



石油与天然气

2011.08.15

石化行业周期电话会议纪要

 **任静**
 010-59312820
 renjing@gtjas.com
 编号 S0880511010014

本报告导读：

8月8日下午，国泰君安石化行业组织了一场电话会议，邀请业内专家就我国石化行业目前所处的周期等问题与投资者进行了交流。

摘要：

- 全球石化市场近30多年来存在着周期性变化规律。到目前为止已经出现了三次景气周期，并正在经历第四次景气周期。第一次景气周期出现在1978-1980年间；第二次出现在1987-1989年间；第三次出现在1995-1996年间。从2003年下半年起，世界石化市场开始进入第四个景气周期。
- 石化行业的周期可分为陡降、缓降、陡升、高峰四个阶段。
- 截止目前，本次周期的盈利高峰发生在2006~2007年。不同于以往，本轮石化行业周期时间较长，且上升较缓慢，2006-2007本是本轮周期的上升阶段，但是2008年底，受金融危机因素的触发，下游消费骤减。行业周期上升嘎然而止，石化行业的发展出现拐点，快速进入下降通道，石化产品价格开始从高峰迈向低谷，产品毛利大幅下降。
- 目前行业周期已见底回升。与以往周期相比，预计烯烃和塑料产业将会获得更高的利润。
- 根据世界石化周期性变化规律分析和石化产品价格表现和企业盈利现状情况，结合世界石化供需的未来趋势和主要影响因素分析。本轮全球石化景气周期从2009年开始步入一个相对的低谷期，经历了2010年的低谷后生产状况有所改善，随着需求增速超过产能增速，供应过剩的状况将逐步企稳，预计2012年开始改善。到2013年，产能将得到充分利用，且所有领域的盈利水平都将逐步提高，2015年后进入高峰期。
- 以往我国石化行业经济周期与世界化学工业大体一致，7至8年是一个经济发展周期。观察世界近20年来石化行业周期的变化，1998年以来，我国和国际变化基本同步。

评级：

中性

上次评级：

中性

细分行业评级

石油开采	增持
石油炼制	中性
石油贸易	中性

相关报告

石油与天然气：《长线配置石化行业，选择符合行业发展方向的化纤公司》

2011.06.06

石油炼制：《能源价格闯关开始提速》

2008.06.20

石油炼制：《2007年焦炭业或将受益钢铁景气回升》

2006.11.15

石油贸易：《紧盯政策、渐进投资》

2006.09.11

目 录

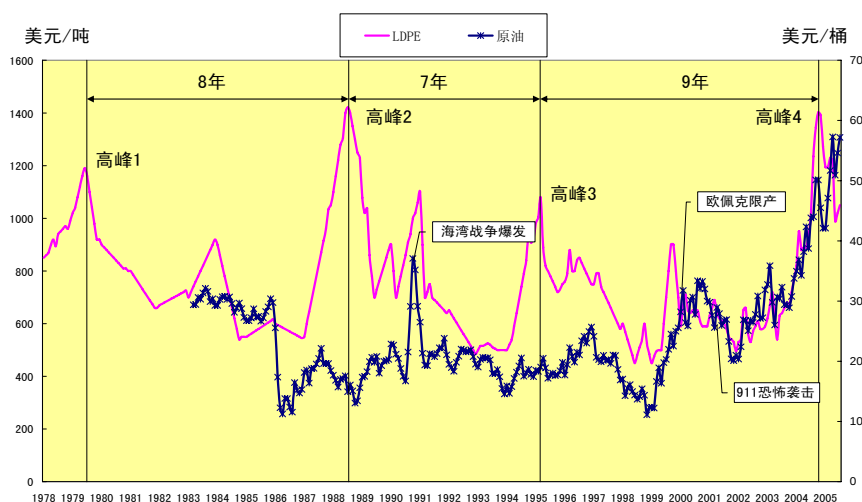
1. 全球目前正处于 30 年来第四次石化行业大周期	3
2. 石化行业周期的特点	4
3. 本轮石化周期的新特点	5
4. 预期 2015 年左右本轮周期进入盈利高峰	5
5. 我国石化周期与世界基本一致	6
6. 我国石化行业的一些特点和影响因素	7

8月8日下午，国泰君安石化行业组织了一场电话会议，邀请业内专家就我国石化行业目前所处的周期等问题与投资者进行了交流。会议的主要内容与观点记述如下。应专家要求，隐去其姓名与单位。

1. 全球目前正处于 30 年来第四次石化行业大周期

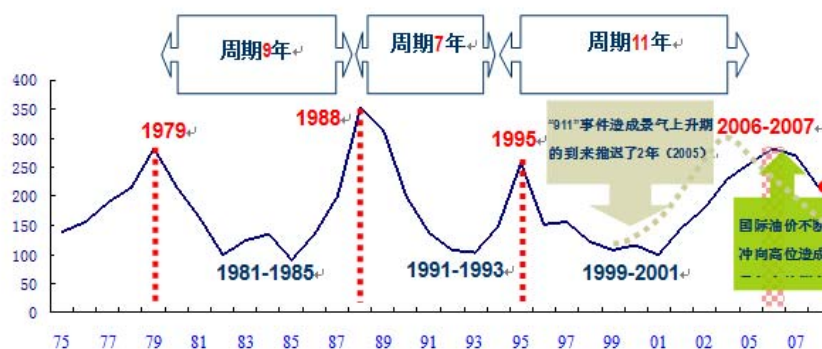
全球石化市场近 20 多年来存在着周期性变化规律。到目前为止已经出现了三次景气周期，并正在经历第四次景气周期。第一次景气周期出现在 1978-1980 年间；第二次出现在 1987-1989 年间；第三次出现在 1995-1996 年间。从 2003 年下半年起，世界石化市场开始进入第四个景气周期。

图 1 石化市场周期性变化--1987-2008 年国际原油及石化产品价格走势



数据来源：国泰君安证券研究

图 2 石化行业周期性变化---美国市场石化产品毛利率变化



数据来源：国泰君安证券研究

在每一个周期中，可以分为四个阶段：

阶段 1，陡降阶段——高价格跌入低价格水平：价格短期内下跌迅猛，企业往往措手不及；供应充足、需求萎缩之下，造成市场上价格战，产品价格下跌迅猛；短期内产品价格严重倒挂，企业亏损严重；企业库存

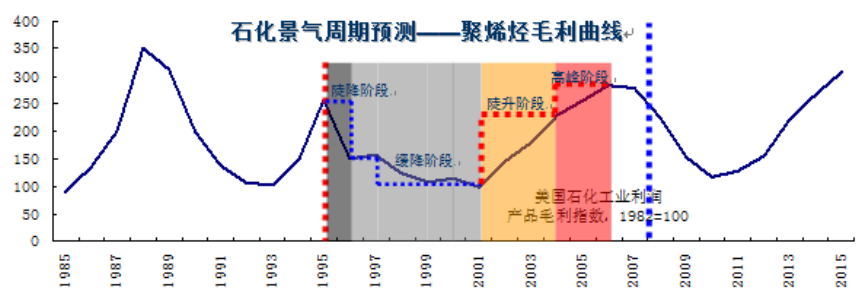
压力骤增，造成憋库现象。

阶段 2，缓降阶段——低价格、低行业利润空间阶段：供需平衡关系脆弱；市场需求疲软、行业低迷的情况下，新增产能的投产将得到控制，产能增幅将放缓；行业利润不稳定，而且将处于低水平，竞争力差的装置或公司将逐步退出；新增产能主要集中在资源地和新兴市场地区——石化产能向中东和亚洲倾斜，资源、市场和技术优势三方为寻求盈利，合资合作的趋势日益明显。

阶段 3，陡升阶段——价格回升阶段：石化产业升级将以装置大规模化和新产品出现为主要标志；装置大型化已成为本次景气周期的显著特点；性能更好的产品将加快对以往产品的替代生产出的产品形成升级趋势。

阶段 4，高峰阶段——景气高峰阶段，价格达到高位，企业盈利水平好。

图 3 石化行业周期可分为四个阶段



数据来源：国泰君安证券研究

2. 石化行业周期的特点

通过对历次石化市场周期性的总结，有以下几个突出特点：

- 1) 石化景气周期具有典型的周期性，周期过程一般为 7 年~9 年，价格高峰期持续 18-24 个月，且持续时间有变短之势；
- 2) 石化景气周期是以石化产品价格、毛利率和开工率为主要标志的世界石化市场的周期变化。同时也表现在相关的技术参数上，如化工资产收益率等；
- 3) 石化景气周期峰谷价格差距大，石化市场景气周期高峰期的主要表现：①世界经济保持较快增长，年均增幅超过 3%；②世界石化产品供应持续偏紧，装置开工率明显提高，一般来说乙烯装置开工率超过 90%；③高峰时企业获利水平极高；④石化行业投资活跃；低谷时企业盈利水平降至最低，甚至出现亏损；
- 4) 据有关测算：石化装置在高峰时投产可以提高回报 2-3 个百分点，在高峰时投资回报降低近 4 个百分点；

请输入摘要信息

5) 世界石化行业各种石化产品都会受到周期性的影响, 而且不同石化产品的低谷期可能并不同时出现。

6) 石化市场景气周期对世界石化生产格局产生重要影响。石化产品市场高峰期的高收益会激发的新投资, 并使世界石化生产格局发生重大变化。经历了 1987-1989 年第二次景气周期后, 韩国、中国台湾及东南亚国家石化工业迅速发展起来, 到 1995 年, 该地区已成为世界上重要的合成树脂生产地; 1995-1996 年第三次景气周期后, 中东地区和印度又成为另二个石化工业得到迅速发展的地区。

3. 本轮石化周期的新特点

1、本轮周期上行缓慢, 受金融危机因素的触发, 上升转急下。

截止目前, 本次周期的盈利高峰发生在 2006~2007 年。不同于以往, 本轮石化行业周期时间较长, 且上升较缓慢, 2006-2007 本是本轮周期的上升阶段, 但是 2008 年底, 受金融危机因素的触发, 下游消费骤减。需求变化非常激烈, 甚至可以说是空前的, 行业周期上升嘎然而止, 石化行业的发展出现拐点, 快速进入下降通道, 石化产品价格开始从高峰迈向低谷, 产品毛利大幅下降。尽管大部分生产商在经历了 2010 年的低谷后生产状况有所改善, 但石化市场现仍然处于整个周期中的低谷期。

目前行业周期已见底回升。与以往周期相比, 预计烯烃和塑料产业将会获得更高的利润。

本轮石化周期低谷的主导是消费增长放缓和产能高速增长——根本原因在于产能扩张情况下金融危机突发造成需求萎缩, 从而导致供求发生转变。

2、与前 3 个周期不同, 本次景气周期, 原油价格与石化产品毛利变化趋势相同。

在前 3 个周期, 石化产品毛利与石油价格的涨跌并不十分紧密。本次景气周期, 原油价格与石化产品毛利变化趋势相同, 原因之一在于世界炼化一体化趋势增大, 石化行业产业集中度越来越高, 集约化程度加强; 另一个重要的原因就是投机基金的对原油等资源产品的炒作, 偏离了供需平衡。

4. 预期 2015 年左右本轮周期进入盈利高峰

根据世界石化周期性变化规律分析和石化产品价格表现和企业盈利现状情况, 结合世界石化供需的未来趋势和主要影响因素分析。本轮全球石化景气周期从 2009 年开始步入一个相对的低谷期, 经历了 2010 年的低谷后生产状况有所改善, 随着需求增速超过产能增速, 供应过剩的状况将逐步企稳, 预计 2012 年开始改善。到 2013 年, 产能将得到充分利用, 且所有领域的盈利水平都将逐步提高, 2015 年后进入高峰期。

表 1: 石化周期发展趋势预测

	低谷期	上升期	高峰期
乐观	2009	2010	2013
中性	2010	2011	2015
悲观	2011	2012	2015

数据来源：国泰君安证券研究。

图 4 石化市场景气趋势预测示意图



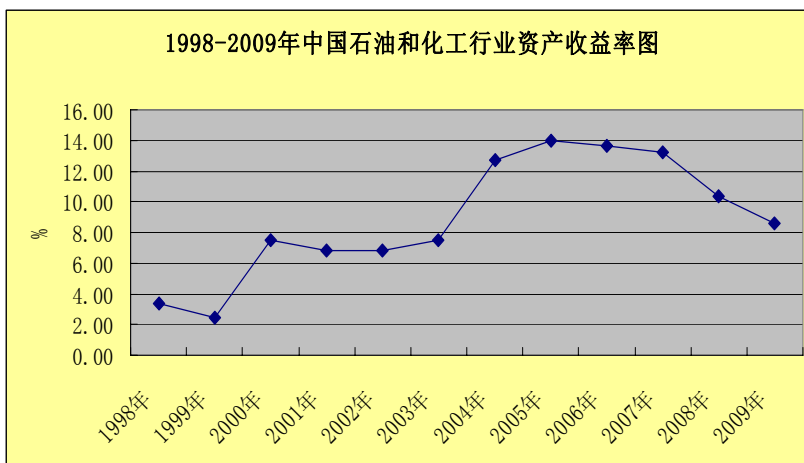
数据来源：国泰君安证券研究

5. 我国石化周期与世界基本一致

以往我国石化行业经济周期与世界化学工业大体一致，7至8年是一个经济发展周期。

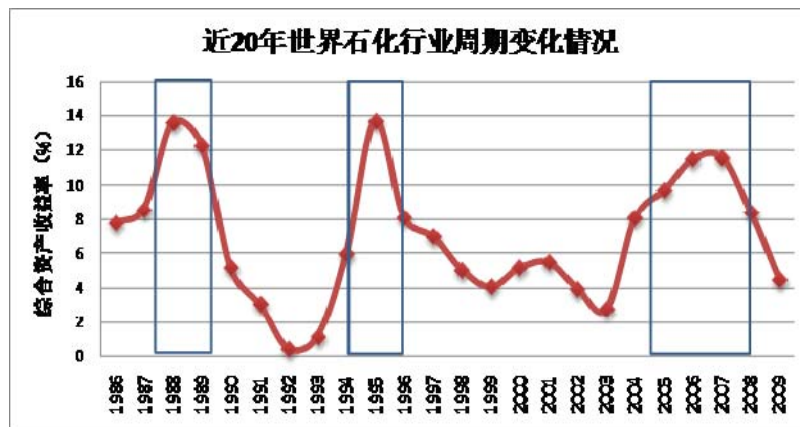
我国从1998年开始记录了国内石化行业周期情况，见下图。观察世界近20年来石化行业周期的变化，1998年以来，我国和国际变化基本同步。

图 5 1998年以来我国石化行业资产收益率图



数据来源：国泰君安证券研究

图 6 近 20 年世界石化行业周期变化



数据来源：国泰君安证券研究

6. 我国石化行业的一些特点和影响因素

- 1、中国石化产品市场容量较大。
- 2、我国乙烯总能力位居世界第二，仍在迅速发展。
- 3、国家出台 8 个相关政策促进产业发展。
- 4、我国原油对外依存度居高不下，石化产业发展原料需要关注。
- 5、将面临部分基础原料产品过剩、高端产品不足的结构性短缺。
- 6、中国正与亚洲各地区加快建立自贸区贸易环境发生变化，我国市场产品竞争更加激烈。
- 7、国内石化产业发展安全、环保、减排压力巨大。
- 8、期货发展迅速，石油交易所启动，银行和证券聚焦。

以上内容仅代表所请专家个人观点，仅供投资者参考，不构成任何投资建议。文中所有图表均由所请专家提供。

作者简介:**任静:**

执业资格证书编号: S0880511010014

电话: 010-59312820

邮箱: renjing@gtjas.com

北京大学化学博士 2001 年进入国泰君安, 从事化纤农药行业研究。2008 年度今日投资、中国证券报、中央电视台主办的年度最佳分析师评选中获“化工品行业最佳分析师”“最佳独立见解分析师入围”奖, 2008 年证券市场周刊年度卖方分析师水晶球“纺织和服饰行业第二名”, 2010 年证券市场周刊年度卖方分析师水晶球“基础化工入围”。现从事中小盘化工股专项研究

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		