

石油开采 II

王鹏 (研究主管)

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

芮定坤

执业证书编号: S0960109074123

010-63222951

ruidingkun@cjis.cn

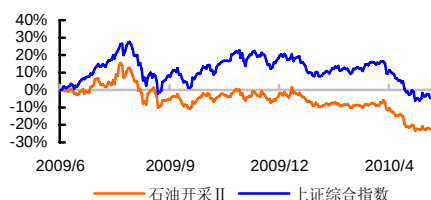
评级调整: 首次

行业基本资料

上市公司家数	2
总市值 (亿元)	20086
占 A 股比例 (%)	6.69%
平均市盈率 (倍)	127.41

行业表现

(%)	1M	3M	6M
石油开采 II	-10.22	-16.18	-19.10
上证综合指数	-9.70	-15.07	-18.88



相关报告

《石油开采 II-化工业务盈利转好, 关注股价阶段性反弹》2010-3-14

《石油开采 II-石化行业跟踪: 下调盈利预测》2010-2-24

《石油开采 II-股指期货对石化的影响分析》2010-1-10

石油开采 II 行业

中性

天然气涨价, 对中石油影响更大

投资要点:

- 天然气出厂价由每千立方米 925 元提高到 1155 元, 每方 0.23 元, 中石化和中石油预计 10 年天然气产量分别为 120 亿方和 660 亿方, 11 年分别为 145 亿方和 720 亿方; 对应的天然气涨价影响中石化 10 和 11 年 EPS 分别为 0.01 和 0.03, 影响中石油 10 年和 11 年 EPS 分别为 0.03 和 0.06, 对中石油的影响更大。
- A 股石化中收益天然气涨价的其他标的的并不多, 我们认为东华能源可能受影响, 主要是市场预期其 LPG 液化石油气和天然气是可替代品, 天然气涨价有利于产量增加和议价能力提高。实质业绩增长还要跟踪公司销售量的增长, 投资建议上关注天然气涨价带来的交易性机会, 但建议关注实际业绩低于预期的风险。
- 汽柴油下调 230 和 220 元/吨, 相当与约 0.19 元/升, 炼油静态毛利减少 2.6 美元/桶。从时点上, 基本符合国家发改委 22 日均线变动 4% 的公式, 幅度上基本反映油价下跌的趋势, 但比市场预期的稍少。影响上, 我们认为中石化炼油受影响较大: 主要因为库存周期长 6 月原油成本为 4 月末国际油价, 价格较高, 6 月可能略亏, 中石油库存周期短原油成本为 5 月价格 (油价低) 因此炼油预计压力不大。
- 总体来说: 成品油下调是新机制下的正常调整, 对 EPS 预期影响不大, 影响未来石化业绩的仍然是原油价格和政策性风险。
- 投资建议: 2 大蓝筹股估值接近外围市场 10-15 倍, 股息收益率 3%, 对大资金有一定长期投资价值, 但短期缺乏大的股价刺激因素, 市场的估值预期难提高, 相比来说, 短期中石油更好, 但资源税如果出台, 对中石油的影响更大。目前来看下半年仍然首推中海油服, 石油和石化大的投资机会还要等待。维持盈利预测: 中石化 10、11 年 EPS0.78 和 0.85, 中石油 10、11 年 EPS 分别为 0.74 和 0.86。
- 辽通化工年用气在 8.1 亿方左右 (辽河用煤做动力, 吨耗 440 方/吨), 天然气涨价对年业绩的影响在 0.1 左右, 成品油下调对辽通和沈阳化工的炼油利润也有影响, 幅度不大。

	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
600028	中国石化	0.71	0.78	0.85	0.92	17	11	10	10	推荐
601857	中国石油	0.56	0.74	0.86	0.90	23	15	13	12	推荐
000059	辽通化工	0.16	0.6	0.89	1.1	83	16	11	9	推荐
000698	沈阳化工	0.1	0.41	0.66	0.86	84	21	13	11	推荐
002221	东华能源	0.17	0.50	0.7	0.84	77	21	15	13	推荐

一、天然气涨 0.23 元/方，主要受益中石油

政策：陆上天然气出厂价由每千立方米 925 元提高到 1155 元，幅度为 24.9%。陆上天然气不包括中海油，中石化有很少一部分海上天然气，中石化和中石油的天然气总体上都是陆上；

看一下**影响：**

中石化和中石油预计 10 年天然气产量分别为 120 亿方和 660 亿方，11 年预计在 145 和 720 亿方；对应的天然气涨价影响中石化 10 和 11 年 EPS 分别为 0.01 和 0.03，影响中石油 10 年和 11 年 EPS 分别为 0.03 和 0.06，对中石油的影响更大；

表 1: 天然气涨价对中石化和中石油的每股盈利影响 单位: 亿方

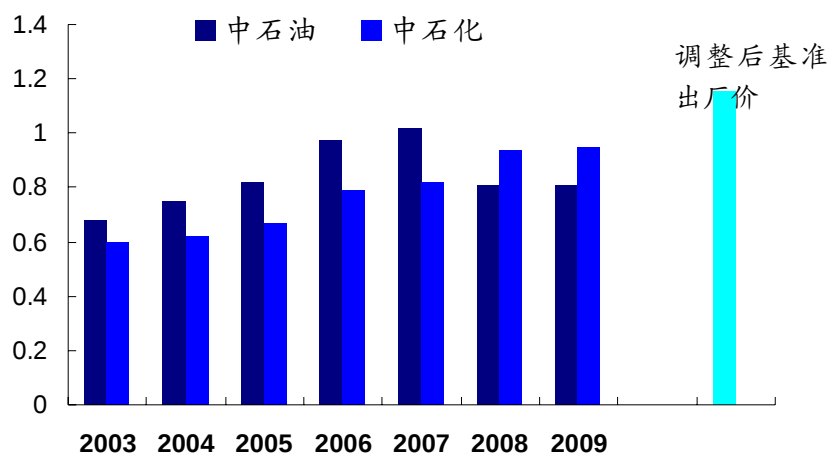
	中石化		中石油	
	2010	2011	2010	2011
天然气产量	120	145	678	745
影响 EPS	0.01	0.03	0.04	0.07

资料来源：中投证券研究所

注：假设税率在 22%，不考虑天然气价格在基准上下浮动

天然气出厂价可以根据供需双方上浮 10%，下浮不限适当调整，但目前国内天然气供不应求的情况下，下调的可能性不大，我们认为对预测影响不大。

图 1: 中石油和中石化天然气实现价格比较 单位: 元/立方米



资料来源：公司公告、中投证券研究所

A 股石化中收益天然气涨价的其他标的不多，我们认为东华能源可能受到影响，主要是市场预期其 LPG 液化石油气和天然气是可替代品，天然气涨价有利于产量增加和议价能力提高。

我们认为这个逻辑是对的，但影响比较有限，因为公司的定价 70%基本上是采用成本加固定毛利率，这样保证销售在经济好和不好时都相对固定，所以天然气涨价产品不大可能会大幅提价，另 1 个因素销售量上，公司目前在江苏市场占有 90%以上的市场份额，再增加的空间不大，要增加销售需要打开浙江、安徽等周边市场，这有一定困难和风险，目前我们还没有看到，公司要做到 0.8 左右的 EPS，销售量要到 100 万吨以上，而 09 年只有 22 万吨，最高时候 08 年也只有 40 万吨，也就是说销售量要增加 3 倍。

因此对于东华能源我们的建议是：受益天然气涨价有交易性机会，但实质性业绩增长还要跟踪公司销售量的增长。

表 2: 公司主要运营 LPG 储罐容量及周转情况

地点	储容	备注
张家港	2×3.1	目前无法用，等待码头恢复后重启
太仓	2×3.1	原苏州 BP，暂时替代张家港 LPG 库
宁波	2×28	通过关联交易租赁大股东资产

资料来源：中投证券研究所

二、成品油下调，影响 EPS 不大

汽柴油下调 230 和 220 元/吨，相当与约 0.19 元/升，炼油静态毛利减少 2.6 美元/桶。

从时点上，基本符合国家发改委 22 日均线变动 4%的公式，幅度上基本反映油价下跌的趋势，但比市场预期的稍少。

图 2: 发改委调价公式跟踪 单位：美元/桶



资料来源：中投证券研究所

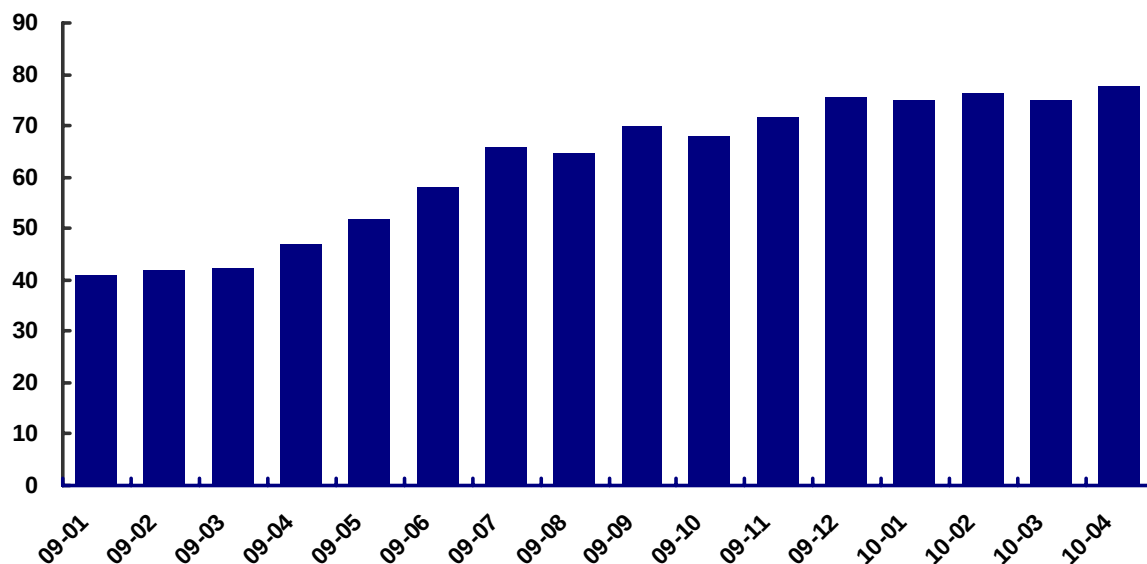
表 3: 历史调价 22 日均线

	3 地均价	3 地均价 22 日 均线	变幅	汽油调 整	柴油调 整
2010-5-31		72.1	-11.21%	-230	-220
2010-4-14		81.2	6.46%	320	320
2009-11-9	75.56	76.27	12.33%	480	480
2009-9-29	66.9	67.9	-5.60%	190	190
2009-9-2	69.7	72	13.50%	300	300
2009-7-28	67.5	63.4	-6.60%	-220	-220
2009-6-29	65.3	67.9	18.40%	600	600
2009-5-31	60.8	57.3	33.90%	400	400
2009-3-24	46.7	42.8	8.30%	290	180
2009-1-15	41.4	39.5		-140	-160

资料来源：中投证券研究所

影响上，我们认为中石化炼油受影响较大：主要因为库存周期长 6 月原油成本为 4 月末国际油价，价格较高（4、5 月海关进口油价 77 美元左右），可能略亏，中石油库存周期短原油成本为 5 月价格（油价低）因此炼油预计压力不大。

图 3: 各月海关进口油价 单位: 美元/桶



资料来源：中投证券研究所

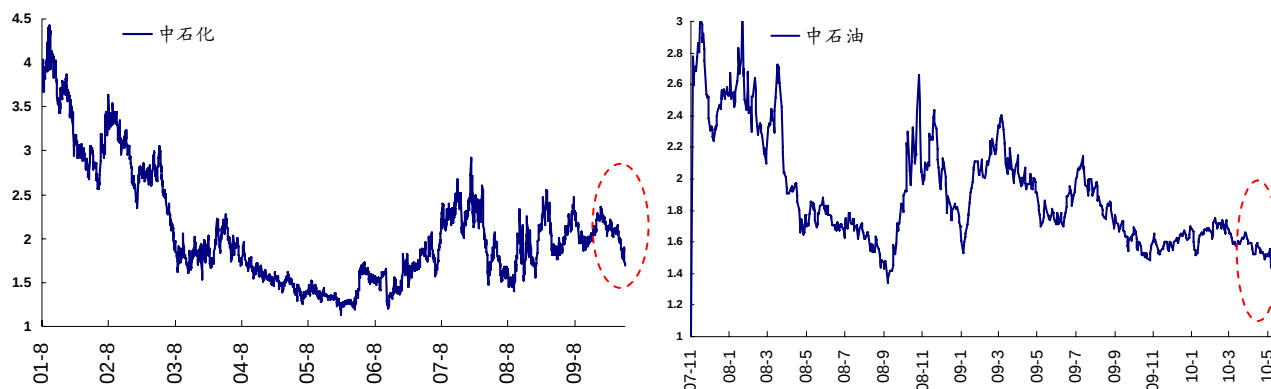
总体来说：成品油下调是新机制下的正常调整，对 EPS 预期影响不大，影响未来石化业绩的仍然是原油价格和政策性风险。

投资建议：2 大蓝筹股估值接近外围市场 10-15 倍，股息收益率 3%，对大资金有一定长期投资价值，但短期缺乏大的股价刺激因素，市场的估值预期难提高，相比来说，短期中石油更好，但资源税如果出台，对中石油的影响更大。

目前来看下半年仍然首推中海油服，石油和石化大的投资机会还要等待。

目前中石化和中石油的 AH 股溢价率都接近历史最低水平，如下图：

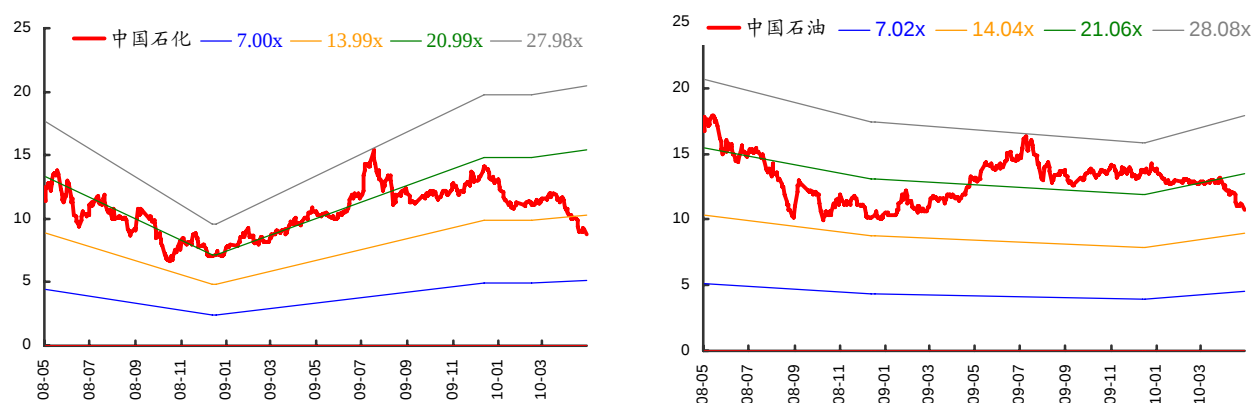
图 4 中石化和中石油的 AH 股溢价率



资料来源：Wind、中投证券研究所

2 个公司的 PE 都在 11 倍左右, 低于国际石油公司 10-15 倍的平均市盈率。

图 5 中石化和中石油的 PE 区间



资料来源：Wind、中投证券研究所

由于政策性因素较多，暂不调整盈利预测，维持 2 大公司的盈利预测：中石化 10、11 年 EPS0.78 和 0.85，中石油 10、11 年 EPS 分别为 0.74 和 0.86。

表 4 中石化盈利预测模型

单位：百万元

	2007	2008	2009	2010E	2011E
部门收入	2,131,989	2,766,342	2,291,776	2,633,215	2,841,693
勘探	127,910	177,796	106,350	153,644	177,539
炼油	651,927	813,633	699,662	860,517	936,951
销售	662,393	806,017	879,804	810,958	893,652
化工	233,442	234,877	165,548	220,836	232,052
公司总部	456,317	734,019	440,411	587,260	601,500
减：部门间抵扣	(958,120)	(1,346,021)	(1,007,035)	(1,262,686)	(1,358,022)
其他收入	35,837	41,620	27,043	26,513	30,228
收入合计	1,214,606	1,502,443	1,311,784	1,397,041	1,513,900
销售成本	(983,079)	(1,289,734)	(1,075,934)	(1,063,583)	(1,163,005)
折旧和摊销	(43,315)	(45,842)	(50,997)	(52,108)	(52,780)
勘探费用	(11,105)	(8,310)	(10,500)	(11,000)	(12,000)
管理销售费用、税金其他	(91,243)	(130,432)	(86,700)	(172,076)	(180,003)
经营收益 (EBIT)					
勘探	48,766	66,569	19,644	41,944	50,065
炼油	(10,452)	(61,538)	23,077	8,985	11,105
销售	35,727	38,209	30,300	29,670	33,218
化工	13,306	(13,102)	13,615	19,875	13,923
公司总部	(1,483)	(2,014)	(2,205)	(2,200)	(2,200)
经营收益合计	85,864	28,124	84,431	98,274	106,111
融资成本净额	(8,101)	(4,776)	(7,234)	(8,882)	(9,219)
投资收益	1,657	390	2,000	500	500
应占联营合营公司的损益	4,044	579	1,371	1,200	1,200
除税前正常业务利润	83,464	24,317	80,568	91,092	98,592
所得税	(24,722)	1,883	(16,114)	(20,496)	(22,676)
除税后正常业务利润	58,742	26,200	64,454	70,597	75,916
少数股东权益	(2,210)	3,569	(707)	(2,561)	(2,210)
净利润	54,942	29,769	61,663	68,036	73,706
每股收益	0.63	0.34	0.71	0.78	0.85

资料来源：中投证券研究所

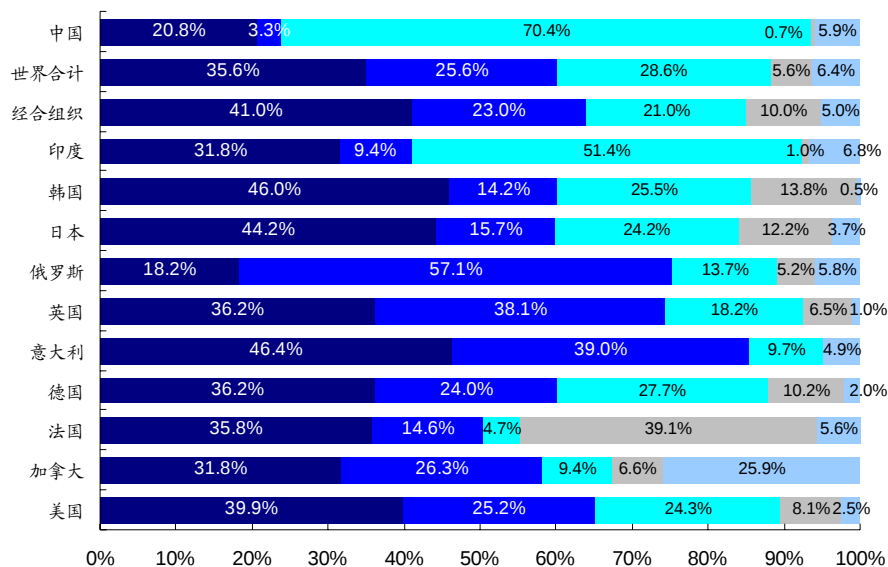
表 5 中石油盈利模型 单位: 百万元

	2008	2009	2010E	2011E
部门收入	1,686,964	1,428,974	1,602,819	1,773,687
勘探	624,909	405,326	523,078	606,396
炼油销售	886,472	501,300	860,185	901,546
化工	110,850	768,295	110,720	124,586
天然气管网	63,315	77,658	107,002	139,103
公司总部	1,418	1,372	1,834	2,056
减: 部门间抵扣	615,818	734,676	436,957	505,096
收入合计	1,071,146	1,019,275	1,165,862	1,268,592
销售成本	562,122	699,940	571,905	594,890
折旧和摊销	94,603	92,259	110,712	138,456
勘探费用	21,879	19,398	23,456	25,416
期间费用及其他	172,972	133,311	134,448	134,629
经营收益 (EBIT)				
勘探	240,198	105,019	156,301	189,125
炼油销售	(82,970)	17,308	14,063	15,609
化工	(2,877)	13,265	13,340	14,108
天然气管网	16,057	19,046	21,564	22,186
公司总部	(11,108)	(11,194)	(11,027)	(11,078)
经营收益合计	159,300	143,444	194,241	229,950
融资成本净额	(1,770)	(4,596)	(5,842)	(5,987)
应占联营合营公司的损益	4,299	1,184	4,000	4,000
除税前正常业务利润	161,829	140,032	192,399	227,963
所得税	(35,178)	33,473	(48,100)	(56,991)
除税后正常业务利润	126,651	106,559	144,299	170,972
少数股东权益	(12,220)	(3,347)	(9,128)	(13,240)
净利润	114,431	103,212	135,171	157,732
EPS	0.62	0.56	0.74	0.86

资料来源: 中投证券研究所

三、重要数据

图 6 从比例看国内天然气消费占比低，提高空间大



资料来源：《BP 世界能源统计 2008》

表 6: 国内历史天然气价格 单位：元/千立方米

油田	用气类别	05 年出厂基准价	07 年出厂基准价
川渝气田	化肥	690	690
	工业	875	1275
	城市燃气	920	920
长庆油田	化肥	710	710
	工业	725	1125
	城市燃气	770	770
青海油田	化肥	660	660
	工业	660	1060
	城市燃气	660	660
新疆各油田	化肥	560	560
	工业	585	985
	城市燃气	560	560
其他油田	化肥	660	660
	工业	920	1320
	城市燃气	830	830

资料来源：中投证券研究所

表 7: 调整后各地区天然气价格 单位: 元/千立方米

油气田	用户分类	现行基准价			调后基准价
川渝气田	化肥	690			920
	直供工业	1275			1505
	城市燃气(工业)	1320			1550
	城市燃气(除工业)	920			1150
长庆油田	化肥	710			940
	直供工业	1125			1355
	城市燃气(工业)	1170			1400
	城市燃气(除工业)	770			1000
青海油田	化肥	660			890
	直供工业	1060			1290
	城市燃气(工业)	1060			1290
	城市燃气(除工业)	660			890
新疆各油田	化肥	560			790
	直供工业	985			1215
	城市燃气(工业)	960			1190
	城市燃气(除工业)	560			790
大港、辽河、中原 油田		一档气	二档气	平均	
	化肥	660	980	710	940
	直供工业	1320	1380	1340	1570
	城市燃气(工业)	1230	1380	1340	1570
	城市燃气(除工业)	830	980	940	1170
其它油田	化肥	980			1210
	直供工业	1380			1610
	城市燃气(工业)	1380			1610
	城市燃气(除工业)	980			1210
西气东输	化肥	560			790
	直供工业	960			1190
	城市燃气(工业)	960			1190
	城市燃气(除工业)	560			790
忠武线	化肥	911			1141
	直供工业	1311			1541
	城市燃气(工业)	1311			1541
	城市燃气(除工业)	911			1141
陕京线	化肥	830			1060
	直供工业	1230			1460
	城市燃气(工业)	1230			1460
	城市燃气(除工业)	830			1060
川气东送		1280			1510

资料来源: 发改委

表 8:《天然气利用政策》对天然气利用的分类

分类	应用	内容
优先类	城市燃气	1. 城镇居民炊事、生活热水等 2. 公共服务设施（机场、政府机关、职工食堂、幼儿园、学校、宾馆、酒店、餐饮、商场、写字楼等）用气 3. 天然气汽车（尤其是双燃料汽车） 4. 分布式热电联产
	城市燃气	1. 集中式采暖用气 2. 分户式采暖用气 3. 中央空调
允许类	工业燃料	4. 建材、机电、轻纺、石化、冶金等工业领域中以天然气代油、液化石油气项目 5. 建材、机电、轻纺、石化、冶金等工业领域中环境效益和经济效益好的天然气代煤项目 6. 建材、机电、轻纺、石化、冶金等工业领域中可中断的用户
	天然气发电	7. 重要用电负荷中心且天然气供应充足地区，建设利用天然气调峰发电项目
	天然气化工	8. 对用气量不大，经济效益较好的天然气制氢项目 9. 对不宜外输或上述一、二类用户无法消纳的天然气生产氮肥项目
限制类	天然气发电	1. 非重要用电负荷中心建设利用天然气发电项目
	天然气化工	2. 已建的合成氨厂以天然气为原料的扩建项目、合成氨厂煤改气项目 3. 以甲烷为原料，一次产品包括乙炔、氯甲烷等的化工项目 4. 除第二类第 9 项以外的新建以天然气为原料的合成氨项目
禁止类	天然气发电	1. 陕、蒙、晋、皖等十三个大型煤炭基地所在地区建设燃气发电项目
	天然气化工	2. 新建或扩建天然气制甲醇项目 3. 以天然气代煤制甲醇项目

资料来源：中投证券研究所

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, 获得 2009 年证券市场周刊评选的最佳石化行业分析师水晶球奖第 4 名。

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、黑猫股份、煤化工行业等。

免责条款

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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434