

上市公司动态报告

石化

炼油盈利回升，09 业绩可望增逾 50%

维持“增持”

炼油：公司的业绩重心。2007 年年报数据，中国石化（600028）勘探与开采、炼油、营销与分销、化工业务收入占公司相应营业总收入的比重分别为：6.72%、30.39%、30.71%、11.10%。由于营销与分销业务为成品油的营销与分销，因此考虑这一因素则公司的成品油业务于 2007 年的比重达到 61.1%。剔除本部与其他业务，2008 年上半年公司的成品油业务收入比重达到 78.12%。可见，从业务收入角度，显然炼油（成品油）业务是公司的业绩重心。

原油价跌有望明显提升公司炼油业务盈利。在目前原油价格水平下，未来我国成品油行业无论推行完全的市场化改革，或是继续实施既有的政府指导价政策，则国内相关企业的炼油业务盈利能力均有望明显得以提升。如果成品油市场化改革，则国内企业炼油业务利润率将回升至全球行业合理水平约 8%。如果成品油继续被实施政府指导价，则 2009 年中国石化（600028）炼油盈利明显值得期待。依最近一次下调后的成品油价，则 2009 年上半年成品油价较 2008 年上半年成品油价略高，而 2008 年上半年国内原油月均价格高达 112 美元/桶，相比较预测 2009 年上半年原油价格将明显低于这一数字，由此则国内炼油企业 2009 年上半年的盈利空间将同比得以明显提升，2009 年中国石化（600028）炼油盈利明显值得期待。

中国石化：09 业绩增速有望达 50%，维持“增持”评级。基于产量与价格的预测，判断中国石化（600028）2009 年、2010 年的营业收入增速分别为 21.1%与 13.6%，相应净利润增速分别 52.30%与 9.90%。从长远发展角度，储采比与接替率是石油石化企业长期发展的重要基础。统计全球 7 家石油巨头相关指标，其储采比与接替率的中值数据分别 11 年与 0.9655 倍，而相应中国石化（600028）的这一数字分别 11.46 年与 0.9535。可见，中国石化（600028）具有长期可持续发展的比较基础。公司股票估值较同行略低，作为配置性品种，维持“增持”评级。

预测和比率

	2007A	2008F	2009F	2010F
主营收入（百万）	1,204,843	1628715	1972963	2240962
主营收入增长率	15.34%	35.2%	21.1%	13.6%
净利润（百万）	54,947	35799	54522	59925
净利润增长率	5.49%	-34.80%	52.30%	9.90%
EPS（元）	0.63	0.41	0.63	0.69
P/E	11.14	17.12	11.14	10.17

中国石化（600028）

维持

增持

赵献兵

zxbcm2608@sina.com

021-68825012

分析日期：2008 年 12 月 30 日

当前股价：7.02 元

目标价格 6 个月：9.50 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

	1 个月	3 个月	12 个月
	-11.9/4.2	-20.2/10.6	-33.2/19.7
12 月最高/最低价（元）	29.31/0		
总股本（万股）	8,670,244		
流通 A 股（万股）	849,903		
总市值（亿元）	8,662		
流通市值（亿元）	849		
近 3 月日均成交量（万）	7,530		
主要股东			
中国石油化工集团公司	75.84%		

股价表现



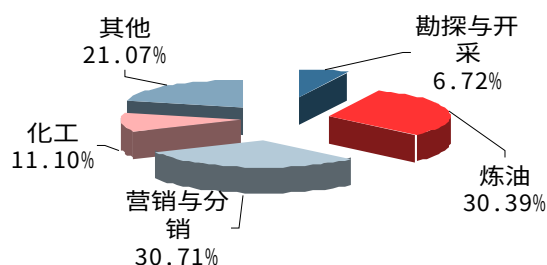
相关研究报告

08.04.28	中国石化 080428 动态：成品油定价趋势利于公司盈利提升，调高评级为“增持”
08.06.23	节能减排：能源危机的化解之策——兼论化工投资机遇

炼油:公司的业绩重心

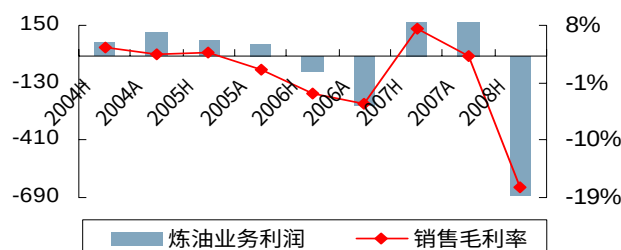
中国石化（600028）主营业务涉及从石油勘探开采至下游化工产品生产的整个化工上下游产业链产品，公司业务分布于勘探与开采业务、炼油业务、营销与分销业务、化工业务四大板块。2007 年年报数据，中国石化（600028）勘探与开采、炼油、营销与分销、化工业务收入占公司相应营业总收入的比重分别为：6.72%、30.39%、30.71%、11.10%。由于营销与分销业务为成品油的营销与分销，因此考虑这一因素则公司的成品油业务于 2007 年的比重达到 61.1%。剔除本部与其他业务，2008 年上半年公司的成品油业务收入比重达到 78.12%。可见，从业务收入角度，显然炼油（成品油）业务是公司的业绩重心。

图 1 中国石化（600028）经营收入构成/2007A



资料来源：中信建投证券 P.Chem.研究组

图 2 中国石化（600028）炼油业务盈利 单位：亿元、%



值得注意的是，由于全球原油价格的大幅波动及我国成品油特殊的政府定价机制使公司炼油业务盈利能力出现明显的整体低盈利状况。统计过去 2004 年至 2008 年中期的分中期与年度的炼油业务销售利润率，其中销售利润率最高水平为 2007 年上半年 7.35%，最低为 2008 年上半年的-17.34%。从这个角度，炼油业务销售利润率的变化直接关系到公司的整体盈利水平。显然，炼油业务为公司的业绩重心。

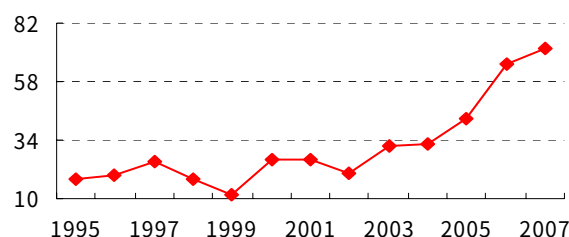
原油价跌：公司炼油盈利趋明

原油价格变动状况与成品油价格政策变化特征直接关系到公司炼油业务的销售利润率水平。因此从这个角度，中国石化（600028）未来炼油业务的盈利能力很大程度取决于对未来原油价格走势判断与成品油价格的趋势特征。

1、未来 3 年，预测原油价格难明显上涨

供给受限长期油价看涨。历史数据显示，全球原油价格整体呈现不断上涨趋势。统计表明，自 1995 年至 2007 年，纽约市场原油价格由 17.6 美元/桶上涨至 71.49 美元/桶，折算成年复合价格上涨幅度达到 11.38%。某种意义上，全球油价长期看涨是不争的事实。应该说，供给受限是油价长期看涨的最根本原因。首先，资源特征使全球原油实际供给增长缓慢。统计显示，全球原油探明剩余可采储量 1984 年为 1037 亿吨，至 2004 年这一数字为 1619 亿吨。自 1984 年至 2004 年全球原油探明剩余可采储量年复合增速为 2.14%。相比较，全球 GDP 年复合增速明显超越这一数字。以代表性的美国为例，1980 年美国 GDP 为 27956 亿美元，至 2003 年这一数字为 108572 亿美元，自 1980 年至 2003 年的美国 GDP 年复合增速达到 5.82%。

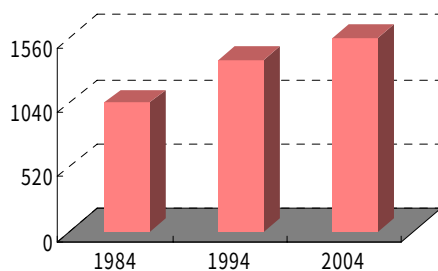
图3 纽约(WTI)市场原油年均价格 单位:美元/桶



资料来源: 中信建投证券 P.Chem. 研究组

可见, 相对于经济增长, 全球原油探明剩余可采储量的增速相对有限。因此, 有限供给是油价长期看涨的最根本原因。与此同时, 有限的原油资源在全球形成了高产业集中度——OPEC 在石油剩余探明储量中的占比超过 75%。某种意义上, 有限资源使全球油价长期看涨被赋予了客观性, 而较高产业集中度使全球油价长期看涨被赋予了主观性。

图5 全球原油探明剩余可采储量 单位:亿吨



资料来源: 中信建投证券 P.Chem. 研究组

图4 2005年世界各地区石油剩余探明储量占比

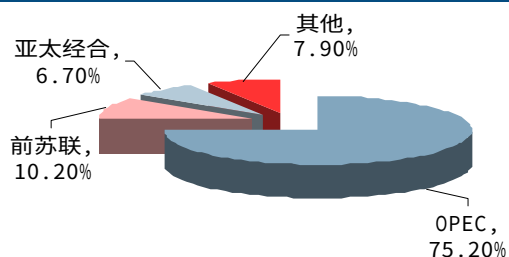
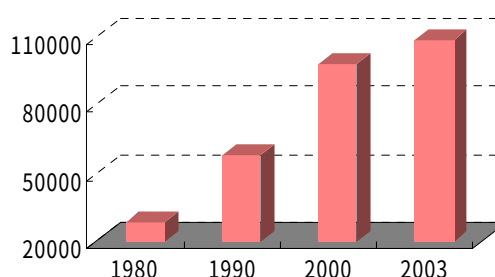
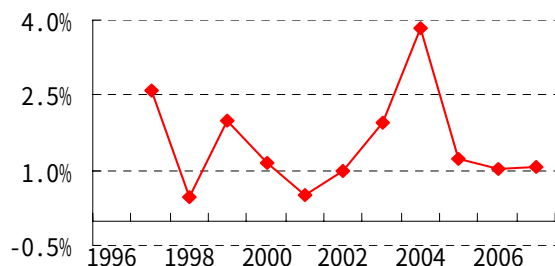


图6 全球 GDP (以美国为例) 单位:亿美元



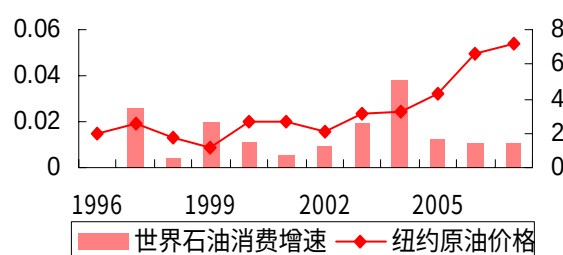
需求下降短期油价波动。供给受限使油价长期看涨, 但需求的下降又将使全球油价呈现短期波动特征。考察历史, 1997 年亚洲金融危机导致世界石油消费下降的这一趋势特征在 1998 年得到了明显体现。首先, 金融危机导致了全球经济增速的放缓——全球 GDP 由 1997 年的 4% 以上放缓至 1998 年的约 3%; 其次, 经济增速的放缓直接导致了需求的消费下降——全球石油消费增速由 1997 年的 2.58% 下降至 1998 年的 0.47%; 最终, 1998 年纽约 (WTI) 市场原油价格由 1997 年的 25.5 美元/桶下跌至 1998 年的 17.8 美元/桶。

图7 世界原油消费增速 单位: %



资料来源: 中信建投证券 P.Chem. 研究组

图8 世界石油消费与油价变动关联 单位: %、美元/桶



统计显示,1997 年与 2001 年世界原油消费增速明显下滑至 1%以下,结果 1999 年与 2002 年全球油价明显下滑。从这个角度,原油消费是油价的先行指标。值得注意的是,2008 年下半年以来,美国次贷危机导致的金融危机将直接影响全球的经济增速,从而必将影响全球的石油消费,由此 2009 年全球年度油价下滑成为可能。事实上,纽约(WTI)市场月均价格自 2008 年 7 月分达最高近 150 美元/桶已迅速回落至 10 月份的约 80 美元/桶。以此,笔者判断,未来 3—4 年全球油价将很难出现明显上涨(按年度均价)趋势,整体有望呈现相对低位(约 80 美元/桶)的运行特征。

图 9 全球 GDP 增速

单位:%

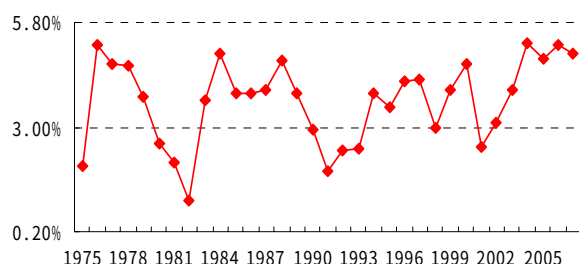
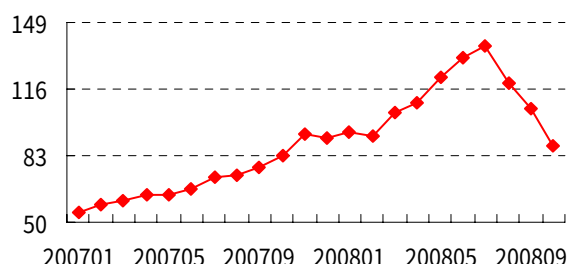


图 10 纽约(WTI)原油月均价格

单位:美元/桶



资料来源:中信建投证券 P.Chem.研究组

2、原油价跌有望明显提升公司炼油业务盈利能力

从性质上,我国未来成品油价格趋势呈现两大特征,即完全市场化、或政府指导价。在目前原油价格水平下,未来我国成品油行业无论推行完全的市场化改革,或是继续实施既有的政府指导价政策,则国内相关企业的炼油业务盈利能力均有望明显得以提升。

如果成品油市场化改革,则国内企业炼油业务利润率将回升至全球行业合理水平约 8%。笔者曾于《节能减排:能源危机的化解之策》中明确指出:成品油价格市场化的最基本两个条件:资源税收的政策、公共物品的补贴政策。基于当前我国石油企业特别收益金等资源税费的征收政策及公交补贴政策的实施进展状况,可以认为未来我国成品油价格市场化改革步伐正渐行渐近。更为重要的是,目前全球原油价格已回落至 40 美元/桶以下,可以认为国内成品油价格完全市场化的外部条件也渐趋成熟。如果国内成品油进行市场化改革,则国内相关企业炼油业务利润率有望回升至行业合理水平。

图 11 新加坡原油(大庆)日成交价

单位:美元/桶

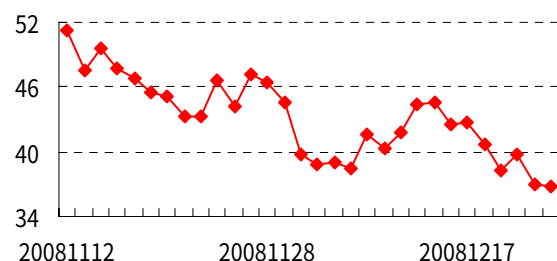
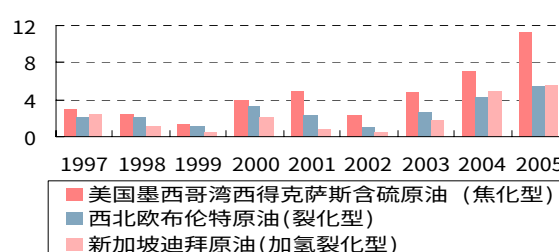


图 12 全球炼油毛利分地区分布

单位:美元/桶



资料来源:中信建投证券 P.Chem.研究组

以 2005 年数据,美国墨西哥湾西得克萨斯含硫原油(焦化型)的炼油利润率 26.57%、西北欧布伦特原油(裂化型)的炼油利润率为 12.75%、新加坡迪拜原油(加氢裂化型)的炼油利润率为 13%。即使考虑到国内炼油装置与海外炼油装置的生产成本差异,预测成品油市场化后国内炼油业务利润率可明显回升至约 8%的利润水

平。与公司历史上炼油业务利润率相比较，显然这一数字已相当可观。

图 13 2006 年炼厂炼油成本比较 单位：美元/吨

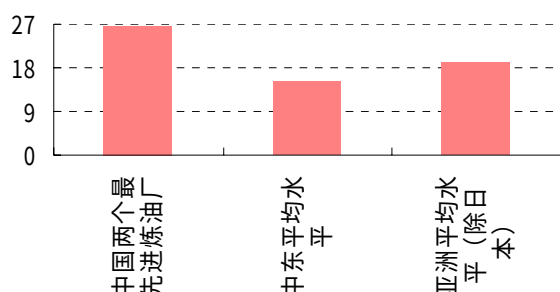
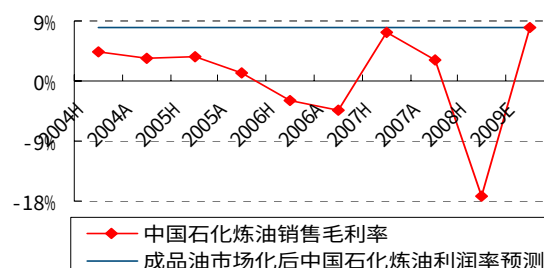


图 14 中国石化 (600028) 炼油利润率预测 单位：%



资料来源：中信建投证券 P.Chem. 研究组

如果成品油继续被实施政府指导价，则 2009 年中国石化 (600028) 炼油盈利明显值得期待。数据显示，2008 年上半年中国石化 (600028) 炼油业务利润率创下近年来新低为 -17.34%，公司炼油业务的巨大亏损很大程度上在于国家出于当时 CPI 考虑使公司承担了大量社会责任的结果。从这个角度，国际原油价格大幅下跌及 CPI 的持续走低使国家成品油的价格调整将有利于中国石化 (600028) 的炼油业务盈利提升。事实上，近期发改委决定，自 2008 年 12 月 19 日零时起将汽油出厂价由 6480 元/吨调整为 5580 元/吨，降幅 13.89%，柴油出厂价由 6070 元/吨调整 4970 元/吨，降幅 18.12%，航空煤油出厂价由 7450 元/吨调整为 5050 元/吨，降幅 32.21%。我国成品油价格最近上一次上调是 2008 年 6 月份，之后原油价格曾一路由近 150 美元/桶的高点下跌至目前不足 40 美元/桶，从这个角度，此次国内成品油价格下调应在情理之中。但值得注意的是，以此次下调后的成品油价格，其数据仍明显高于相应的国际市场成品油价格。

以新加坡相应成品油品种作可比分析，目前国内汽油出厂价（除税）较新加坡 92#汽油 FOB 价约高出 2500 元/吨，幅度达到 100%以上；国内柴油出厂价（除税）较新加坡含硫 0.05%柴油 FOB 价高出约 1000 元/吨，幅度达到 30%以上。依此次下调后的成品油价，则 2009 年上半年成品油价较 2008 年上半年成品油价略高，而 2008 年上半年国内原油月均价格高达 112 美元/桶，相比较预测 2009 年上半年原油价格将明显低于这一数字，由此则国内炼油企业 2009 年上半年的盈利空间将同比得以明显提升，2009 年中国石化 (600028) 炼油盈利明显值得期待。

中国石化：09 业绩增速有望达 50%，维持“增持”评级

根据公司资本性开支及未来重大项目的建设进展进度，对中国石化 (600028) 未来主要产品产量增长状况进行预测。整体上，笔者判断：未来 3 年中国石化 (600028) 主要产品产量年复合增速约 6%—8%。

表 1 中国石化 (600028) 未来重大项目规划

单位：亿元

	项目主体	总投资额	建设周期
川气东送工程	普光气田勘探开采、普光至上海长输管线	632 亿元	2008 年底建成
青岛炼油项目	1000 万吨/年炼油装置	--	200506—2008 年投产
天津乙烯项目	100 万吨/年乙烯、1250 吨/年炼油改扩建	260 亿元	200606—2009 年底建成
镇海乙烯项目	100 万吨/年乙烯及下游配套	219 亿元	200611—2010 年建成

上市公司动态报告

武汉乙烯项目	80 万吨/年乙烯等 10 套装置	--	200712—2011 年底试车
福建炼化一体化及成品油营销项目	炼油扩增 800 万吨/年、乙烯 80 万吨、750 油站	--	200702—2009 年初建成

资料来源：中信建投证券 P.Chem. 研究组

对公司主要产品价格的走势判断，笔者认为未来 3 年年复合涨幅可达 3%（2009 年下跌后于 2010 年、2011 年持续小幅上涨）。出于我国成品油价格市场化国际接轨的考虑，预测未来 3 年成品油价格年复合涨幅可达 5%。

表 2 中国石化（600028）主要产品产量预测

单位：万吨、亿立方米

	2008E	2009E	2010E	2011E
油气勘探业务				
原油（万吨）	3925	3984	4043	4104
天然气（亿立方米）	71	82	94	108
炼油业务				
汽油（万吨）	2516	2667	2827	2997
柴油（万吨）	6462	6785	7124	7480
化工原料类（万吨）	2576	2628	2681	2734
其他精制油品（万吨）	4558	4786	5025	5276
营销分销业务				
汽油（万吨）	3793	4097	4425	4779
柴油（万吨）	8347	8931	9557	10226
煤油（万吨）	841	891	945	1001
燃料油（万吨）	1421	1535	1658	1790
化工业务				
基础有机化工品（万吨）	1443	1631	1843	2083
合纤单体及聚合物（万吨）	450	495	544	599
合成树脂（万吨）	876	964	1060	1166
合成纤维（万吨）	162	175	189	204
合成橡胶（万吨）	107	116	125	135
化肥（万吨）	168	178	189	200

资料来源：中信建投证券 P.Chem. 研究组

基于产量与价格的预测，判断中国石化（600028）2008 年、2009 年、2010 年的营业收入增速分别为 35.2%、21.1%与 13.6%，相应净利润增速分别-34.80%、52.30%与 9.90%。

表 3 中国石化（600028）主要业绩指标预测

单位：百万元、%、元/股

	2008E	2009E	2010E	2011E
营业收入/百万	1628725	1972963	2240962	2543592
营业收入增长率	35.2%	21.1%	13.6%	13.5%
净利润/百万	35799	54522	59925	65295
净利润增长率	-34.80%	52.30%	9.90%	9.00%
EPS（元/股）	0.41	0.63	0.69	0.75

资料来源：中信建投证券 P.Chem. 研究组

从长远发展角度，储采比与接替率是石油石化企业长期发展的重要基础。统计全球 7 家石油巨头相关指标，其储采比与接替率的中值数据分别 11 年与 0.9655 倍，而相应中国石化（600028）的这一数字分别 11.46 年与 0.9535。可见，中国石化（600028）具有长期可持续发展的比较基础。

综合上述因素，维持对中国石化（600028）股票“增持”的投资评级。

表 4 全球石化公司股票估值比较/20081231

单位：元/股、倍

上市公司	2008EPS	2009EPS	同比增幅%	2009PE
中国石化（600028）	0.41	0.63	52.30%	11.14
中国石油（601857）	0.70	0.73	4.2%	13.93
XOMUS	8.60	6.33	-26.40%	11.78
RDSANA	4.71	3.62	-23.14%	7.9
BPLN	1.45	1.05	-27.59%	8.1
CVXUS	11.05	7.02	-36.47%	10.02
ENIIM	2.90	2.32	-20.00%	7.5
COPUS	11.11	6.58	-40.77%	8.2

资料来源：中信建投证券 P.Chem.研究组

成品油价格走势直接影响中国石化（600028）的未来业绩，如果 2009 年中国石化（600028）与中国石油（601857）国内的成品油价格战进一步扩大与升级，或者国际原油价格于 2009 年上半年再次出现明显上涨，则上述对中国石化（600028）的业绩预测应将作相应调整。从二级市场角度，目前尽管中国石化（600028）的 A 股与 H 股的价差出现缩小，但其 A 股价格仍较相应 H 股价格高出约 50%。这些都成为中国石化（600028）股票未来二级市场表现的风险因素。

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15%以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我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并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告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、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求
珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

赵献兵 经济学硕士 高级经济师 P.Chem. 研究组负责人
曾就职六国化工（600470）8 年，现供职中信建投证券研发部 8 年
2007 年“获奖”《21 世纪金牌分析师》基础化工第二名
2005 年“入围”《新财富》基础化工最佳分析师
2004 年“入选”《上海证券报》行业研究之星

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8610) 8513-0588	电话：(8621) 6880-5588
传真：(8610) 6518-0322	传真：(8621) 6880-5010