

石油开采 II

芮定坤

010-66276951

ruidingkun@cjis.cn

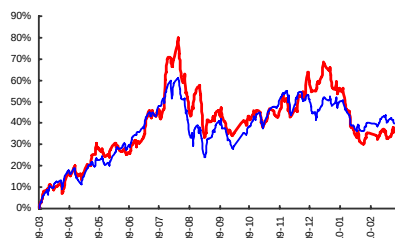
评级调整： 维持

行业基本资料

上市公司家数	2
总市值 (亿元)	33269.35
占 A 股比例 (%)	12
平均市盈率 (倍)	18

行业表现

(%)	1M	3M	6M
石油开采 II	0.08	-10.21	-6.09
上证综合指数	-1.26	-7.20	0.79



相关报告

石油开采 II 行业

中性

化工业务盈利转好，关注股价阶段性反弹

行业跟踪报告：近期乙烯-石脑油价差扩大，主要分析了可能的影响。

投资要点：

- 09 年三季度起，由于全球乙烯装置按计划陆续检修（主要在亚洲），导致供给偏紧，乙烯价格快速上涨，目前乙烯和石脑油的价差已高于近六年的均值，对此我们有 **2 个观点**：1、由于持续检修，上半年价差高毛利预计能维持；2、下半年，随着检修结束，大量产能的投放，乙烯-石脑油价差可能会回落，化工板块盈利压力增加，但如果到时需求的复苏程度好于预期，也不排除需求增长消化供给增加的问题，因此下半年以及 2011 年我们认为要跟踪观察需求的变化。
- **投资机会**：A 股市场对应乙烯链的投资标的不多，主要受益的有中石化的化工业务板块、辽通化工即将投产的装置以及沈阳化工的 CPP 新装置（丙烯链产品）。
- 中石化的化工业务板块在去年 2 季度开始已经出现了盈利的大幅增长，我们预计 10 年公司 1 季度盈利预计 EPS 在 0.2 左右，短期有阶段性反弹的机会。
- 市场对于中石化 10 年业绩的预计普遍在 0.7-0.85 之间，对应目前的股价，估值相对不高，主要原因是缺乏股价刺激因素，我们认为，未来 3 个月有可能出现刺激股价的事件：1、收购海外油气资产的日期接近；2、成品油机制可能微调；3、市场形成人民币升值预期，对于大量以美元结算原料采购来说，提高了炼油盈利的安全边际。维持推荐。
- 辽通化工的新装置炼油化工一体化，也受益于乙烯链的盈利提高，由于目前还处于试车阶段，同时对于装置操作中的成本费用公开数据较少误差较大，我们暂时不调整 10 和 11 年的盈利预测，由于股本相对于收入和炼油能力偏小，加上化工装置的强周期属性，公司的盈利弹性较大，值得持续关注。

风险提示：

- 如果 10、11 年炼油不盈利，公司的业绩增长有限估值水平很难提高。
- 成品油供应增加，销售板块的毛利下降。

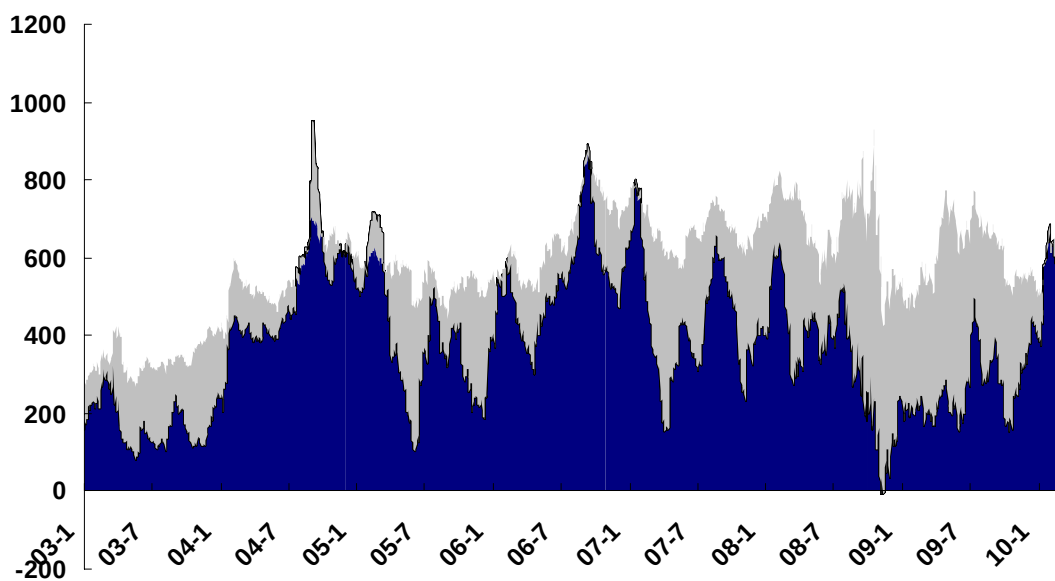
股票代码	股票名称	08EPS	09EPS	10EPS	11EPS	08PE	09PE	10PE	11PE	投资评级
600028	中国石化	0.34	0.69	0.8	0.85	26	16	14	13	推荐
601857	中国石油	0.62	0.53	0.8	0.90	22	24	16	14	推荐
000059	辽通化工	0.32	0.22	0.60	0.82	24	56	21	14	推荐
000698	沈阳化工	0.19	0.09	0.38	0.54	43	83	20	14	推荐

一、下游板块盈利复苏：源于供给紧张

09 年三季度起，由于乙烯装置按计划陆续检修（主要在亚洲），导致供给偏紧，乙烯价格的快速上涨。目前乙烯和石脑油的价差已高于近六年的均值。

我们有 2 个观点：1、由于持续检修，上半年价差高毛利预计能维持：

图 1 聚乙烯和乙烯同石脑油价差 单位：美元/吨



资料来源：中投证券研究所 注：深蓝色为乙烯-石脑油价差，灰色为聚乙烯-乙烯价差（不考虑单耗）

表 1 季度平均化工品价差 单位：美元/吨

	07 年 Q1	07 年 Q2	07 年 Q3	07 年 Q4	08 年 Q1	08 年 Q2	08 年 Q3	08 年 Q4	09 年 Q1	09 年 Q2	09 年 Q3	09 年 Q4	10 年 Q1
乙烯-石脑油	582	352	537	425	452	437	441	216	244	265	378	327	596
HDPE-乙烯	31.1	168	63.4	103	138	123	114	284	222	302	146	100	-117
HDPE-石脑油	671	571	661	589	655	633	627	529	499	606	572	477	544
丙烯-石脑油	539	404	389	326	369	489	533	249	258	349	452	387	507
PP-丙烯	102	180	280	238	218	143	190	232	169	198	65	44	35
PP-石脑油	663	605	691	586	612	662	753	493	440	564	538	452	566
苯-石脑油	429	431	353	228	195	197	222	133	13.8	171	246	197	278
苯乙烯-苯-乙烯	230	289	287	241	299	259	414	546	203	209	223	62	139
聚苯乙烯-苯乙烯	261	144	226	245	134	142	80.8	-13.6	191	193	189	205	176
乙二醇-乙烯	173	311	372	790	408	228	77	190	103	92	116	180	202
对二甲苯-石脑油	569	552	437	297	314	405	411	368	447	578	435	346	361
精对苯二甲酸-对二甲苯	111	91.6	218	144	81.2	25.8	277	400	93	84	161	177	235

资料来源：中投证券研究所

分析一下原因：1、我国主要进口地区有 16 套装置陆续进行检修，上半年约有 9 套不能高负荷运行；2、影响亚洲市场的关键生产国伊朗的开工率不高。

检修主要集中在 3、4 月份，所以我们认为乙烯链产品的高价差和毛利水平上半年可以维持。

全球来看，美国和欧洲有占全球供应 2%左右的装置关闭或者闲置，另有些装置也处于调整状态。见下表：

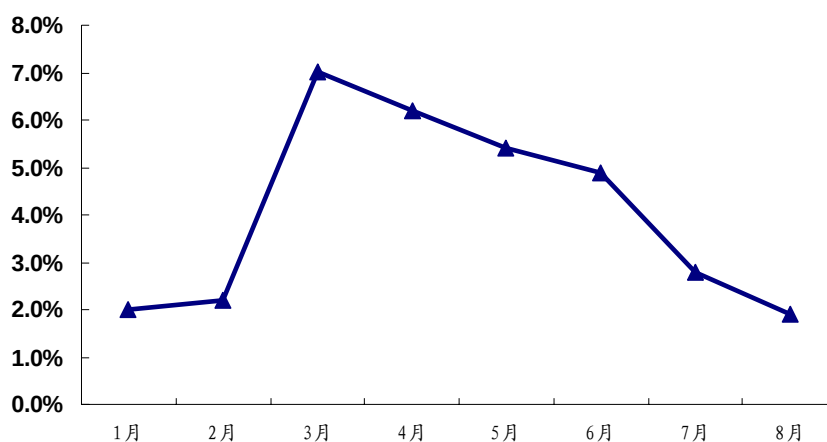
表 2 美国和欧洲关闭/闲置的产能

公司	地点	国家	产能
Total PC	Carling	法国	240
Polimeri Europa	Gela	意大利	245
Lukoil	Kalush	乌克兰	250
PC Arges	Pitesti	罗马尼亚	200
Lukoil	Burgas	比利时	150
		总计	1085
Eastman	Longview,TX	美国	396
Flint Hills Resources	Odessa,TX	美国	363
Lyondell Basell	Choc.Bayou,TX	美国	544
Lyondell Basell	Reconfiguration	美国	80
Chevron Phillips	Sweeny,TX	美国	295
Shell Chemical	Reconfiguration	美国	694
Dow Chemical	Taft,LA	美国	365
Sunoco	Claymont,DE	美国	113
		总计	2850
占全球供应的比例			2.0%

资料来源：中投证券研究所

亚太各月检修产能占全部产能的比例见下图，主要集中在 3、4 月：

图 2 亚太区计划检修产能占全部产能的比例



资料来源：中投证券研究所

具体的检修信息如下表:

表 3 亚洲 2010 年乙烯装置检修时间

公司	地点	装置产能 (万吨/年)	检修时间
茂名石化	中国	64	1 月, 2/15-2/28
茂名石化	中国	38	1/23-2/12
PTT	泰国	91.5	2/10-2/26
PTT	泰国	46	2/23-3/29
三洋石化	日本水岛	47	2-4 月
LG	韩国丽川	90	3/3-4/8
昭和电工	日本	67.5	3/13-4/26
东曹	日本	52.7	3/14-4/16
台塑	台湾	103	3-4 月
京叶乙烯	日本千叶	74	5-6 月
三菱化学	日本鹿岛	37.5	5/8-6/26
三菱化学	日本鹿岛	45.3	5/17-7/12
三井化学	日本大阪	45	6-7 月
扬巴	中国南京	60	上半年
中海壳牌	中国惠州	80	上半年
Titan 化学	马来西亚	30	上半年
YNCC	韩国丽川	40	5/17-6/20
东燃化学	日本川崎	51.5	8-9 月
YNCC	韩国丽川	85	10/4-11/2
韩国 SK	韩国蔚山	69	10/4-11/4
茂名石化	中国	38	10 月
台湾中油公司	台湾林园	38.5	11-12 月
罗勇烯烃	泰国	80	四季度
Titan 化学	马来西亚	44	下半年
扬子石化	中国南京	65	下半年

资料来源: CPCIA、中投证券研究所

观点 2、我们认为: 下半年, 随着检修结束, 大量产能的投放, 乙烯-石脑油价差可能会回落, 但如果到时需求的复苏程度好于预期, 也不排除需求增长消化供给增加的问题, 因此总体上下半年以及 2011 年我们认为: 化工板块盈利压力比现在大, 要观察需求的变化。现在判断 11 年化工景气度高低还缺乏必要的的数据支持, 确定性不高, 因为要看宏观经济恢复带动需求的情况, 我们判断由于产能投放和需求增加的不连续, 化工盈利上下波动的概率大。

下面是一些数据和支持:

根据 CMAI 的最新预测数据, 10 年全球乙烯新增产能 1018 万吨, 占总需求的 9.2%, 较 09 年增加 737 万吨。

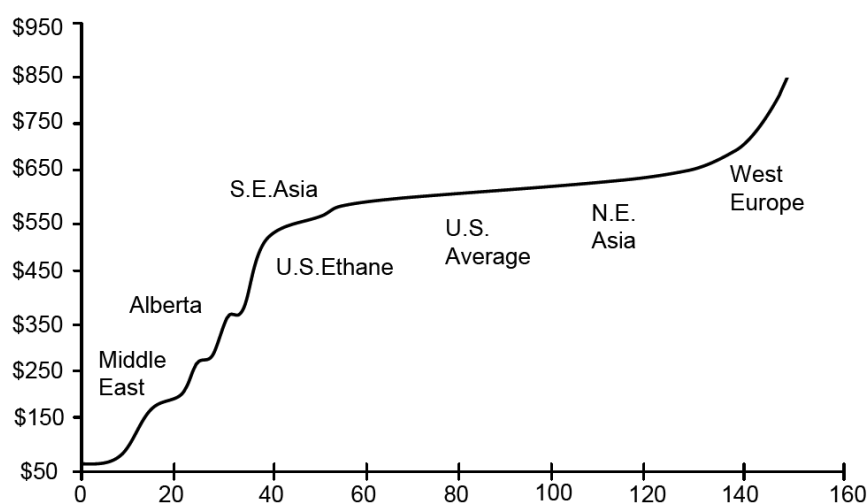
表 4 2010 年中东和亚洲新增化工产能 单位: 千吨

公司	地区	国家	2010 规划产能	投产日期	实际贡献产能
Morvarid PC	中东	伊朗	500	1Q10	500
SHARQ	中东	沙特	1200	1Q10	1200
天津	东北亚	中国	1000	1Q10	1000
盘锦乙烯	东北亚	中国	460	1Q10	460
Indian Oil	印度半岛	印度	800	2Q10	600
神华包头	东北亚	中国	260	2Q10	195
ZRCC	东北亚	中国	1000	2Q10	750
Shell Chemical	东南亚	新加坡	800	2Q10	600
Borouge	中东	UAE	1400	3Q10	700
中海油 Shell	东北亚	中国	150	3Q10	75
MOC	东南亚	泰国	900	10-Nov	150
PEMEX	北美	墨西哥	300	4Q10	75
LG Chem	东北亚	南韩	100	4Q10	25
总计			8870		6330

资料来源: 中投证券研究所

中东的产能中, 80%都是采用天然气为原料, 成本优势明显, 主要针对中国和欧洲市场出口, 因此从低成本产能释放, 会对市场形成一定冲击。

图 3 各地乙烯生产成本比较 单位: 美元/吨



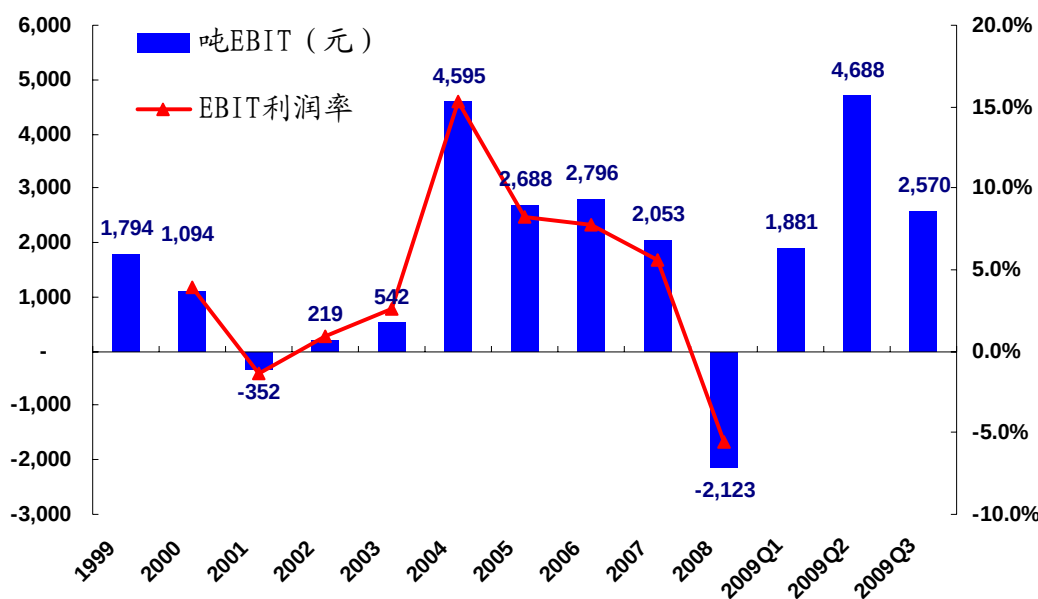
资料来源: CMAI、中投证券研究所

二、据此需要关注的投资机会

A 股市场对应乙烯链的投资标的的不多，主要受益的有中石化的化工业务板块、辽通化工即将投产的装置以及沈阳化工的 CPP 新装置（丙烯链产品）。

中石化的化工业务板块在去年 2 季度开始已经出现了盈利的大幅增长，我们预计 10 年 1 季度盈利也相对较好，短期有阶段性机会。

图 4 中石化化工业务吨乙烯产量对应的息税前利润（EBIT）



资料来源：中投证券研究所

因此，虽然 10 年 1 季度中石化炼油基本处于盈亏平衡，销售业绩一般，但上游业绩和化工业务较好，1 季报同比增加是大概率事件。

另外，市场对于中石化 10 年业绩的预计普遍在 0.7-0.85 之间，对应目前的股价，估值相对不高，主要 1 个原因就是缺乏股价刺激因素，我们认为，未来 3 个月有可能出现刺激股价的事件，从而估值上升。**可能的股价刺激因素：**

- 1、收购海外油气资产的日期接近，中石化计划收购集团持有的海外油气资产，我们估计主要是安哥拉的权益资产，产量增厚在 6%-10%。上市公司的资源持有量增加，会增加公司的价值；
- 2、成品油机制可能微调，目前中石化炼油基本处于盈亏平衡的状况，我们认为不排除在适当的情况下（比如实行国 3 标准）适当上调成品油价格，同时国家发改委也表示过未来将对实行了一段时间的成品油定价机制可能进行微调，对股价也有刺激作用；

- 3、 市场形成人民币升值预期，从中长期来看也是有利于中石化的，中石化大约有 80%左右的原油进口，以美元结算，人民币相对美元升值，相对于从人民币计算的角度考虑，成本降低了，假设油价在 80 美元/桶左右，3%的升值对应的也在 2 美元/桶左右，当然这里假设的是成品油价格不变；及时成品油价格跟着调整，炼油盈亏平衡点实际上也上移了，炼油盈利的安全边际提高了；
- 4、 有报道暴利税起征点可能提高；

另外，辽通化工的新装置炼油化工一体化，也受益于化工板块的盈利提高，由于目前还处于试车阶段，同时对于装置操作中的成本费用公开数据较少，误差较大，我们暂时不调整 10 和 11 年的盈利预测，由于股本相对于收入和炼油能力偏小，加上化工装置的强周期属性，公司的盈利弹性较大，值得持续关注。

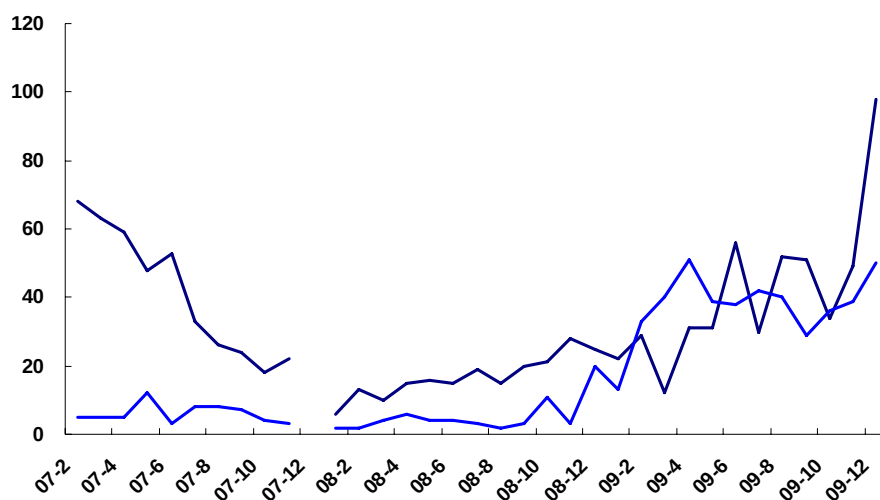
三、风险因素

目前来看，我们认为，中石化具有一定投资机会，主要是估值偏低的情况下由事件刺激会引发修复，从业绩增长上来说，今年的增幅有限，更多的是阶段性波段机会；大的投资机会还要等待，我们在推荐的同时，也分析了业绩和股价的风险因素：

首先：09 年业绩大幅提升主要还是得益于炼油盈利的恢复，这其中的大背景是油价低，成品油可以及时上调，如果 10、11 年炼油不盈利，公司的业绩增长有限，盈利始终有风险，估值水平很难提高。

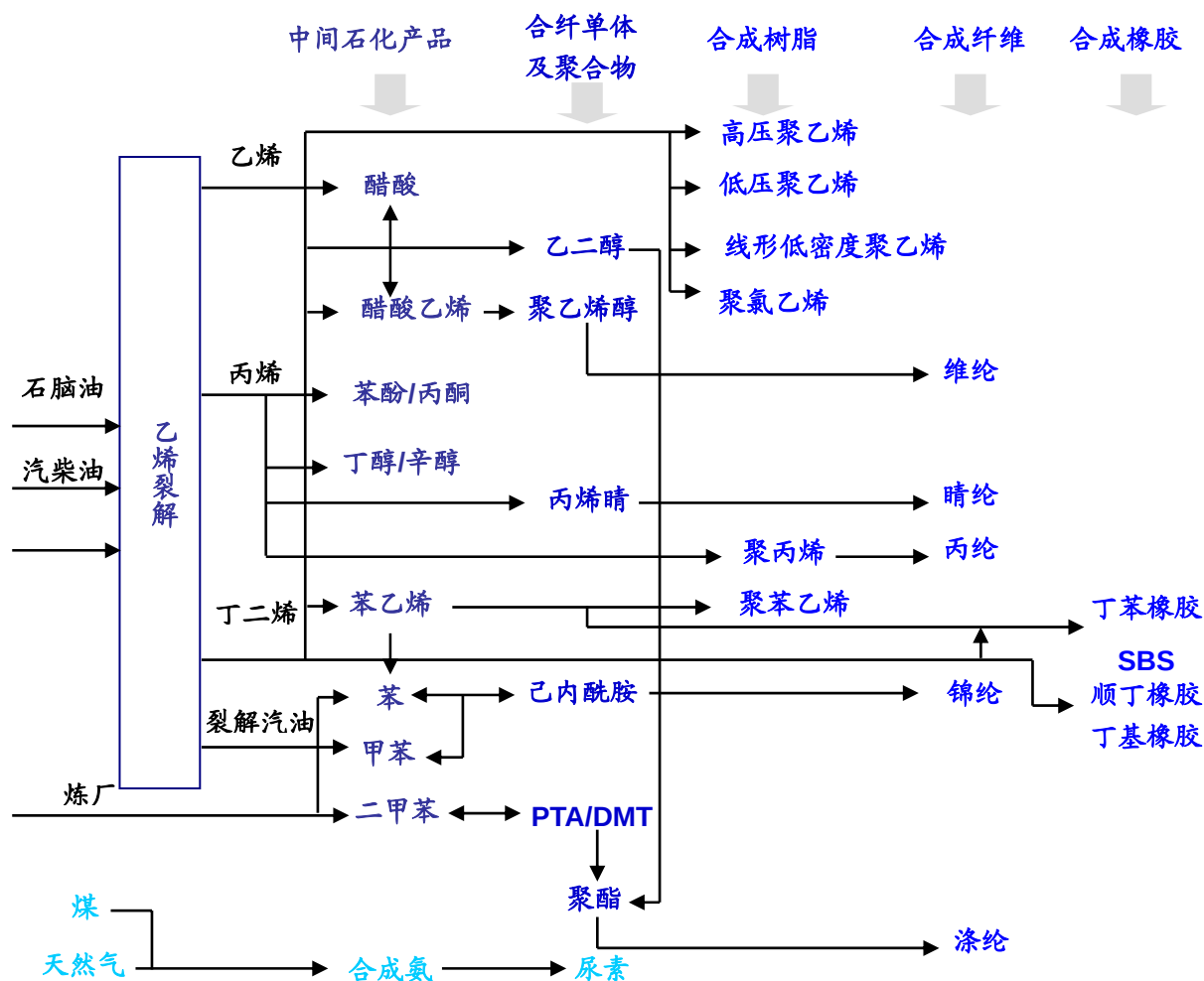
第 2、销售板块可能压力比 09 年大，成品油销售的业绩在公司 EPS 中也是相对重要的一部分，10、11 年由于国内炼油产能快速增长，供给压力增加，我们认为降价促销可能会更频繁，因此销售板块的业绩下降可能会拖累影响业绩。

图 5 汽柴油月出口量增加，部分说明了国内供应压力增大 单位：万吨/月



资料来源：中投证券研究所

图 6 中石化化工业务主要产品流程工艺图



资料来源：公司公开信息、中投证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

芮定坤, 中投证券研究所石化行业分析师, 清华大学化工系学士、清华-麻省理工工商管理硕士, 4 年化工行业经历。2008 年加入中投证券, 2009 年获得证券市场周刊评选的石化行业最佳分析师第 4 名。

主要研究覆盖公司: 中石油、中石化、中海油服、辽通化工、沈阳化工、广汇股份、中化国际、煤化工行业等。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434