

[2010.01.06]

风格转换难以持续，大市值股票上涨困难

杨伟

021-38676319

yangwei@gtjas.com

- 中国石油体现出经营的灵活性，是投资者应该非常重视的亮点

本报告导读：

投资要点：

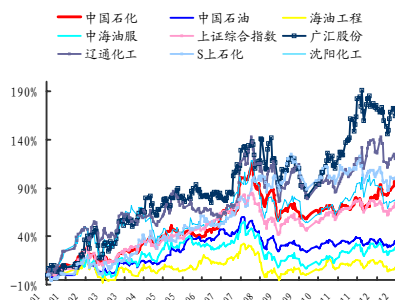
- 元旦已过，天然气价格未动。值得投资者欣喜的，首先是中石油集团放弃了在 2007 年与澳洲 Woodside 公司购买 450 亿澳元天然气的初步协议。这反映出公司过去未体现出来的灵活性。具备这样的灵活性，我们可以预期公司的经营继续令投资者满意。
- 风格轮换是 12 月份中石化跑赢大盘的主要原因。随着 2010 年的到来，风格转换再次如过往云烟难以为继了。石油石化 2010 年面临的最大问题依然是公司的成长性。我们认为中石化集团未来向股份装油田资产的举动就是为了解决公司现有资产成长性不足的问题。这一行动并不取决于权证能否行权，而应看做公司既有的战略。
- 除消化海上石油库外，目前还有两点主要因素影响油价：包括中国在内的主要消费国继续增加战略储备的意愿和与伊朗局势。我们认为在目前 80 美元的原油价格下，包括中国在内的主要消费国继续大举增加战略储备的动力存疑。伊朗国内改革派与强硬派的冲突，正是西方乐于见到的。伊朗在核问题上面临着巨大的国际压力。他试图以尽可能少的让步避免遭受军事打击的策略很难说不会突然失败。最近 10 余天国际油价突然上涨即反映了投资者的这种预期。我们所担心的是在伊朗大举投资的公司面临着潜在的风险。
- 在目前的时点，我们首推广汇股份，推荐的理由是公司的价值重估。

细分行业评级

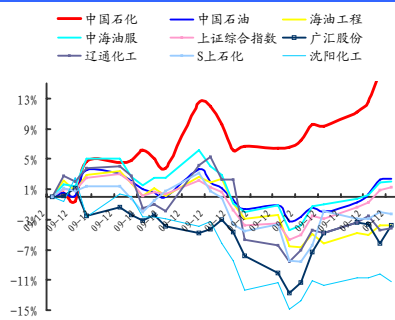
石油和天然气开采业	增持
炼焦业	增持
原油加工业	中性

重点公司股价

2009 年走势



12 月份走势



相关报告

小幅降价是对月初涨幅不足的补偿

(09.09.29)

成品油调价频繁说明定价新机制运行顺畅

(09.07.28)

淘汰小炼油给大炼厂发展空间

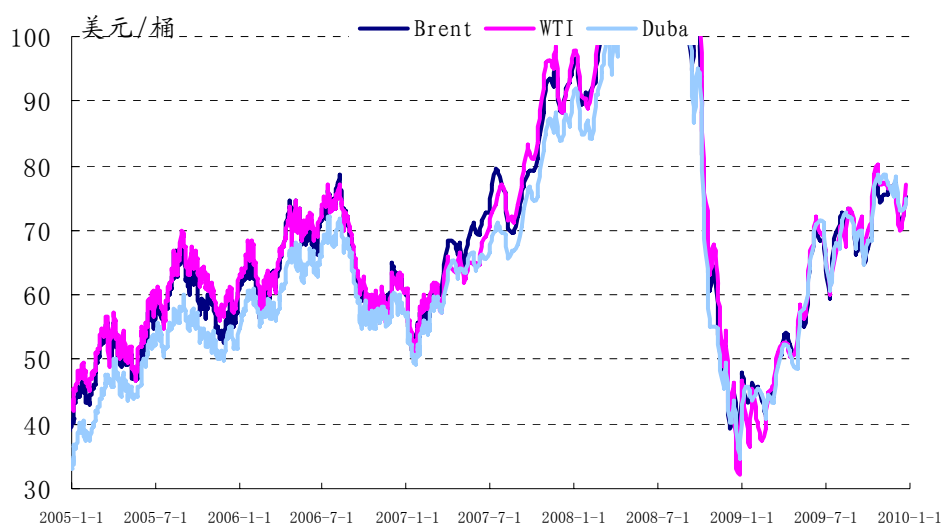
(09.05.06)

1. 石油产品价格

1.1. 原油价格保持强势

从图 1 来看，自 12 月份下旬以来，原油价格重新走强，从围绕在 70 美元的中轴线震荡再次跃升到 80 美元附近。我们在 2009 年 11 月底的年度策略报告预测 2010 年 Brent 现货均价 70 美元，对应的 WTI 期货均价将在 75 美元。

图 1：国际原油价格走势

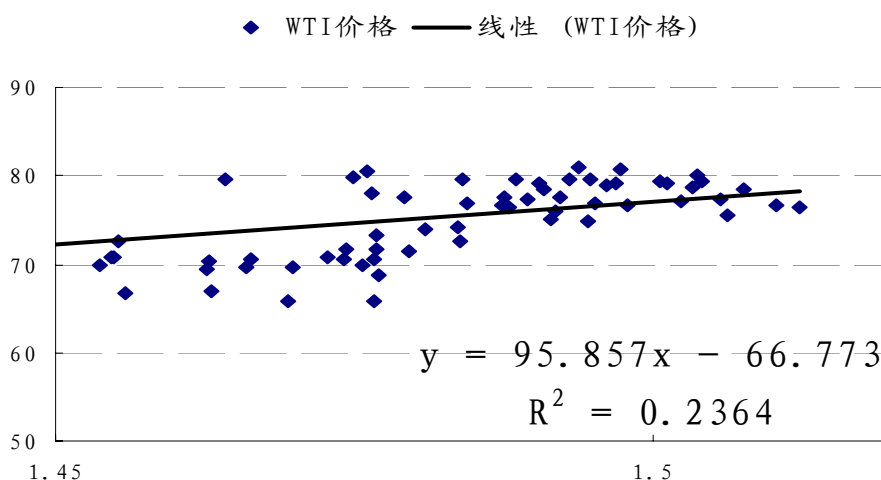


数据来源：Bloomberg 国泰君安

从图 2 来看，美元汇率与 WTI 油价的再次脱钩。这是两年内的第三次脱钩，而上次脱钩只有短暂的 5 天时间。

图 2：WTI 期货价格再次与欧元兑美元汇率脱钩（2009.9.21~2009.12.28）

美元汇率与 WTI 油价再次脱钩。这是两年内的第三次脱钩，而上次脱钩只有短暂的 5 天时间。



数据来源：国泰君安证券

除消化海上石油库外，目前还有两点主要因素影响油价：包括中国在内的主要消费国继续增加战略储备的意愿和与伊朗局势。2009 年，在国际石油需求急剧减少的同时，原油价格从 40 美元迅速拉升到 80 美元的主要原因在于包括中国在内的主要消费国大量进口原油做战略储备。展望 2010 年，这部分需求依然存在，但在目前价格下作战略储备的动力不足。

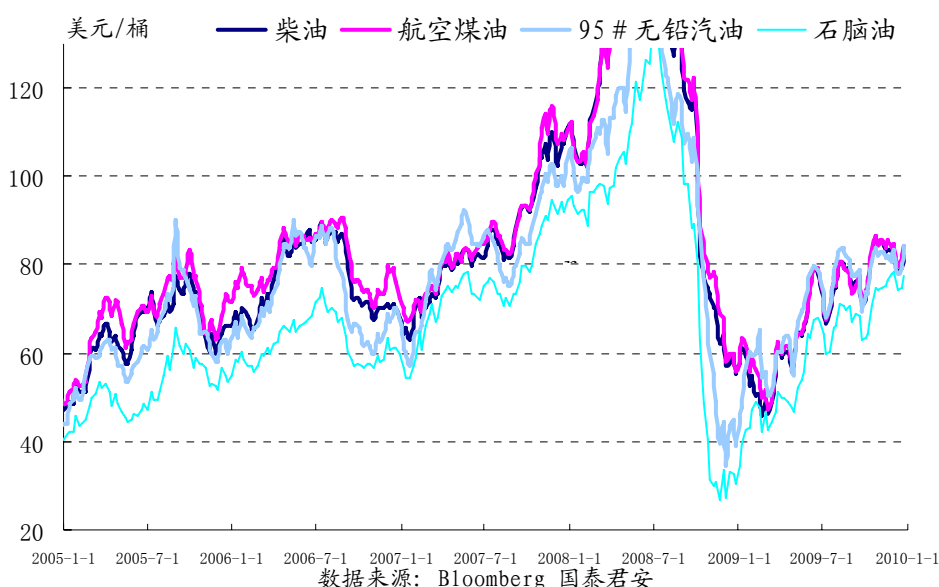
路透报道：中国人民银行沈阳分行行长盛松成称，用外汇储备直接投资石油等战略物资是必要、可行的，但应由专业投资公司来操作，所需外汇可从外汇市场或人民银行购买。中国国家能源局局长张国宝近日在全国能源工作会议上称，今年中国将扩大利用境外天然气资源，加快布局和建设天然气储气库，并增加国家石油储备，发展民间石油储备。石油方面要全面开工建设国家石油储备二期项目，把防止石油供应中断能力提高到更高水平。

伊朗局势的恶化的确对油价有很大影响。伊朗国内改革派与强硬派的冲突，正是西方乐于见到的。伊朗在核问题上面临着巨大的国际压力。他试图以尽可能少的让步避免遭受军事打击的策略很难说不会突然失败。最近 10 余天国际油价突然上涨即反映了投资者的这种预期。我们所担心的是在伊朗大举投资的公司面临着潜在的风险。

1.2. 国内外成品油市场观察

由图 3 可见，10 月份以来，新加坡成品油价格略强于原油。石脑油价格向汽油价格的靠拢，意味着石化产品的毛利在被挤压。

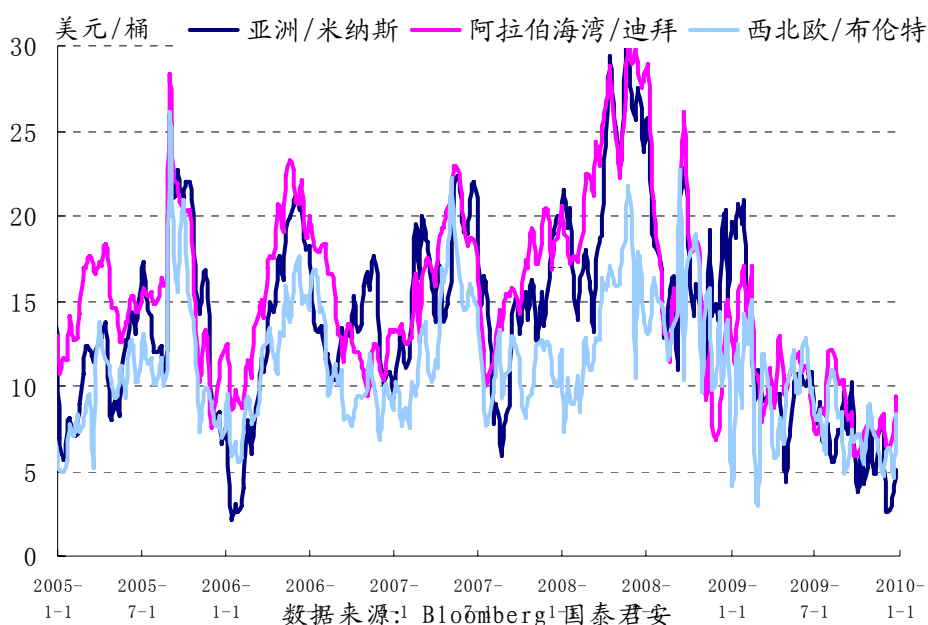
图 3：新加坡成品油价格



由图 4 可见。亚洲 321 炼油毛利再创新低，已经创出 2.5 美元的最低值。可以预期，在这么惨淡的盈利能力下，国际上即将有许多产能暂时退出。

图 4: 全球炼油毛利非常不乐观

亚洲 321 炼油价差再创
新低



1.3. 新机制

目前，市场传言新成品油定价机制将做微调。从媒体（广州日报，2009.1.4）公布的调查结果来看，80%的受访者欢迎发改委缩短 22 个工作日的观察期间。我们认为如果发改委采纳这一微调方式，对中石化、中石油将是利好。因为过去发改委在调整实践上经常会延迟数日，打击投机商的囤油行为。两大石油公司希望缩短调整时间间隔，以进一步谋求零售环节的优势。

从我们对 22 个工作日油价变动的跟踪分析来看，目前的定价没有达到调整的要求。从媒体的报道来看，未观察到很多关于中石化的广东、福建、河南、湖北、浙江、江苏和山东青岛七省市推广国三汽油标准的新报道。看来国三汽油标准推广进程并不快。我们所搜集到的仅有中石化浙江石油分公司加油站汽油升级已经完成 80%以上，杭州、宁波地区加油站的汽油置换已经基本完成。

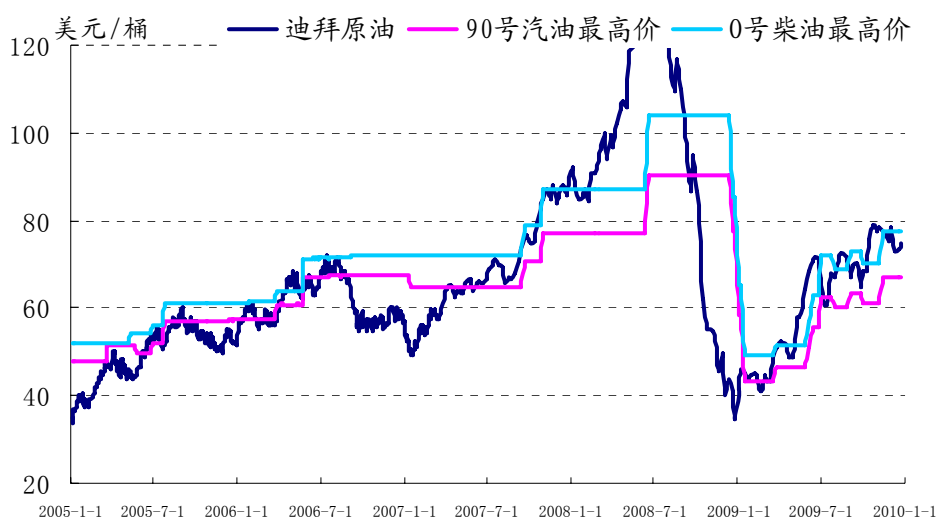
表 1: 成品油调价基准测试

	简单平均	变动幅度
2008-12-19	40.58	
2009-1-15	39.4	-2.91%
2009-3-25	43.22	9.70%
2009-5-31	56.40	30.50%
2009-6-29	67.49	19.67%
2009-7-28	64.05	-5.10%
2009-9-1	71.97	12.36%
2009-9-29	67.56	-6.14%
2009-11-9	75.17	11.27%
2009-12-28	74.50	-0.89%

从媒体的报道来看，国
三汽油标准推广进程并
不快

数据来源：国泰君安证券

图 5：国内成品油价格

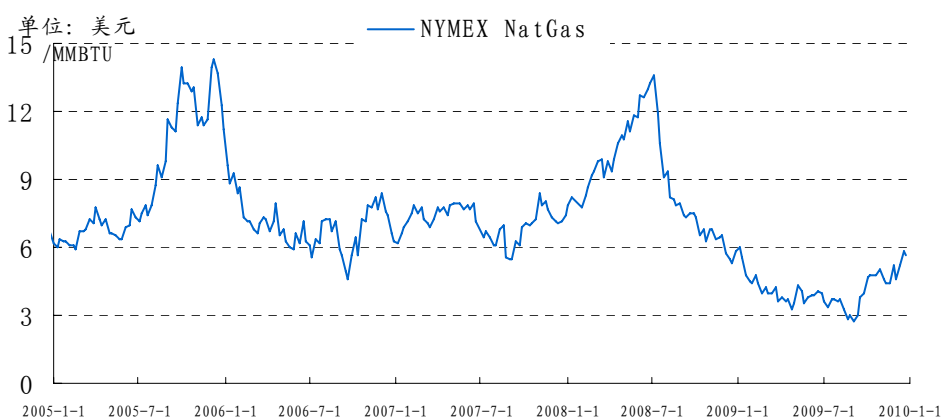


数据来源：Bloomberg 国泰君安

1.4. 天然气价格反弹迅速

12 月，纽约天然气价格继续反弹。本报告周期末，纽约气价涨到接近 6 美元/百万热值单位。北美的严寒天气巩固了目前的天然气价格。

图 6：纽约天然气期货价格缓慢反弹



数据来源：Bloomberg 国泰君安

中国石油天然气集团公司 12 月 31 日宣布，2009 年 12 月 31 日 16 点，随着北疆管网联络线建成投产，来自中亚的天然气开始输入新疆乌鲁木齐市，这标志着西气东输二线（西段）工程建成投产并投入商业供气。

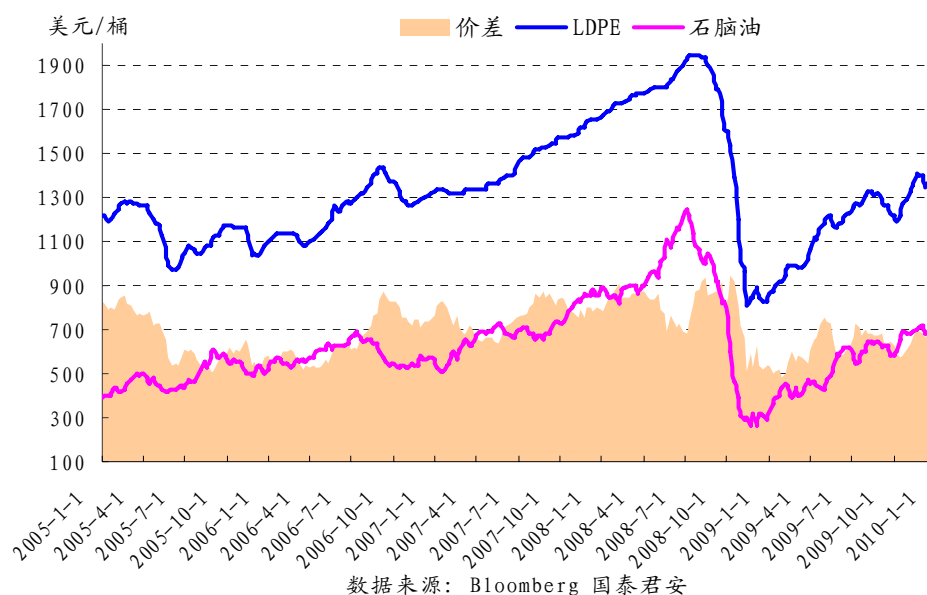
与此同时，中石油集团从海外现货市场采购的 LNG 到岸。2009 年 12 月初，中石油决定从国际液化天然气现货市场采购 LNG。6.5 万吨 LNG 折合天然气约为 9000 万

立方米。中石油除了承担液化天然气资源费、运输费等相关费用外，还承担了液化天然气现货与西气东输供应上海的天然气气价差和气化管输费。这些天然气将陆续通过上海市天然气管网，供应上海天然气用户使用，而从西气东输主干线置换出来的相应数量的天然气将作为应急气，供给河南、安徽、江苏、浙江及两湖地区，以弥补天然气供应缺口。我们判断中国石油并不会因为本次采购承担多少损失。毕竟，各城市燃气公司急于保供，价格不是优先考虑的因素。

1.5. 化工市场淡季不淡

图 7: LDPE-石脑油价差

PPI 呈现攀升态势，化工行业的利润将能够维持在不错的水平上



12 月汇丰中国 PMI 指数续创 2004 年 4 月开始调查以来新高，国内公布的 PMI 亦攀升至 20 个月高位，预示着中国经济企稳回升态势进一步巩固并将延伸至 2010 年。2009 年 12 月汇丰中国 PMI 为 56.1，国内公布的制造业 PMI 亦升至 56.6，连续 10 个月位于 50 以上；包括新订单和产出指数在内的大多分项指数呈普遍上升趋势。由于投资者普遍看好油价，看好 PVC、纯碱等大众化工商品，产品盈利水平没有进一步恶化，企业开工率也在回升。中东乙烯的冲击至少目前来看还没有真正显现。因此，我们认为一季度化工产品的盈利水平将维持在不错的水平上。

2. 重点公司分析

2.1. 中国石油（601857）——谨慎增持

从中石油集团的数据来看，2009 年中石油新增探明石油天然气地质储量再创新水平，成为建国以来第五个储量增长高峰年；其中，长庆油田已成为全国油气增储上产最具后发优势的油田，也是中国油气加速上产最现实的区域，目前油气当量突破 3000 万吨跃居国内第二大油气田。海外油服业务取得突破，特别是在两伊成功获得和签署多项油田服务合同，实现了中东地区油气合作的战略性突破。

大庆油田 2009 年实现石油产量 4000 万吨，仅比 2008 年的 4020 万吨微幅减产。与此同时，大庆油田 2009 年的天然气产量增加到了 30 亿立方米，同比增加 8.7%。

我们观察到最令投资者欣喜的是中国石油在经营上表现出过去从未发现过的灵活性。这种灵活性首先体现在 2009 年制定产量目标时下调了原油产量计划。在 2009 年全年需求从低谷缓慢回升，炼厂、销售高度承压的背景下，公司的这一战略决定有效的降低了公司的经营压力，为投资者勾画出减产增效的新路。其次，中石油集团放弃了在 2007 年与澳洲 Woodside 公司购买 450 亿澳元(约合 401 亿美元)天然气的初步协议。国内始终担心这一合同的签订又付出最贵的价格。如今，这一合同自然废弃，说明公司也在保障国内能源供应的同时也是以利润最大化做为经营目标的，投资者理所当然的表示欢迎。

我们维持年度策略报告的业绩预测，即 2009、2010 年 EPS0.66、0.82 元和 18 元的目标价，给予“谨慎增持”评级。

2.2. 中国石化（600028）——谨慎增持

我们认为由于原油价格上涨和成品油定价机制执行向好，我国 2010 的整体成品油价格肯定高于 2009 年。不过中石化董事长苏树林先生认为成品油市场供过于求、价格不到位的状况仍难改善。这就回到我们在 2008 年预测的情况，尽管国内成品油价可能总体上调，但市场降价促销仍将此起彼伏。

在生产方面，胜利油田继续保持稳产，保住了中国石化自产原油的稳定。2009 年胜利油田生产原油 2791 万吨，连续 10 年保持稳定增长，连续 13 年保持储采平衡。西部油田上产步伐进一步加快：西北油田分公司 2009 年生产原油 660 万吨，同比增长 60 万吨，生产天然气 13.1 亿立方米，全面完成 2009 年度勘探开发任务。

在油气资源精细勘探上，西北油田分公司积极推进塔河主体和准中区块立体勘探，实现探明 1.24 亿吨原油、82.41 亿立方米天然气，控制 1.63 亿吨原油和 138.89 亿立方米天然气的储量目标，使塔河油田累计探明地质储量达到 10 亿吨。

在定价机制上，目前不断有媒体报道定价机制参考时间将从 22 个工作日缩短。我们认为这反映出发改委进一步理顺价格关系、打击囤油、保障国内成品油供给的愿望。只要发改委希望继续完善新机制，即意味着国内炼油毛利就能够得到保证，对于 80 美元之上油价下的炼油盈利不必过于担心。

中国石化(香港)油站有限公司已经对香港大埔、马鞍山和元朗等专用加气站主管反映有的士在加气后出现较难发动或慢速时“死火”情况做了澄清。对 2009 年 12 月 1 日以来所有运抵中国石化(香港)油站有限公司青衣气库的石油气的独立化验机构商检进行核查，报告均显示产品品质符合香港标准，未发现气源存在品质问题。中国石化(香港)油站有限公司上周六委托独立机构再次化验石油气产品，报告初步显示产品合格。我们认为这一事件可能是由于使用 CNG、LPG 燃料固有的缺陷所致，即使不使用中石化的产品也同样会出现类似情况。

我们基本维持年度策略报告的业绩预测，即 2009、2010 年 EPS0.73、0.85 元和 16 元的目标价，自 12 月中旬以来，公司股价已有超过 15% 的涨幅。目前给予“谨慎增持”评级。

2.3. 海油工程（600583）——谨慎增持

中国海洋石油有限公司 12 月份宣布位于渤海海域的自营油气田锦州 25-1 南、曹妃甸 18-2 已经提前投产，渤中 13-1、渤中 34-1 北等两个油田按期投产。海油工程一年多来为中海油有限所做的工作无需多言，完全体现在海油有限的增储上产上了。2009 年度已过，我们目前关心的是海油工程做为作业方，能够从甲方那里获得多少完产奖励，来弥补 2009 年一直以来显著低于预期的利润。

毛利率是决定公司业绩和估值的核心指标。我们认为 2009 年公司完产的项目主要是 2007 年签订的。这些低价合同在 2009 年应该基本执行完毕。2010 年是公司毛利率恢复和业绩逐渐接近投资者预期的新开端。出于对不确定性的谨慎态度，我们目前依然维持策略报告的“谨慎增持”评级。

2.4. 中海油服（601808）——中性

油价再度突破 80 美元，总体而言，全球油服公司已经相继走出困境。中海油 2010 年度的资本支出计划将是短期内影响公司股价的主要因素。由于投资者预期 2009 年中海油有限的净利润将下降 30% 以上，2010 年中海油有限的资本支出很难在 2009 年的高水平继续快速增长。我们判断增幅不会超过 10%。

我们维持年度策略报告的业绩预测，即 2009、2010 年盈利预测到 0.70、0.70 元，维持“中性”评级。

2.5. 广汇股份（600256）——增持

我们认为公司目前市值没有包括对广汇美居园商业地产和哈萨克原 TBM 公司 49% 权益的价值重估，也没有反映富蕴县煤炭探矿权的价值，具体的内容请参考我们的年度策略报告和新报告。维持“增持”评级。

重点公司盈利预测

公司	代码	股价	PB	EPS (元)			PE (x)			总市值	评级
		2009-12-30		2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	亿元	
中国石化	600028	14.14	3.5	0.34	0.73	0.83	42	19	17	10875	谨慎增持
中国石油	601857	13.81	3.1	0.62	0.66	0.82	22	21	17	24074	谨慎增持
海油工程	600583	11.4	4.4	0.37	0.50	0.70	38	23	16	369	谨慎增持
中海油服	601808	16.25	3.6	0.69	0.70	0.70	28	23	23	730	中性
广汇股份	600256	22.34	7.1	0.50	0.55	0.69	45	41	32	213	增持

数据来源：国泰君安证券

作者简介:

杨伟: 2000 年 3 月毕业于浙江大学, 工学硕士。先后任职于中石化上海石油化工研究院、华夏证券研究所、中信建投证券研究发展部、国泰君安证券研究所, 现任国泰君安证券销售交易总部石油石化行业分析师。2008 年新财富“石化行业最佳分析师”入围。

免责声明

本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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com