



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态

2009年9月30日

石油天然气

研究部

林益欣

联系人

linyixin@cicc.com.cn

张晖

联系人

zhanghui@cicc.com.cn

发改委如期下调成品油价格

梁耀文, CFA

分析员

leungb@cicc.com.cn

行业近况:

发改委宣布, 9月30日零时起汽柴油价格每吨下调190元, 汽油每升下调0.14元, 柴油每升下调0.16元。汽油价格从6810元/吨下调190元/吨至6620元/吨, 下调2.8%。柴油价格从6070元/吨下调190元/吨至5880元/吨, 下调3.1%。

9月上中旬, 国际市场油价持续在每桶70美元左右震荡。近日, 受经济复苏前景不明朗、石油库存高企等因素影响, 国际市场油价出现一定程度的回落, WTI原油期货价格由9月中旬每桶72美元左右跌至9月28日每桶66.84美元。根据完善后的成品油价格形成机制, 综合考虑国际市场油价变化以及国内成品油市场供求情况等因素, 国家决定适当下调国内成品油价格。

评论:

从调价幅度来看, 过去一个计价期Brent、Dubai、和Cinta均价从71.86美元/桶下降4.41美元/桶至67.45美元/桶, 下降6.1%。原油价格下降4.4美元/桶, 成品油价格相应降低190元/吨, 成品油调价幅度符合预期(我们之前预期调价150-200元/吨), 我们预计调价后炼油毛利维持在5-6美元/桶左右。

从调价时间点来看, 此次调价符合预期。发改委在国庆前及时下调成品油价格, 更多考虑消费者利益, 但另外也表明其严格按照新定价机制来调整成品油价格。从9月2号调价至9月29日只有20个工作日, 并不违背机制。发改委之前表示22个工作日是指评估价格变动的区间, 并不是调价的最低期限。

估值与建议:

发改委此次下调成品油价格, 表明发改委将继续执行新定价机制, 有利于增强市场对于新定价机制的信心。目前中石化H股09年的市盈率为8.9倍, 低于国际可比公司的12倍。中石化A股09年的市盈率为17.1倍, 高于国际可比公司。我们维持中石化H股审慎推荐和A股中性的投资评级, 维持港股目标价7.5港币(10倍09年市盈率)。

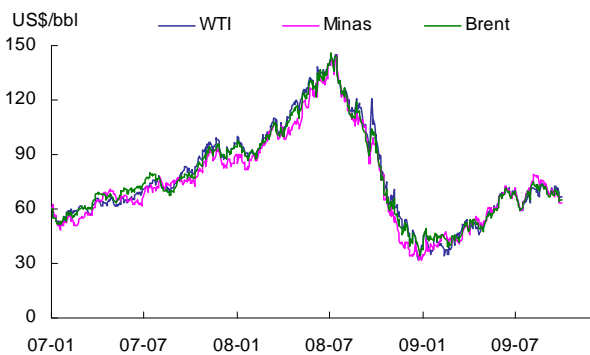
目前中石油H股09年的市盈率为12.1倍, 接近国际可比公司的12倍。目前中石油A股09年的市盈率为19.4倍, 估值仍较高。我们维持中石油H股和A股的中性评级。

图表1: 09年历次调价期间油价变动

	Brent 美元/桶	Dubai 美元/桶	Cinta 美元/桶	平均 美元/桶	汽油 人民币/吨	柴油 人民币/吨
09-02-24	43.30	43.72	38.00	41.67		
09-03-25	45.80	44.34	39.53	43.22	5,730	4,990
Change	2.50	0.63	1.53	1.55		
△ %	5.8%	1.4%	4.0%	3.7%		
09-05-01	50.92	50.14	48.36	49.81		
09-06-01	57.54	57.54	57.54	57.54	6,130	5,390
Change	6.62	7.40	9.18	7.73		
△ %	14.4%	16.7%	23.2%	17.9%		
09-06-01	58.36	57.77	55.21	57.11		
09-06-30	68.46	68.85	64.59	67.30	6,730	5,990
Change	10.11	11.08	9.37	10.19		
△ %	17.6%	19.3%	16.3%	17.7%		
09-06-30	68.46	68.85	64.59	67.30		
09-07-29	64.82	65.26	63.17	64.42	6,510	5,770
Change	-3.65	-3.59	-1.42	-2.89		
△ %	-5.3%	-5.2%	-2.2%	-4.3%		
09-07-29	64.82	65.26	63.17	64.42		
09-09-02	72.30	71.23	72.04	71.86	6,810	6,070
Change	7.48	5.97	8.88	7.44		
△ %	11.5%	9.1%	14.1%	11.6%		
09-09-02	72.30	71.23	72.04	71.86		
09-09-29	67.75	68.08	66.51	67.45	6,620	5,880
Change	-4.55	-3.15	-5.53	-4.41		
△ %	-6.3%	-4.4%	-7.7%	-6.1%		

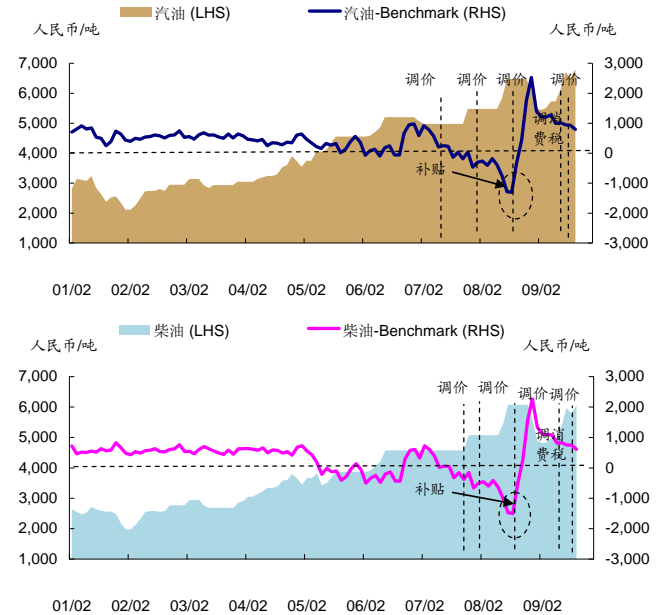
资料来源: 彭博资讯, 发改委, 中金公司研究部

图表2: 国际油价走势



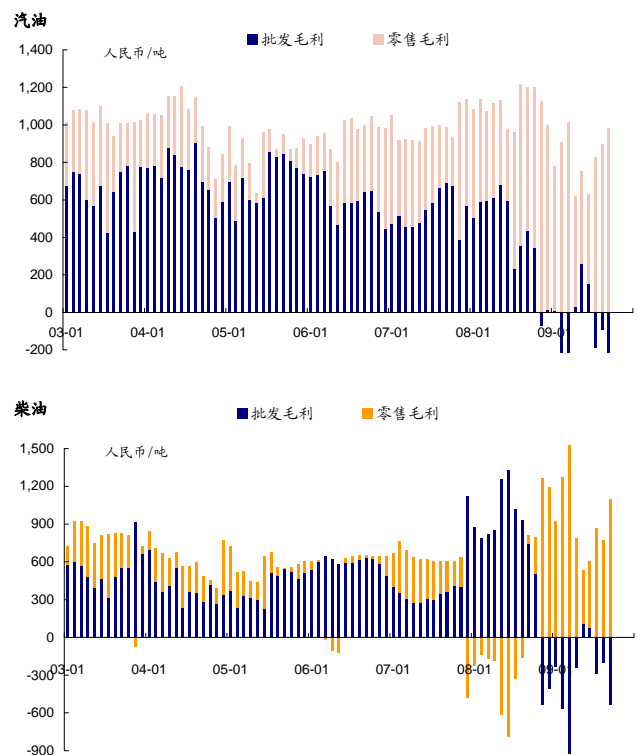
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表3: 炼油毛利



资料来源: 隆众石化商务网, 中金公司研究部

图表4: 销售毛利



资料来源: 隆众石化商务网, 中金公司研究部

图表 5: 一体化石油公司估值

	货币	股价	市值	P/E			P/B			EV/EBITDA		
				2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
		09-9-29	(百万美元)									
国际超大公司												
ExxonMobil	美元	69.59	334,435	7.9	17.6	11.7	3.1	3.4	3.1	4.2	7.0	5.0
Royal Dutch Shell	英镑	18.10	177,333	6.3	12.0	8.8	1.3	1.2	1.2	3.2	5.1	4.1
BP	英镑	5.56	165,360	7.3	8.5	5.9	1.7	1.1	1.0	4.3	3.6	2.9
Chevron Texaco	美元	71.70	143,795	6.1	16.5	9.7	1.7	1.6	1.5	3.3	5.1	3.6
TotalFinaElf	欧元	40.37	138,203	8.5	11.4	8.7	1.8	1.7	1.5	3.6	5.1	4.0
中值				7.3	12.0	8.8	1.7	1.6	1.5	3.6	5.1	4.0
国际大公司												
ENI	欧元	17.03	99,495	7.0	11.2	8.6	1.4	1.3	1.2	3.3	4.3	3.6
ConocoPhillips	美元	45.69	67,754	n.a.	13.1	7.8	1.2	1.2	1.1	2.8	4.9	3.5
Occidental	美元	79.15	64,173	9.4	23.8	14.8	2.6	2.2	2.0	4.5	8.3	5.8
Repsol YPF	欧元	18.79	33,452	8.4	13.7	9.9	1.1	1.1	1.0	5.3	6.5	5.2
Marathon	美元	32.42	15,730	6.5	16.8	9.0	1.2	1.0	1.0	3.3	4.8	3.5
中值				7.7	13.7	9.0	1.2	1.2	1.1	3.3	4.9	3.6
新兴市场公司												
ONGC	卢比	1,164.85	51,825	12.5	11.8	11.1	3.2	2.4	2.2	6.6	5.4	5.2
PTT	泰铢	260.00	21,903	14.2	12.4	9.6	1.9	1.7	1.5	6.4	8.0	6.5
Gazprom	卢布	179.30	141,006	5.6	6.5	6.1	0.9	0.8	0.7	6.5	5.1	4.8
Petrobras	里尔	34.89	187,667	9.3	12.8	10.5	2.2	2.5	2.1	6.5	7.7	6.4
中海油H股	港币	10.58	60,980	9.2	14.1	9.9	2.5	2.2	1.8	7.2	8.1	5.9
中国石油H股	港币	8.90	322,335	12.3	12.1	10.8	1.8	1.7	1.6	6.6	7.2	6.3
中国石化H股	港币	6.68	130,084	16.8	8.9	8.2	1.5	1.4	1.3	11.1	6.2	5.3
中值				12.3	12.1	9.9	1.9	1.7	1.6	6.6	7.2	5.9
中国石油A股	人民币	12.57	322,335	20.1	19.4	16.8	3.3	3.0	2.7	9.1	9.9	8.6
中国石化A股	人民币	11.29	130,084	32.9	17.1	15.3	3.0	2.7	2.4	16.5	9.2	7.9

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。