

石油开采 II

署名人: 芮定坤

执业证书编号: S0960109074123

010-63222951

ruidingkun@cjis.cn

参与人: 宋哲建

S0960207090131

010-63222985

songzhejian@cjis.cn

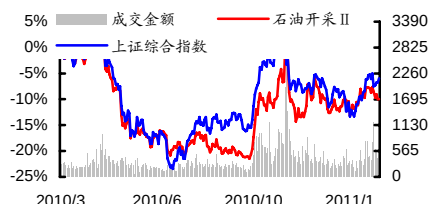
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	2
总市值(亿元)	20903
占 A 股比例(%)	5.47%
平均市盈率(倍)	101.18

行业表现

(%)	1M	3M	6M
石油开采 II	1.31	3.90	12.35
上证综合指数	7.51	-0.68	10.86



相关报告

《布伦特和 WTI 正差价将维持》2011-2-28

《石油化工-汽柴油上调幅度小于成本上涨》2011-2-21

《石油化工-1 月石化重要数据分析》2011-2-1

石油开采 II 行业

看好

石化月报: 3 月炼油压力大, 未来关注油服类中小公司

投资要点:

- **原油:** 2 月 WTI、Brent 均价分别为 89.66 和 104.08 美元/桶。从 1 月底开始恶化升级的北非政治局势, 在 2 月中旬蔓延至利比亚、伊朗和阿尔及利亚之后, 导致国际原油价格上涨, WTI 超过 100 美元。
- 2 月份 Brent 和 WTI 价差从历史均值大幅上涨, 我们认为 Brent-WTI 原油价差拉大原因有 3 点: (1) WTI 价格受交割地库欣库存能力接近上限影响 (局部供应增加); (2) Brent 价格过快上涨, 受中东和北非局势影响更大; (3) WTI 与美元指数联系相对 Brent 更强, 近期美元走强对 WTI 更大。价差原因与走势的详细分析请参见我们之前的报告。
- **炼油:** 2 月份的炼油成本为 88.51 美元/桶, 相比 1 月增加 5.60 美元/桶。2 月 19 日, 汽柴油价格分别上调 350 元/吨。3 地原油均价变动幅度约为 10%, 调价时间滞后幅度略少, 但仍比市场预期的要早。3 月炼油压力相对较大, 关注未来一段时间成品油机制和调价问题。
- **化工:** PX、PTA 与石脑油价差继续升高, 尤其是 PX 与石脑油价差升高较快, 下游化纤需求较好。
- **油田服务:** 由于闲置和在建的自升式和半潜式平台数量较大, 在需求端未出现大幅好转时, 预计海上钻井平台费率上涨要到 3 季度。
- **投资建议:** 2 月份中国石油、中国石化绝对收益分别为 2.28% 和 0.22%。我们觉得未来对行业影响比较大的是成品油机制改革。维持首推中海油服和荣盛石化, 虽然我们上面说了油服行业费率的拐点没到, 但是由于市场对行业基本面的认同更好一致预期改变提高了估值。荣盛石化 1 季报业绩很好。另外十二五规划出台在即, 我们重点关注辽通化工、沈阳化工。3 月石化公司年报披露, 我们预计中石化、中石油、中海油服的 EPS 分别为 0.73、0.84 和 0.92。未来我们重点关注油服类的新公司: 通源石油、三聚环保、惠博普、海默科技的变化, 成长性相对传统石化公司更好。

风险提示: 油价大幅上涨、政策性风险。

	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
601808	中海油服	0.70	0.91	1.09	1.2	20.4	17.3	14.5	12.9	强烈推荐
600028	中国石化	0.71	0.82	0.9	0.95	13.33	11	10	10	推荐
601857	中国石油	0.56	0.74	0.80	0.87	20.29	15	14	13	推荐
000059	辽通化工	0.1	0.1	0.5	0.9	83	120	24	13	推荐
000698	沈阳化工	0.1	0.3	0.51	0.86	84	32	19	11	推荐
600256	广汇股份	0.43	0.53	1.51	2.24	66	81	29	19	推荐

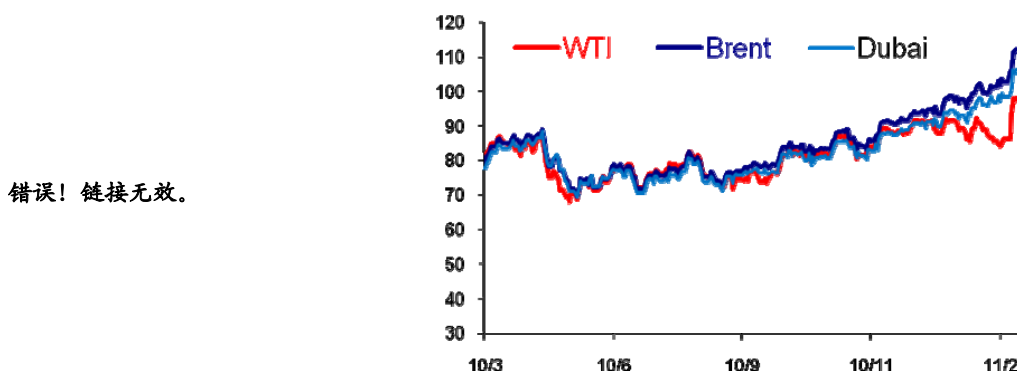
1、原油

2 月 WTI、Brent 均价分别为 89.66 和 104.08 美元/桶。

2 月份最高 92.19 美元/桶。2 月下旬由于阿拉斯加输油管道重新开启，美国原油库存七周以来首次大幅增加，加上美国经济数据反复，油价回落至 86 美元附近。

从 1 月底开始恶化升级的北非政治局势，在 2 月中旬蔓延至利比亚、伊朗和阿尔及利亚之后，导致国际原油价格急剧升高，WTI 原油超过 100 美元。

图 1: WTI、布伦特和迪拜 1 月（左）和一年内（右）价格 单位：美元/桶



错误！链接无效。

资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

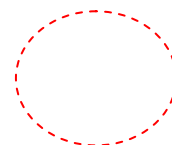
库存

从 2010 年 8 月到今年 1 月，美国原油库存一直处于历史区间之上（图 2 右图，虚线红圈）。

图 2: 美国原油库存 EIA 预测值（左） 历史库存比较（右） 单位：千桶

错误！链接无效。

错误！链接无效。



资料来源：Bloomberg、中投证券研究所 注：右图中灰色区域为历史上库存数据 5 年内的区间范围

2 月份 Brent 和 WTI 价差从历史均值大幅上涨，最大价差为 16 日的 18.79

美元。我们认为 Brent-WTI 原油价差拉大原因有 3 点：1) WTI 价格受交割地库欣库存能力接近上限影响（局部供应增加）；（2）Brent 价格过快上涨，受中东和北非局势影响更大；（3）WTI 与美元指数联系相对 Brent 更强，近期美元走强对 WTI 更大。差价原因与走势的详细分析请参见我们之前的报告。

图 3：过去一年 WTI-Brent 价差（美元/桶）与库欣库存（千桶）走势

错误！链接无效。

原油市场的投机头寸，二月份市场净多头出现了明显的增加。

图 4：CFTC 市场净多头

错误！链接无效。

资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

影响油价数据有 2 个：短期近远期价差 Spread，远期 OPEC 闲置产能。

从期货升水来看，目前油价走势向上（技术面）。这个指标和油价的一致性很高但前瞻性不强，只能反映短期（衡量的其实是套利空间）。

图 5：期货升水和油价的走势非常一致 单位：美元/桶

错误！链接无效。

资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

OPEC:

OPEC 在 2010 年底决定继续维持原油产量不变后，在 2011 年 6 月的定期会议之前，不会调整该组织的原油产量。

表 1 OPEC 最新产量（1 月）和减产执行情况 单位：千桶/日

	1 月产量	12 月产量	月产量变动	目标配额	超配额产量	估计产能
阿尔及利亚	1250	1260	-10	1202	48	1400
安哥拉	1640	1700	-60	1517	123	2050
厄瓜多尔	465	465	0	434	31	500
伊朗	3715	3700	15	3336	379	4000
伊拉克	2545	2385	160			2500
科威特	2315	2300	15	2222	93	2650
利比亚	1585	1585	0	1469	116	1785
尼日利亚	2100	2220	-120	1673	427	2500
卡特尔	820	820	0	731	89	900
沙特	8400	8250	150	8051	349	11500
联合酋长国	2350	2310	40	2223	127	2650
委内瑞拉	2210	2190	20	1986	224	2400

OPEC-12 国	29395	29185	210			34835
OPEC-11 国	26850	26800	50	24845	2005	32335

资料来源：路透、中投证券研究所

图 6: OPEC 闲置产能 单位：千桶/日

错误！链接无效。

资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

中东局势决定未来油价走势

1 月份埃及的骚乱也引发过国际商品价格的暴涨,但由于埃及军方保持中立,埃及较快结束混乱状态,原油价格也应声回落。埃及的石油日产量仅为 70 万桶,加上苏伊士运河和苏伊士——地中海管道在亚洲和欧洲之间运送到 300 万桶石油,合计 370 万桶。

利比亚原油日产量达 158 万桶/日,占 OPEC 总产量的 6%。若考虑伊朗以及阿尔及利亚,三国合计原有产量达 655 万桶/日。

若这三国出现问题,对石油供应的冲击将两倍于埃及或有的影响。由于利比亚政府对军队控制力更强,预计这次动乱会更严重,若利比亚动乱激化伊朗和阿尔及利亚的局势,则国际市场有更多理由做多原油。

2、炼油销售

2 月 19 日,汽柴油价格分别上调 350 元/吨。3 地原油均价变动幅度约为 10%,调价时间滞后,但仍比市场预期的要早。

图 8: 发改委调价公式跟踪 单位: 美元/桶

错误! 链接无效。

资料来源: Wind、中投证券研究所

2 月份的炼油成本为 88.51 美元/桶, 相比 1 月增加 5.60 美元/桶。我们预计成本增加 4-5 美元, 静态的看, 成品油上调影响炼油毛利 3.6 美元, 相比于成本上涨 5, 还差了 1-1.5 美元, 相当于炼油企业消化了。幅度上没调够。

图 9: 海关进口原油价格 (国内炼油成本的 1 部分) 单位: 美元/桶

错误! 链接无效。

资料来源: Wind、中投证券研究所

图 10: 库存 国内汽油库存 (左) 和国内柴油库存 (右,) 单位: 百万吨

错误! 链接无效。

错误! 链接无效。

资料来源: China OGP、中投证券研究所

图 11: 库存 国内原油商业库存 (左) 和国内煤油库存 (右) 单位: 百万吨

错误! 链接无效。

错误! 链接无效。

资料来源: China OGP、中投证券研究所

图 12: 表观消费量——原油 (左) 柴油 (右) 单位: 百万吨

错误！链接无效。

错误！链接无效。

资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 13: 表观消费量——煤油（左） 汽油（右） 单位：百万吨

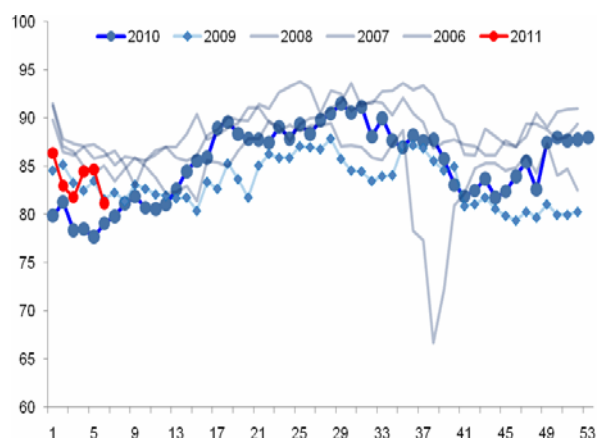
错误！链接无效。

错误！链接无效。

资料来源：CEIC、中投证券研究所

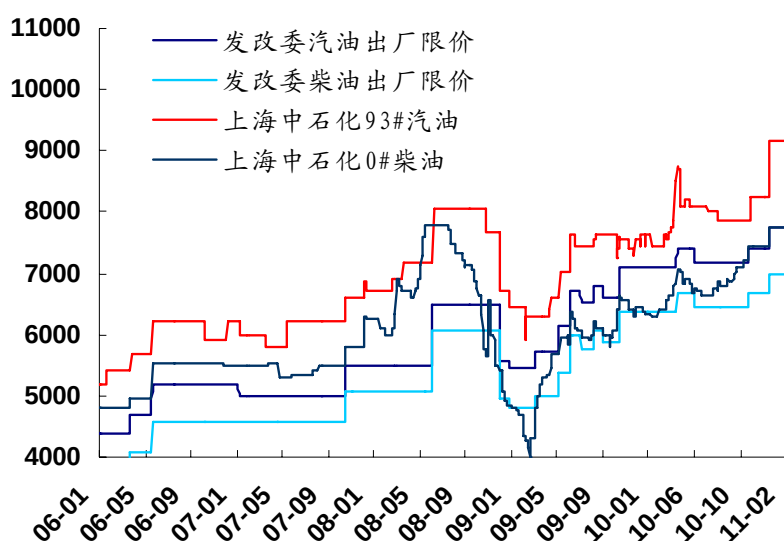
图 14: 表观消费量——燃料油（左，单位：百万吨）和美国炼厂开工率（右，%）

错误！链接无效。



资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 15: 汽柴油销售价格与最高出厂限价走势 单位: 元/吨

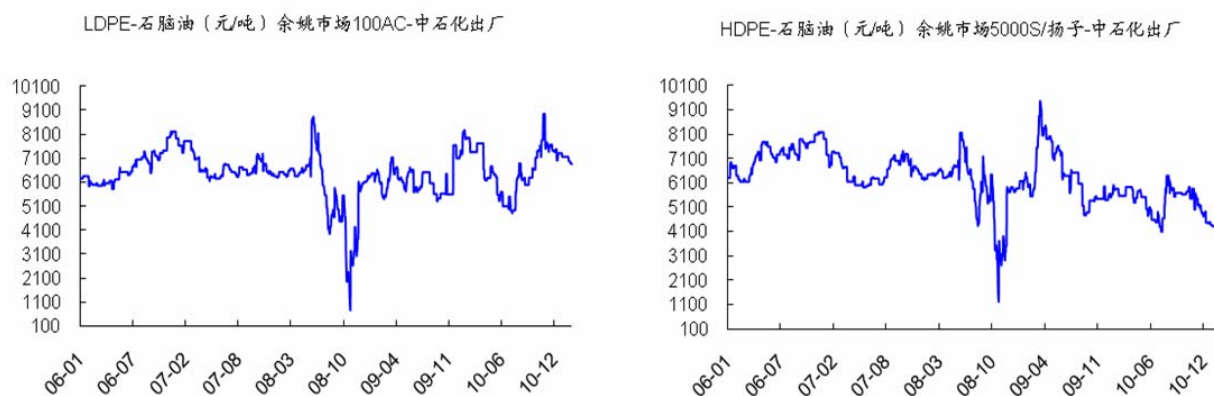


资料来源: 百川资讯、中投证券研究所

3、化工板块

二月份, 聚乙烯、聚丙烯与石脑油价差均有下降, 但乙烯、丙烯、丁二烯与石脑油价差明显升高, PS、纯苯、甲苯、二甲苯与石脑油价差比较平稳, PX、PTA 与石脑油价差继续升高, 尤其是 PX 与石脑油价差升高较快, 下游化纤需求旺盛。

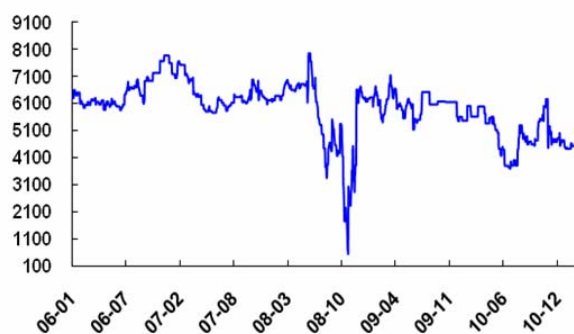
图 16: LDPE、HDPE 与石脑油价差 单位: 元/吨



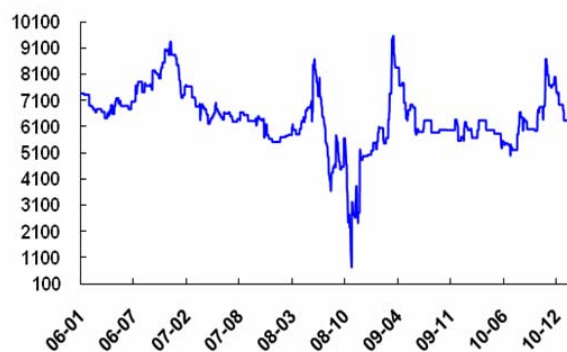
资料来源: 百川、中投证券研究所

图 17: LLDPE、PP 与石脑油价差 单位: 元/吨

LLDPE-石脑油（元/吨）余姚市场7042/吉化-中石化出厂



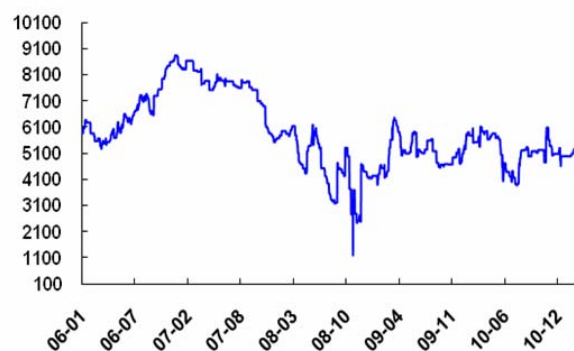
PP-石脑油（元/吨）余姚市场J340/扬子-中石化出厂



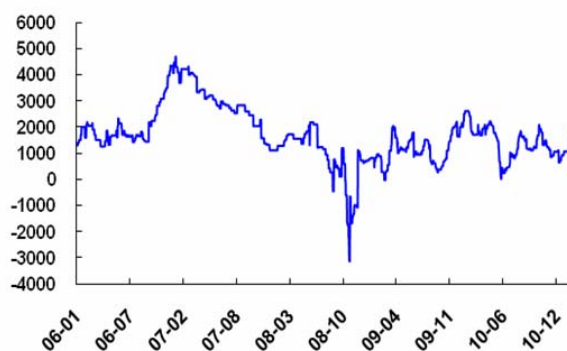
资料来源：百川、中投证券研究所

图 18: PS、纯苯与石脑油价差 单位：元/吨

PS-石脑油（元/吨）华东地区GPPS-中石化出厂

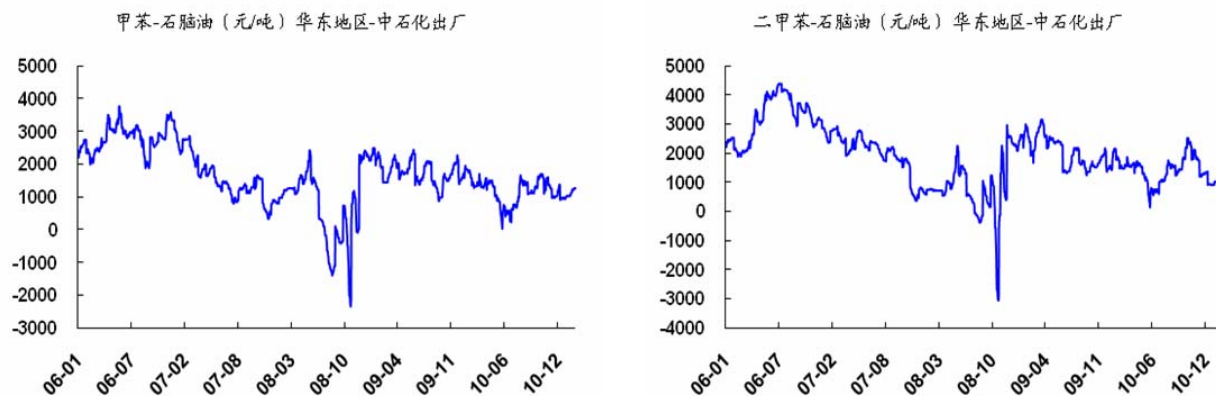


纯苯-石脑油（元/吨）华东地区-中石化出厂



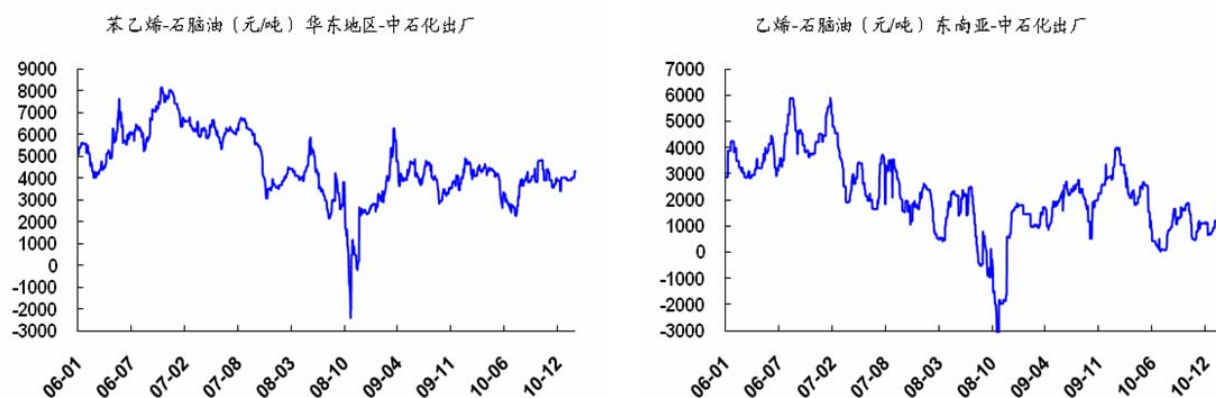
资料来源：百川、中投证券研究所

图 19: 甲苯、二甲苯与石脑油价差 单位：元/吨



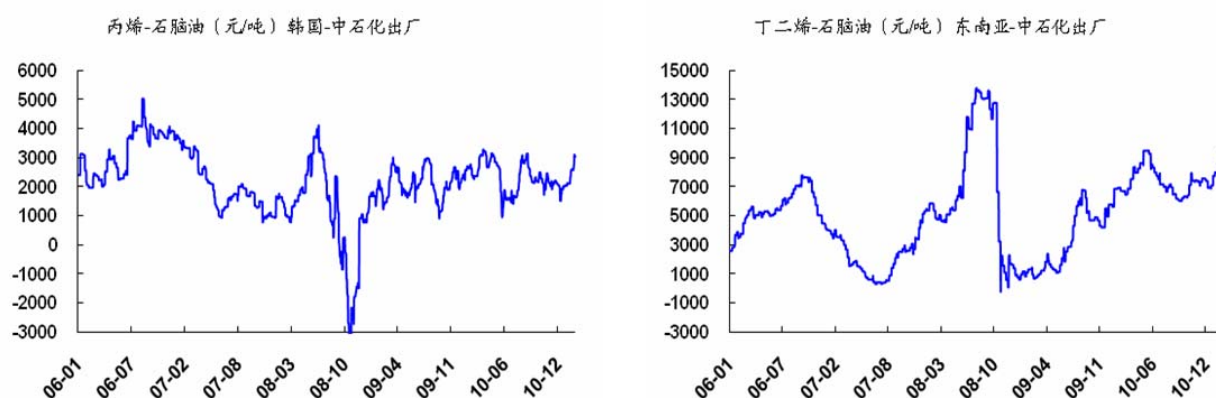
资料来源：百川、中投证券研究所

图 20: 苯乙烯、乙烯与石脑油价差 单位: 元/吨



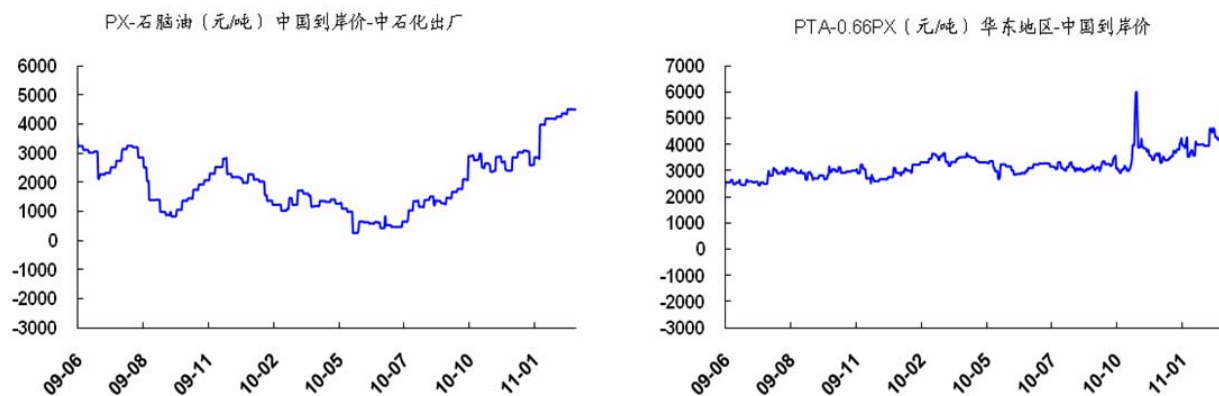
资料来源：百川、中投证券研究所

图 21: 丙烯、丁二烯与石脑油价差 单位: 元/吨



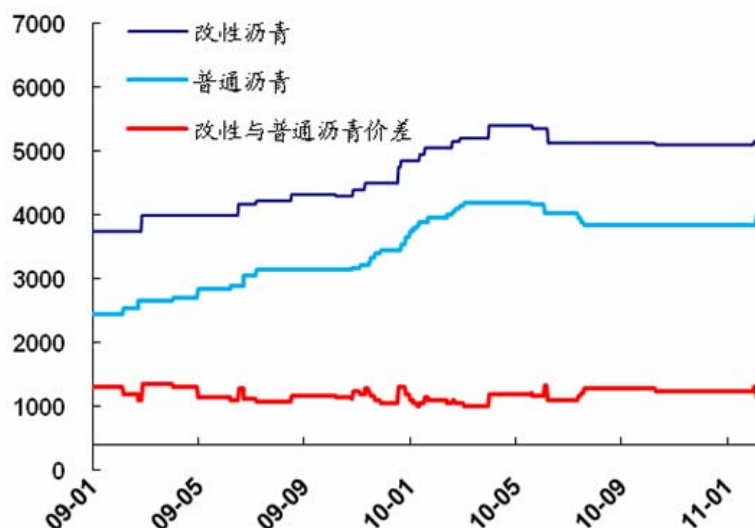
资料来源：百川、中投证券研究所

图 22: PX 与石脑油、PTA 与 0.66PX 价差 单位: 元/吨



资料来源：隆重石化、中投证券研究所

图 23: 普通沥青 (华东) 和改性沥青 (华东) 及其差价 单位: 元/吨



资料来源：百川资讯、中投证券研究所

4、天然气

2010 年我国天然气产量达到 950 亿立方米，消费量 1200 亿立方米。2010 年我国天然气进口达 170 亿方，占年消费总量的 16%，其中包括 910 万吨 LNG。

对于国际天然气价格，我们仍然维持观点，由于新技术的使用，预计会在 5-6 美元/MMBtu 上下波动，上涨的空间不大。预计美国气价保持在 5 美元/MMBtu，欧洲为 8 美元/MMBtu，亚洲的 LNG 价格则保持 11-12 美元/MMBtu。

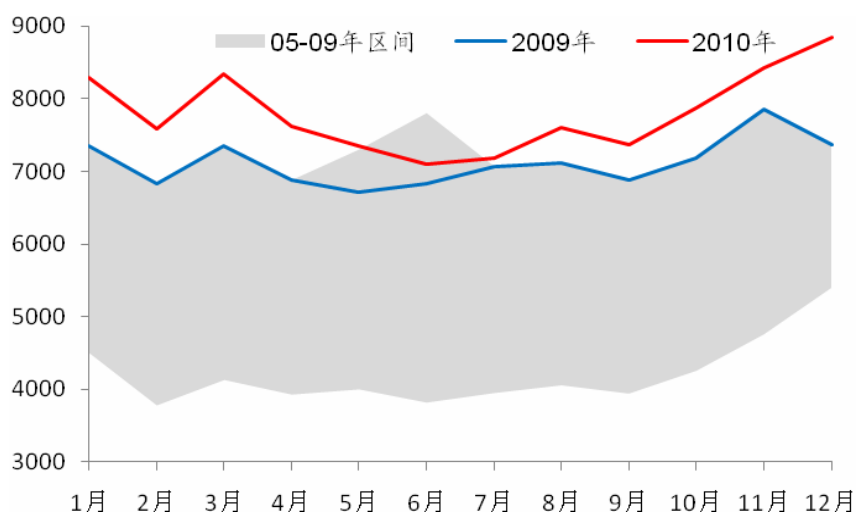
图 24: 国际天然气价格 单位: 美元/MMBtu

错误! 链接无效。

错误! 链接无效。

资料来源: 路透、中投证券研究所

图 25: 国内天然气月产量 单位: 百万立方米



资料来源: Wind、中投证券研究所

5、油田服务

维持我们的观点: 由于闲置和在建的自升式和半潜式平台数量较大, 在需求端未出现大幅好转时, 预计日费率和使用率上升的可能性较小, 11 年内自升式费率有可能上升。

下面是 10 年 2 月以来自升和半潜费率, 可以看到主要船型还是下降的, 中间有个别水深的船短期小幅上涨不能说明趋势。

图 26: 全球自升式平台费率 单位: 美元/日

错误! 链接无效。

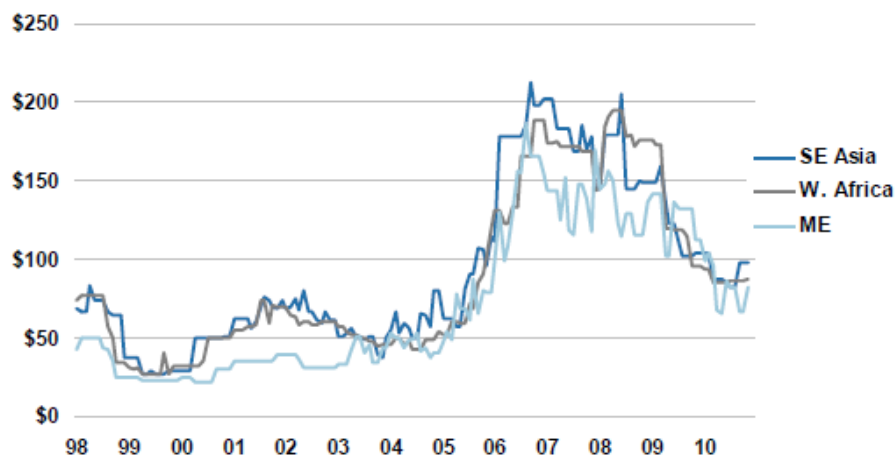
资料来源: ODS、中投证券研究所

图 27: 全球自升式平台费率 单位: 美元/日

错误! 链接无效。

资料来源: ODS、中投证券研究所

图 28: 全球自升式平台费率 单位: 美元/日



资料来源: ODS、中投证券研究所

图 3 全球钻机数量 中东和亚洲为右轴

错误! 链接无效。

资料来源: Bloomberg、中投证券研究所

全球自升式平台的供需和费率情况, 使用率在 66%变化不大。

图 30: 全球自升式平台供需和费率情况 单位: 美元/日 (更新: 2 月)

	Supply	Demand	Util (%)	Previous Week	Change over Last Week	Current Dayrate Range
Jackups						
U.S. Gulf of Mexico						
450' + IC	1	1	100%	100%	--	\$100.0 -- \$110.0
328' - 400' IC	12	10	83%	83%	--	\$70.0 -- \$105.0
350' - 380' IS	3	0	0%	0%	--	\$55.0 -- \$55.0
300' IC	7	2	29%	29%	--	\$65.0 -- \$65.0
250' IC	5	3	60%	60%	--	\$50.0 -- \$55.0
250' MS	13	1	8%	15%	▼	\$33.0 -- \$33.5
To 225' IC	2	2	100%	100%	--	\$32.0 -- \$35.0
To 200' MC	27	9	33%	30%	▲	\$35.0 -- \$37.0
Other	7	4	57%	57%	--	
Total U.S. Gulf of Mexico	77	32	42%	42%	--	\$46.6 -- \$59.1
International						
Far East	40	23	58%	56%	▲	na -- na
Southeast Asia	61	42	69%	68%	▲	\$120.0 -- \$126.0
Indian Ocean	36	32	89%	89%	▲	\$105.0 -- \$105.0
Middle East	119	81	68%	69%	▼	\$150.0 -- \$155.0
Mediterranean	25	12	48%	44%	▲	\$125.0 -- \$125.0
Mexico	24	18	75%	79%	▼	\$135.0 -- \$135.0
North Sea	40	23	58%	60%	▼	\$100.0 -- \$198.0
Latin America	16	12	75%	75%	--	na -- na
West Africa	30	17	57%	57%	--	\$125.0 -- \$125.0
Other International	9	4	44%	40%	▲	
Total International	400	264	66%	66%	--	
Worldwide Jackups Total	477	296	62%	62%	--	

资料来源: ODS-Petradata、中投证券研究所

6、投资策略

2 月份中国石油、中国石化绝对收益分别为 2.28% 和 0.22%。

我们觉得未来对行业影响比较大的是成品油机制改革。

投资建议上维持首推中海油服和荣盛石化，油服是从基本面的角度，虽然我们上面说了费率的拐点没到，但是由于市场对行业基本面的认同更好，一致预期改变提高了估值，安全边际高。荣盛石化 1 季报业绩很好，近年 PTA 的盈利虽然面临下半年下降的问题，但整体还是不错。

另外十二五规划出台在即，3 月石化公司年报披露，我们预计中石化、中石油、中海油服的 EPS 分别为 0.73、0.84 和 0.92。3 月我们重点关注辽通化工、沈阳化工，未来我们重点关注油服类的新公司：通源石油、三聚环保、惠博普、海默科技的变化，成长性相对传统石化公司更好。

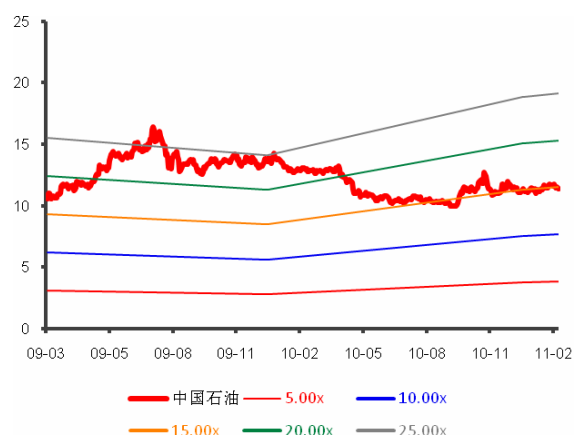
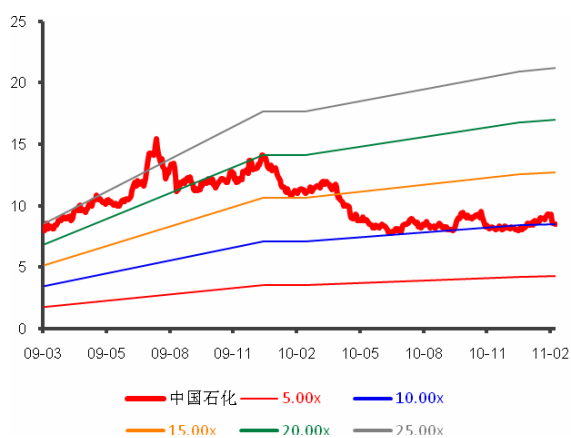
图 31: 中石化(左)和中石油(右)的 AH 股溢价率

错误! 链接无效。

错误! 链接无效。

资料来源: Wind、中投证券研究所

图 32: 中石化(左)和中石油(右)的 PE-Bands



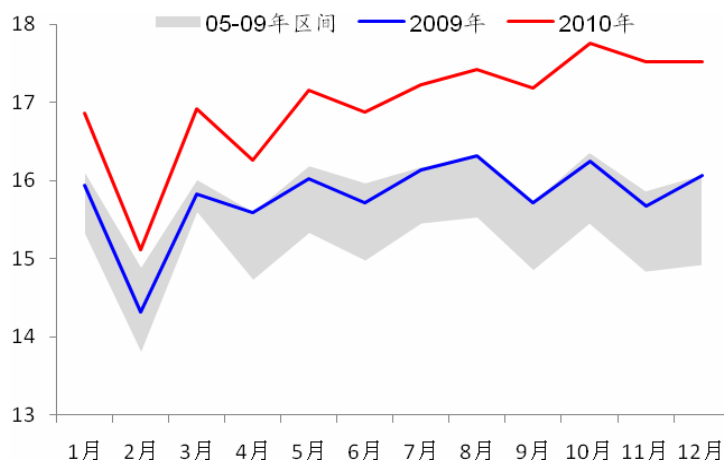
6、其他主要数据

图 33: 国内月度进口原油 单位: 百万吨

错误! 链接无效。

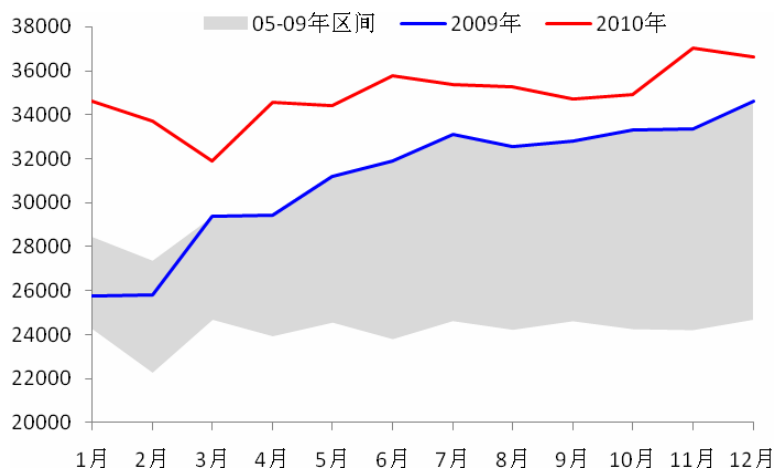
资料来源: Bloomberg、中投证券研究所

图 34: 国内月度原油产量 单位: 百万吨



资料来源: Bloomberg、中投证券研究所

图 36: 国内月度原油加工量 单位: 千吨



资料来源: Bloomberg、中投证券研究所

图 37: 2月主要石化股票表现 (至2月28日) (涨跌幅%)

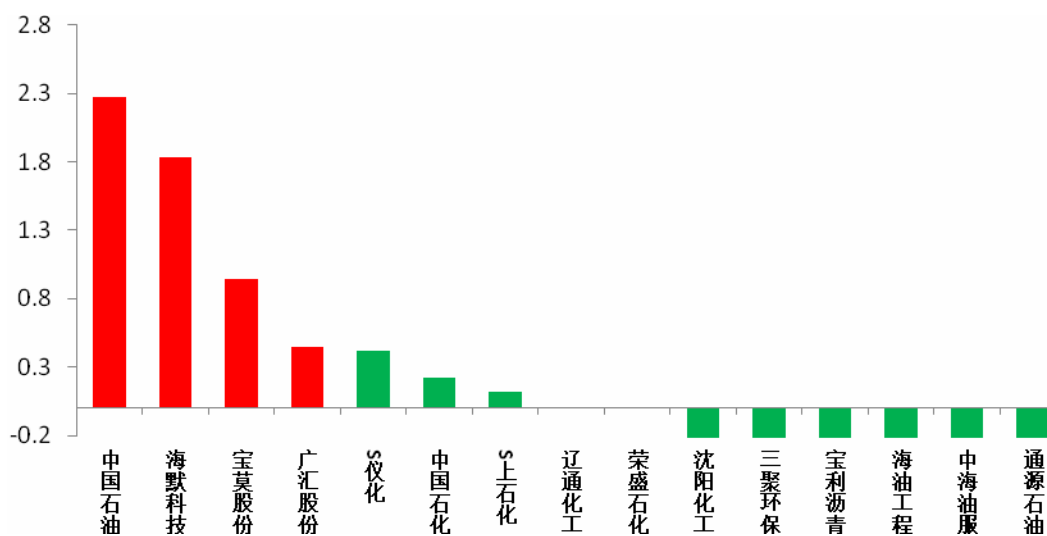


表 2 机构预测 BRENT 和 WTI 未来的油价(更新至2月)

预测机构	BRENT					WTI				
	Q1-11E	Q2-11E	2010	2011E	2012E	Q1-11E	Q2-11E	2010	2011E	2012E
Banco BPI	95	97	79	100	102	92	95	79	96	98
Barclays	91	87	78	105	135	91	86	78	91	106
Bernstein Rsch								80	90	102
BNP Paribas	88	89	80	97		85	86	80	89	95
BofAML	85	86	80	86	86	84	85	79	87	85
CA-CIB	90	79	79	79		86	78	79	81	79
Capital Econ	95	85	80	60	60	90	85	80	85	60
Cheuvreux			79							
Commerzbank	92	93	80	92		90	91	79	88	91
Credit Suisse	85	85	80	85	80	85	85	79	85	85
Danske Markets	92	93	81	101		89	91	81	92	100
DNBNor	85	85	80	95	120					
Deutsche Bank	94	96		98	95	92	95		96	98
EIA						92	93	76	93	98
EIU	95	90	80	82	78	90	88	79	88	83
FirstEnergy Cap	88	89	80	97	112	87	88	79	90	95
GainCap/Forex	91	94	88	95	98	90	93	87	91	95
Goldman Sachs	88	99	80	109		90	101	80	100	110
ING	87	87	80	87	86	87	87	80	88	87
JBC Energy	94	92	79	93	111	91	91	79	91	92
JP Morgan	95	95	81	105		93	93	80	93	104
LBBW	90	85	80	95	105	88	87	79	88	97
Lloyds Bank Corp	92	86		95	95	86	83		86	95
MFGlobal			79					78		
Morgan Stanley									100	105
NAB	88	89	79	94		89	91	79	91	97
Nomisma Energia	94	92	79	89	91	89	88	79	90	90
Nomura	92	94	79	110						
Petromatrix	92	85		89		88	82		86	86
Raiffeisen Bank	88	89	80	100	110	84	87	80	90	100
Raymond James						85	90	76	90	100
Societe Generale	90	93	80	103	107	90	92	80	93	102
Standard Bank	92	91	81	100	105	90	90	80	92	100
UBS	85	85	85	85	85	85	85	78	85	85
平均值	90	90	80	94	98	88	89	79	90	94
上月均值	86	86	80	87	92	85	85	79	86	93

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, 获得 2010 年新财富分析师评选第 4 名, 2010、2009 年证券市场周刊评选水晶球奖第 4 名。

宋哲建, 中投证券研究所石油化工行业助理分析师, 清华大学化工系学士、硕士, 2011 年加入中投证券。

免责声明

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	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