

受益于景气复苏“东风”——石化行业扬帆起航

研究结论

- 石化是公认的强周期性行业,行业的兴衰与宏观经济的走势紧密联系在一起。以乙烯石脑油价差衡量的上一次景气周期始于 2002 年,在 05 年达到顶峰。随着 08 年全球经济危机的爆发,乙烯行业景气程度也跌至谷底。
- 受各国政府相继推出的经济刺激计划和中东新增产能延迟投放的驱动,石化产品的价格在 09 年出现了大幅的反弹。普遍恢复到了 08 年巅峰时期的 80%左右,这标志着石化周期在 09 年开始了新一轮的复苏之旅。
- 2010 年亚太和中东地区炼化装置产能扩张明显,可能会对本轮石化景气复苏造成一定的负面影响。但上半年亚洲设备检修较为集中,仍能维持相对景气,下半年的压力较大。2011 年需求的增长将基本对冲掉产能端的冲击,2012 年以后随着产能释放的减缓,石化行业景气度有望继续提高。我们预测本轮的景气高点很有可能出现在 2013-2014 年。
- 目前中国绝大多数石化产品自给率偏低,因此我们判断国内产能的扩张更多的是替代进口,提高自给率,而不会引起供给过剩,进而影响企业的盈利状况。如未来石油价格在 60-80 美元区间运行,我们预测 10 年石化行业的 EBIT Margin 将维持在 8%左右,对应的吨乙烯综合毛利为 2500 元/吨。
- 在投资策略上,我们认为应优先选取在石化行业能贡献增量的公司,这样才能最大限度的受益于景气回升。结合估值因素,我们推荐辽通化工、中国石化。
- 风险因素:原油价格大幅飙升;未来炼化产能继续大规模投放,石化行业复苏程度低于预期。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师

8621-63325888×6072

wangjing@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860200010013

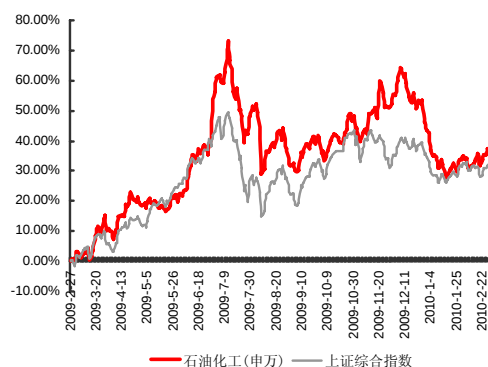
行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A 股

行业 石化

报告日期 2010 年 3 月 29 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	3.58%	-13.67%	33.44%
相对表现 (%)	1.71%	-7.57%	3.26%

资料来源: WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	10EPS	11EPS	目标价	股价	评级
中国石化	0.81	0.82	16	11.8	买入
辽通化工	0.58	0.92	16	12.6	买入

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

目 录

1. 石化行业周期的简单回顾.....	4
2. 09 年石化景气超预期因素分析	5
3. 我们对未来石化景气程度的展望	5
3.1 需求端对石化景气的影响.....	5
3.2 供给端对石化景气的影响.....	6
4. 我国石化企业盈利能力分析	8
4.1 我国供给结构分析	8
4.2 中东产能对我国景气的影响分析	10
5. 石化主要下游产品分析和展望	11
5.1 烯烃和芳香烃衍生物.....	11
5.1.1 乙烯和丙烯	11
5.1.2 苯	13
5.1.3 对二甲苯.....	13
5.2 合成塑料.....	14
5.2.1 聚乙烯（PE）	14
5.2.2 聚氯乙烯（PVC）	错误！未定义书签。
5.3 合成纤维.....	14
5.3.1 精对苯二甲酸（PTA）	14
6. 投资策略.....	15

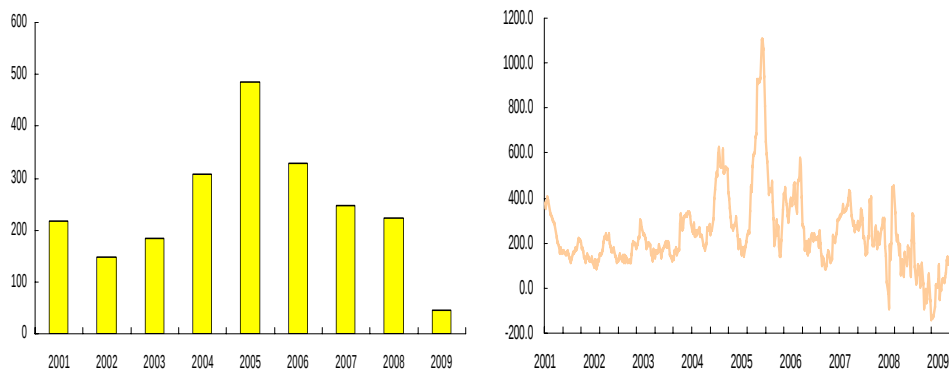
图表目录

图表 1 2001—2009 年乙烯与石脑油价差（美元/吨）	4
图表 2 2001—2008 年中国石化化工部利润（亿元）	4
图表 3 2008—2009 年主要石化产品及原油价格	5
图表 4 2000—2009 年全球 GDP 和乙烯需求增长率	6
图表 5 2009 年全球新增乙烯产能按国家分布	6
图表 6 2010 年全球新增乙烯产能按国家分布	6
图表 7 2000—2012 年全球新增产能、需求和乙烯石脑油价差统计及预测	8
图表 8 2008 年我国主要石化产品自给率	9
图表 9 2008 年我国石化产品的主要进口地	9
图表 10 中东和中国在不同路线下乙烯成本比较（美元/吨）	11
图表 11 2008 年乙烯下游产品应用分布	12
图表 12 2008 年丙烯下游产品应用分布	12
图表 13 2001—2008 年苯的产能和表观消费量（万吨）	13
图表 14 2008—2014 年对二甲苯产能率和自给率统计和预测	14

1. 石化行业周期的简单回顾

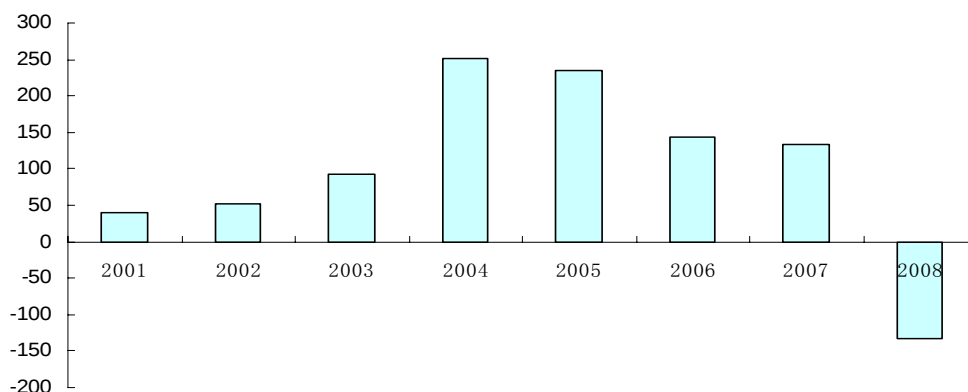
石化是公认的强周期性行业，行业的兴衰与宏观经济的走势紧密联系在一起。从 70 年代至今，全球已经历了数次显著的景气周期，每次持续的时间都在 8-10 年左右。以乙烯石脑油价差衡量的上一次景气周期始于 2002 年，在 05 年达到顶峰。随着 08 年全球经济危机的爆发，石化行业景气程度也急速下滑，在四季度跌至谷底（见图 1）。中东乙烯价格在 08 年 7 月至 11 月这短短的 5 个月时间里，就从 1700 美元/吨下跌至 380 美元/吨，跌幅接近 80%，乙烯的吨综合毛利也从 570 美元下降至 110 美元。我国石化企业的盈利能力也与全球石化行业的景气程度紧密联系在一起，以国内最大的石化企业——中国石化为例，其化工部盈利高峰也出现在 04、05 年，在 08 年则出现大幅亏损，金额为负的 133 亿元（见图 2）。

图表 1 2001—2009 年乙烯与石脑油价差（美元/吨）



资料来源：东方证券研究所整理

图表 2 2001—2008 年中国石化化工部利润（亿元）

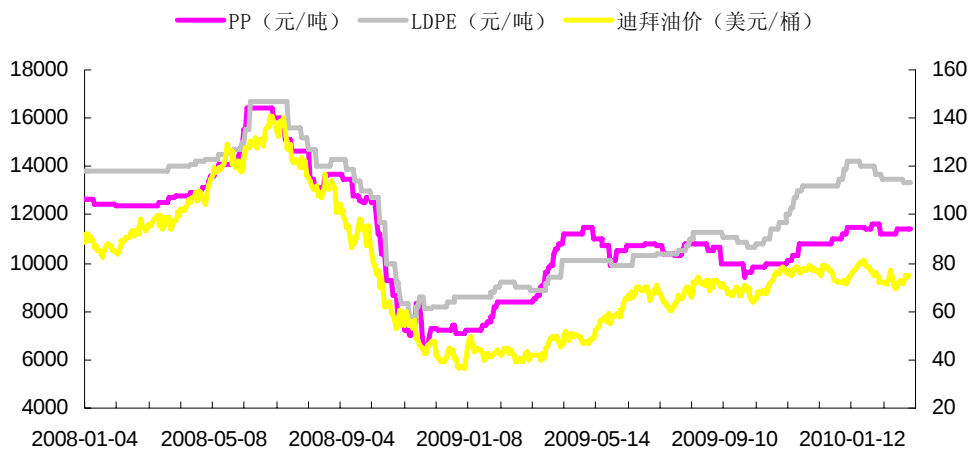


资料来源：东方证券研究所整理

2. 09 年石化景气超预期因素分析

08 年全面爆发的经济危机，使世界大多数经济体都陷入了衰退，随之而来的石化产品价格也出现了雪崩般的下跌。再考虑到 09 年庞大的在建产能规模，市场当时对 09 年石化的景气预期是比较悲观的。但出乎人们意料的是，石化产业的景气在 09 年出现了大幅的反弹。以乙烯价格衡量，至 09 年底，已恢复到了 1180 美元/吨，吨综合毛利水平也恢复到 460—490 美元，分别为 08 年最高水平的 70% 和 83%。而同期石油价格的涨幅仅为 57%（见图 3）。

图表 3 2008—2009 年主要石化产品及原油价格



资料来源：东方证券研究所整理

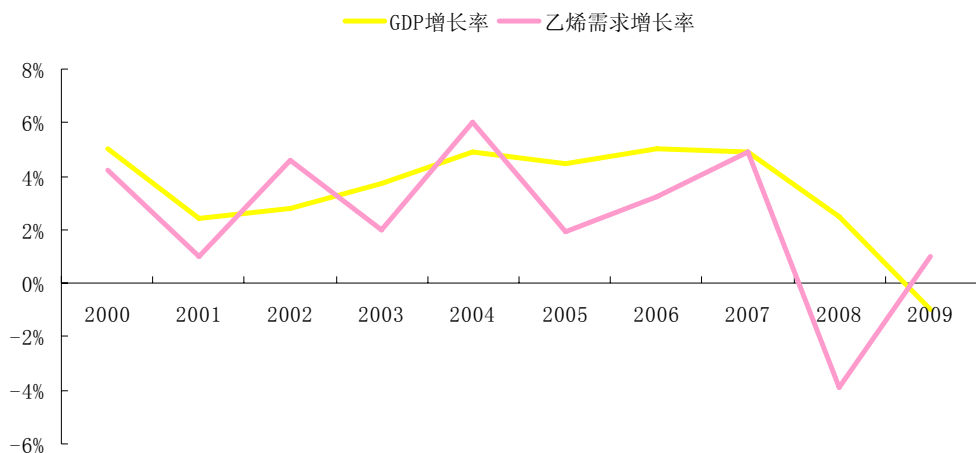
我们分析认为 09 年景气状况的超预期主要是受以下几点原因的驱动：1. 各国政府相继推出的经济刺激计划，提振了对基本化工品的需求；2. 中东新增产能的延迟投放（规模大致在 200 万吨），这大大减缓了供给端的压力。

3. 我们对未来石化景气程度的展望

3.1 需求端对石化景气的影响

石化产业是国民经济的基础行业，其需求受宏观经济增长影响很大。以“化工产品之母”的乙烯为例：2000-2007，全球经济增长率为 4.2%，同期乙烯消费量的增长率为 3.5%，呈现出极强的相关性（见图 4）。2009 年随着世界经济的复苏，乙烯需求逐渐复苏。我们预测 10 年全球需求增速在 3% 以上，总需求量将达到 1.13 亿吨。过去 15 年，受益于经济的高速增长，我国乙烯消费增长速度远高于世界平均水平，当量消费量年均增长率达到 16.1%。在经历了 09 年的反弹后，10 年我国乙烯的需求还将保持高速增长，增长量在 300 万吨左右。考虑到未来几年我国经济增长率将维持在 9% 左右，乙烯的需求增长率相应的也将保持在两位数的水平上。应该说，需求端对未来石化周期的影响还是非常正面的。

图表 4 2000—2009 年全球 GDP 和乙烯需求增长率

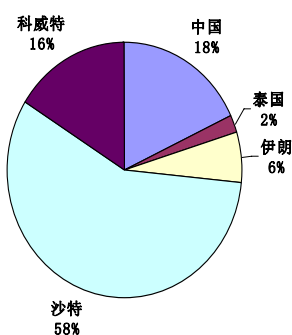


资料来源：东方证券研究所整理

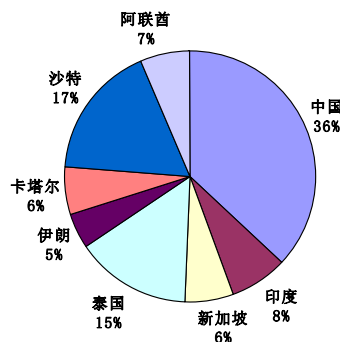
3.2 供给端对石化景气的影响

与需求端的高增长相对应的是，09 年开始全球乙烯产能扩张的步伐也大大加快。10 年新增的有效产能就可能在 800 万吨以上，而对应的全球需求增量仅为 300 万吨左右。从新增产能分布的国家来看，主要是集中在亚洲（尤其是我国）和中东国家。作为乙烯需求的增长大国，中国的乙烯生产能力在过去十年间也保持了 12% 的年增长率，从 2001 年的不足 500 万吨，发展到 09 年的达到了 1080 万吨。占到全球乙烯产能的 10%，仅次于美国（20%），居世界第二位。从现有的产能规划分析，未来几年我国的产能增长还将很快，供给端的压力不容小视。

图表 5 2009 年全球新增乙烯产能按国家分布 图表 6 2010 年全球新增乙烯产能按国家分布



资料来源：东方证券研究所整理



资料来源：东方证券研究所整理

表格 1 2009—2012 年亚洲新增乙烯产能概要（千吨）

国别	新增项目	2009	2010	2011	2012
中国	大庆石化			600	
	BP 上海石化		250		
	BASF 扬子石化			140	
	CNOOC/SHELL		200		
	盘锦乙烯（辽通）		440		
	天津石化		1000		
	镇海石油		1000		
	EM/Aramco/福建炼油	800			
	抚顺石油化工			850	
	中原石化		360		
	燕山石化			120	
	独山子石化	1000			
	武汉石化			800	
泰国	PTT chem.		100		
	PTT PE		1000		
	CCC/Dow		1000		
菲律宾	JG Summit				320
新加坡	Shell		800		
	ExxonMobil			1000	
马来西亚	Titan		50		
印尼	Chandra Asri		80		
印度	IOC		860		
	HPL		150		
	ONGC				1100
	Reliance				1650
合计		1800	7290	3510	3070

资料来源：东方证券研究所整理

表格 2 2009—2012 年中东新增乙烯产能概要（千吨）

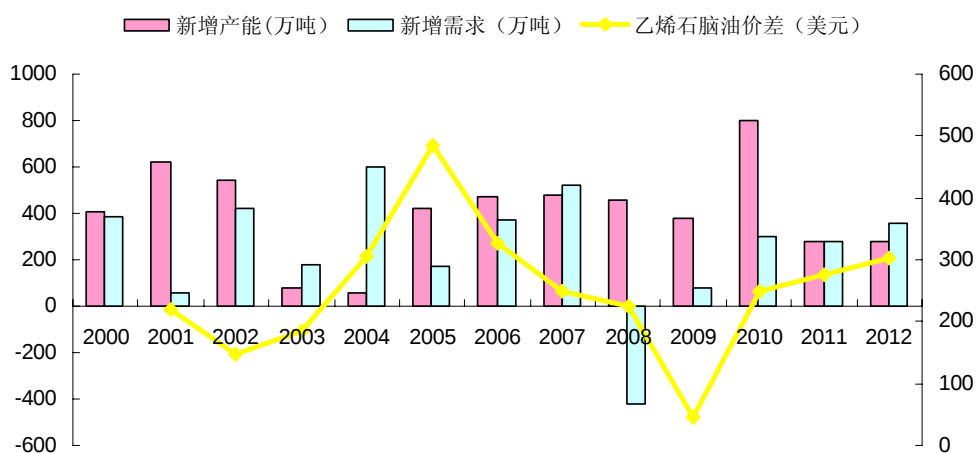
国别	新增项目	2009	2010	2011	2012
沙特阿拉伯	YUPG	1300			
	SHARQ	1300			
	Petro Rabigh	1300			
	Sahara		1000		
	Kayan			1350	
	Nat'l Chev/Phil				1100
伊朗	BIPC		100		
	NPC(No.5)		500		

	Ilam (O-13)			490
卡塔尔	Ras Laffan	1300		
UAE 阿联酋	Borouge		1400	
合计		5200	1600	2750 1590

资料来源：东方证券研究所整理

如上所述，我们认为 10 年供给端的产能急剧释放，会给景气造成相当的负面影响。但考虑到很多亚洲石化企业因为 09 年的盈利良好，而普遍将设备检修延后至 10 年，因此 10 年的设备检修率将显著高于 09 年。据 CMAI 预测，2010 年全球因检修而损失的产能在 15%，而 09 年仅为 10%。而且这些设备的检修期基本都集中在上半年，这将有效的对冲新增产能的冲击。因此我们认为 10 年上半年景气仍将在高位运行。而下半年随着产能逐步释放，行业面临的压力可能较大。2011 年的情况会比 10 年下半年有显著的改善，需求端随着全球经济的进一步好转，需求将有望加速增长，而供给端 11 年的新增产能明显小于 10 年，新增需求基本可以消化当年的新增产能，因此我们预测 11 年的景气程度应该大致与 06 年相当。2012 年供给端的新增产能与 11 年基本相当，而需求的增长将使石化行业景气度进一步提升。2012 年以后随着中东廉价的乙烷资源的逐渐稀缺和我国在乙烯产能连续大幅扩张，提前达到十一五规划要求后所必然出现的新增产能趋缓，全球产能释放速度将显著降低，因此我们预测本轮的景气高点很有可能出现在 2013-2014 年。

图表 7 2000—2012 年全球新增产能、需求和乙烯石脑油价差统计及预测



资料来源：东方证券研究所整理

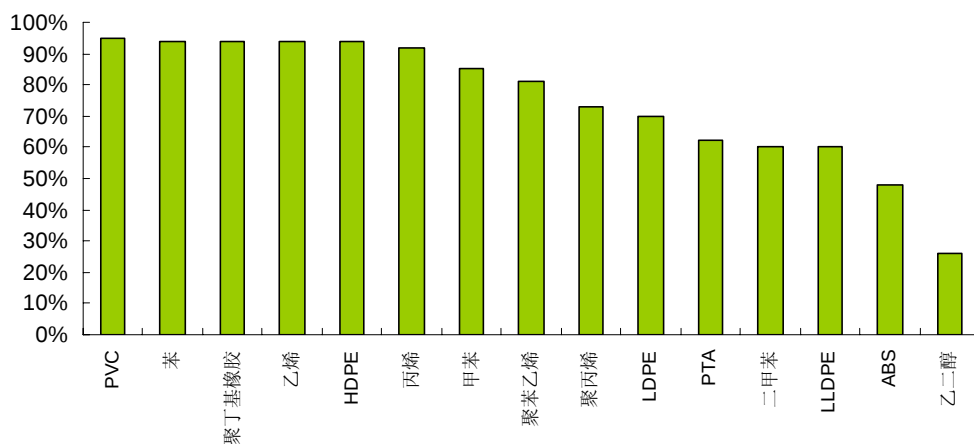
4. 我国石化企业盈利能力分析

4.1 我国供给结构分析

尽管我国石化产品产能在过去几年实现了高速的增长，但依然无法满足我国经济发展的需要，在大多数石化产品上，我国都依赖于进口。08 年我国 60% 以上的石化产品的自给率低于 80%。截止 2009 年，我国乙烯产量相对于乙烯当量消费量的自给率尚不足 50%。10、11 年我国乙烯新增产

能规模都在 200 万吨以上，虽然规模很大，但据 METI 预测中国乙烯 2012 年当量缺口仍将达到 1000 万吨以上。因此我们认为国内的新增产能并不会造成供给过剩，而是更多的体现在替代进口，提高我国石化产品的自给率水平。

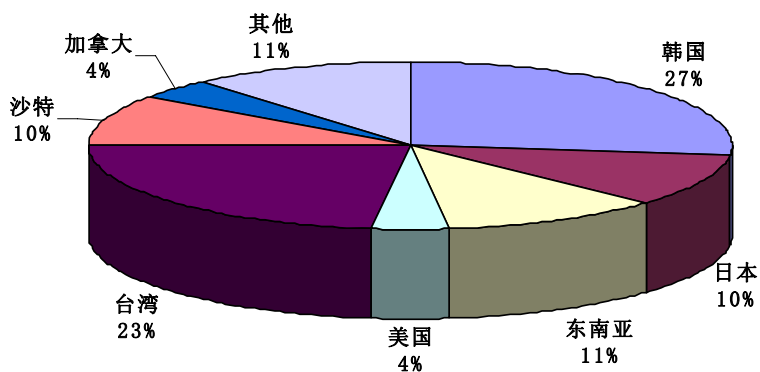
图表 8 2008 年我国主要石化产品自给率



资料来源：东方证券研究所整理

从我国进口产品的产地来看，主要还是集中在韩国、台湾和东南亚等邻近国家和地区。考虑到这几个国家和地区相对我国并无明显的原材料成本优势，我国新增的产能对其替代的难度不大。未来可能会对我国石化产品价格造成实质性冲击的可能还是中东地区的新增廉价产能。

图表 9 2008 年我国石化产品的主要进口地



资料来源：东方证券研究所整理

4.2 中东产能对我国景气的影响分析

中东产能因为利用当地价格低廉的乙烷作为裂解原料,在高油价的背景下具有较为明显的原料价格优势(见表3)。并且其产能扩张的速度也很快,09-12年的总投产规模预计在1000万吨以上,占到世界新增产能的40%左右。其急剧扩张的产能是否会伴随着向我国倾销廉价石化产品引起了市场的普遍担忧。

表格 3 中东乙烷在不同石油价格假设下的成本优势

亚洲石脑油成本	中东乙烷成本	中东的成本优势
\$/B	\$/Mn BTU	\$/Mn BTU
20.00 = 3.40	0.75 – 1.50	2.65 – 1.90
30.00 = 5.15	0.75 – 1.50	4.40 – 3.65
40.00 = 6.80	0.75 – 1.50	6.05 – 5.30
50.00 = 8.55	0.75 – 1.50	7.80 – 7.05
60.00 = 10.2	0.75 – 1.50	9.45 – 8.7
70.00 = 11.9	0.75 – 1.50	11.15 – 10.4
80.00 = 13.6	0.75 – 1.50	12.85 – 12.1

资料来源：东方证券研究所整理

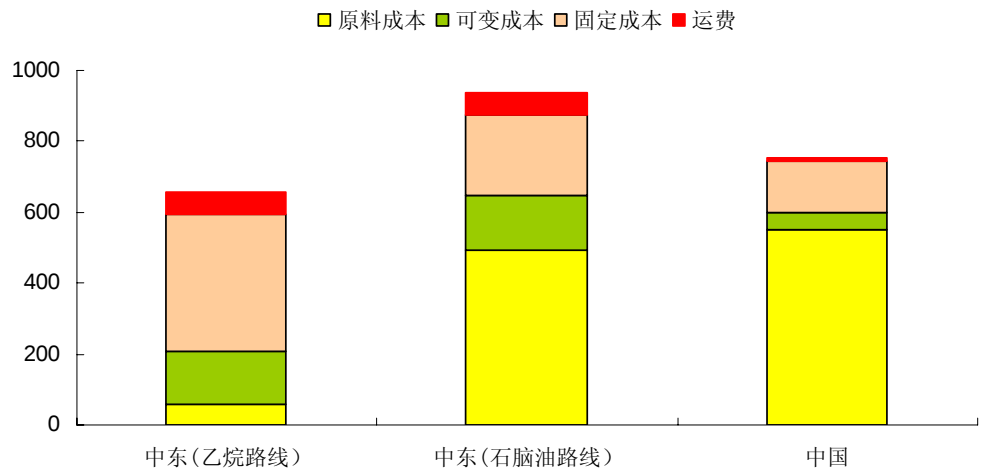
针对这个问题,我们认为中东产能虽然有成本上的优势,但更多的还是体现在短期的冲击,并不足以从根本上影响我国石化景气周期复苏的大背景。原因如下:

1. 中东国家往往在原料产地建设乙烯装置,建设成本较高。例如中东新建的以乙烷为原料的130万吨乙烯装置,一般总投资都在60亿美元以上;以石脑油为原料的装置总投资在100亿美元以上。而国内建设一套同样规模的石脑油装置,总投资仅为200亿人民币左右。如果我们再考虑到中东高昂的人工成本和运至我国的海运费,则中东对我国的成本优势就没有这么明显了(见图4)。
2. 由于建设了大量以乙烷为原料的乙烯装置,中东乙烷资源逐渐趋于短缺。新建的乙烯装置很多都已采用成本更高的石脑油为原料,如Aramco Dow投资的120万吨乙烯项目和PetroRabigh投资建设的130万吨年乙烯项目。依照OPEC的预测,2012以后由于廉价乙烷的供应已趋于饱和,中东的产能扩张的速度将减缓,因此中东的产能冲击更多的是体现在今明两年。
3. 从生产规模上看,我国烯烃下游生产企业,除了中石油、中石化外规模都比较有限。如从中东进口乙烯原料,在装船上并不具有规模效应,并且因海运和报关周期长,还要承担相当的期货敞口风险。从销售渠道上讲,相对外国企业,我国石化公司更具主场优势,也更加熟悉国内市场,有自己成熟的销售渠道以及与国内用户多年交往形成的产品忠诚度。这些优势是国外乙烯企业短时间内所赶不上的。
4. 从我国的进口结构上看,中东产能现在所占比重还比较低,在10%左右。即使未来进口比重有所提升,也更多的是体现在对韩国、台湾等高价产品的替代。对我国自有产能构成的威胁有限。

5. 石化工业作为战略性行业，我国政府一向高度重视。一旦出现中东低价对国内倾销石化产品的情况，不排除我国政府在世贸公约允许的范围内对国外企业进行制裁，保护我国的民族石化工业。

综上所述，我们认为未来两年虽然有全球产能扩张的冲击，但因为我国的石化工业自给率目前仍然很低，国内的新增产能替代进口的空间依然很大。而且我们判断国外新增产能的冲击更多的是体现在不同进口地内部的再分配，不会对我国的供求造成本质性的影响。因此未来几年，我国的石化行业仍有望实现稳定的盈利水平。以中国石化为例，过去几年（除去 08 年），其化工部的 EBIT Margin 基本维持在 5-13% 这个水平上。依照我们对未来石油价格在 60-80 美元区间运行的判断，则与 06、07 的年原油均价较为接近。由此我们认为未来几年的石化 EBIT Margin 也将比较接近这两年 8% 的水平，对应的乙烯吨综合毛利为 2500 元/吨。

图表 10 中东和中国在不同路线下乙烯成本比较（美元/吨）



资料来源：东方证券研究所整理

5. 石化主要下游产品分析和展望

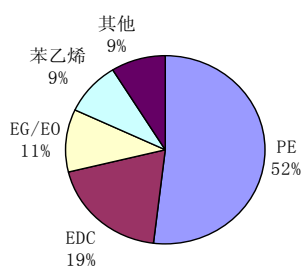
5.1 烯烃和芳香烃衍生物

2001-2008 年，我国主要的石化产品的消费年复合增长率为 14%，快于同期 GDP10.2% 的年增长率。至 2008 年，我国石化产品的消费量为 3930 万吨，其中乙烯为 1096.3 万吨，丙烯为 1170 万吨。芳香烃产物为 1488 万吨，丁二烯为 176 万吨。应该说经过十余年的发展，中国已经成为世界上最重要的石化消费市场之一。

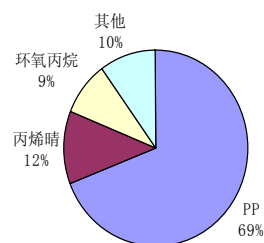
5.1.1 乙烯和丙烯

乙烯和丙烯是我国石化工业中最为重要的两种烯烃产品，分别占到 08 年石化总消费量的 28% 和 30%。2001-2008 年，我国乙烯和丙烯的消费增长率为 12% 和 13%。同期中国的乙烯生产能力年增长率也达到了 12%，从 2001 年的不足 500 万吨，发展到 08 年的 1016 万吨。供需都实现了快速增长。乙烯和丙烯产品主要用于生产聚乙烯和聚丙烯，其具体下游产品分布如下图所示。我国乙

烯主要生产商为中石化（62%）、中石油（27%）和中海油（8%），总计占到国内产能的 97%以上。乙烯和丙烯的价格在 08 年达到谷底，而随后的 09 年展开了反弹，价格和价差距离最低点上涨了 200%。进入 10 年，价格延续了上涨的势头，1-2 月期间，又上涨了 9%。从短期来看，10 年上半年集中的设备检修、中东屡次出现的技术故障停工和现货市场的原料紧缺，都将在 10 年上半年支持乙烯和丙烯价格。但 10 年下半年，由于亚洲和中东产能的释放，行业可能面临阶段性压力，2011 年后随着需求的逐渐提升，景气有望恢复。CMAI 预测，乙烯石脑油价差在 2010-2011 年将保持在 345-405 美元/吨，而丙烯石脑油价差则在 355-380 美元/吨。

图表 11 2008 年乙烯下游产品应用分布


资料来源：东方证券研究所整理

图表 12 2008 年丙烯下游产品应用分布


资料来源：东方证券研究所整理

表格 4 2008 年我国乙烯项目产能统计

公司	乙烯项目	产能（千吨）	权重
中国石化	茂名乙烯	1020	10%
	上海 SECCO	900	9%
	上海石化	850	8%
	齐鲁石化	840	8%
	燕山石化	760	7%
	扬子石化	650	6%
	BASF-YPC	600	6%
	广州石化	260	3%
	中原石化	200	2%
	天津石化	200	2%
中国石油	吉林石化	850	8%
	兰州石化	700	7%
	大庆石化	600	6%
	独子山石化	220	2%
	辽阳石化	200	2%
	抚顺石化	150	1%
中海油	CSPC	800	8%

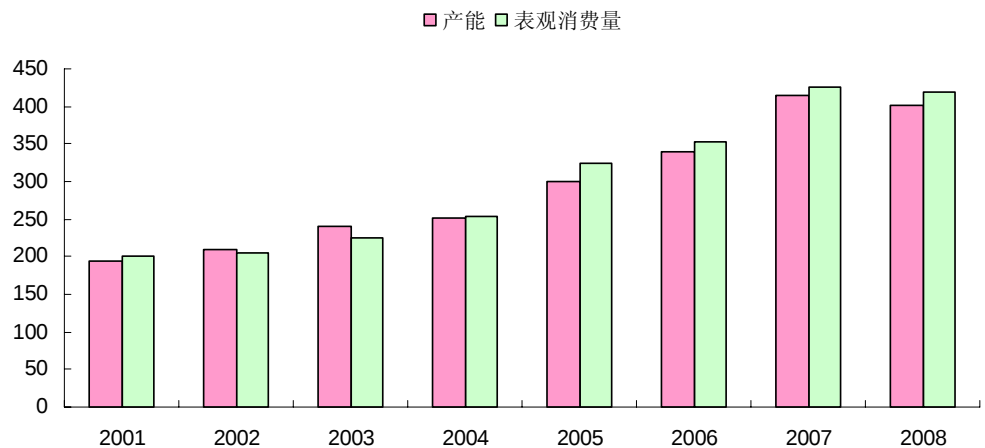
其他	盘锦乙烯	180	2%
	东方石化	180	2%
全国		10160	100%

资料来源：东方证券研究所整理

5.1.2 苯

2001-2008 年, 我国苯的消费增长率为 12%, 08 年苯的产能为 480 万吨, 主要用于生产苯乙烯 (占 32%)。我国苯的产能基本上都集中在中石化和中石油两家, 其中 85% 的产能以石油为原料, 另外 15% 的产能以煤为原料。过去 5 年, 我国苯的产能扩张一直没法满足需求量的快速增长, 因此自给率一直呈下降趋势。考虑到未来几年苯的需求还很旺盛, 因此我们预测苯的景气情况在 10 年还将维持在高位运行。

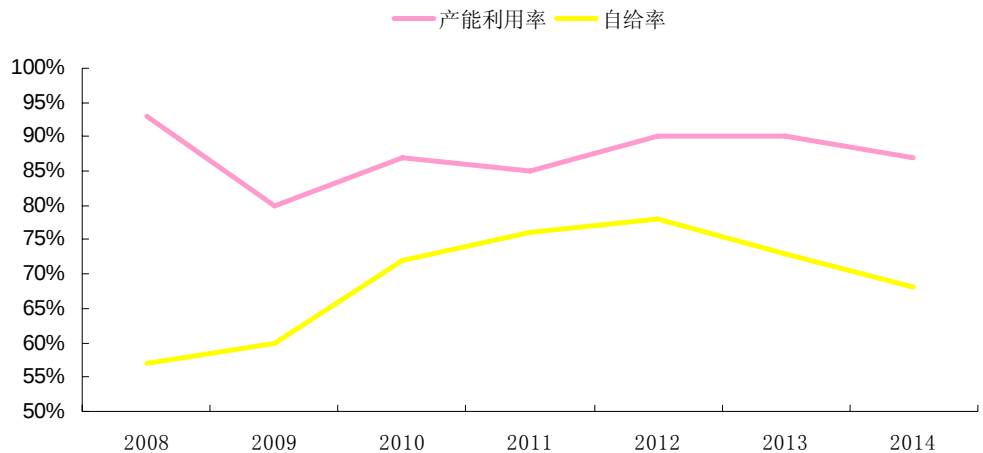
图表 13 2001—2008 年苯的产能和表观消费量 (万吨)



资料来源：东方证券研究所整理

5.1.3 对二甲苯

2001-2008 年, 我国对二甲苯的需求增长率为 25%。在我国对二甲苯 84% 都是用于 PTA 的生产, 受下游聚酯需求激增的拉动, 消费增长率一直很高。对二甲苯的市场集中度较高, 生产能力基本集中在前十大生产厂商。08 年全国总产能为 440 万吨, 对应的总需求为 700-800 万吨, 自给率仅为 61% 左右。依照我国政府十一五规划, 至 2010 年底, 对二甲苯的产能将达到 990 万吨。虽然从目前情况看, 2010 达成这一目标有相当难度, 但我们预期未来两年的对二甲苯产能扩张速度将大大加快。依照 PCI 的预测, 我国 2011 年的自给率将提高至 80%, 这将对未来两年的产品价格造成一定的压力。

图表 14 2008—2014 年对二甲苯产能率和自给率统计和预测


资料来源：东方证券研究所整理

5.2 合成塑料

2001-2008 年，我国合成塑料的消费增长率为 9%。我国的塑料产品主要包括 PE、PVC、PP、PS 和 ABS。在过去的十年间，我国产能增长很快，自给率比例逐年提高，从 01 年的 50% 上升至 08 年的 70%。

5.2.1 聚乙烯 (PE)

PE 在我国五大主要的塑料化工产品中占比最大 (30%)。2001-2008 年，我国 PE 的增长率为 11%，到 08 年需求达到 1130 万吨。PE 最主要的应用为制作聚乙烯膜，62% 的 HDPE 和 76% 的 LLDPE 都是用于制作此类产品。随着需求的高速增长，我国 PE 的产能也急剧扩张，04-08 年平均增长率达到 14%，08 年产能为 750 万吨。但产能和需求间的缺口依然很大，08 年的自给率仅为 60%。主要的海外进口国包括韩国、沙特和东南亚国家。未来几年我国的 PE 产能还将有显著的扩张，依照 CMAI 的预测，2013 年我国 PE 的产能将达到 1400 百万吨。再考虑到中东产能的扩张，我们预测未来几年聚乙烯产品全球的开工率会有所下降，行业景气有一定压力。

5.3 合成纤维

2001-2008 年，我国合成纤维消费增长率为 16%。产品主要包括精对苯二甲酸 (PTA)、乙二醇 (EG)、己内酰胺 (CPL) 和丙烯晴 (AN)。其中 PTA 和 EG 占比最大分别为 65% 和 28%，而 CPL 为尼龙的主要原料。

5.3.1 精对苯二甲酸 (PTA)

2001-2008 年，我国 PTA 的消费增长率为 17%，08 年总需求达到 1600 万吨。我国 PTA 主要是用于生产聚酯纤维 (占 75%)。在供给端，08 年我国 PTA 的总产能为 1220 万吨，自给率为 63%。从进口地看，主要为韩国和台湾，分别占到 49% 和 35%。依据 PCI 的预测，08-11 年我国产能增

长率将达到 10%，至 2011 年的 PTA 总产能将达到 1620 万吨。尽管产能的增长很快，但介于目前巨大的供需缺口，我们预测 10 年的开工率还将保持在 90%以上，景气情况保持稳定。

综上所述，我们可以看到，虽然在主要化工品上我国的产能扩张都很明显，但扩张的产能更多的是用来提高在该产品上偏低的自给率，因此我国石化产业在现阶段还不存在产能过剩的情况。从各产品的景气程度上看，近期产能扩张明显的产品（如乙烯、PE 和对二甲苯等），在短期会有一定的价格压力，但长期看需求的增长会最终消化新增的产能，景气复苏大的趋势有望延续。

6. 投资策略

如上文分析，我们认为未来几年我国石化产业都处于景气复苏周期之中，毛利水平相较 08 年的谷底，将有显著回升。在这个大背景下，我们认为应优先选取在石化行业能贡献显著增量的公司，最大限度的受益于景气回升带来的盈利增长。结合估值因素，我们推荐辽通化工、中国石化。

中国石化 600028.SS

中国石化：有益于石化景气回升的行业龙头

研究结论

- 中国石化是中国最大的一体化能源化工公司之一，主要从事石油与天然气勘探开发、开采、石油炼制以及化工业务。公司 09 年原油剩余探明储量为 4 亿吨，是国内第二大石油生产企业。09 年底炼油能力为 2 亿吨/年以上，为亚洲第一、世界第三大炼油生产商。公司还是中国最大、世界第六大乙烯生产商。
- 中石化为我国大宗化工品的重要生产商之一，09 年乙烯产量达到 671.3 万吨，同比增长 6.7%，利润更是从 08 年的亏损 132 亿元，提升至 09 年的盈利 131 亿元。考虑到未来福建乙烯、天津乙烯、镇海乙烯项目的相继投产，中石化乙烯产能在未来两年还将进一步扩张。目前石化全行业景气水平的提升促使化工产品价格维持在高位。可以预期，只要原油价格在目前 60-80 美元/桶的区间稳定运行，中石化的化工板块将恢复到金融危机爆发前的盈利水平。我们预测 10 年单位乙烯 EBIT 将达到 350 美元/吨的较好水平。化工板块的平均 EBIT 在 10 年也有望达到 150 亿元以上。
- 我们对中国石化 10 年的业绩预期为 0.81 元/股。以 20 倍 P/E 估值，中国石化的目标股价为 16 元，目前的股价无论是看 2010 年，还是放在一个处于景气向上的周期里看，均具有较大的提升空间。故我们维持其投资评级为买入。
- **风险因素：**原油价格再度大幅飙升到 100 美元/桶以上，中国石化炼油板块盈利可能低于预期，甚至不排除再次亏损的可能性

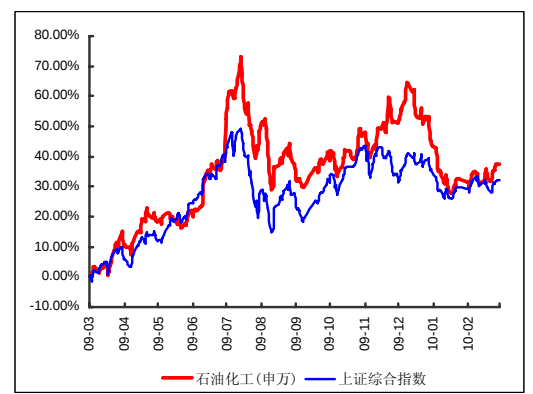


东方证券
ORIENT SECURITIES

王晶(博士) 石油与化工行业首席分析师
8621-63325888×6072
wangjing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010013

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2010 年 3 月 29 日)	11.8 元
目标价格 (6 个月)	16 元
总股本/A 股 (亿股)	867/699
A 股市值 (亿元)	10040
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告日期	2010 年 3 月 29 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现	3.29%	-14.81%	30.34%
相对表现	-7.88%	-0.54%	2.86%

资料来源：WIND

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1345052	1847446	2032139	2133746
同比(%)	-7%	37%	10%	5%
归属母公司净利	61290	72020	78763	54270
同比(%)	106%	18%	9%	-31%
毛利率(%)	23.0%	11.3%	11.4%	9.6%
ROE(%)	16.2%	16.5%	15.3%	9.5%
每股收益(元)	0.71	0.81	0.91	1.13
P/E	23.79	20.25	18.52	16.87
P/B	3.87	3.34	2.83	2.56

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	189223	263443	275872	293868	营业收入	1345052	1847446	2032139	2133746
现金	9986	9699	8689	8888	营业成本	1035815	1638023	1800045	1929816
应收账款	26592	29524	31512	33628	营业税金及附加	132884	55423	60964	64012
其它应收款	4454	18712	18847	19335	营业费用	27635	27712	30482	32006
预付账款	3614	10484	11104	11990	管理费用	46726	36949	40643	42675
存货	141611	183232	193880	208507	财务费用	7016	5508	6604	5309
其他	2966	11792	11841	11520	资产减值损失	7453	6506	7808	9168
非流动资产	677252	695521	745736	786852	公允价值变动收益	-365	79	94	113
长期投资	33503	26247	28667	29691	投资净收益	3589	5756	5756	5756
固定资产	465182	569557	638558	686108	营业利润	80202	83159	91443	56628
无形资产	22862	25522	28701	31971	营业外收入	1275	13176	15738	17682
其他	155705	74195	49810	39082	营业外支出	1401	2681	2023	1853
资产总计	866475	958964	1021608	1080720	利润总额	80076	93655	105157	72457
流动负债	301362	410608	403608	420874	所得税	16076	21541	26289	18114
短期借款	34900	119366	91230	85382	净利润	64000	72114	78868	54342
应付账款	97749	120253	130042	144580	少数股东损益	2710	94	105	72
其他	168713	170989	182336	190912	归属于母公司净利润	61290	72020	78763	54270
非流动负债	164528	139969	128512	115830	EBITDA	137735	147817	173484	152375
长期借款	52065	43661	31694	18606	EPS (元)	0.71	0.81	0.91	1.13
其他	112463	96308	96817	97224	主要财务比率				
负债合计	465890	550577	532119	536704	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	23403	23497	23602	23674	成长能力				
股本	86702	86702	86702	86702	营业收入	-7.4%	37.4%	10.0%	5.0%
资本公积	38202	38202	38202	38202	营业利润	207.7%	3.7%	10.0%	-38.0%
留存收益	252278	312160	393062	447403	净利润	106.4%	17.5%	12.3%	-32.8%
归属母公司股东权益合计	377182	437143	518139	572593	获利能力				
负债和股东权益	866475	1011216	1073860	1132972	毛利率	23.0%	11.3%	11.4%	9.6%
现金流量表					净利率	14.0%	4.6%	3.9%	4.0%
单位:百万元					ROE	16.2%	16.5%	15.6%	9.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	16.7%	13.3%	13.8%	8.3%
经营活动现金流	158796	35500	163993	149032	偿债能力				
净利润	64000	72114	81007	54414	资产负债率	53.8%	54.4%	49.6%	47.4%
折旧摊销	50517	59149	75437	90439	净负债比率				
财务费用	7016	5508	6557	5214	流动比率	0.63	0.64	0.68	0.70
投资损失	-3589	-5756	-5756	-5756	速动比率	0.15	0.18	0.19	0.18
营运资金变动	28938	-116683	4981	2613	营运能力				
其它	11914	21168	1767	2108	总资产周转率	1.66	2.02	2.05	2.03
投资活动现金流	-115125	-86274	-119262	-125258	应收账款周转率	61	59	58	57
资本支出	114063	109931	118491	125729	应付账款周转率	13.42	15.03	14.38	14.05
长期投资	-2736	-7256	2420	1025	每股指标 (元)				
其他	-3798	16400	1649	1496	每股收益	0.71	0.81	0.93	0.63
筹资活动现金流	-41929	50487	-45740	-23576	每股经营现金流	1.83	0.41	1.89	1.72
短期借款	-29072	84466	-28135	-5848	每股净资产	4.35	5.04	5.98	6.60
长期借款	-12872	-8404	-11966	-13089	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	23.79	20.25	18.03	16.84
资本公积增加	-316	0	0	0	P/B	3.87	3.34	2.81	2.55
其他	331	-25574	-5639	-4639	EV/EBITDA	2	2	2	2
现金净增加额	1742	-287	-1010	198					

资料来源：东方证券研究所

辽通化工：2010，跨越式发展的元年

研究结论

- 公司是国内最大的尿素生产商之一，拥有辽河、锦天化、新疆阿克苏三家化肥厂，产能都在 50 万吨以上。公司从 07 底开始炼油和乙烯项目的建设，该项目在 10 年正式投入生产。这标志着辽通化工已经从一个化肥生产企业转型成以炼油和化工为主业的大型石化企业。
- 公司炼油项目规划产能为 400 万吨，实际最大产能有望达到 500 万吨。该项目从 2 月 1 日进入连续生产状态，负荷区间大概在 40-80%；乙烯项目的规划产能为 45 万吨，从今年 3 月 1 日开始投入生产，10 年争取实现设备最终能稳定在 70% 的负荷水平。
- 统计发现，10 年亚太和中东地区炼化装置产能急剧释放，可能会对本轮石化景气复苏造成一定的负面影响，但上半年亚洲设备检修较为集中，仍能维持相对景气，下半年的压力较大。2011 年需求的增长将基本对冲掉产能端的冲击，2012 年以后随着产能释放的减缓，石化行业景气度有望继续提高。我们预测本轮的景气高点很有可能出现在 2013-2014 年。
- 最大看点：作为兵器集团旗下石化资产整合的平台，辽通化工在炼油和乙烯装置上扩产前景广阔，有望达到 1000 万吨炼油，100 万吨乙烯的生产规模。最终实现兵器集团打造千亿石化生产基地的宏大设想。
- 我们初步估计公司 10 年的营业利润将达到 8 亿元，每股收益为 0.58 元，11 年在 0.92 元左右，考虑到公司未来产能扩张所带来的成长性，我们给予公司买入评级。
- 风险因素：原油价格大幅飙升；未来炼化产能继续大规模投放，石化行业复苏程度低于预期



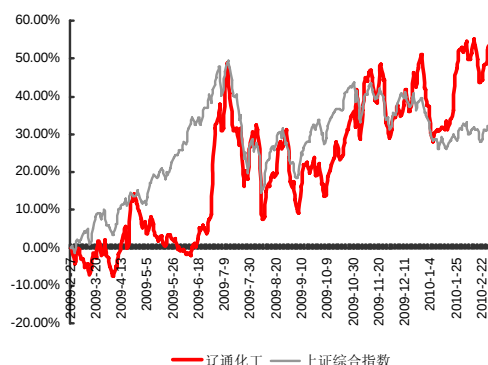
东方证券
ORIENT SECURITIES

王晶(博士) 石油与化工行业首席分析师
8621-63325888×6072
wangjing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010013

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 3 月 29 日) 12.81 元
目标价格 (6 个月) 16 元
总股本/A 股 (万股) 98622/120050
A 股市值 (亿元) 153.78
国家/地区 中国
行业 石油化工
报告日期 2010 年 3 月 29 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	12.27%	3.13%	56.41%
相对表现 (%)	10.41%	9.24%	26.23%

资料来源：WIND

财务预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2749	14013	20700	22770
同比(%)	-25%	410%	48%	10%
归属母公司净利	196	692	1101	1539
同比(%)	-49%	253%	59%	40%
毛利率(%)	32.8%	15.9%	13.6%	15.0%
ROE(%)	3.2%	10.1%	14.3%	16.6%
每股收益(元)	0.16	0.58	0.92	1.28
P/E	77.38	21.93	13.78	9.86
P/B	2.44	2.21	1.96	1.64
EV/EBITDA	29	11	8	6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《辽通化工：石油与化工行业》2009.5.5

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资料来源：东方证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5484	4440	6471	7812	营业收入	2749	14013	20700	22770
现金	689	2000	3000	4000	营业成本	1848	11784	17878	19354
应收账款	2	141	126	120	营业税金及附加	3	21	31	34
其它应收款	19	78	107	125	营业费用	27	112	166	182
预付账款	4446	354	536	581	管理费用	463	561	621	683
存货	283	1597	2356	2588	财务费用	162	664	619	576
其他	45	270	346	399	资产减值损失	-0	4	6	6
非流动资产	15952	15996	15806	15525	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	5	5	5	5	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	4556	8610	10450	11175	营业利润	246	868	1380	1933
无形资产	609	628	647	667	营业外收入	1	1	1	1
其他	10783	6754	4704	3678	营业外支出	2	4	4	11
资产总计	21436	20437	22277	23336	利润总额	245	865	1377	1923
流动负债	5113	3505	4484	4005	所得税	49	173	275	385
短期借款	2140	1347	1366	554	净利润	196	692	1101	1539
应付账款	1364	1178	1788	1935	少数股东损益	0	0	0	0
其他	1609	979	1330	1515	归属于母公司净利润	196	692	1101	1539
非流动负债	10106	10013	10013	10013	EBITDA	692	1871	2506	3110
长期借款	10012	10012	10012	10012	EPS (元)	0.16	0.58	0.92	1.28
其他	94	1	1	1	主要财务比率				
负债合计	15219	13517	14497	14017	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	1201	1201	1201	1201	营业收入	-25.1%	409.8%	47.7%	10.0%
资本公积	3914	3914	3914	3914	营业利润	-47.3%	252.6%	59.0%	40.1%
留存收益	1103	1747	2608	4147	净利润	-49.0%	252.8%	59.2%	39.7%
归属母公司股东权益合计	6217	6861	7722	9261	获利能力				
负债和股东权益	21436	20378	22219	23278	毛利率	32.8%	15.9%	13.6%	15.0%
现金流量表					净利率	14.0%	7.1%	4.9%	5.3%
单位:百万元					ROE	3.2%	10.1%	14.3%	16.6%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	2.3%	9.3%	12.2%	15.6%
经营活动现金流	520	3189	2149	2706	偿债能力				
净利润	196	692	1101	1539	资产负债率	71.0%	66.3%	65.2%	60.2%
折旧摊销	283	340	508	600	净负债比率				
财务费用	162	664	619	576	流动比率	1.07	1.27	1.44	1.95
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.02	0.81	0.92	1.30
营运资金变动	-120	1551	-80	-8	营运能力				
其它	-2	-58	1	-1	总资产周转率	0.14	0.67	0.97	1.00
投资活动现金流	-6126	-321	-321	-323	应收账款周转率	1204	186	147	177
资本支出	5928	300	300	300	应付账款周转率	2.18	9.27	12.05	10.40
长期投资	-202	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-399	-21	-21	-22	每股收益	0.16	0.58	0.92	1.28
筹资活动现金流	1707	-1556	-827	-1383	每股经营现金流	0.43	2.66	1.79	2.25
短期借款	155	-793	20	-812	每股净资产	5.18	5.72	6.43	7.71
长期借款	2241	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	77.38	21.93	13.78	9.86
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	2.44	2.21	1.96	1.64
其他	-690	-763	-847	-571	EV/EBITDA	29	11	8	6
现金净增加额	-3899	1311	1000	1000					

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn