

炼油利润增速放缓 资源优势将显现 ——2009 年石油石化行业三季报综述

石油石化行业

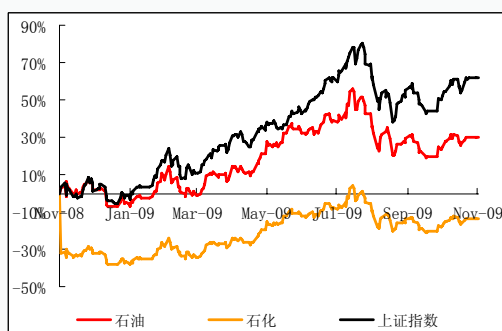
增持（维持）

报告日期：2009 年 11 月 3 日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅（%）
石油	3464.52	↑8.66
石化	6400.27	↑5.90
天相流通	3636.24	↑14.35
上证指数	3120.07	↑12.26

行业指数近一年走势图



相关报告：

三季报点评：《中国石化（600028）：利润增速明显放缓》

《中国石油（601857）：第三季度业绩低于预期 环比持平》

深度报告：《炼油经营环境改善 有望继续保持增长 ——2009 年石油石化行业中报综述》

联系人—王双

010-66045595 wangshuang@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

投资要点：

- 2009年1-9月，石油石化行业上市公司呈现同比减收增利，环比增收减利的态势。2009年1-9月，石油、石化行业上市公司继续保持减收增利的态势。天相石油石化13家上市公司实现营业收入16363亿元，同比下降21.01%；净利润1409亿元，同比增加17.27%。在13家上市公司中，出现亏损的1家（准油股份）；去年同期亏损的也是1家（S上石化）。2009年第三季度，石油石化行业环比增收减利，石化行业收入增幅较石油行业更明显，但利润增幅明显小于石油行业。天相石油、石化13家上市公司三季度实现营业收入6505亿元，环比增长16.24%，净利润519亿元，环比下降9.36%。
- 炼油板块成利润高增长的最大贡献者，但增速逐渐放缓。炼化板块在行业净利润占比由去年同期的12%扩展到38%，而石油勘探开发板块在行业净利润中的占比由86%下降到60%，炼化板块成为净利润增长的最大贡献者。2009年7-9月，石油、石化行业净利润519亿元，环比下降9.36%，其中炼化板块下降25.23%，石油勘探开发板块同比下降2.31%，油田服务板块同比上涨28.69%，销售板块同比下降28.37%，净利润增速明显放缓，并且炼油利润四季度将继续降低。
- 石油需求总量下降，环比向好。2009年前三季度，受金融危机影响，我国GDP增速明显放缓，能源需求下降，但是在新的成品油定价机制下，炼油企业开工率逐渐提升。我国前三季度国内原油产量1.4亿吨，同比下降0.5%，降幅收窄。原油加工量2.7亿吨，同比增加4.6%，国内汽柴油产量分别为5300万吨、1.03吨，同比上涨13.6%、2.4%，柴油产量表现突出，增幅较大，并由负转正。
- 原油价格判断：我们在中报综述中，用阶段涨幅的办法分析了原油价格下半年的走势，预计下半年原油价格触及80美元/桶的高点后，呈震荡走势，目前来看，原油价格走势基本符合我们的预期。预计今年最后两个月原油价格在70-80美元/桶震荡为主，再创新高的可能性不大。而2010年第一季度预计再创新高，我们预计在88美元/桶左右。
- 投资建议：我们重申中国石油和中国石化“增持”的投资评级。建议关注下半年均有石化项目投产的沈阳化工和辽通化工。

目 录

1. 石油石化行业上市公司三季报分析	3
1.1 样本公司运行情况	3
1.2 上市公司三季报：净利润同比向上，环比向下	3
1.3 炼油板块成利润高增长的最大贡献者，但增速逐渐放缓	5
2. 2009 年前三季度石油石化行业状况分析	6
2.1 行业效益：石油与石化的表现继续分化，但差距缩小	6
2.2 经营状况：总体石油需求下降，环比小幅上升	7
3. 石油石化行业投资策略	10
3.1 石油石化行业投资策略	10
3.2 行业估值和重点公司盈利预测	11

图表目录

图表 1 2009 年前三季度石油、石化行业全部上市公司主要经营指标（单位：百万元、元）	3
图表 2 2009 年前三季度石油、石化上市公司业绩汇总（包括沈阳化工）	4
图表 3 2009 年前三季度石油行业上市公司业绩汇总（亿元）	4
图表 4 2009 年前三季度石化行业上市公司业绩汇总（亿元）（包括沈阳化工）	5
图表 5 13 家样板公司主营业务分类	5
图表 6 石油石化行业历年 1-8 月销售收入和利润总额及其增长率	6
图表 7 石油石化行业历年 1-8 月毛利率和期间费用率情况	7
图表 8 天然原油产量和天然气产量及增速	7
图表 9 原油加工量（万吨）	8
图表 10 国内汽柴油产量及同比增速（万吨）	8
图表 11 WTI 原油价格走势（美元/桶）	9
图表 12 2009 年成品油价格调整时点	9
图表 13 2009 年前三季度天相各行业阶段涨幅图	11
图表 14 行业 PE 估值相对沪深 300PE 估值的倍数	11
图表 15 石油石化行业主要上市公司盈利预测与估值（股价为 11 月 3 日的收盘价）	13



1. 石油石化行业上市公司三季报分析

1.1 样本公司运行情况

按照天相行业进行分类，本报告包括石油、石化两个行业，共 13 家上市公司，其中石化行业公司 6 家，石油行业公司 7 家。中国石油和中国石化两家公司分别归属石油和石化行业。中国石油占石油行业营业收入的 97.43%，净利润占 96.41%；中国石化占石化行业营业收入的 95.53%，占净利润的 96.69%。因此石油、石化行业的表现，很大程度上取决于两大公司的表现。权重较小的石油石化公司由于各自的问题，与行业表现产生较大的偏离。其中沈阳化工由于氯碱业务的拖累，净利润同比下滑 88%；海越股份净利润同比提高 10 倍，主要是由于资产处置收益大幅增加；鲁润股份净利润同比增加 50 倍，主要系公司开始合并永泰能源发展有限公司报表。因此，个别权重较小公司的数据偏离不代表整个行业的变化，中国石油和中国石化两家公司的集中度基本反映样本公司行业的变化情况。

图表 1 2009 年前三季度石油、石化行业全部上市公司主要经营指标（单位：百万元、元）

代码	名称	EPS(基本)	营业收入	收入增长率	毛利率	费用率	费用增长率	净利润	净利润增长率	净利率	ROE
000698	沈阳化工	0.05	3,354	73.02%	18.14%	8.01%	1.95%	22	-88.30%	0.66%	1.00
600688	S 上石化	0.21	34,264	68.72%	19.84%	6.07%	1.64%	1,593	-160.22%	4.65%	10.03
002221	东华能源	0.06	1,518	156.67%	3.92%	2.80%	267.43%	12	-6.75%	0.78%	2.41
000819	岳阳兴长	0.21	791	51.13%	12.42%	4.62%	17.91%	41	-47.30%	5.15%	9.48
600028	中国石化	0.57	893,448	78.29%	25.33%	6.57%	8.40%	51,835	284.93%	5.80%	13.63
000637	茂化实华	0.24	1,910	61.33%	10.04%	4.04%	26.80%	108	82.20%	5.67%	15.47
002207	淮油股份	-0.05	166	99.56%	15.68%	16.59%	1.46%	-5	-138.81%	-2.86%	-1.40
600387	海越股份	0.68	604	71.77%	9.14%	11.24%	34.62%	201	1106.48%	33.34%	21.61
000554	泰山石油	0.02	2,007	91.77%	5.32%	3.98%	4.18%	11	-92.24%	0.56%	1.28
600157	鲁润股份	0.06	1,154	81.16%	4.37%	2.31%	-46.51%	15	-4967.78%	1.33%	4.22
000096	广聚能源	0.2	584	39.68%	13.52%	11.26%	-33.27%	108	11.39%	18.54%	6.58
601808	中海油服	0.62	13,525	165.05%	43.09%	7.84%	177.81%	2,806	2.05%	20.74%	12.77
601857	中国石油	0.57	683,019	79.80%	40.02%	10.83%	-2.57%	84,147	-20.51%	12.32%	9.90

资料来源：公司公告 天相投顾

1.2 上市公司三季报：净利润同比向上，环比向下

2009 年 1-9 月，石油、石化行业上市公司继续保持减收增利的态势。天相石油石化 13 家上市公司实现营业收入 16363 亿元，同比下降 21.01%；净利润 1409 亿元，同比增加 17.27%。在 13 家上市公司中，出现亏损的 1 家（淮油股份）；去年同期亏损的也是 1 家（S 上石化）。

6 家石化类上市公司合计实现营业收入 9353 亿元，同比下降 22.15%；净利润 536

亿元，同比增长 380.40%，

7 家石油类上市公司合计实现营业收入 7011 亿元，同比下降 19.43%；净利润 873 亿元，同比下降 19.83%。

分行业看，两大行业营业收入下降幅度基本持平，主要是中国石油和中国石化两大巨头分别在两个行业中占比较大，收入随着能源品价格下降而下降。两大行业净利润变化出现较大分歧，其中石化行业同比上涨 380.40%，石油行业同比下降 19.83%，主要是由于中国石油侧重石油勘探与开采，原油价格下降对其净利润影响较大，而中国石化侧重炼油和化工，在新的成品油定价机制下，炼油业务盈利状况由负转正，并实现大幅增长。

2009 年第三季度，石油石化行业环比增收减利，石化行业收入增幅较石油行业更明显，但利润增幅明显小于石油行业。天相石油、石化 13 家上市公司三季度实现营业收入 6505 亿元，环比增长 16.24%，实现净利润 519 亿元，环比下降 9.36%；7 家石油行业上市公司三季度实现营业收入 2751 亿元，环比增长 14.88%，实现净利润 341 亿元，环比增长 2.28%；6 家石化行业上市公司三季度实现营业收入 3755 亿元，环比增长 17.26%，实现净利润 178 亿元，环比下降 25.59%。

图表 2 2009 年前三季度石油、石化上市公司业绩汇总（包括沈阳化工）

13 家石油、石化	2009 年前 三季度	2008 年前 三季度	同比增幅	2009 年第 三季度	2009 年 第二季度	环比增幅
营业收入（亿元）	16363.43	20715.29	-21.01%	6505.43	5596.52	16.24%
利润总额（亿元）	1791.32	1535.58	16.65%	687.35	696.26	-1.28%
净利润（亿元）	1408.95	1200.40	17.37%	519.43	573.09	-9.36%
毛利率	31.39%	19.16%	12.23	29.82%	32.69%	-2.87
所得税/利润总额	21.35%	21.83%	-0.48	24.43%	-27.76%	52.19
净利润率	8.61%	5.79%	2.82	7.98%	10.24%	-2.26
净资产收益率	10.71%	10.30%	0.41	3.95%	4.44%	-0.50

资料来源：公司公告 天相投顾

图表 3 2009 年前三季度石油行业上市公司业绩汇总（亿元）

7 家石油	2009 年前 三季度	2008 年前 三季度	同比增幅	2009 年第 三季度	2009 年 第二季度	环比增幅
营业收入（亿元）	7010.59	8701.69	-19.43%	2750.71	2394.52	14.88%
利润总额（亿元）	1108.77	1407.31	-21.21%	457.56	393.21	16.36%
净利润（亿元）	872.84	1088.80	-19.83%	341.25	333.64	2.28%
毛利率	39.87%	36.12%	3.74	39.91%	40.54%	-0.64
所得税/利润总额	21.28%	22.63%	-1.35	25.42%	-35.19%	60.61
净利润率	12.45%	12.51%	-0.06	12.41%	13.93%	-1.53
净资产收益率	9.62%	13.46%	-3.85	3.76%	3.73%	0.02

资料来源：公司公告 天相投顾

图表 4 2009 年前三季度石化行业上市公司业绩汇总（亿元）（包括沈阳化工）

6 家石化	2009 年前 三季度	2008 年前 三季度	同比增幅	2009 年第 三季度	2009 年 第二季度	环比增幅
营业收入（亿元）	9352.85	12013.60	-22.15%	3754.72	3202.01	17.26%
利润总额（亿元）	682.54	128.27	432.11%	229.80	303.05	-24.17%
净利润（亿元）	536.11	111.60	380.40%	178.18	239.45	-25.59%
毛利率	25.03%	6.87%	18.16	22.43%	26.81%	-4.38
所得税/利润总额	21.45%	13.00%	8.45	22.46%	-18.11%	40.57
净利润率	5.73%	0.93%	4.80	4.75%	7.48%	-2.73
净资产收益率	13.14%	3.13%	10.02	4.37%	6.04%	-1.67

资料来源：公司公告 天相投顾

1.3 炼油板块成利润高增长的最大贡献者，但增速逐渐放缓

我们将 13 家样本公司，根据占比最大的主要业务进行分类，分成石油勘探和开采板块、炼化板块、油田服务板块和销售板块。

图表 5 13 家样板公司主营业务分类

分类	公司名称	分类	公司名称
石油勘探 和开采	中国石油	油田服务	中海油服、准油股份
炼化	中国石化、S 上石化、茂化 实华、岳阳兴长、沈阳化工	销售	泰山石油、广聚能源、鲁润股 份、海越股份、东华能源

资料来源：公司公告 天相投顾

从同比数据来看：炼化企业成净利润最大贡献者

2009 年 1-9 月，石油、石化行业净利润同比增长 17.27%，其中炼化板块同比增长 304.9%，而石油勘探开发板块同比下降 14.07%，油田服务板块同比上涨 1.43%，销售板块同比上涨 28.59%。

炼化板块在行业净利润占比由去年同期的 12%扩展到 38%，而石油勘探开发板块在行业净利润中的占比由 86%下降到 60%，炼化板块成为净利润增长的最大贡献者。

我们认为炼化板块大幅增长主要有以下两点原因：

（1）2008 年原油价格上涨过于迅速，国内成品油价格未能及时上调，造成成品油价格批零倒挂，炼油企业大部分处于亏损状态，当年净利润基数较低。

（2）2009 年以来，我国实行新的成品油定价机制，炼油业务摆脱政策性亏损，并保持了适当的盈利水平，上半年净利润同比出现了大幅反弹。

从环比数据看：净利润增速明显放缓

2009 年 7-9 月，石油、石化行业净利润 519 亿元，环比下降 9.36%，其中炼化板块下降 25.23%，石油勘探开发板块同比下降 2.31%，油田服务板块同比上涨 28.69%，

销售板块同比下降 28.37%，净利润增速明显放缓。

根据新的成品油定价机制，当国际原油价格超过 80 美元/桶时，将适当降低炼油利润率。

目前布伦特、迪拜、辛塔三地 22 个连续工作日原油移动平均价格已经达到 71.6 美元/桶，距基准日上涨 6.07%；若今后一周原油价格在 77-80 美元/桶震荡，则距原油均价变动幅度超过 10%，成品油价格理应上调 300-400 元/吨，按照历次调价的习惯，我们认为发改委有可能压缩炼油毛利，上调成品油价格 300 元/吨。因此四季度炼油毛利继续降低。

2. 2009 年前三季度石油石化行业状况分析

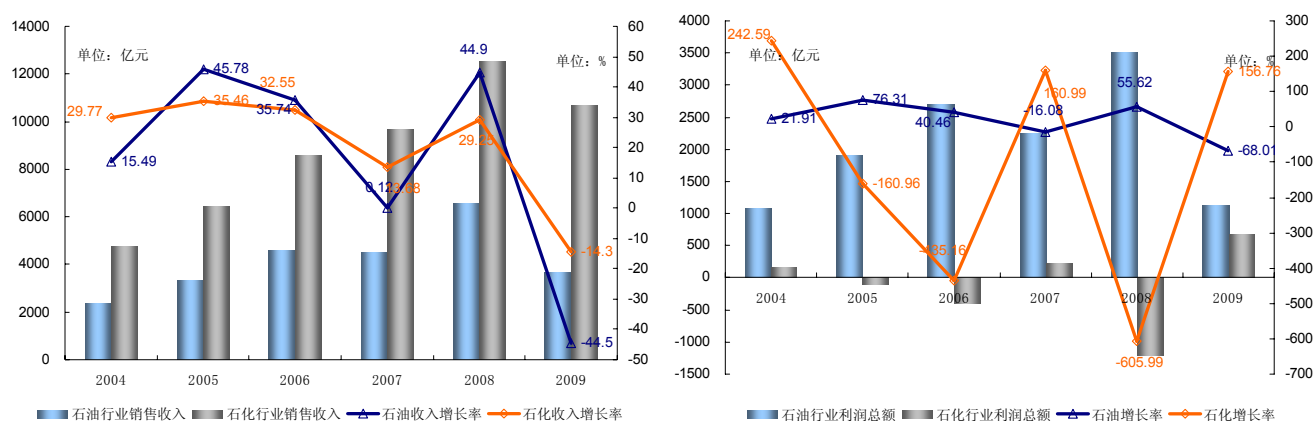
2.1 行业效益：石油与石化的表现继续分化，但差距缩小

总体来看，2009 年 1-9 月，石油和石化行业盈利能力继续表现为“X”型换位。石油行业减收减利，盈利能力明显下降；石化行业减收增利，实现华丽转身。关键无外乎两点：原油价格高位俯冲，成品油定价机制改革。

2009 年 1-9 月，石油石化行业销售收入均出现了同比下降的态势。石油行业销售收入下降 44.5%，石化行业下降 14.3%，降幅差距高达 30 个百分点，明显大于上市公司中石油、石化行业的降幅差距（上市公司中，石油行业收入下降 21%，石化行业下降 22%）。主要是由于上市公司统计中中石油、中石化均为综合类上市公司，勘探和炼油在两家公司中均有占比，只是侧重点不同。

2009 年 1-9 月，石油、石化行业利润总额分歧较大，石油行业利润总额下降 68.0%；石化行业受政策导向明显，利润总额增长率波动幅度较大，同比增长 156.8%，三季度与二季度相比两者利润总额之间的差距逐渐缩小。

图表 6 石油石化行业历年 1-8 月销售收入和利润总额及其增长率

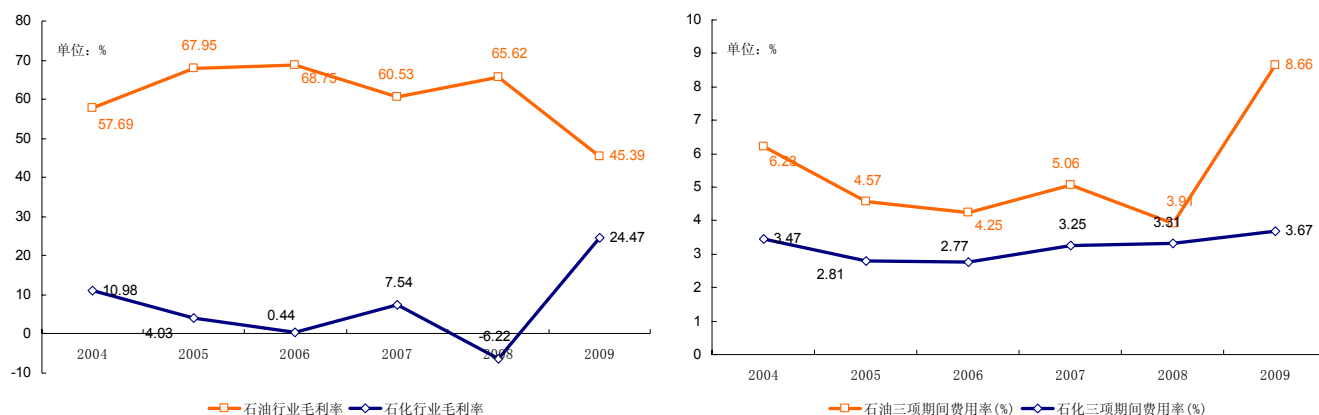


资料来源：国家统计局 天相投顾

从盈利能力来看，石油石化行业毛利率继续保持了此弱彼强的态势。石油行业毛利率降到历史最低点，仅为 45.39%，而石化行业则达到了历史高点，毛利率高达 24.47%。

从期间费用率来看，石油行业期间费用率达到最高点 8.66%，主要是由于原油价格回落，单位成本增加；石化行业同比小幅增长，达到 3.67%。

图表 7 石油石化行业历年 1-8 月毛利率和期间费用率情况



资料来源：国家统计局 天相投顾

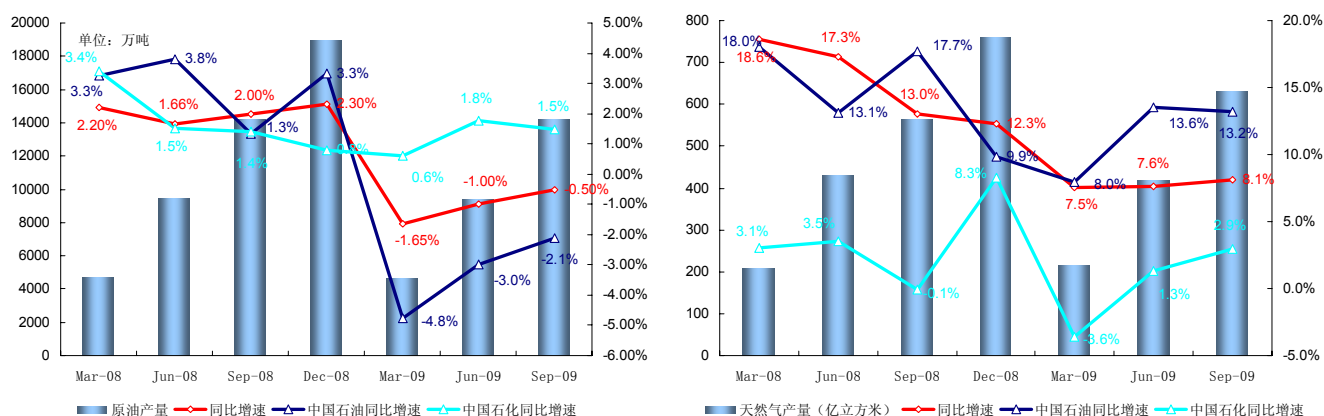
2.2 经营状况：总体石油需求下降，环比小幅上升

2.2.1 原油产量缓慢增长

我们根据将近 20 年数据分析发现，原油消费量与 GDP 呈高度的正相关性，相关系数高达 0.98。今年上半年受全球金融危机的影响，我国 GDP 增速明显放缓，前三季度 GDP 增速分别为 6.1%、7.1%和 7.7%，较去年同期下降 4.5、4.3 和 2.2 个百分点，而前三季度石油开采企业部分油田限产停产，原油产量明显下降，我国前三季度国内原油产量 1.4 亿吨，同比下降 0.50%。

我国原油产量前三季度分别累计下降 1.65%、1.00%和 0.50%，降幅逐渐收窄；天然气产量依然保持较快的增长速度，前三季度产量增速分别为 7.5%、7.6%和 8.1%。从两大公司的表现情况来看，中国石化弱势不弱，原油产量增速高于中国石油和行业平均水平；天然气产量增速方面中国石油依然保持一家独大的优势，产量增长高于行业平均水平，我们认为目前天然气的销售还处于占领市场阶段，中国石油目前的产量增速较高，有利于在今后的竞争中占领先机。

图表 8 天然原油产量和天然气产量及增速

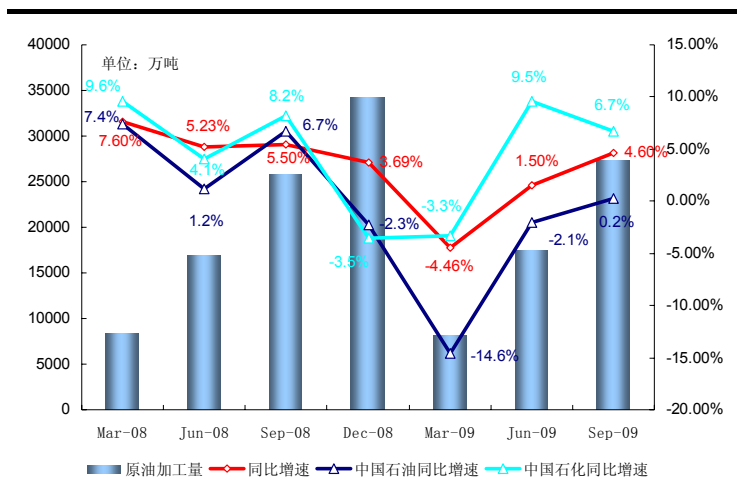


资料来源：国家统计局 天相投顾

2.2.2 原油加工量逆势上行

2009年1-9月，国内原油加工量2.74亿吨，同比增加4.6%，单月原油加工量不断增加，增速逐渐加大。原油加工量增速稳定，保持风景这边独好的态势，这与国内新的成品油定价机制密切相关。原油价格低位运行，炼企利润稳定，开工的积极性增加，造成我国前三季度原油加工量不降反升。而成品油定价机制的最大受益者—中国石化，抓住时机，增速高于行业平均水平2个百分点左右。

图表 9 原油加工量（万吨）

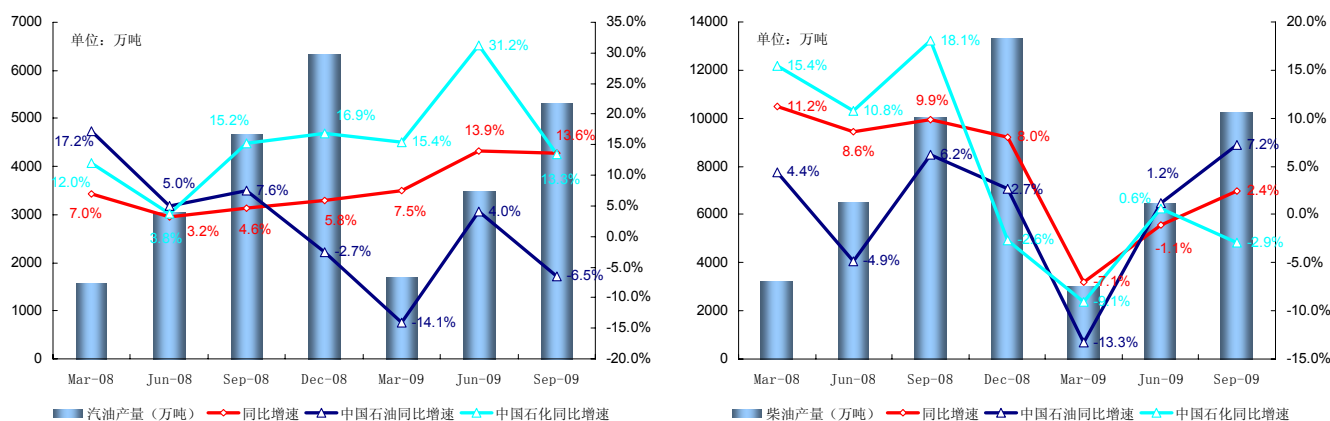


资料来源：国家统计局 天相投顾

2.2.3 柴油产量环比增幅较大

2009年1-9月，国内汽柴油产量分别为5300万吨、1.03亿吨，同比上涨13.6%、2.4%。其中，汽油产量保持平稳增速，柴油产量实现大幅的增长，并逐月增速加快。柴油与工业的发展密切相关，第三季度，柴油产量摆脱前期低迷的态势，尤其是中国石化的柴油产量同比增加7.2%，高于行业平均增速4.8个百分点。

图表 10 国内汽柴油产量及同比增速（万吨）



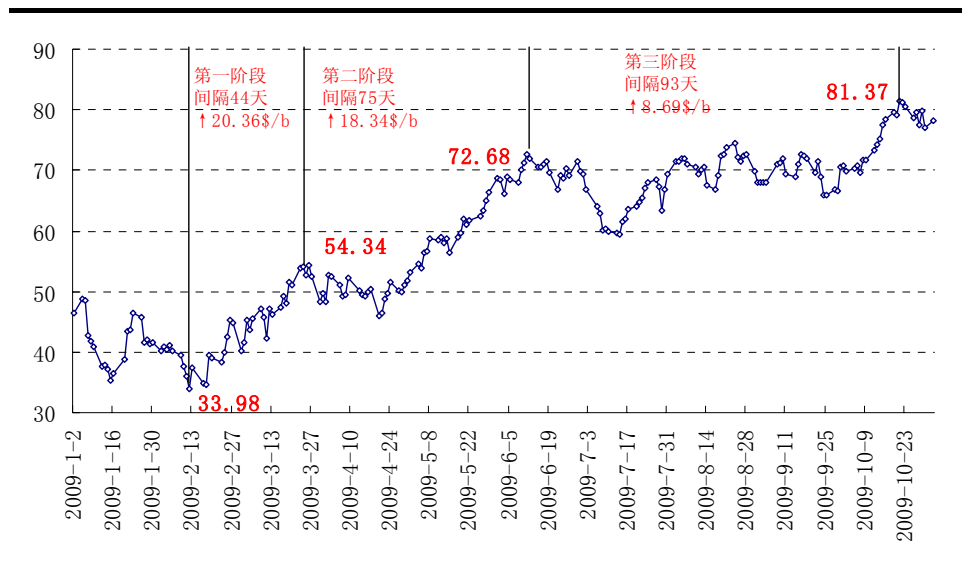
资料来源：国家统计局 天相投顾

2.2.4 原油价格年内难创新高

我们在中报综述中，用阶段涨幅的办法分析了原油价格下半年的走势，预计下半年原油价格触及 80 美元/桶的高点后，呈震荡走势，目前来看，原油价格走势基本符合我们的预期。

今年前三季度国际油价经历了一个触底反弹的过程，2009 年 2 月 12 日，WTI 国际原油价格达到最低点 33.98 美元/桶，接近国内两大石油集团的勘探开采成本，接下来，国际油价上演了一场绝地反击的好戏，并且分别在 3 月 24 日的 53.98 美元/桶，6 月 11 日的 72.68 美元/桶，10 月 21 日 81.37 美元/桶几个点位达到了阶段高点，而后调整的点位间隔逐渐缩小，日均上涨幅度也在缩小，但整体呈现向上的走势，照此趋势判断，预计今年最后两个月原油价格在 70-80 美元/桶震荡为主，再创新高的可能性不大。而 2010 年第一季度预计再创新高，我们预计在 88 美元/桶左右。

图表 11 WTI 原油价格走势（美元/桶）



资料来源：BLOOMBERG 天相投顾

2.2.5 成品油价格频繁调整，力度减小

今年是石化行业实行新的成品油定价机制的第一年，并在 5 月份推出石油产品价格管理办法。前三季度，发改委 7 次调整成品油价格，包括 3 次下调和 4 次上调。炼企利润得以保障，这也是石化行业利润总额和毛利率大幅增长的关键所在。

第三季度发改委三次调整成品油价格，炼油业务盈亏平衡点较上半年提升 11 美元/桶，而第三季度原油均价 68 美元/桶，上涨 16 美元/桶，第三季度公司炼油毛利降低 5 美元/桶。因此，第三季度与上半年比较，炼企毛利率明显降低。

图表 12 2009 年成品油价格调整时点

时间点	汽油调整幅度 元/吨	调整后汽油价格 元/吨	柴油调整幅度 元/吨	调整后柴油价格 元/吨	参考原油价格 美元/桶	参考原油价格变化幅度
2008-12-19	↓ 900	5580	↓ 1100	4970	——	——
2009-1-14	↓ 140	5440	↓ 160	4810	——	——

2009-3-25	↑ 290	5730	↑ 180	4990	44	——
2009-5-30	↑ 400	6130	↑ 400	5390	58	31.82%
2009-6-29	↑ 600	6730	↑ 600	5990	68	17.24%
2009-7-28	↓ 220	6510	↓ 220	5770	64	-5.88%
2009-9-2	↑ 300	6810	↑ 300	6070	72	12.50%
2009-9-29	↓ 190	6620	↓ 190	5880	64	-11.11%

资料来源：国家发改委 天相投顾

3. 石油石化行业投资策略

3.1 石油石化行业投资策略

石油石化行业走势与资源和政策关系密切。

从资源角度看，四季度石油勘探企业将继续执行年初制定的计划，保持原油产量稳定增长，全年产量由负转正，与去年持平；原油价格以震荡为主，四季度均价 75 美元/桶，全年均价 60 美元/桶。2010 年随着经济的复苏和流动性通胀的预期，国际原油价格将继续上涨，而企业开采积极性增加，我们预计国内原油产量将同比增加 2%，原油价格达到 85 美元/桶，同比上涨 40%；同时两大公司海外资源的补充，提高了公司的竞争能力。

从政策角度看，今年前三季度，发改委推行新的成品油定价机制，并且 7 次调整成品油价格，对于石化行业是非常有利的。虽然上调的幅度不一定与原油价格上涨幅度一致，但是炼油企业 2009 年业绩同比实现大幅增长，已经基本确定，中国石油和中国石化的估值水平明显提升。但是目前原油价格已经触及 80 美元/桶，根据新的成品油定价机制，当国际原油价格超过 80 美元/桶时，将适当降低炼油利润率。四季度和 2010 年炼油毛利将继续降低。

从两大公司的情况来看，中国石油四季度和 2010 年的资源优势将得以显现，同时公司的海外收购进展顺利，公司竞争能力不断提高；另外，公司天然气的产量占国内总产量的 70%，天然气价格调整成为必然，公司也使从中受益最大的上市公司。我们维持中国石油增持的投资评级。

中国石化经历了今年上半年的最好时光，炼油方面的盈利能力将有所降低，但是我们可以看到公司在上游资源方面的增长速度明显高于行业水平，其中原油产量高于行业增速 1 个百分点，今年 10 月份公司普光气田投产，预计今年产量 7 亿立方米，2010 年产量 40 亿立方米，占公司 2008 年全年产量的 50%左右；同时公司透露，将在合适时机收购集团公司在海外的部分优质油气资产，将进一步增加公司的竞争能力，估值水平相应提高，目前公司的 PE 不到 20 倍，我们维持公司增持的投资评级，但同时提醒投资者注意公司炼油毛利下降带来的风险。

同时，建议关注均有石化项目投产的沈阳化工和辽通化工。辽通化工 45 万吨乙烯及原料工程项目各装置已经机械竣工，11 月末试车，2010 年新增油化业务产能释放将成为公司新的利润增长点。从公司股价走势来看，近期已经与石化行业产生联动性。随着炼化经营环境的好转，公司增长潜力巨大，有望成为石化行业的后起之秀。

沈阳化工 CPP 项目 7 月末投产，由于装置刚刚运行，生产负荷相对不高，CPP 项目的弹性较大，未来油价上涨，将促进其盈利能力的提高。目前 DCC 装置仍处于检

修状态，计划月底复产，因此 4 季度业绩仍会受到一定影响。但随着 DCC 复产，公司的汽柴油生产销售将恢复，盈利能力将明显提高。PVC 糊树脂受益于油价上涨，未来价格将继续上涨，而电石价格相对平稳，毛利将有所提高。丙烯酸及酯部分用途为制作涂料，受益于房地产复苏，销售情况将继续转好。

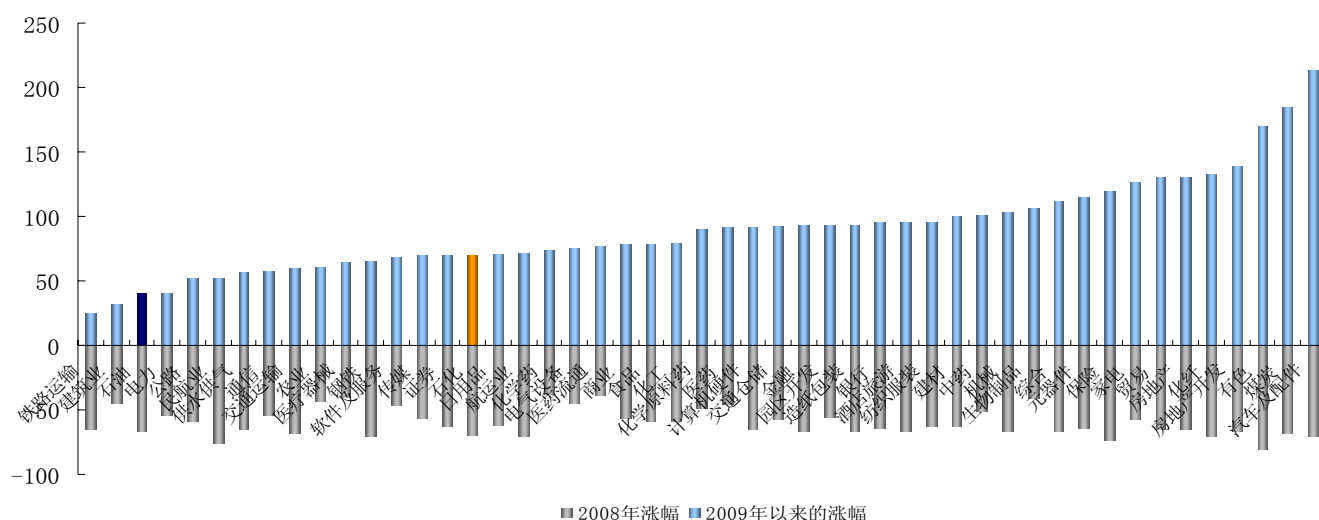
3.2 行业估值和重点公司盈利预测

3.2.1 行业估值

在 49 个天相二级行业中，今年前三季度石油行业上涨 40.16%，居天相行业涨幅榜第 47 位；石化行业上涨 70.03%，居天相行业指数第 34 位，石油行业表现落后石化行业，涨幅明显低于其他行业，但是两者间的差距逐渐缩小。

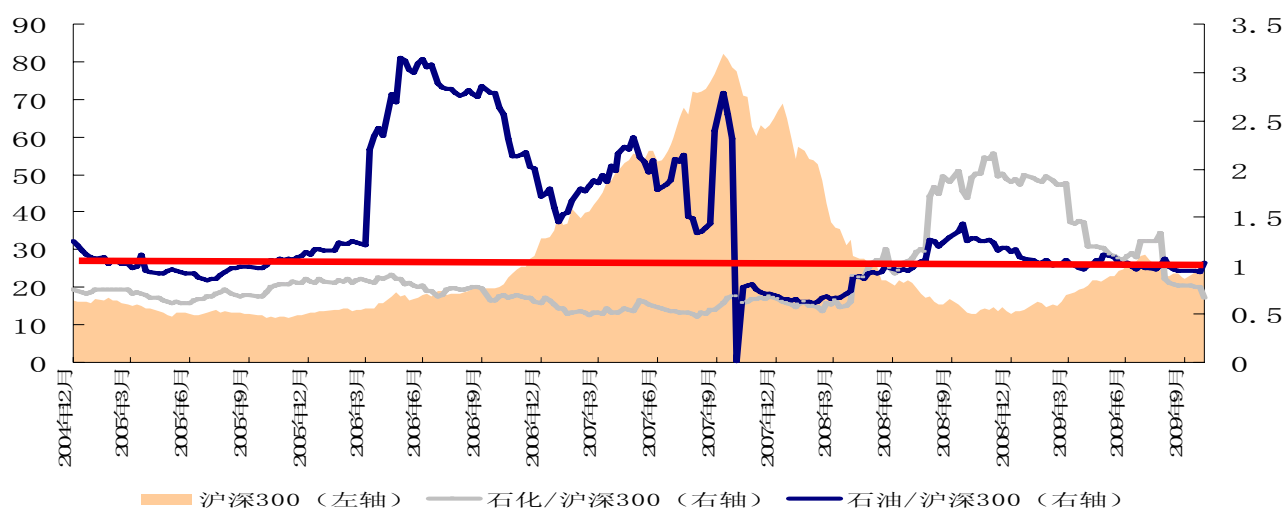
石油、石化行业 PE 相比沪深 300 样本股 PE 的比值偏低，行业估值压力有很大的缓解，从资源和投资安全角度看将使石油石化行业投资机会明显。

图表 13 2009 年前三季度天相各行业阶段涨幅图



资料来源：天相投顾

图表 14 行业 PE 估值相对沪深 300PE 估值的倍数



资料来源：天相投顾

3.2.2 主要上市公司盈利预测与估值

中国石油（601857）：集石油勘探、开采、炼油、化工、销售于一体的综合类上市公司，重点侧重石油和天然气的勘探和开采。2009年1-9月，公司实现营业收入6830.19亿元，同比下降20.20%；营业利润1078.04亿元，同比下降15.69%；归属于母公司所有者净利润811.49亿元，同比下降14.08%；基本每股收益0.44元（其中第三季度0.17元）。

公司未来看点：（1）原油价格上涨幅度；（2）天然气价格改革顺利推出。我们预计2009-2010年公司每股收益分别为0.64元和0.86元；以公司最新收盘价13.54元计算，对应动态PE分别为21倍和16倍。公司海外收购不断增加，竞争能力提高，炼油业务经营环境明显改善。由于经济复苏和流动性通胀的预期，原油价格上涨成为必然，公司增长潜力加大，我们维持公司“增持”的投资评级。

中国石化（600028）：集石油勘探、开采、炼油、化工、销售于一体的综合类上市公司，重点侧重石油炼制。2009年1-9月，公司实现营业收入8934亿元，同比下降21.72%；营业利润662亿元，去年同期亏损296亿元；归属于母公司所有者净利润497亿元，同比增长230.28%；基本每股收益0.573元（其中第三季度0.19元），未来公司看点：（1）资产重组顺利推进；（2）天然气价格上调。我们预计公司2009年和2010年的每股收益分别为0.75元和0.84元，对应最新股价11.97元，动态市盈率分别为16倍和14倍，估值优势明显。由于公司海外资产收购的步伐加快，竞争力逐渐提高，估值水平相应提高，目前公司的PE不到20倍，因此从估值和投资安全的角度考虑，建议关注中国石化的投资机会。

中海油服（601808）：海上油田服务行业的龙头。2009年1-9月，公司实现营业收入135.25亿元，同比增长65.05%；营业利润36.70亿元，同比增长26.90%；归属于母公司所有者净利润28.06亿元，同比增长2.05%；基本每股收益0.62元（其中第三季度0.40元）。未来公司看点：（1）原油价格走势；（2）公司装备投产情况；（3）CDE公司的运行情况。由于钻井合同取消取得营业收入10.7亿元，我们上调公司盈利预测，将2009年每股收益由0.66元上调至0.83元，2010年每股收益为0.99元，对应最新收盘价15.47元，动态市盈率分别为19倍和16倍，从估值来看，公司具有明显的优势，同时原油价格已经在回升过程中，油企勘探开发的积极性不断提高，

公司装备增加确保业绩稳步提升，我们维持公司“增持”的投资评级。

辽通化工（000059）：炼油乙烯项目建成后，公司将从一个化肥企业变身为石化企业。2009年1-9月，公司实现营业收入21.78亿元，同比下降24.86%；营业利润2.72亿元，同比下降37.32%；归属于母公司所有者净利润2.37亿元，同比下降36.65%；基本每股收益0.197元。由于购买设备及工程物资，公司具有增值税进项税抵税额度12-13亿，未来项目投产后将逐步抵扣，增加利润。我们预计公司2009年-2011年的EPS分别为0.24元、0.69元和0.94元，以最新的收盘价10.64元计算，对应的动态市盈率为44倍、15倍和11倍，目前估值优势不明显，但考虑到炼油乙烯项目给公司业绩带来的高弹性，维持“增持”评级。

沈阳化工（000698）：公司石油炼化产品与氯碱产品共同发展。2009年1-9月，公司实现营业收入33.5亿元，同比下降26.98%；营业利润1685万元，同比下降92.74%；归属母公司所有者净利润2748万元，同比下降85.77%；基本每股收益0.04元。由于DCC复产时间慢于我们之前预期，我们下调公司2009年的盈利预测，预计公司2009年-2010年的EPS为0.15元、0.46元和0.60元，对应的动态PE为54倍、17倍和19倍；目前PE估值较高，但考虑到公司未来两年的快速增长能力，维持“增持”的投资评级。

图表 15 石油石化行业主要上市公司盈利预测与估值（股价为11月3日的收盘价）

代码	公司名称	评级	盈利预测（元）			市盈率（倍）		
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
601857	中国石油	增持	0.62	0.64	0.86	22	21	16
600028	中国石化	增持	0.342	0.75	0.84	35	16	14
600688	S 上石化	中性	-0.867	0.26	0.3	-13	45	39
601808	中海油服	增持	0.69	0.83	0.99	22	19	16
000698	沈阳化工	增持	0.21	0.15	0.46	38	54	17
000554	泰山石油	中性	0.3	0.02	0.09	20	307	68
002221	东华能源	中性	0.15	0.24	0.38	55	34	22

资料来源：天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100