

成品油调价有利于炼油业绩提升

推荐 维持评级

分析师：李国洪 电话：(8610) 6656 8876 邮箱：liguohong@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130207091551

1. 事件

国家发展改革委发布《关于提高成品油价格的通知》，自 2 月 20 日起汽、柴油价格每吨均提高 350 元。

2. 我们的分析与判断

(一)、成品油调价修复炼油毛利不利局面

近期原油价格上行带动了石化行业多数产品价格上涨，成品油价格按《石油价格管理办法》应于 2 月再次上调。此次上调消除了原油价格上涨对炼油的不利局面，使得炼油毛利得以恢复。考虑到国际原油价格上涨幅度，此次调价汽柴油每吨上涨 350 元完全符合预期。前期炼油与销售虽然受到了成品油调价滞后的影响，此次调价基本恢复了调价时滞对炼油销售业绩的影响，中国石油、中国石化两大集团盈利预测保持不变。

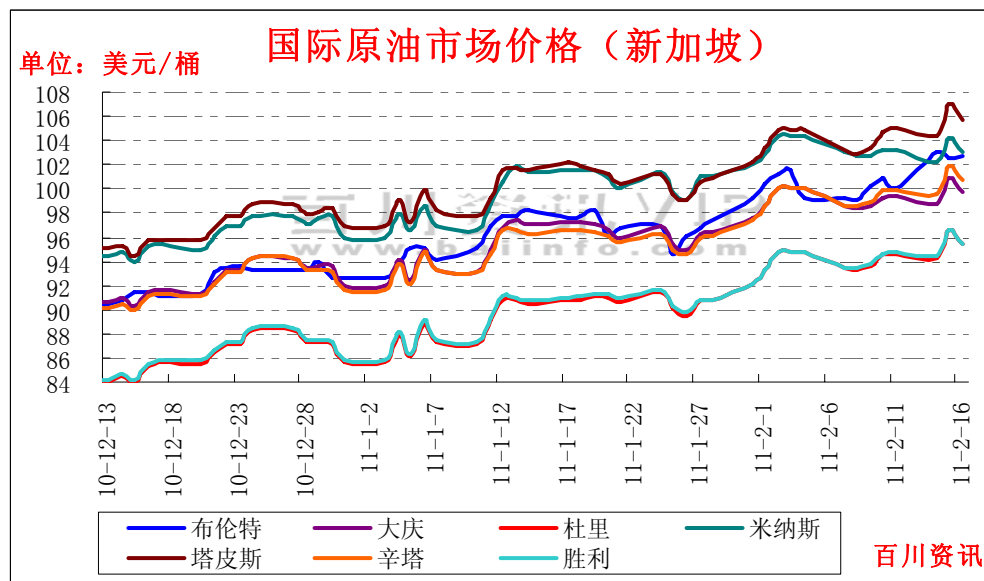
(二)、调价周期可能缩短到 10 天

自 2008 年 12 月 18 日国务院印发了《关于实施成品油价格和税费改革的通知》以来，时隔 2 年于 2011 年价格机制改革可能将再次推进，此次定价体制改革只是在原有基础上进行了修改和完善，调价周期会缩短到 10 天已成为石油企业、业内等各方人士的共识。按照新机制，达到调价的标准自动上调，不用再上报国务院批准。这将在很大程度上提升国内零售价跟国内外市场行情接轨的速度。有利于消除老定价机制带来的“时滞”影响。

(三)、成品油价格体制改革必将促使两大集团体现出应有的价值

能源价格体制改革促进成品油价改，成品油价格体制改革必将促使两大集团体现出应有的价值。自高油价以来，全球石油公司股价都逆本轮金融危机而不断上升，只有中国石油、中国石化股价不断下跌，其中成品油价格管制是促使投资者给两大集团折价的重要原因。我们认为这种折价是有其合理性的，例如中国石化，如果成品油价格僵化，原油不断上升，而公司三分之二原油来自海外进口，价格不能向下传导的情况下国际原油价格再上 100 多美元会再次造成公司业绩大幅下降，但如果价格体制改，价格可以向下传导公司业绩会受益于原油价格上升而上升，所以随着成品油价格体制改革必将促使两大集团体现出应有的价值，中国石化股价已经下跌到了 10 倍 PE 左右，成为了全球估值较低的石油公司，其估值一定会随同成品油价格体制改革的推进而逐渐恢复。

图 1: 国际原油价格随通胀而不断上升



资料来源: 百川咨询

(四)、国际油价在中位小幅走高有利于大石化利润上升

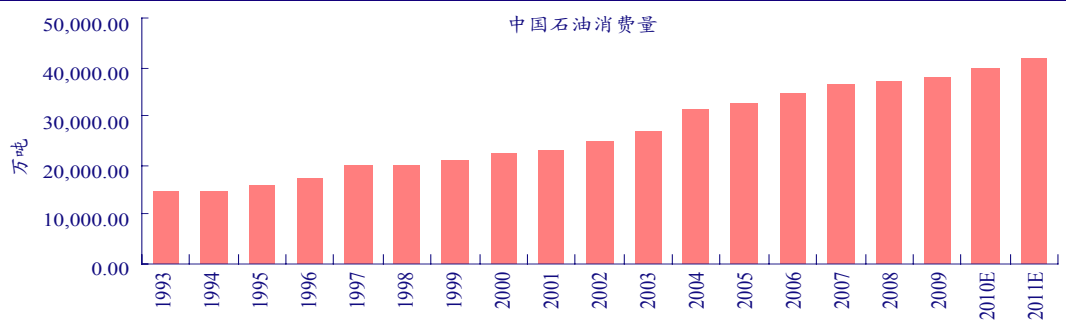
2011 年全球经济增幅市场一致预期在 4.2%，石油需求会增加 120 万桶/日；如果 2011 年全球经济增幅为 3%，石油需求会增加 40 万桶/日。由于国际货币基金组织近期预计 2011 年全球经济将强劲增长，我们认为 2011 年全球石油需求增加 120 万桶较为准确。近期国际能源署向上修正了 2011 年全球石油需求的预期，主要因考虑到 2010 年三、四季度的需求强于预期。IEA 预计，2011 年全球石油需求将增至 8820 万桶/日，较此前预期上调了 30 万桶，比上年的增幅为 130 万桶/日。EIA（美国能源情报署）则预计，2011 年全球石油日需求量为 8744 万桶/日，比上年的增幅为 138 万桶。石油输出国组织（OPEC）预计 2011 年全球石油需求增长为 105 万桶/日，IEA、EIA 和 OPEC 全球三大能源机构平均预计 2011 年全球石油需求增长为 124 万桶/日。因此无论全球经济增速在 3% 还是 4.2% 任何一种情况，需求增幅都将远远低于目前 600 万桶/日的闲置原油产能。故国际油价在 2011 年大幅上升的可能性不大，但随着全球经济的继续好转，特别是中国等发展中国家石油需求持续增长，美元贬值等因素影响，我们判断 2011 国际油价将小幅走高，全年均值在 90 美元左右，低点在 75 美元，高点在 110 美元左右，多数时间运行在 85 美元以上。

表 1: 全球三大能源机构石油需求预测 (百万桶/日)

	EIA	IEA	OPEC	平均
2009 年世界石油需求	84.1	84.8	84.31	84.40
2010 年世界石油需求	86.06	86.9	85.36	86.11
2011 年世界石油需求	87.44	88.2	86.41	87.35
增量	1.38	1.3	1.05	1.24
增幅	1.60%	1.50%	1.23%	1.44%

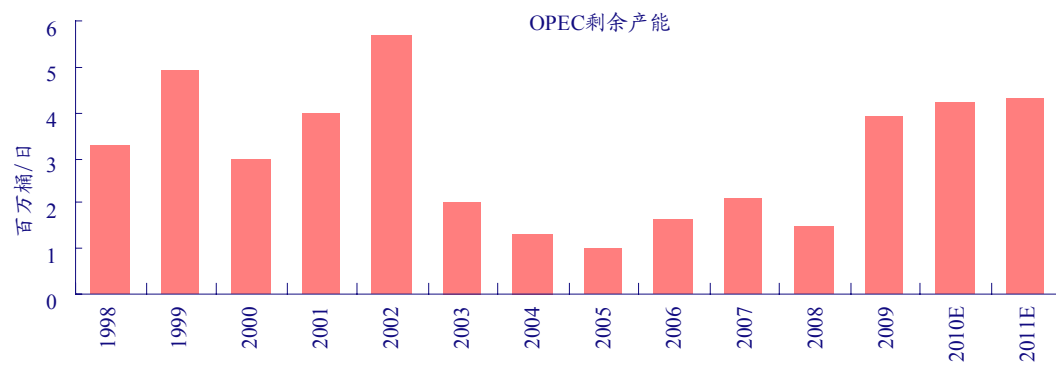
资料来源: EIA, IEA, OPEC

图 2: 中国石油消费量



资料来源: WIND

图 3: OPEC 剩余产能 (百万桶/日)

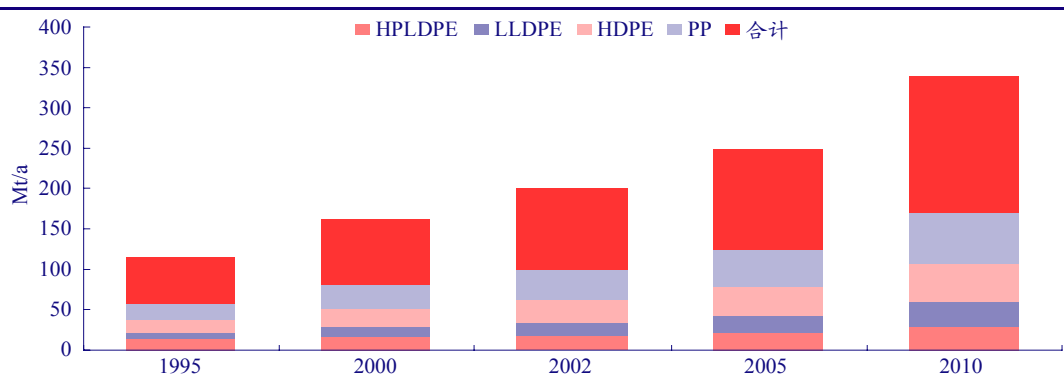


资料来源: OPEC

(五)、烃及衍生物带动石化盈利高增长

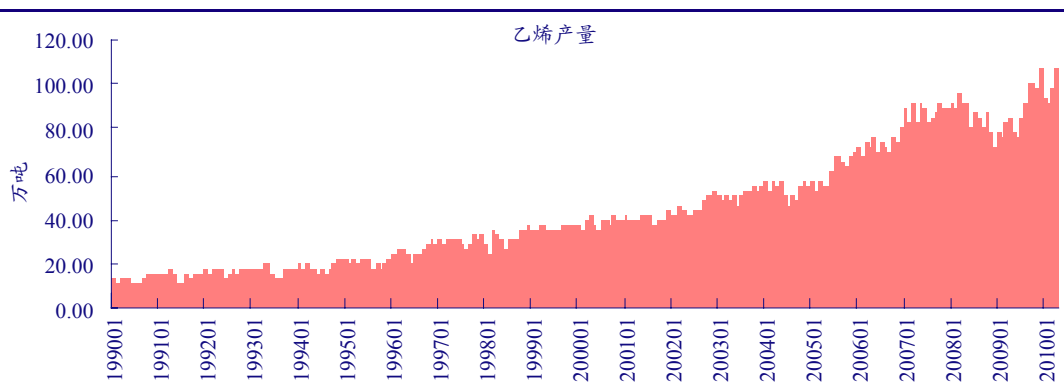
因烃类下游产品近期涨价幅度远高于原料石脑油价格涨幅,目前乙烯、丙烯等烃及衍生物 EBIT 已经高达 4000 元/吨,烃及衍生物打开了石化行业盈利空间,如同 2003 年的扬子石化一样,烯烃会带动芳烃等烃及衍生物价格上涨,从而使三大合材料毛利高涨,目前三大合成材料价格已经上涨至历史最高水平的 85%左右,而原料原油、石脑油价仅为历史最高水平的 60%,毛利显然已经明显上升,我们认为烃及衍生物带动的三大合成材料高盈利状况将会持续 1-2 年,历史上每次烃类复苏都有 2 年左右时间。受全球经济好转,化工出口持续上升,烃及衍生物带动石化产品总经销量和产品价格持续高增长,超出了市场预期。

图 4：世界聚烯烃生产稳定增长



资料来源：国际能源署

图 5：中国乙烯产量稳步增长



资料来源：WIND

（六）、环保要求与城镇化推动天然气消费高增长，气价上调大石化受益

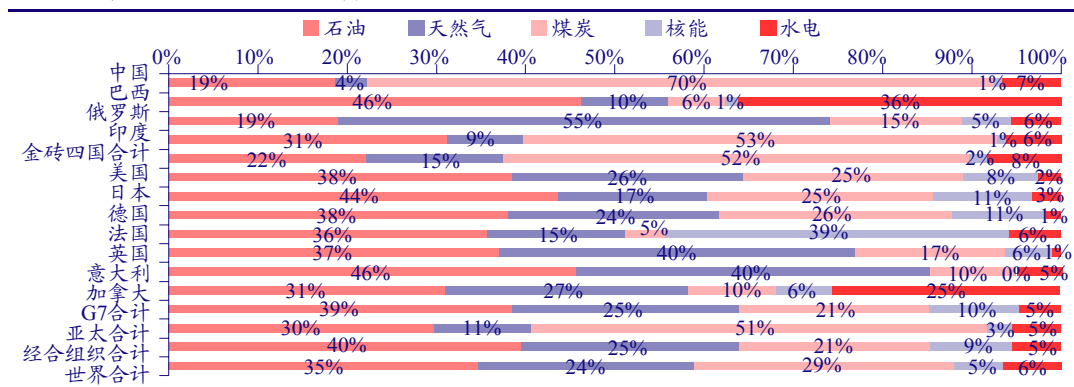
天然气是最清洁的能源之一，其单位热值 C 排放量要远远小于煤炭和石油，要减排 C 就必需改变一次能源结构，目前我国天然气消费占一次能源消费总量还不到 4%，远低于美国的 26%、西方七大工业国（G7）的 25%、经合组织的 25%，也低于世界平均 24% 的水平。因此中国在低 C 经济要求和天然气比重严重偏低情况下，将会尽一切力量推动天然气开发与应用，中国天然气将迎来快速增长时期。

随着城市化进程的加快，城市天然气需求潜力将进一步扩大，根据国家天然气发展总体规划，2010 年通天然气城市将增加到 290 个，在 2020 年前城市燃气用天然气增速将保持 15% 左右，2020 年前后城市燃气用天然气消费量将达到 850 亿立方米，到 21 世纪中叶全国 76% 的城市将用上天然气，天然气将逐步成为城市燃气市场的主要燃料，城市燃气占天然气消费比重有望进一步向发达国家 40% 左右的水平靠拢。2000 年以来，我国天然气产销都呈现快速增长的态势，2000 年至 2009 年，年均增长率达到约 16%，超过除了核能之外的其他一次能源的增速，远高于同期石油和煤炭 6.8% 和 9.0% 的增速。低 C 与城镇化双轮推动下天然气必将是 21 世纪消费量增长最快的能源。

由于我国天然气价格在政府长期控制下相对偏低，天然气价格将独立于石油不断走高。随着需求增长，天然气将由目前的供需基本平衡转为短缺，预计 2010 年天然气供需缺口为 300 亿立方米左右，进口占比约 20%，2015 年缺口为 500 亿立方米，2020 年缺口将达到 900 亿立方米。目前工业用天然气出厂价仅为原油价格的 33%，而成熟市场经济

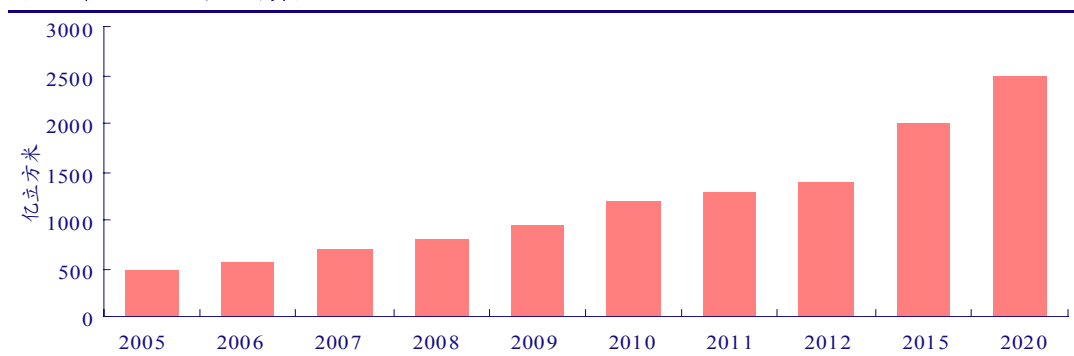
国家天然气与原油比价通常在 0.65 - 0.80 之间。天然气价格改革符合我国资源价格改革大方向。从长期角度看，天然气价格会持续上涨，中国石油、中国石化两大集团受益较大。

图 6：世界主要国家一次能源消费结构



资料来源：CEIC

图 7：中国天然气市场消费量及预测

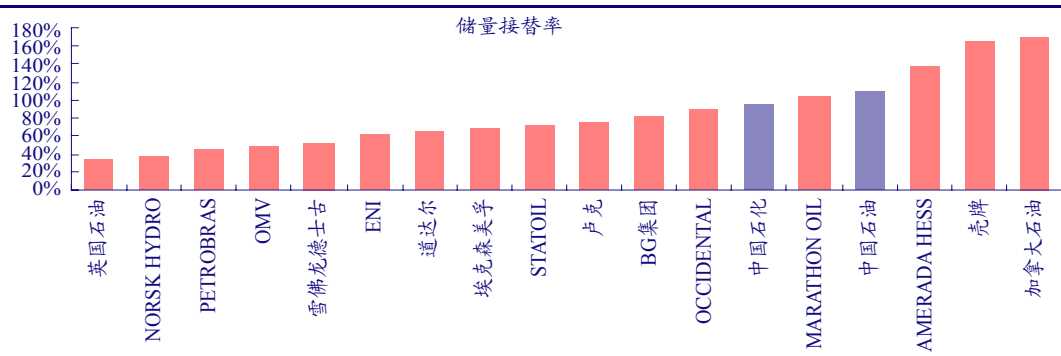


资料来源：BP、社科院

(七)、两大集团储量接替率快速增长

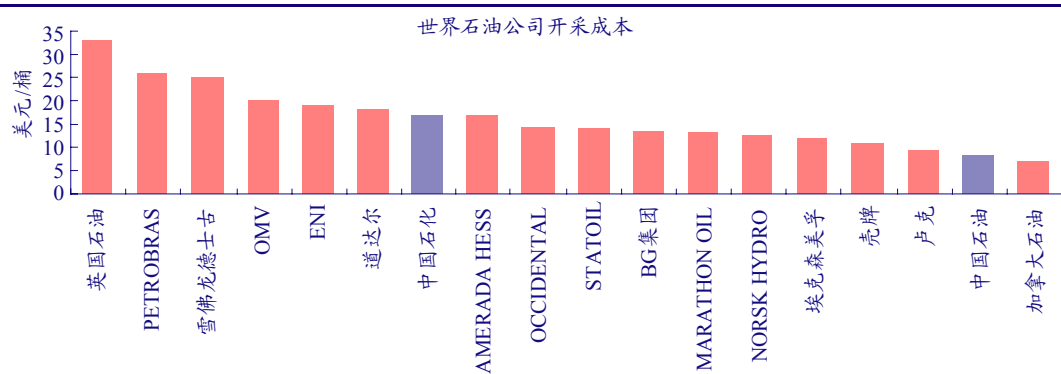
储量接替率是指年度全部新增净储量除以当年油气总产量之值，储量接替率大于 1 意味着公司不需动用原有储量，只要靠新增储量就能满足开采，这样公司的总储量越滚越大，总开采年限变得非常长，因此国际市场一般会给储量接替率大于 1 的公司较高的估值，这一点两大集团的股价并没有得到反应。在目前石油勘探开发技术不断进步，中国石油、中国石化又是全球勘探开发技术的引领者，在石油勘探设计院及石油大学强大的科研开发团队带动下，加之目前包括大陆架在内还有广阔的国内外未勘探开发领域，中国石油、中国石化的储量接替率还将不断上升，其股价理应体现其储量接替率不断增长的状况。

图 8：世界石油公司储量接替率比较



资料来源：国际能源署，中国银河证券研究部整理

图 9：世界石油公司开采成本比较



资料来源：国际能源署，中国银河证券研究部整理

3. 投资建议

成品油调价修复炼油毛利不利局面，新的《成品油定价机制》将使两大集团业绩由于政府调控不可预测变得可以预测，成品油价格管制是促使投资者给两大集团折价的重要原因。新的《成品油定价机制》将消除价格管制进而消除两大集团折价，两大集团业绩将随着烯烃、芳烃三大合成材料业绩向好而高速增长，目前中石油、中石化两大集团油气储量不断增长，储量接替率持续上升，我们建议关注成品油生产较多的中国石化，维持对中国石油、中国石化推荐评级。

重点公司：中国石化（600028.SH）：烯烃带动公司盈利高增长（推荐）

下游复苏和垄断决定三大合成材料盈利高涨。我们判断烯烃将带动石化行业先于化工提前进入景气周期。中国石化因为勘探技术进步进入油气田发现高峰期，油气储量不断增长。目前国际油价正处于公司最佳盈利区间附近，公司天然气业务增长较快，如果气价改革公司受益较大。另外，公司化工业务超预期，我们对公司 2010-2012 年盈利预测为 0.878 元、0.982 元和 1.146 元，维持推荐评级。

表 2：中国石化（600028.SH）关键指标预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1452101.00	1345052.00	1820662.39	2030402.69	2276690.54
收入增长率%	20.52%	-7.37%	35.36%	11.52%	12.13%
EBITDA(百万元)	29689.00	61290.00	76123.04	85158.71	99384.57
净利润（百万元）	-45.97%	106.44%	24.20%	11.87%	16.71%
摊薄 EPS(元)	0.342	0.707	0.878	0.982	1.146
PE	24.38	11.81	9.51	8.50	7.28
EV/EBITDA(X)	10.23	5.92	3.92	3.02	2.48
PB	2.19	1.92	1.60	1.34	1.14
ROIC	20.26%	15.94%	18.80%	14.28%	18.03%

注：净利润为归属母公司的净利润

资料来源：公司数据，中国银河证券研究部

驱动因素、关键假设及主要预测：

2011 年国际油价在中位小幅走高且在供大于求背景下不会大幅上升十分有利于公司整体业绩提升。国际油价已经进入中国石化的最佳盈利区间附近。

下游复苏和垄断决定三大合成材料盈利高涨，乙烯 EBIT 达到 4000 元。随着全球经济的好转，三大合成材料需求迅速增长，全球大型石化公司在垄断条件下石化中间体报价纷纷上升，三大合成材料价格已经上涨至历史最高水平的 85% 左右，而原料原油、石脑油价仅为历史最高水平的 60%，三大合成材料毛利迅速扩张。

我们判断 2011 年公司经营状况会明显好转，全年中国石化可以完成 0.982 元左右的每股收益。

我们与市场不同的观点：

市场认为 2011 年国际油价会大幅上升影响石化公司业绩。我们认为 2011 年国际油价在中位小幅走高且在供大于求背景下不会大幅上升十分有利于公司整体业绩提升。重化工工业促使中国的石油消费继续刚性增长，而全球经济复苏和垄断决定三大合成材料盈利高涨，乙烯 EBIT 达到 4000 元。2011 年公司还受益于成品油价格体制改革。

估值与投资建议：

DCF-WACC 模型估值结果每股合理估值区间 10.78-13.82 元。绝对估值显示目前 A 股价格偏低，相对估值处于绝对估值区间，烯烃及三大合成材料盈利高涨促使 2011 年利润增长预期较为明确，给予公司推荐的投资评级。

股价表现的催化剂：

受节能减排、环保政策影响，石化小企业将面临较大的成本压力，一些没有竞争优势的小企业（如缺少资源的小炼厂）难逃“关停并转”厄运，面临被大企业集团的整合，因此石化行业并购整合与重组将明显加剧，是良好催化剂。另外，国内成品油价格上调及欧 3、欧 4 环保汽油标准的推行都是公司股票表现的催化剂。

主要风险因素:

1、石化行业与国际油价相关性极强，国际油价变动幅度较大，向上或向下远超出我们预测的波动区间。

国际油价的大幅波动势必会引发产业链价格波动较大，而我国期货市场发展还很不完善，众多石油化工产品没有期货，企业无法对冲风险，而石化行业公司业绩与国际油价相关性极强，国际油价的大幅波动传导到企业利润上致使公司业绩波动超出我们的预期。

2、产业政策比我们预测的进一步趋严还要不利。

资源税收政策可能进一步趋严，可能比我们预测的进一步趋严还要不利。

3、公司生产装置发生安全生产事故（石油化工企业发生装置事故概率较大）。

表 3: 中国石化（600028）财务报表预测

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	6140.00	-2325.00	18206.62	142103.8	231607.0	营业收入	1452101.0	1345052.0	1820662.4	2030402.7	2276690.5
应收和预付款项	44765.00	36770.00	85244.66	50879.57	101742.3	营业成本	1326783.0	1035815.0	1423211.8	1591429.6	1783331.7
存货	95255.00	141611.0	134675.1	174266.9	171928.8	营业税金及附加	56799.00	132884.00	179871.78	200593.01	224924.94
其他流动资产	287.00	856.00	856.00	856.00	856.00	营业费用	24967.00	27635.00	37406.74	41715.99	46776.14
长期股权投资	28705.00	33503.00	33503.00	33503.00	33503.00	管理费用	40917.00	46726.00	63248.31	70534.52	79090.36
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	8723.00	7016.00	10938.56	7564.09	4195.45
固定资产和在建工程	525151.0	584968.0	569693.6	544419.2	509144.8	资产减值损失	16617.00	7453.00	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	30293.00	37025.00	34129.70	31234.40	28339.10	投资收益	980.00	3589.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	7569.00	8073.00	4932.50	1792.00	1792.00	公允价值变动损益	3969.00	-365.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	738165.0	840481.0	881241.2	979054.9	1078912.9	其他经营损益	-8310.00	-10545.00	0.00	0.00	0.00
						营业利润	-26066.00	80202.00	105985.20	118565.45	138371.95
短期借款	78972.00	65900.00	36455.49	0.00	0.00	其他非经营损益	50292.00	-126.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	150915.0	207806.0	198521.8	243866.9	239946	利润总额	24226.00	80076.00	105985.20	118565.45	138371.95
长期借款	127144.0	145828.0	145828.0	145828.0	145828.0	所得税	-1889.00	16076.00	26496.30	29641.36	34592.99
其他负债	30188.00	20362.00	20362.00	20362.00	20362.00	净利润	26115.00	64000.00	79488.90	88924.08	103778.96
负债合计	387219.0	439896.0	401167.3	410056.9	406136	少数股东损益	-3574.00	2710.00	3365.86	3765.38	4394.39
股本	86702.00	86702.00	86702.00	86702.00	86702.00	归属母公司股东净利润	29689.00	61290.00	76123.04	85158.71	99384.57
资本公积	38518.00	38202.00	38202.00	38202.00	38202.00	每股收益（EPS）	0.342	0.707	0.878	0.982	1.146
留存收益	204860.0	252278.0	328401.0	413559.8	512944.3						
归属母公司股东权益	330080.0	377182.0	453305.0	538463.8	637848.3	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	20866.00	23403.00	26768.86	30534.24	34928.63	毛利率	8.63%	22.99%	21.83%	21.62%	21.67%
股东权益合计	350946.0	400585.0	480073.9	568998	672777	销售净利率	1.80%	4.76%	4.37%	4.38%	4.56%
负债和股东权益合计	738165.0	840481.0	881241.2	979054.9	1078912.9	ROE	8.99%	16.25%	16.79%	15.82%	15.58%
						ROA	4.70%	10.32%	13.27%	12.88%	13.21%
						ROIC	20.26%	15.94%	18.80%	14.28%	18.03%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售收入增长率	20.52%	-7.37%	35.36%	11.52%	12.13%
净利润	29689.00	61290.00	76123.04	85158.71	99384.57	EBIT 增长率	-61.39%	150.17%	34.78%	7.87%	13.03%
折旧与摊销	43384.0	5051700	12131020	13131020	13816970	净利润增长率	-54.31%	145.07%	24.20%	11.87%	16.71%
经营性现金净流量	73155.00	159136.0	160914.7	267916.8	193698.7	估值倍数					
投资性现金净流量	-106250	-115125.0	-100000	-100000	-100000	EPS(X)	0.342	0.707	0.878	0.982	1.146
筹资性现金净流量	30698.00	-41929.0	-40383.1	-44019.6	-4195.45	PE(X)	24.38	11.81	9.51	8.50	7.28
现金流量净额	-2476.00	2082.00	20531.62	123897.2	89503.20	PB(X)	2.19	1.92	1.60	1.34	1.14
EBITDA	80530.00	137269.0	238234.0	257439.7	280737.1	PS(X)	0.50	0.54	0.40	0.36	0.32
NOPLAT	-7734.75	69466.50	87692.83	94597.15	106925.6	EV/EBITDA(X)	10.23	5.92	3.92	3.02	2.48

资料来源：中国银河证券研究部

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

作为一体化的综合类石化公司，中国石化在我国石油化工领域起着举足轻重的作用，战略地位十分突出。

表 4: 中国石化（600028.SH）战略分析

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.5
优势	一体化的综合类石化公司规模成本优势明显，经营效率高。国内只有 5 家企业可开采石油资源，垄断经营效率高。	分值: 5.0
劣势	大型央企，分支机构遍布海内外，管理难度大，整体管理水平不高。资源税收政策越来越紧。	分值: 4.0
机会	因低 C 环保要求国标改欧标生产标准的转换势在必行，低 C 及生产标准提高有利于公司炼油销售业绩提升	分值: 5.0
威胁	中原地区老油田储量下降，胜利油田含硫量增加，腐蚀设备。	分值: 4.0

注：分值 1-5，越高越好

资料来源：中国银河证券研究部

表 5: 中国石化（600028.SH）竞争力分析

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.6
供应商力量	供应商 1/3 来自自己，1/3 来自中石油和海油，1/3 来看海外进口	分值: 4.5
新进入壁垒	政府限制石油开采，垄断经营壁垒。目前成品价格政府管制有所松动，新的《石油价格管理办法》有利于炼油业绩稳定	分值: 4.5
客户力量	客户较分散，客户力量较弱。	分值: 5.0
替代产品	短期内无替代产品，油价高企后替代产品研发加快	分值: 4.5
竞争对手	垄断经营，竞争现象不明显。	分值: 4.5

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李国洪，石油化工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。

覆盖股票范围：

港股：中国石油（0857.HK）、中国石化（0386.HK）

A 股：中国石油（601857.SH）、中国石化（600028.SH）、浙江龙盛（600352.SH）、三友化工（600409.SH）、四川美丰（000731.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908