

石油化工龙头公司估值将提升

2010 年石化行业投资策略报告

优于大势

维持评级

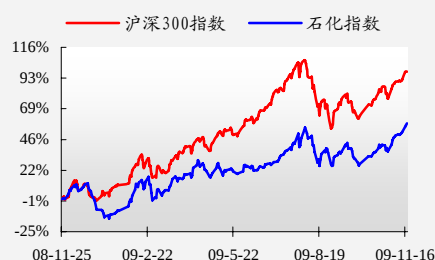
能源/石油化工

2009 年 12 月 2 日

投资要点:

- 今年 1~10 月，石油和天然气开采业实现工业总产值 5801.0 亿元，同比下降 35.6%，精炼石油产品制造业实现工业总产值 14199.6 亿元，同比下降 10.3%，基础化学原料制造业实现工业总产值 7464.7 亿元，同比下降 4.3%，合成材料制造业实现工业总产值 4923.0 亿元，同比增长 1.7%。
- 今年以来，国际原油价格逐步回升，需求缓慢复苏。国内新成品油定价机制运行良好，炼油行业扭亏为盈，且炼油毛利高于国际水平。化工景气度从二季度开始快速上升，企业盈利已达到历史较好水平。
- 预计明年将是一个整固年，石化行业景气度会出现上升。国际原油价格将肯定高于今年水平，上游业务的收益将增加。国内成品油定价机制将平稳运行，炼油毛利可能有小幅下降。下游化工业务将有所增长，盈利水平将保持平稳。对于中石化、中石油两大公司来说，中石油的机会更好一些，因为，明年石化行业上游的利润增长比较明确。
- 基于中石化、中石油突出的战略地位，以及经营业绩向好的预期，维持对两公司 A 股“推荐”的投资评级。
- 基于 S 上石化、中海油服和东华科技的增长预期，因此，维持对三公司 A 股“谨慎推荐”的投资评级。
- 基于江钻股份的估值已经反映了公司的基本面状况，因此，维持对公司股票“中性”的投资评级。

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	优于大势
销售	同步大势

重要公司

评级

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

分析师: 王伟纲

TEL: (8621)6337 7000-255

FAX: (8621)6337 3209

Email: wangwg@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

一、石化行业 2009 年回顾

（一）概况

2009 年 1~10 月，石油和天然气开采业实现工业总产值 5801.0 亿元，同比下降 35.6%；精炼石油产品制造业实现工业总产值 14199.6 亿元，同比下降 10.3%；基础化学原料制造业实现工业总产值 7464.7 亿元，同比下降 4.3%；合成材料制造业实现工业总产值 4923.0 亿元，同比增长 1.7%。

2009 年 1~8 月，石油和天然气开采业实现利润总额 1098.9 亿元，同比下降 68.5%；精炼石油产品制造业实现利润总额 671.0 亿元，而去年同期为亏损 1201.8 亿元；基础化学原料制造业实现利润总额 157.1 亿元，同比下降 43.6%，其中有机化学原料制造业实现利润总额 115.0 亿元，同比增长 1.5%；合成材料制造业实现利润总额 165.7 亿元，同比增长 11.3%，其中，合成树脂制造业实现利润总额 102.3 亿元，同比增长 22.8%，合成橡胶制造业实现利润总额 18.6 亿元，同比下降 14.2%，合成纤维单体制造业实现利润总额 31.6 亿元，同比下降 3.6%。

2009 年 1~10 月我国主要石油、石化产品产量如表 1 所示。

表 1 今年前 10 个月我国主要石油、石化产品产量

名称	1~10 月累计产量	同比增长 (%)
天然原油	15794.2 万吨	-0.5
天然气	694.2 亿立方米	7.5
原油加工量	30713.4 万吨	5.2
成品油	18663.6 万吨	7.2
燃料油	1537.2 万吨	-19.9
润滑油	608.6 万吨	3.2
石油沥青	1864.5 万吨	48.9
液化石油气	1471.9 万吨	2.9
乙烯	851.9 万吨	1.0
纯苯	375.8 万吨	4.5
合成树脂	2866.7 万吨	6.6
合成橡胶	223.6 万吨	5.4
合成纤维单体	964.5 万吨	4.1

资料来源：中国石油和化工经济分析

2009 年我国石化行业的总体表现可以归纳为三点：一是原油价格下跌导致全行业产值、收入下降，上游业务利润大幅减少；二是成品油趋于市场化定价，炼油行业获得较好收益；三是化工业务快速回升，利润率已经接近历史平均水平。

（二）原油市场

2009 年的原油市场呈现出逐步回升的行情，布伦特原油价格由年初的 40 美元/桶上涨到目前的接近 80 美元/桶。近年来国际市场原油价格（月平均）走势如图 1 所示。

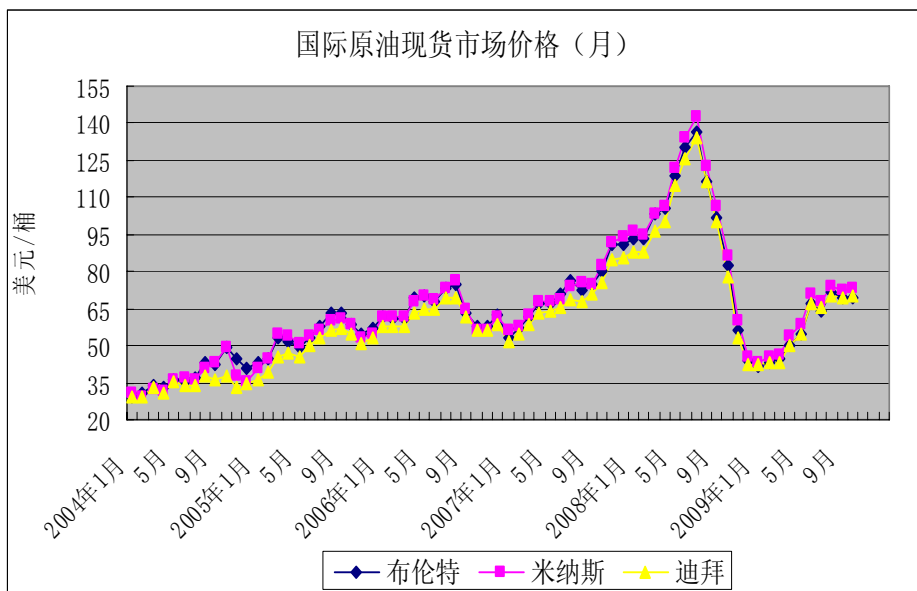


图 1 国际原油价格走势

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

在国际社会的共同努力下，世界经济已经表现出一定的复苏迹象。以中国、印度等发展中大国为代表的亚洲经济体表现尤为强劲，而欧美发达国家的许多经济数据也出现了积极的变化。世界石油需求从 3 季度开始止跌转升，4 季度有望实现同比增长。欧佩克继续执行着去年底以来的减产措施，原油的供求基本保持平衡。全球的石油库存略有下降，但依然维持高位。

我国前三季度原油表观消费量为 2.84 亿吨，同比增长 3.3%，增速比去年同期下降 1.8 个百分点；进口原油 1.46 亿吨，同比增长 8.2%，增速比去年同期下降 0.6 个百分点。虽然消费和进口增速略有下降，但是我国的原油对外依存度仍然上升，并且首次突破了 50%（截止三季度末）。我国的原油对外依存度如图 2 所示。

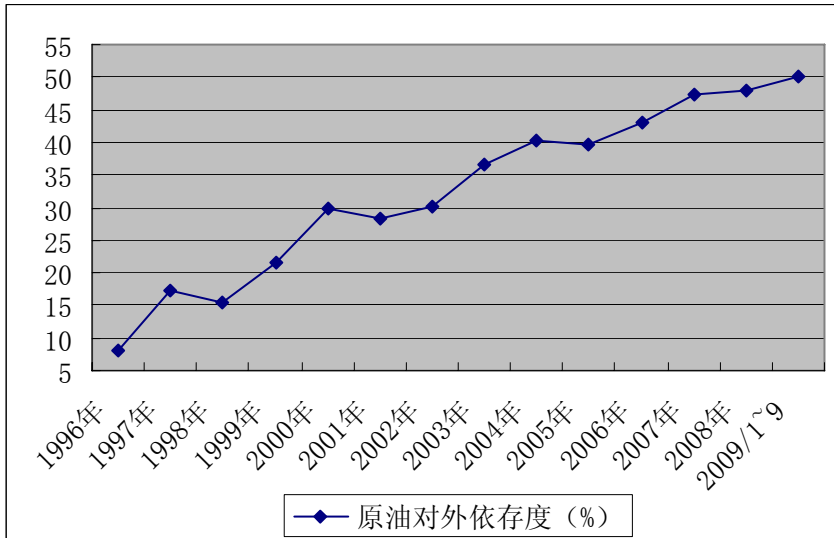


图 2 我国原油对外依存度示意图

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

(三) 天然气市场

我国的天然气出厂价格仍然维持着四年前的定价机制，变动幅度有限，平均价格同比略有下跌。国际市场天然气的价格呈现大幅下跌的行情，无论是协议价格还是现货价格都是如此。北美市场天然气现货价格走势如图 3 所示。

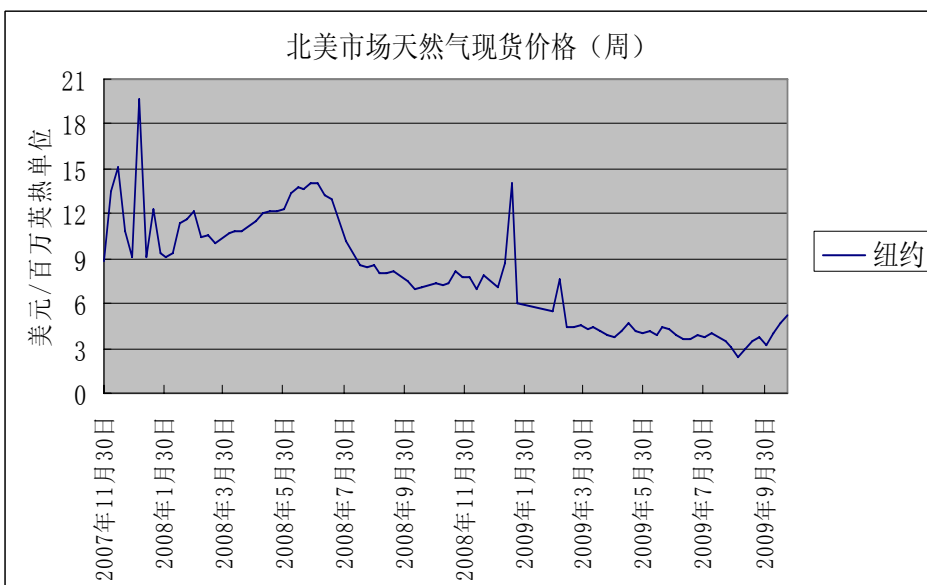


图 3 北美市场天然气现货价格示意图

数据来源：中国石油和化工经济数据快报、东北证券金融与产业研究所

注：10 美元/百万英热单位约合 2.44 元/立方米。

由于供应的增加，原油价格的下跌，导致了天然气价格的大幅下挫。我利用这一有利时机，一是加大进口规模，二是可能适时推出天然气定价机制的改革。

（四）成品油市场

原油价格的大幅波动对炼油业产生了不利影响，需求低迷也压低了成品油的价格，全球炼油毛利同比又有所下降。国际市场成品油价格与布伦特原油价格走比照如图 4 所示。

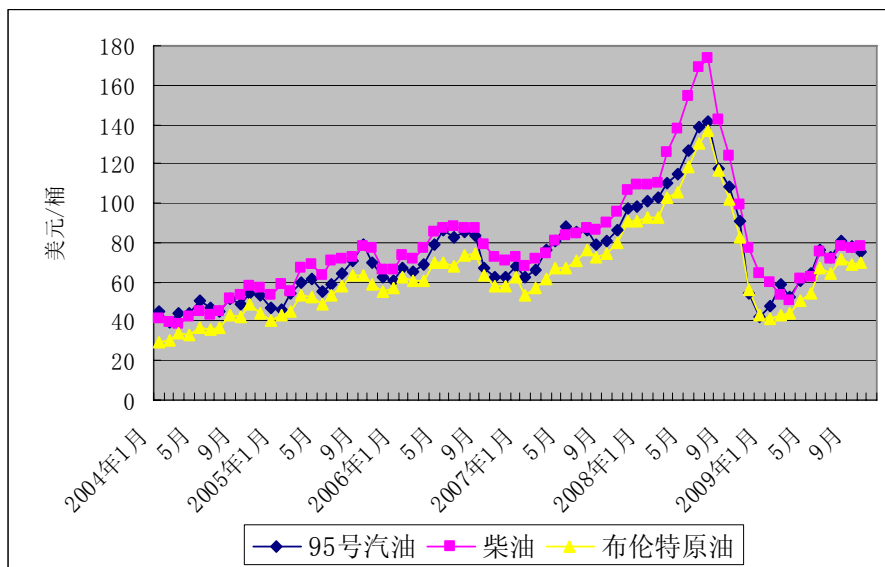


图 4 国际市场成品油与布伦特原油价格比照图

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

从今年一月开始，我国开始执行新的成品油定价机制。成品油的调价频率明显加快，基本保持每月一次。根据新的定价原则，当原油价格低于 80 美元/桶时，国内炼油业可以保有合理的利润水平。从前 10 个月的实施情况来看，平均的炼油毛利在 6 美元/桶左右，要高于国际平均水平。国内成品油与布伦特原油价格比照如图 5 所示。

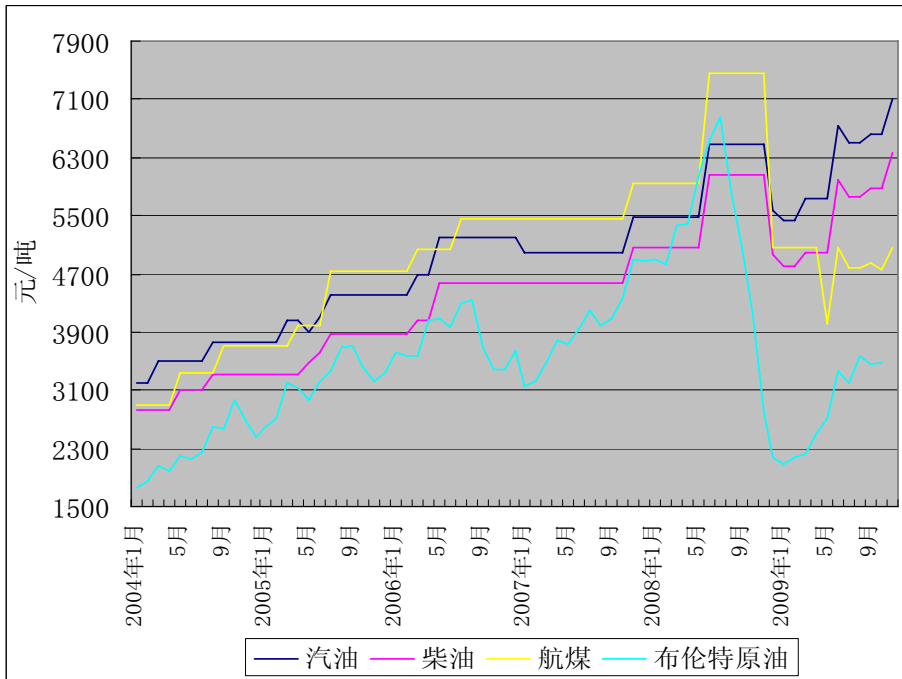


图 5 国内市场成品油与布伦特原油价格比照图

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。

（五）化工市场

1、有机化工原料

在经历了去年的负增长之后，从今年二季度开始快速回升，并于三季度末恢复了同比正增长。分析原因，一是产品价格先于原油价格见底，二季度由于补货行情，使得产品价格短期上涨较多，产品的毛利率快速上升；二是由于经济增长加速，使得下游需求明显回升，产品的产量也恢复了正增长。然而也应当看到，这一轮复苏并不很稳定，产品价格自 10 月份以后出现疲态，后市还有待进一步观察。我国主要有机化工原料价格走势如图 6、图 7 所示。

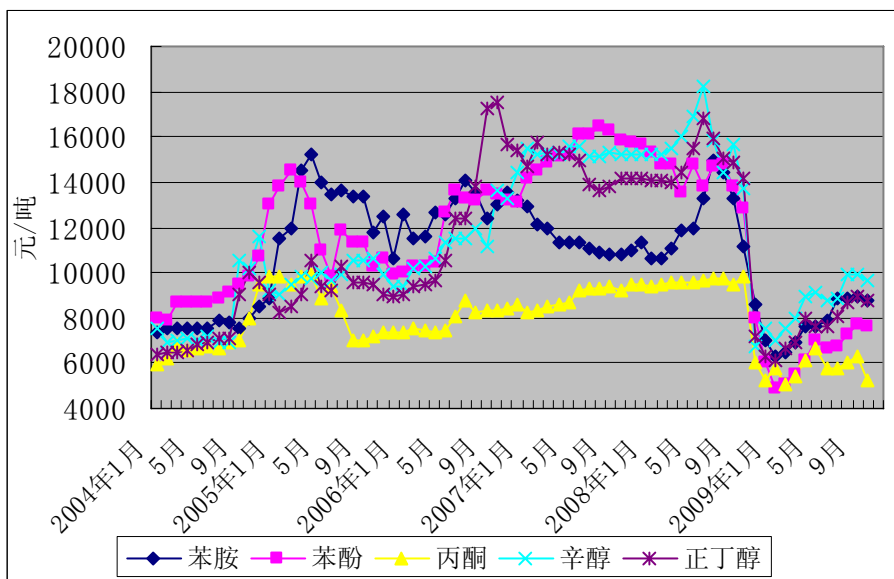


图6 我国有机化工原料市场价格走势图（一）

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

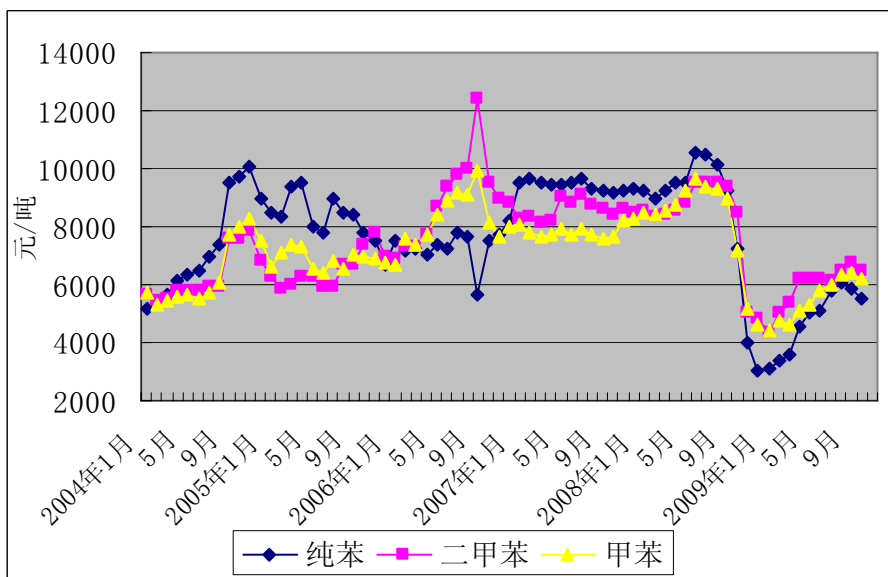


图7 我国有机化工原料市场价格走势图（二）

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

2、合成树脂

合成树脂是以乙烯为龙头的石化产品中最大的一个产品系列，也是主要的利润来源。今年乙烯明显表现出前低后高，合成树脂的表现是最好的。究其原因，塑料下游的建材、家电、汽车和医药等行业表现出奇的强劲。但是从毛利率来说，今年二季度的水平应该是一个高点，原油价格在继续上升，而产品价格开始滞涨，毛利率必然下降。我国的合成树脂市场价格走势如图8

所示。

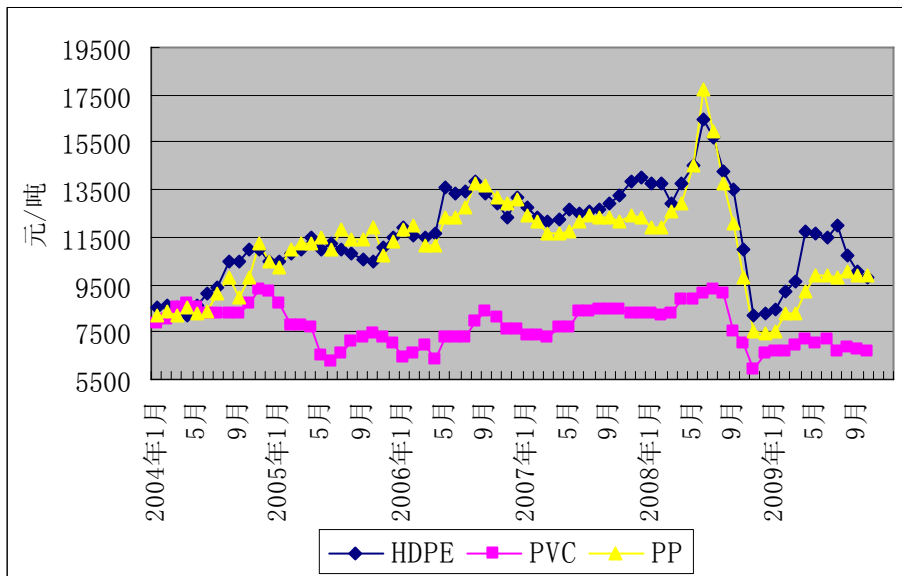


图 8 我国合成树脂市场价格走势图

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

3、合成橡胶

合成橡胶是“三大合成”中最小的一个系列，由于对外依存度高，且下游行业需求增长强劲，因此表现始终比较坚挺。可以预计，行业的良好景气状况将得到延续。我国合成橡胶市场价格走势如图 9 所示。

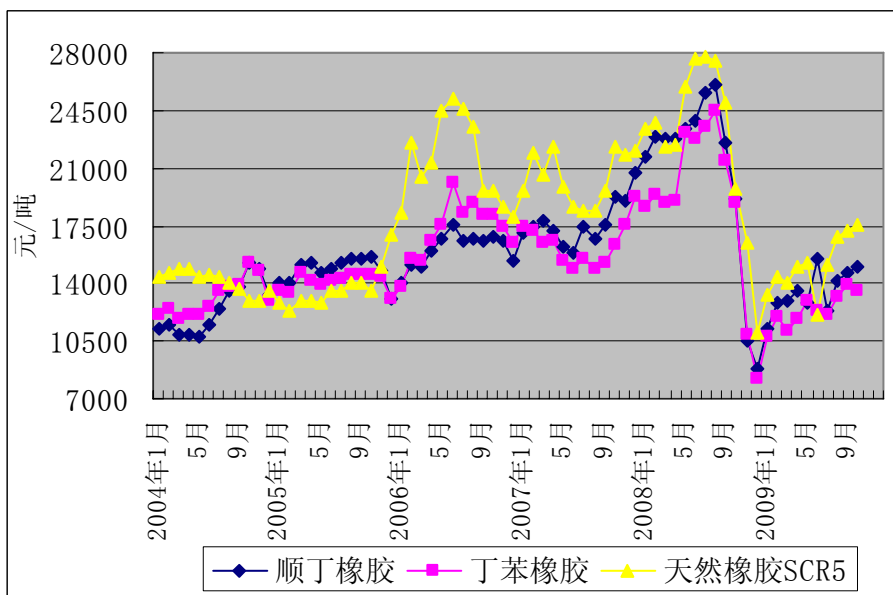


图 9 我国合成橡胶市场价格走势图

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

4、合成纤维单体

合纤单体制造业总体表现相对较弱。产量增长缓慢，利润则呈现负增长。然而，行业的景气表现尚可，后市如服装出口回升，则景气度还有上升空间。我国合成纤维单体市场价格走势如图 10、图 11 所示。

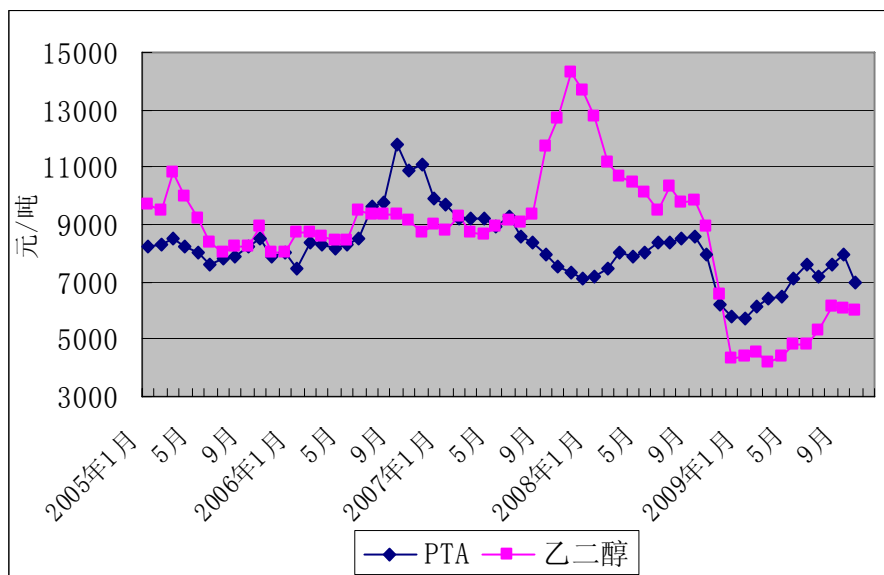


图 10 我国合成纤维单体市场价格走势图（一）

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

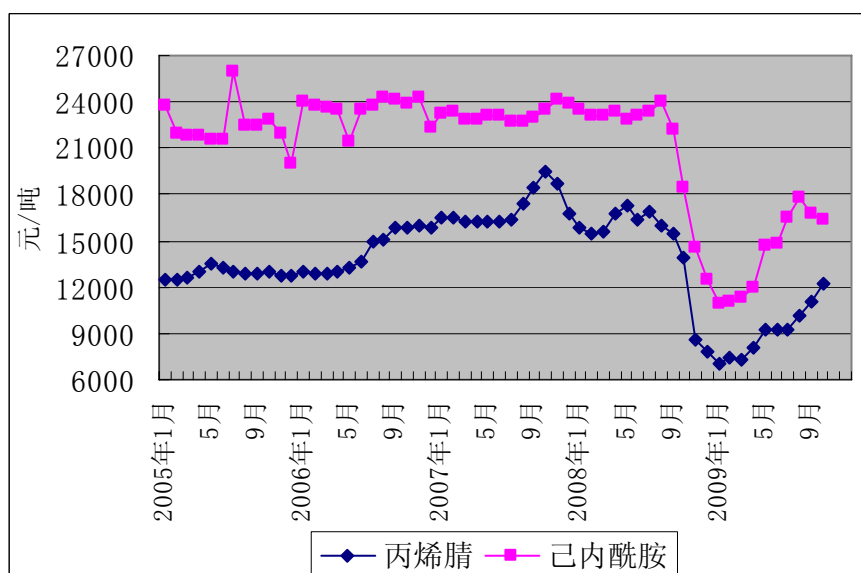


图 11 我国合成纤维单体市场价格走势图（二）

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

（六）中国石化

今年前三季度，公司实现营业收入 8934.48 亿元，同比下降 21.71%，实现净利润 497.14 亿元，同比增长 230.28%，每股收益为 0.57 元，业绩大幅上升。公司主要产品产量如表 2 所示。

表 2 中国石化今年前三季度主要产品产量

名称	产量	同比增长 (%)
天然原油	3173 万吨	1.3
天然气	61.2 亿立方米	0.2
原油加工量	13439 万吨	3.0
成品油	8363 万吨	3.4
乙烯	474.1 万吨	-2.3
合成树脂	740.8 万吨	1.1
合成橡胶	64.0 万吨	-2.0
合纤单体及聚合物	572.8 万吨	0.7

资料来源：中国石化 2009 年第三季度报告

新的成品油定价机制使得公司的炼油业务收益颇丰。公司的成品油产量占全国的一半，炼油毛利要高于全国平均水平，预计全年将实现利润总额 500 亿元以上。公司的化工业务同样受益巨大。公司的乙烯产量占全国的 62%，合成树脂产量占全国的 29%，各个子行业都处于国内绝对领导地位，在经济回升的大背景下，公司的化工业务已经成为公司的又一重要盈利板块。目前，原油价格还没有站上 80 美元/桶，公司的经营环境良好，各项业务都处于较佳的盈利状态。

（七）中国石油

今年前三季度，公司实现营业收入 4152.77 亿元，同比下降 24.68%，实现净利润 503.26 亿元，同比下降 7.37%，每股收益为 0.44 元，业绩也出现下滑。公司主要产品产量如表 3 所示。

表 3 中国石油今年前三季度主要产品产量

名称	产量	同比增长 (%)
天然原油	8542 万吨	-3.7
天然气	431.8 亿立方米	11.3
原油加工量	8216.3 万吨	-5.5
成品油	5391.0 万吨	-3.0
乙烯	204.9 万吨	3.4
合成树脂	306.2 万吨	1.0
合成橡胶	29.1 万吨	15.9

合纤单体及聚合物	106.4	万吨	-16.3
----------	-------	----	-------

资料来源：中国石油 2009 年第三季度报告

前三季度，由于公司的原油实现价格同比大幅下降，上游业务收益锐减，尽管下游业务收益大幅改善，但仍然没有弥补上游的减收。与中国石化相比，公司上游业务的优势依然十分明显，在下游业务方面，炼油的差距有所拉大，而化工的差距有所缩小。目前，公司的处境较中国石化更有利，原因是原油价格不断走高，公司的盈利能力也在回升，并有可能创出新高。

二、石化行业 2010 年展望

（一）行业发展预测

经济刺激政策还将继续，预计明年是一个整固年，石化行业景气度会出现上升。国际原油价格将肯定高于今年水平，上游业务的收益将增加。国内成品油定价机制将平稳运行，炼油毛利可能有小幅下降。下游化工业务将有所增长，盈利水平将保持平稳。对于中石化、中石油两大公司来说，中石油的机会更好一些，因为，明年石化行业上游的利润增长比较明确。2009、2010 年我国石化行业主要产品产量预测如表 4 所示。

表 4 2009、2010 年我国石化行业主要产品产量预测表

名称	2009 年预计	同比增长 (%)	2010 年预计	同比增长 (%)
天然原油	18859.0	-0.6	18915.6	0.3
天然气	748.3	7.8	808.2	8.0
原油加工量	36156.4	5.7	38325.8	6.0
成品油	22503.4	8.0	24393.7	8.4
燃料油	1849.8	-17.0	1942.3	5.0
润滑油	664.5	3.7	697.7	5.0
石油沥青	2201.6	49.0	2421.8	10.0
液化石油气	1915.6	3.0	1963.5	2.5
乙烯	1046.1	2.0	1082.7	3.5
纯苯	423.6	5.0	444.8	5.0
合成树脂	3364.3	7.5	3540.7	6.0
合成橡胶	252.6	6.0	272.8	8.0
合成纤维单体	1067.8	10.0	1121.2	5.0

数据来源：东北证券金融与产业研究所

注：除天然气单位为亿立方米，其余均为万吨。

分行业来看，石油和天然气开采业预计实现营业收入同比增长 20%，实现利润总额预计增长 35%；炼油业预计实现营业收入同比增长 25%，实现利润总额下降 5%；有机化工原料制造业预计实现营业收入同比增长 20%，实现利润总额同比增长 10%；合成树脂制造业预计实现营业收入同比增长 20%，实现利润总额同比增长 5%；合成橡胶制造业预计实现营业收入同比增长 25%，实现利润总额增长 10%；合成纤维单体制造业预计实现营业收入同比增长 20%，实现利润总额增长 10%。

（二）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 9 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 2010 年，宏观经济可能处于一个整固区，经济增长的持久性还有待于考验。对公司影响颇大炼油毛利问题，明年持相对谨慎的观点。

分析公司的四大业务板块，油气开采板块由于油价的上升将增收；炼油板块会略有减收；成品油销售板块会略有增长；化工板块整体向好。综合来看，由于炼油板块的减收幅度不会很大，因此，公司明年的业绩向好是肯定的。

对公司股价的催化因素主要有：原油价格总体处于 80 美元/桶以下运行；化工景气度上升；上游资源的重大发现。风险因素有：原油价格过高，成品油价格不到位；经济出现较大反复；股市持续低迷。

基于公司的突出战略地位，经营业绩的向好预期，以及较低的估值水平，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。公司在天然气业务方面的优势更加明显，国内天然气定价机制一旦改革，公司将获益较大。

分析公司的四大业务板块，油气开采板块由于油价的上升将增收；炼油销售板块会略有减收；化工板块整体向好；天然气管输板块仍将稳定增长。综合来看，油气开采是公司最大的利润来源，明年公司的业绩可以看好。

对公司股价的催化因素主要有：原油价格上涨；天然气定价机制改革；

化工景气度上升。风险因素有：原油价格过高，成品油价格不到位；经济出现较大反复；股市持续低迷。

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。

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 2010 年，公司的机遇和挑战并存。公司的炼油业务仍然值得期待，上海实施国 4 标准后，公司的成品油毛利率可望提升，只要国际原油价格不过高，公司的收益将好于今年。公司的化工业务同样面临较好的经营环境，随着经济的逐步回升，化工景气度也呈现上升态势。因此，综合来看，公司明年的业绩仍有望实现增长。此外，公司的股改事宜应该是一个潜在的利好。

基于公司基本面向好的预期，因此，仍维持对公司 A 股“谨慎推荐”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 2010 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。

展望 2010 年，国际市场原油价格将继续上涨，中海油的资本支出将会增加，这对公司的业绩形成较好支撑。基于以上判断，公司 A 股目前的估值仍有提升的空间，因此，维持对其“谨慎推荐”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。公司联合清华大学、安徽怀化一起进行甲醇制丙烯的工业化试验装置已经取得初步成功，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。展望 2010 年，公司的 FMTP 项目可能进入商用，将使公司的业务量大幅提升，公司将进入加速发展的阶段。因此，维持对公司股票“谨慎推荐”的投资评级。

重点公司业绩预测如表 5 所示。

表 5：重点公司盈利预测汇总表

公司简称	2008 年报	2009 年报预测	2010 年报预测	同比增长 (%)
中国石化	0.34	0.74	0.85	14.86
中国石油	0.62	0.65	0.90	38.46
S 上石化	-0.87	0.29	0.35	20.69
江钻股份	0.25 (摊薄)	0.29	0.33	13.79
中海油服	0.69	0.74	0.85	14.86
东华科技	0.65 (摊薄)	0.84	1.20	42.86

数据来源：各公司年报、东北证券金融与产业研究所

注：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。