

标普油气指数跌到什么估值水平了？

——全球化工 12 月月报

✍️ : 范飞 执业证书编号: S1230512030001
 ☎️ : 021-80106029
 ✉️ : fanfei@stocke.com.cn

投资要点

□ 标普油气指数两个月内大幅下跌

XOP 从 2018 年 10 月到-12 月，跌幅高达 42%，同期原油价格下跌 35%；那么 XOP 是否跌到合理区间了呢？

□ XOP ETF 与原油高度相关

XOP，跟踪的是标普美国油气勘探和生产指数；从 2007 年 8 月以来，走势基本一致，我们计算的相关系数在 0.84。如果从绝对值看，XOP 从 2007 年以来到现在大概跑输 WTI 原油期货约 12%，基本上每年较好的追踪了原油走势。

□ 标普油气指数的估值

XOP ETF 标普油气指数官方统计的 12 月份的估值为 PE（预期）12 倍，PB 1.51 倍；

我们从历史数据来看，当前 PB 估值也处于历史最低位置（截止 2018 年 12 月 31 日，中位数 PB 为 1 倍），低于 2015 年 9 月 30 日时，油价更低时候的估值。

PE 估值由于历史上盈利波动巨大，参考性不强。2015 年底-2017 年 9 月 30 日，油价区间在 33-55 美元时，标普油气指数盈利中位数均为亏损。

在 WTI 在 45 美元/桶时，标普油气指数大约相当于这样一个典型公司，销售毛利率在 10%左右，PB 估值在 1 倍附近，平均市值在约 100 亿美元，净利润亏损的周期股。

结论：如果看好原油价格，买入标普油气指数可以较好的追踪原油，但不大可能获得超过原油波动的收益率。

□ 全球化工 12 月份跟随油价普跌，仅极个别上涨

12 月（11 月 27-12 月 26 日）全球化工普跌，中位数下跌 8.7%；同期 WTI 原油下跌 10.25%。上涨的屈指可数。K&S 公司和 EQT 能源都是 PB 远低于 1 的，跌无可跌状态。其次为格雷斯事务所、液化空气集团等明显商业模式不同于纯化工制造业的企业。

行业评级

化工 中性

相关报告

- 1《聚合 MDI、PTA 已跌至盈亏平衡线、丙烯价格坚挺》2018.10.21
- 2《浙商证券化工行业周报-10 月第 2 周：醋酸、尿素价格大幅上涨，涤纶长丝价差明显扩大》2018.10.14
- 3《浙商证券化工行业周报-9 月第 4 周：聚酯产业链价格下行，麦草畏未入美国加税清单》2018.09.24
- 4《化工周报 9-亮点在天然气下游甲醇尿素、前期高景气品种下滑》2018.09.16
- 5《浙商证券化工行业周报-9 月第 2 周：涤纶长丝价差企稳回升，草甘膦禁用判决被推翻》2018.09.09

报告撰写人：范飞

数据支持人：范飞

正文目录

1. 标普油气指数跌到什么估值水平了？	3
1.1. XOP ETF 与原油高度相关	3
1.2. 华宝油气与 WTI	3
1.3. 原油价格与企业毛利率	4
1.4. 标普油气指数的估值	4
2. 全球化工 12 月份跟随油价普跌，仅极个别上涨	6
3. 资源品公司跌幅较大	6

图表目录

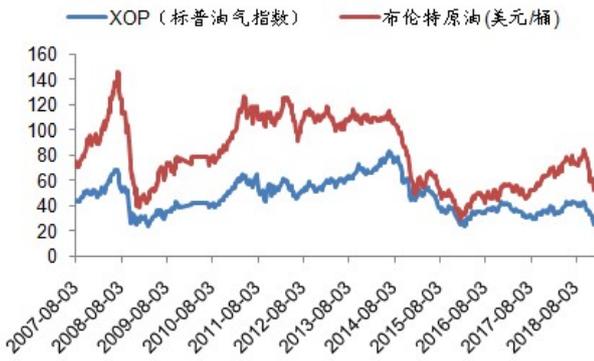
图 1: 标普油气指数与原油走势	3
图 2: 标普油气指数与原油相对走势基本一致	3
图 3: 华宝油气与 WTI 绝对值	3
图 4: 华宝油气与 WTI 相对值	3
图 5: 标普油气指数成分股特点	4
图 6: 原油价格与标普油气毛利率中值	4
图 7: 标普油气毛利率与中国石油和中国石化对比	4
图 8: 标普油气指数 PB 估值与中石化中石油对比	5
图 9: 标普油气与中国石化对比 (PE 估值)	5
图 10: 2017 年 VS2014 年各国原油成本曲线对比	5
表 1: 全球化工涨幅前十	6
表 2: 全球化工跌幅前十	7

1. 标普油气指数跌到什么估值水平了？

1.1. XOP ETF 与原油高度相关

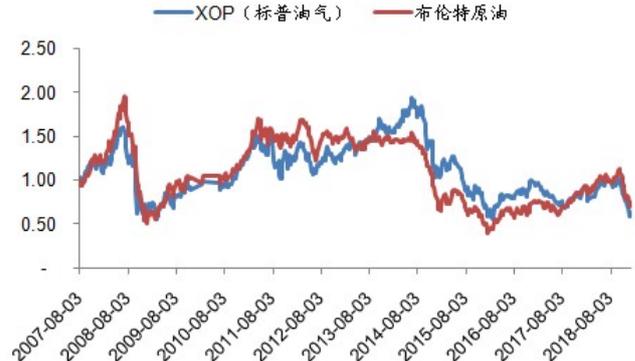
XOP, 跟踪的是标普美国油气勘探和生产指数; 从 2007 年 8 月以来, 走势基本一致, 我们计算的相关系数在 0.84。如果从绝对值看, XOP 从 2007 年以来到现在大概跑输 WTI 原油期货约 12%, 考虑到调仓等的误差, 摩擦成本等, 基本上每年较好的追踪了原油走势。

图 1: 标普油气指数与原油走势



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图 2: 标普油气指数与原油相对走势基本一致

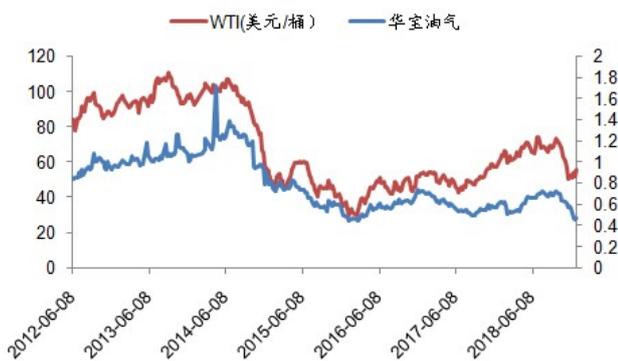


资料来源: Wind、浙商证券研究所

1.2. 华宝油气与 WTI

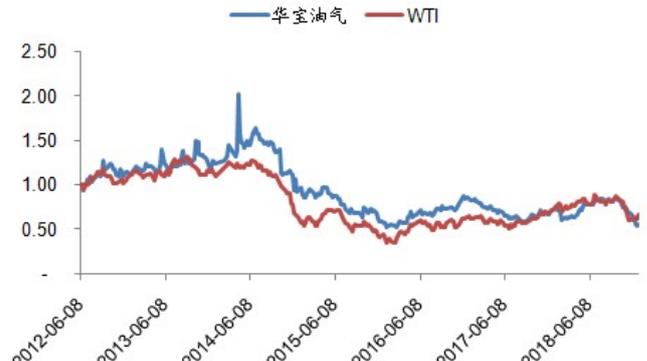
华宝油气基本与 WTI 走势一致, 相关系数约 0.9, 从 2012 年到现在, 跌幅大于 WTI 跌幅 11%; 同样考虑到调仓等的误差, 摩擦成本等, 基本上每年较好的追踪了原油走势。

图 3: 华宝油气与 WTI 绝对值



资料来源: 浙商证券研究所

图 4: 华宝油气与 WTI 相对值



资料来源: 浙商证券研究所

1.3. 原油价格与企业毛利率

标普油气指数成分股最新为 73 个（每期数量不同），变动较大，且不是市值加权，而是调整后的等权重指数，因此较小市值公司也有较大影响。

图 5：标普油气指数成分股特点

成份股数量	73
成份股市值 [USD 百万]	
平均总市值	16,407.22
最大总市值	336,587.90
最小总市值	271.74
总市值中位数	2,753.57
最大成份股 [%]	2.6
10大成份股 [%]	21.7

资料来源：标普网站、浙商证券研究所

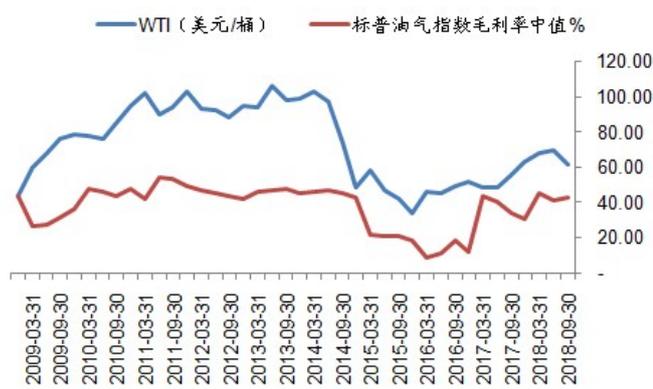
原油跟其他商品一样，从企业毛利率可以看出生产的阶段。

我们统计了标普油气指数所有企业的毛利率，以其中位数为参考，可以看到，随着原油价格波动，毛利率出现了明显波动。2015 年第四季度，WTI 原油均价为 33.55 美元/桶，在其随后的一个季度，标普油气的毛利率中值出现了最低，为 8.8%；

在油价恢复到 50 美元/桶以后，毛利率后续出现了明显的恢复，低点也有 30%左右。

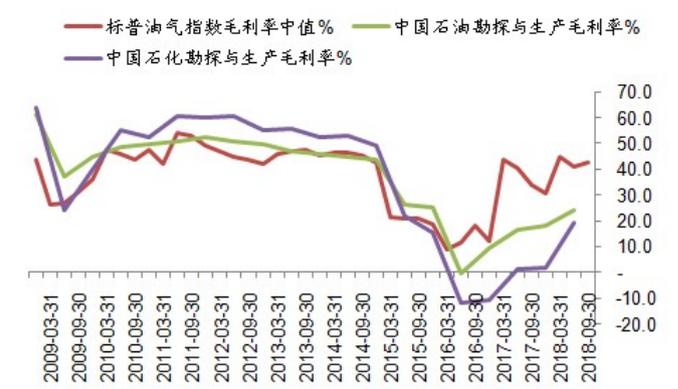
对比，中国石化中国石油上游勘探业务的毛利率走势来看，2016 年 6 月 30 日，WTI 半年均价为 45 美元/桶，中国石化和中国石油在低点时毛利率对应在-11.6%和-0.3%；本轮油价下跌低点在 2018 年 12 月 24 日时，wti 最低跌至 43 美元/桶；

图 6：原油价格与标普油气毛利率中值



资料来源：wind、浙商证券研究所

图 7：标普油气毛利率与中国石油和中国石化对比



资料来源：wind、浙商证券研究所

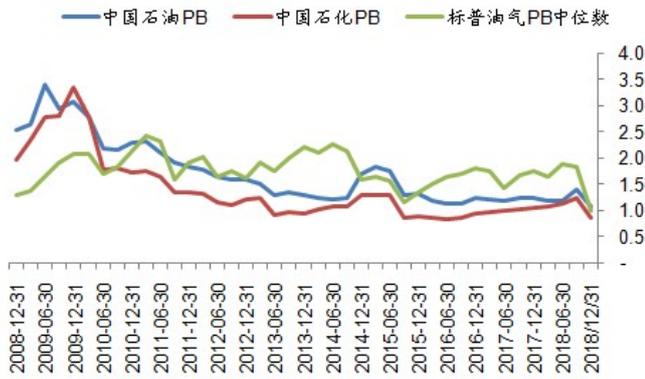
1.4. 标普油气指数的估值

标普油气指数官方统计的 12 月份的估值为 PE（预期）12 倍，PB 1.51 倍；

我们从历史数据来看，当前 PB 估值也处于历史最低位置（截止 2018 年 12 月 31 日，中位数 PB 为 1 倍），低于 2015 年 9 月 30 日时，油价更低时候的估值。

PE 估值由于历史上盈利波动巨大，参考性不强。2015 年底-2017 年 9 月 30 日，油价区间在 33-55 美元时，标普油气指数盈利中位数均为亏损。

图 8：标普油气指数 PB 估值与中石化中石油对比



资料来源：浙商证券研究所

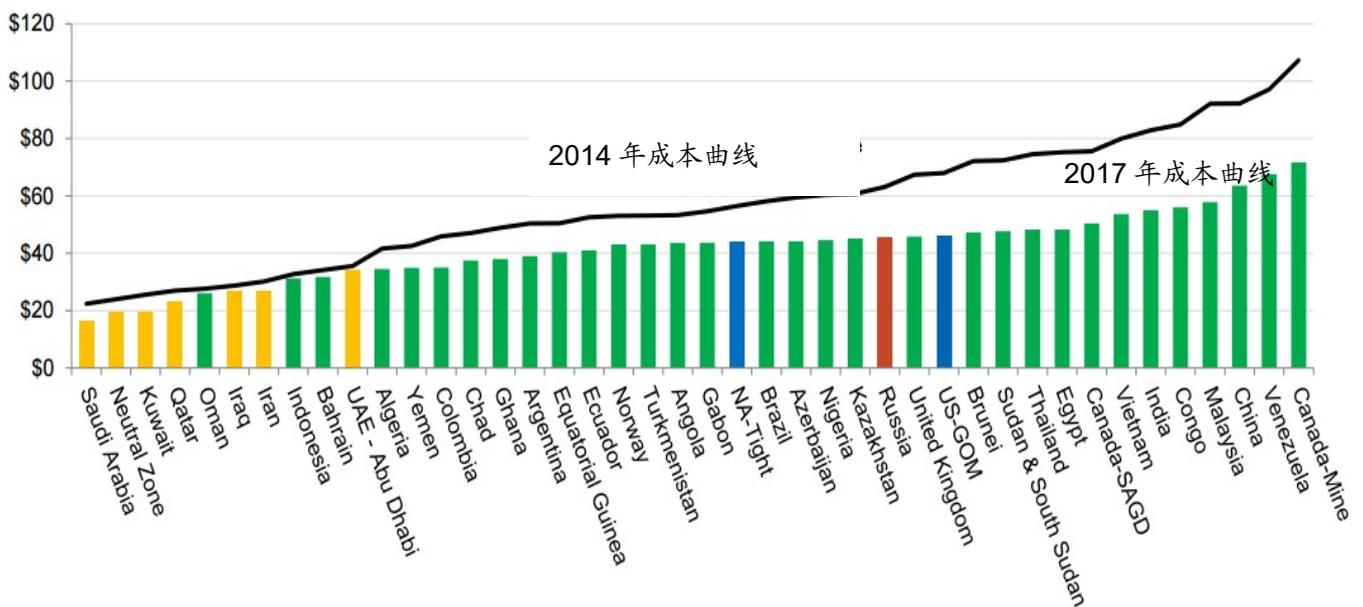
图 9：标普油气与中国石化对比（PE 估值）



资料来源：浙商证券研究所

在 WTI 在 45 美元/桶时，标普油气指数大约相当于这样一个典型公司，销售毛利率在 10% 左右，PB 估值在 1 倍附近，平均市值在约 100 亿美元，净利润亏损的周期股。

图 10：2017 年 VS 2014 年各国原油成本曲线对比



资料来源：IHS Markit, 浙商证券研究所

注：成本为 full cycle break-even

2. 全球化工 12 月份跟随油价普跌，仅极个别上涨

12 月（11 月 27-12 月 26 日）全球化工普跌，中位数下跌 8.7%；同期 WTI 原油下跌 10.25%。上涨的屈指可数。K&S 公司和 EQT 能源都是 PB 远低于 1 的，跌无可跌状态。其次为格雷斯事务所、液化空气集团等明显商业模式不同于纯化工制造业的企业。

表 1：全球化工涨幅前十

证券代码	证券简称	月涨跌幅	总市值 (亿元)	市盈率 PE(TTM)	市净率 PB(MRQ)	主营业务	中国对标公司
0Q2N.L	K & S	6.5%	540	15.6	0.7	钾肥、盐	盐湖股份
GRA.N	格雷斯事务所	4.0%	286	-164.6	14.7	特种化学品和专用材料	无
EQT.N	EQT 能源	3.7%	337	-14.5	0.4	天然气	新奥股份、广汇能源
011170.KS	乐天石油化学	3.0%	617	4.5	0.9	轻油裂解	东华能源
051910.KS	LG 化学	2.9%	1,519	12.2	1.5	石脑油裂解、电池、信息和电子材料部门	上海石化
0NWF.L	液化空气集团	1.7%	4,000	20.3	2.7	大气气体、工业气体	凯美特气
APD.N	空气化工产品	0.4%	2,353	22.9	3.2		
CF.N	CF 实	-1.4%	672	14.1	2.9	尿素、液氨、尿素硝酸铵溶液	华鲁恒升
0NR4.L	瓦克化学	-1.4%	365	4.5	1.2	多晶硅、有机硅、聚合物	合盛硅业、新安股份
RIGD.L	信实工业	-1.9%	2,013	16.4	2.0		

资料来源：wind、各公司公告、浙商证券研究所根据公开资料整理

3. 资源品公司跌幅较大

随着原油大跌，资源品公司股价跌幅较大，其中康休公司（-19%）、国际石油开发帝石控股（-20%）、阿帕奇石油（-22.9%）、赫斯公司（-24.0%）跌幅较大。

表 2：全球化工跌幅前十

证券代码	证券简称	月涨跌幅	总市值 (亿元)	市盈率 PE(TTM)	市净率 PB(MRQ)	主营业务	中国对标公司
CXO.N	康休	-19.2%	1,403	24.5	1.5	石油及天然气开采	中国石油
0H7I.L	LANXESS	-19.2%	644	51.9	2.0	化学中间体、专用化学品和塑料	
4208.T	宇部兴产	-19.3%	136	8.7	0.9	尼龙己内酰胺产业链、合成橡胶、水泥建材	
4043.T	德山	-19.5%	99	10.3	1.6		
ALB.N	美国雅宝	-20.1%	553	29.3	2.9	锂、阻燃剂、催化剂	天气锂业、 雅克科技
1605.T	国际石油开发帝石控股	-20.5%	839	42.9	0.6	石油及天然气开采	中国石油
5301.T	东海碳素	-21.8%	168	29.8	2.8	炭黑、石墨电极	方大碳素、 黑猫股份
APA.N	阿帕奇石油	-22.9%	701	15.2	1.7	天然气、原油	中国石油
HES.N	赫斯公司	-24.0%	818	-5.3	1.6	勘探，生产及销售原油和天然气	中国石油
4004.T	昭和电工	-28.2%	2,858	195.0	18.7	烯烃类、石墨电极陶瓷	卫星石化、方大碳素

资料来源：wind、各公司公告、浙商证券研究所根据公开资料整理

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>