

石油化工

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 宋哲建

S0960207090131

0755-82026810

songzhejian@cjis.cn

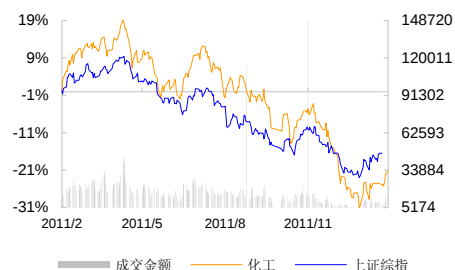
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	17
总市值(亿元)	19619
占 A 股比例(%)	7.5%
平均市盈率(倍)	7.3

行业表现

(%)	1M	3M	6M
石油化工	8.92	-16.82	-26.49
上证综合指数	7.22	-6.94	-13.02



相关报告

石油化工-石化“十二五”规划发布,关注较大增长空间的品种 2012-02-06

石油化工-石油特别收益金起征点提高 15 美元,利好石化双雄 2012-01-06

油田服务业 2012 年投资策略-布局“高技术+高增长”兼有抗周期能力的油服公司 2011-12-16

石油化工

看好

及时上调成品油价格,为价格机制改革铺路

2012 年 2 月 8 日零时,国家发改委将上调国内汽柴油最高零售价,汽柴油涨幅均为 300 元/吨(汽油约 0.22 元/升,柴油约 0.25 元/升)。调整后国内汽柴油最高零售价均价分别为 9380 元/吨和 8530 元/吨,分别上调 3.30%和 3.65%。

投资要点:

- 自从 10 月 8 日,发改委下调成品油价格之后(汽柴油价格均下调 300 元/吨),炼油板块的压力在国际油价“易涨难跌”的情况下没有好转,从海关进口原油均价可以看出这一趋势,10、11、12 月的均价分别为 107、105.8、109.6 美元/桶,我们预计 1 月份进口均价可能在 112 美元。而国内炼油盈亏平衡点大体在 105 美元左右,目前炼油每桶亏损在 4-5 美元(综合计算)。本次上调 300 元/吨的价格,加上月初石脑油价格上调 350 元/吨,炼油业务(综合计算)减亏至盈亏平衡点附近。
- 但从成品油定价上看,按照发改委的说法,目前国内成品油价格对应的国际市场原油价格为每桶 92 美元左右,相当于成品油价格每吨调控了 1000 多元。我们认为这里面考虑了合理利润率(并且单纯计算成品油部分),本次上调 300 元/吨之后,意味着对应国际油价上移到 98.5 美元左右。
- 汽柴油的价格受到压制是国内炼油业务差的根本原因。山东地炼的开工率目前在 30-40%之间,静态算处于每吨油(M100 燃料油)亏损 100 元左右,中石化、中石油的开工率则在 85-90%,保障供应的压力很大。
- 成品油定价机制的改革在目前油价居高不下的情况下,很难正式推出,原因主要是会短时间大幅增加下游成本,因此本次及时向上调价,可以理解为价改铺路,未来油价若下跌一定幅度(例如 5-10 美元左右),或是可行的推出时机。
- 但原油价格仍然是最大的不确定因素,政治局势、欧洲冷冬等因素支撑了 Brent 油价维持在较高的水平,但供给恢复性增长、需求不振等因素也随时等待紧张局势的空隙来影响价格。目前 Brent 原油在 110 美元仍然得到有力支撑,2 月初在伊朗禁止向欧盟部分国家出口石油和欧洲冷冬的消息下,有冲高迹象。
- 推荐中石化、辽通化工和沈阳化工。中石化,将是成品油定价机制改革最大的受益者,政策性利好的支撑提供了业绩和估值提升的双重空间。辽通化工对炼油业务的弹性最大,以及石化十二五规划强调了炼油业务未来的规模化和多元化,公司作为重要的补充力量,具有机制的灵活性和市场敏锐性。沈阳化工对炼油的弹性也很大,同时公司延续了高新企业的认定,未来 CPP 也具有较强的发展空间,但建议关注丙烯酸及酯的供需是否支撑公司业绩见底提升。

风险提示:

- 原油价格大幅上涨

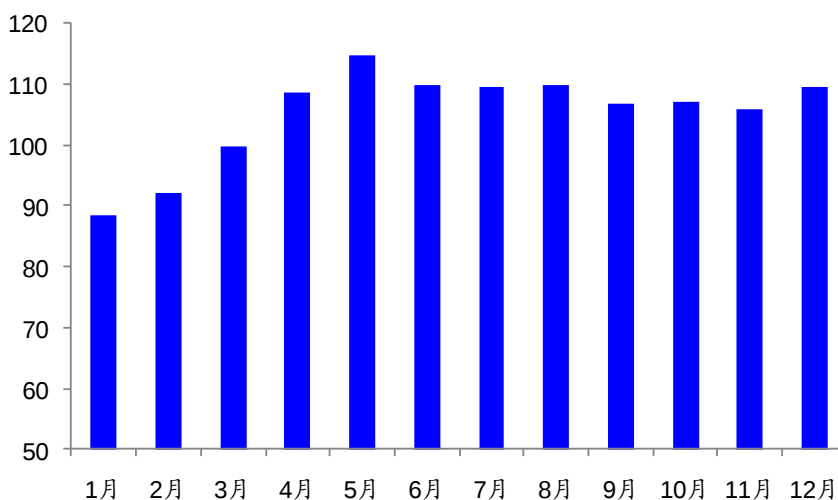
股票代码	股票名称	10EPS	11EPS	12EPS	13EPS	10PE	11PE	12PE	13PE	投资评级
601808	中海油服	0.92	0.95	1.15	1.27	18	17	14	13	强烈推荐
600028	中国石化	0.82	0.92	0.98	1.02	9	8	7	7	推荐
601857	中国石油	0.76	0.8	0.92	1.02	13	12	11	10	推荐
000059	辽通化工	0.34	0.69	0.84	1.08	31	15	13	10	推荐
600256	广汇股份	0.35	0.48	0.84	1.22	67	49	28	19	推荐
002554	惠博普	0.33	0.55	0.76	0.97	54	32	23	18	推荐
002476	宝莫股份	0.32	0.45	0.65	0.83	50	35	24	19	推荐

一、及时减轻炼油压力

自从 10 月 8 日，发改委下调成品油价格之后（汽柴油价格均下调 300 元/吨），炼油板块的压力在国际油价“易涨难跌”的情况下没有好转，从海关进口原油均价可以看出这一趋势，10、11、12 月的均价分别为 107、105.8、109.6 美元/桶，我们预计 1 月份进口均价可能在 112 美元。而国内炼油盈亏平衡点大体在 105 美元左右，目前炼油每桶亏损在 4-5 美元（综合计算）。本次上调 300 元/吨的价格，加上月初石脑油价格上调 350 元/吨，炼油业务（综合计算）减亏至盈亏平衡点附近。

按照发改委的说法，目前国内成品油价格对应的国际市场原油价格为每桶 92 美元左右，相当于成品油价格每吨调控了 1000 多元。我们认为这里面考虑了合理利润率（并且单纯计算成品油部分），本次上调 300 元/吨之后，意味着对应国际油价上移到 98.5 美元左右。

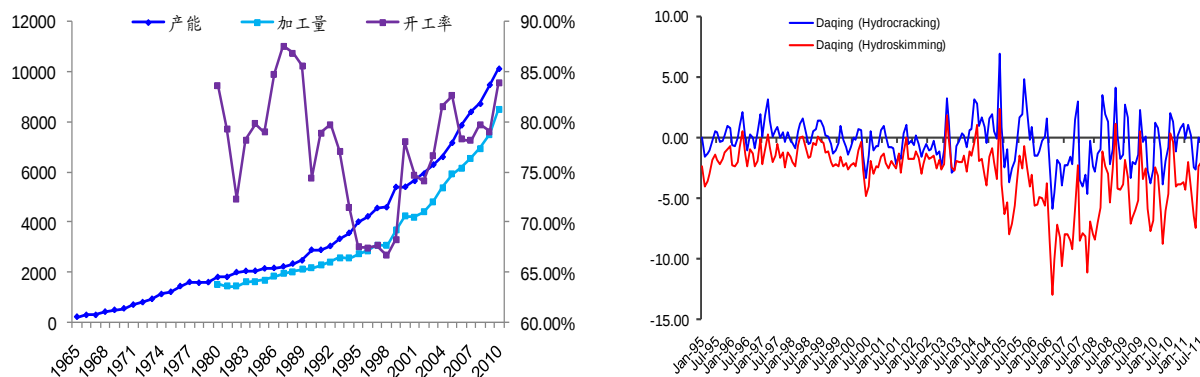
图 1：2011 年海关进口原油价格（国内炼油成本的一部分） 单位：美元/桶



资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

汽柴油的价格受到压制是国内炼油业务差的根本原因。山东地炼的开工率目前在 30-40%之间，静态算处于每吨油（M100 燃料油）亏损 100 元左右，中石化、中石油的开工率则在 85-90%，保障供应的压力很大。

图 2 中国炼油整体开工率及国产原油炼制毛利变化（以大庆原油为例，单位：美元/桶）



资料来源：BP、IEA、中投证券研究所

图 3: 国内成品油历次调价时间 单位: 美元/桶



资料来源: 中投证券研究所

表 1 2005 年-2012 年国内成品油价格历次调整幅度统计表

日期	汽、柴油调整幅度
2012 年 2 月 8 日 ↑	汽、柴油每吨均上调 300 元。
2011 年 10 月 9 日 ↓	汽、柴油每吨均下调 300 元。
2011 年 4 月 7 日 ↑	汽、柴油每吨分别上涨 500 元和 400 元。
2011 年 2 月 20 日 ↑	柴油供应价格每吨上调 350 元。
2010 年 12 月 22 日 ↑	汽、柴油供应价格每吨分别上调 310 元和 300 元
2010 年 10 月 26 日 ↑	汽、柴油价格每吨分别上调 220 元和 230 元。
2010 年 6 月 1 日 ↓	汽油每吨下调 230 元，柴油每吨下调 220 元。
2010 年 4 月 14 日 ↑	汽、柴油每吨均上调 320 元。
2009 年 11 月 10 日 ↑	汽、柴油价格均每吨上调 480 元。
2009 年 9 月 30 日 ↓	汽、柴油价格均每吨下调 190 元。
2009 年 9 月 2 日 ↑	汽、柴油价格每吨均提高 300 元。
2009 年 7 月 29 日 ↓	汽、柴油价格每吨均下调 220 元。
2009 年 6 月 30 日 ↑	汽、柴油价格每吨均提高 600 元。
2009 年 6 月 1 日 ↑	汽、柴油价格每吨均提高 400 元。
2009 年 3 月 25 日 ↑	将汽、柴油价格每吨分别提高 290 元和 180 元。
2008 年 12 月 19 日 ↓	汽油出厂价格每吨降低 900 元；柴油出厂价格每吨降低 1100 元；航空煤油出厂价格每吨降低 2400 元。
2008 年 6 月 20 日 ↑	上调汽油、柴油价格每吨 1000 元； 上调航空煤油价格每吨 1500 元；
2007 年 10 月 31 日 ↑	上调汽油出厂价格每吨提高 500 元；上调柴油出厂价格每吨 500 元；上调航空煤油出厂价每吨 500 元；
2007 年 1 月 14 日 ↓	下调汽油出厂价格每吨 220 元；下调航空煤油出厂价每吨 90 元；
2006 年 5 月 24 日 ↑	上调汽、柴、航空煤油每吨 500 元；
2006 年 3 月 26 日 ↑	上调汽油出厂价格每吨 300 元；上调柴油出厂价格每吨 200 元；上调航空煤油出厂价每吨 300 元；
2005 年 7 月 23 日 ↑	上调汽油出厂价格每吨 300 元；上调柴油出厂价格每吨 250 元；上调航空煤油出厂价格每吨

	300 元;
2005 年 6 月 25 日 ↑	上调汽油出厂价格每吨 200 元; 上调柴油出厂价格每吨 150 元; 上调航空煤油出厂价格每吨 300 元;
2005 年 5 月 23 日 ↓	降低汽油出厂价格每吨 150 元;
2005 年 5 月 10 日 ↑	上调柴油出厂价格每吨 150 元;
2005 年 3 月 23 日 ↑	上调汽油出厂价格每吨 300 元;

资料来源：隆重石化、中投证券研究所

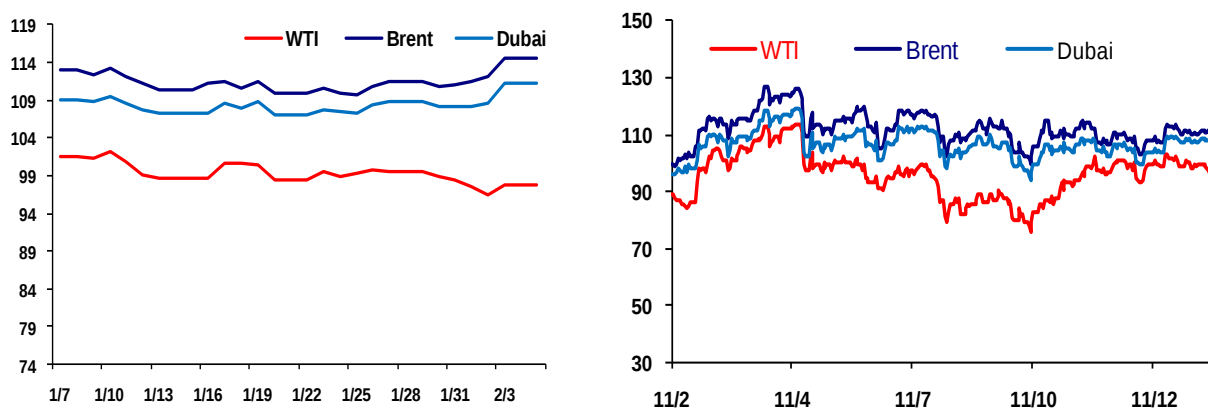
二、为价改铺路，但原油价格是最大的不确定因素

成品油定价机制的改革在目前油价居高不下的情况下，很难正式推出，原因主要是会短时间大幅增加下游成本，因此本次及时向上调价，可以理解为价改铺路，未来油价若下跌一定幅度（例如 5-10 美元左右），或是可行的推出时机。

但原油价格仍然是最大的不确定因素，政治局势、欧洲冷冬等因素支撑了 Brent 油价维持在较高的水平，但供给恢复性增长、需求不振等因素也随时等待紧张局势的空隙来影响价格。

目前 Brent 原油在 110 美元仍然得到有力支撑，2 月初在伊朗禁止向欧盟部分国家出口石油和欧洲冷冬的消息下，有冲高迹象。

图 4: WTI、布伦特和迪拜 1 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

推荐中石化、辽通化工和沈阳化工。

中石化，将是成品油定价机制改革最大的受益者，政策性利好的支撑提供了业绩和估值提升的双重空间。

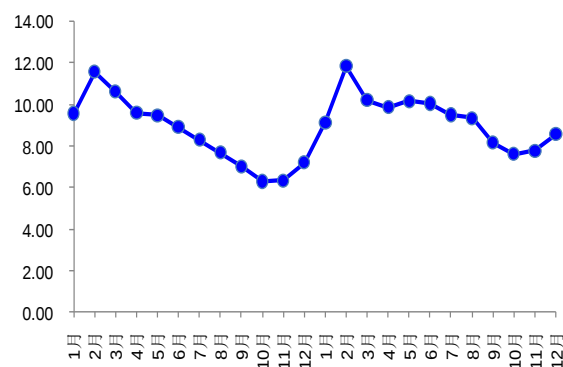
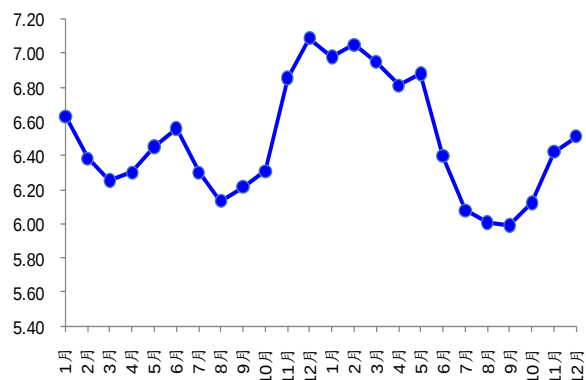
辽通化工对炼油业务的弹性最大，以及石化十二五规划强调了炼油业务未来的规模化和多元化，公司作为重要的补充力量，具有机制的灵活性和市场敏锐性。

沈阳化工对炼油的弹性也很大，同时公司延续了高新企业的认定，未来 CPP 也具有较强的发展空间，但建议关注丙烯酸及酯的供需是否支撑公司业绩见底提升。

附录

图 5: 库存 国内汽油库存 (左) 和国内柴油库存 (右,)

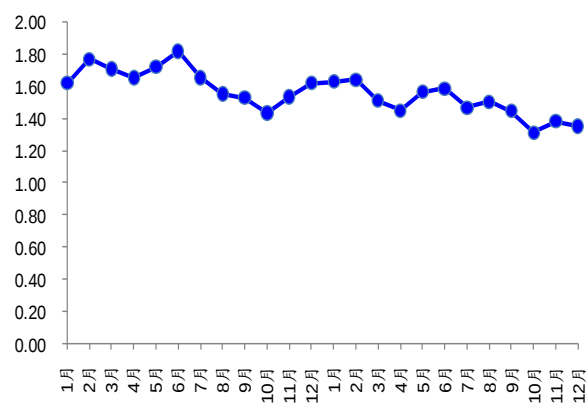
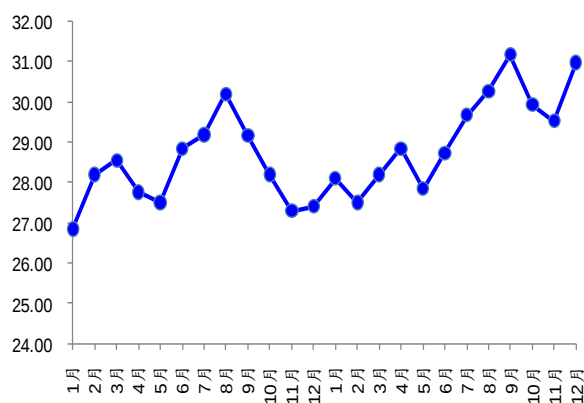
单位: 百万吨



资料来源: China OGP、中投证券研究所

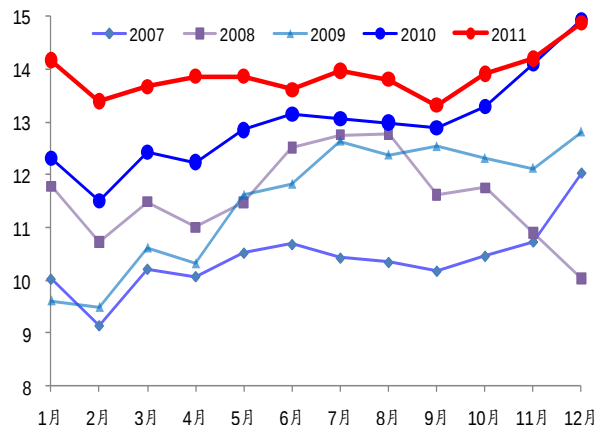
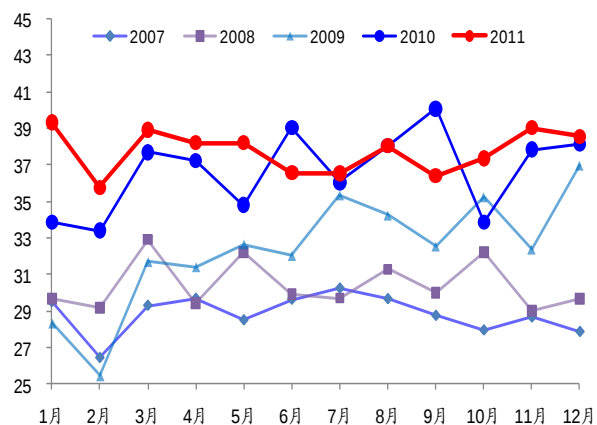
图 6: 库存 国内原油商业库存 (左) 和国内煤油库存 (右)

单位: 百万吨



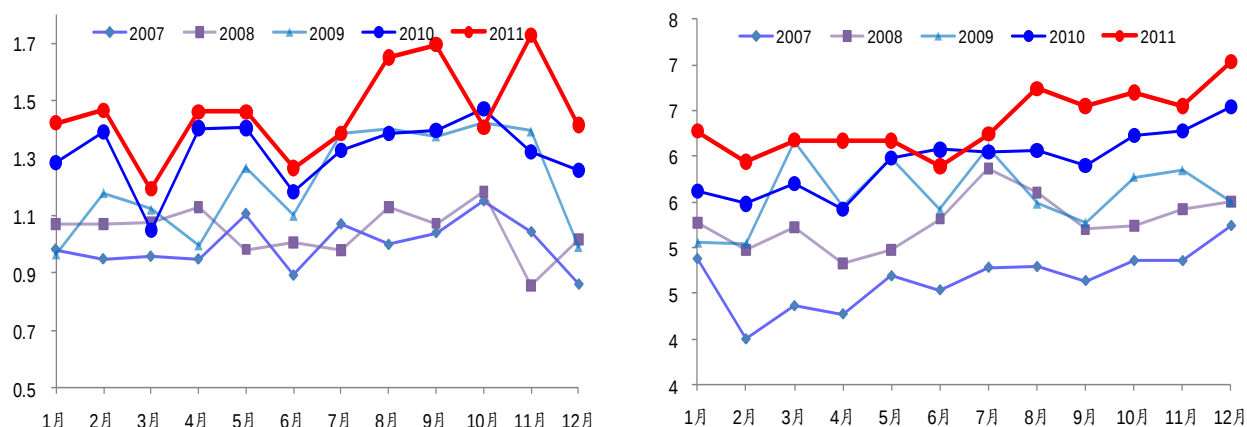
资料来源: China OGP、中投证券研究所

图 7: 表观消费量——原油 (左) 柴油 (右) 单位: 百万吨



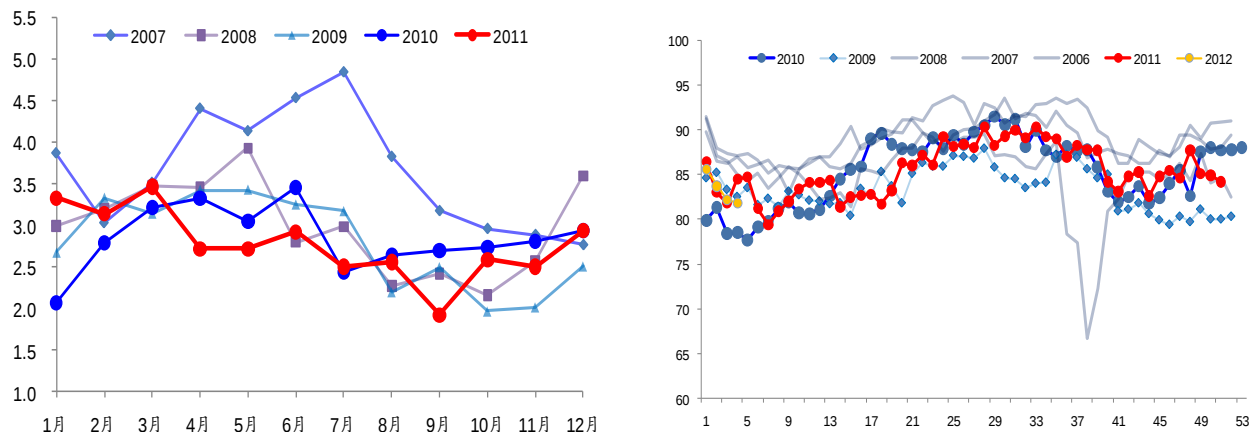
资料来源: CEIC、中投证券研究所

图 8: 表观消费量——煤油（左） 汽油（右） 单位：百万吨



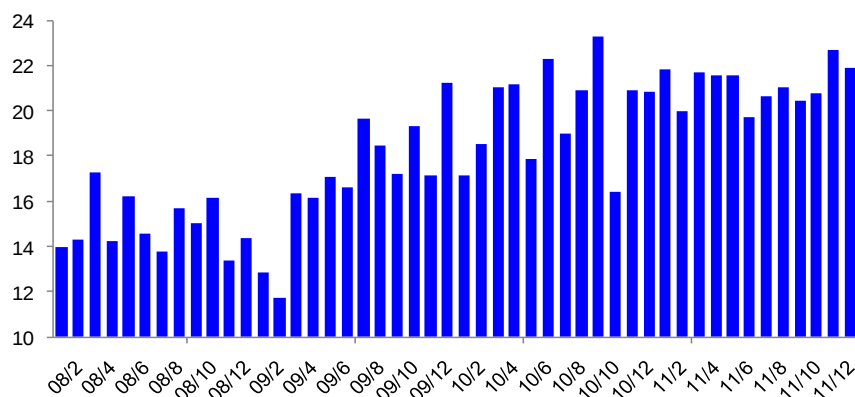
资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 9: 表观消费量——燃料油（左，单位：百万吨）和美国炼厂开工率（右，%）



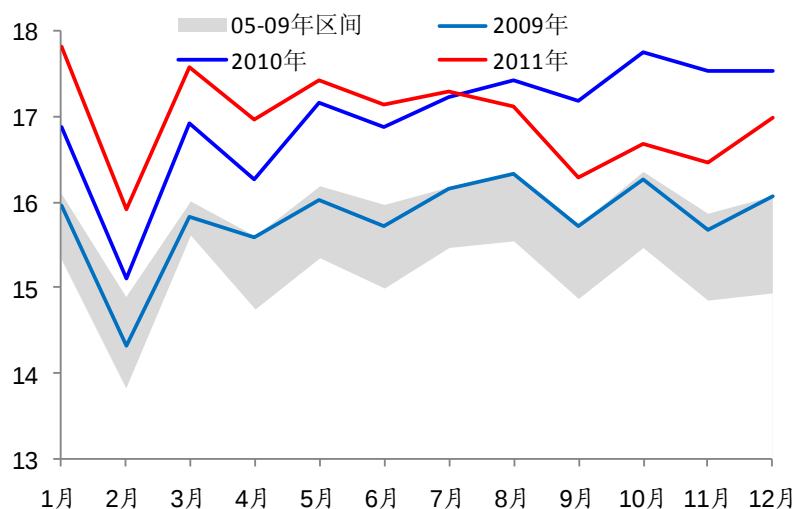
资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 10: 国内月度进口原油 单位：百万吨



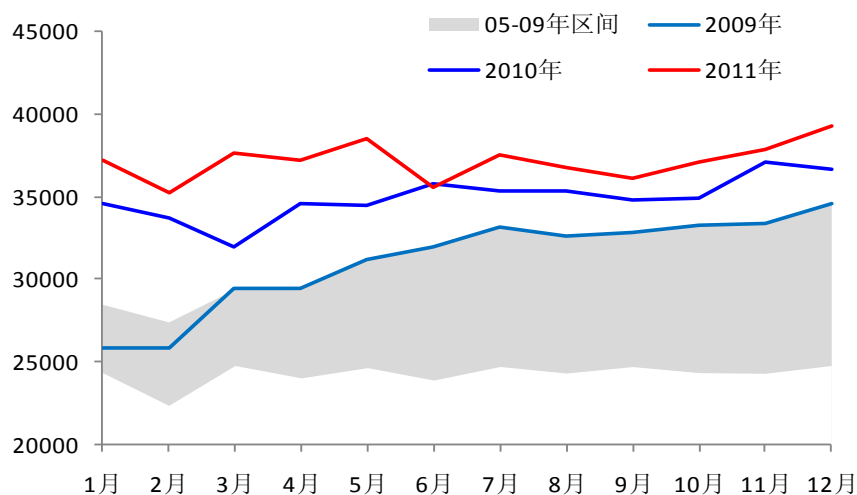
资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

图 11: 国内月度原油产量 单位: 百万吨



资料来源: Bloomberg、中投证券研究所

图 12: 国内月度原油加工量 单位: 千吨



资料来源: Bloomberg、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 ±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

研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

宋哲建，中投证券研究所石油化工行业分析师，清华大学化工系学士、硕士，2011 年初加入中投证券。主要覆盖石化、油服、煤化工和部分化纤，重点关注中石化、中海油服、英力特、荣盛石化、通源石油、惠博普、海默科技等公司。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（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。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	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