

方正证券研究中心

石油石化行业分析师：李广赞

电话：(86571)87782603

电邮：liguangzan@foundersc.com

联系人：吴佳蕾

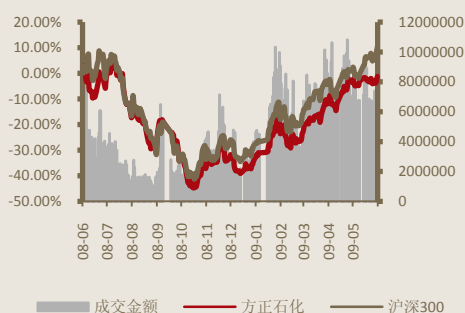
电话：(86571)87782600

电邮：wujialei@foundersc.com

重要数据

上市公司总家数	78
总股本（亿股）	1579.18
销售收入（亿元）	14785.85
利润总额（亿元）	392.67
行业平均 PE	15.60
平均股价（元）	7.12

石化行业相对沪深指数 300 表现



数据来源：wind 方正证券研究中心

相关研究

《技术进步 vs 资源稀缺，长期油价的另类思考》 2009-03-02

《国际原油市场分析与展望》 2009-05-25

请务必阅读最后特别声明与免责条款

2009年下半年原油价格展望

石油石化·行业研究
2009.06.30 中性

投资要点：

※ 2009 年上半年原油市场走出谷底

在全球经济回暖的预期和美联储大量发行货币导致的通胀预期下，国际原油价格自从 2009 年 1 月见底后，不到半年的时间里，涨幅超过 100%。目前，主要原油期货价格已经在 70 美元附近徘徊。随着库欣原油库存压力的降低和原油价格回升，布伦特与西德克萨斯轻质原油（WTI）价差逐步恢复正常。从更长期的角度看，当前油价已经恢复至 2005 年水平。

※ 原油价格走高基础不牢

美联储货币政策加剧了市场对美元贬值的担忧，美元疲软成为原油价格上涨的直接推动力。库欣的库存压力也是导致 WTI 原油价格大幅低于布伦特原油价格的重要原因。从最新的 EIA 周数据看，美国原油需求并未有明显改善，目前欧洲原油和中间馏分油库存水平非常高，新加坡原油库存比过去 10 年平均水平高 45%，美国原油库存也接近 10 年最高点。原油市场基本面并不支持原油价格大幅走高。

※ 原油价格的高点已近

从历史看：随着 2006 年国际原油均价超过 60 美元/桶，美日均出现了消费量下滑，说明原油价格的上涨对下游消费造成了影响；当原油价格超过 50-70 美元区间时，欧美日三国原油消费量均出现了显著下滑。特别需要关注的是：欧洲与日本的原油消费量下滑出现在金融危机爆发之前，美国在 2005 年至 2007 年经济快速发展阶段也出现了原油需求量下滑，因此我们有理由相信当原油价格超过 70 美元/桶将导致发达国家原油消费量出现明显收缩。通过对 70 年代石油危机分析，我们认为当原油消费金额超过 GDP 比重 4% 时，经济体将出现自发的应对举措，原油消费金额占 GDP 比重超过 5% 将有可能引发严重的经济危机。

※ 下半年国际原油价格展望

原油价格的短期反弹不改变原油市场供应相对过剩的状况，原油价格的大幅走高将给经济复苏带来较大压力，按照石油消费占全球 GDP 比重 4% 计算，超过 80 美元/桶的国际原油价格是全球经济不可接受的。考虑到全球流动性可能超预期，我们调高 2009 年 WTI 原油均价至 55 美元/桶。考虑到当前相对脆弱的经济环境，我们更倾向于未来较长时间原油价格处于 70 美元以下的观点。

正文目录

一、 上半年国际原油市场回顾	3
二、 原油价格上涨原因解析	4
1. 美元疲软是原油价格上涨的直接原因.....	4
2. 投机性资金重新进入市场	5
3. 原油市场基本面无明显改善	6
三、 世界能接受多高的油价	8
1. 油价上涨抑制下游需求	8
2. 油价影响下游消费量的临界点分析.....	9
3. 世界能够接受多高的油价	11
四、 2009 年下半年原油价格展望	13
五、 55 美元原油下石化行业投资机会	14

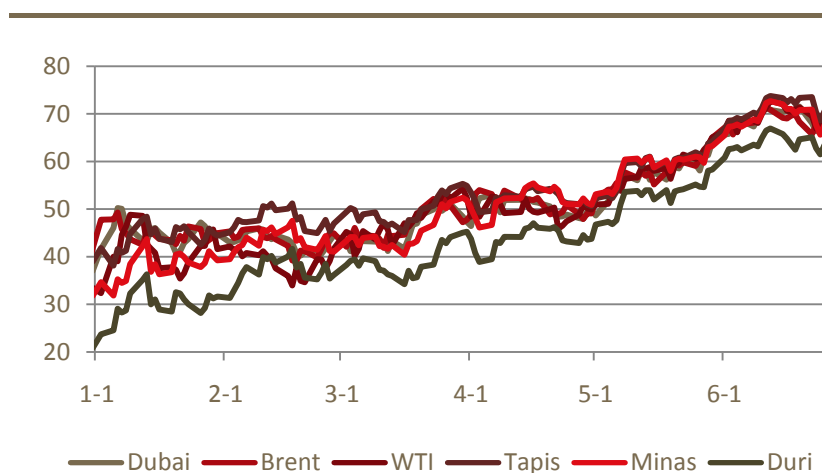
图表目录

图表 1 2009 年 1-6 月主要市场原油价格变化	3
图表 2 2009 年 1-6 月布伦特-WTI 价差变化	3
图表 3 近 5 年国际主要市场原油季度均价	4
图表 4 2009 年 1-6 月份美元指数与 WTI 关系	5
图表 5 2009 年 1-6 月份库欣库存与 WTI 关系	5
图表 6 WTI 机构持仓变动	6
图表 7 WTI 商业持仓变动	6
图表 8 美国最新原油市场数据	7
图表 9 美国原油库存数据与过去 5 年区间比较	7
图表 10 2009 年美国原油进口与炼厂开工率变化	8
图表 11 2004 至 2009 年美国石化产品消费变化	8
图表 12 2004 至 2009 年日本石化产品消费变化	9
图表 13 美国 2007 年一次能源消费结构图	9
图表 14 美国 1980 年与 2008 年原油消费结构对比	10
图表 15 2004 至 2008 年美国原油消费量与油价关系	10
图表 16 2004 至 2008 年欧洲原油消费量与油价关系	11
图表 17 2004 至 2008 年日本原油消费量与油价关系	11
图表 18 1970-1985 年全球原油消费占 GDP 比重	12
图表 19 2004-2008 年全球主要国家原油消费占 GDP 比重	12
图表 20 原油价格临界点测算	13
图表 21 石油化工产业链简图	14
图表 22 相关上市公司盈利预测与评级	15

一、 上半年国际原油市场回顾

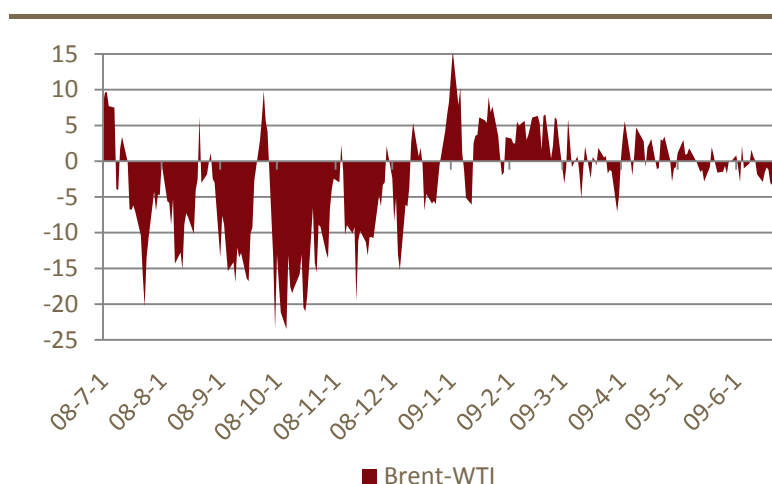
在全球经济回暖的预期和美联储大量发行货币导致的通胀预期下，国际原油价格自从 2009 年 1 月见底后，不到半年的时间里，涨幅超过 100%。目前，主要原油期货价格已经在 70 美元附近徘徊（图表 1）。随着库欣原油库存压力的降低和原油价格回升，布伦特与西德克萨斯轻质原油（WTI）价差逐步恢复正常（图表 2）。从更长期的角度看，当前油价已经恢复至 2005 年水平（图表 3）。

图表 1 2009 年 1-6 月主要市场原油价格变化



资料来源: Bloomberg, 方正证券研究中心

图表 2 2009 年 1-6 月布伦特-WTI 价差变化



资料来源: Bloomberg, 方正证券研究中心

图表 3 近 5 年国际主要市场原油季度均价

季度	Dubai (\$/b)	Brent (\$/b)	WTI (\$/b)	Tapis (\$/b)	Minas (\$/b)	Duri (\$/b)
2009 2Q	58.88	59.11	59.00	60.80	60.01	53.46
2009 1Q	44.60	45.04	42.73	47.33	42.31	35.53
2008 4Q	53.97	56.23	64.51	63.68	57.55	47.30
2008 3Q	113.74	115.91	121.68	128.58	119.01	110.94
2008 2Q	116.50	121.86	119.53	124.83	113.40	109.53
2008 1Q	91.19	96.40	96.17	100.46	91.56	85.23
2007 4Q	82.99	89.24	88.63	91.62	82.63	77.16
2007 3Q	68.83	74.21	70.83	77.36	69.74	65.99
2007 2Q	64.22	67.54	62.51	71.62	64.05	56.99
2007 1Q	55.58	58.22	58.58	62.70	55.70	47.65
2006 4Q	57.30	59.60	60.38	64.15	54.47	41.52
2006 3Q	65.96	69.99	72.64	75.75	71.10	63.64
2006 2Q	64.71	69.85	67.76	71.65	65.41	61.13
2006 1Q	57.82	61.97	62.13	65.13	60.28	53.57
2005 4Q	52.70	56.99	62.23	63.23	52.33	47.03
2005 3Q	55.38	61.74	59.86	60.38	54.81	48.95
2005 2Q	47.83	51.67	52.36	55.38	51.01	42.71
2005 1Q	41.26	49.14	46.03	45.05	39.56	33.87
2004 4Q	35.61	42.89	49.33	49.48	43.53	38.17
2004 3Q	36.05	43.92	41.38	41.88	38.10	35.41
2004 2Q	32.99	36.19	37.92	36.70	33.90	33.72
2004 1Q	29.23	32.30	33.50	32.87	30.58	29.30

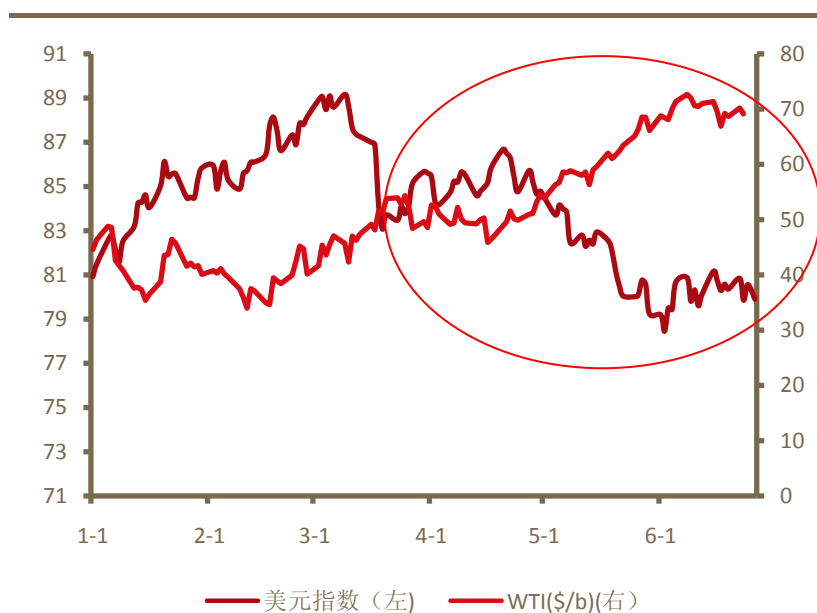
资料来源: Bloomberg, 方正证券研究中心

二、 原油价格上涨原因解析

1. 美元疲软是原油价格上涨的直接原因

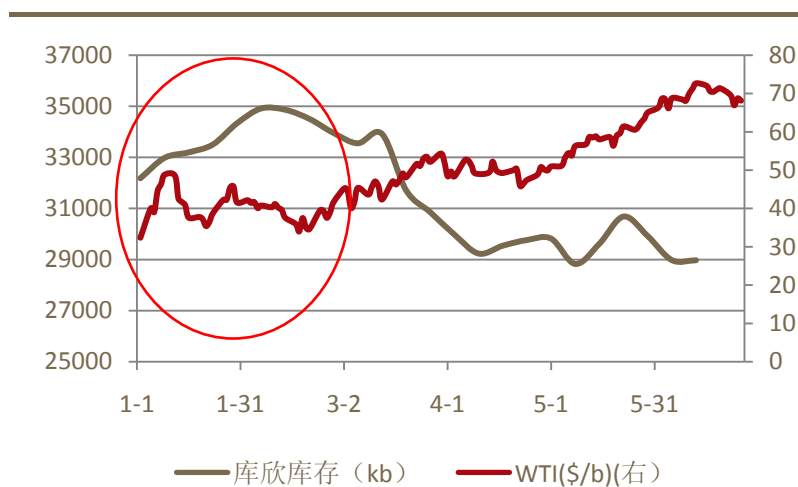
美联储货币政策加剧了市场对美元贬值的担忧,美元疲软成为原油价格上涨的直接推动力(图表 4)。一月份至 3 月中旬美元走势与原油价格出现了一定程度的背离,其主要原因在于当时欧洲经济更令人担忧,同时库欣的库存压力也是导致 WTI 原油价格大幅低于布伦特原油价格的重要原因(图表 5)。

图表 4 2009 年 1-6 月份美元指数与 WTI 关系



资料来源: Bloomberg, 方正证券研究中心

图表 5 2009 年 1-6 月份库欣库存与 WTI 关系

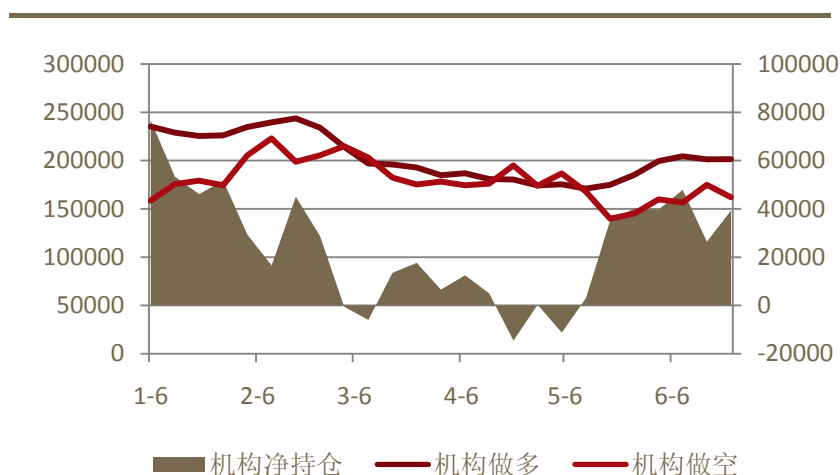


资料来源: EIA, Bloomberg, 方正证券研究中心

2. 投机性资金重新进入市场

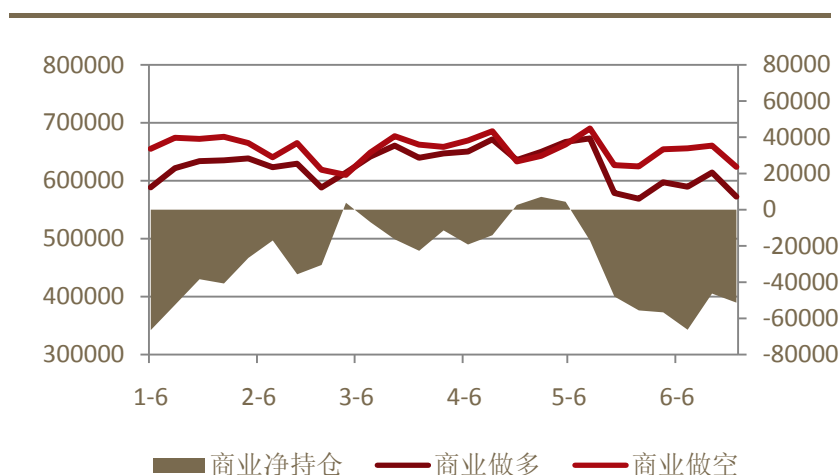
从 WTI 期货交易持仓数据看,5 月份以来机构净持仓明显增加,投机性资金开始进入市场 (图表 6-图表 7)。

图表 6 WTI 机构持仓变动



资料来源: EIA, Bloomberg, 方正证券研究中心

图表 7 WTI 商业持仓变动



资料来源: EIA, Bloomberg, 方正证券研究中心

3. 原油市场基本面无明显改善

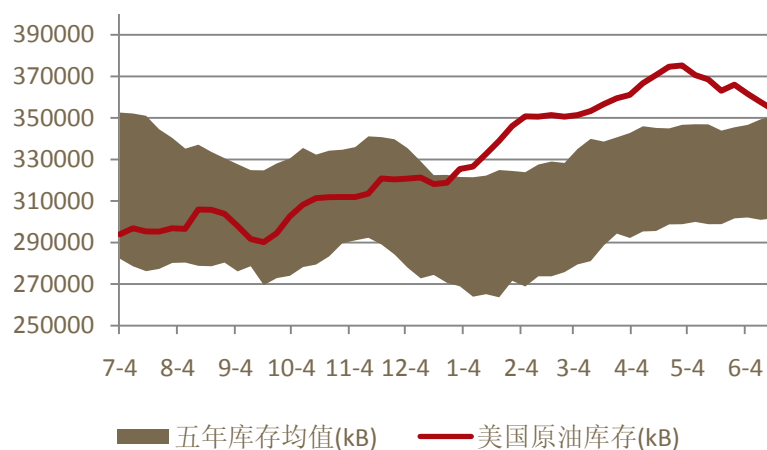
从最新的 EIA 周数据看, 美国原油需求并未有明显改善 (图表 8)。从原油库存数据看, 目前欧洲原油和中间馏分油库存水平非常高, 而且新加坡原油库存也比过去 10 年平均水平高 45%, 美国原油库存也接近 10 年最高点 (图表 9)。原油市场基本面并不支持原油价格大幅走高。

图表 8 美国最新原油市场数据

日期	5-22	5-29	6-5	6-12	6-19
原油库存	363111	365977	361595	357721	353853
Cushing 库存	30684	29918	28976	28971	28238
汽油总库存	203417	203202	201649	205034	208905
重整汽油	2118	2076	2215	2200	1891
常规汽油	81171	80590	79904	79447	81570
调和汽油	120128	120536	119530	123387	125444
航空煤油	40449	41373	41944	41800	41728
柴油	148375	150036	149718	150026	152103
>0.05% sulfur	41024	40787	39957	40598	40497
<0.05% Sulfur	107351	109249	109761	109428	111606
<0.0015% Sulfur	87723	88768	89569	88545	90885
燃料油	38468	40132	39302	37824	37736
丙烷/丙烯	49352	51346	52719	53529	57139
半成品油	89364	91947	92072	90218	90402
其它原油产品	155000	158600	161900	163200	162800
战略储备 (SPR)	721616	721700	721700	722285	722780
原油与石化产品库存(Excl.SPR)	1087536	1102613	1100899	1099352	1104666
原油与石化产品总库存(Incl.SPR)	1809152	1824313	1822599	1821637	1827446

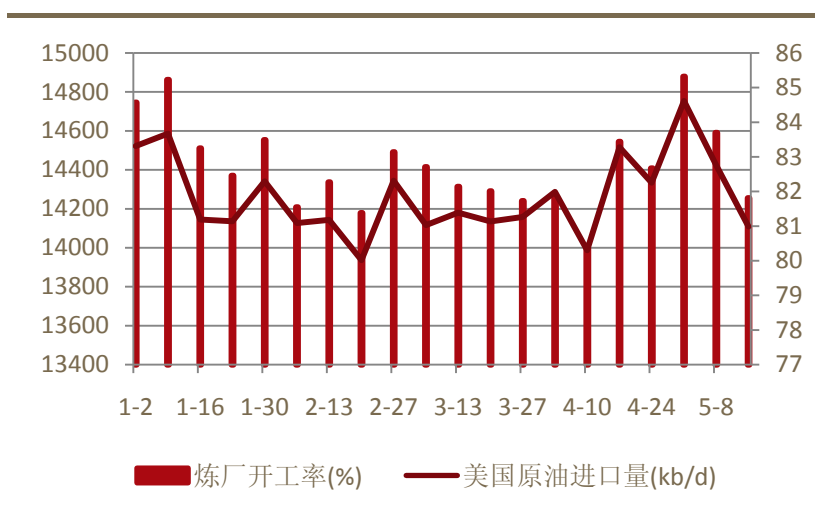
资料来源: EIA, 方正证券研究中心

图表 9 美国原油库存数据与过去 5 年区间比较



资料来源: EIA, Bloomberg, 方正证券研究中心

图表 10 2009 年美国原油进口与炼厂开工率变化



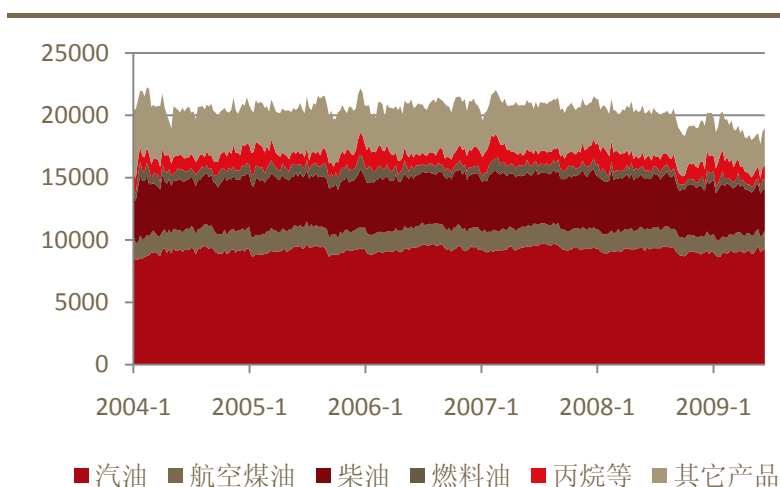
资料来源：EIA，方正证券研究中心

三、世界能接受多高的油价

1. 油价上涨抑制下游需求

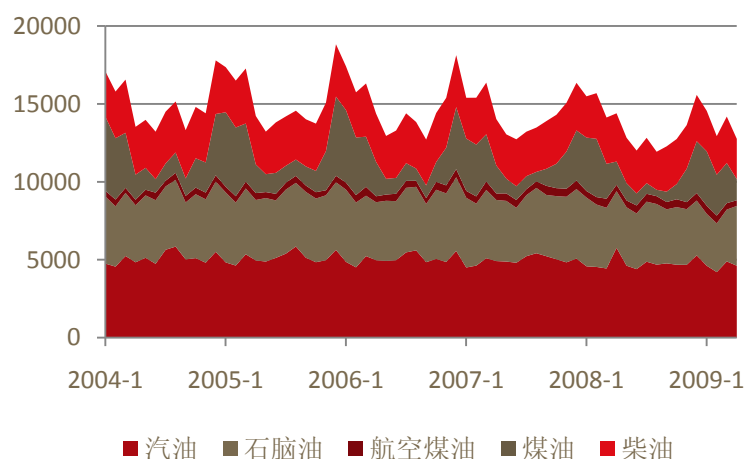
国际原油价格(以 WTI 为例)自 2004 年一季度的每桶均价 33.5 美元上涨至 2008 年 3 季度超过 120 美元，我们从美国、日本全球最大的两个原油进口国原油产品消费量可以看出（美国——图表 11；日本——图表 12），原油价格从 2004 年一季度 33.5 美元/桶上涨至 2006 年 60 美元/桶以内时，美国、日本石化产品下游消费量变化不大，但随着 2006 年国际原油均价超过 60 美元/桶，美日均出现了消费量下滑，说明原油价格的上涨对下游消费造成了影响。

图表 11 2004 至 2009 年美国石化产品消费变化



资料来源：EIA，Bloomberg，方正证券研究中心

图表 12 2004 至 2009 年日本石化产品消费变化

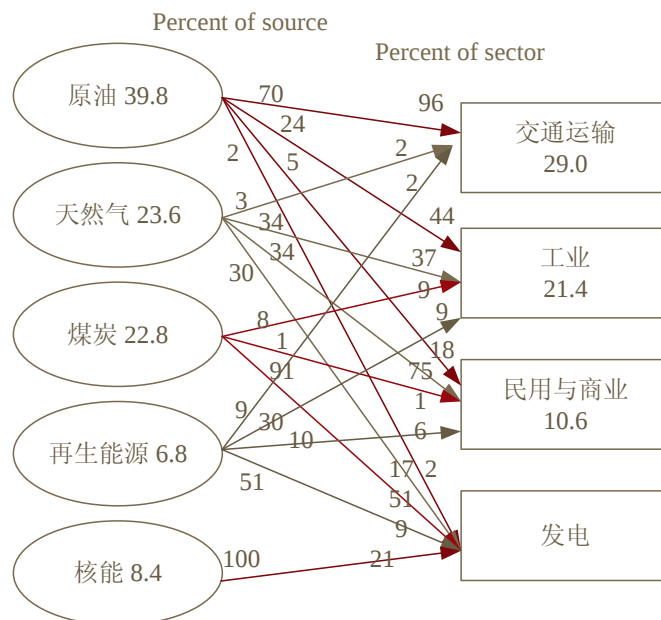


资料来源: Bloomberg, 方正证券研究中心

2. 油价影响下游消费量的临界点分析

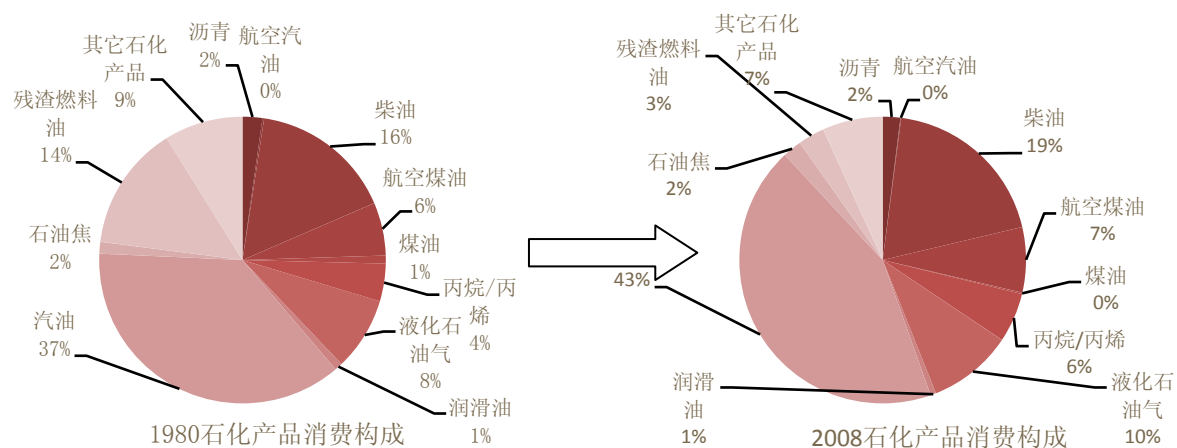
正如我们在《技术进步 vs 资源短缺，长期油价的另类思考》中提到的：原油作为一种需求刚性较强的能源产品，其最主要的应用领域是以汽油、柴油形式应用于交通运输领域。

图表 13 美国 2007 年一次能源消费结构图

U.S. Primary Energy Consumption by Source and Sector, 2007
(Quadrillion Btu)

资料来源: EIA, 方正证券研究中心

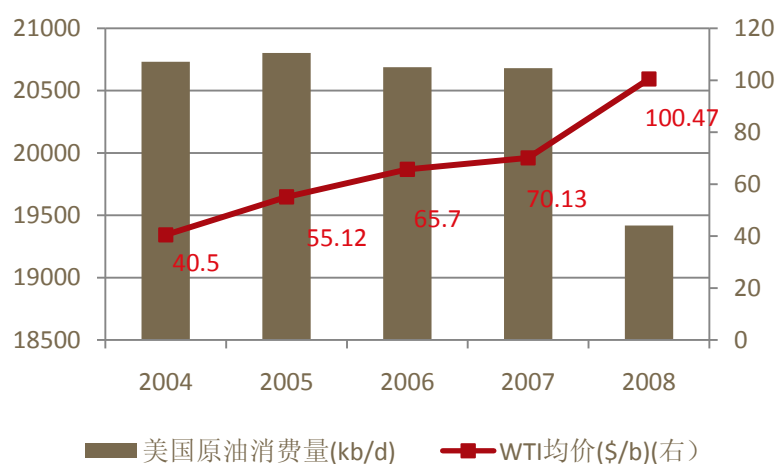
图表 14 美国 1980 年与 2008 年原油消费结构对比



资料来源: Bloomberg, EIA, 方正证券研究中心

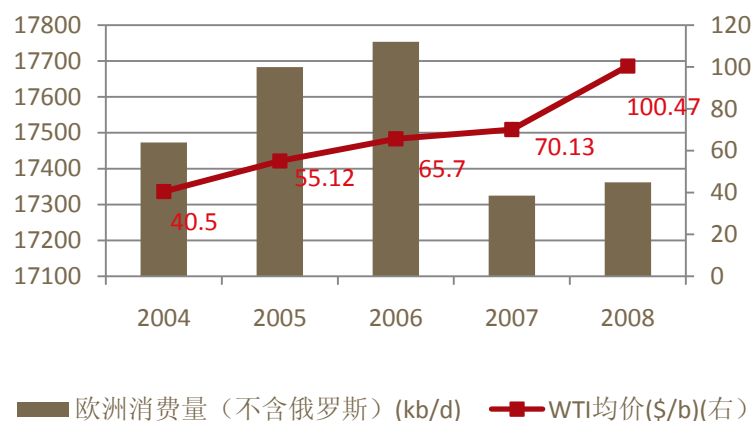
我们对 2004 年以来全球主要石油消费国总体原油消费量与国际油价关系进行了研究 (图表 15、图表 16、图表 17), 从中可以看出: 在原油价格从 40 美元上涨至 50 美元过程中, 原油需求量变化不大; 但当原油价格超过 50-70 区间时, 欧美日三国原油消费量均出现了显著下滑。特别需要关注的是: 欧洲与日本的原油消费量下滑出现在金融危机爆发之前, 美国在 2005 年至 2007 年经济快速发展阶段也出现了原油需求量下滑, 因此我们有理由相信当原油价格超过 70 美元/桶将导致发达国家原油消费量出现明显收缩。

图表 15 2004 至 2008 年美国原油消费量与油价关系



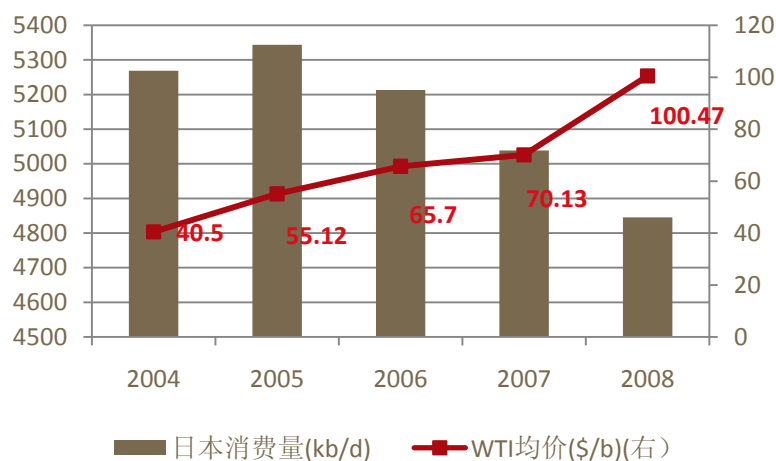
资料来源: BP, Bloomberg, 方正证券研究中心

图表 16 2004 至 2008 年欧洲原油消费量与油价关系



资料来源: BP, Bloomberg, 方正证券研究中心

图表 17 2004 至 2008 年日本原油消费量与油价关系

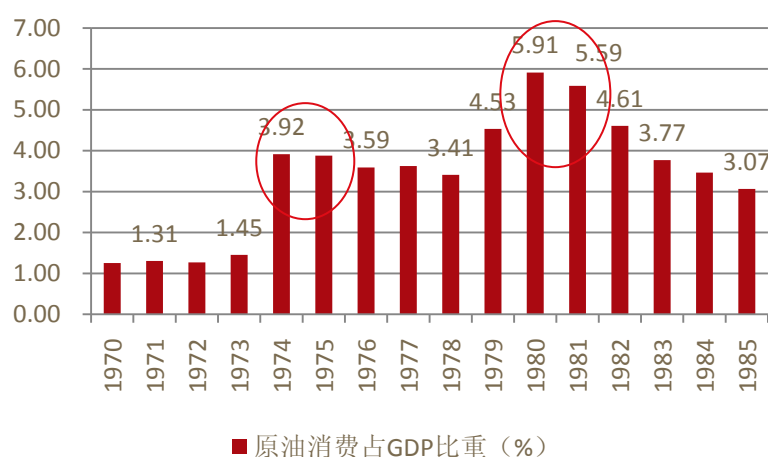


资料来源: BP, Bloomberg, 方正证券研究中心

3. 世界能够接受多高的油价

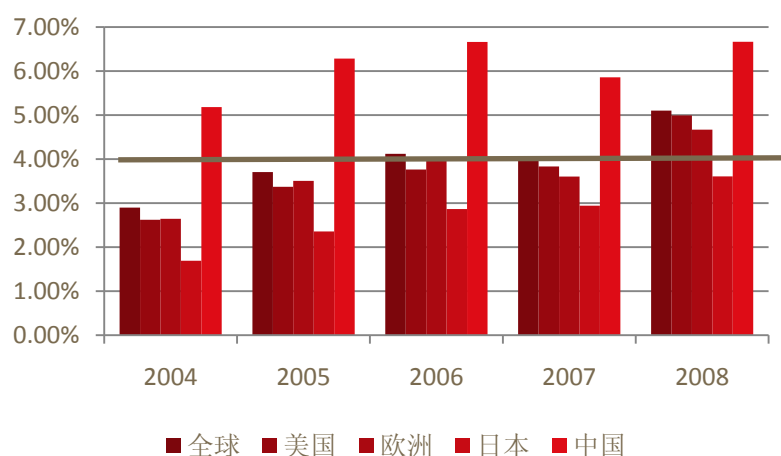
在《技术进步 vs 资源短缺, 长期油价的另类思考》报告中我们指出“高油价是高油价本身的掘墓人”, 其逻辑在于高油价将导致原油需求减少甚至全球性的经济衰退, 从而导致高油价本身的崩溃。首先我们此处定义的“世界能够接受的油价”是指“不至于引起大规模经济危机的原油价格”。上世纪人类曾经经历过两次较大规模的石油危机, 2008 年国际原油价格大幅上涨同时也伴随着全球性的金融危机。我们试图通过对油价与经济危机的分析确定“何种油价水平将导致全球性的经济衰退”。

图表 18 1970-1985 年全球原油消费占 GDP 比重



资料来源: BP, Bloomberg, 方正证券研究中心

图表 19 2004-2008 年全球主要国家原油消费占 GDP 比重



资料来源: BP, Bloomberg, IMF, 方正证券研究中心

从图表 18, 原油价格从 1973 年-1974 年间变动超过 100%从而引发了全球性的经济危机, 1979 年-1980 年全球原油消费金额增长 30%, 超过全球 GDP 比重的 5.9%, 再次引发经济危机。而 2008 年全年全球原油消费金额同样超过全球 GDP 比重的 5%。如前所述, 欧美日等国家在 2006 年即开始出现原油消费量降低现象, 而 2006 年其原油消费金额接近 GDP 比重 4%。

综上所述我们认为, 全球经济能够承受的原油价格为: 当原油消费金额超过 GDP 比重 4%时, 经济体将出现自发的应对举措, 原油消费金额占 GDP 比重超过 5%将有可能引发严重的经济危机。

四、 2009 年下半年原油价格展望

总的来说，我们认为目前原油价格上涨是在流动性放松前提下基于经济回暖预期和短期突发因素的作用下的资金推动型行情，原油市场基本面因素并不支持油价大幅走高。

由于对国内财政制约，不同的 OPEC 国家对油价的承受能力有差异，目前科威特、沙特等 OPEC 成员对于目前 60 美元/桶的原油价格已经可以接受，但委内瑞拉、伊朗等国家仍然面临较大压力。但从实际操作看，沙特等国家是 OPEC 减产的最大来源国，委内瑞拉、伊朗等国家实质性减产可能性较小，OPEC 内部的矛盾将限制 OPEC 进一步减产的可能性。值得特别指出的是：国际原油价格脱离基本面的大幅走高必然导致当前全球经济出现的“绿芽”夭折，对这一点投资者应当有更为清醒的认识。

我们认为：原油价格的短期反弹不改变原油市场供应相对过剩的状况，原油价格的大幅走高将给经济复苏带来较大压力，按照石油消费占全球 GDP 比重 4% 计算，超过 80 美元/桶的国际原油价格是全球经济不可接受的。考虑到全球流动性可能超预期，我们调高 2009 年 WTI 原油均价至 55 美元/桶。以 2004 年全球原油均价 40 美元/桶为参考点，2004 年——2008 年全球以美元计价 GDP 由 41 万亿美元扩张至 61 万亿美元，按照相同的消费比例计算，原油均价在 60 美元以下不会对全球经济造成恶劣影响。

按照 IEA 预测 2009 年全球石油日均消费量 8320 万桶，IMF 预测全球经济收缩-1.3%，我们计算不同原油价格水平下原油消费金额占全球 GDP 比重如图表 20，“影响经济”和“经济危机”的临界点分别为 80 美元/桶和 100 美元/桶。考虑到当前相对脆弱的经济环境，我们更倾向于未来原油价格将较长时间处于 70 美元以下的观点。

图表 20 原油价格临界点测算

原油均价(\$/b)	消费金额(十亿美元)	占 GDP 比重
45	1366.56	2.28%
50	1518.4	2.53%
55	1670.24	2.79%
60	1822.08	3.04%
65	1973.92	3.30%
70	2125.76	3.55%
75	2277.6	3.80%
80	2429.44	4.06%
85	2581.28	4.31%
90	2733.12	4.56%
95	2884.96	4.82%
100	3036.8	5.07%

资料来源：IEA，IMF，方正证券研究中心

图表 22 相关上市公司盈利预测与评级

简称	股价	EPS			PE			评级
		2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	
中国石化	10.59	0.34	0.54	0.65	26.62	10.65	9.95	增持
中国石油	14.44	0.62	0.53	0.52	18.66	21.83	22.25	中性
金发科技	9.14	0.17	0.36	0.53	50.06	23.64	16.06	增持
天科股份	9.60	0.23	0.31	0.45	45.65	31.65	21.8	增持
海利得	21.16	0.75	0.97	1.05	28.57	22.09	20.41	增持

资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

公司投资评级的说明:

买入: 预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上;
 增持: 预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%;
 中性: 预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%;
 减持: 预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明:

增持: 预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上;
 中性: 预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%;
 减持: 预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款:

本报告版权归“方正证券”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“方正证券”, 且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

	长沙	杭州
地址:	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼研究中心 (410015)	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 (310006)
电话:	(86731) 85832351	(86571) 87782600
传真:	(86731) 85832380	(86571) 87782600
网址:	http://www.foundersec.com	http://www.foundersec.com
E-mail:	yjzx@foundersec.com	yjzx@foundersec.com