

石油加工

芮定坤

010-66276951

ruidingkun@cjis.cn

中国石化

600028

推荐

继续坚定看好，12 月跑赢大盘

我们参加了中国石化镇海反向路演，参观了炼厂、码头，和公司进行了沟通。

投资要点：

- 我们在 11 月 16 日和 12 月 2 日率先市场提出：中石化 12 月跑赢大盘，中期目标价 16 元，目前股价已上涨 12%，我们仍然坚持这个观点。
- 成品油机制有可能在明年 1 季度微调，成品油调整的频率可能会小于 22 日。如果实行成品油可能 1 个月多次调整，这对中石化是个好消息。
- 从估值的角度，最近中小盘涨幅明显大于大盘股，因此接下来从风格轮转的角度，大盘股的估值水平会有一个修复。另外近期指数基金发行也对大盘股行情有一定影响。
- 这次活动主要介绍了炼油和加油站的情况，要点是“规模效应和技术优势长期降低成本”：第 1 加工劣质原油高含硫原油的能力强，劣质原油价格低，成本优势明显；第 2 技术优势使公司收率高于全国平均水平 2-5 个百分点；第 3 规模效应明显，现金操作成本和运输成本低。
- 4 季度业绩可能超预期：第 1 是销售板块较好，第 2 冬季燃料油和液化气价格大幅上涨增加了非成品油的收入，不同于市场的观点，我们认为 4 季度会超过 0.2。
- 从中长期来看，我们仍然看好行业，目前的股价我们认为过多的反映了对于成品油机制的担心和炼油盈利的下滑，而没有从整体考虑盈利的变化，没有考虑上游在油价适度上涨情况下对炼油的补充，销售在宏观经济好转的情况下的好转对炼油的补充，市场对业绩的预期偏低。
- 我们维持推荐的评级，中期目标价 16 元，之后的股价走势要看市场情绪和资金因素，现在的股价和估值都在底部，收购集团资产和成品油机制微调可能成为股价催化因素。

6-12 个月目标价：

当前股价： 13.64

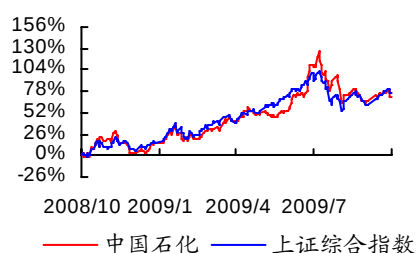
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	3274.46
总股本(百万)	86702
流通股本(百万)	69922
流通市值(亿)	9537
EPS (TTM)	0.62
每股净资产(元)	4.05
资产负债率	53.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国石化	12.56	13.07	39.11
上证综合指数	3.37	10.47	20.38



相关报告

《中国石化-炼油贡献 43%利润，中短期 2 个催化剂》2009-8-24

《中国石化-预计最差全年业绩 0.65，估值水平应该更高》2009-7-23

《中国石化-炼油每桶盈利 3.7 美元、上游成本可能下降》2009-4-29

主要财务指标

单位：百万元	单位：百万元	2008	2009E	2010E
营业收入(百万元)	营业收入(百万元)	1452101	1141159	1322913
同比(%)	同比(%)	21%	-21%	16%
归属母公司净利润(百万元)	归属母公司净利润(百万元)	29689	69313	73632
同比(%)	同比(%)	-47%	133%	6%
毛利率(%)	毛利率(%)	8.6%	24.8%	23.9%
ROE(%)	ROE(%)	9.0%	16.5%	17.0%
每股收益(元)	每股收益(元)	0.34	0.80	0.85
P/E	P/E	33.47	14.33	13.48
P/B	P/B	3.01	2.62	2.24
EV/EBITDA	EV/EBITDA	42	8	7

资料来源：中投证券研究所

一、总体情况：规模效应和技术优势会适当降低成本

这次活动主要介绍公司的炼油和销售。

从原油加工能力看，中石化是世界第 3 大炼油企业，规模效应明显，长期来看，规模效应和技术上的优势会适当降低炼油成本，这 1 点会在未来炼油和销售的业绩中有所体现，是值得关注的 1 点，下面我们具体分析。

1、加工劣质原油，成本优势

首先是加工劣质原油和重油的能力，不同的原油因为硫含量和酸含量不同，重量和价格是不一样的，重油和 WTI 的差距在 0-20 美元左右，由于中石化在炼油工艺上的改进和提高，中石化可以加工相对较差的原油，原料成本相对其他企业更低，以 2008 年为例，加工含酸油占比 13%，高含硫油占 42%。

表 1 中石化近年来加工原油的含硫含酸量增加，意味着原料优势越来越明显

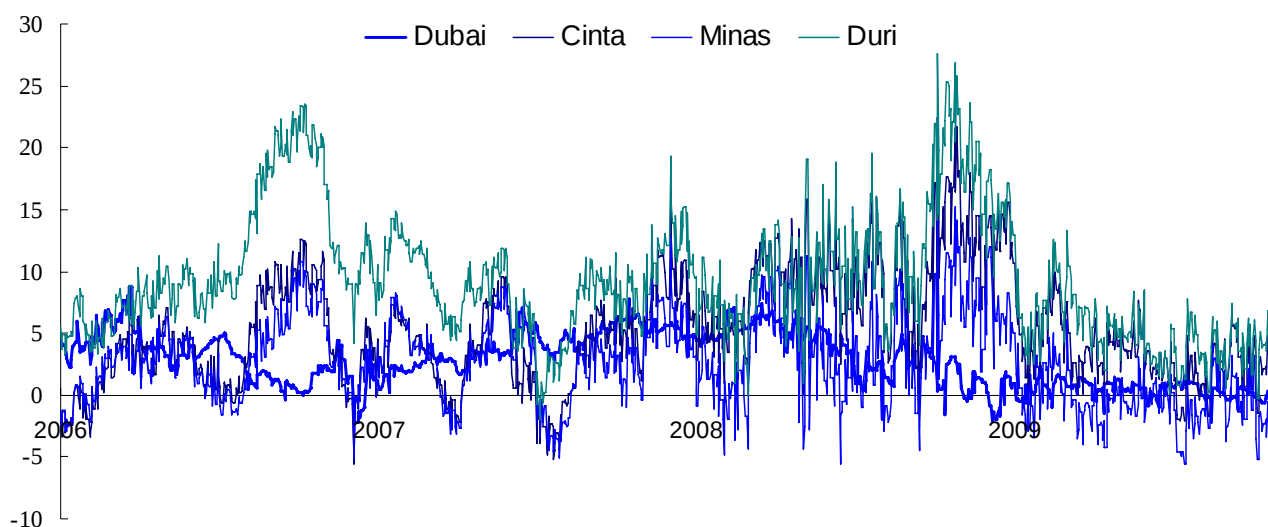
指标	2005	2006	2007	2008
API	30.13	29.75	29.37	29.21
硫含量 (%)	0.9	0.96	1.03	1.14
酸值	0.43	0.45	0.56	0.6

资料来源：公司公开数据

由于原油加工量大，每年约 2 亿吨，所以每桶如果原油成本每桶减少 1 美元，就是相应于对 EPS0.08 的影响。

下面这张图是迪拜、米纳斯、辛塔和杜里 4 种原油和标准原油布伦特之间的价差，可以看到，平均来看，含硫量较高，较重的原油价格一般高于轻质油，也就是说，加工劣质原油的能力可以增加成本优势。

图 1 4 种不同原油和布伦特的差值（布伦特减去 4 种原油）显示油越重越便宜 单位：美元/桶



资料来源：中投证券研究所

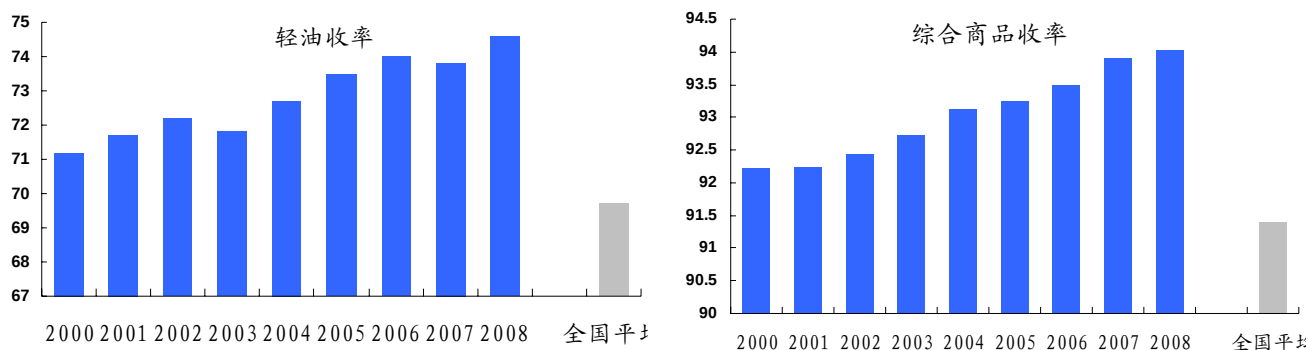
请务必阅读正文之后的免责条款部分

2/7

2、收率提高

下面是中石化的轻油收率和综合商品收率 2 个指标和国内平均水平的比较，可以看出，收率明显高于全国平均值。

图 2 中石化的轻油收率和综合商品收率高于全国平均，趋势上提高 单位：%

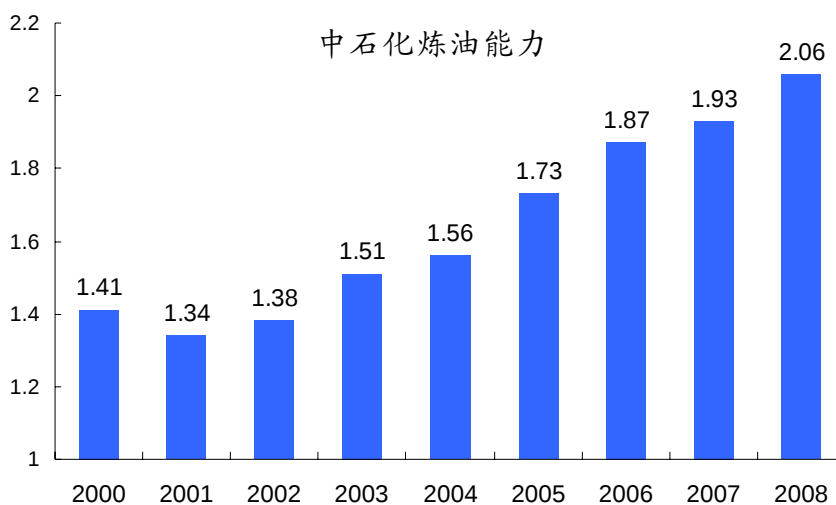


资料来源：中投证券研究所

3、规模效应

中石化的原油加工能力占到全国的大部分，随着炼厂扩建，未来 3 年会更加明显。

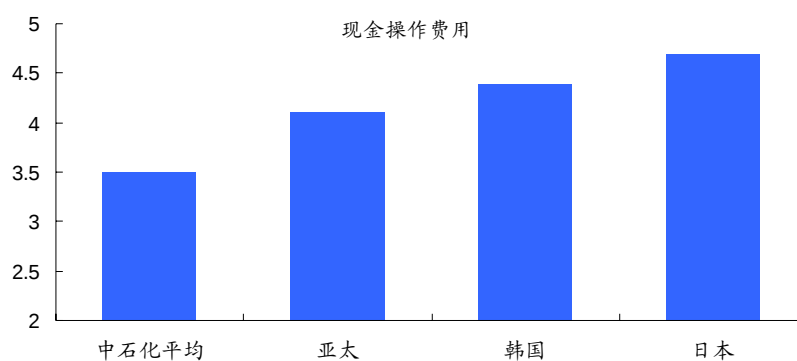
图 3 中石化炼油能力增速 单位：亿吨/年



资料来源：中投证券研究所

这种规模效应可以从数据中反映出来，下图是中石化的现金操作成本，和日本韩国相比要低，当然这里面也有中国人力成本低的原因。

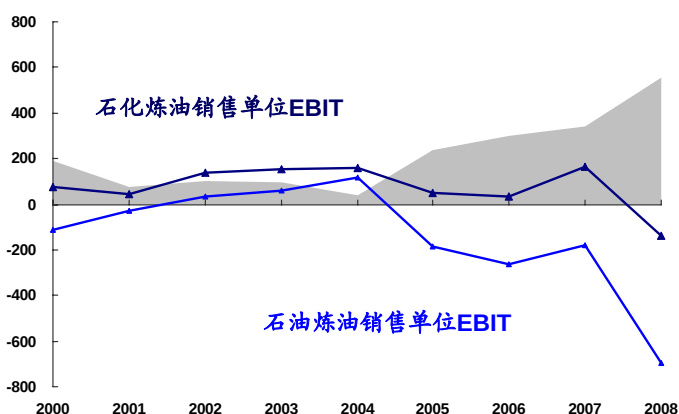
图 4 中石化现金操作成本和同行比较 单位: 元/UEDC



资料来源: 中投证券研究所

历史上中石化炼油销售每吨盈利都比石油高, 部分原因也是炼油规模效应, 从下图可以看出来 (这里面还有部分原因是中石化加油站多, 盈利更好)。

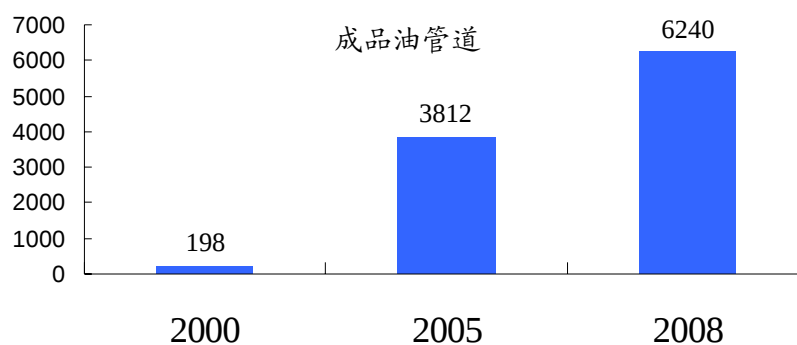
图 5 中石化炼油销售每吨盈利都比石油高, 部分原因也是炼油规模效应 单位: 元/吨



资料来源: 中投证券研究所

中石化成品油管道建设的提速, 也会降低炼油的成本, 一般来说运费在 2-4 美元/桶, 管道运输比车船运输节省 30% 左右的费用。

图 4 成品油输送公里 单位: 千米



资料来源: 中投证券研究所

二、超预期的可能：4 季度业绩和明年化工板块

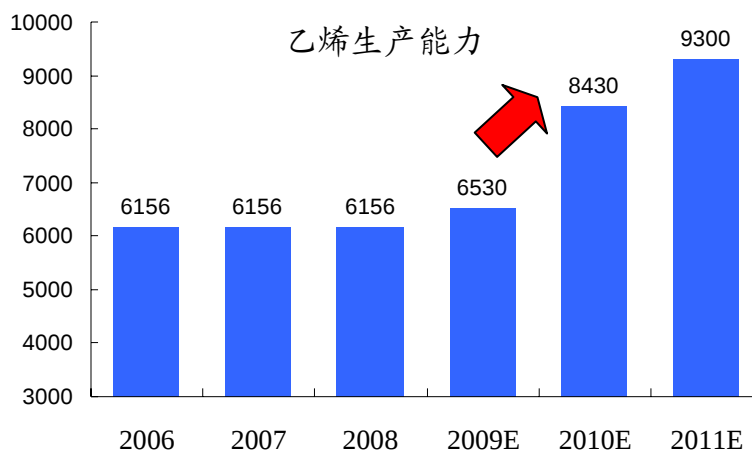
4 季度业绩市场预期在 0.2 以下，不同于市场我们认为，如果没有库存等业绩平滑的因素，4 季度 EPS 会超过 0.2。

首先目前销售还是很好的，根据我们的了解，汽柴油销售比上半年好很多，基本接近 3 季度的水平，第 2 不能只看成品油，我们说过炼油产品里面还有 30%左右的非成品油，比如有 5%左右的产品是液化气（国产原油炼油后的液化气比例更高），而 4 季度由于天然气紧张，液化气价格大幅上涨，所以这一块也会增加业绩。

对于 2010 年，我们认为虽然化工整体受到中东产能释放的冲击，但是中东的产能释放有个过程，另外天然气化工的路线比较窄，主要是针对乙烯链，对丙烯链和芳烃链影响相对很小，中石化的一体化优势决定可以通过调整结构减少这 1 影响。

另外，2010 年来看，中石化乙烯能力加工量的增加是很大的，达到了 30%，因此量的增加可以部分的弥补毛利率的下降，而且化工板块受下游需求很大，宏观经济的好转，下游行业的好转，对产品毛利率会有一定支持。

图 5 中国石化乙烯生产能力增加很快 单位：千吨/年



资料来源：中投证券研究所

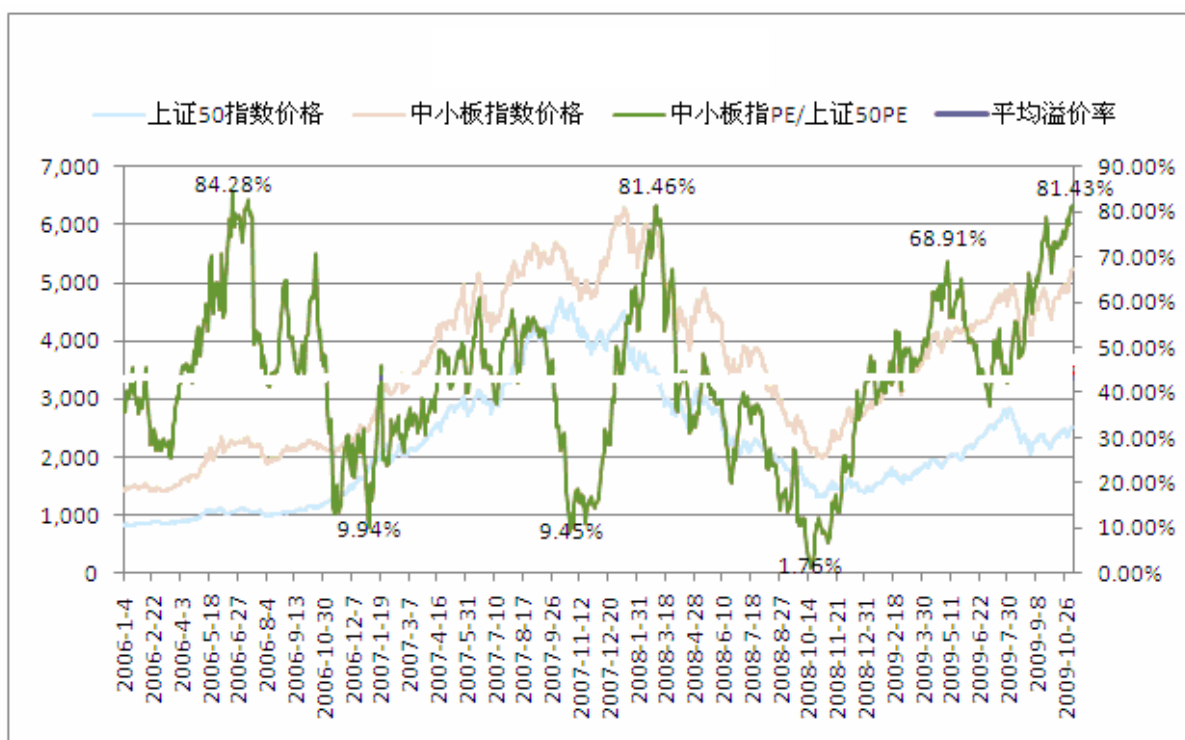
三、投资策略：

我们在 11 月和 12 月率先市场首次提出了中石化 12 月会跑赢大盘，估值水平会提高。

从估值的角度，最近中小盘涨幅明显大于大盘股，见下图：中小板指 PE 相对上证 50 的 PE 的溢价在 81%左右，是历史最高位，因此接下来，从大小盘风格轮转的角度，大盘股的估值水平会有一个修复，这样的大小盘风格轮换其实在今年上半年也出现过一次。

我们认为：风格轮转能否完成，还有一定不确定性，但是这个趋势是有基本面估值作为基础的，因此这个轮转的过程可能会有反复，短期的波动不能说明风格轮转不持续的结论。

图 6 中小盘股和大盘股的溢价在历史最高位



资料来源：中投证券研究所

另外，公司海外资产注入可能成为短期股价刺激因素，如果收购油气资产在 300-500 万吨左右，上游产量增加 10%左右，EPS 增厚在 0.03 左右。

从中长期来看，我们仍然看好行业，目前的股价我们认为过多的反映了对于成品油机制的担心和炼油盈利的下滑，**而没有从整体考虑盈利的变化**，没有考虑上游在油价适度上涨情况下对炼油的补充，销售在宏观经济好转的情况下的好转对炼油的补充，因此这 2 个“补充”造成市场对业绩的预期偏低。

在 09-10 年底内，我们预计中石化是能有 0.7-0.85 左右的 EPS 的，即时炼油不盈利，也有 0.64 左右的 EPS，安全边际高，同时国家也提出了明年通胀的压力不大，除非油价极端情况下大幅上涨，炼油全年不盈利的概率比较小。

我们维持推荐的评级，中期目标价 16 元，之后的股价走势要看市场情绪和资金因素，现在的股价和估值**都在底部**，从长期持有的角度，现在配置也是较好的选择。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

芮定坤, 中投证券研究所石化行业分析师, 清华大学化工系学士、清华-麻省理工工商管理硕士, 4 年化工行业经历。2008 年加入中投证券, 2009 年获得证券市场周刊评比的最佳分析师石化行业第 4 名“水晶球奖”。

主要研究覆盖公司: 中石油、中石化、辽通化工、沈阳化工、陕天然气、广汇股份、中化国际、黔轮胎 A、煤化工行业等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434