

石油化工

芮定坤

0755-82026830

ruidingkun@cjis.cn

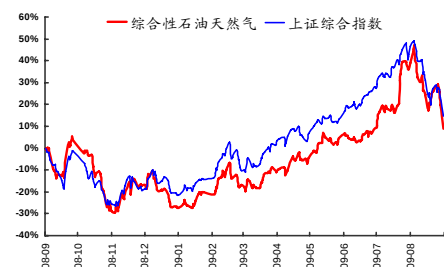
评级调整: -

行业基本资料

上市公司家数	2
总市值(亿元)	33076
占A股比例(%)	14%
平均市盈率(倍)	23

行业表现

(%)	1M	3M	6M
综合性石油天然气	-21.63	2.07	35.78
上证综合指数	-21.81	1.32	28.08



相关报告

- 1、2009-06-02《5月月度跟踪报告：成品油调价分析》
- 2、2009-04-22 双周报第5期-《原油期货净多头大幅减少，化工炼油继续好转》
- 3、2009-03-17-双周报第4期-《国际天然气价预期上涨，控制执行OPEC不减产》
- 4、2009-02-17-双周报第3期-《WTI价格失真回调，成品油价不会下调》

石油化工

看好

8月月报：成品油价未调整，影响业绩有限

投资要点：

- **原油：**8月原油均价71.2美元/桶，美国石油库存和需求变化不大，供给方面OPEC超配额比例增加，影响9月油价走势主要是美国经济数据和9月17号的OPEC会议，预计产量配额保持不变。
- 天然气价格月内跌到3美元/MMBtu以下，主要原因是美国天然气库存持续增加，超过历史均值18%，工业需求下降。另外夏季用气高峰（发电）过去后，取暖季还没到，加上没有暴风雨等预期因素。
- **炼油销售：**按照发改委调价公式，8月内成品油价应该上调，但成品油价没有调整影响了市场预期，这是造成最近石化跌幅较大的主要原因。
- **对此我们谈2个观点，这2点都影响未来股价表现：**
 - **第1、影响下半年业绩很有限，09年业绩仍然在0.7-0.8之间。**炼油略亏损的情况下，行业开工率降低，供应变紧，加上上调油价预期，成品油销售会变好，弥补炼油利润，这是市场忽略考虑的一点；中石化销售目前每月贡献EBIT利润约30亿，另外下半年油价高上游业绩也好于上半年。预计**中石化8月EPS0.06**，3季度EPS约在0.2左右，业绩不会因为短期不调价减少太多，维持EPS在0.7-0.8之间的判断。
 - 9月如果不调成品油价影响中石化全年EPS0.035，影响中石油0.01，业绩影响有限，而且在油价相对较低，对资源价格改革一再重申的情况下，成品油价格短期不调，长期还是要调的，市场不用过度担心。
 - **第2、影响主要是估值水平和未来业绩预期降低。**对新机制的信心再次降低，市场预期的业绩风险增大了，影响估值水平降低，另外市场对明年业绩预期变差，公司成长性不确定，也影响估值水平降低。
- **投资策略：**我们认为：短期股价由于大盘向下和市场情绪可能有调整，但中长期我们仍然看好行业，维持推荐，首推中石化。09年的业绩目前对应市盈率只有15倍；市场认为炼油业绩不确定是国家定的，就给与石化低估值不完全合理，中石化有4个板块，上游、销售和化工板块是市场化的，不应该和炼油一样给15倍的估值。

主要公司盈利预测及投资评级

股票代码	公司名称	2008EPS	2009EPS	2010EPS	2011EPS	投资评级
601857	中国石油	0.62	0.7	0.83	0.96	推荐
600028	中国石化	0.34	0.8	0.92	0.96	推荐

资料来源：中投证券研究所

目 录

1、原油	3
2、炼油销售	5
3、化工板块	7
4、天然气	8
5、估值	9
7、其他主要数据	9

表目录

表 1 OPEC 最新产量（7 月）和减产执行情况	5
表 2 汤森路透油价预测的调查（09 年 7 月）	11

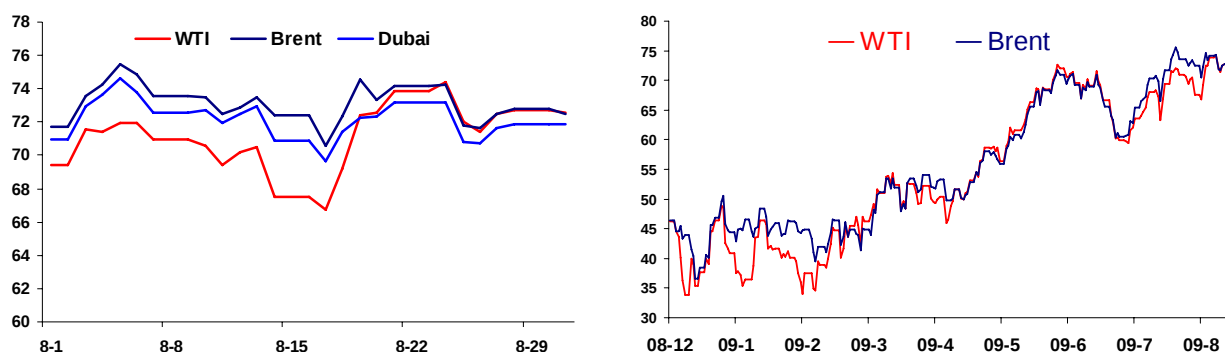
图目录

图 1 WTI 和布伦特单月（左）和一年内（右）价格	3
图 2 美国原油库存减少 EIA 预测值（左） 历史库存比较（右）	3
图 3 美国原油需求（表观量）	4
图 4 美元指数走势 单月（左） 一年内（右）	4
图 5 CFTC 市场净多头	4
图 6 炼油变差了后，销售会变好，弥补炼油 示意图	6
图 7: 化工价差恢复明显	8
图 8 天然气（Henry Hub）价格单月（左）和一年内（右）	8
图 9 中石化 A/H 溢价 单月（左） 一年（右）	9
图 10 中石油 A/H 溢价 单月（左） 一年（右）	9
图 11 8 月国际国内石油主要石油公司股价走势	10
图 12 国内月度进口原油	10
图 13 国内月度原油产量	10
图 14 石化行业产业链和覆盖公司示意:	12

1、原油

7月单月原油上涨约4.5%，WTI均价71.2美元/桶，布伦特均价73.1。布伦特比WTI溢价有尼日利亚地区政治因素导致供应布伦特偏紧的原因。

图1 WTI和布伦特单月（左）和一年内（右）价格 单位：美元/桶



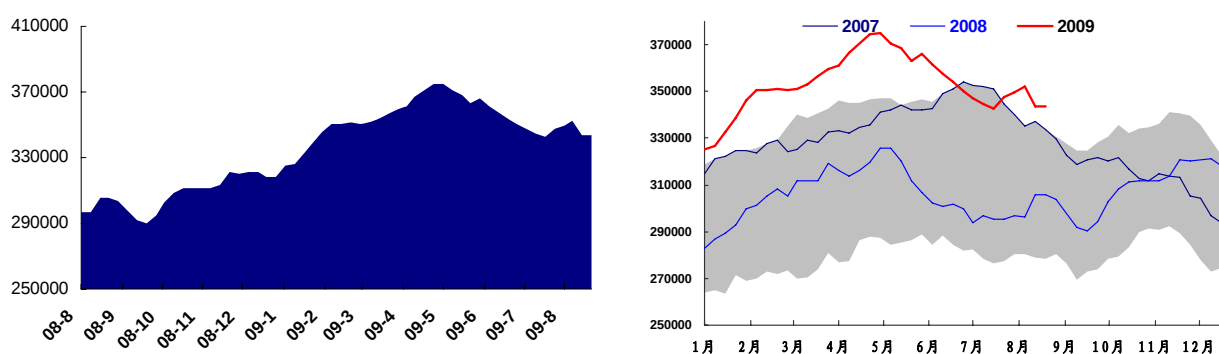
资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

我们分别分析库存、美元和资金以及OPEC3个因素。

1. 库存。

美国原油库存8月总体上下降，8月21日约3.44亿桶。总体上没有大的趋势变动。

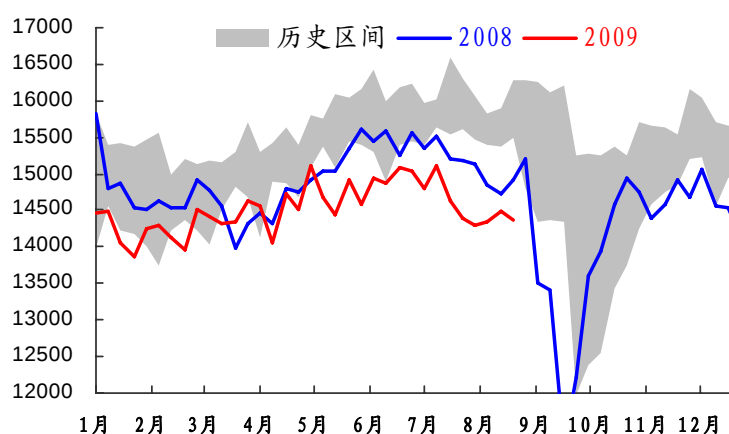
图2 美国原油库存减少 EIA预测值（左） 历史库存比较（右） 单位：千桶



资料来源：Bloomberg、中投证券研究所 注：右图中灰色区域为历史上库存数据5年内的区间范围

美国原油表观消费量变化不大，需求没有明显好转。

图 3 美国原油需求（表观量） 单位：千桶/日



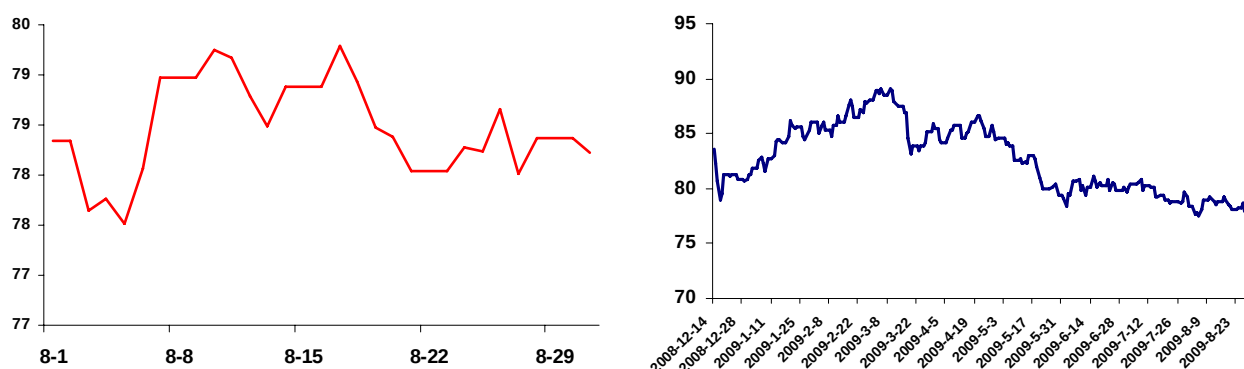
资料来源：EIA、中投证券研究所

2. 美元

美元先于油价反向变动，油价先于主要大宗商品同向变动。

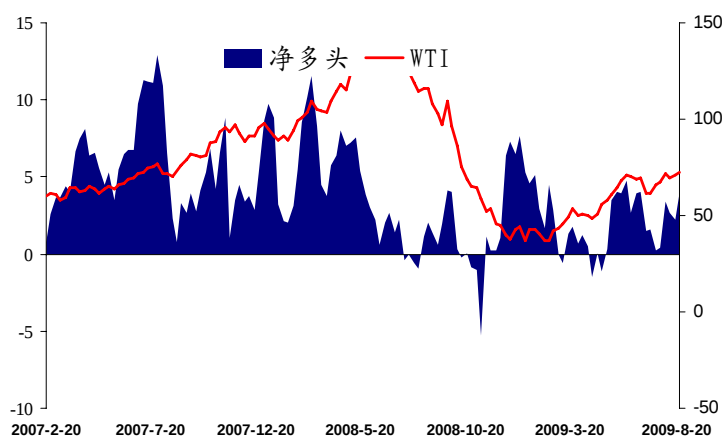
美元指数震荡，根据我们海外宏观的看法，3 季度美国政策掉头回收流动性，可能美元贬值结束，如果美元升值，会影响油价下跌。

图 4 美元指数走势 单月（左） 一年内（右）



资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

图 5 CFTC 市场净多头



资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

OPEC:

OPEC7月执行度继续降低，超配额产量从1015千桶/日**增加到1190**。9月17日OPEC将再次召开会议，可能会保持产量不变。

表1 OPEC最新产量(7月)和减产执行情况 单位: 千桶/日

	7月产量	6月产量	月产量变动	目标配额	超配额产量	估计产能
阿尔及利亚	1285	1250	35	1202	83	1450
安哥拉	1810	1790	20	1517	293	2000
厄瓜多尔	460	445	15	434	26	500
伊朗	3790	3800	-10	3336	454	4100
伊拉克	2355	2370	-15			2500
科威特	2200	2175	25	2222	-22	2650
利比亚	1535	1520	15	1469	66	1800
尼日利亚	1750	1850	-100	1673	77	2500
卡塔尔	705	695	10	731	-26	900
沙特	8020	8020	0	8051	-31	10800
联合酋长国	2270	2230	40	2223	47	2800
委内瑞拉	2210	2200	10	1986	224	2500
OPEC-12国	28390	28345	45			34500
OPEC-11国	26035	25975	60	24845	1190	40025

资料来源: Bloomberg、中投证券研究所

OPEC自1月以来**超配额的数量一直在增加，值得关注。**

2、炼油销售

成品油机制执行中的问题?

如果按照新机制的公式，目前油价的22日均线上涨已经超过了4%和5美元，但是成品油价格并没有在8月调整，超出市场预期，这是造成最近石化跌幅较大的主要原因。

对成品油调价低于预期对中石化的影响，**我们谈2个观点：**

第1、影响今年业绩很有限，09年业绩仍然在0.7-0.8之间

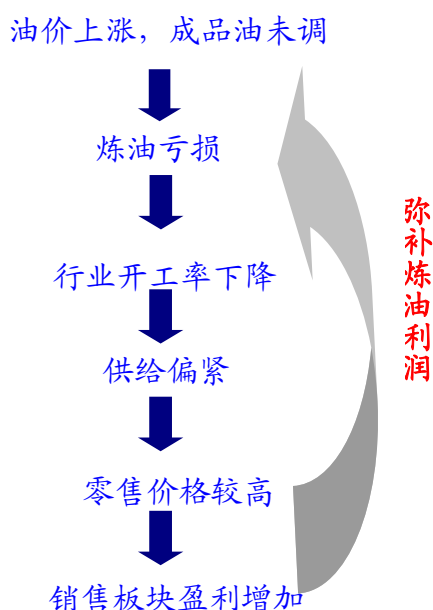
中石化主要利润来自炼油没错，但除了炼油的另外3个板块的业绩下半年略超预期，比上半年好，3、4季度的业绩会比市场预期的好。

我们先来解释这里面一个逻辑：**销售板块的盈利可以弥补炼油板块**，具体来说，如果炼油亏损或者微利，则全国除了中石化的大多数炼油显然都是亏损的更厉害的，炼厂开工率会下去，成品油批发环节供应会变紧张，那么销售自然就变好，另外炼油亏损的时候，市场一般会预期发改委上调成品油价，因此也会促进零售环节的销售，以2季度中石化为例，销售板块平均每月利润在30亿左右，远超过1季度15亿左右的月度盈利。**销售和炼油一好一坏的现象在中石化和中石油今年上半年已经体现过多次。**

这就是我们之前说的中石化**“加油站业绩的弹性”**，零售价格变动0.2元/升，就会对公司业绩有比较大的影响，因为成品油销售量非常大。

我们用图来表示这个逻辑：

图6 炼油变差了后，销售会变好，弥补炼油 示意图



资料来源：中投证券研究所

油价在70美元/桶的情况下，中石化上游每月能贡献30亿的息税前利润，加上销售25-30亿，化工5-10亿，单月EBIT在60-70亿，EPS在0.05-0.06之间。

3季度单季度业绩在0.2左右，全年业绩在0.7-0.8之间没有问题。

另外9月不调价只影响全年EPS0.035，对于后面不会调现在下结论还太早，在油价相对较低，发改委对资源价格改革一再重申的情况下，成品油价格短期不调，长期还是要调的，市场不用过度担心。

这个谈的是今年的业绩，影响较小，维持看好，**但成品油不调可能更大的影响是估值水平和对未来业绩的预期！**

第2、 影响主要是估值水平和未来业绩预期

不调价的影响，对于 9 月单月的 EPS 并不大，假设调价 500 元/吨，**不调对中石化 EPS 的影响为 0.035，对中石油的影响为 0.01。但更大的影响**，是将市场对成品油新机制的信心再次降低，这样的话 1 是业绩风险增大了，所以影响估值水平降低了，2 是对市场明年业绩没有信心了，未来业绩没有增长就没有成长性，影响估值水平降低。

具体到股价表现上，我们觉得**这 2 个因素都要考虑，会比较复杂**。如果从 09 年业绩的估值水平来说，现在估值只有 15 倍，股价并不贵，跌下来后有估值修复的可能。但是估值水平可能下降，未来成长性得不到市场认可，会影响股价向下，**市场情绪和业绩都会影响股价**。

具体到投资策略上，我们认为：短期股价由于大盘可能的向下压力和市场情绪可能有调整，但中长期我们仍然看好行业，维持推荐，首推中石化：毕竟今年是炼油企业中石化业绩大幅好转的一年，0.7-0.8 的业绩对应 20 倍不到的市盈率，而且市场认为炼油业绩不确定是国家给的，就给与石化 15 倍的市盈率是不完全合理的，因为中石化有 4 个板块，就算对炼油给 15 倍的估值，但上游、销售和化工无论是毛利率、ROE 都不低于大多数的化工公司，且具有垄断优势，不应该和炼油一样给 15 倍的估值。

如果按照我们在中期策略中的分版块估值方法，按 09 年业绩估值，即使给与炼油 15 倍的估值水平，合理股价也在 14 元左右。

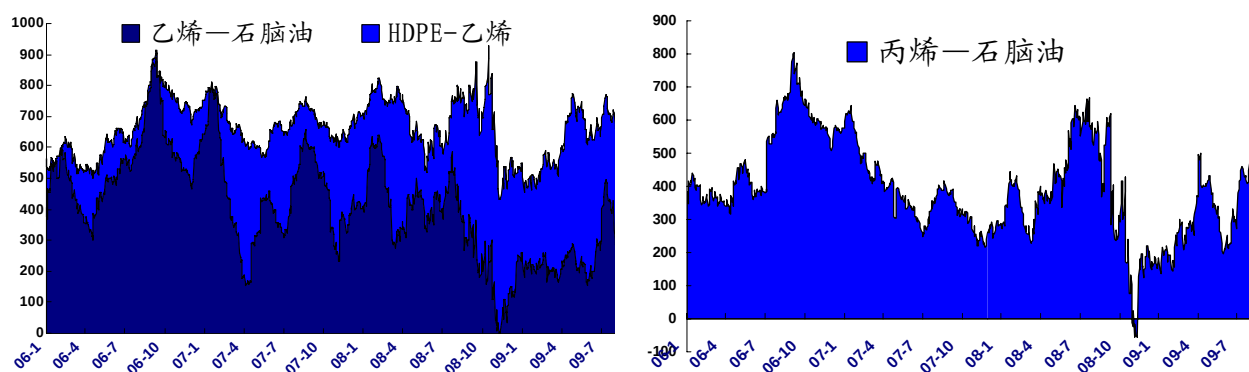
3、化工板块

石脑油和主要产品 PP、HDPE 的价差 8 月维持较高，和 7 月持平。

这里面有 2 点要注意，我们都是看国外的石脑油-化工产品价差来衡量公司化工盈利水平，但要注意：国内石脑油定价方法是按上个月国际石脑油价格均价作为这个月内供交易价格，因此实际国内实际化工盈利会比国外显得好一点。

另外，中石油和中石化的石脑油等化工板块的原料都是内供，自产自销的，内供价格会比市场低 300 元/吨左右，而且节约了运输费用，这些都造成国内化工板块盈利好于国外，并且一体化的公司化工板块盈利会显得更好。

图 7: 化工价差恢复明显



资料来源: 中投证券研究所、Bloomberg

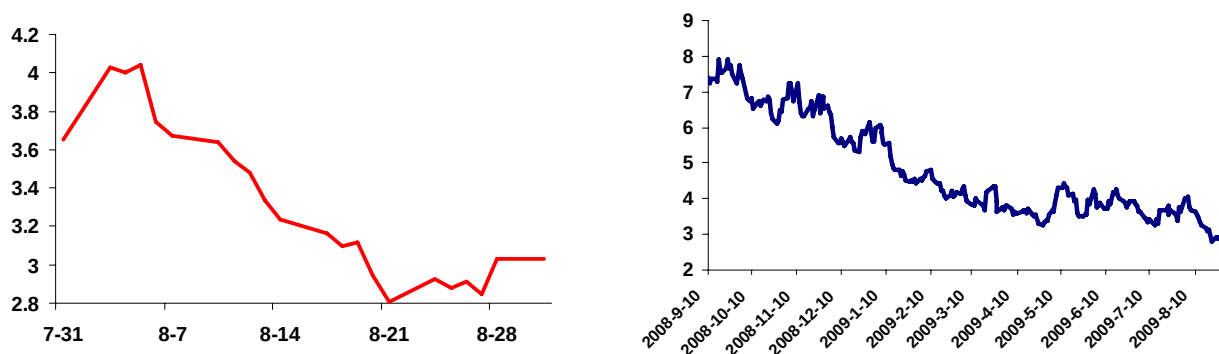
4、天然气

天然气价格期内跌到 3 美元/MMBtu 以下。

下跌的主要原因是美国天然气库存持续增加, 超过历史均值 18%, 工业需求下降。

另外夏季用气高峰(发电)过去后, 取暖季还没到, 加上今年天气情况超过往年的好, 没有暴风雨等等影响气价的预期, 因此价格持续下跌。

图 8 天然气 (Henry Hub) 价格单月 (左) 和一年内 (右) 单位: 美元/百万英热单位

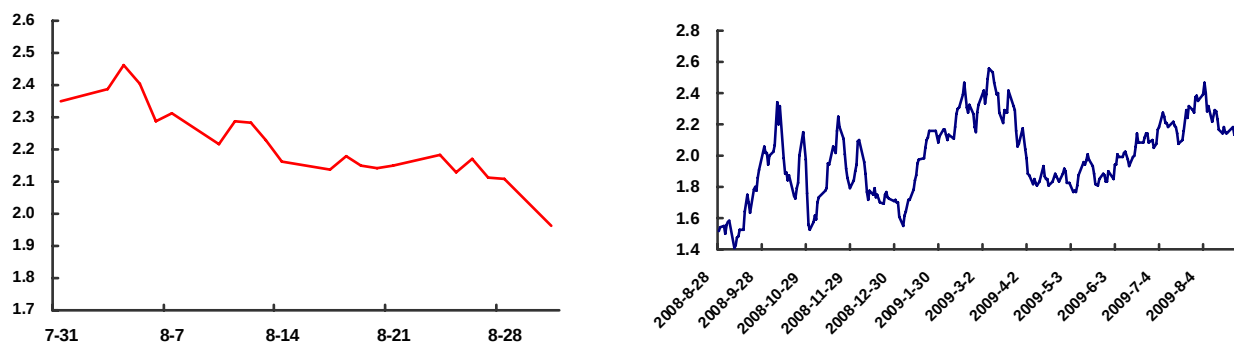


资料来源: Bloomberg、中投证券研究所

5、估值

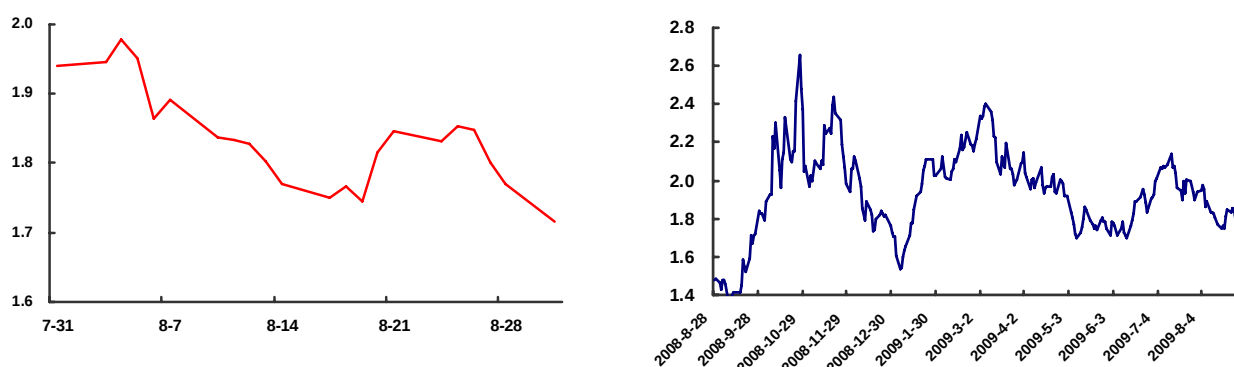
中石化 AH 股溢价 1.96，中石油 AH 股溢价 1.72。

图 9 中石化 A/H 溢价 单月（左） 一年（右）



资料来源：Wind、中投证券研究所（A/H 溢价 计算方法为 A 股股价/0.88 : H 股股价）

图 10 中石油 A/H 溢价 单月（左） 一年（右）

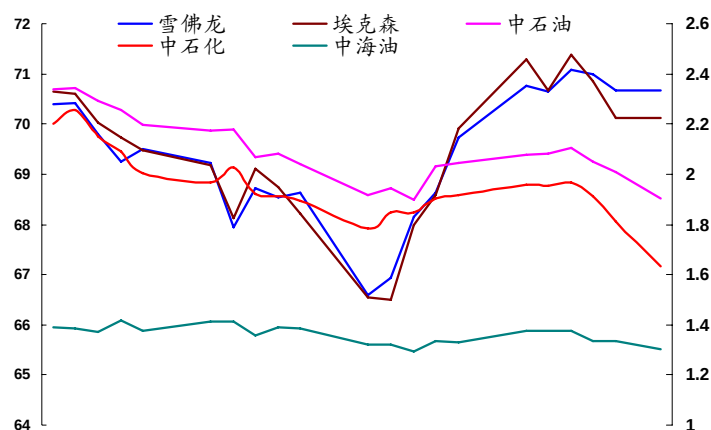


资料来源：Wind、中投证券研究所（A/H 溢价 计算方法为 A 股股价/0.88 : H 股股价）

7、其他主要数据

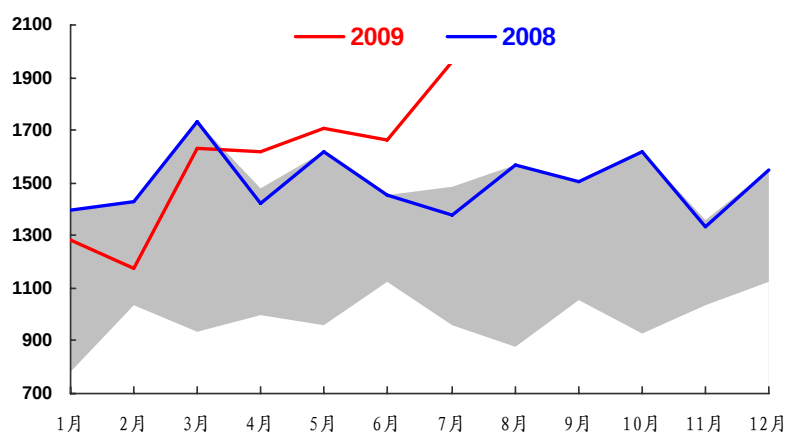
8 月国际国内主要石油公司股价走势如下图，海外公司还是和油价走势一致，国内主要受大盘和成品油不调整预期的影响。

图 11 8 月国际国内石油主要石油公司股价走势 单位：美元/股



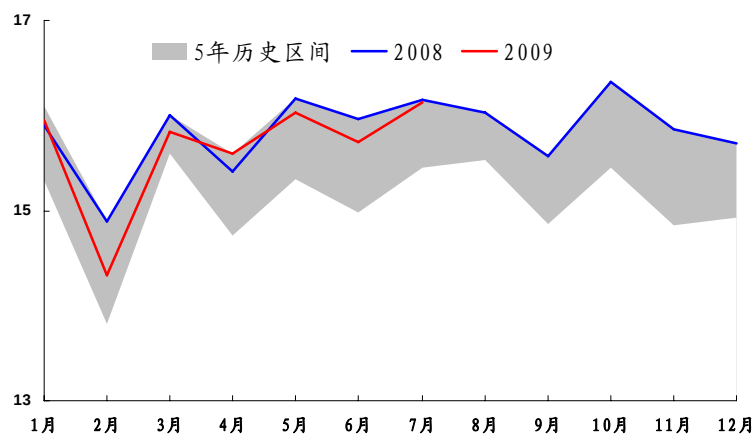
资料来源：Bloomberg、中投证券研究所 注：全部换算成美元/股

图 12 国内月度进口原油 单位：万吨



资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

图 13 国内月度原油产量 单位：万吨



资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

7月28日的路透对各大机构的油价预测调查,全年均价变化不大,仍然在60美元/桶左右,4季度普遍比3季度乐观。

表 2 汤森路透油价预测的调查 (09 年 7 月)

	Q3 09	Q4 09	2009	2010	Q3 09	Q4 09	2009	2010
2009 年 7 月 28 日	Brent (布伦特)				WTI			
巴克莱	69	76	63	84	71	76	63	85
Bernstein Rsch			55	80			55	80
BCS	60.7	63.3	56.87	70.93	61.3	63.6	56.83	72.23
CGES	69.2	79.8	63.1	72.8				
花旗	60	60	55.79	65	60	60	55.63	65
Credit Suisse	58	58	54.73	58	60	60	55.72	60
美国能源署					69	70	60.35	72.42
经济学家	64.2	68	59	70	65.5	69.4	59.44	71.4
First Energy Cap	61.33	65.58	58.13	74.5	62.33	66.58	58	75
高盛	68.83	81		88.7	70.3	82.5		90.2
HSB Nordbank	60	65	60	75	60	65	60	75
JP 摩根	58	63	55.5	65.5	60	65	55.63	67.5
Landesbank	60	60	56	69	60	62	55	71
MF Global	63.5	64.5	62	70	63	65	63	71
摩根士丹利			55	85			55	85
Nomisma Energia	60.82	57.23	55.32	55.58	61.61	58.43	56.52	57.08
Petromatrix	65	65	58.4	80	65	65	59.1	80
RBS	62	64	57.3	56	62	64	57.1	56
RZB	66	70	60	75	67	71	60	75
渣打	67	74	62	81	68	75	61	82
瑞银	64	64	58.4	69	65	65	58.25	70
UniCredit	70	65	60	75	70	65	60	75
中值	63.5	65	58.265	72.8	63	65	58.125	72.42
中投证券		63	60	75				

资料来源: 汤森路透、中投证券研究所

图 14 石化行业产业链和覆盖公司示意:



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。

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、黑猫股份等。

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

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

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

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