

兴业证券2009年度投资策略会

机会渐行渐近

——石化行业2009年度投资策略

兴业证券研发中心

方磊 裴力军

2008年11月



投资要点

- 国内石化行业在08年经历了最困难的时期后，09年将呈现见底回升的态势。
- 国际油价已经大幅下跌到合理范围内，短期内可能会继续探底，但长期依然看涨。
- 国内能源价格改革步伐将加快，中石油、中石化的价值将逐渐和油价正相关，其长期投资机会可能会随油价的见底而出现，我们认为这个时点可能会出现在09年的下半年。
- 上下游一体化的石化二巨头09年的业绩可能会负增长，但幅度很小，目前的主要问题是估值偏高。
- 重点推荐公司
 - 中石油、中石化、中海油H股、中海油服、海油工程

目录

- 石化行业长期趋势判断
- 2008年石化行业回顾
- 2009年石化行业展望
- 石化行业投资策略
- 重点公司详解

石化行业长期看好

- 原油资源是有限的。
 - 过去10年，除OPEC和前苏联地区外，全球原油探明储量均在下降。
 - 非OPEC国家的储量仅够全球用10.6年，且未来2年供应增长乏力。
- 原油将越来越集中，供应风险逐步加大。

图1：全球原油储量、产量的地区分布

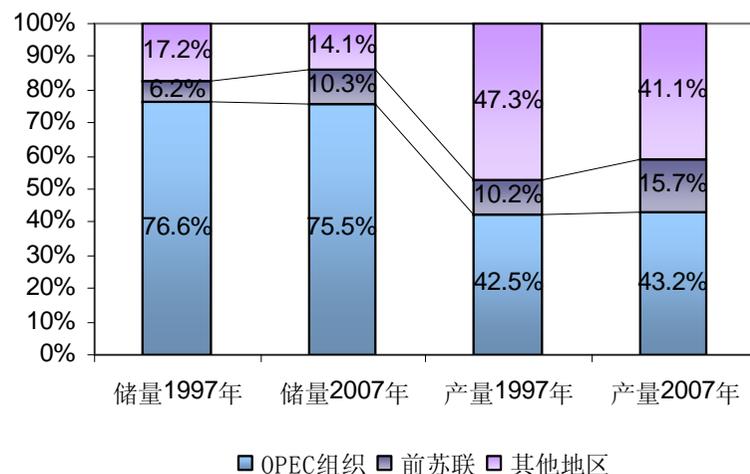
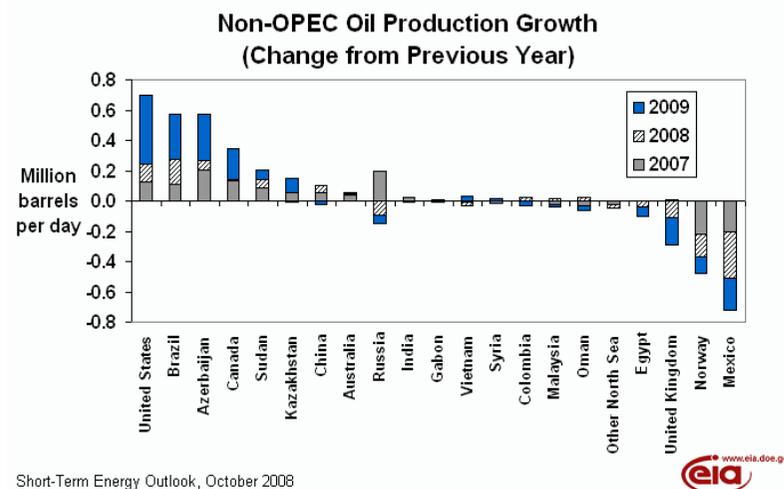


图2：非OPEC国家原油供应增长情况



油价长期必然看涨

- 全球储产比稳中有降。
 - 储产比一直在40左右徘徊，全球原油生产峰值或将已过。
- 中国的原油需求的潜力还很大。

图3: 全球原油储产比情况

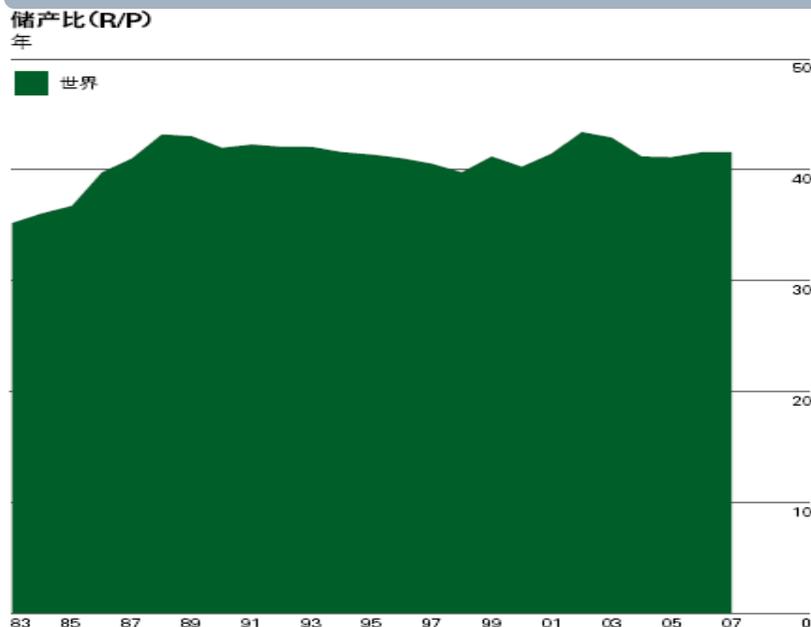
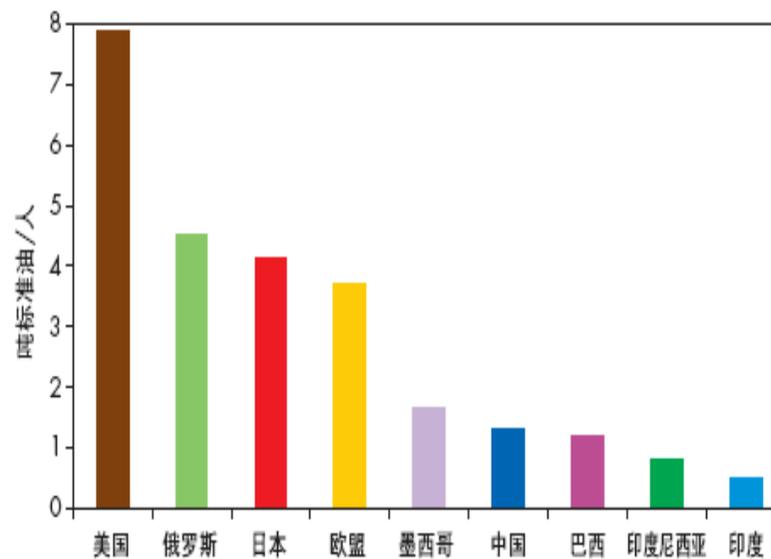


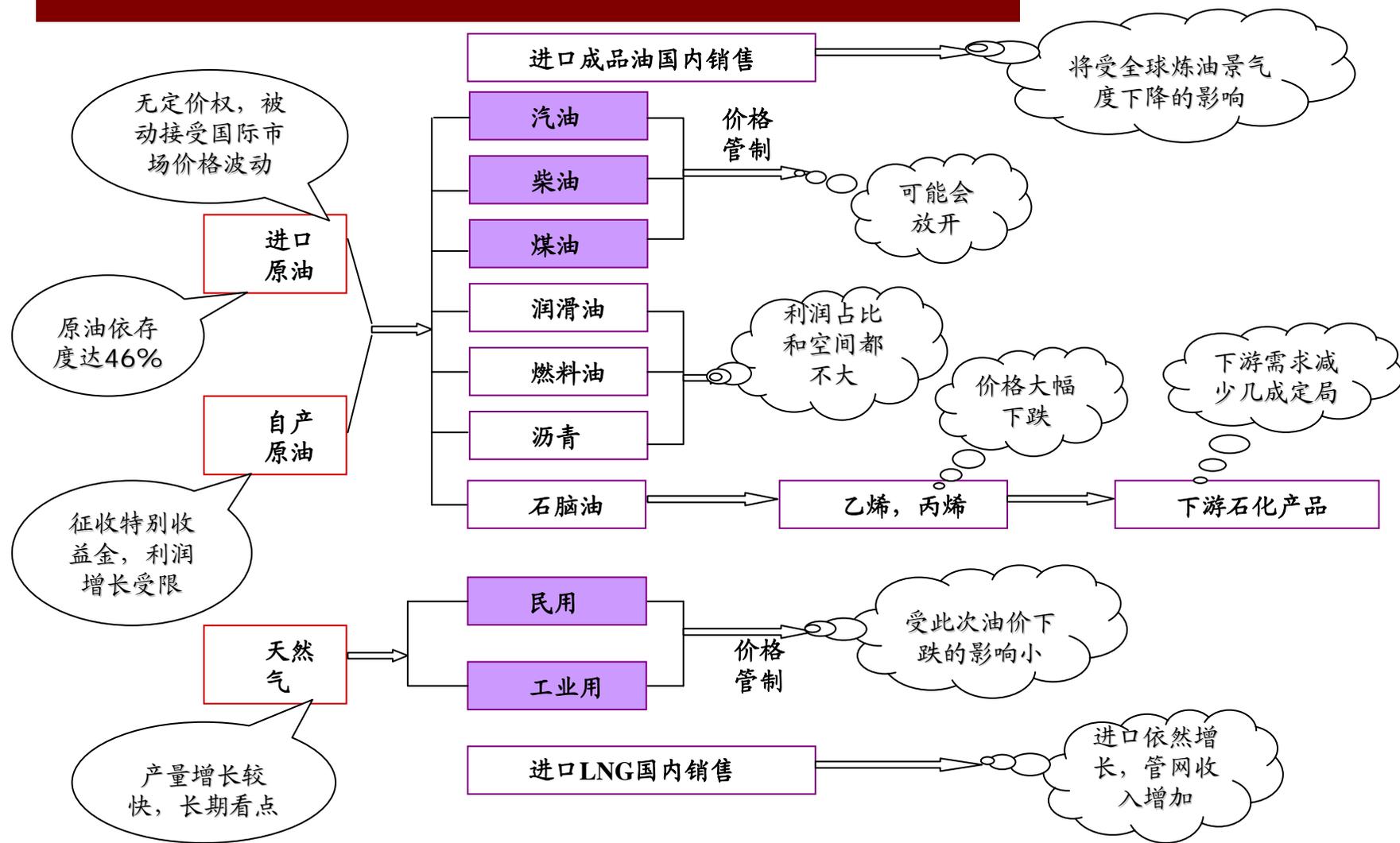
图4: 全球人均能源消费对比



目录

- 石化行业长期趋势判断
- 2008年石化行业回顾
- 2009年石化行业展望
- 石化行业投资策略
- 重点公司详解

国内石化行业诸多环节受到管制



采油炼油两重天

- 油气开采行业收入和利润保持较快的增长。
- 炼油行业收入增速下降，前3季度亏损严重，4季度有所好转。

图5：国内原油和天然气开采行业情况

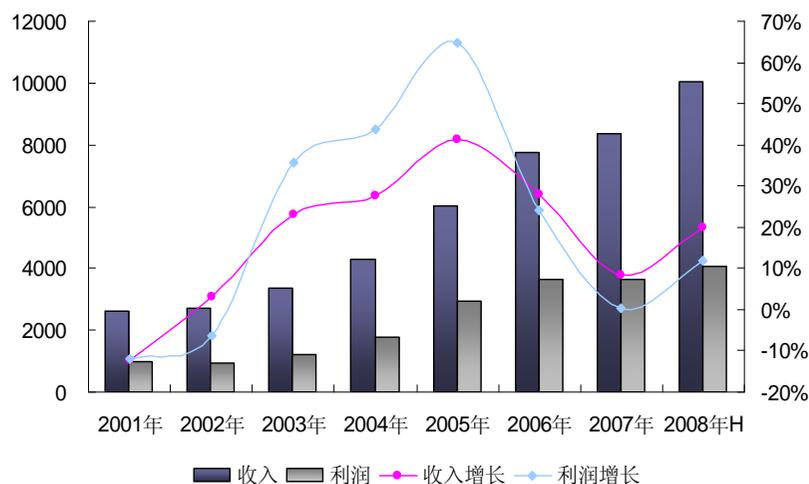
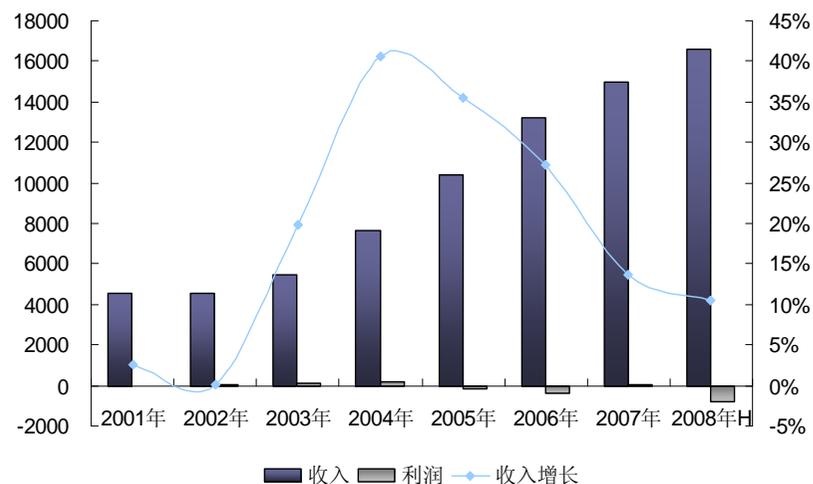


图6：国内精炼石油产品行业情况（亿元）



油气开采利润增长受政策制约明显

■ 油气开采利润率逐渐下滑。

- 成本上升较快。
- 特别收益金的征收。

图7：油气完全开采成本（不含特别收益金，美元/桶）

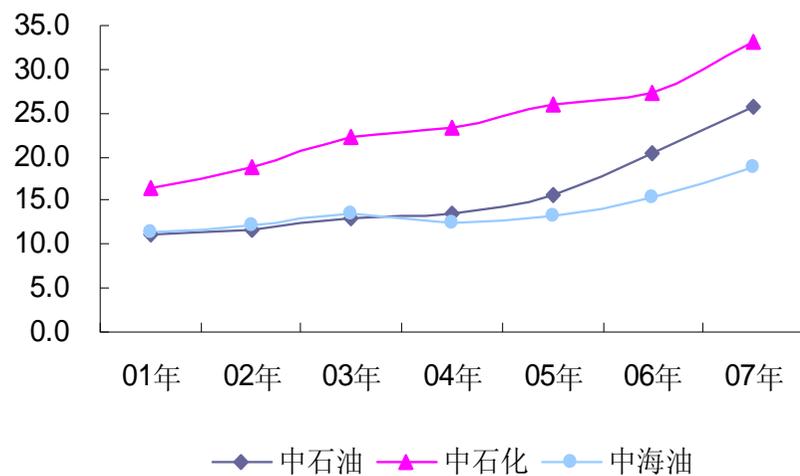
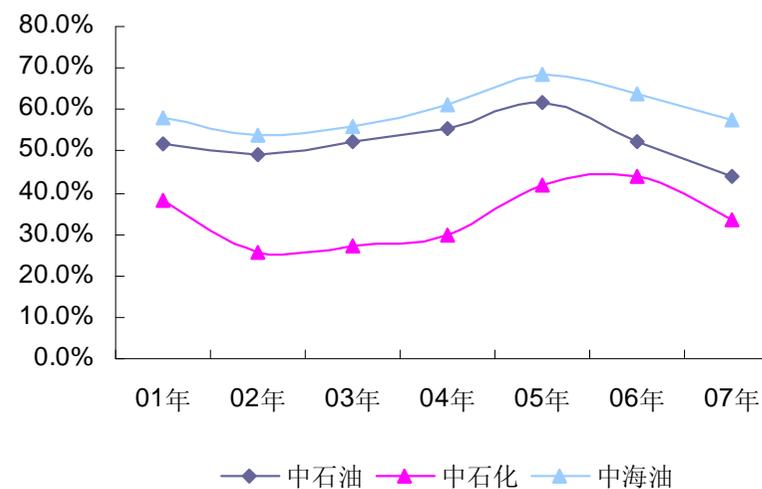


图8：三大石油公司油气开采利润率

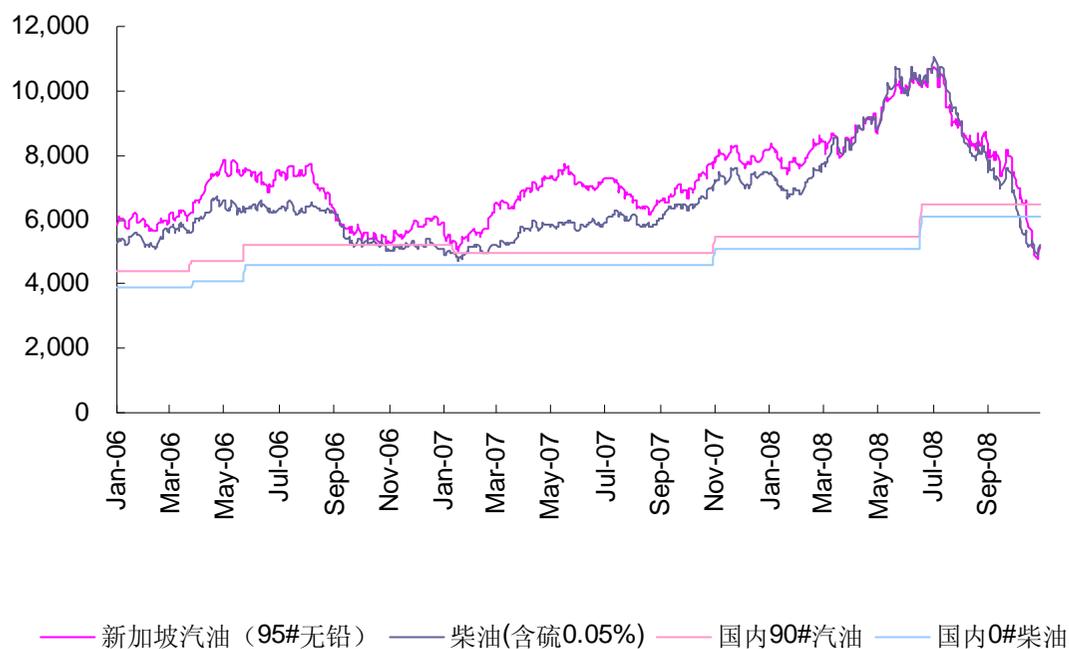


成品油价格倒挂现象逆转

■ 国内成品油价格已经高于国外。

➤ 下调成品油价格还是一次性接轨？

图9：国内外成品油价格对比（元/吨）



基础化学品价格暴跌，景气周期结束

- 基础化学品价格暴跌的原因。
 - 油价下跌。
 - 下游需求骤减。
- 中东地区2300万吨左右的乙烯和聚烯烃产能投放后对国内的冲击不容忽视。
 - 中东本地新增需求不超过400万吨，剩余石化产能以亚太地区为主要出口对象。

图10: 烯烃价格大幅下跌 (韩国FOB, 美元/吨)

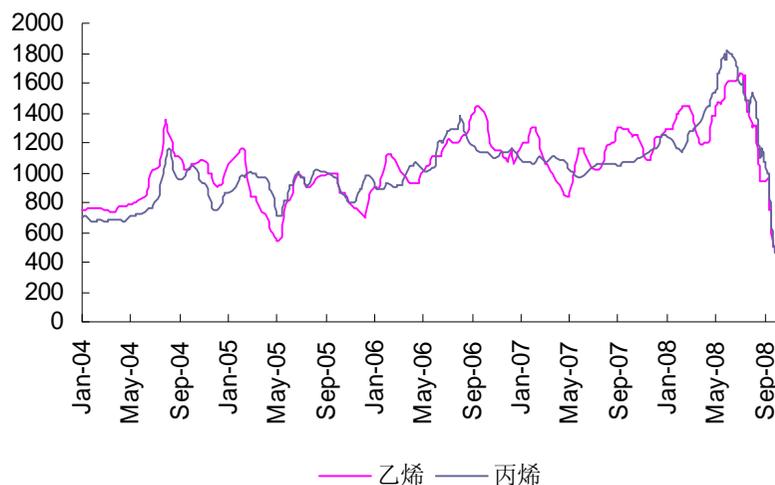
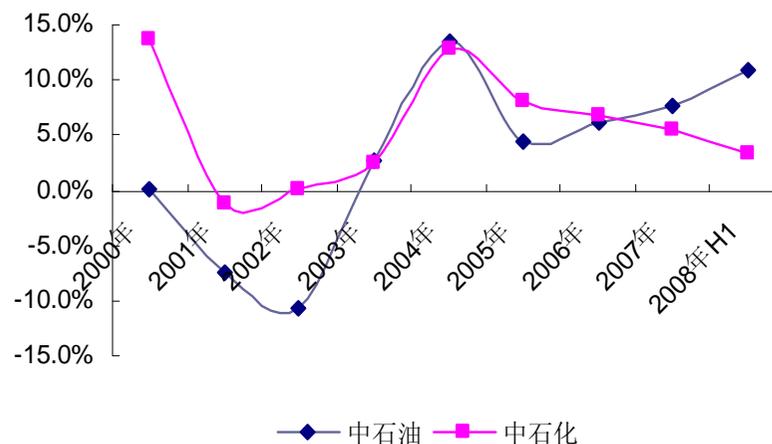


图11: 石油公司化工业务利润率 (EBIT/收入)



目录

- 石化行业长期趋势判断
- 2008年石化行业回顾
- 2009年石化行业展望
- 石化行业投资策略
- 重点公司详解

经济下滑导致油价理性回归

- 经济下滑明显，影响原油需求。
 - 受次贷危机影响，全球09年经济增长将减少到4%以下。
- OECD国家原油需求开始负增长。
 - 美国原油需求量连续3个季度开始下滑，08Q2比07Q3下降了近100万桶/日。

图12: 全球原油需求结构

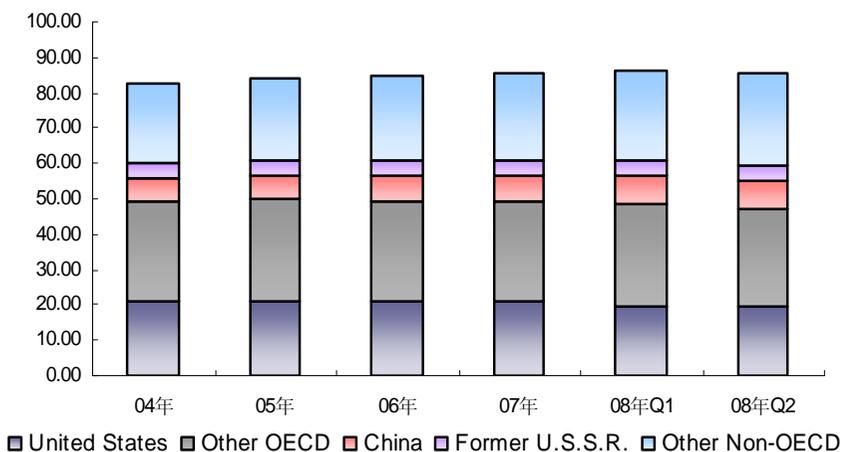
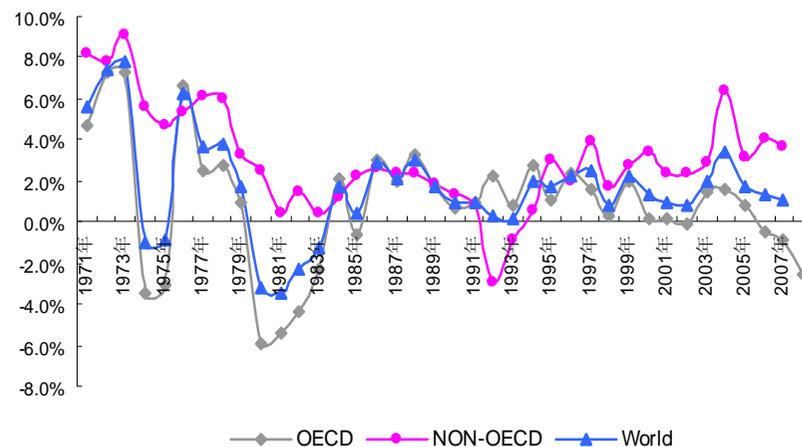


图13: 全球原油需求增长变化



经济下滑导致油价理性回归

- 以中国为代表的新兴国家经济增长开始减速。
 - 国内原油需求增量有所下滑。
- 全球供需紧张局面开始转变。
 - 08年2季度，全球原油供应为8578万桶/日，近2年来首次超过原油需求总量。

图14: 国内原油需求增长情况

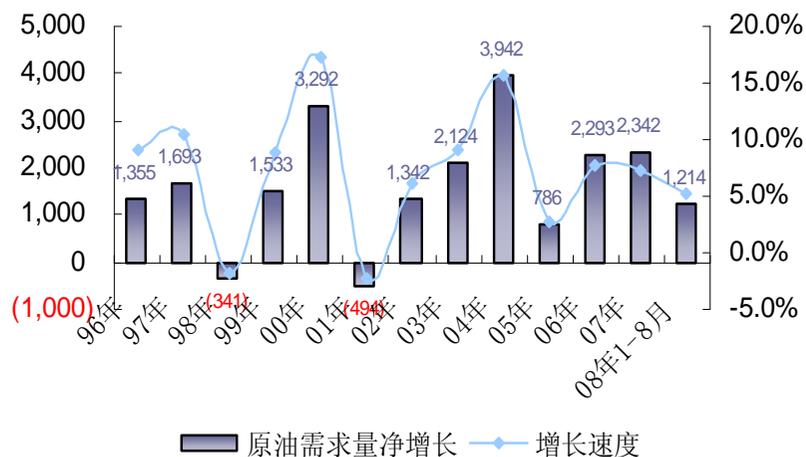
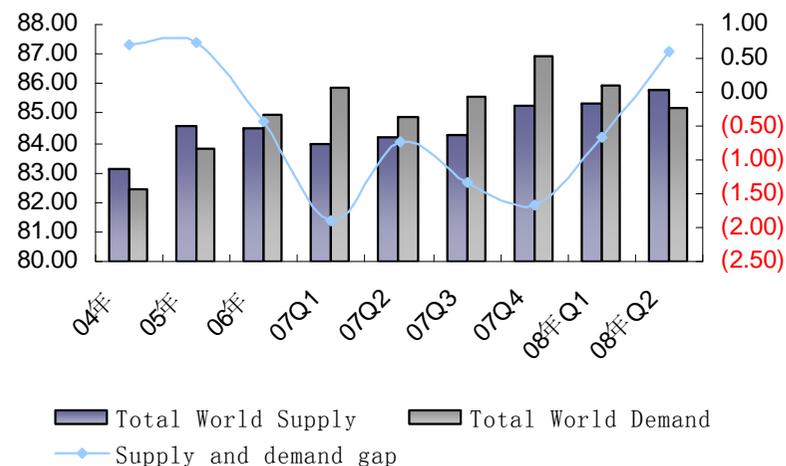


图15: 全球原油供需状况 (百万桶)



原油供应逐渐充沛

- OPEC剩余产能逐渐回升。
 - OPEC两次减产，合计200万桶/日。
- OECD国家原油库存持续增加。

图16: OPEC剩余产能

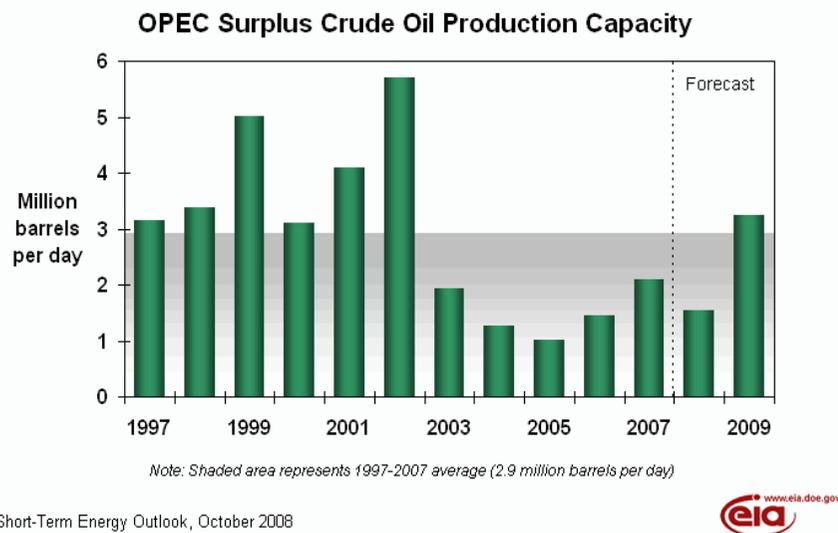
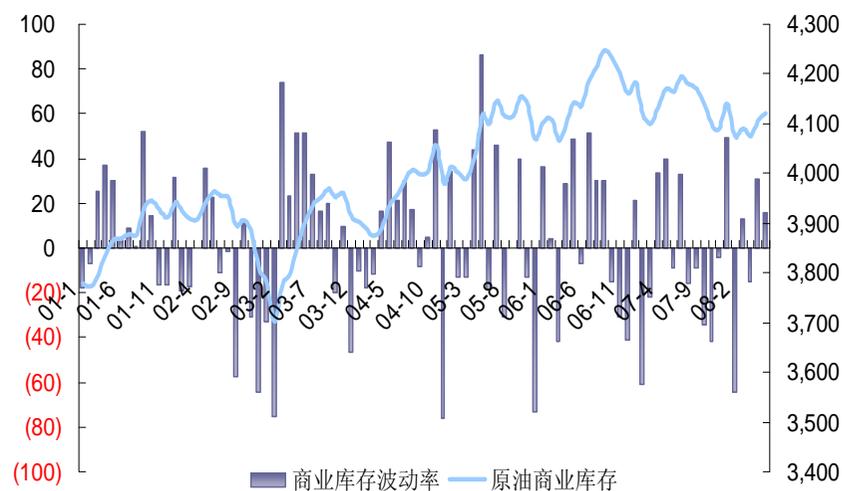


图17: OECD国家石油库存历史情况 (百万桶)



本轮油价暴涨原因的探讨

■ 直接原因

- 原油供需长期处于紧平衡状态。
- 美元贬值导致投机资金炒作。

■ 根本原因

- 全球经济发展遭遇资源瓶颈。

图18: 美国能源消费在GDP中的比例

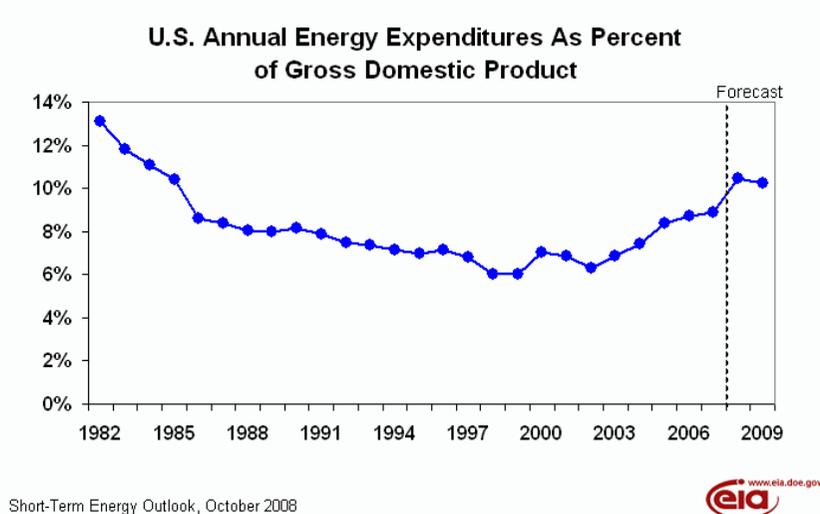
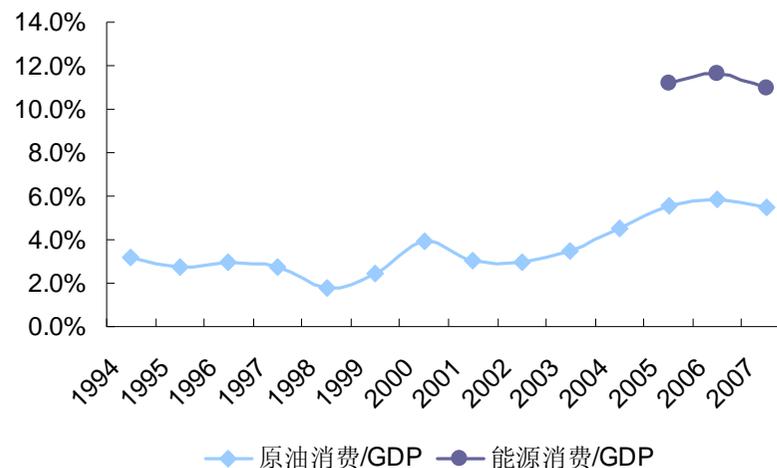


图19: 中国能源消费占GDP的比重



油价或将先抑后扬

- 原油和黄金的比价关系已进入合理范围。
- 美国救市造成的美元流动性泛滥是未来做多的动力。
- OPEC可能会再度减产。

图20: 原油和黄金的比价关系 (盎司/桶)

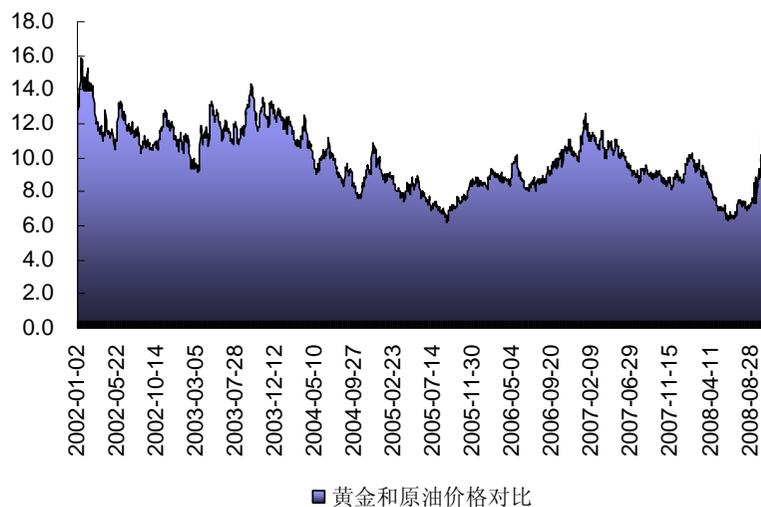


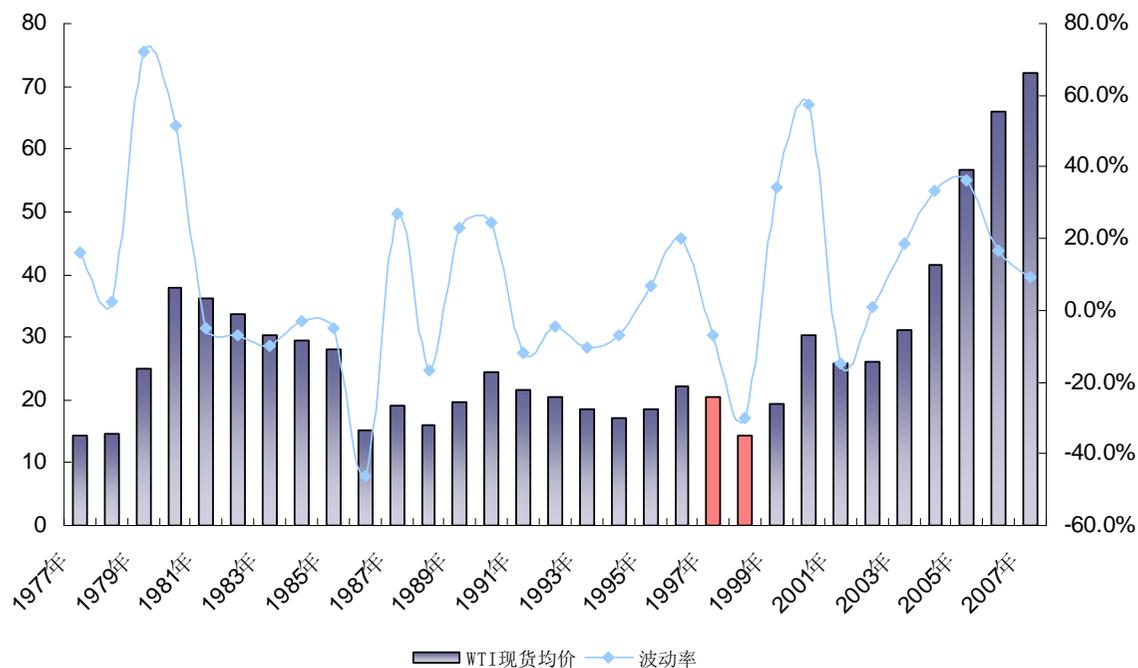
图21: 油价和美元汇率的关系



我们对09年油价的判断

- 97亚洲金融危机后的1年，原油均价下跌30%以上。
- 未来油价可能会有1年左右的低迷期，也不排除下探到40美元/桶的可能，但不会持续很久。
- 原油的长期合理价格应该在60-100美元/桶。

图22: 国际油价历史走势 (美元/桶)



天然气——确定的亮点

- 产量增长快，资源潜力大。
 - 国内天然气储采比是原油的1倍以上。
 - 龙岗气田和普光气田将逐渐释放产量。
- 国内气价受到管制，和原油相比依然便宜。

图23: 三大石油公司天然气产量增长 (亿立方米)

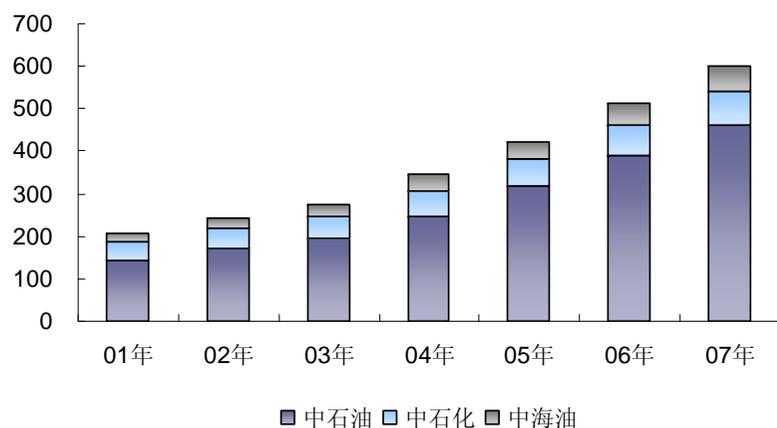
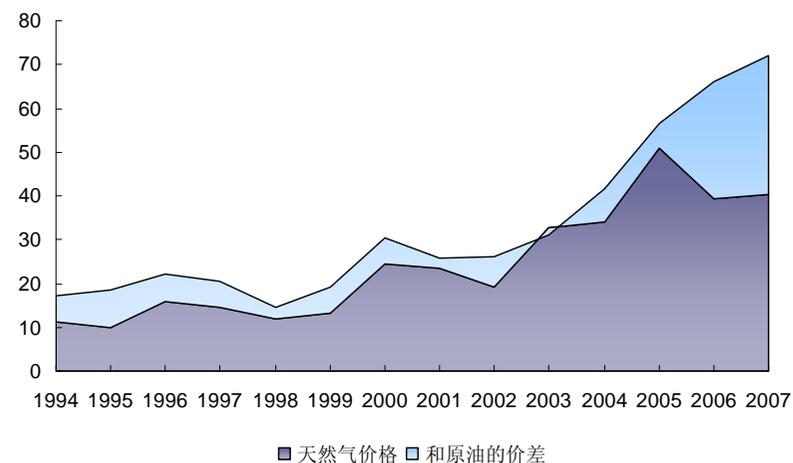


图24: 油、气价格对比 (等热量, 美元/桶)



国内成品油消费增长将放缓

- 汽车消费增长量开始下降。
- 汽车保有量的增加对成品油消费的边际贡献逐渐降低。

图25: 国内汽车产量增长情况 (万辆)

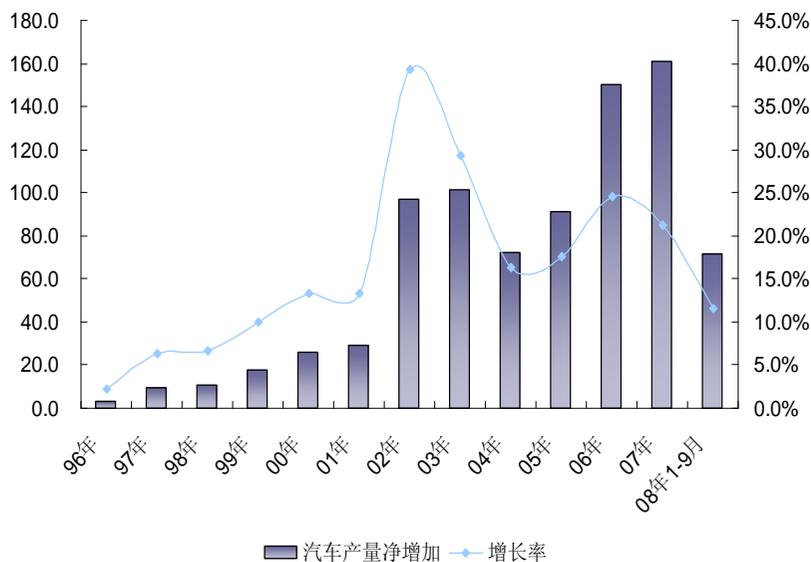
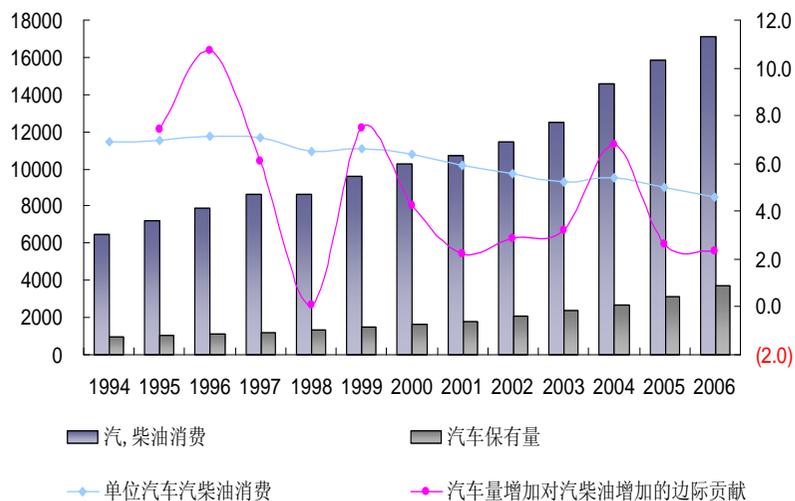


图26: 汽、柴油消费和汽车保有量的关系



全球炼油景气度在下滑

- 全球炼油行业的黄金时代渐渐远去。
- 在成品油管制时代，炼油很难有暴利。

图27：全球炼油毛利的情况

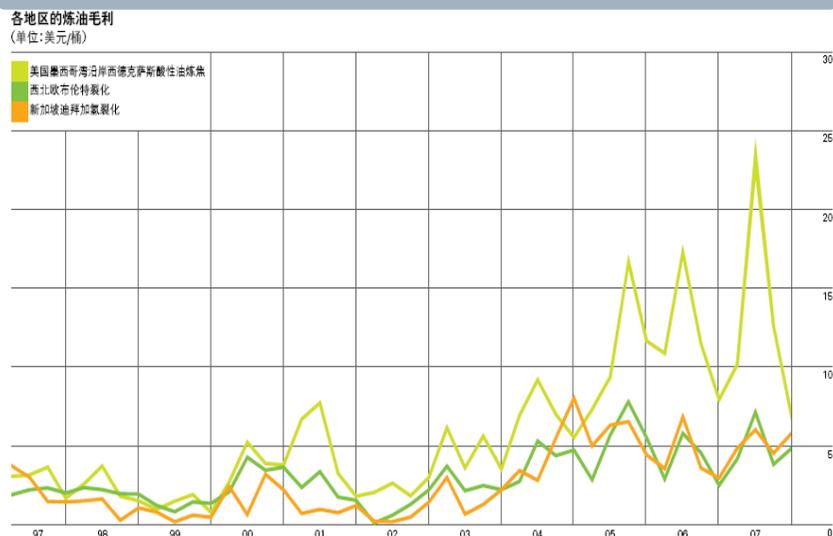
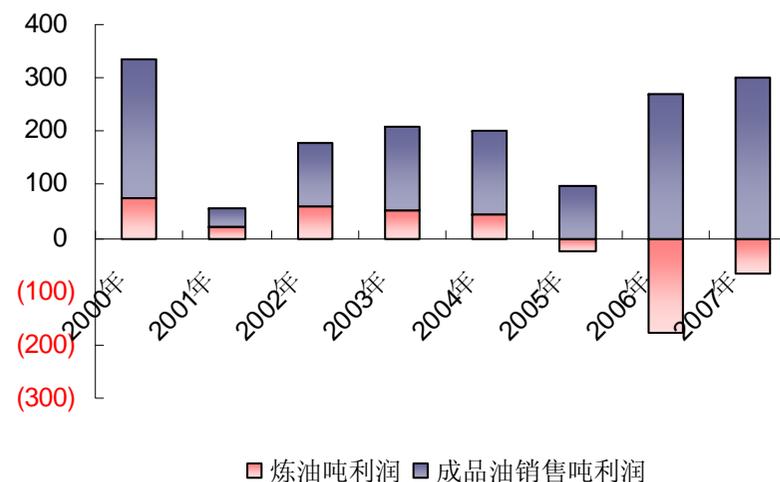


图28：中石化炼油、营销利润情况（元/吨）



炼油能改善，但不能太乐观

- 06-07年新建的炼油产能将逐渐释放。
- 即使国内成品油市场化定价政策推出后，对炼油的利润也不能过于乐观。

图29: 国内汽、柴油消费增量(万吨)

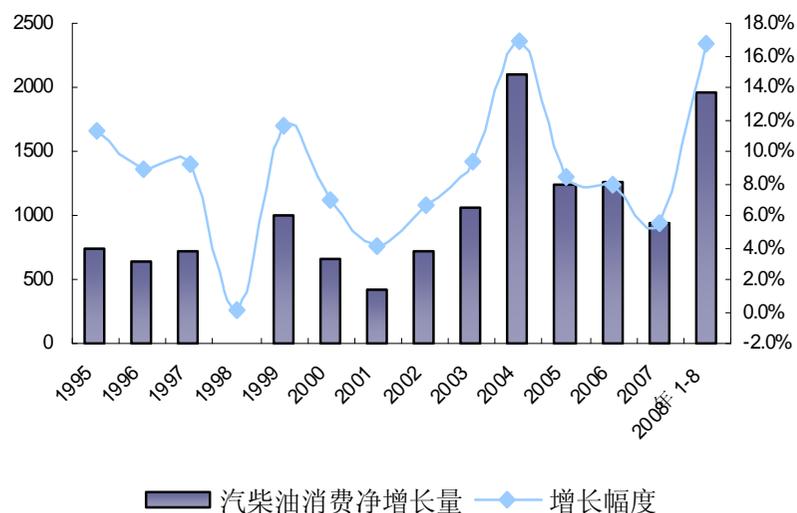


表1: 国内炼油产能扩张情况

公司	炼油产能(万吨)	投产时间
中石油-抚顺	250	2008年
中石油-广西钦州	1000	2009年
中石油-独山子	1000	2009年
中石油-四川彭州	1000	2010年
中石化-青岛	1000	2008年
中石化-天津	800	2008年
中石化-福建	800	2009年
中石化-武汉	300	2010年
中海油-惠州	1000	2008年
合计	7150	

理顺能源价格的相关政策何时出台？

■ 有利政策

- 成品油和天然气价格放开。
- 成品油价格的管制与节能减排政策严重矛盾，市场化过程将加速。
- 天然气价格与国际接轨也是必然趋势。

■ 不利政策

- 天然气资源税的开征。
- 燃油税开征或将提高成品油的实际售价。

三大石油公司主要生产数据预测

表2：三大石油公司主要生产数据对比

年度	中石油		中石化		中海油	
	2007	2009E	2007	2009E	2007	2009E
原油产量(亿吨)	1.14	1.22	0.41	0.44	0.18	0.38
天然气产量	543	685	81	105	72	126
炼油量(亿吨)	1.12	1.31	1.55	1.79	-	-
成品油销售量(亿吨)	0.78	0.91	1.19	1.33	-	-

估值的压力——A/H溢价依然很高

- 石化行业的A/H溢价明显高于银行业。
- 石化H股已具备投资价值。

图30: 石化行业A/H股溢价率对比

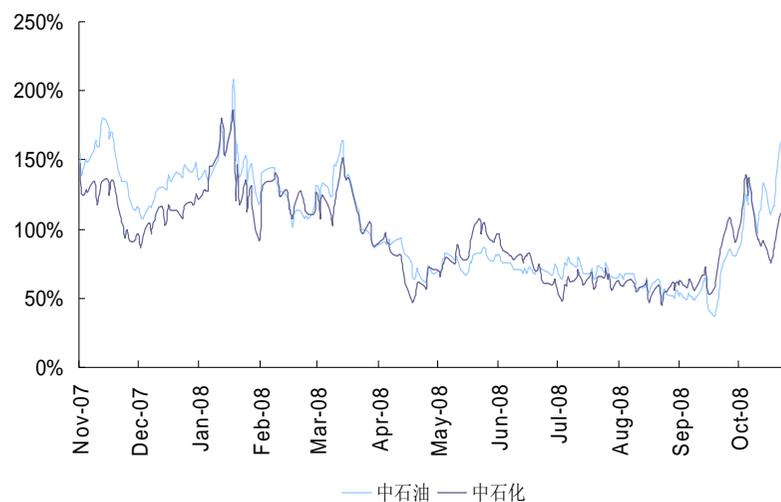
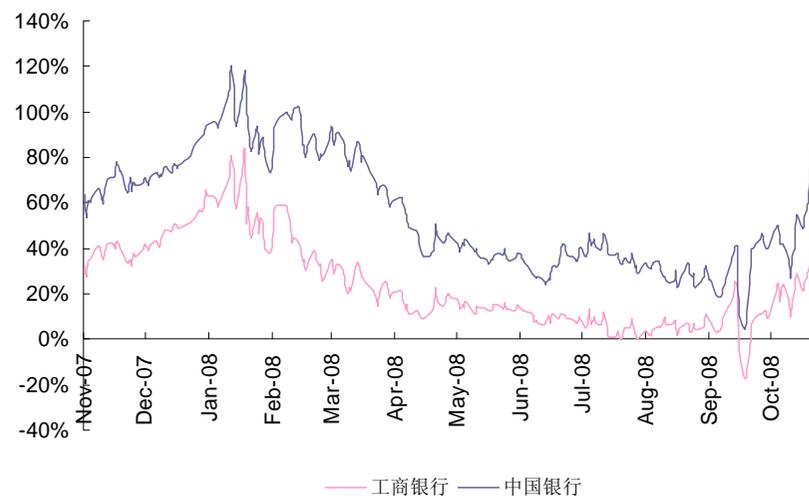


图31: 银行业A/H股溢价率对比



和国际石油公司的估值比较

表3: 三大石油公司的国际估值比较

代码	公司	单位	股价	07PE	08PE	09PE	ROE	PB
601857	中国石油	人民币	10.29	13.7	16.6	18.7	19.9%	2.7
600028	中国石化	人民币	6.67	10.6	18.5	20.2	18.2%	1.9
0883.HK	中海油H	人民币	6.61	9.1	6.7	11.3	25.8%	2.0
XOM	Exxon	美元	77.49	10.5	8.2	7.8	33.4%	3.3
RDSa.L	Shell	英镑	17.59	6.4	6.5	6.4	25.3%	1.5
BP.L	BP	英镑	5.32	9.1	6.4	6.5	22.3%	1.8
CVX	Chevron	美元	78.19	8.9	6.3	6.1	24.2%	2.1
TOTF.PA	Total SA	欧元	44.50	7.6	7.0	7.6	29.4%	2.3

注：股价为08年11月3日收盘价

目录

- 石化行业长期趋势判断
- 2008年石化行业回顾
- 2009年石化行业展望
- 石化行业投资策略
- 重点公司详解

石化双雄是长线投资品种

- 从长期投资角度来看，石化行业已经具备投资价值，尤其是H股已具备足够的安全边际，从投资角度来看，只输时间，不输成本。
- 随着国内能源定价机制的完善，石化双雄的价值将逐渐和油价正相关。我们预测09年的国际油价可能会先抑后扬，随着油价的见底回升，09年下半年有望迎来石化行业最佳的长期投资买点。
- 关注S上石化因为油价下跌和中石化可能回购所带来的交易性机会。

油服与海工——成长遭遇短期压力

- 和石化双雄相比，中海油成长性比较突出，油服和海工将伴随中海油走向世界。
- 三家公司专注于上游油气开采，和一体化的中石油、中石化相比，受经济周期影响相对较大。
- 短期的成长性将遭受一定压力。

目录

- 石化行业长期趋势判断
- 2008年石化行业回顾
- 2009年石化行业展望
- 石化行业投资策略
- 重点公司详解

重点公司业绩预测与投资评级

表4: 08-10年重点石油石化类公司业绩预测及投资评级

上市公司	08-11-3 收盘价	EPS(元)				PE				投资评 级
		07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	
中石油A	10.29	0.75	0.62	0.55	0.71	13.7	16.6	18.7	14.5	推荐
中石化A	6.67	0.63	0.36	0.33	0.54	10.6	18.5	20.2	12.4	推荐
中海油服A	9.64	0.54	0.72	0.68	0.90	17.9	13.4	14.2	10.7	推荐
海油工程A	12.46	0.56	0.60	0.71	0.88	22.3	20.8	17.5	14.2	推荐
中石油H	5.92	0.79	0.66	0.59	0.75	7.5	9.0	10.0	7.9	推荐
中海油H	6.57	0.72	0.98	0.58	0.81	9.1	6.7	11.3	8.1	推荐
中石化H	4.71	0.62	0.36	0.33	0.54	7.6	13.1	14.3	8.7	推荐
中海油服H	4.38	0.54	0.72	0.68	0.90	8.1	6.1	6.4	4.9	推荐

中国石油（601857，0857.HK）

- 国内最大的油气生产商，资源潜力大。07年底的原油和天然气储量分别为15.9亿吨、16170亿立方米，在国际上仅次于埃克森美孚。
- 未来油气产量保持较快速度增长。2010年后南堡油田有望贡献1000万吨产量，年均增长将保持2%以上，此外集团在海外拥有的原油权益产量约3000万吨。天然气方面，在龙岗气田达产后，能贡献250-300亿立方米的产量，年均增长将保持在18%以上。
- 公司中下游发展潜力巨大。07年公司炼油量为1.12亿吨，略低于原油产量。随着广西钦州、四川彭州等千万吨炼厂的建成，2010年前后有望增长到1.42亿吨，超过其原油产量，成为真正的上、下游一体化公司。
- 2010年后，公司资源所决定的价值将充分体现。预计2010年前后影响公司业绩的政策因素将基本消失，而海外资产的注入也很有可能完成。

表5：中石油盈利预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
收入(百万元)	835,037	997,466	1095,038	1,256,753
净利润(百万元)	134,574	110,936	101,596	130,582
净利润增长率(%)	-1.2%	-17.3%	-11.2%	29.1%
EPS(元)	0.75	0.62	0.55	0.71

中国石化 (600028, 0386.HK)

- 国内第二大油气生产商。公司07年底的原油和天然气储量分别为4.26亿吨、1793亿立方米，未来大幅增加将依靠海外资产的注入和新油田的发现，普光气田在达产后将贡献80-100亿立方米产量。
- 炼油和营销方面的竞争优势突出。公司是国内最大的炼油商，07年原油加工量和成品油销售量分别为1.56亿吨、1.19亿吨，分别是中石油的1.38倍和1.4倍，未来新项目加上集团注入的800万吨炼油能力，2010年总炼油量有望达到1.93亿吨。
- 成品油的市场化对其是巨大的利好，是判断其投资价值的最重要因素。我们认为中石化是成品油价格放开的最大受益者公司72%以上的原油从国际市场进口，因此受国际原油价格影响较大，业绩波动性也较大，其上游小、下游大资产结构特点决定了它的盈利能力难以超过中石油。

表6: 中石化盈利预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
收入(百万元)	1,204,843	1,338,062	1,487,752	1,607,976
净利润(百万元)	54,947	35,547	29,421	47,662
净利润增长率(%)	5.49%	-42.8%	-9.2%	63.6%
EPS(元)	0.63	0.36	0.33	0.54

中国海油（0883.HK）

- 纯粹的油气开采商，产业链短。中海油是我国最大的海上油气开采企业，将受益于国内海洋广阔的的勘探前景。但和中石油、中石化相比，公司产业链最短，业绩和油价波动性高度相关。
- 未来3-5年内有望再造1个中海油。公司07年的油气储量为26亿桶油当量，折合3.54亿吨。根据公司的十一五计划，2010年原油和天然气产量将分别达到3800万吨、136亿立方米，比07年分别增长106%、113%。
- 公司规模小，存在爆发式增长的可能，持有中海油等于持有原油期货。公司的油气资源长期看涨，持有中海油相当于持有一笔巨大的原油期货合约。而且公司油气规模较小，一次大的油气发现就可以大幅度提高公司价值，存在爆发式增长的可能。

表7：中海油盈利预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
收入(万元)	90,722	129,110	79,688	105,162
净利润(万元)	31,258	42,382	25,174	34,763
净利润增长率(%)	1.07%	35.6%	-40.8%	39.6%
EPS(元)	0.72	0.98	0.58	0.81

中海油服（601808，2883.HK）

- **核心竞争力突出。**强大的一体化综合服务能力、突出的成本领先优势以及较强的技术优势是公司的竞争优势。
- **海外业务的增长是公司发展的另一个发动机。**公司计划在2010年左右将海外业务在总收入中的占比从目前的18%提高到30%以上。
- **油价的回落使公司成长遭遇短期烦恼。**油价的回落将使全球勘探投资有所放缓，这是对公司不利的方面。
- **收购挪威AOA公司时机不好。**收购发生在油价暴涨的时候，溢价偏高，对公司未来的财务压力较大。

表8：中海油服盈利预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
收入(万元)	905,956	1,202,183	1,46,933	1,907,516
净利润(万元)	214,991	324,467	306,826	405,807
净利润增长率(%)	90.59%	50.9%	-5.6%	32.3%
EPS(元)	0.54	0.72	0.68	0.90

海油工程 (600583)

- 公司受益于中海油勘探开发支出的大量增加。公司目前90%以上的业务来自中海油，将明显受益于中海油油气开采扩张的过程。
- 深水项目和LNG和炼化等中下游项目是公司进一步成长的重要驱动力，而潜在的海外业务是公司的长期看点。中海油将逐渐由一个纯粹的上游勘探开发企业向综合性能源公司转变，必将加大深水油气勘探、LNG和炼化等领域的投入，这些将是公司未来的新市场。
- 油气价格的回落可能会影响公司短期成长性。公司09年后产能将快速投放，但由于油气价格的回落影响勘探投资的增长，业绩成长短期受阻。

表9: 海油工程盈利预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
收入(万元)	603,034	802,214	950,723	1,200,638
净利润(万元)	107,583	115,082	134,876	167,302
净利润增长率(%)	21.51%	6.9%	18.3%	23.9%
EPS(元)	0.56	0.60	0.71	0.88

欢迎交流

兴业证券研发中心 方磊 裴力军

(021) 68419393-1014

(021) 68419393-1271