



分析师： 齐求实
执业证书编号： S0050511070001
Tel: 010-59355977
Email: qiqs@chinans.com.cn
地址： 北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100033)

化工

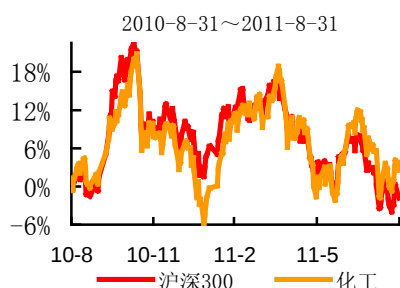
投资评级

本次评级： 看好
跟踪评级： 维持

市场数据

化工行业指数	2387.43
沪深 300 指数	2841.74
上证指数	2566.60
深证成指	11344.45
中小板指数	6534.15

行业指数相对沪深 300 表现



相关研究

行业研究小组

石化行业 9 月份投资月报

油服装备行业仍处于景气周期

投资要点

● **勘探开发保持较高水平。**勘探开发方面，贝克休斯全球钻井数量仍然保持在 3000 以上，由于石油公司对于勘探开发项目的规划一般是以 3-5 年为周期的。短期内尽管油价波动十分剧烈，但是只要全年平均价格没有答复回落，原定的资本开支预计不会减少，所以对于油服装备类公司影响也不会很大。

● **炼油盈利同比下滑。**目前国内市场汽柴油用量暂无明显波动，9 月份市场消费预期虽向好，但在调价利空压制下补库存较为谨慎，国内市场将逐步进入消费旺季，北部沿海休渔期结束，再加上秋收农用油需求增长，汽柴油消费预期向好，若成品油调价落实，市场跌价预期消化完毕后，将开始新一轮补货行情，汽柴油市场有望好转。石油加工行业利润在 1-7 月下降了 77.4%，目前亚洲炼厂炼油毛利仍旧较低，保持在 5 美元的水平左右，预计经过 8 月的原油价格下跌之后，毛利会有所回升。

● **包装塑料薄膜迎来消费旺季。**中秋节将至月饼包装膜需求量启动，而后期国庆节、圣诞节的消费量都会紧随而至，下半年来看，消费旺季将会持续较长的时间，短期内行情在上游成本下降及下游需求即将启动的影响下，BOPP、BOPA 等薄膜行情预计将会较为坚挺。

● **橡胶价格短期有下跌趋势。**汽车消费意愿正在下降，而且橡胶供应稳定增长，市场可能会小幅下滑。对于 A 股轮胎上市公司今年将会是较为艰难的一年，上半年我国橡胶轮胎外胎产量 46094 万条，较去年减少近 2%，加之原料成本居高不下，业绩出现下滑毫不意外，投资机会主要看轮胎公司能否在下半年再次提高价格。

● **维持行业“看好”评级。**9 月份行业策略我们看好油田服务装备类公司，如惠博普（002554）；海油工程（600583）中报虽然仍旧亏损，但业绩已有回升态势，海洋工程市场空间巨大，此时已是布局时机。塑料新材料还会是一个高速增长的行业，锂电薄膜、光电薄膜也是我们关注的重点，如：沧州明珠（002108）。长期来看随着供应趋紧，未来两月丁二烯价格将保持上涨趋势，齐翔腾达（002408）10 万吨丁二烯装置预计明年上半年投产，明显增厚公司业绩。

正文目录

一、上游勘探开发行业景气依旧.....	3
（一）8 月份原油价格大幅下滑	3
（二）国际勘探开发保持较高水平	4
二、下游有望迎来向上拐点.....	5
（一）炼油盈利同比下滑	5
1、成品油需求增幅有限	5
2、炼油毛利波动不大	5
（二）消费旺季助推业绩增长	6
1、原料石脑油价差扩大但需求不旺.....	6
2、包装塑料薄膜迎来消费旺季	6
（三）橡胶价格短期有下跌趋势	7
三、9 月份投资策略：继续关注成长性公司	8

图表目录

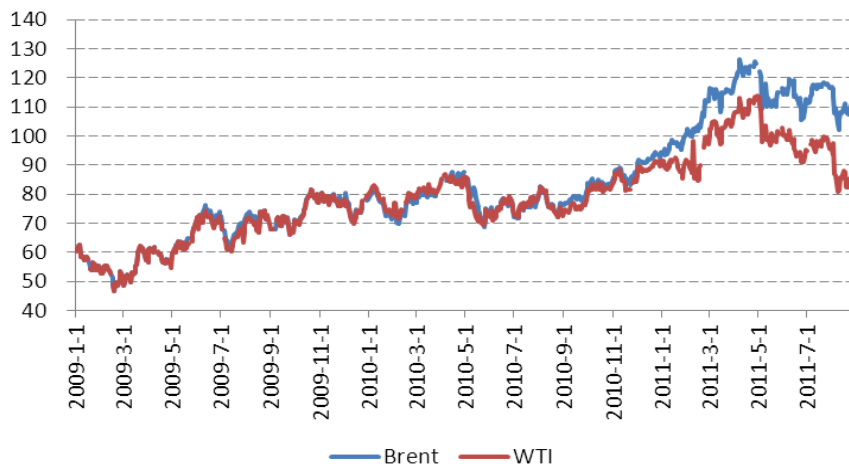
图 1：国际原油期货价格走势（美元/桶）	3
图 2：美元指数与原油价格	3
图 3：Baker Hughes 运营井架数	4
图 4：OPCE 统计全球原油供需情况	4
图 5：我国汽、柴油产量（万吨）	5
图 6：亚太 Asia/Minas 裂解差价（美元/桶）	5
图 7：新加坡石脑油走势（美元/桶）	6
图 8：我国乙烯产量（万吨）	6
图 9：HDPE 价格(美元/吨).....	7
图 10：PP 价格(美元/吨).....	7
图 11：国内天然橡胶价格(元/吨).....	8
图 12：顺丁橡胶价格(元/吨)	8
附录：估值评级表.....	1010

一、上游勘探开发行业景气依旧

（一）8 月份原油价格大幅下滑

经历了美债风波之后，国际原油价格自 8 月初开始暴跌，由于短期之内还看不到全球石油需求大幅下降的情况，这种恐慌情绪逐渐被消化，油价在下半个月也有所反弹。截止至 8 月 30 日收盘，美国 WTI 原油期货价格收于 88.9 美元，北海布伦特原油收于 113.88 美元。

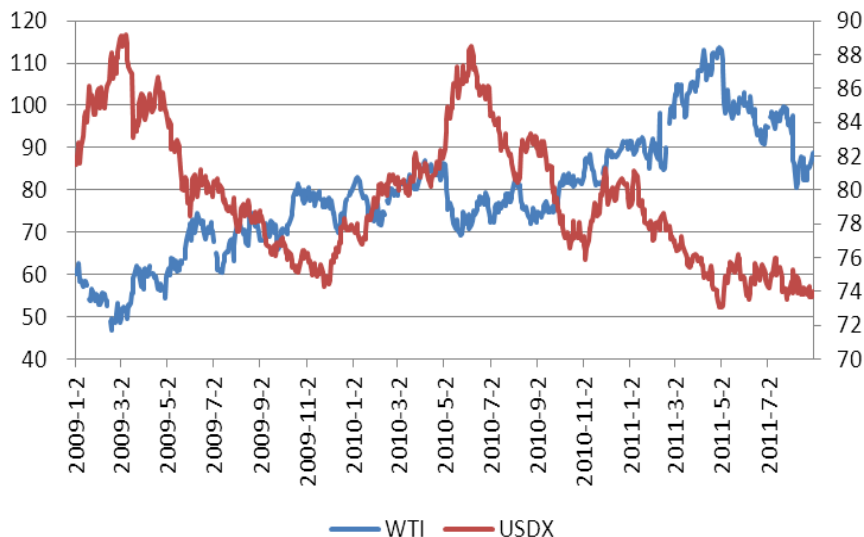
图 1：国际原油期货价格走势（美元/桶）



数据来源：wind、民族证券

美国经济情况不确定较大，关于美联储对于货币政策的态度受到市场关注，普遍预期美联储可能会考虑采取措施刺激经济增长、增加就业，并继续推行 EQ3 或者与 EQ3 类似的货币政策，宽松的流动性在一定程度上对原油价格起到支撑作用。

图 2：美元指数与原油价格



数据来源：wind、民族证券

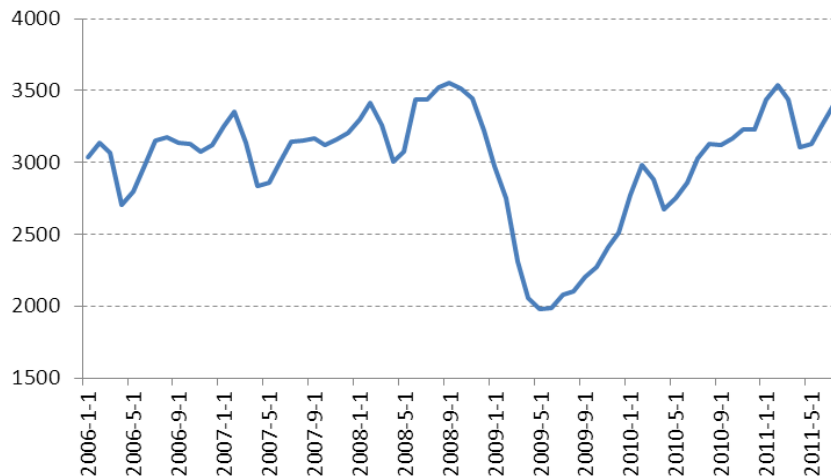
近期美元指数与原油价格还大体呈现负相关关系，但不时会有所背离。这主要由于美元与其他货币相对于大宗商品来讲，都是相对贬值的，尽管美元指数在上涨，但这只表明了美元与其他货币之间的汇率变动，所以对于商品的利空有时不是很明显。随着欧债问题可能继

续恶化，美元指数如果近期不能向上突破，那么向下的概率较大。

（二）国际勘探开发保持较高水平

勘探开发方面，贝克休斯全球钻井数量仍然保持在 3000 以上，由于石油公司对于勘探开发项目的规划一般是以 3-5 年为周期的。短期内尽管油价波动十分剧烈，但是只要全年平均价格没有答复回落，原定的资本开支预计不会减少，所以对于油服装备类公司影响也不会很大。

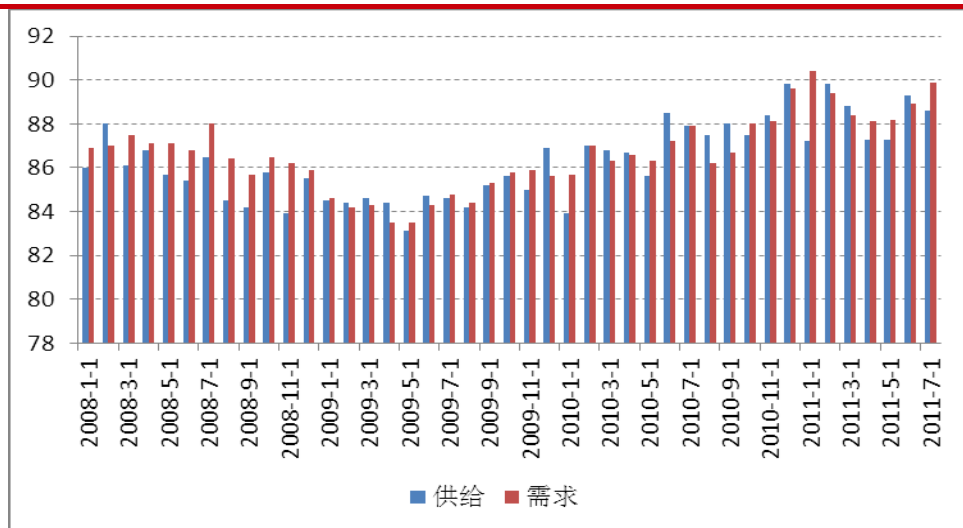
图 3: Baker Hughes 运营井架数



数据来源: bloomberg、民族证券

由于欧佩克对于其产能的调配，全球石油供需如今基本处于平衡状态。对石油的季节性需求在近期将增加，但欧洲主要石油消费国的经济前景仍旧不乐观的话，欧佩克可能再次削减产量。

图 4: OPEC 统计全球原油供需情况



资料来源: Bloomberg, 民族证券

综合以上分析，我们预计 9 月份国际油价仍将保持震荡行情，90 美元的价格也基本符合 OPEC 和消费国之间的预期。

前 7 月，石油和天然气开采业工业利润增长 37.2%，我国石油产量远远不及需求量，产能利用率基本与油价变化没有太大关系，作为油田必需的服务不会减少；石油装备类公司短期

内影响也不太大，由于这类公司大多是订单生产，今年的业绩体现的是去年和上半年的订单，有较高的安全边际。

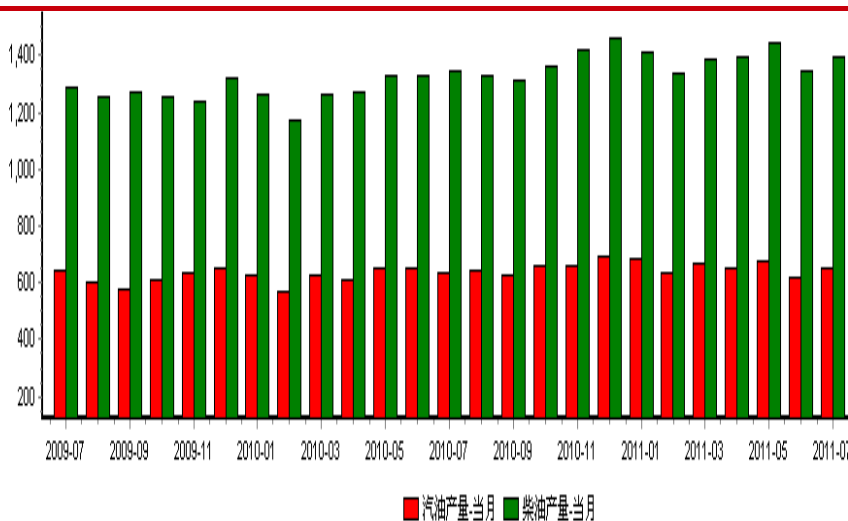
二、下游有望迎来向上拐点

（一）炼油盈利同比下滑

1、成品油需求增幅有限

目前国内市场汽柴油用量暂无明显波动，9月份市场消费预期虽向好，但在调价利空压制下补库存较为谨慎。

图 5：我国汽、柴油产量（万吨）

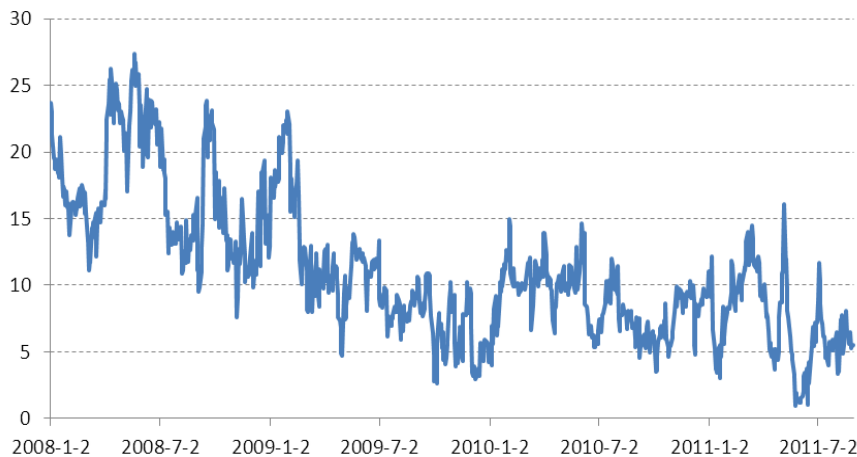


数据来源：wind、民族证券

9月份，国内市场将逐步进入消费旺季，北部沿海休渔期结束，再加上秋收农用油需求增长，汽柴油消费预期向好，若成品油调价落实，市场跌价预期消化完毕后，将开始新一轮补货行情，汽柴油市场有望好转。

2、炼油毛利波动不大

图 6：亚太 Asia/Minas 裂解差价（美元/桶）



数据来源：bloomberg、民族证券

石油加工行业利润在 1-7 月下降了 77.4%，目前亚洲炼厂炼油毛利仍旧较低，保持在 5 美元的水平左右，预计经过 8 月的原油价格下跌之后，毛利会有所回升，目前成品油定价机制中 22 个工作日变化 4% 的条件已经满足，9 月初有下调成品油价格的可能性，目前原油价格有所回落，也是对成品油定价机制进行微调的好时机，如能在这一方面有所动作，将提升炼油类和一体化石油公司估值水平，保证炼油毛利。9 月份炼厂装置停工检修较多，石化原料，如 PX、碳 4 组分的供应会有所吃紧，相关产品 PTA、丁二烯、己二酸上涨概率较大。

（二）消费旺季助推业绩增长

1、原料石脑油价差扩大但需求不旺

由于原油走软，石脑油对布伦特原油期货差价拉宽至 137.40 美元/吨，为自 5 月 16 日以来的最宽差价水平。但是原油期货价格的暴跌使得油品市场转冷，炼厂库存承压价格走跌，石脑油亦是受其拖累。

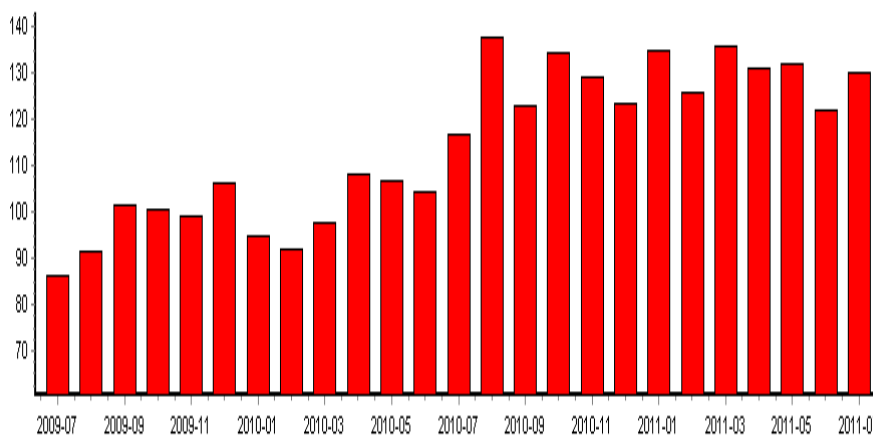
图 7：新加坡石脑油走势（美元/桶）



数据来源：bloomberg、民族证券

2、包装塑料薄膜迎来消费旺季

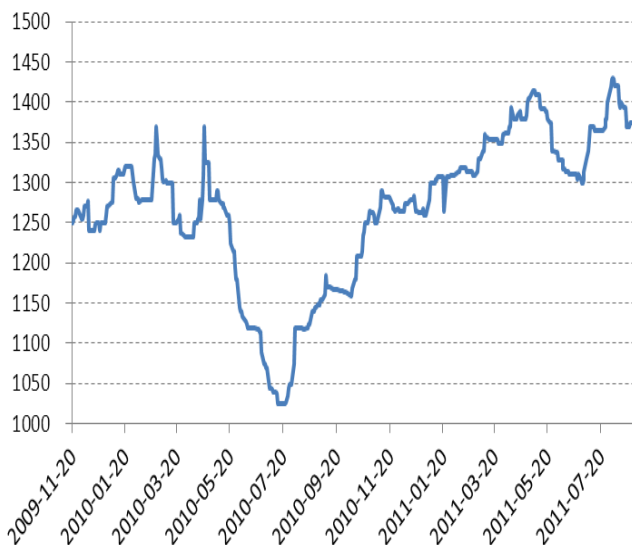
图 8：我国乙烯产量（万吨）



数据来源：wind、民族证券

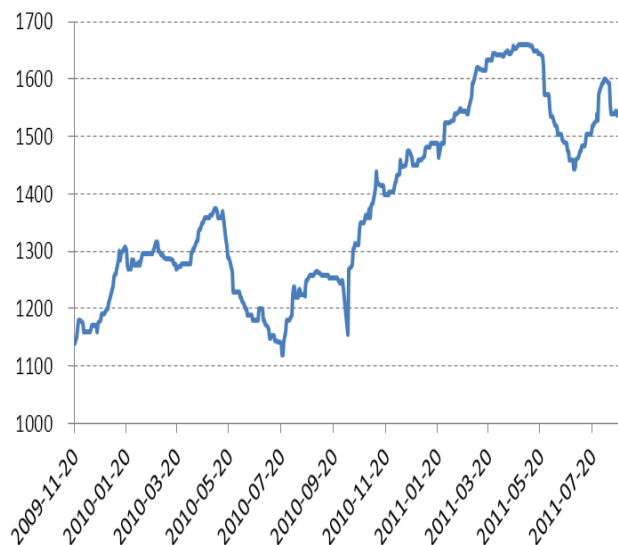
今年以来，我国乙烯产量持续突破了 120 万吨，但是下游产品对乙烯需求仍有很大的缺口，预计今年中国乙烯的缺口将超过 700 万吨，但由于现阶段下游开工率严重不足，这种缺口没有表现在市场之中。

图 9：HDPE 价格(美元/吨)



资料来源：百川资讯、民族证券

图 10：PP 价格(美元/吨)



资料来源：百川资讯、民族证券

装置运行方面，独山子石化、燕山石化、上海赛科仍在全线停车检修阶段，聚乙烯 PE 报价以小幅降价为主；聚丙烯市场价格相对坚挺，价格变化不大，市场涨幅在 100-150 元/吨，涨幅不及丙烯，其成本压力仍然较大。丙烯市场库存较低，现国内开工率多在 5-6 成，且下游接货多为环氧丙烷，环氧氯丙烷厂家，其他下游产品市场低迷。

我们仍然对塑料薄膜给予高度关注，目前工厂方面订单较多，而上游原料报价上涨，膜厂炒作气氛较浓，价格走高，从需求方面来看，夏季水果包装用量开始陆续增加，而中秋节将至月饼包装膜需求量启动，而后期国庆节、圣诞节的消费量都会紧随而至，下半年来看，消费旺季将会持续较长的时间。短期内行情在上游成本支撑及下游需求即将启动的影响下，BOPP、BOPA 等薄膜行情预计将会较为坚挺。

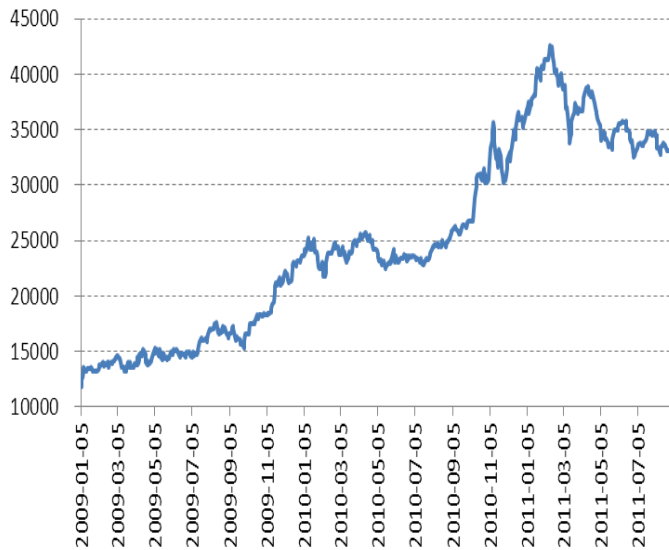
此外对于一些塑料新材料还会是一个高速增长的行业，较为成熟的改性塑料、工程塑料处于替代传统塑料、木材以及金属材料，处于技术研发的锂电薄膜、光电薄膜等产品，如果技术得到一定突破将会实现跨越式发展。代表公司有沧州明珠、大东南。

（三）橡胶价格短期有下跌趋势

东南亚产区降水增多，库存偏低及后期东南亚产区开斋节供应减少预期等利好因素支撑市场。8 月份国内天胶期货市场震荡下挫，现货价格紧随期货走势，美联储可能推出量化宽松政策以及中国股市回升，为市场提供支撑，但是汽车消费意愿正在下降，而且橡胶供应稳定增长，市场可能会小幅下滑。

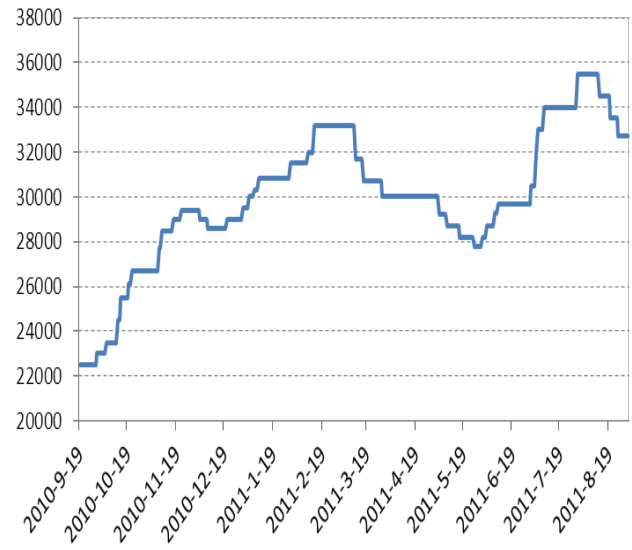
国内丁基橡胶市场价格持稳，燕山石化丁基装置停车小修 4 天，溴化装置待运行，年产 12 万吨的丁二烯装置运行平稳；顺丁橡胶出厂价格大幅度下调 1800 元/吨，目前山东地区部分轮胎厂开工率并不高，原材料有需求缺口，受天胶走势持续弱势和市场看跌心态影响，预计顺丁市场价格持续走弱，密切关注市场价格和天胶走势。

图 11：国内天然橡胶价格(元/吨)



资料来源：百川资讯、民族证券

图 12：顺丁橡胶价格(元/吨)



资料来源：百川资讯、民族证券

上半年，轮胎行业实现利润总额 78.3 亿元，同比增长 8.7%；受天然橡胶等原材料价格上涨影响，行业利润率下降明显，上半年销售利润率 4.18%，同比下降 0.73 个百分点。7 月我国轮胎行业经济运行质量有所提高，产量和效益稳步增长；但仍存在斜交胎比重过高，落后产能偏大等问题。

对于 A 股轮胎上市公司今年将会是较为艰难的一年，上半年我国橡胶轮胎外胎产量 46094 万条，增长 5.2%，较去年减少近 2 个百分点。加之原料成本居高不下，业绩出现下滑毫不意外，投资机会主要看轮胎公司能否在下半年再次提高价格，关注轮胎龙头黔轮胎（000973）。

相对于轮胎企业，我们更看好涉及上游丁二烯、顺丁橡胶等产品的公司，毕竟这些产品国内产能并不充裕，价格也不会有大幅下滑，标的公司有齐翔腾达（002408）、天利高新（600339）。

三、9 月份投资策略：继续关注成长性公司

从各个公司发布的中报来看，大多数公司还处于业绩同比下滑的态势，主要原因在于上半年原材料成本压力较大，加之市场对于外围市场的担忧使得板块缺乏上升动力。我们认为下半年公司业绩环比将会有所改善，个别小行业具有投资机会，维持行业“看好”评级。

我们从以下几方面来把握石化行业的 9 月操作策略：

1、目前大盘蓝筹股估值已经处于低位，中国石油（601857）、中国石化（600028）的股价也处于历史底部，如果大盘反弹，石化双雄将会成为带动指数的排头兵。油田服务装备类公司我们看好以国内市场为主，具有技术优势的公司，如惠博普（002554）、通源石油（300164）。我们认为海油工程（600583）中报虽然仍旧亏损，但业绩已有回升态势，海洋工程市场空间巨大，此时已是布局时机。

2、塑料制品行业与终端消费联系的较为紧密，上游成本下降及下游需求即将启动的影响下，BOPP、BOPA 等薄膜行情预计将会较为坚挺；此外对于一些塑料新材料还会是一个高速增长的行业，锂电薄膜、光电薄膜也是我们关注的重点，如：沧州明珠（002108）、大东南（002263）。

3、轮胎上市公司业绩下滑较大，产业链中上游产品利润率较高，合成橡胶原料丁二烯近2个交易日价格有所下跌，但长期来看随着供应趋紧，未来两月丁二烯价格将保持上涨趋势，齐翔腾达（002408）10万吨丁二烯装置预计明年上半年投产，明显增厚公司业绩。

附录：估值评级表

股票代码	股票简称	每股收益 (EPS)			市盈率 (PE)		2011-8-31 收盘价	目标 价位	投资 评级
		2010	2011	2012	2011	2012			
600028	中国石化	0.82	0.89	0.95	8.27	7.75	7.36	9	增持
002554	惠博普	0.67	0.5	0.75	37.84	25.23	18.92	25	买入
300164	通源石油	1.25	1.1	1.98	31.26	17.37	34.39	42	买入
601857	海油工程	0.02	0.13	0.31	42.54	17.84	5.53	9	买入
002108	沧州明珠	0.69	0.34	0.55	27.82	17.20	9.46	15	买入
002408	齐翔腾达	1.81	1.48	2.71	19.51	10.66	28.88	37	买入
600339	天利高新	0.48	0.83	1.22	15.02	10.22	12.47	16	增持
002068	黑猫股份	0.21	0.37	0.58	38.70	24.69	14.32	18	增持

分析师承诺

齐求实，毕业于中国石油大学，工学硕士。08年12月进入中国民族证券，从事石油石化行业研究分析工作。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn