

原油与炼油的博弈

渤海证券研究所
石化行业研究员：张延明

1

货币因素与供求因素交织推升油价

2

炼油的盈利拐点已经显现

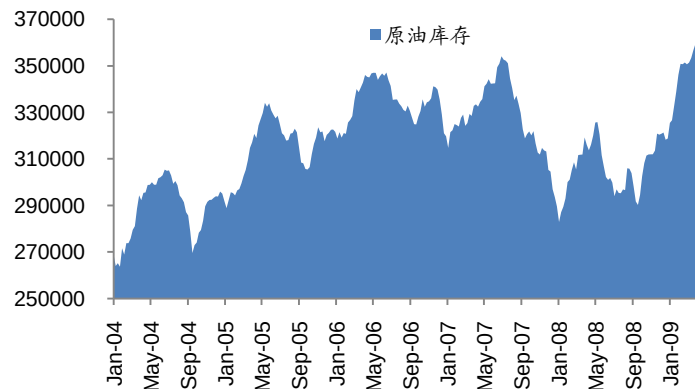
3

两者相博决定投资机会

4

上半年看中石化，下半年看中石油

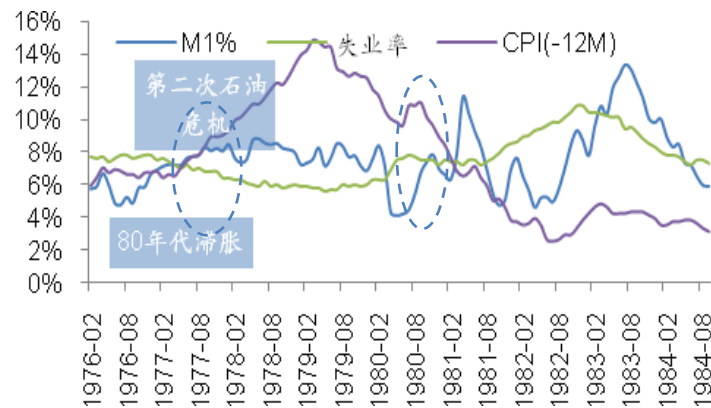
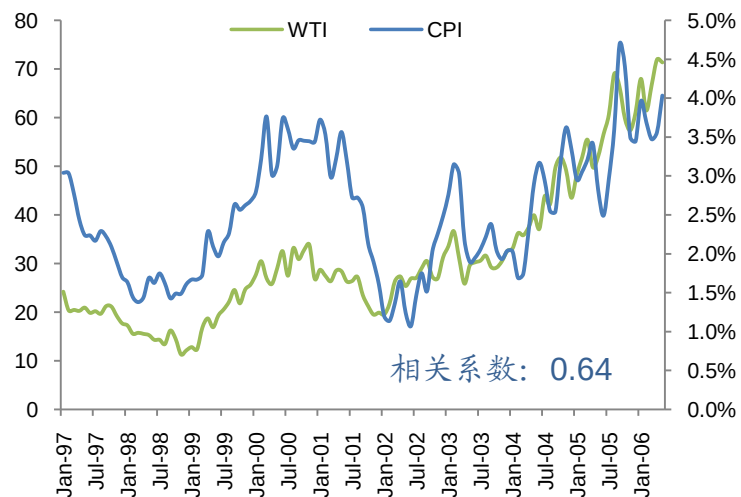
货币因素与供求因素交织推升油价



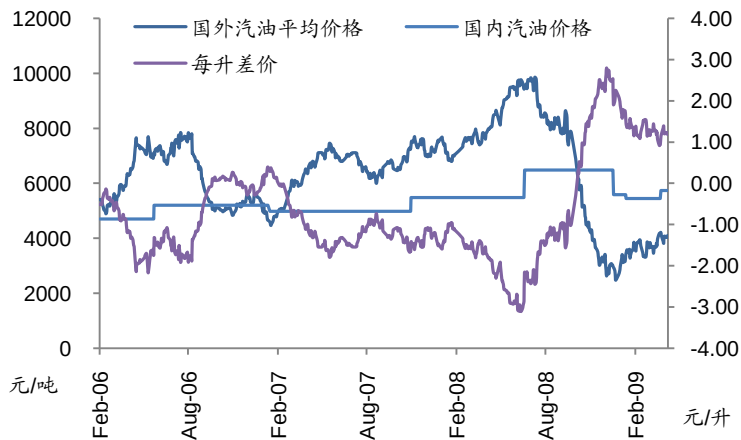
为什么库存创新高，而油价已上涨64%？

下半年CPI将从预期转为现实，特别是4季度

经济增长出现积极信号，乐观预期充斥市场



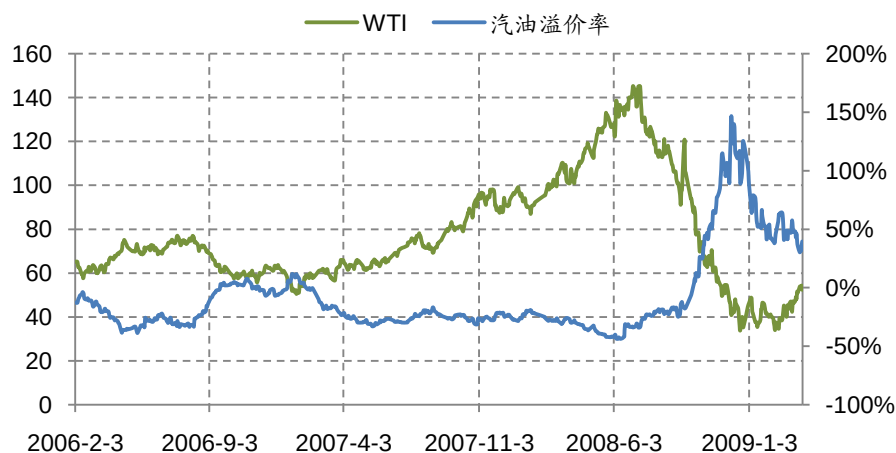
炼油的盈利拐点已经显现



国家发展改革委决定自3月25日零时起将汽、柴油价格每吨分别提高290元和180元。我们认为本次调价意义非凡，即是新成品油定价机制的第一次执行，也迈出了国内成品油价格与市场接轨的第一步，同时也意味着国内炼厂的盈利拐点已经显现。



两者相博决定投资机会



目前，国内汽油、柴油、煤油较国际油价分别溢价 39.66%、39.40%、28.01%

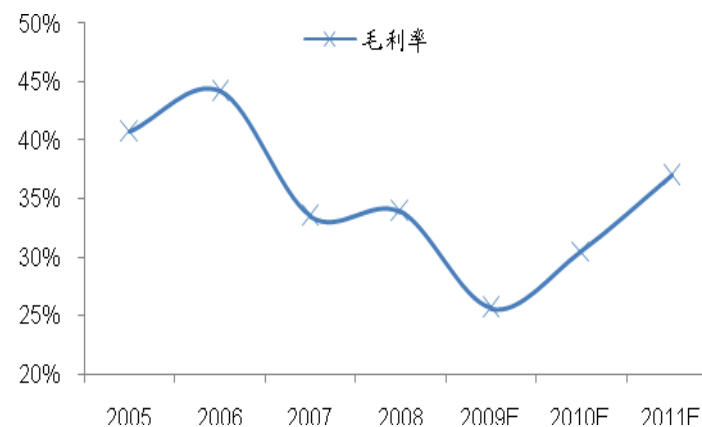
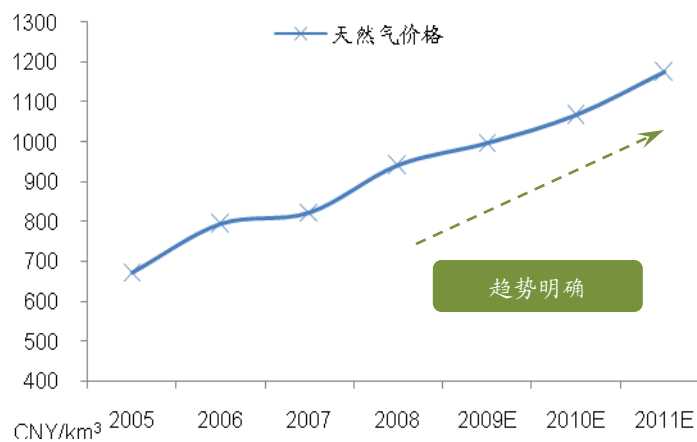
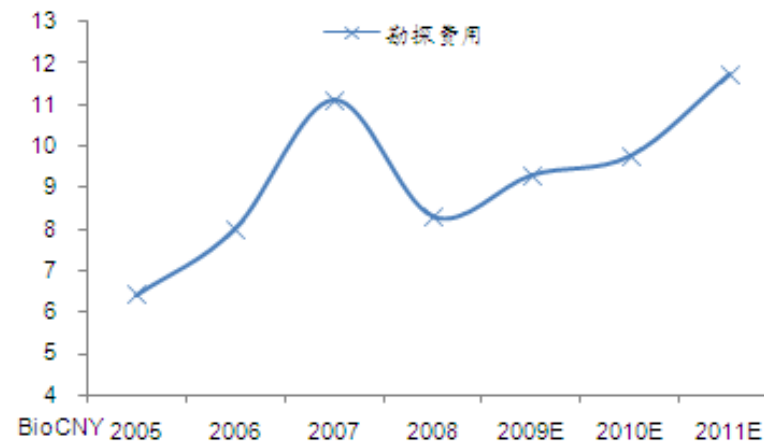
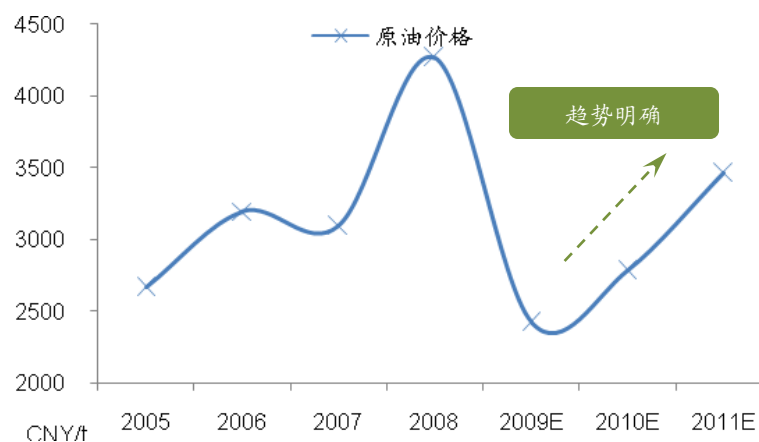
目前，国内汽柴油价格大致相当于原油价格在70美元/桶的水平，所以原油价格在50-60美元/桶之间，仍然是国内炼厂盈利的较佳时间区间



二季度原油价格的运行区间仍然使炼油盈利较丰厚，进入下半年后，经济增长和通货膨胀共振将使原油价格上行，我们依然对油价乐观

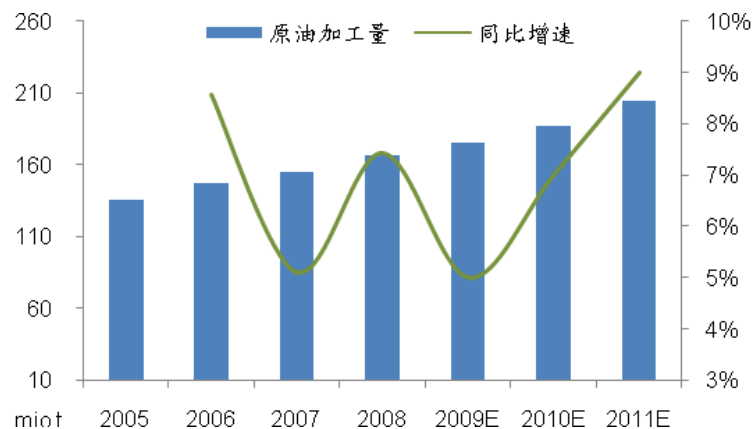
上半年看中石化

原油勘探



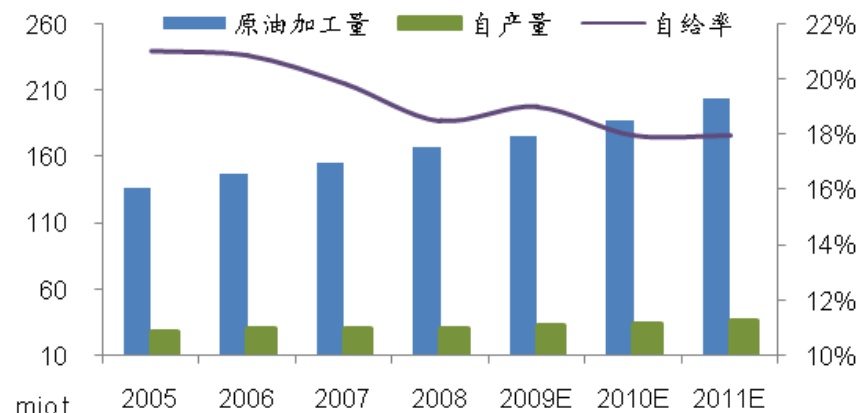
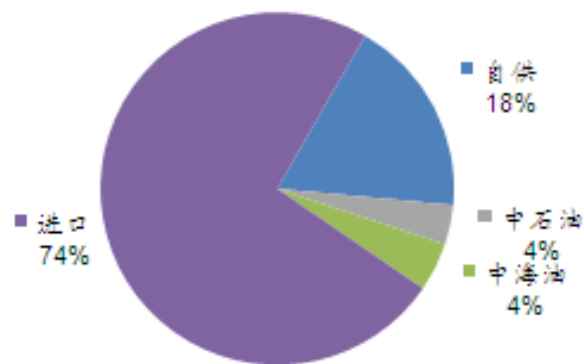
上半年看中石化

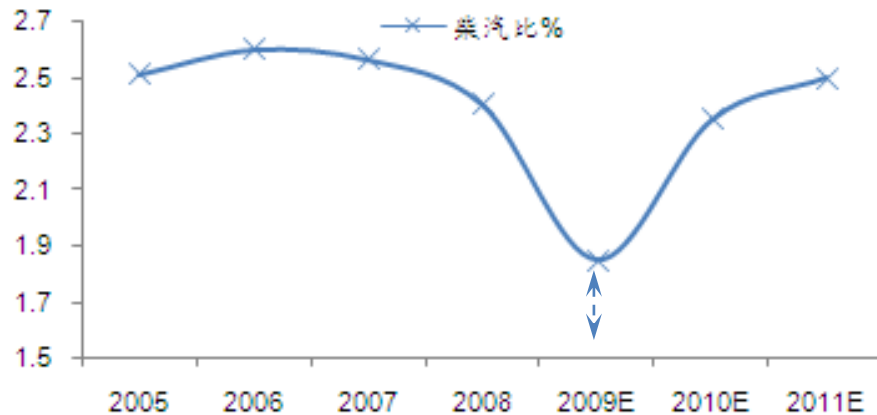
炼油板块



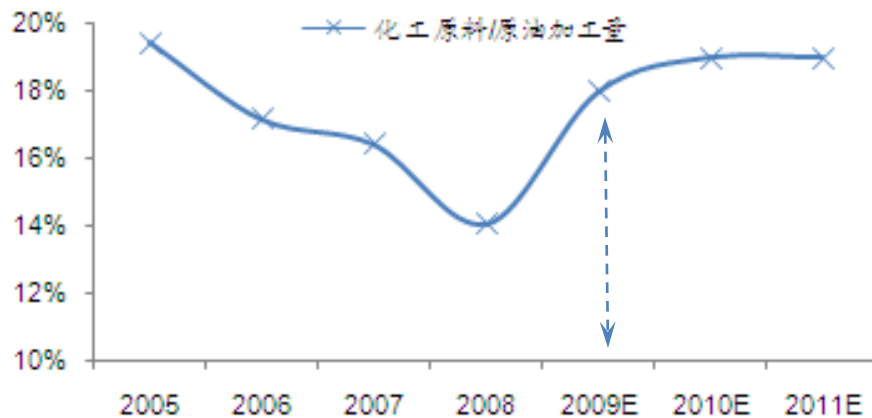
公司2008年原油加工量16680万吨，按照公司规划，计划2009年加工原油18400万吨，同比增长8.9%，如果国内销售不旺，将会转出口，但我们认为2009年经济仍处于恢复期，8.9%的增长过于乐观，我们认为公司2009年实际原油加工量约17514万吨，同比增长5%左右。

从2003年的24%下降至2008年的18%





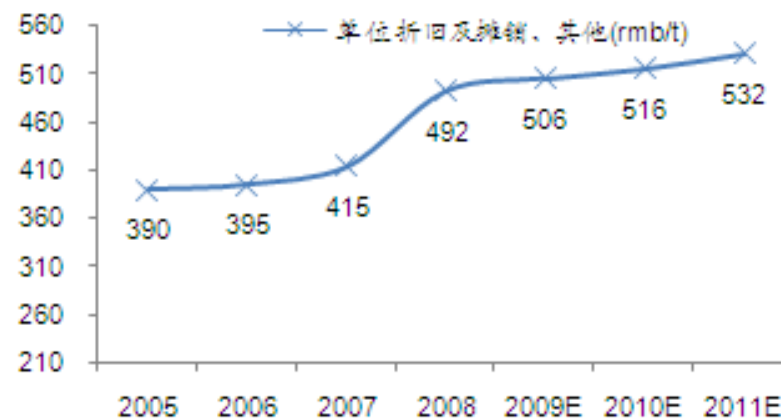
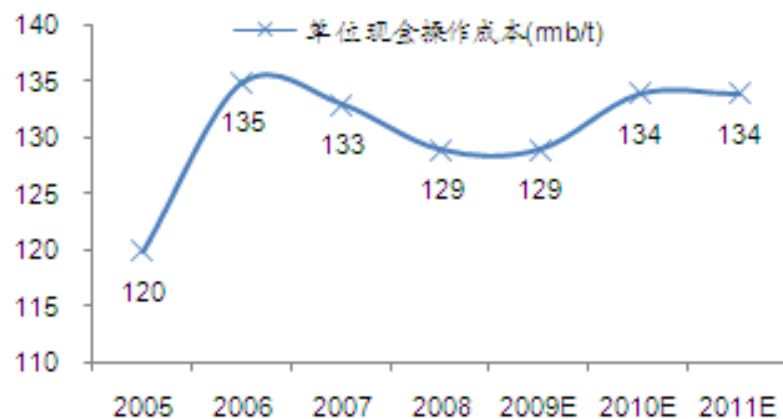
2009年由于柴油消费出现不旺局面，公司将柴汽比从2008年的2.41下调至1.85的水平



为了满足福建乙烯和天津乙烯下半年投产需要，将会增加石脑油的生产，从而化工原料产量占原油加工量的比重将会上升

上半年看中石化

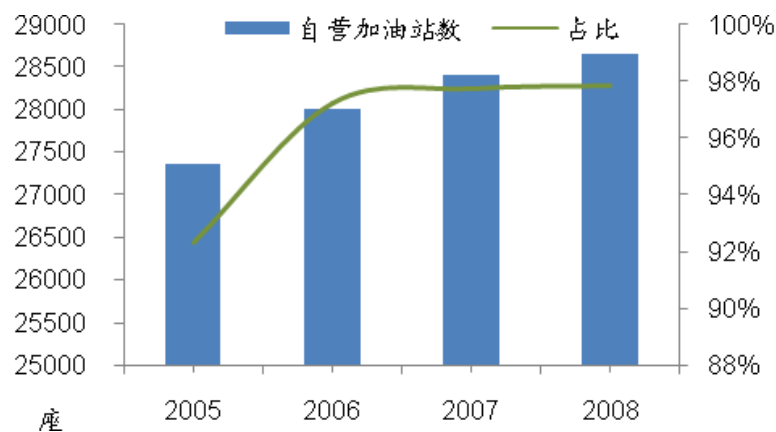
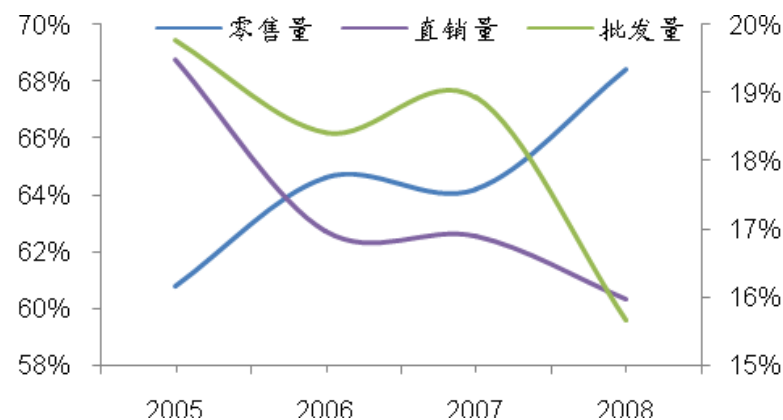
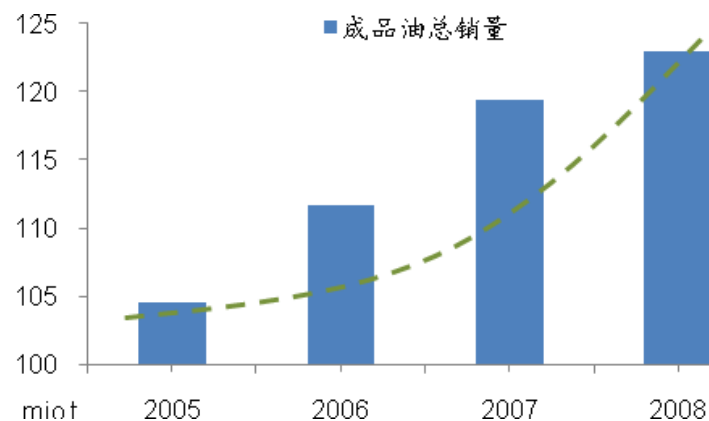
炼油板块



盈利拐点显现，将极大提升公司业绩，具有可持续性

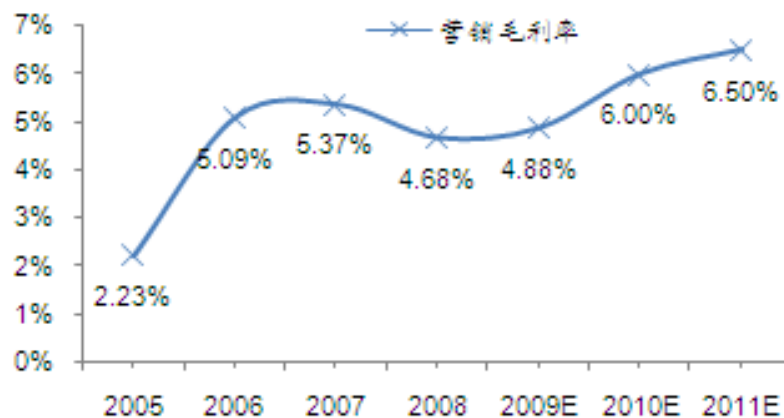
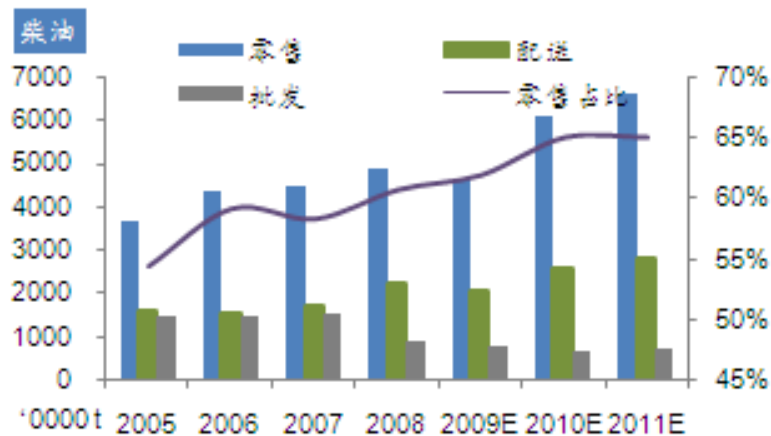
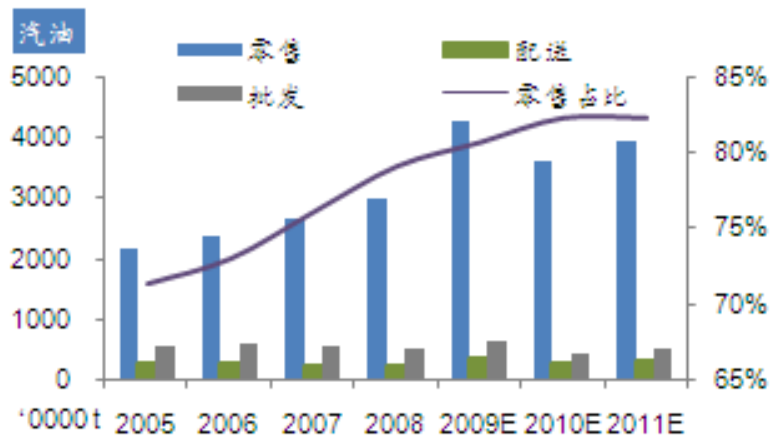
上半年看中石化

成品油营销与分销

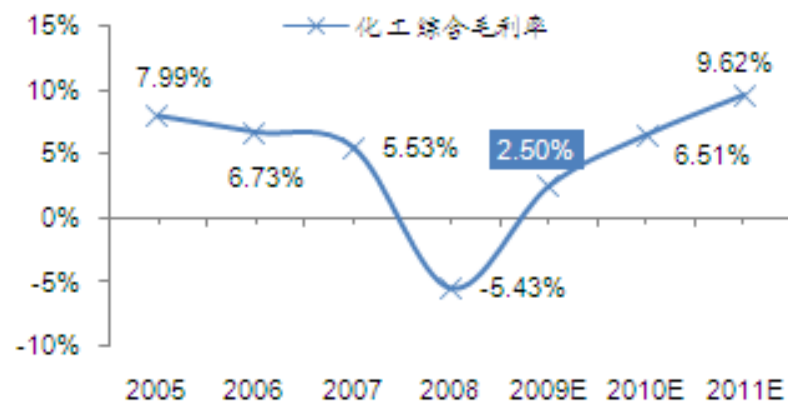


零售量占成品油总销量的份额不断提高，从2005年的61%逐步提高到2008年的68%，而直销和批发均出现下滑，特别是批发量，从2005年的19.76%下降为2008年的15.65%

公司在更注重自主销售的同时，也加大了自营加油站的建设，单站年均加油量逐年提高，从2005年的2321吨/站增加至2008年的2935吨/站，自营加油站数也呈逐年增加趋势



公司在成品油营销板块的毛利保持在5%左右，我们认为2009年以后，该板块的毛利将会有所提高



2008年公司毛利率出现异常，下跌到-5.43%，主要是由于2008年原油价格大幅波动导致公司生产成本较高，而销售价格则相对滞后。2009年市场处于恢复期，随着化工产能的逐渐投产，化工业务形势依然比较严峻，但盈利能力较2008年会有增强，2009年以后将随经济增长而趋向于历史水平恢复。

利润分布

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
原油勘探	69%	60%	56%	221%	27%	23%	24%
炼油板块	-5%	-3%	-12%	-204%	37%	43%	41%
营销板块	15%	29%	41%	127%	32%	27%	26%
化工板块	21%	14%	15%	-43%	3%	7%	9%

上半年看中石化

估值

公司名称	货币	最新价 2009-4-10	EPS	BPS	P/E	P/B	EV/EBIT DA	ROE	ROA
埃克森美孚(Exxonmobil)	USD	69.84	4.27	20.52	16.35	3.40	6.02	20.20%	17.95%
英荷壳牌(Shell)	USD	43.42	4.52	45.22	9.61	0.96	8.01	11.52%	10.46%
英国石油(BP)	USD	40.01	3.42	31.78	11.69	1.26	----	12.47%	10.48%
道达尔公司(Total)	FRF	37.06	3.97	23.93	9.33	1.55	4.14	17.89%	11.11%
康菲公司(Conocoil)	USD	40.40	3.19	38.25	12.68	1.06	4.47	7.98%	6.88%
瓦莱罗能源(Valero Energy)	USD	21.00	2.65	32.77	7.93	0.64	3.90	8.74%	5.16%
雪佛龙(Chevron)	USD	69.23	4.67	45.49	14.82	1.52	4.85	11.44%	9.32%
巴西石油(Petroleo Brasileiro)	BRC	30.84	2.63	20.62	11.71	1.50	7.38	15.38%	8.50%
中国石化(Sinopec)	CNY	8.99	0.65	4.00	13.83	2.25	----	----	----
average	----	40.09	3.33	29.18	12.00	1.57	5.54	0.13	0.10

2010、2011年EPS分别为0.80、0.89元/股

下半年看中石油

中国石油是我国最大的原油和天然气生产商，是一体化优势更均衡，原油价格上涨的最大受益者。

中国石油盈利增长将主要受益于原油价格的上涨及LNG价格的上调，而且目前国内LNG价格调整势在必行，除此之外，炼油业务由亏损转向盈利对提高公司业绩仍然有帮助。

欢迎交流

电话: 28451653

Email: zhangym8586@yahoo.com.cn