

石油加工

署名人: 芮定坤

S0960109074123

010-63222951

ruidingkun@cjis.cn

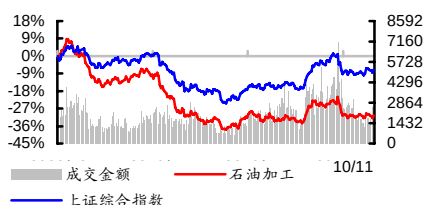
评级调整: 上调

行业基本资料

上市公司家数	11
总市值(亿元)	8552
占 A 股比例(%)	2.97%
平均市盈率(倍)	443.04

行业表现

(%)	1M	3M	6M
石油加工	-0.96	4.43	2.25
上证综合指数	0.54	12.06	12.29



相关报告

石油加工行业

看好

理顺成品油价格: 短期有影响, 长远有好处

投资要点:

- 12 月 21 日, 汽柴油价格分别上调 310 元/吨和 300 元/吨, 符合 3 地原油均价变动幅度超过 4% 的成品油调价公式。静态的看, 增加炼油毛利 3.6 美元/桶, 对中石化来说成品油上涨对应的增量和原油成本上涨 (3 美元/桶) 基本一致, 但非成品油部分的收入增加对炼油毛利有贡献, 12 月相对 11 月炼油变化不会太大, 增量在 1 美元以内。对辽通化工影响和中石化相似。对中石化影响小一点。
- 发改委在网站上提到: 这次调价“充分发挥价格杠杆的调节和引导作用, 抑制石油消费过快增长, 促进经济发展方式转变和资源节约是现实、必然的选择。”“理顺成品油价格, 短期内会对下游用油行业产生一定影响, 但长远有利于保持国民经济的健康可持续发展”。我们认为这说明国家对于长期理顺成品油价格是会严格执行的。
- 发改委网站对成品油上调对 CPI 的影响进行了分析: “直接影响当月 CPI 环比上升约 0.07 个百分点”。我们分析了成品油价格对 CPI 的直接影响不大: “交通和通讯”只占 CPI 的 11% 左右, 和汽柴油直接有关的“车用燃料及零配件”又只是“交通和通讯”中的一部分。
- 除了机制调整以外, 我们认为: 石化行业短期还有 1 点基本面改善的因素: 人民币升值。在每次调价和下一次调价中间, 国内以人民币计价的成品油价格不变, 所以收入不变, 而以美元计价的成本在降低, 所以成本在降低, 所以相比于人民币不升值的情况, 成本减少或者说, 炼油盈利的安全边际提高。
- 石化石油的 ROE 在 8% 左右, 不低于 A 股市场整体和化工板块, 估值合理, 2011 年成品油机制很有可能再进行微调, 向更市场化的方向, 包括缩短时间提高频率, 或者放开汽油价格, 或者在不同的原油价格下规定成品油对应价格, 我们上调行业评级为推荐。预测中石化 10-12 年的 EPS 分别为 0.87、0.92 和 0.95, 给与推荐的评级, 目标价 11-13 元。维持中石油推荐的评级。成品油上调, 辽通化工对炼油盈利变化的弹性比中石化中石油大, 下周可能复牌, 公司 2011、2012 年业绩变化较大 (尿素扩产、ABS 扩产、炼油扩建), 建议关注。

风险提示: 油价和政策性风险

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
600028	中国石化	0.71	0.87	0.9	0.95	13.3	11.2	10.2	9.7	推荐
601857	中国石油	0.56	0.74	0.8	0.87	20.3	16.9	15.7	14.4	推荐

一、成品油上调的影响分析

12月21日，汽柴油价格分别上调310元/吨和300元/吨，符合成品油调价公式：3地原油均价变动幅度超过4%。

下面是3地原油均价的22日移动平均线：

图1 发改委调价基准变动符合调价条件 单位：美元/桶、元/吨



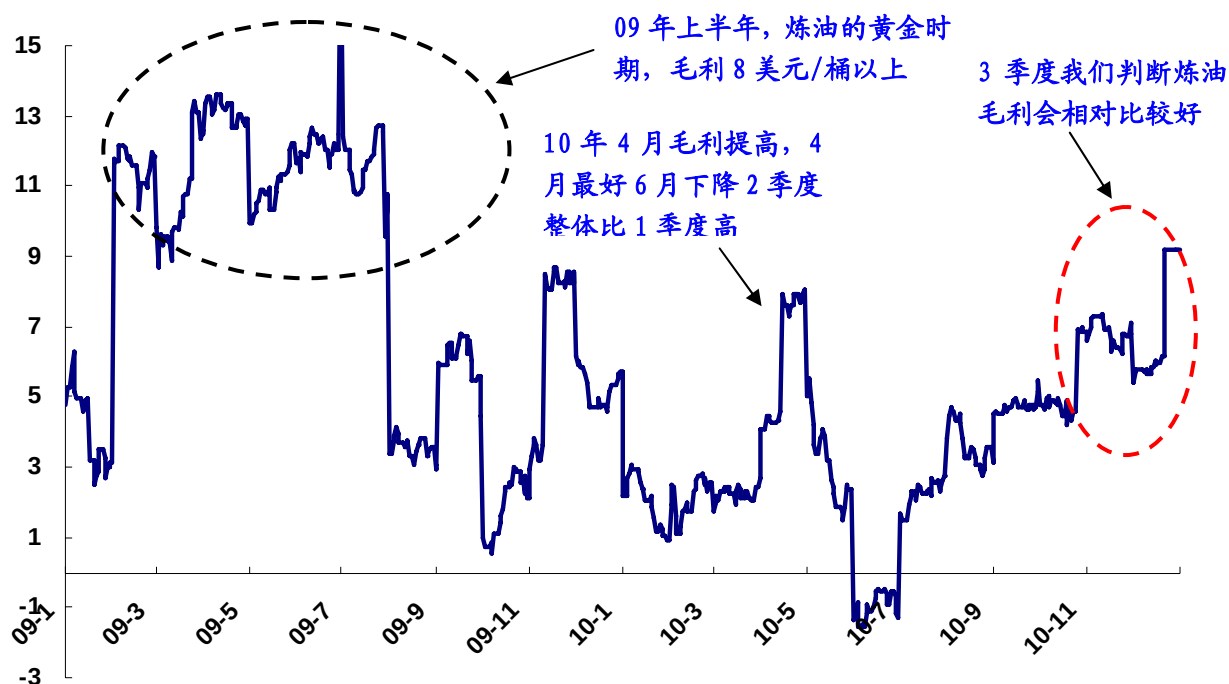
资料来源：中投证券研究所

国家发改委在网站上答记者问部分的陈述是：“**充分发挥价格杠杆的调节和引导作用，抑制石油消费过快增长**，促进经济发展方式转变和资源节约是现实、必然的选择。及时理顺国内成品油价格，有利于充分利用国际国内两个市场、两种资源，满足国内日益增长的石油需求。**理顺成品油价格，短期内会对下游用油行业产生一定影响，但长远有利于保持国民经济的健康可持续发展**”。我们认为这说明国家对于长期理顺成品油价格是会严格执行的。

对炼油公司的影响，静态的看，不考虑成本变动影响炼油毛利约3.6美元/桶，如果动态的看，影响中石油毛利小一些，对中石化来说成品油上涨对应的增量和原油成本上涨（3美元/桶）基本一致，但非成品油部分的收入增加对炼油毛利有贡献，12月相对11月炼油变化不会太大，增量在1美元以内。对辽通化工影响和中石化相似。

下面是我们考虑全因素后模拟的中石化的2009、2010年2年毛利变化：

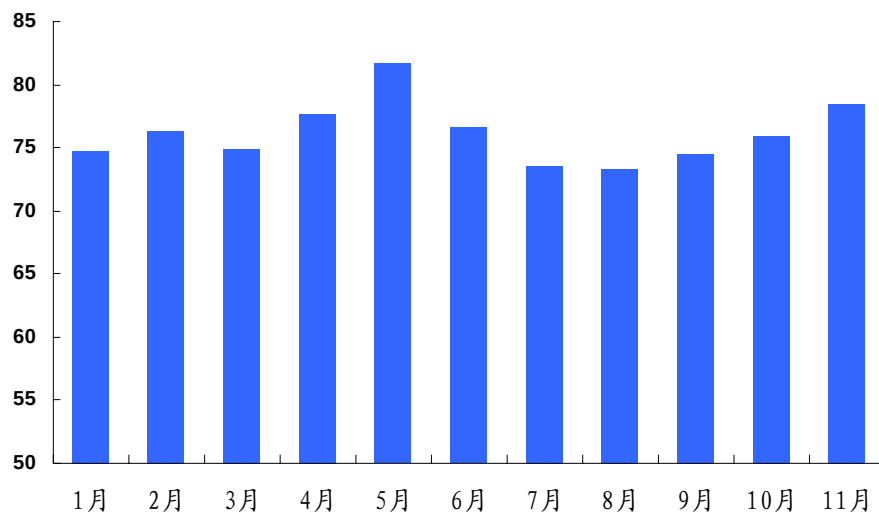
图 2 我们模拟的中石化 2009、2010 炼油毛利 单位： 美元/桶



资料来源：中投证券研究所 注：这里面这考虑了原材料成本，没有考虑加工成本和物耗

从海关进口原油价格来分析炼油成本，11 月增加约 3 美元。

图 3 海关进口原油价格 单位： 美元/桶



资料来源：中投证券研究所

二、这次调价的意义不大一样，讨论一下对 CPI 的影响

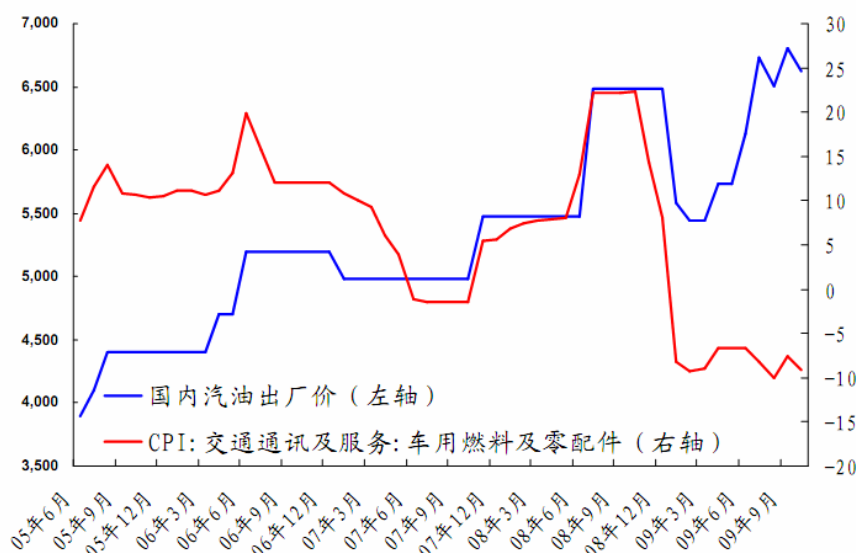
我们认为这次调价略超预期，主要是因为之前市场认为原油价格在 80 美元/桶以上国家就不会执行上调方案，同时最近通胀预期较强，我们认为这次调价可以理解为国家同时在释放信号：即使在高通胀预期的前提下，对资产要素进行改革也会进行，可以通过其他手段预防通胀预期。

实际上，发改委也对成品油上调对 CPI 的影响进行了分析：对价格总水平直接影响十分有限。“这次成品油价格调整直接影响当月居民消费价格总水平（CPI）环比上升约 0.07 个百分点”。

我们之前分析过成品油价格对 CPI 的影响，这里再重述一次：

成品油调整主要影响 CPI 中的“车用燃料及零配件”，下图可见汽油价格和 CPI 中的这个指标有一定相关性。

图 4 成品油调整主要影响 CPI 中的“车用燃料及零配件”

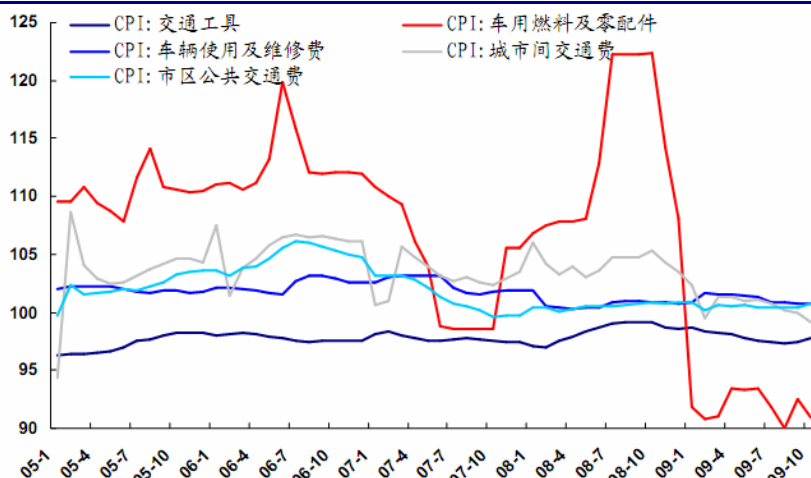


资料来源：CEIC、中投证券研究所

而“车用燃料及零配件”这个指标只占“交通和通讯”中的一部分，“交通和通讯”又只占 CPI 的 11% 左右，所以综合下来看影响是不大的，当然汽油会影响运输成本的增加，间接影响 CPI，但总体影响不大。

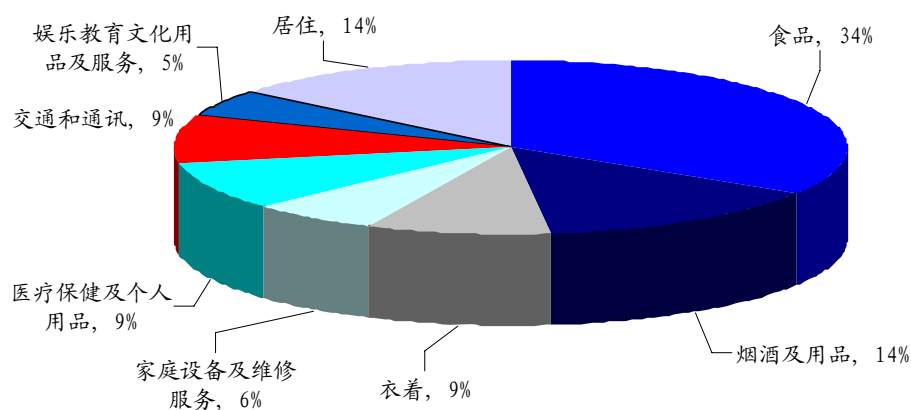
所以我们认为：CPI 有压力成品油就不调这个结论是有问题的。

图 5 成品油影响 CPI 的部分只占很小部分



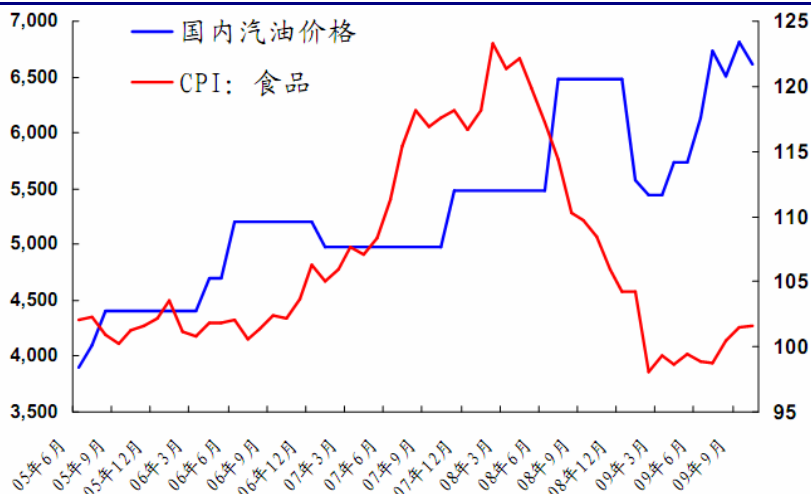
资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 6 CPI 构成中交通和通讯占 9%



资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 7 从历史数据看，CPI 和汽油价格关系不大



资料来源：CEIC、中投证券研究所

三、人民币升值造成实际成本下降

除了机制调整以外,我们认为:石化行业短期还有 1 点基本面改善的因素:人民币升值总体利好。

我们假设人民币升值,看看其对中石化的影响:

按 2009 年计算,中石化年进口原油 1.38 亿吨,假设人民币升值 3%,原油价格是 80 美元/桶,升值对中石化成本的影响约是

$$(80-80/1.03) \times 6.8 \times 1.38 \times 7.35=161 \text{ 亿}$$

对 EPS 的影响约为 0.15 元/股,当然这样计算是静态的看的,成品油每次调整时国家相应的应该也会考虑到人民币升值造成中石化实际成本的下降。所以实际利好没有这么大,但是要注意到:

在每次调价和下一次调价中间,国内以人民币计价的成品油价格不变,所以收入不变,而以美元计价的成本在降低,所以成本在降低,所以相比于人民币不升值的情况,成本肯定是减少的,对盈利是有实际贡献的,或者说,炼油盈利的安全边际提高。

我们估计,即使国家每次调整成品油考虑人民币升值因素,总体上应该对于中石化来说, EPS 增加应该在 0.05 左右。

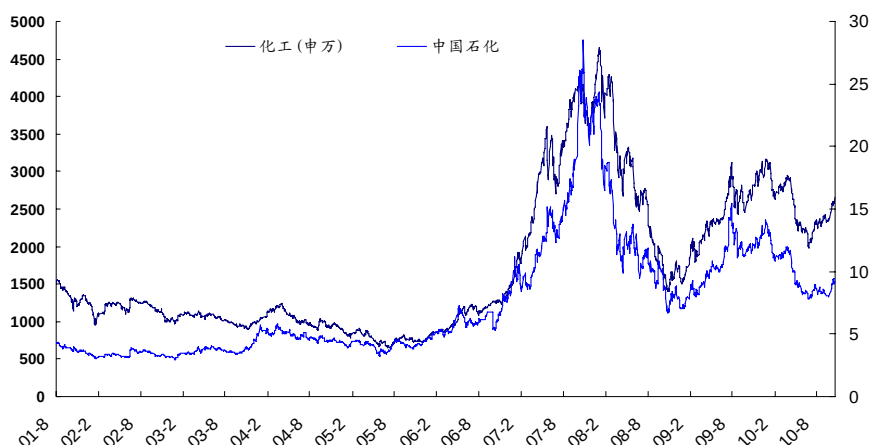
四、投资建议: 估值低, 有补涨的空间

化工板块的估值在 20 倍左右,而中石化在 10 倍左右,即使考虑政策性风险的折价,即使考虑大股票的成长性差,我们认为现在的估值水平相比于化工板块和大盘,是偏低的,有补涨的空间。

如果认为 ROE 和成长性确定板块或公司估值的标准的话,中石化现在的 ROE 在 8%左右,是不低于 A 股市场整体和化工板块整体的。

历史上看,中石化和化工板块走势基本是一致的,短期化工板块涨幅较多,中石化也有上涨的可能。

图 8 历史上中石化和化工板块的走势是一致的



资料来源: 中投证券研究所

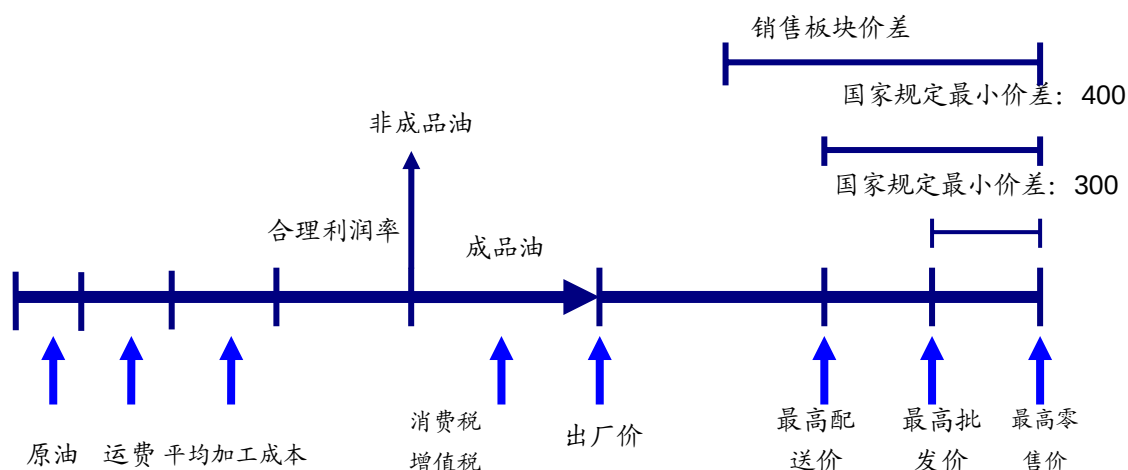
我们认为：成品油提价有利于行业盈利，同时 2011 年成品油机制很有可能再进行微调，向更市场化的方向，包括缩短时间提高频率，或者放开汽油价格，或者在不同的原油价格下规定成品油对应价格，我们上调行业评级为推荐。

我们预测中石化 10-12 年的 EPS 分别为 0.87、0.92 和 0.95，给与推荐的评级，目标价 11-13 元。

维持中石油推荐的评级。

成品油上调，相应的辽通化工可能有交易性机会，辽通化工对炼油盈利变化的弹性比中石化中石油大，下周可能复牌，11 年业绩变化较大，建议关注。

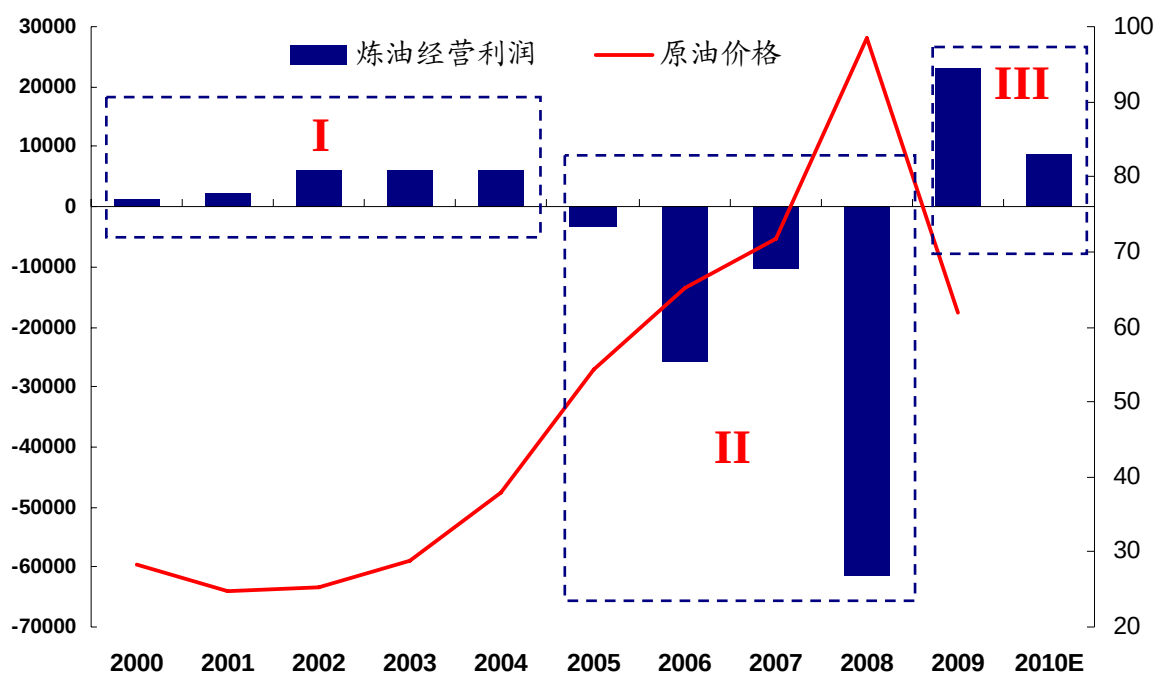
图 9 成品油定价机制 单位：元/吨



资料来源：中投证券研究所

最后回顾一下历史，国内炼油的过去 10 年我们大概分 3 个阶段来描述，下图以国内主要的炼油企业中石化历年盈利为例说明：

图 1 中石化 2000-2010 年炼油盈利 (EBIT) 单位: 百万元



资料来源: 中投证券研究所

第 1 个阶段 00-04 年, 国内成品油价格是国家定价, 但由于成本低, 炼油是赚钱的, 00-03 年原油均价都在 28 美元/桶左右 (布伦特), 04 年 38 美元/桶, 总体来说是比較低的, 所以虽然成品油国家定价, 但炼油能保持盈利, 经营利润率在 3% 左右, 毛利率 10% 以上。

第 2 个阶段从图上可以看到 05-08 年, 国际油价上涨的比較快, 分别为 54、65、72 和 98 美元/桶, 炼油成本大幅度上涨, 成品油价格调的慢, 幅度也不够成本上涨, 因此炼油开始亏损, 08 年国际油价最高的 1 年中石化经营利润约亏 615 亿。即使国家给了补贴, 总体还是亏损。

第 3 个阶段从 09 年开始, 国际油价 08 年下半年开始下跌, 炼油成本下降重新回到盈利水平, 而且 5 月国家公布了新的价格管理办法, 油价在 80 美元以下保证炼油的合理利润, 增加成品油调价的频率, 理顺价格市场化, 尤其是 09 年上半年国内炼油毛利在 10 美元/桶以上, 是国内炼油的“黄金时期”。

但 09 年底到 10 年, 国际油价重新上涨到 70-80 美元/桶的区间, 中石化仍然盈利, 但是盈利水平下降, 经营利润率 1% 左右, 毛利率 6% 左右。未来炼油盈利水平要看国家的政策, 这里面最重要的是成品油定价机制:

2 大公司模型见下:

表 1 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)
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	48,396	47,484
炼油	(10,452)	(61,538)	23,077	13,754	11,292
销售	35,727	38,209	30,300	30,736	30,906
化工	13,306	(13,102)	13,615	14,777	23,087
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	101,809	112,252
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
所得税	(24,722)	1,883	(16,114)	(22,108)	(24,505)
除税后正常业务利润	58,742	26,200	64,454	78,382	82,039
少数股东权益	(2,210)	3,569	(707)	(2,561)	(2,210)
净利润	54,942	29,769	61,663	75,821	79,829
每股收益	0.63	0.34	0.71	0.87	0.92

资料来源: 中投证券研究所

表 2 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
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

国内历次成品油价格调整如下：

表 3 国内历次成品油调整价格（出厂价） 单位：元/吨

	汽油出厂价	柴油出厂价	汽油幅度	柴油幅度
2010-12-21	7,730	6,980	+310	+300
2010-10-25	7,420	6,680	+220	+230
2010-5-31	7,190	6,460	-230	-220
2010-4-14	7,420	6,680	320	320
2009-11-9	7,100	6,360	480	480
2009-9-29	6,620	5,880	-190	-190
2009-9-2	6,810	6,070	300	300
2009-7-28	6,510	5,770	-220	-220
2009-6-29	6,730	5,990	600	600
2009-5-31	6,130	5,390	400	400
2009-3-24	5,730	4,990	290	180
2009-1-15	5,440	4,810	-140	-160
2008-12-19	5,580	4,970	-900	-1,100
2008-6-20	6,480	6,070	1,000	1,000
2007-11-1	5,480	5,070	500	500
2007-1-14	4,980	4,570	-220	0
2006-5-24	5,200	4,570	500	500
2006-3-26	4,700	4,070	300	200

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、清华大学工商管理硕士, 4 年化工行业实业工作经历。2008 年加入中投证券, 2010 年获得新财富最佳分析师石化行业第 4 名, 2009、2010 年证券市场周刊最佳分析师水晶球奖第 4 名。

主要研究覆盖公司: 中石油、中石化、中海油服、海默科技、辽通化工、沈阳化工、广汇股份、荣盛石化、三聚环保、宝莫股份、宝利沥青等。

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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