

石化行业 2011 年下半年投资策略

——抓大放小享价值共成长

能源/石油化工

投资要点：

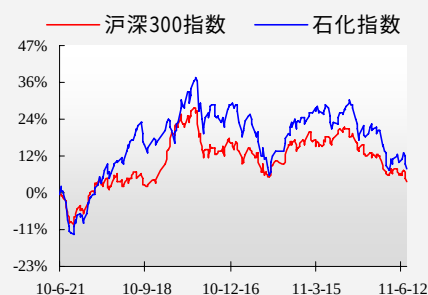
- 国际原油价格延续了去年以来的上升走势，布伦特原油价格在冲高 126 美元/桶后回落。国内油气开采业实现利润有望同比增长 30%以上。
- 化工市场增长强劲，乙烯产量增幅创近年来新高，化工产品价格继续上涨，盈利状况出色。
- 成品油定价机制改革预期强烈，产量维持较高增速，炼油业盈利同比下降。
- 展望下半年，原油价格仍将维持震荡走势，可能有小幅下跌；化工行业景气度将下滑，炼油业环比有望回升。
- 下半年投资策略：关注国内成品油定价机制改革预期、天然气产业发展机遇、油气勘探开发技术及装备等相关投资机会。

优于大势

维持评级

发布时间：2011 年 6 月 21 日

走势图



子行业	评级
油气勘探及开采	优于大势
炼油及化工	优于大势
工程及设备	优于大势
销售	同步大势

重要公司	评级
中国石油	推荐
中国石化	推荐
沈阳化工	推荐
海越股份	谨慎推荐
中海油服	谨慎推荐
神开股份	谨慎推荐
潜能恒信	谨慎推荐
陕天然气	推荐
深圳燃气	谨慎推荐

分析师：王伟纲

执业证书编号：S0550511010004

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: wangwg@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

原油价格冲高回落

国际原油价格延续了去年以来的上升走势，布伦特原油价格在冲高 126 美元/桶后回落。今年以来，中东和北非地区出现政治动荡，并波及一些产油国，使得布伦特原油价格一路走高，并大幅高于 WTI 原油价格达 10 美元/桶以上。国际原油价格走势如图 1、图 2 所示。

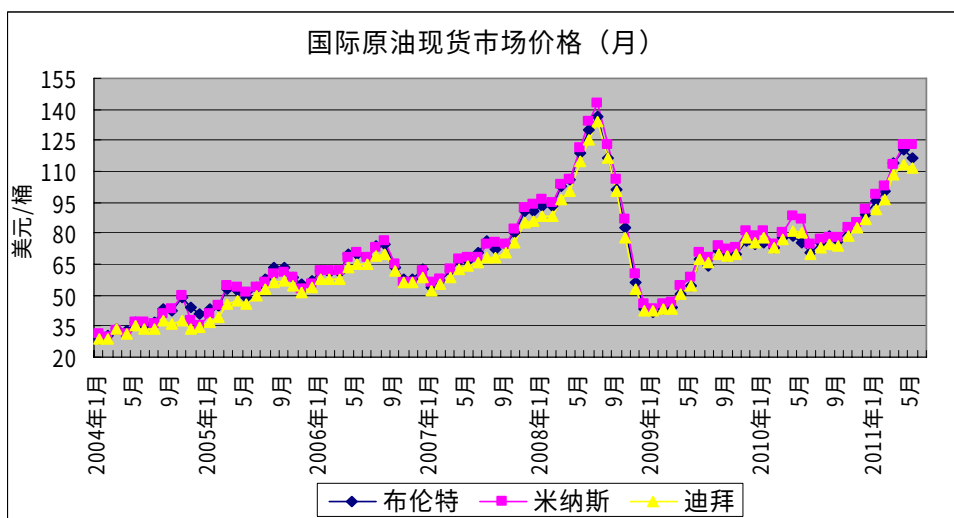


图 1 国际原油市场价格走势图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

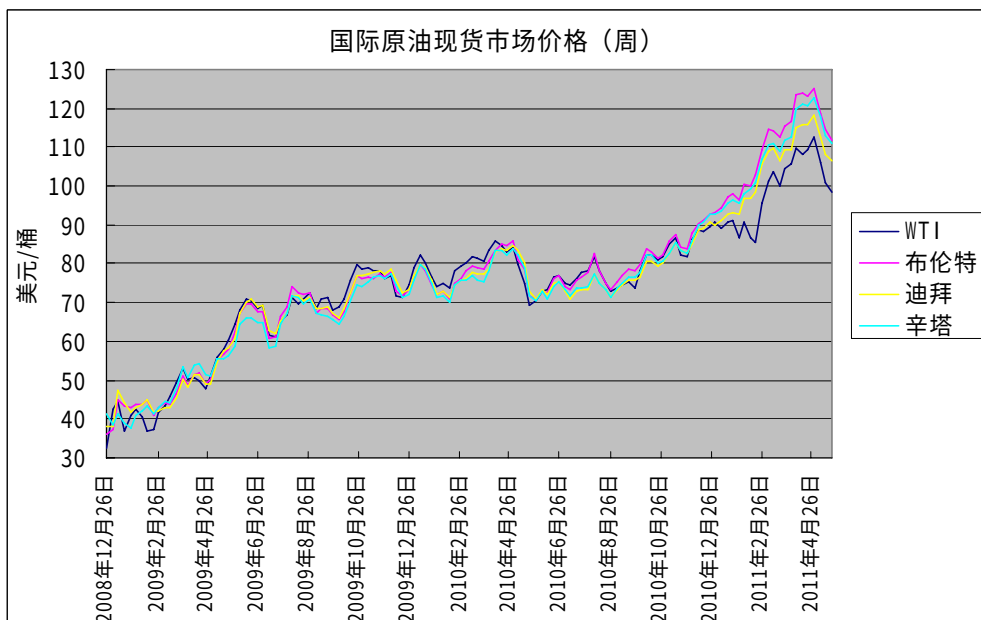


图 2 国际原油市场价格走势图

数据来源：中国石油和化工经济数据快报、东北证券

根据 IEA 的最新预测数据,全球 2011 年的石油需求为 8920 万桶/天,同比增长 1.5%。在供给方面,供应量预计也为 8920 万桶/天,基本处于供需平衡状态。欧佩克的原油产量预计为 2970 万桶/天,同比增长 50 万桶/天。在库存方面,今年以来,美国原油库存仍然处于高位,近年来美国商业原油储备如图 3 所示。

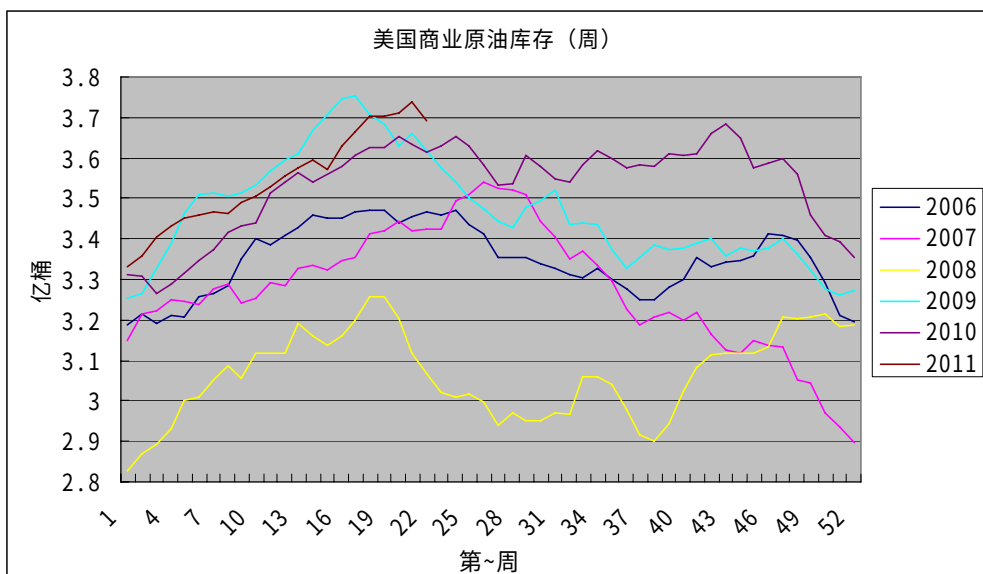


图 3 美国商业原油储备示意图

数据来源：EIA、东北证券

今年 1~4 月,我国生产原油为 6831.9 万吨,同比增长 6.1%;生产天然气 354.8 亿立方米,同比增长 7.3%。按此推算,中国石化和中国石油的油气开采业务上半年的营业利润预计在 200 亿元和 1150 亿元左右,同比增长 30%以上。

展望下半年,中东和北非局势仍较复杂,加上夏季消费旺季的到来,支持油价走高的因素依然存在。但是,高油价对经济的负面效应已经逐步显现,美元可能再次成为避险工具,任何利空信息都可能促使油价回调。因此,国际原油价格仍将维持高位震荡,但不排斥略有下降的可能。我国天然气价格存在再次上调的可能。因此,油气开采业将保持基本稳定的态势。

化工市场增长强劲

随着原油价格的上涨,化工产品的价格也持续上涨,使得化工毛利稳步上升。从数据来看,1~4 月,我国的原油加工量为 14891.9 万吨,同比增长 9.4%;乙烯产量为 525.5 万吨,同比增长 31.0%;合成树脂产量为 1476.3 万吨,同比增长 11.4%;合成纤维单体产量为 532.4 万吨,同比增长 14.1%;合成橡胶产量为 114.6 万吨,同比增长 18.1%。乙烯产量延续去年的高增长,三大合成也都保持了两位数的增速。近年来我国乙烯产量如图 4 所示。主要石化产品价格走势如图 5 所示。

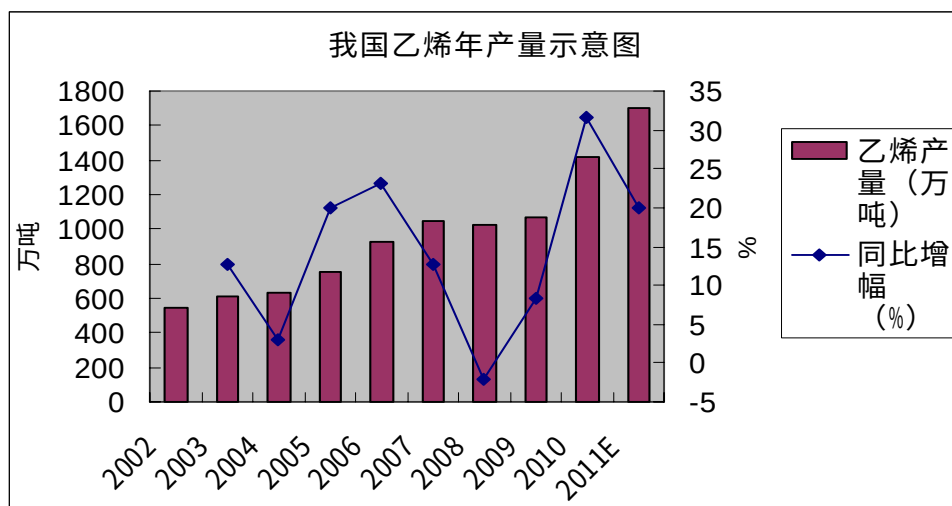


图4 近年来我国乙烯产量示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

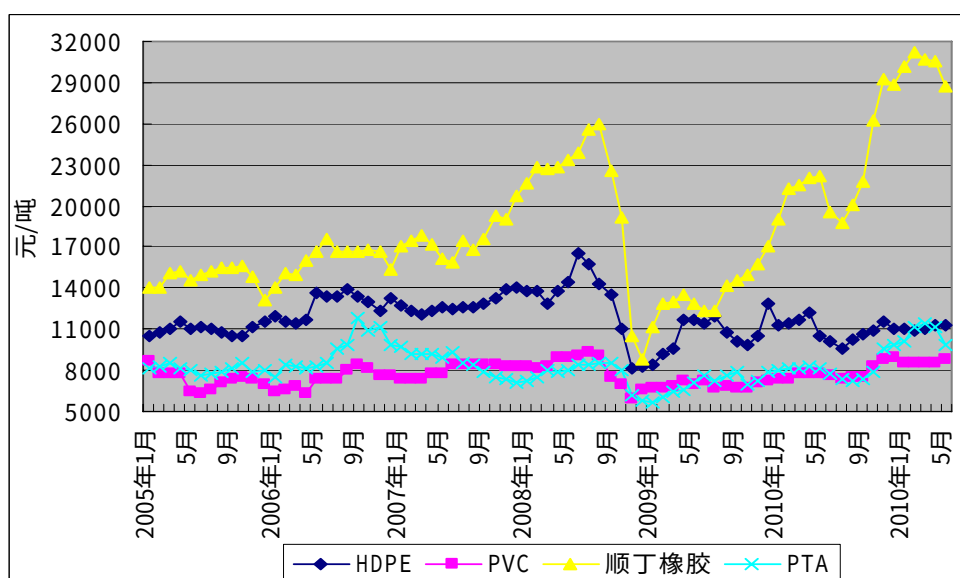


图5 石化产品市场价格走势图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

化工毛利上升使得中国石化和中国石油两公司化工业务的盈利显著上升，预计上半年化工业务利润同比增长 50%以上。展望下半年，由于经济基本面的不确定性增强，将导致产品的价格回落，从而影响化工毛利。但是，类似于 08 年的情景发生的概率很小，化工景气度的回落会比较温和。从分行业分析，合成橡胶和合纤单体制造业的回落风险较大，因为前期产品的价格涨幅较大，业绩弹性也较大。而合成树脂制造业的波动相对会比较小，因为前期产品的价格涨幅较小，业绩弹性也较小。

炼油行业盈利下降

去年我国炼油行业实现利润总额约 700 亿元,今年一季度实现利润总额 149.59 亿元,同比下降 15.9%。由于原油价格已经高于 80 美元/桶,因此,国家对成品油价格上调的幅度较小,使得炼油毛利不断下降,至 4、5 月份,炼油行业基本处于亏损状态,6 月份开始有所好转。因此,预计今年上半年炼油行业将是微利。我国成品油出厂价格与布伦特原油价格对照走势如图 6 所示。

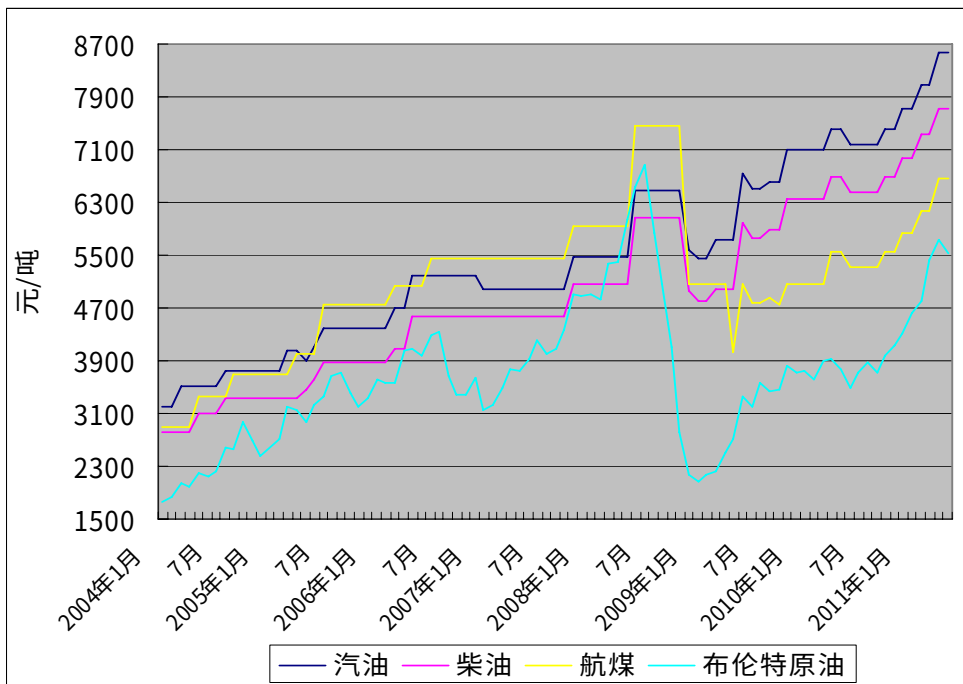


图 6 我国成品油出厂价与布伦特原油价格走势对照图

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。

今年 1~4 月，我国汽油产量为 2643.2 万吨，同比增长 7.7%，柴油产量为 5525.4 万吨，同比增长 11.1%，煤油产量为 584.2 万吨，同比增长 5.3%。但由于炼油毛利比去年下降，因此，预计炼油行业盈利同比会下降。展望下半年，原油价格的适度回落将有利于炼油毛利的恢复。我国汽柴油产量如图 7 所示。

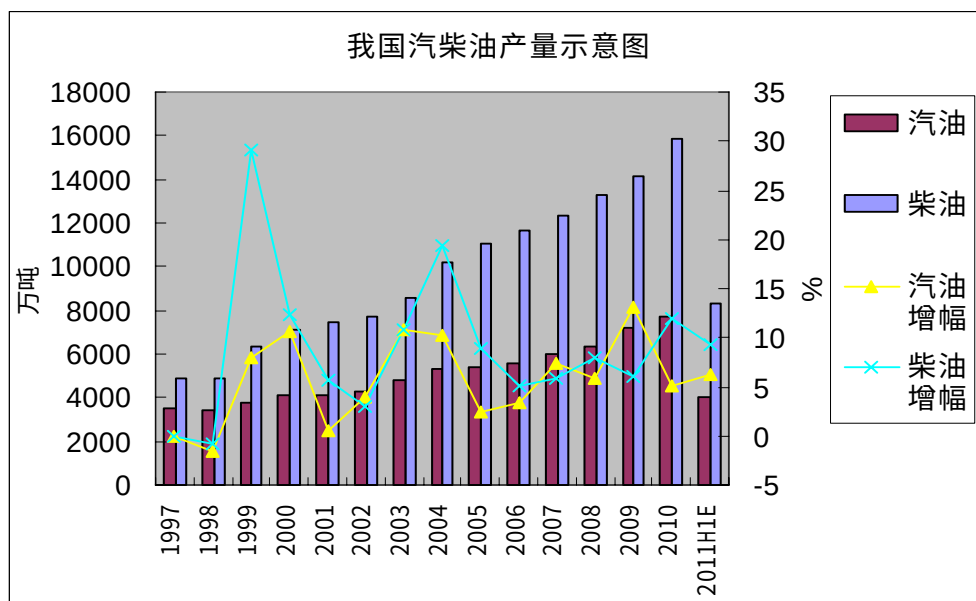


图7 我国汽柴油产量示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

下半年投资策略

1、国内成品油定价机制改革预期

国内成品油定价机制在运行了两年之后正面临一定的改革调整，而改革措施将可能于今年下半年推出。改革的重点可能在于两方面，一是调价的周期可能缩短，二是调价的控制权。改革的方向是明确的，即更倾向于市场化的定价机制的形成。国家已经多次明确指出，我国的石油资源相对匮乏，国家对于资源品的普遍性补贴机制将逐步退出。因此，基于上述判断，我国的炼油毛利也将逐步与国际接轨，炼油毛利的高低将主要由市场供求来决定。

在我国的成品油消费体系中，农业用柴油和车用汽柴油占据了大部分。我国对农田水利的支持是始终放在首位的，农用柴油的需求将呈现一个刚性增长的态势。我国运输业的快速发展带动了车用柴油的消费，而汽车进入家庭则驱动了汽油消费的强劲增长。因此，在今后相当长的一段时期内，我国成品油的需求增速仍将明显高于世界平均水平。而从供给端分析，目前我国成品油基本处于供需平衡状态，炼厂开工率保持较高水平。而今后新建炼厂仍将主要集中在沿海和靠近资源地，受制于环境和运输压力，预计我国的新建产能不会有过多的剩余。此外，由于成本和安全性的制约，进口成品油仍只能充当配角。

通过以上分析可以得到如下结论，国内成品油定价的市场化改革是大势所趋，炼油毛利的高低将主要由市场供求决定，我国炼油毛利会好于国际平均水平。因此，具有炼油业务的公司都将从中受惠，重点推荐中国石化、中国石油和沈阳化工。

2、天然气产业发展机遇

天然气是一种清洁能源，相对于煤炭和石油也更低碳。我国的天然气占一次能源的比重仅 4%，而世界平均水平为 24%，我国的天然气产业的发展空间巨大。根据石化行业十二五规划，我国天然气的消费量在今后五年内将实现翻番，这对于相关公司是巨大的利好。

中石油无疑是投资的首选。公司的天然气产量和长输管道里程数在国内都占据绝对优势，这两项业务合计对公司利润的贡献已经超过 20%。因此，天然气对于公司不仅是概念，更有业绩的贡献。

陕天然气也具备较好的投资机会。公司主营陕西省内的天然气管道业务，同时介入一些城市燃气业务。陕西省地处气源地附近，具有发展天然气的先天优势。公司在未来的两、三年内，主营业务规模将有大幅提升，盈利能力进一步增强。目前公司的估值水平明显低于同类公司，应该有一个向上修正的过程。

深圳燃气也是较好的投资标的。西气东输二线将于今年年底给公司送气，届时公司的天然气销量将大幅增长。同时，公司的增量用气主要供电厂发电用，在当前核电发展可能放慢的形势下，天然气发电是最佳的选择之一。

3、油气勘探开发技术及装备

当前尽管原油价格波动较大，然而 40 美元/桶的廉价时代肯定已经一去不返了，原油价格将长期运行于 60 美元/桶以上的水平甚至更高。虽然从目前来看，无论是全球还是我国储采比都还大于 1，但是，这是建立在巨额的勘探费用支出基础上的。此外，由于技术进步而推动的深海石油的不断发现也是至关重要的因素。

油气勘探地震数据处理及解释技术在油气勘探环节中扮演了十分重要的角色。潜能恒信主营油气勘探地震数据处理及解释服务，公司在中石油系统处于该项业务的领先地位，找油成功率高，因此业务量始终非常饱满。此外，公司在美国的业务开展也卓有成效，将成为公司新的增长点。

中海油服是中海油的专业油服子公司，公司在我国海上油田服务领域占有压倒性的优势，公司将分享我国海洋油气勘探开发产业强势发展带来的机遇。此外，公司在海外业务方面也有了长足的进步，为公司今后的发展打下了坚实的基础。

神开股份在井场测控设备、石油钻探井控设备和采油井口设备方面具有相当的优势，此外，公司还开始涉足钻头生产领域。公司在油气开采装备制造领域将稳步发展壮大。

重点公司业绩预测如表 1 所示。

表 1：重点公司盈利预测汇总表

公司简称	2010 年报	2011 中报预测	2011 年报预测	投资评级
中国石化	0.82	0.50	0.95	推荐
中国石油	0.76	0.44	0.90	推荐
沈阳化工	0.33	0.23	0.46	推荐
海越股份	0.15	0.13	0.45	谨慎推荐
中海油服	0.92	0.49	0.99	谨慎推荐
神开股份	0.30	0.14	0.38	谨慎推荐
潜能恒信	0.75	0.42	0.96	谨慎推荐
陕天然气	0.79	0.60	0.95	推荐
深圳燃气	0.26	0.19	0.31	谨慎推荐

注 1：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。