

研究发展中心

翁健

0755-82940792

wengjian@ccs.com.cn

2005 年 3 月 28 日

石化企业2季度盈利恐环比下降

——石化行业2季度策略报告

投资评级：中 性（上次：推荐）

重点公司盈利预测和投资评级

公司	04EPS	05EPS	06EPS	前次评级	本次评级
中国石化	0.39	0.48	0.51	强烈推荐 -A	谨慎推荐 -A
上海石化	0.55	0.59	0.59	谨慎推荐 -A	中性-A
扬子石化	1.91	1.75	1.71	谨慎推荐 -A	谨慎推荐 -A
齐鲁石化	0.69	1.01	0.86	谨慎推荐 -A	中性-A

资料来源：招商证券

石化板块52周相对走势



资料来源：招商证券

相关报告

石化行业 2005 年月度跟踪报告（1、2 月）	050202
石化行业 2005 年投资策略报告	041215
中国石化对北京燕化实施私有化	041230
石脑油调价令齐鲁石化很受伤	050107
齐鲁石化税率上调……	041217

行业动态

- 在 OPEC 增产的同时，原油价格创出新高，市场需求和投机炒作都非常旺盛，估计目前主要油田已满负荷生产，增产空间不大，预计油价将上涨至抑制全球经济增长（或能源消费）的价格。
- 国内前两月进口原油减少 12.8%，但加工量仍然增长 6%，消耗的库存原油将必须在今后几个月得到补充，这将推动原油价格上涨。
- 受限价政策影响，国内汽柴油价格大幅低于国际水平，若 4 月不上调柴油价格，国内炼油业将出现亏损，今年炼油毛利大幅上涨预期将难以实现。
- 汽柴油限价客观上鼓励了能源消费，增加了我国原油进口量，从而也促进国际油价上涨。
- 近期乙烯毛利走势与油价相反，甚至创出去年 8 月以来新低，我们认为原油-炼油-石化行业的利润正在进一步向上游集中，炼油和原油开采利润率可能还要继续提升。同时 2 季度投产的 150 万吨/年乙烯产能也将对乙烯毛利产生不利影响。

投资建议

- 我们暂时维持各公司盈利预测，调低行业评级至中性，调低了中国石化、上海石化和齐鲁石化投资评级，年报或 1 季报披露前后可能是较好的卖出机会，而 2 季度中可能出现较好的买入点。

目录

一、原油价格将继续高企，限价使炼油毛利难以提升	3
OPEC 增产无奈油价再创新高	3
前两月我国原油进口量回落，但全年不会低于 2004 年	3
国内炼油毛利大幅上涨预期难以实现	4
二、石化产品在盈利高峰徘徊，警惕 2 季度回落	5
三、市场表现	7
四、重点公司盈利预测及投资评级	8

图表索引

图 1. 国际油价与欧元/美元汇率走势	3
表 1、原油进口量及对外依存度（万吨）	4
图 2、国际炼油毛利维持高位（美元/桶）	5
图 3、乙烯毛利仍维持高位（美元/吨）	6
表 2、原油、成品油与主要石化产品价格变动	6
图 4、石化指数与上证指数对比	7
表 3、石化股 1 季度市场表现	7
表 4 重点公司盈利预测及投资评级	8

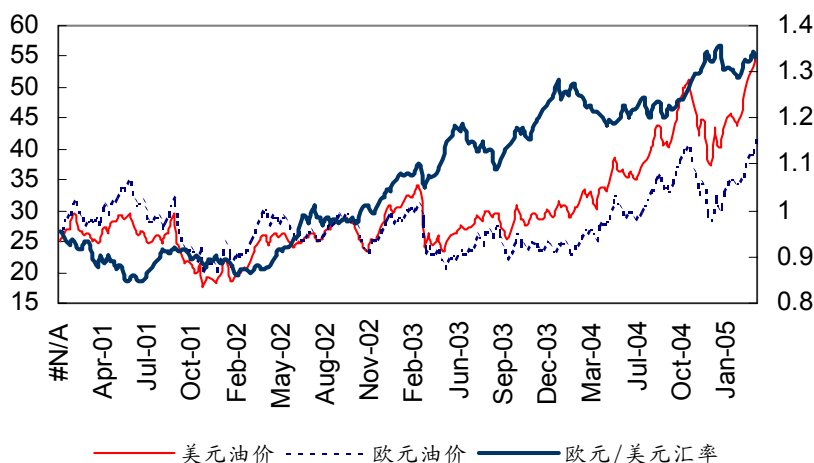
一 原油价格将继续高企，限价使炼油毛利难以提升

OPEC 增产无奈油价再创新高

3 月份，在 OPEC 再次增产原油 50 万桶/日的同时，WTI 和布伦特原油价格纷纷创出历史新高，其中 WTI 最高收盘价达到 56.72 美元/桶，较去年平均价上涨 36.7%，三月份 WTI 均价为 54.8 美元/桶，也创出了最高单月均价。1 季度 WTI 均价为 50 美元/桶，同比上涨 42%，较去年均价上涨 20.5%，较我们的预期高 11%。目前我们还看不到有回调的迹象，即使 OPEC 增产也无济于事。

高油价似乎还未对全球经济产生明显的负面影响，国际能源署（IEA）再次上调了 2005 年全球原油需求量，同比增加 182 万桶/日，达到 8430 万桶/日，增幅达 2.2%。面对如此高企的原油价格和暴利诱惑，相信现有原油产能已经发挥至最大，继续增产空间很小，发现大型油田或替代能源的可能性也不大，因此，除非全球需求下降或美元升值才能促进原油价格下降，换句话说，只有原油价格上涨至抑制全球经济增长（或能源消费）的情况下才会停止。

图 1. 国际油价与欧元/美元汇率走势



资料来源: Bloomberg

前两月我国原油进口量回落，但全年不会低于 2004 年

2005 年 1、2 月原油进口 1817 万吨，同比 12.8%，环比下降 21.7%，这是不是意味着国内原油需求量下降呢？显然不是，因为 1、2 月原油加工量同比增长 6% 达到 4723 万吨，超过了表观消费量 68 万吨，这表明至少消耗了 68 万吨的原油

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。本报告版权归招商证券所有。

库存,比正常情况少进口了约 300 万吨原油,也表明中国石化等企业认为对 1、2 月的原油价格过高,从而减少进口消耗库存,从 3 月油价继续创新高来看,这种做法很有可能是错误的,并导致油价再次上涨。

我们维持在年度策略报告中对 2005 年原油进口量的预测,即 14091 万吨,增长 15% (36 万桶/日),依存度 45%,即剩余 10 个月中要进口 12,274 万吨,同比增长 20% 左右,中国若 3 月份继续消耗库存原油,则使年内原油进口压力继续加大,并会成为推动国际油价上涨的有力因素。

综合以上因素,我们认为原油价格很难出现较大的回落,我们再次上调 WTI 原油均价至 47 美元/桶,较前次预测上调 2 美元/桶,同比上涨 13%,而实际情况很有可能超过我们的预期。

表 1、原油进口量及对外依存度 (万吨)

	2003	2004	Jan-05	Feb-05	2005E
原油产量	17,044	17,473	1,532	1,381	17,557
原油进口量	9,113	12,283	782	1,035	14,091
原油出口量	814	549	35	5	365
表观消费量	25,343	29,207	2,279	2,411	31,283
原油加工量	24,112	27,462	2,426	2,228	28,881
进口依存度	35.96%	42.06%	34.31%	42.92%	45.04%

资料来源:国家统计局

国内炼油毛利大幅上涨预期难以实现

国家发改委于 3 月 23 日终于上调了汽油零售价 300 元/吨,但此次调整对炼油业可谓杯水车薪,为了农民春耕的需要,占炼厂产量 60% 的柴油价格并没有调整,如果这种情况持续到 4 月中旬,我国炼油业将可能出现整体亏损,而此时国际炼油业正享受着数年来最好的光景。

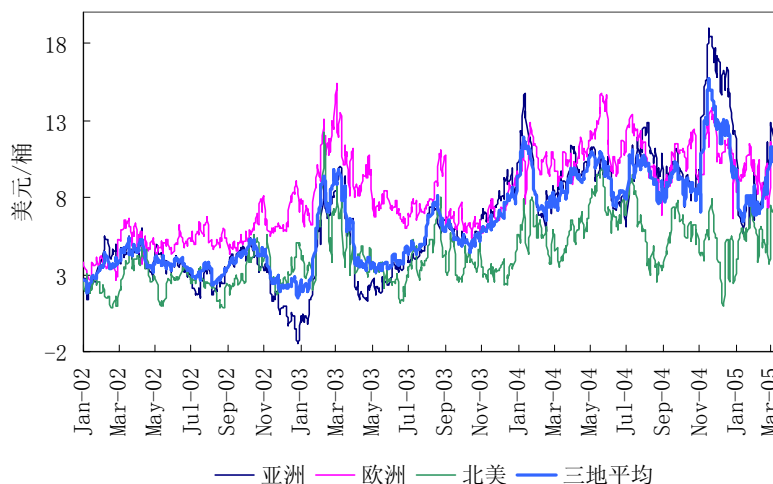
产品价格走势对其供需关系起到了很重要的调节作用,但我国对汽柴油的限价政策人为地破坏了这种市场调节作用。该政策虽然照顾到了农民利益,但也使得社会需求没有得到抑制,甚至还促进了部分需求(如香港货车多在大陆加油),这种**鼓励能源消费的政策**客观上增加了我国原油需求量,成为国际投机资本推动油价上涨的重要理由。

目前来看,政府依旧将农民利益放在首位,汽柴油价格上调的步伐将会非常艰难,分析供需关系将无法确定价格走势,因此我们不得不放弃国内炼油毛利将大幅上升的预期,预计今年我国成品油价格政策将在保证炼厂生产积极性的同时尽量限

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。本报告版权归招商证券所有。

制价格，炼油毛利将与去年持平或上升 10% 左右。不过我们可以对成品油需求依旧保持乐观态度。

图 2、国际炼油毛利维持高位（美元/桶）



资料来源：Bloomberg

二 石化产品在盈利高峰徘徊，警惕 2 季度回落

对于石化行业周期，我们一直坚持用乙烯毛利来判断目前所处的位置。记得去年 9 月我们曾指出“石化行业已经进入高峰期，并且当时的乙烯毛利很有可能就是本轮周期的一个重要高点”，目前来看依然正确。不过通过对全球乙烯供需分析，本轮石化周期高峰至少能持续至 2006 年，并很有可能继续延长。

从近期乙烯毛利走势观察，1 季度乙烯毛利较去年均值上涨 22%，与原油涨幅相当，但其走势已经明显与原油趋势相背离，在 3 月油价创新高的同时，乙烯毛利却大幅回落并创出自去年 8 月以来的新低 498 美元/吨，其原因是乙烯原料——石脑油价格随原油创出新高，而乙烯价格原地踏步。虽然目前还不能断定乙烯毛利就此开始回落，但我们担心在石化业获得暴利的情况下，继续向下转移原料上涨的动力和能力都出现了下降，也就是说，整个原油—炼油—石化行业的利润正在进一步向上游集中，炼油和原油开采利润率可能还要继续提升。

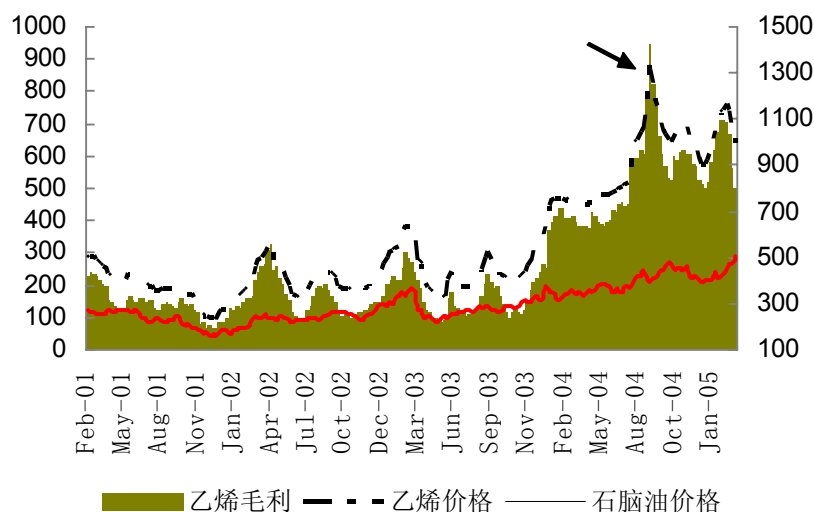
此外，我国将在 2 季度集中释放 150 万吨/年乙烯产能（上海赛科和大扬巴），虽然对全球乙烯开工率影响极为有限，但对我国乙烯及其衍生品的进口冲击较大，若完全达产则减少我国乙烯及其衍生品进口量的 12% 左右，短期对乙烯毛利的提升非常不利。

因此，我们认为石化公司业绩在 1 季度依旧维持强势的情况下，2 季度环比下

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。本报告版权归招商证券所有。

降的可能性比较大，年报或1季报披露前后可能是较好的退出良机，而2季度中可能出现较好的买入点。

图3、乙烯毛利仍维持高位（美元/吨）



资料来源：Bloomberg

表2、原油、成品油与主要石化产品价格变动

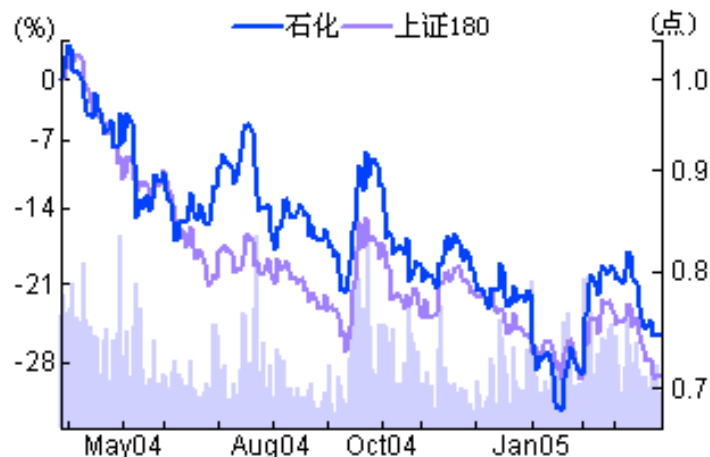
	最新价	2005 至今	涨幅	2004	涨幅	2003
布伦特原油	54.59	47.49	24.91%	38.02	33.50%	28.48
WTI 原油	56.03	49.56	19.51%	41.47	33.82%	30.99
Cinta	49.38	42.06	15.84%	36.31	28.90%	28.17
Minas	53.44	45.56	23.14%	37.00	28.47%	28.80
Dubai 高硫油	47.53	40.69	21.61%	33.46	25.22%	26.72
乙烯（美元/吨）	1010	1059	17.67%	900	99.56%	451
EG	11000	10700	11.55%	9592	41.58%	6775
PTA	8900	8775	12.67%	7788	27.80%	6094
PVC	7750	7731	-8.88%	8484	22.12%	6947
HDPE	11300	11194	14.36%	9788	41.40%	6922
LDPE	12200	11838	5.13%	11260	51.79%	7418
PP	10000	11263	17.88%	9555	31.16%	7285
丁苯橡胶	12900	12850	-0.02%	12853	21.84%	10549
苯乙烯	12000	10725	0.52%	10669	49.80%	7122
汽油	4090	3685	9.38%	3369	11.34%	3026
柴油	3667	3562	6.71%	3338	20.07%	2780
石脑油	3810	3915	29.29%	3028	17.64%	2574

资料来源：Bloomberg、Oilchem.net

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。本报告版权归招商证券所有。

三 市场表现

图 4、石化指数与上证指数对比



资料来源：招商证券

在油价大幅上涨、周边股市石油石化股票大幅上涨的带动下，国内 A 股石化板块也出现一定的反弹，但近期随着大盘的回落也出现了一定幅度的回调，1 季度超过大盘 0.88 个百分点，其中我们排序前三位的中国石化、扬子石化和齐鲁石化涨幅均超过指数涨幅，但并没有特别突出表现。

表 3、石化股 1 季度市场表现

股票代码	股票名称	本月累计涨跌幅 (%)	相对涨跌幅 (%)
600028	中国石化	-5.16	0.68
600688	上海石化	-7.74	-1.90
000866	扬子石化	-2.12	3.72
600002	齐鲁石化	-4.48	1.36
000618	ST 吉 化	-5.37	0.47
000763	锦州石化	-0.89	4.95
000783	石 炼 化	-4.94	0.90
	石化行业指数	-4.96	0.88
	上证 180	-5.84	0.00

资料来源：招商证券

四 重点公司盈利预测及投资评级

考虑到石化行业走势诸多不确定性，我们暂时不调整 2 月份跟踪报告的盈利预测，不过请投资者对 05、06 年盈利预测不要过分看重，而要仔细观察行业趋势的发展变化。并且需要向投资者说明的是，我们盈利预测的重要假设是炼油毛利上涨 10%，原油价格涨幅在 10% 左右，多数石化产品价格涨幅在 6~10% 之间，具体数据请详见《石化行业 2 月份跟踪报告》。

由于我们对石化行业 2 季度盈利较为担忧，并且炼油毛利大幅上涨预期将落空，我们调低了石化行业的投资评级至中性，同时也调低了中国石化投资评级至谨慎推荐，上海石化和齐鲁石化投资评级调低至中性。四支股票的投资价值排序分别为中国石化、扬子石化、齐鲁石化和上海石化。

建议投资者对上海石化、扬子石化和齐鲁石化等周期性较强的石化股保持低比例配置，采取波段操作的策略，在股价上升过程中逐步减持；对于成长性较好的中国石化建议中长期持有。

表 4 重点公司盈利预测及投资评级

代码	名称	投资评级	股价	每股盈利				P/E				04-06 EPS 复合增长	PEG
				03	04E	05E	06E	03	04E	05E	06E		
600028	中国石化	谨慎推荐-A	4.12	0.22	0.39	0.49	0.53	18.8	10.5	8.5	7.8	33.84%	56
600688	上海石化	中性-A	4.55	0.20	0.55	0.59	0.59	22.8	8.2	7.8	7.7	43.50%	52
000866	扬子石化	谨慎推荐-A	10.70	0.71	1.91	1.75	1.71	15.1	5.6	6.1	6.2	34.15%	44
600002	齐鲁石化	中性-A	6.79	0.32	0.69	1.01	0.86	21.2	9.9	6.7	7.9	38.81%	55

资料来源：招商证券

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 ± 10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数