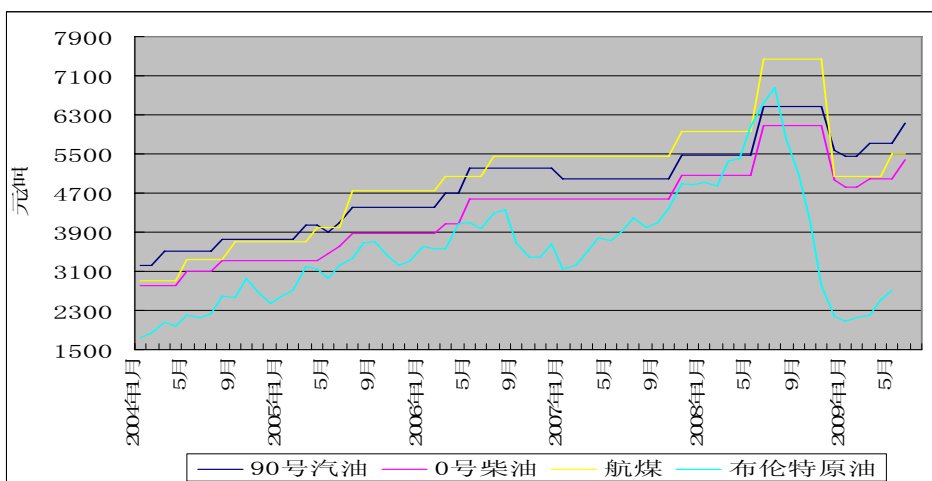


图3 我国成品油出厂价与布伦特原油价格走势对照图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券金融与产业研究所

注 1：布伦特原油价格已做汇率调整，且按 1 吨=7.3 桶计算。

注 2：2009 年起，汽柴油价格中含新增消费税，2009 年 6 月起，汽柴油价格为模拟价格。

今年 5 月 8 日，国家发改委发布了《石油价格管理办法（试行）》，首次以部门规章的形式确定了我国原油、成品油的定价办法。“办法（试行）”的出台某种程度上是行业内部操作规则的公开化。高油价使国家主管部门承受了很大的压力，油价下降了压力还是有增无减。规则虽然公开化了，但是，国家对成品油价格的控制力度基本没有太多放松。虽然“办法（试行）”的一些核心原则没有变化，但是，由于在原油 80 美元/桶以下的准市场化定价机制的明确并公开、细化，使得国内炼油行业在一段时间内可以享受到合理的利润水平。因此，“办法（试行）”的出台对炼油行业是一个利好。

1~4 月，我国成品油产量为 6754.1 万吨，与去年同期基本持平，其中汽油产量为 2262.3 万吨，同比增长 10.1%，柴油产量为 4082.3 万吨，同比下降 5.0%。汽油产量的增幅高于去年同期 4.6 个百分点，柴油则低 14.8 个百分点。汽油产量的增长，反映了我国家庭用车在汽油消费中的占比正不断上升，且其消费刚性也是最大的。我国汽柴油产量如图 4 所示。

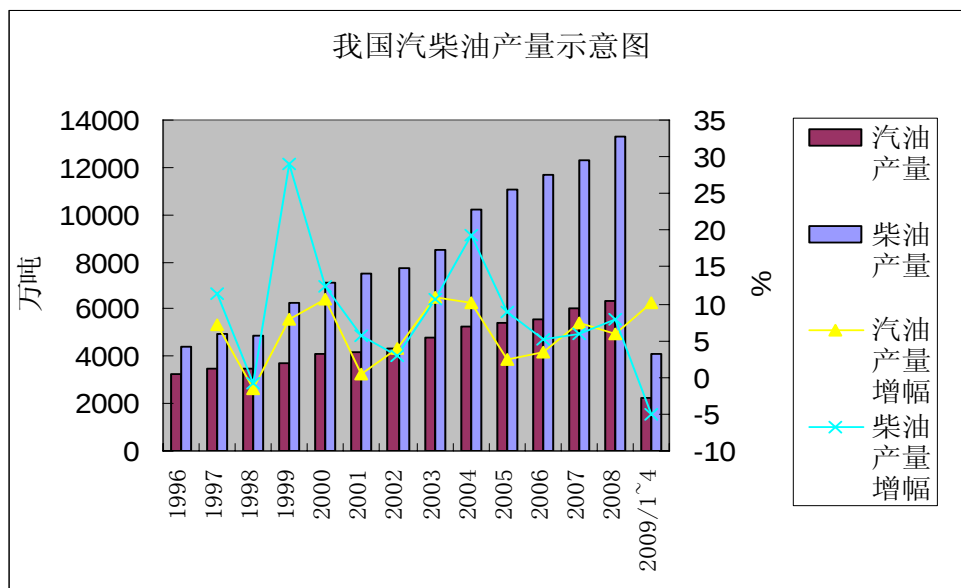


图 4 我国汽柴油产量示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券金融与产业研究所

展望下半年，随着经济的逐步走暖，我国成品油消费量也将恢复增长局面，成品油价格还有上涨的空间，炼油毛利可能会有所下降，行业盈利水平会略有下降。从投资的角度出发，中石化是最大的受益者，应该是投资的首选。

化工逐步走好

化工产品市场总体表现出温和回升的态势,主要产品价格普遍呈现连续 3 个月的上涨,对原油价格上涨的消化能力较强,行业盈利能力有所回升。其中有机化工原料价格以纯苯为例,5 月份价格为 5050 元/吨,同比下跌 46.8%,但较去年末上涨了 67.8%。主要有机化工原料价格走势如图 5、图 6 所示。

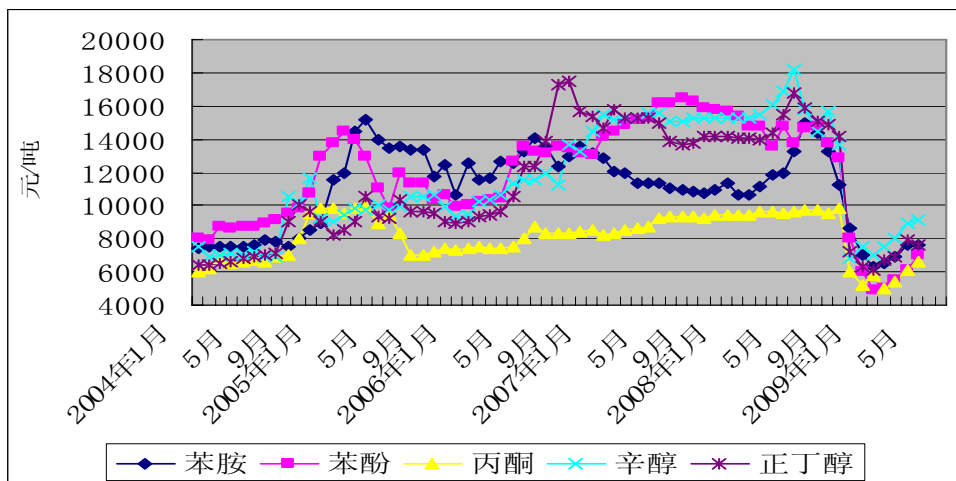


图 5 我国有机化工原料市场价格走势图（一）

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券金融与产业研究所

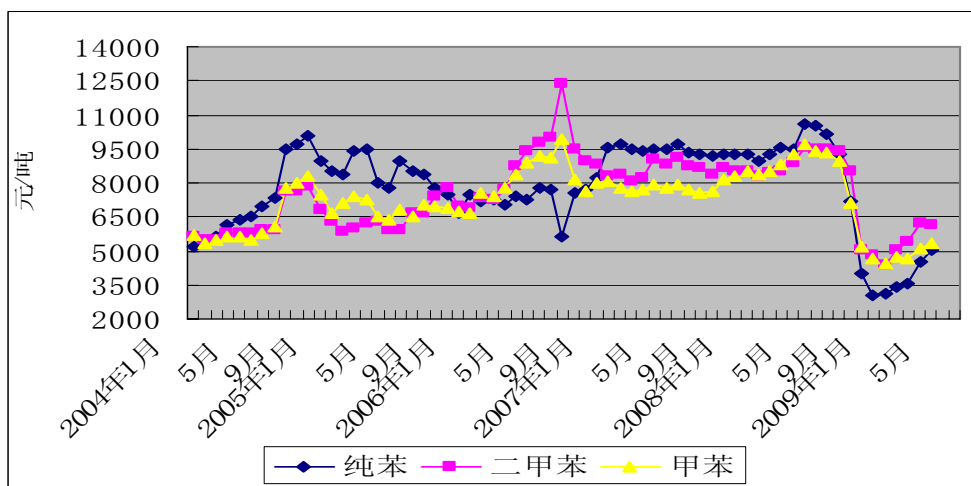


图 6 我国有机化工原料市场价格走势图（二）

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券金融与产业研究所

合成树脂表现相对较好。以 HDPE 为例,5 月份市场价格为 11625 元/吨,同比下跌 19.8%,但较去年末上涨了 40.9%。从产销来看,1~4 月,合成树脂产量合计为 1072.9 万吨,同比仅下降了 2.5%;表观消费量为 1890.8 万吨,同比增长 6.1%。

合成树脂是石化产品中最大的一类品种，其表观消费量的增长对整个乙烯产业起到了极大的支撑作用。主要合成树脂产品价格走势如图 7 所示。

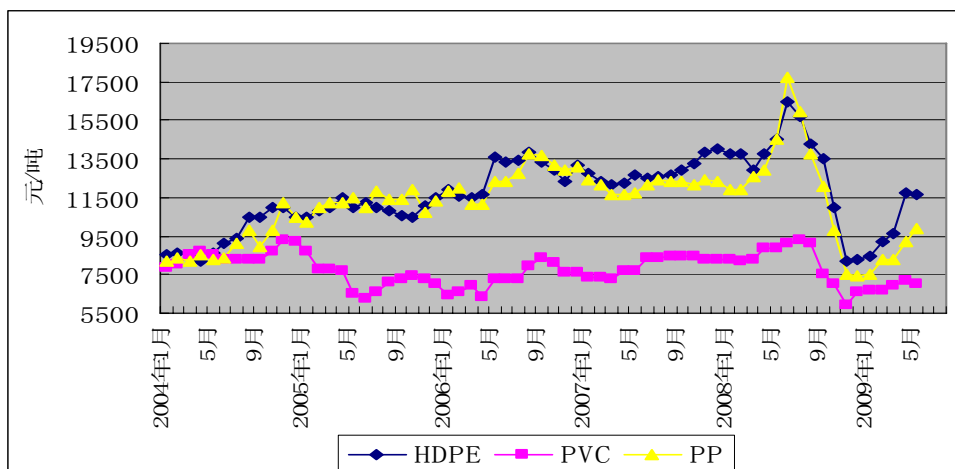


图 7 我国合成树脂市场价格走势图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券金融与产业研究所

合纤单体的表现比较疲软。截止 5 月份，除 PTA 价格比较坚挺之外，乙二醇、丙烯腈和己内酰胺的市场价格同比跌幅都超过了 35%。1~4 月，合纤单体的产量为 339.3 万吨，同比下降 11.5%；表观消费量为 785.2 万吨，同比下降 2.1%。合纤单体消费的下降，与下游纺织、服装业由于受到出口大幅减少的冲击有着很大的关联。合纤单体价格走势如图 8、图 9 所示。

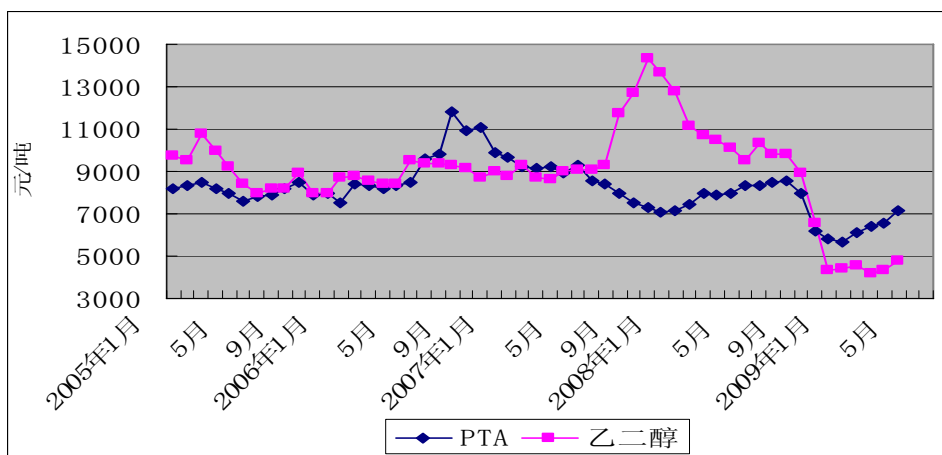


图 8 我国合成纤维单体市场价格走势图（一）

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券金融与产业研究所

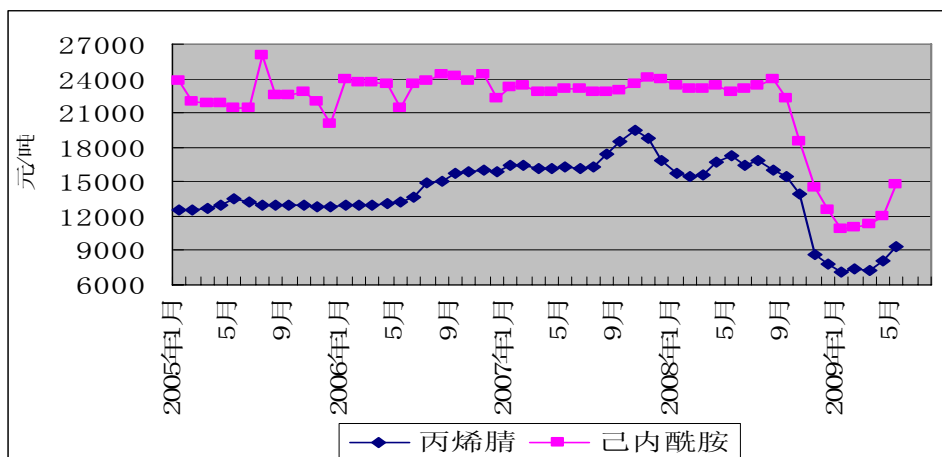


图9 我国合成纤维单体市场价格走势图（二）

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券金融与产业研究所

合成橡胶的价格同样比较疲软。以顺丁橡胶为例，5月份价格为12850元/吨，同比下跌45.0%。然而，合成橡胶的产量和消费量都表现强劲。1~4月，合成橡胶的产量为106.0万吨，同比增长33.7%；表观消费量为160.5万吨，同比增长18.7%。合成橡胶的强势是与下游的汽车行业的景气度较高是密不可分的。橡胶市场价格走势如图10所示。

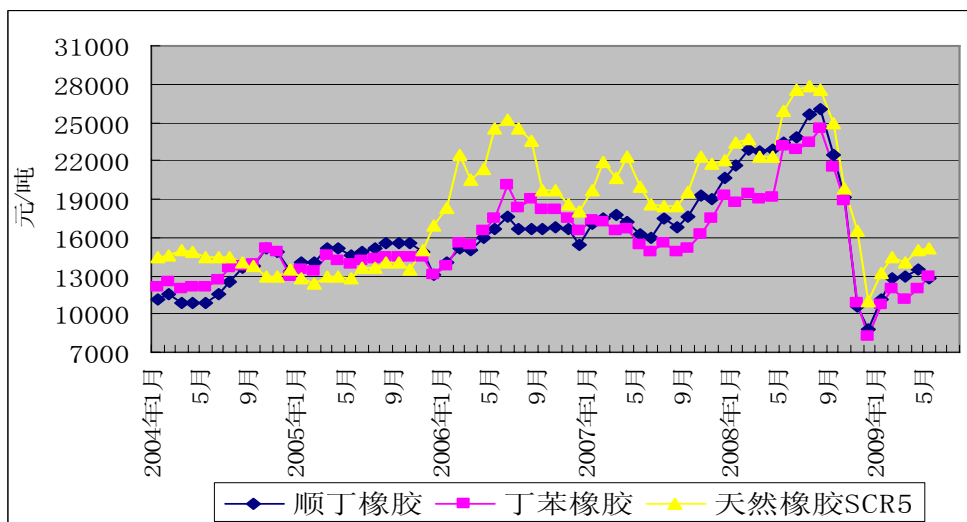


图10 我国橡胶市场价格走势图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券金融与产业研究所

从上图可以看到，合成橡胶的价格与天然橡胶的价格走势依然保持着紧密的相关性。因此，合成橡胶的价格从根本上说还是受到原油价格的影响，同时，天然橡胶的基本面情况也会适度影响合成橡胶的价格走势。

总体来看，我国的乙烯产业进入了近年来的发展低点。我国近几年的乙烯产量如图 11 所示。

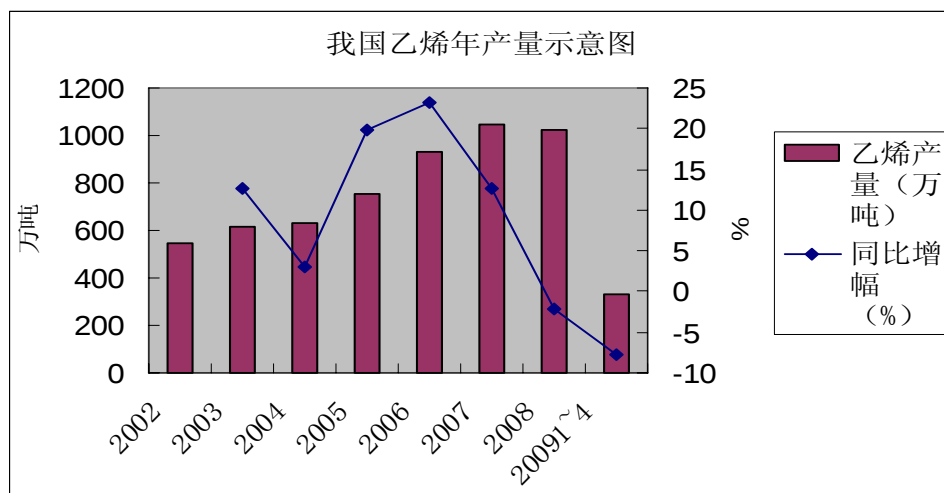


图 11 我国乙烯产量示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券金融与产业研究所

从上图可以看到，去年乙烯产量首次出现负增长，今年前四个月降幅更大了。分析原因，化工的景气度下滑是主因。同时，国内炼油行业出现较好的盈利状况，导致原油的二次加工更倾向于生产成品油，这也使得乙烯的产量下降较多，乙烯及部分产品的进口比例有所上升，弥补了国内的降量缺口。

展望下半年，化工产品的价格将会继续回升，行业景气度也将缓慢回升。从投资的角度出发，S 上石化是受益最大的，其次是中石化，再次是中石油。然而，从估值的角度去考虑，S 上石化的估值已经不低，其主要的隐含机会还是股改题材。因此，中石化还是投资的首选。

重点公司分析

1、中国石化（600028）

公司是我国最大的石油、石化产品生产商，第二大油气生产商，我国最大的公司，排名世界 500 强第 16 位。公司的经营状况与宏观经济密切相关，也与国家的一些重大政策有关。展望下半年，世界经济可能出现温和的复苏，但经济增长的动力很难在短时期里恢复到前两年的水平。对公司影响颇大的成品油定价机制问题，已经有了一个相对明确说法，这对公司是最大的利好。

分析公司的四大业务板块，油气开采板块由于油价的下降将减收；炼油板块会有较好的盈利；成品油销售板块还会稳定增长；化工板块变数较大，总体不乐观。

综合来看，由于炼油板块增收的幅度会很大，因此，公司全年的业绩向好是肯定的。

基于公司的突出战略地位，以及经营业绩的向好预期，维持对公司 A 股“推荐”的投资评级。

2、中国石油（601857）

公司是我国最大的石油和天然气生产商，第二大石化产品生产生产商。公司占有我国约 2/3 以上的油气资源，位居世界 50 大石油公司第 5 名。与中国石化相比，公司的业务结构更加均衡，公司的原油开采量与一次加工量非常接近，原油的对外依存度很小。此外，公司的资源储量潜力也更大，公司的长庆、塔里木和克拉玛依等油田都有非常好的增储前景。

分析公司的四大业务板块，油气开采板块由于油价的下降将减收；炼油销售板块会扭亏为盈；化工板块变数较大，总体不乐观；天然气管输板块仍将稳定增长。综合来看，炼油的增利基本可以抵消油气开采的减利，下半年公司的业绩可以谨慎看好。

基于公司的突出战略地位，以及经营业绩的向好预期，维持对公司 A 股“谨慎推荐”的投资评级。

3、S 上石化（600688）

公司是中国石化的控股子公司，主营石化和石油产品生产销售，具有一次加工原油 1400 万吨/年，乙烯 95 万吨/年的生产规模，是我国重要的石化企业之一。近年来，公司的炼油业务比重不断上升，营业收入占比已经基本与化工业务持平。炼油与化工的平衡发展，有利于公司根据市场需求和盈利导向来调整加工线路，使公司的经营效益最大化。

展望下半年，公司的机遇和挑战并存。公司的炼油业务可望摆脱亏损的局面，取得较好的盈利；然而，公司的化工业务形势不乐观。因此，综合来看，公司的业绩会前低后高，逐步扭亏为盈，并且恢复一定的盈利水平。此外，公司的股改仍然存在较大变数，仍维持对公司 A 股“中性”的投资评级。

4、江钻股份（000852）

公司是我国石油钻头龙头企业，其主导产品油用牙轮钻的国内市场占有率在 60%以上，国际市场占有率也达到 10%，产品远销美国、加拿大、俄罗斯、哈萨克斯坦和苏丹等 30 多个国家和地区。目前，世界石油钻头市场已经进入一个平稳发展时期，公司的增长空间也比较有限。

此外，公司还从事石油机械、天然气销售和精细化工等业务。在可以预见的将来，石油机械制造业务将是公司主要的增长点。天然气销售业务盈利水平稳定，且具有良好的现金流。但是，由于准入门槛很高，要进一步做大也较困难。精细化工业务已经进入平稳增长阶段，不可能在短时期内给公司带来很大的利润增量。

展望下半年，随着原油价格的不断上涨，对石油工程类公司是一个利好。尤其在石油机械制造业务的拓展方面较有想象空间。但是，基于公司的主导业务石油钻头业务的增长空间有限，因此，仍维持对公司股票“中性”的投资评级。

5、中海油服（601808）

公司主营海上油田服务，主要业务有钻井、油田技术服务、船舶服务和物探勘察。公司是我国最大的海上油田服务企业，具有较好的成长性和较高的盈利能力。我国拥有广阔的海洋油气储藏前景，公司的母公司中海油基本垄断了这些油气的勘探开采权，这就为公司提供了长期充足的业务量。同时，公司凭借强大的技术和资本实力，正迅速进入国际相关市场，并且已经取得了良好的经营业绩。

然而，公司最近对挪威 Awilco 23.3 亿美元的收购，使得公司的负债率急速上升，公司的目标是使该资产今年内能够实现盈亏平衡。4 月份以来，国际市场原油价格出现快速上涨，这对公司的业绩将形成较好支撑。但是，公司 A 股目前的估值已经处于合理水平，因此，维持对其“中性”的投资评级。

6、东华科技（002140）

公司主营化工、石化工程设计咨询和总承包，是我国工程总承包龙头企业之一。公司在化工新材料、化肥、煤化工、化工涂料和无机化工五大领域处于国内领先地位。目前，公司正在联合清华大学、安徽怀远一起进行甲醇制丙烯的工业化试验装置，简称 FMTP，预计在今年年内将有结果。试验一旦成功，将为公司带来巨大的机会。

工程施工行业与经济基本面联系紧密，同时化工、石化行业的景气度也影响着公司的业务量。公司 2009、2010 年每股收益预测分别为：0.84 元和 1.12 元（摊薄）。主要假设：经济逐步复苏，未考虑 FMTP 的影响。给予“谨慎推荐”的投资评级。

重点公司业绩预测如表 1 所示。

表 1：重点公司盈利预测汇总表

公司简称	2009 年第一季报	2009 年中报预测	2009 年报预测	同比增长（%）
中国石化	0.13	0.28	0.58	70.58
中国石油	0.10	0.27	0.63	1.61
S 上石化	0.02	0.06	0.15	——
江钻股份	0.06	0.13	0.25	0.00
中海油服	0.21	0.35	0.73	5.77
东华科技	0.04	0.40	0.84	30.00

注 1：以上数值均为每股收益，单位为元。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209