

石化行业 2011 年投资策略

——质优公司估值将提升

能源/石油化工

投资要点:

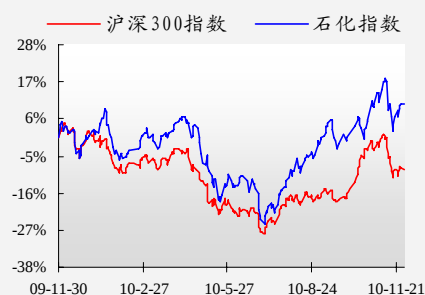
- 今年 1~10 月，石油和天然气开采业实现工业总产值 8152.1 亿元，同比增长 40.9%，精炼石油产品制造业实现工业总产值 19587.0 亿元，同比增长 39.4%，基础化学原料制造业实现工业总产值 10243.4 亿元，同比增长 37.4%，合成材料制造业实现工业总产值 6724.6 亿元，同比增长 35.9%，专业化学品制造业实现工业总产值 10654.3 亿元，同比增长 34.8%。
- 今年以来，国际原油价格维持区间运行，需求较快增长。国内成品油定价机制运行平稳，炼油毛利略降，与国际水平较接近。化工景气度良好，企业盈利已达到历史较好水平。
- 预计明年还将是一个整固年，石化行业景气度基本持平。国际原油价格将高于今年水平，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。
- 基于中国石化、中国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”和“谨慎推荐”的投资评级。
- 基于公司基本面面临良好的发展机遇，因此，维持对陕天然气、中海油服、神开股份和传化股份四公司 A 股“谨慎推荐”的投资评级。

优于大势

维持评级

发布时间：2010 年 12 月 1 日

走势图



子行业	评级
油气勘探及开采	优于大势
炼油	同步大势
化工	优于大势
工程	优于大势
销售	同步大势

重要公司	评级
中国石油	谨慎推荐
中国石化	推荐
陕天然气	谨慎推荐
中海油服	谨慎推荐
神开股份	谨慎推荐
传化股份	谨慎推荐

分析师：王伟纲

执业证书编号：S0550207100074

TEL: (8621)6336 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 2010 年回顾

（一）概况

2010 年 1~10 月,石油和天然气开采业实现工业总产值 8152.1 亿元,同比增长 40.9%;精炼石油产品制造业实现工业总产值 19587.0 亿元,同比增长 39.4%;基础化学原料制造业实现工业总产值 10243.4 亿元,同比增长 37.4%;合成材料制造业实现工业总产值 6724.6 亿元,同比增长 35.9%;专业化学品制造业实现工业总产值 10654.3 亿元,同比增长 34.8%。

2010 年 1~8 月,石油和天然气开采业实现利润总额 2126.85 亿元,同比增长 93.2%;精炼石油产品制造业实现利润总额 410.09 亿元,同比下降 39.0%;基础化学原料制造业实现利润总额 349.49 亿元,同比增长 116.5%,其中有机化学原料制造业实现利润总额 214.60 亿元,同比增长 89.4%;合成材料制造业实现利润总额 245.66 亿元,同比增长 47.9%,其中,合成树脂制造业实现利润总额 135.68 亿元,同比增长 33.0%,合成橡胶制造业实现利润总额 23.46 亿元,同比增长 15.9%,合成纤维单体制造业实现利润总额 68.24 亿元,同比增长 103.9%;专用化学品制造业实现利润总额 349.49 亿元,同比增长 51.5%,其中化学试剂和助剂制造实现利润总额 195.88 亿元,同比增长 34.1%。

2010 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	16805.5 万吨	6.1
天然气	775.1 亿立方米	11.9
原油加工量	34794.7 万吨	13.9
成品油	20756.0 万吨	10.4
燃料油	1789.3 万吨	13.2
润滑油	700.5 万吨	13.5
石油沥青	2159.9 万吨	15.0
液化石油气	1716.2 万吨	8.4
乙烯	1166.5 万吨	36.3
纯苯	453.6 万吨	19.8
合成树脂	2975.6 万吨	19.9
合成橡胶	252.6 万吨	12.1
合成纤维单体	1137.4 万吨	18.0

资料来源:中国石油和化工经济分析

2010 年我国石化行业的总体表现可以归纳为三点:一是原油价格回升带动全行业产值、收入上升,上游业务利润大幅增加;二是成品油市场运行平稳,炼油毛利略有下滑;三是乙烯产能高速扩张,化工行业呈现量价齐升的局面,各子行业表现差异较大。

（二）原油市场

2010 年的原油市场呈现区间震荡的行情，WTI 和布伦特原油价格基本处于 70~85 美元/桶区间内运行。近年来国际市场原油价格（周平均）走势如图 1 所示。

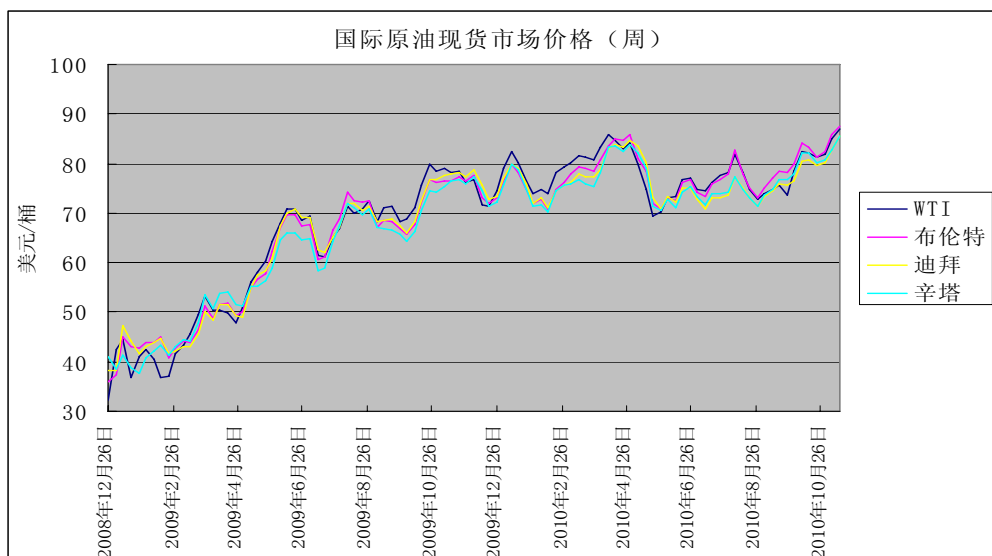


图 1 国际原油价格走势

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

世界经济已经呈现出复苏的迹象。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。世界石油需求表现出了较为显著的增长，欧佩克继续维持着减产措施，原油的供求基本保持平衡。全球的石油库存始终处于高位，表现出一定的战略性增储趋势。

我国于今年 5 月启动了油气资源税改革试点，由原来的从量计征，改为从价计征。此次改革在一定程度上加重了油气开采企业的税负，但是由于试点的税率不高，绝对影响还比较有限。同时，此次改革可以被认为是国家进一步理顺资源价格的重要步骤。

虽然陆上老油田的产量不断地衰减，但是今年我国的原油产量出现了少见的高增长，这主要归功于海油产量的快速增长。我国前三季度原油表观消费量为 3.29 亿吨，同比增长 16.0%，增速比去年同期上升 12.7 个百分点；进口原油 1.81 亿吨，同比增长 24.0%，增速比去年同期上升 15.8 个百分点。消费和进口增速都大幅上升，我国的原油对外依存度再度上升。我国的原油对外依存度如图 2 所示，我国原油产量如图 3 所示。

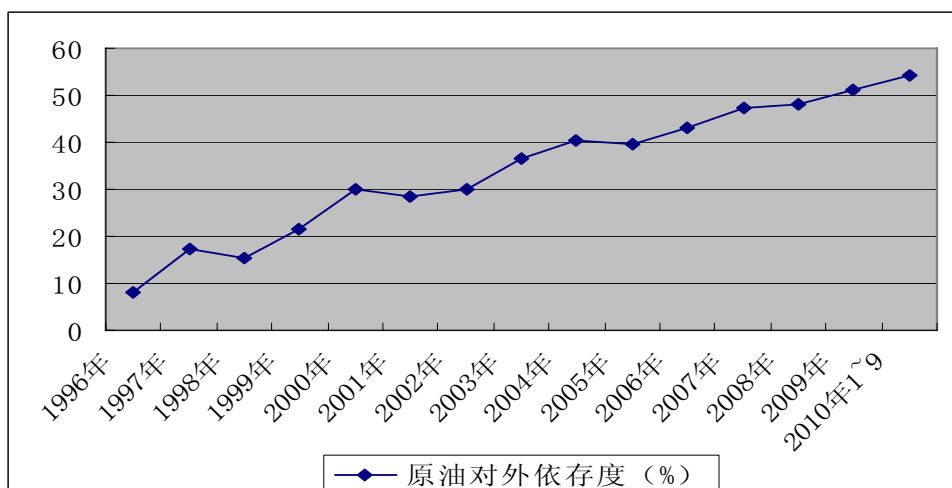


图2 我国原油对外依存度示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

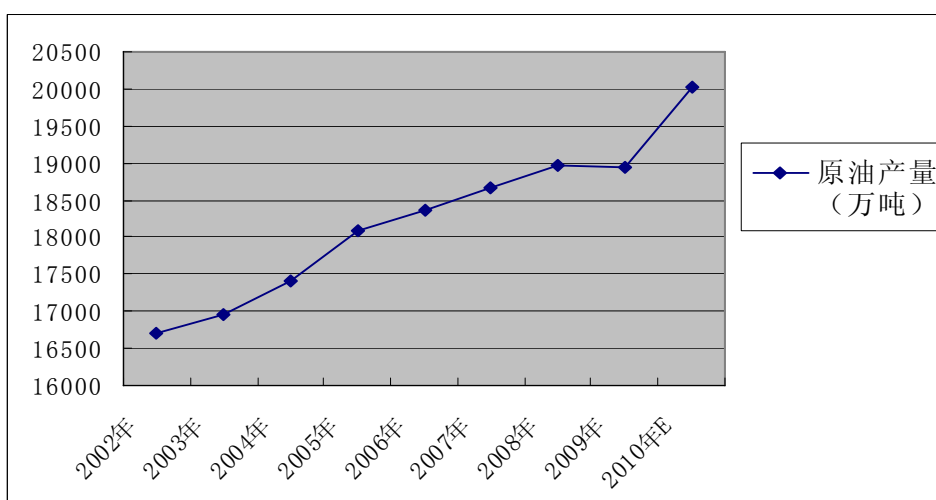


图3 我国原油产量示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

（三）天然气市场

今年5月，我国的天然气出厂价格上调了0.23元/立方米，并且取消了价格双轨制。此次价格调整是继2005年以来的首次，可以认为是我国天然气准市场化定价改革的开始。我国前三季度天然气的表观消费量为787.2亿立方米，同比增长20.3%，增速比去年同期上升8.7个百分点；进口天然气118.1亿立方米，同比增长114.5%，增速比去年同期上升63个百分点。消费和进口增速都大幅上升，预计今年我国天然气的对外依存度将突破10%。

由于供给的宽松，国际市场天然气的价格继续在低位徘徊，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4所示。

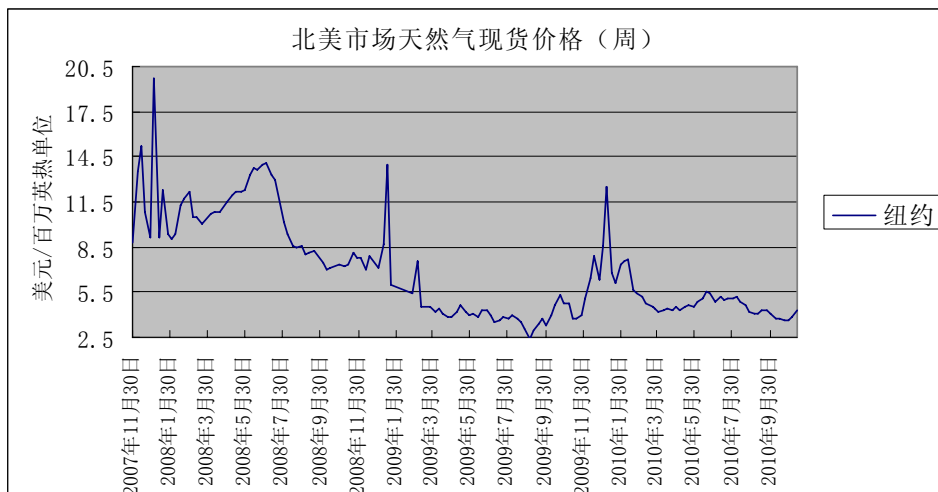


图4 北美市场天然气现货价格示意图

数据来源：中国石油和化工经济数据快报、东北证券

注：10 美元/百万英热单位约合 2.44 元/立方米。

（四）成品油市场

原油价格相对稳定有利于炼油业，虽然需求仍较低迷，但是全球炼油毛利同比已有所回升。国际市场成品油价格与布伦特原油价格走比照如图 5 所示。

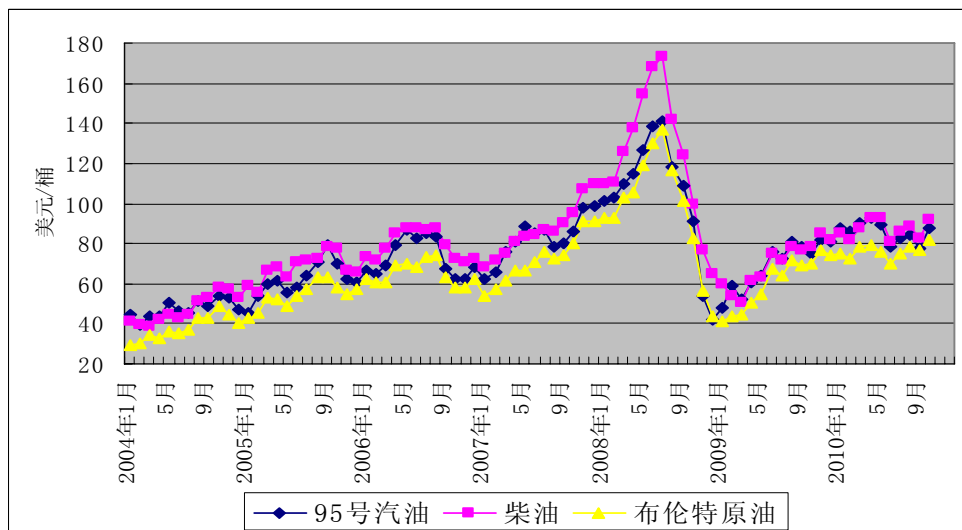


图5 国际市场成品油与布伦特原油价格比照图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

由于原油价格基本维持区间运行，今年我国成品油的调价频率明显降低，炼油毛利略有下降，与国际水平比较接近。虽然调价次数减少，但是调整的时间点和对后市的把握还是比较准确的。国内成品油与布伦特原油价格比照如图 6 所示。

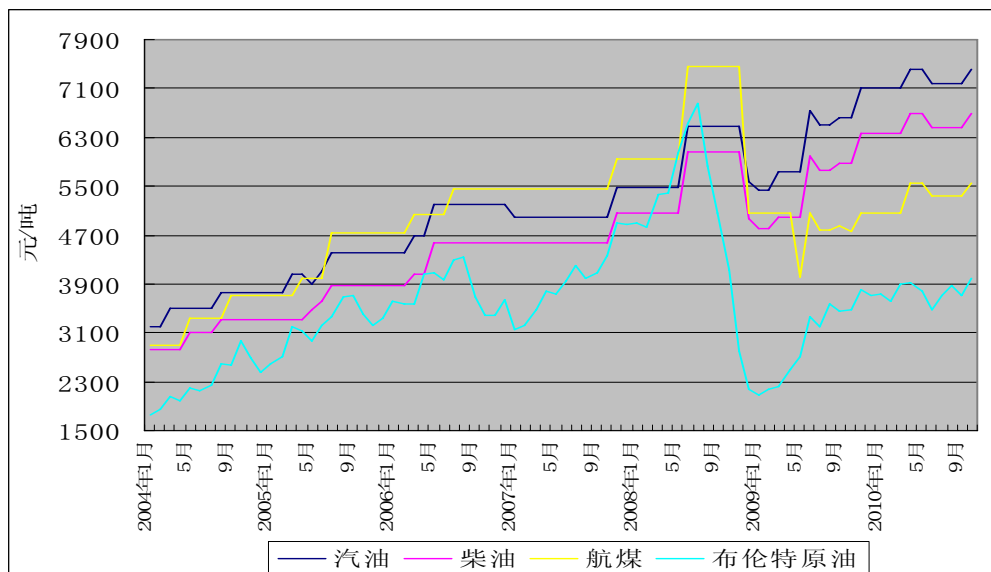


图 6 国内市场成品油与布伦特原油价格比照图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

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

总体呈现价升量增之势。然而各产品之间存在一定差别，其中芳烃表现相对平稳。行业整体盈利水平上升，但能否持续还有待于经济基本面的变化情况。从目前来看，今年底之前不会有大的变动，但是明年情况不是十分乐观。我国主要有机化工原料价格走势如图 7、图 8 所示。

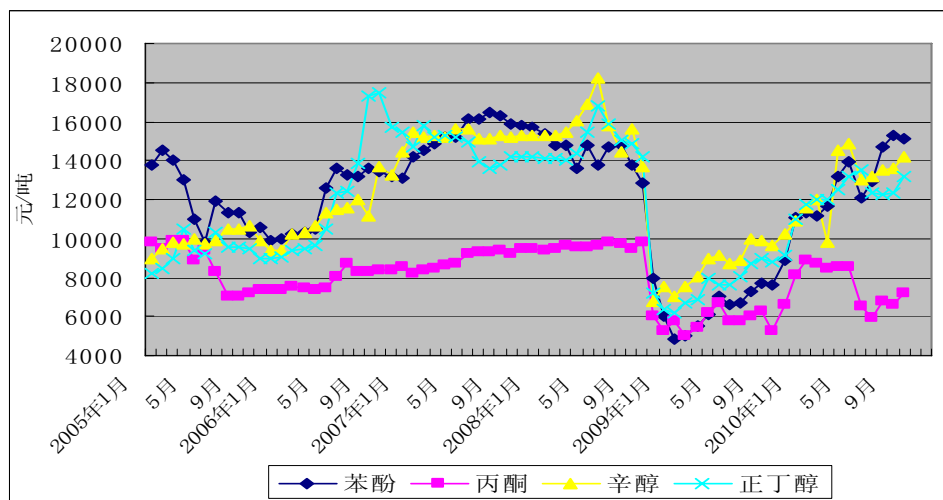


图 7 我国有机化工原料市场价格走势图（一）

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

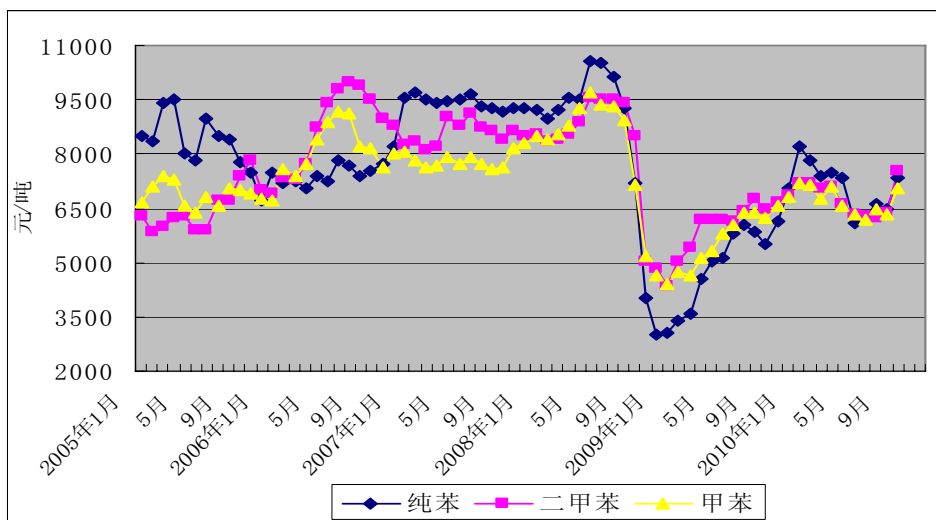


图8 我国有机化工原料市场价格走势图（二）

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

2、合成树脂

总体表现为量增价平。是各子行业中产品价格涨幅最小的，利润增幅也最小。分析原因，绝对量大，及竞争相对激烈，特别是进口产品的竞争力较强。今年1~9月，合成树脂的进口依存度为39.2%，同比下降5个百分点。由于行业在石化中的占比较大，因此对整个石化行业的景气度有一定的拖累作用。我国的合成树脂市场价格走势如图9所示。

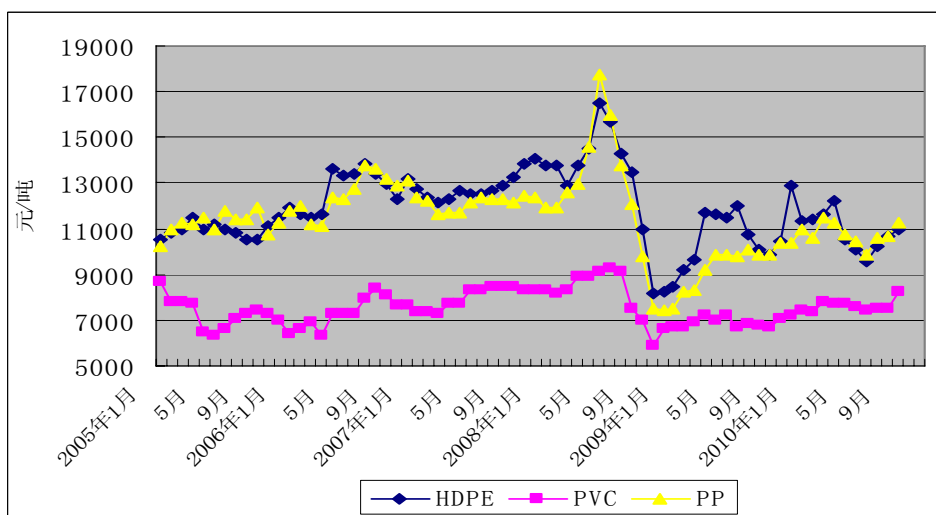


图9 我国合成树脂市场价格走势图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

3、合成橡胶

合成橡胶的价格涨幅是石化产品中最大的。大宗商品市场牛市使得天然橡胶价格创出高点，从而也很大程度上影响了合成橡胶的市场价格，这种价格的上涨明显带有较强的投机性，是不可持续的，价格的合理回归是早晚的。但是，由于其占比最小，因此对

石化行业整体的影响不大。我国合成橡胶市场价格走势如图 10 所示。

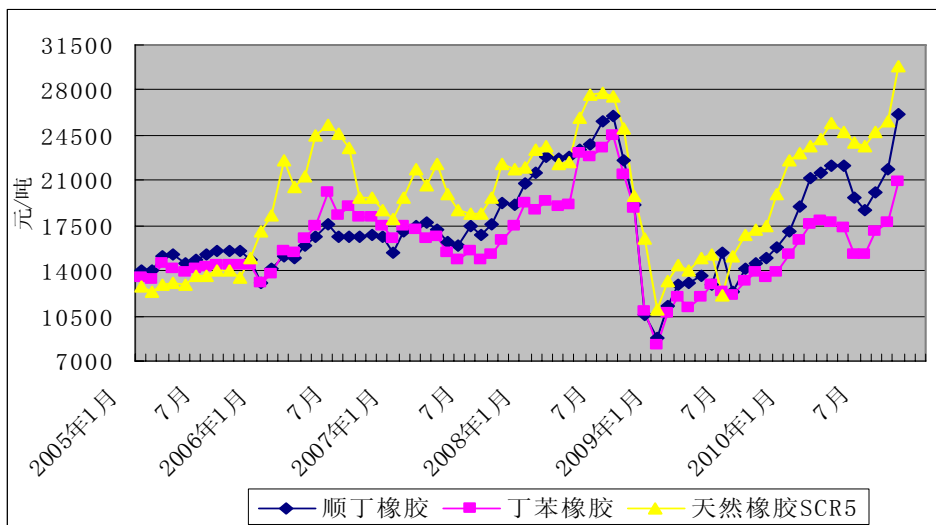


图 10 我国合成橡胶市场价格走势图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

4、合成纤维单体

合纤单体制造业在三大合成中表现最好。前三季度产量同比增长 19.1%，表观消费量同比增长 15.0%，其中消费量的增速居于三大合成之首，这在近年来是不多见的。行业的利润增长更是非常强劲。分析原因，纺织服装行业需求拉动是内因，其次，棉花等天然纤维价格的大幅上涨也影响到了合纤的价格。然而，合纤单体面临着与合成橡胶同样的问题，一旦大宗商品价格回落，势必影响到行业的景气度，因此，在乐观中应保持一份谨慎。我国合成纤维单体市场价格走势如图 11、图 12 所示。

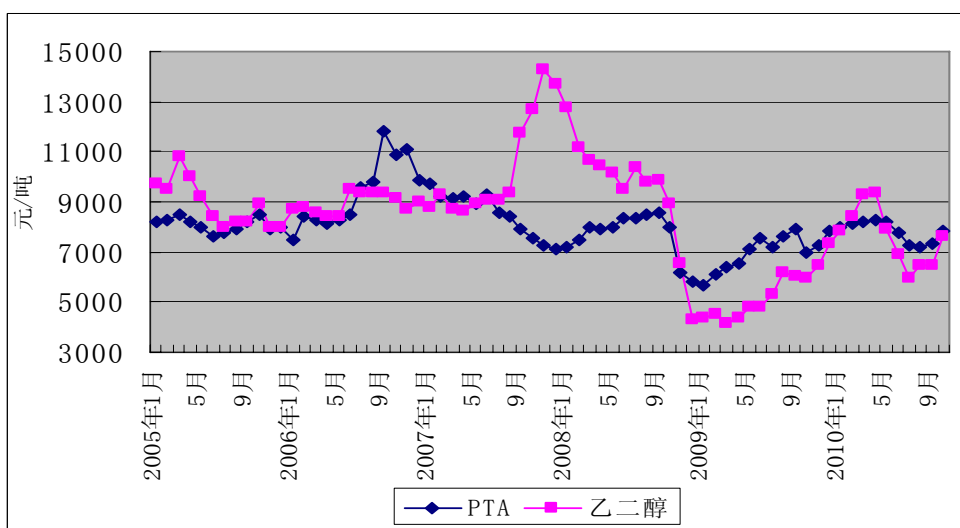


图 11 我国合成纤维单体市场价格走势图（一）

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

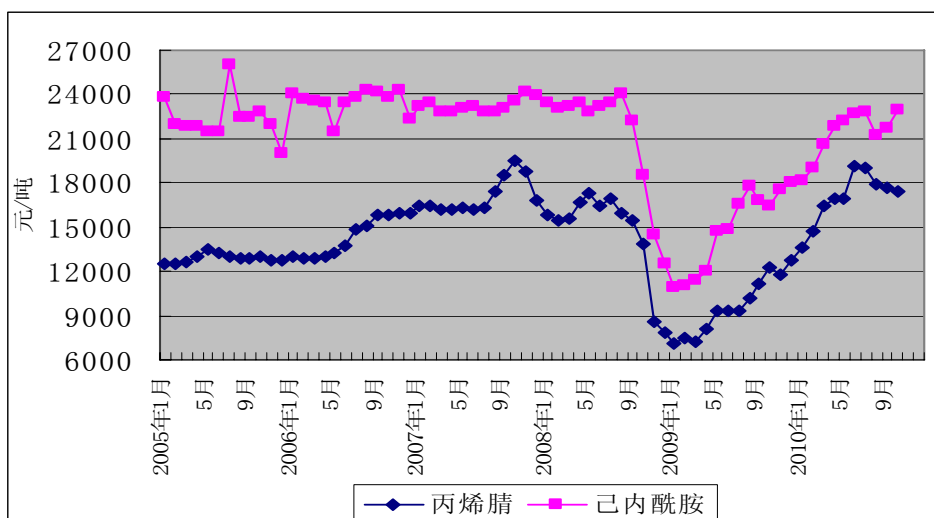


图 12 我国合成纤维单体市场价格走势图（二）

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

（六）中国石化

今年前三季度,公司实现营业收入 14276.22 亿元,同比增长 59.8%,实现净利润 563.97 亿元,同比增长 11.6%,每股收益为 0.65 元。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	3493 万吨	1.9
天然气	88.7 亿立方米	45.0
原油加工量	15376 万吨	14.4
成品油	9225 万吨	10.3
乙烯	661.0 万吨	39.4
合成树脂	953.2 万吨	28.7
合成橡胶	71.9 万吨	12.3
合纤单体及聚合物	652.4 万吨	13.9

资料来源：中国石化 2010 年第三季度报告

石油和化工产品的价涨量增,使得公司的营收再创历史新高。预计今年公司的营业收入将接近 2 万亿元,同比增长 40%以上。成品油价格的水涨船高,使得公司在面临高油价的状况下也能从容应对。公司充足的现金流保证了巨额的资本支出,使得炼化产能快速提升。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 200 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 64%,合成树脂产量占全国的 30%,同比分别提高 2 和 1 个百分点,各个子行业都处于国内绝对领导地位,公司的化工业务已经成为公司的又一重要盈利板块。目前,原油价格基本稳定,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 10480.99 亿元,同比增长 53.5%,实现净利润 999.10 亿元,同比增长 23.1%,每股收益为 0.55 元。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	8767 万吨	1.3
天然气	477.0 亿立方米	10.5
原油加工量	9000 万吨	8.3
成品油	5779.2 万吨	7.2
乙烯	267.3 万吨	30.5
合成树脂	405.5 万吨	32.4
合成橡胶	46.0 万吨	58.1
合纤单体及聚合物	147.6 万吨	38.7

资料来源:中国石油 2010 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上升,上游业务收益颇丰。公司的下游业务也呈现较快的发展势头,改善炼化毛利是公司的当务之急。公司的天然气业务发展迅速,对公司的利润贡献也不断上升,已经成为公司的一大亮点。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,差距有所拉大。但是,目前公司在建的炼化项目依然充足,发展后劲大。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上升,并有望创出新高。

二、石化行业 2011 年展望

(一) 行业发展预测

调结构成为经济政策的主旋律,七大新兴产业将是我国今后一段时期发展的重点。对于石化行业相关的主要有:节能环保产业,新能源,新材料和高端装备制造业。此外,海洋产业(油气开发及海洋化工)也是今后发展的一个重点领域。预计明年还是一个整固年,石化行业景气度将维持。国际原油价格将高于今年水平,上游业务的收益将增加。国内成品油定价机制将平稳运行,炼油毛利可能略有小幅下降。下游化工业务将有所增长,盈利水平将保持平稳。2010、2011 年我国石化行业主要产品产量预测如表 4 所示。

表 4 2010、2011 年我国石化行业主要产品产量预测表

名称	2010 年预计	同比增长 (%)	2011 年预计	同比增长 (%)
天然原油	20305.0	7.2	20609.5	1.5
天然气	930.0	12.1	1018.4	9.5
原油加工量	42244.7	12.8	46046.7	9.0

成品油	25106.0	10.1	26989.0	7.5
燃料油	2149.3	15.8	2278.3	6.0
润滑油	835.0	12.2	910.2	9.0
石油沥青	2599.0	10.4	2858.9	10.0
液化石油气	2076.0	15.9	2283.6	10.0
乙烯	1326.5	24.0	1485.7	12.0
纯苯	553.6	19.4	614.5	11.0
合成树脂	4327.0	20.1	4846.2	12.0
合成橡胶	302.6	9.8	326.8	8.0
合成纤维单体	1371.0	17.0	1501.2	9.5

数据来源：东北证券

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 15%，实现利润总额预计增长 20%；炼油业预计实现营业收入同比增长 20%，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 20%，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 强企业第 7 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 2011 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，明年预计不会有大的变动。

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；炼油板块会保持平稳；成品油销售板块会略有增长；化工板块存在一定的不确定性。综合来看，由于炼化毛利不会有大的变动，因此，公司明年的业绩依然可以维持小幅增长的态势。

对公司股价的催化因素主要有：原油价格总体处于 90 美元/桶以下运行；化工景气度良好；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。

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，非常规天然气将在我国逐步启动勘探开发，天然气业务对公司的业绩贡献将不断上升。

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；炼化板块将逐步向好；销售板块会略有增长；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，明年公司的业绩仍可以看好。

对公司股价的催化因素主要有：原油价格上涨；非常规天然气特别是页岩气的启动开发；化工景气度良好。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。

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“谨慎推荐”的投资评级。

3、陕天然气（002267）

公司专营陕西省内的天然气管道和城市燃气业务。陕西处于我国重要的气源地之一的长庆油田边缘，其次西气东输二线也过境，具有发展天然气业务的天然优势。公司仍然致力于气源的多元化开拓，中石化川东北气田、镇巴气田、中石油韩城煤层气和延长集团气源都是公司努力的目标。

天然气作为一种清洁高效的能源在我国的利用率明显太低，大幅提高其在我国基础能源消费结构中的比例，对于我国实现节能减排目标是最有效的途径。公司今后 3~5 年内可以保持年均 15% 以上的增长，且目前估值水平不高，动态市盈率仅 25 倍，而同业的估值都在 40 倍以上。

基于公司基本面面临良好的发展机遇，因此，仍维持对公司 A 股“谨慎推荐”的投资评级。

4、传化股份（002010）

公司是我国印染助剂行业的龙头企业，同时在染料和化纤油剂领域也占有重要的地位。我国是世界纺织品第一大国，纺织染料及印染助剂的发展具有极其重要的影响意义。与纺织染料产量占世界的 60% 相比，印染助剂仅占世界的 10% 左右，差距十分明显。国际知名跨国企业占据着我国纺织印染助剂市场的第一集团，以传化股份、德美化工和江苏联胜为代表的国内企业仍然处于追随者的地位。随着纺织纤维对功能性和环保性要求的不断翻新和提高，技术竞争、服务竞争和营销竞争已经成为提升纺织助剂企业核心竞争力的关键所在。

纵观公司的发展，当前公司正处于一个十分有利的发展阶段。首先，目前的节能减排和环保之风，使得大量的小企业的生存环境越发艰难，这有利于公司进一步提高市场份额；其次，随着公司信誉的提升，公司竞争高端客户的能力也不断提高；再者，染助一体化也为公司开拓了大量的新客户。最重要的是，公司的资金实力雄厚，在研发、用

人等方面可以进行更大地投入，同时在选择新建或收购的扩张方式时有了更大的回旋余地。

基于公司基本面面临良好的发展机遇，因此，仍维持对公司 A 股“谨慎推荐”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。在“十二五规划”中，海洋油气勘探开发被列为国家重点发展的产业之一，公司将利用这一有利时机，努力改善装备水平，提高技术能力，使公司的业务规模再上一个台阶。

展望 2011 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。此外，公司将可能启动增发融资，虽然对每股收益会有所摊薄，但是从长远来看，公司的财务结构将更加完善，有利于优化经营环境。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、神开股份（002278）

公司主要生产和销售井场测控设备、石油钻探井控设备、采油井口设备和石油产品规格分析仪器等四大类产品，主导产品为综合录井仪、钻井仪表、防喷器和方盆器控制装置、井口装置和采油树，以及汽油辛烷值测定机，同时为客户提供综合录井服务。

随着国际原油产量的恢复增长，油气勘探开发投入也将恢复增长，我国的增长势头将更加明显。此外，高端装备业也已列入七大新兴战略产业之一，因此，对于石油设备制造及工程类公司存在明显的投资机会。根据中石油经济技术研究院的报告认为，今年全球投资有望同比增长 10%，原油价格不低于 70 美元/桶。面对这一有利环境，公司将充分利用募集资金投入后装备改善的优势，努力提高市场份额，打好一场翻身仗。

基于公司基本面面临良好的发展机遇，因此，仍维持对公司 A 股“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	2009 年报	2010 年报预测	2011 年报预测	投资评级
中国石化	0.71	0.87	0.92	推荐
中国石油	0.56	0.76	0.86	谨慎推荐
陕天然气	0.70	0.85	1.01	谨慎推荐
中海油服	0.70	0.88	1.05	谨慎推荐
神开股份	0.36 (摊薄)	0.38	0.47	谨慎推荐
传化股份	0.58 (摊薄)	0.68	0.80	谨慎推荐

数据来源: 各公司年报、东北证券

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。