

## 石油股估值国际比较

——中石化估值已经低于埃克森

采掘/石油天然气

### 投资要点:

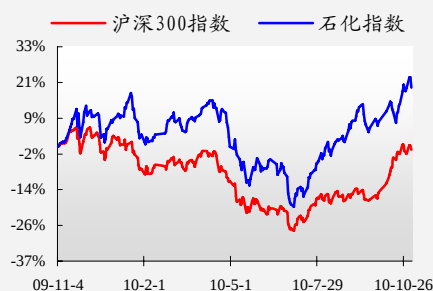
- 去年的衰退使得国际石油巨头大都遭受重挫,而中石油和中石化,由于新成品油定价机制的实施,炼油业务转亏为盈,使得全年收益不降反升。
- 中石化和中石油在炼化业务上的高速扩能,使得他们的营收规模与埃克森快速接近,中石化甚至在乙烯产能上已经超过了埃克森。
- 中石化A股的估值水平已经低于埃克森,与康菲和BP相仿。
- 综合成长性和目前的估值水平,可以认为,中石油与埃克森基本处于同一水平线上。
- 暂不考虑香港H市场,中石油和中石化的A股的估值水平与国际同行也已经接近,中石化更是处于最低水平。埃克森等国际石油巨头的复苏,主要依赖于原油价格的上升和炼油毛利的回升,而产品产量仍然处于停滞甚至微跌的状态,西方国家的石油消耗增长停滞的局面可能还要经历相当的时期,这对于埃克森等公司的估值提升将产生很大的负面影响。
- 而中石油和中石化,随着中国现代化水平的不断提高,中国石油市场仍将保持较高的增速,两公司的成长性还是可以看好。随着中国股市估值的结构性调整,两公司的估值水平应该有一个较明显的上升。与国际同行相比,保持一定的估值溢价是可以期待的,也是有其内在的逻辑性。

## 优于大势

维持评级

发布时间: 2010年11月5日

走势图



### 重要公司

### 评级

|      |      |
|------|------|
| 中国石油 | 谨慎推荐 |
| 中国石化 | 推荐   |

分析师: 王伟纲

执业证书编号: S0550207100074

TEL: (8621)6336 7000 - 255

FAX: (8621)6337 3209

Email: wangwg@nesc.cn

地址: 上海市延安东路45号20楼

邮编: 200002

## 中国石化估值已经低于埃克森美孚

去年的衰退使得国际石油巨头大都遭受重挫，埃克森美孚的净利润同比下降57.4%。反观中国石油和中国石化，由于新成品油定价机制的实施，炼油业务转亏为盈，使得全年收益不降反升。

另一方面，中国石化和中国石油在炼化业务上的高速扩能，使得他们的营收规模与埃克森快速接近，中国石化甚至在乙烯产能上已经超过了埃克森。中国石油的上游业务已经与埃克森持平，由于其资源储量要大于后者，因此，其超过埃克森也只是时间问题。

从估值来看，中国石化 A 股的估值水平已经低于埃克森，与康菲和 BP 相仿。而康菲和 BP 的基本面都不如中国石化。从估值的潜力来看，中国石化的 P/S 是最低的，估值潜力最大。六公司经营数据和估值如表 1 所示。中国石化、中国石油和埃克森三公司的业务比较如图 1、图 2 所示。

表 1 六公司估值比较表（2010 年 11 月 4 日）

|          | 埃克森   | 雪佛龙   | 康菲    | BP    | 中石化 A | 中石油 A |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（亿元） | 24764 | 13440 | 13805 | 15983 | 19035 | 13975 |
| 净利润（亿元）  | 1889  | 1223  | 614   | 1107  | 752   | 1321  |
| 净资产（亿元）  | 9688  | 6835  | 4729  | 6788  | 4360  | 9684  |
| 总市值（亿元）  | 21804 | 11415 | 6069  | 9187  | 8011  | 21761 |
| ROE（%）   | 19.50 | 17.89 | 12.98 | 16.31 | 17.25 | 13.64 |
| P/S      | 0.88  | 0.85  | 0.44  | 0.57  | 0.41  | 1.50  |
| P/B      | 2.27  | 1.67  | 1.28  | 1.35  | 1.95  | 2.42  |
| P/E      | 11.64 | 9.33  | 9.88  | 8.30  | 10.60 | 15.64 |

数据来源：各公司网站、东北证券

注：BP 的经营数据为 2009 年的，其余公司都为 2010 年 3Q 年化值，汇率按 1 美元=6.68 元计算。

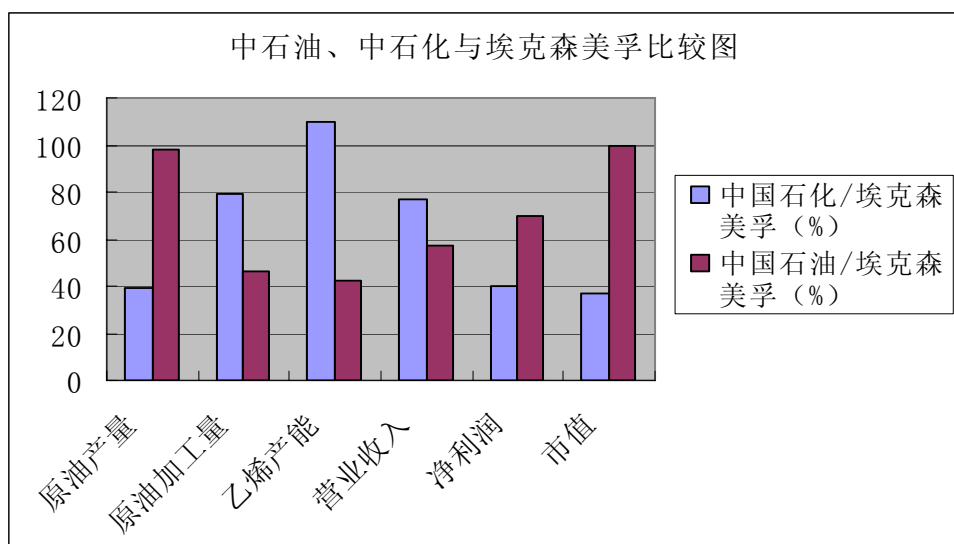


图 1 三公司业务规模与市值对比示意图

数据来源：东北证券

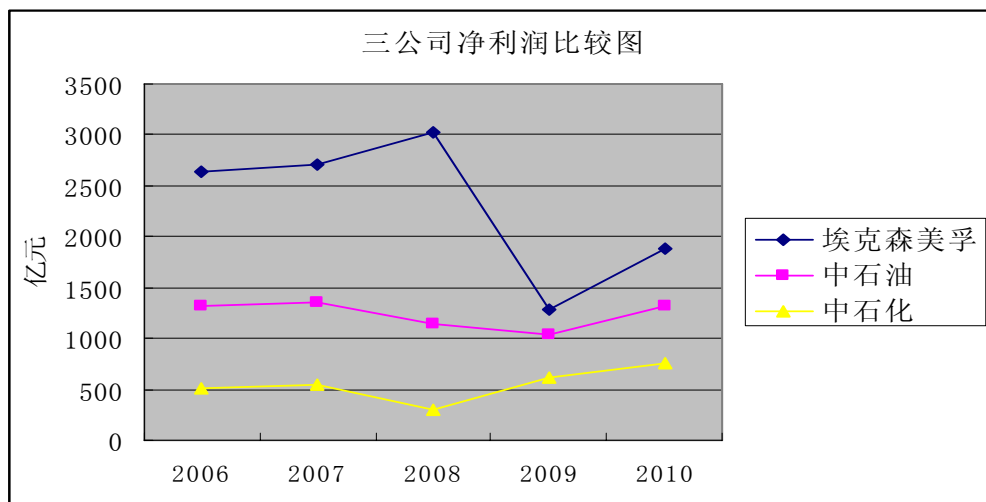


图 2 三公司净利润变化对比示意图

数据来源：东北证券

### 中国石油估值与埃克森美孚接近

中国石油的 P/B、P/E 已经与埃克森接近，由于下游业务的差距较大，因此 P/S 要高不少。其次，从 ROE 来看，中国石油还有提升的空间。中国石油的软肋在于被收取了原油特别收益金，而埃克森所面临的竞争环境比中国石油激烈。

中国石油的优势在于上下游平衡发展，同时在上游业务的发展上处于绝对的优势地位，国家的战略性发展很多是通过公司来运作的，因此风险相对较小。其次，公司在天然气方面的发展速度将非常快，天然气业务在公司中的地位将不断提升，成为公司业绩增长的重要来源。

综合成长性和估值水平，可以认为，中国石油与埃克森基本处于同一水平线上。

### BP 等三公司不如埃克森美孚

BP 所面临的麻烦还要延续相当一段时间，公司所受到的冲击不仅是财务上的。康菲的竞争力明显不如埃克森，低估值也在情理之中。雪佛龙的业务结构与中石油类似，其上游业务也有很强的实力，在油价高企的环境下，公司的发展前景可以看好。从估值来看，其与埃克森也比较接近。

通过分析与对比，中国石油和中国石化拿埃克森作为标杆是恰当的。还有两巨头，壳牌和道达尔，壳牌与埃克森相仿，而道达尔与康菲相仿，在此不再详述。

### 结论

暂不考虑香港 H 市场，中国石油和中国石化的 A 股的估值水平与国际同行也已经接近，中国石化更是处于最低水平。埃克森等国际石油巨头的复苏，主要依赖于原油价格的上升和炼油毛利的回升，而产品产量仍然处于停滞甚至微跌的状态，西方国家的石油消耗增长停滞的局面可能还要经历相当的时期，这对于埃克森等公司的估值提升将产生很大的负面影响。

而中国石油和中国石化，随着中国现代化水平的不断提高，中国石油市场仍将保持较高的增速，两公司的成长性还是可以看好。随着中国股市估值的结构性调整，两公司的估值水平应该有一个较明显的上升。与国际同行相比，保持一定的估值溢价是可以期待的，也是有其内在的逻辑性。

## 投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

## 郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。