

化工行业投资机会分析

海通证券股份有限公司

邓勇 石化行业核心分析师

SAC执业证书编号：S0850200010381

2010年9月



海通证券股份有限公司
HAITONG SECURITIES CO.,LTD.

主要内容

石化行业

- 从国际视野看石化行业投资机会
- 股票合理价值=资源价值量+下游资产*合理PB
- 阶段性投资机会

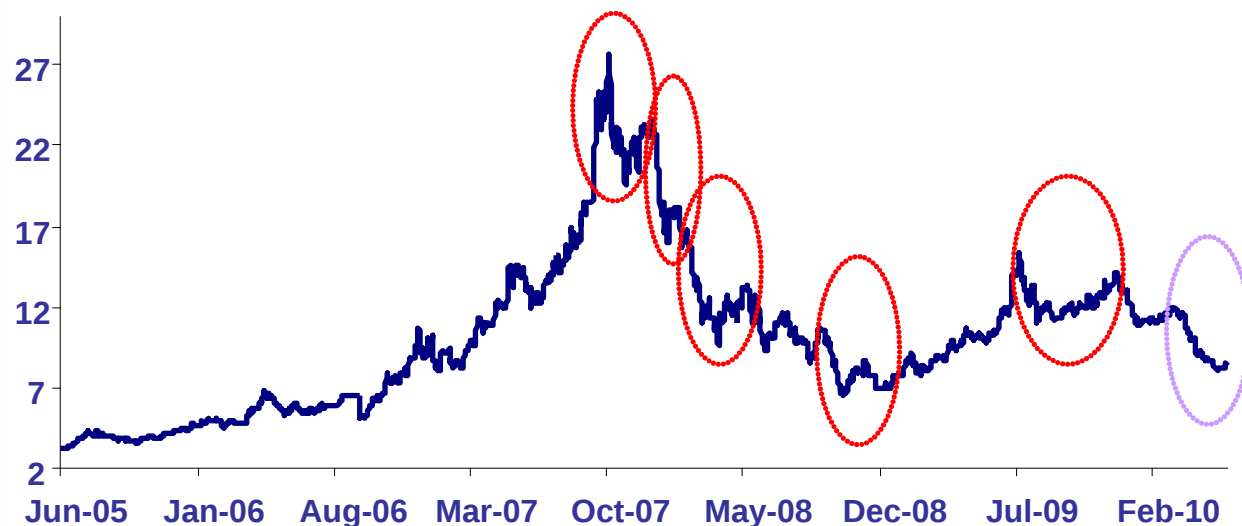
基础化工行业

- 对产品价格有较大弹性的行业及公司有短期投资性机会
- 化肥：9、10月国内化肥价格可能小幅上涨
- 磷化工：黄磷价格从7月12000元/吨涨至目前14500元/吨

中国石化（600028）

自**2007年10月**以来，中国石化股价经历了**5次**明显的反弹，我们期待本次中国石化股价在深幅调整后，有明显反弹。

中国石化历史股价走势



资料来源：海通证券研究所

投资要点

对以下指标进行了国际比较

- 资源价值量
- 复合增长率
- 分红比率

结论：中国石化、中国石油目前有阶段性投资机会

资源价值量

综合油气公司股票合理股票价值

=上游业务资源价值+下游业务净资产*合理PB

其中：资源价值是指油气公司所拥有的油气储量的现金折现值；

下游业务包括炼化及销售业务，属于经营性资产，可以采用PB方法估值。

资源价值量

资源价值量定义

在各公司向美国**SEC**提供的报表中，有资源价值量指标（**standardized measure of discounted future net cash flows**），即油气资源储量的现金折现值。一般选取年末油价以及**10%**的折现率进行计算。

数据显示，随着原油价格在**2009**年出现回升，油气公司的资源价值量有所恢复。

资源价值量

根据公司向SEC披露的财报，中国石化、中国石油每股资源价值量为**3.51元**和**6.03元**。

综合油气公司资源价值量

		2005	2006	2007	2008	2009
埃克森美孚	美元/股	27.64	23.13	38.89	16.56	23.83
中国石油	人民币元/股	7.92	6.79	10.14	5.32	6.03
中国石化	人民币元/股	4.13	3.27	4.86	2.79	3.51
中海油	人民币元/股	4.87	4.81	7.27	2.51	5.07
BP	美元/股	24.73	16.82	33.59	10.92	17.26
壳牌	美元/股	11.25	9.09	12.95	5.19	9.10
巴西石油	美元/股				4.82	9.37

资料来源：海通证券研究所

资源价值量

根据拆分后的下游业务净资产，中国石化、中国石油下游业务的PB值分别为**1.65**和**2.45**，低于国际综合油气公司平均**2.57**倍的PB。

综合油气公司下游业务每股净资产

		下游业务每股 净资产	下游业务对应 的股价	PB
XOM	美元/股	10.85	50.25	4.63
BP	美元/股	10.97	17.91	1.63
SHELL	美元/股	10.43	11.59	1.11
巴西石油	美元/股	6.93	27.39	3.95
中国石化	人民币元/股	3.18	5.12	1.65
中国石油	人民币元/股	3.13	7.31	2.45
平均	美元/股		4.82	2.57

资料来源：海通证券研究所

资源价值量

综合考虑上游资源价值与下游资产价值，中国石化、中国石油股票合理价值为**9.87、12.28元**。

中国石化、中国石油股票合理价值（元/股）

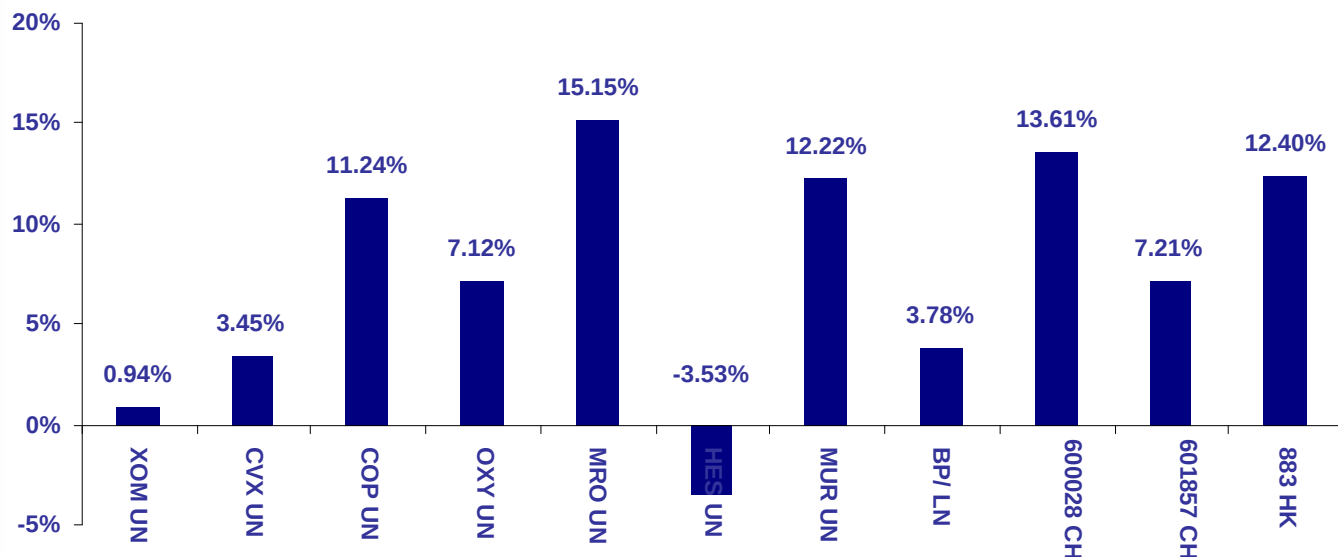
	中国石化	中国石油
上游资源价值	3.51	6.03
下游资产价值		
每股净资产	3.18	3.13
PB	2.00	2.00
	6.36	6.25
股票价值	9.87	12.28

资料来源：海通证券研究所

复合增长率

2000-2009年中国石化、中国石油的净利润复合增长率分别为**13.61%**和**7.21%**，要好于国际综合油气公司的平均水平。

综合油气公司2000-2009年净利润复合增长率比较



资料来源：公司公告，海通证券研究所

复合增长率

以中国石化和埃克森美孚为代表，中国石化在**2001**年实现了改制上市，埃克森美孚在**1999**年完成了合并，因而过去十年对两家公司而言都比较重要。

中国石化、埃克森复合增长率比较

	中国石化复合增长率		埃克森美孚复合增长率
EBIT	10.10%	净利润	0.94%
炼油EBIT	36.60%	上游盈利	3.38%
销售EBIT	18.90%	下游盈利	-6.99%
化工EBIT	21.10%	化工盈利	7.94%
原油产量	1.50%	原油、NGL产量	-0.74%
天然气产量	9.00%	天然气产量	-1.21%
原油加工能力	4.80%	油气当量产量	-0.93%
乙烯产能	9.90%	炼油产品	-0.59%
成品油销量	7.10%	成品油销量	-2.39%
		化工产品销量	-0.36%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

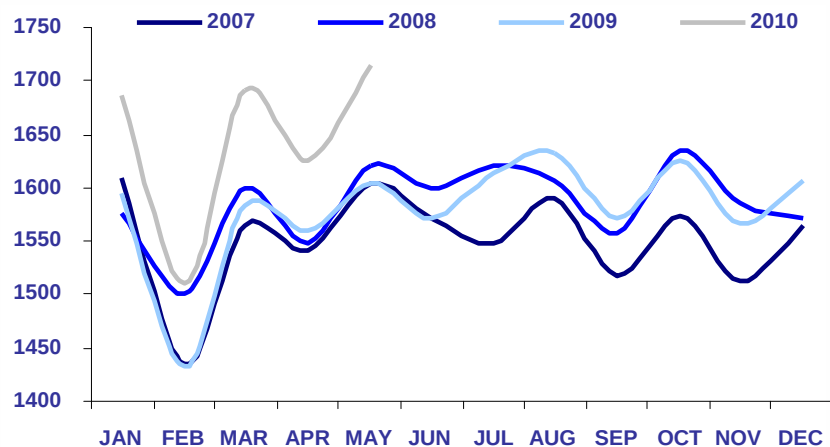
复合增长率

中国石化目前处于成长期，油气产销量、净利润均保持了不错的增长率。

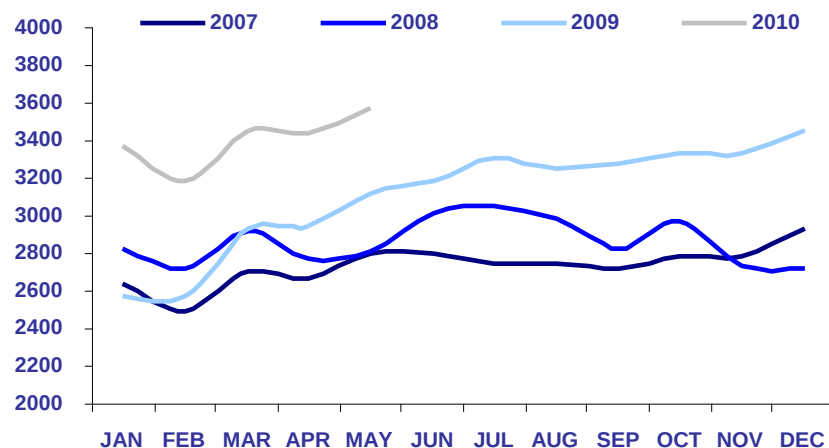
埃克森美孚已处于成熟期，主要指标的复合增长率呈下降趋势。

国内石化公司处于成长期，未来两年业绩有望保持稳步增长。

我国原油月度产量（万吨）



我国原油加工量月度数据（万吨）



资料来源：石化协会期刊，海通证券研究所

油气储量与产量

根据美国油气杂志对全球石油公司的综合排名，埃克森美孚、中石油、BP位列全球石油行业上市公司前三强，中国石化位列第**25**位，但其炼油业务能力居全球石化公司前列。

综合油气公司油气储量排名（截止**2009**年底）

	原油储量（百万桶）	天然气储量（十亿立方英尺）	油气储量（百万桶油当量）
XOM	11651	68007	22985
中国石油	11263	63244	21803
BP	10511	45130	18292
Shell	4031	49055	14145
巴西石油	10309	11019	12145
中国石化	5333	8466	6744

资料来源：公司公告，海通证券研究所

油气储量与产量

在油气产量方面，BP和XOM的油气年产量超过了14亿油桶当量，中国石化的油气年产量接近12亿桶油当量。

综合油气公司油气产量排名（截止2009年底）

	原油产量（百万桶）	天然气产量（十亿立方英尺）	油气产量（百万桶油当量）
BP	925	3097	1441
XOM	871	3385	1435
中国石油	844	2112	1196
Shell	577	3096	1147
巴西石油	771	500	854
中国石化	301	299	351

资料来源：公司公告，海通证券研究所

油气储量与产量

虽然中国石化的油气储量和产量要低于其他石化公司，但在炼油能力方面，公司具有明显的规模优势。根据美国《油气杂志》披露的数据，中国石化的炼油能力已达到2亿吨，仅次于埃克森美孚。

综合油气公司炼油能力排名（截止2009年底）

	炼油能力（万吨）
埃克森美孚	31050
中国石化	20635
SHELL	18390
委内瑞拉国家石油公司	15175
中国石油	14125
BP	13390
康菲石油	13390
道达尔	13020
沙特阿拉伯国家石油公司	11870
雪佛龙	10695

资料来源：油气杂志，海通证券研究所

股利支付率

中石化和中石油在股利支付比例、稳定性等方面要优于同行业公司。目前股价水平下，投资中石化和中石油能获得**2.5%**以上的收益率。

综合油气公司股利支付率

	2005	2006	2007	2008	2009
中国石化	28.51%	25.68%	26.04%	35.04%	25.46%
中国石油	44.74%	43.75%	44.58%	43.75%	43.86%
EXXON MOBIL	19.79%	19.28%	18.74%	17.82%	41.60%
BP	32.96%	34.47%	38.89%	48.89%	63.28%
SHELL	41.31%	32.04%	28.83%	37.17%	84.27%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

阶段性投资机会

今年上半年，综合油气公司的PE在13.27-16.76倍之间。

综合油气公司PE比较

	2008PE		2009PE		1H10 PE	
	max	min	max	min	max	min
INT UN	13.17	6.22	13.44	7.68	13.17	11.69
XOM UN	11.50	7.88	17.31	7.81	16.10	13.56
CVX UN	10.11	6.05	14.81	5.09	14.05	11.01
COP UN	8.20	4.00	13.45	3.28	12.77	10.94
OXY UN	13.48	5.52	21.79	5.66	20.88	17.81
MRO UN	11.20	4.12	19.81	3.53	19.69	18.53
HES UN	16.74	5.73	71.18	7.39	26.76	14.09
MUR UN	17.90	4.51	17.26	4.28	16.96	15.12
BP/ LN	8.78	4.82	20.44	5.48	10.46	6.69
国际公司平均	12.34	5.43	23.28	5.58	16.76	13.27
601857 CH	15.69	15.69	25.39	16.00	22.99	16.70
600028 CH	38.45	19.84	24.98	15.40	15.83	11.13

资料来源：公司公告，海通证券研究所

阶段性投资机会

按照中国石化、中国石油2010年0.78、0.72元的EPS，目前两公司对应的PE为10.95倍、14.16倍。

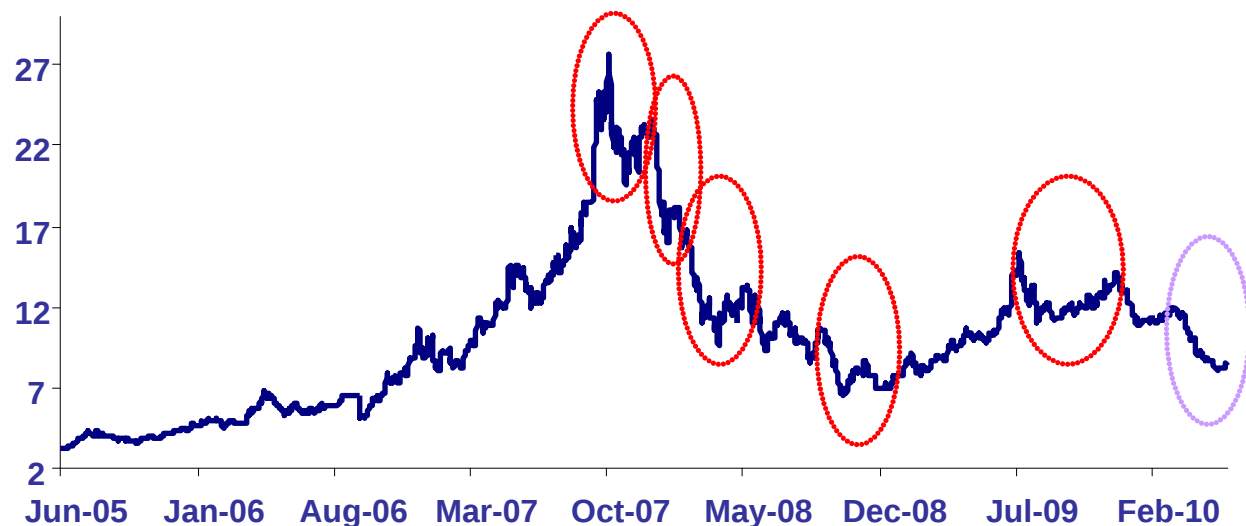
目前石化公司估值处于国际综合油气公司平均估值范围内，但考虑到国内石化公司良好的成长性，目前两家公司存在阶段性投资机会。

阶段性投资机会

中国石化（600028）

自2007年10月以来，中国石化股价经历了5次明显的反弹，我们期待本次中国石化股价在深幅调整后，有明显反弹。

中国石化历史股价走势



资料来源：海通证券研究所

阶段性投资机会

中国石化（600028）

每当股价跌幅超过30%后，中国石化股价都会有明显反弹，且反弹幅度在20%以上。

中国石化股价的历次反弹

	第1次	第2次	第3次	第4次	第5次	本次
高点	27.70	23.70	18.24	10.52	15.33	12.15
低点	19.52	15.98	9.94	6.67	11.30	7.67
跌幅	29.52%	32.57%	45.50%	36.60%	26.29%	36.87%
反弹高点	23.70	18.24	13.24	8.74	14.14	?
反弹幅度	21.41%	14.14%	33.20%	31.03%	25.13%	

资料来源：海通证券研究所

阶段性投资机会

中国石化（600028）

每当股价跌幅超过30%后，中国石化股价都会有明显反弹，且反弹幅度在20%以上。

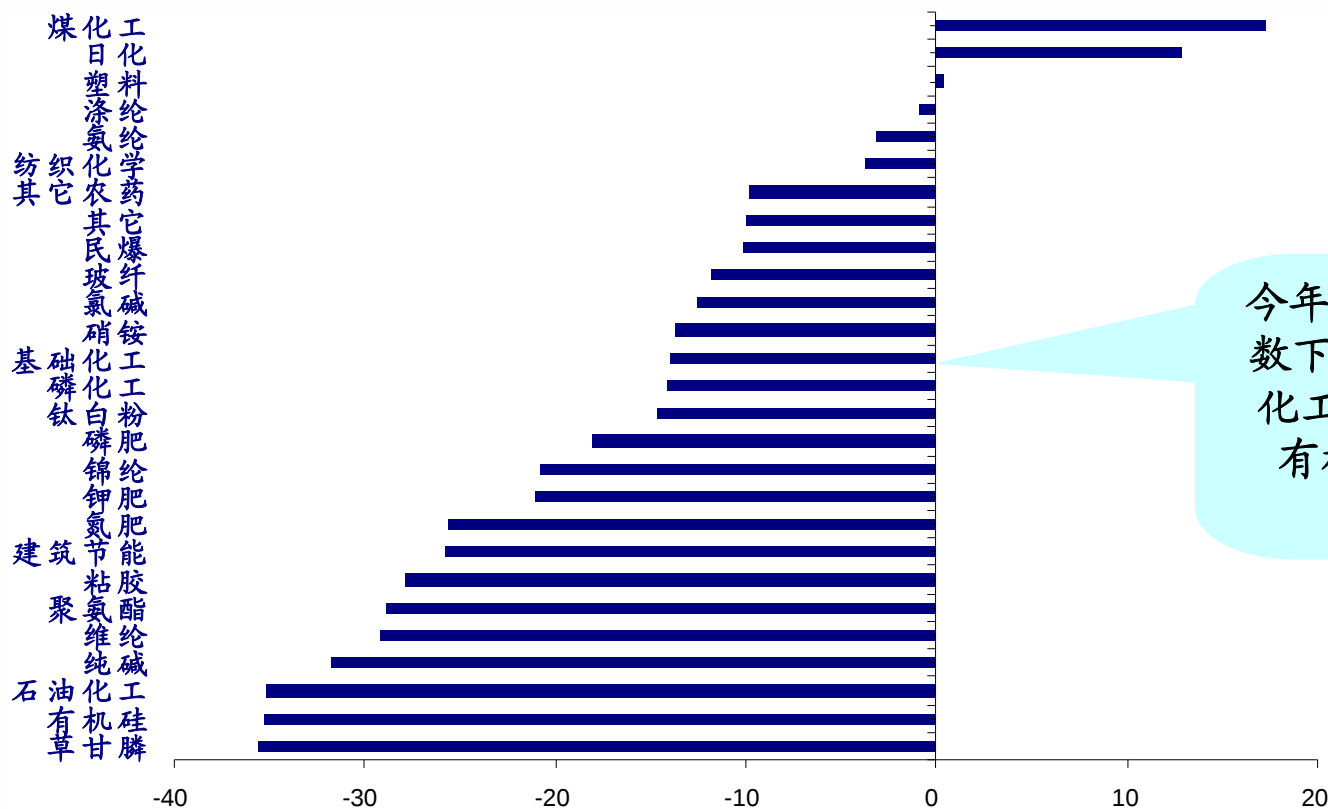
两大石化公司盈利预测与投资评级

	EPS（元）			投资评级	目标价
	2009	2010E	2011E		
中国石油 （601857）	0.56	0.72	0.78	增持	12.28
中国石化 （600028）	0.71	0.78	0.81	增持	9.87

资料来源：海通证券研究所

基础化工：选择业绩弹性大的品种

图 今年前7个月化工板块涨跌幅（%）



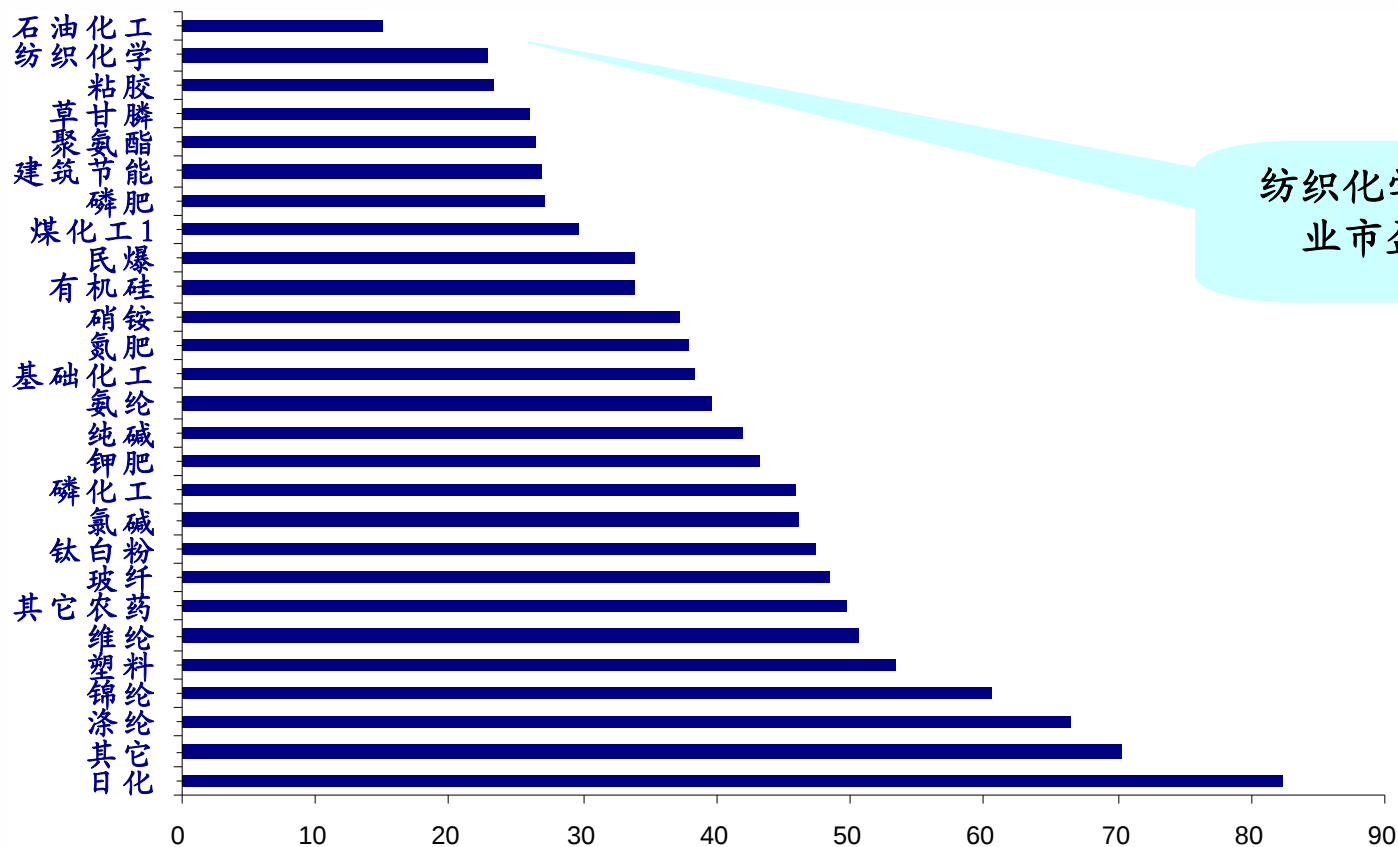
今年前7个月，基础化工指数下跌了**13.95%**，其中煤化工、日化表现最好；而有机硅、草甘膦表现最差。

各板块涨跌幅计算按照流通市值加权平均

资料来源：WIND，海通证券研究所

基础化工：选择业绩弹性大的品种

图 化工各子行业市盈率



纺织化学品、粘胶等子行业市盈率水平较低。

市盈率计算方法为TTM，整体法

资料来源：WIND

基础化工：选择业绩弹性大的品种

化工产品价格有上涨预期。

- 化工产品下游进入旺季，需求增加
- 原材料价格上涨的推动
- 选择业绩对产品价格弹性大的投资标的

基础化工：选择业绩弹性大的品种

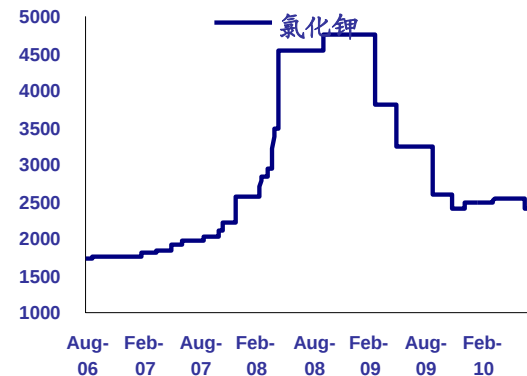
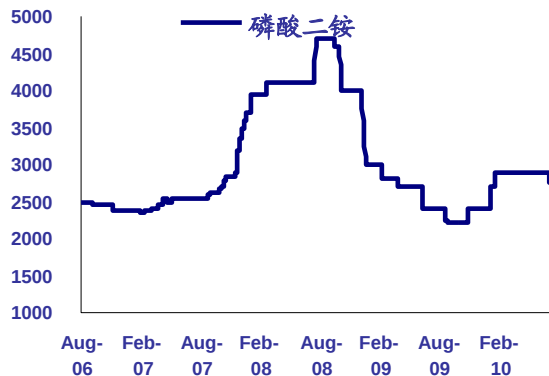
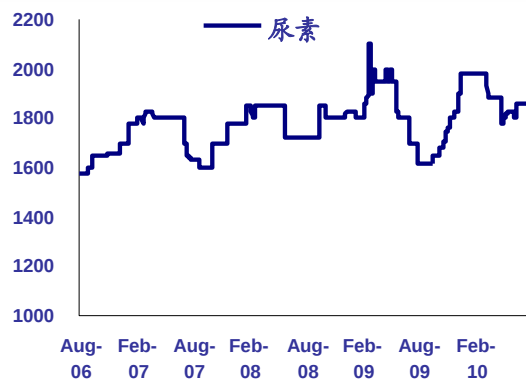
化肥：价格或小幅上涨

- 春耕以来，国内化肥价格一直疲弱
- 目前**1500-1600元/吨**的价格，使得一些企业处于盈亏平衡边缘
- 农产品价格上涨，农化支出的承受能力增强
- 湖北宜化：业绩增长，弹性大
- 盐湖钾肥：垄断推动产品价格上涨；需求稳步恢复

基础化工：选择业绩弹性大的品种

化肥：价格或小幅上涨

- 今年化肥价格很弱。春耕期间价格不仅没有上涨，反而出现下跌。
- 随着秋季追肥旺季的到来，氮磷钾化肥产品价格有望小幅上涨。
- 由于产能过剩的局面并没有改变，因而反弹幅度不会太大。



基础化工：选择业绩弹性大的品种

化肥：价格或小幅上涨

- 我们对单一养分下，氮磷钾产品的价格进行了比较，磷肥由于出口情况良好，市场无序竞争少，导致磷肥价格要明显高于氮肥和钾肥。
- 目前氮肥单价是最低的，有较强的上涨预期。
- 钾肥目前港口库存低，秋季追肥旺季有助于价格的提升。

表 单一养分下化肥单价比较（元）

	养分含量	单一养分单价		
		2009.10	2009.12	2010.7
氮肥	46	32.61	39.78	35.00
磷肥	64	35.94	42.19	42.97
钾肥	60	38.33	46.67	40.33

资料来源：百川资讯，海通证券研究所

基础化工：选择业绩弹性大的品种

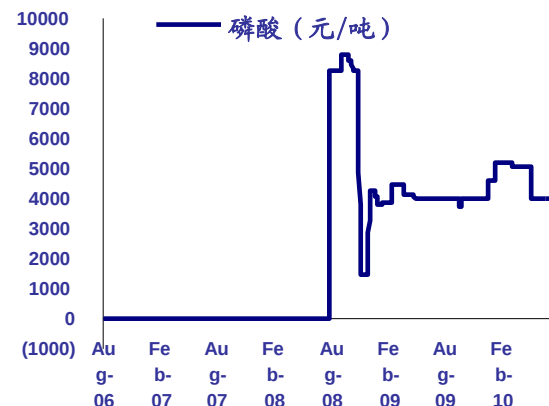
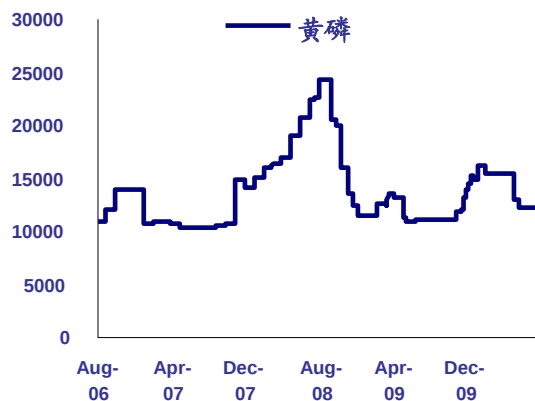
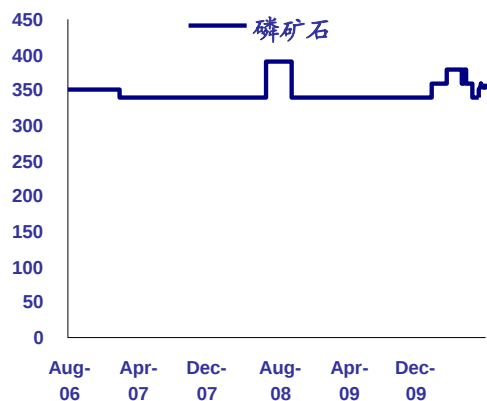
磷化工：黄磷价格上涨将带动下游磷化工产品走高

- 近期黄磷价格由**12000元/吨**上涨至**14000元/吨**
- 云南黄磷运输事故减少了国内黄磷供应量
- 云南部分地区水电不足
- 电价上涨
- 黄磷生产企业和用磷企业库存不多
- 兴发集团：资源优势明显，产品精细化程度高

基础化工：选择业绩弹性大的品种

磷化工：黄磷价格上涨将带动下游磷化工产品走高

- 近期磷矿石、黄磷和磷酸价格都有所上涨。
- 我们预计磷及磷化工产品的价格能维持一段时间。

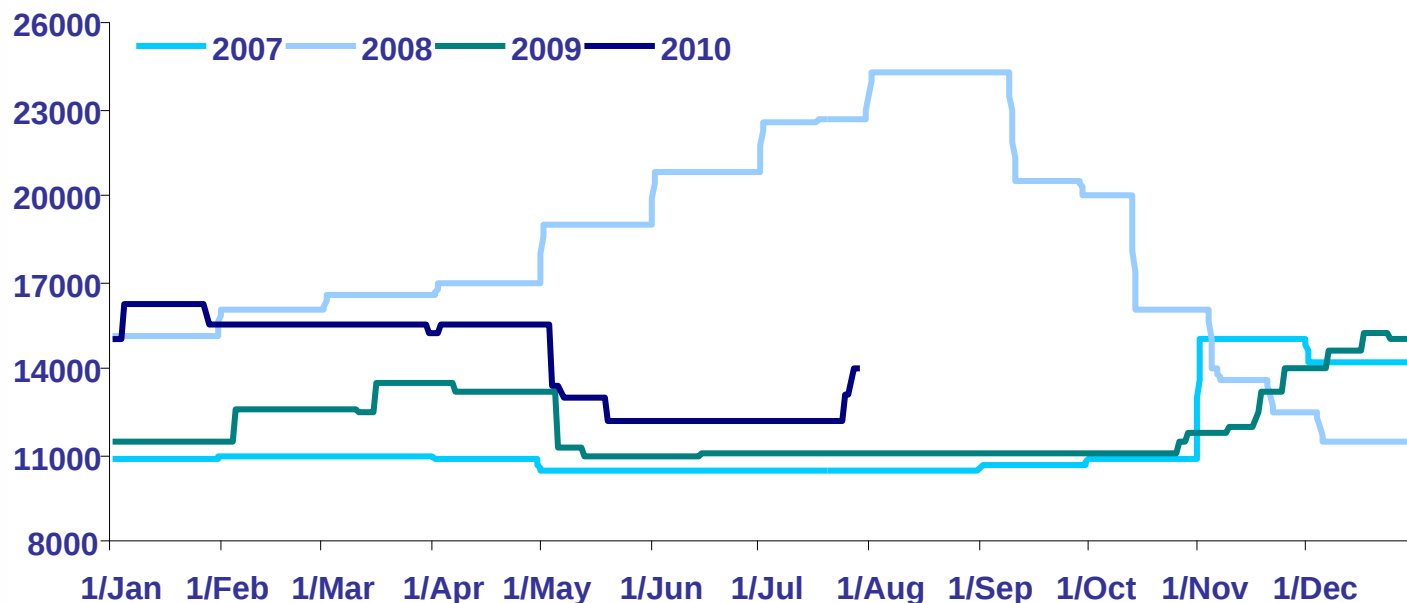


基础化工：选择业绩弹性大的品种

磷化工：黄磷价格上涨将带动下游磷化工产品走高

- 黄磷价格如能在三季度维持高位，环比实现上涨，那么磷化工企业业绩将会有超预期表现。

图 国内黄磷价格（元/吨）



资料来源：百川资讯，海通证券研究所

兴发集团（600141）

- 黄磷价格**14000元/吨**，较同期上涨**2000元/吨**以上
- 磷矿储量、产量继续增长。瓦屋四矿段（**4600万吨**储量）明年或有部分产量；
- 电子级磷酸将是未来亮点。目前已有**1万吨**电子酸，目前在努力推动行业标准出台，**15000**的单价，**50%以上**的毛利率，拟扩至**3万吨**；
- 股权激励。今年有望继续做股权激励。

湖北宜化（000422）

- 尿素产能**260万吨**，业绩弹性大
- 管理层有望间接**MBO**，有释放业绩的动力
- 资产注入预期（二铵公司及兴义化肥少数股东权益的注入）
- 乌海**PVC**项目已建成，将成为公司新的利润增长点

盐湖钾肥（000792）

- 国际上，钾肥垄断性进一步增强，从而有助于国际钾肥价格的走高；
- 国内需求稳步恢复，目前企业库存不大，随着追肥旺季到来，钾肥需求增长将带动价格提升；
- 产能扩张（200万吨扩张到300-350万吨）；整合后其他产业（锂、镁等）的发展。

重点公司盈利预测及投资评级

		EPS (元)			投资评级	
		2009	2010E	2011E	上次	本次
600141	兴发集团	0.46	0.68	0.89	买入	买入
000422	湖北宜化	0.44	1.12	1.24	增持	增持
002109	兴化股份	0.25	0.36	0.51	买入	增持
002010	传化股份	0.58	0.76	1.01	买入	买入
002254	烟台氨纶	0.42	1.06	1.39	买入	买入
002206	海利得	0.57	0.65	1.12	买入	买入

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

邓 勇

石化行业核心分析师

021-23219404

dengyong@htsec.com

SAC执业证书编号：

S0850200010381