

袁孝锋
 021-68407559
 qiuxf@cmschina.com.cn

2009年2月28日

中国石化(600028.SH)/8.29元

炼油与天然气推动公司今明两年快速增长

能源·石油石化

目标估值: 9.5-10元

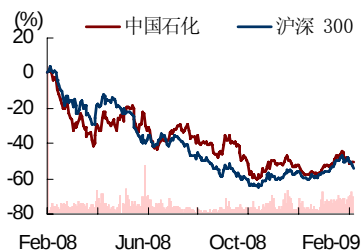
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2083
总股本(万股)	8670244
已上市流通股(万股)	1283415
总市值(亿元)	7188
流通市值(亿元)	1064
每股净资产(MRQ)	3.6
ROE(TTM)	7.7
资产负债率	58.9%
主要股东	中国石油化工集团公司
主要股东持股比例	75.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	-18	-48
相对表现	-3	-12	4



相关报告

- 1、《石化振兴规划和行业热点点评-规划平淡无奇,行业继续向好》2009/2/20
- 2、《原油价格深度分析报告之二-基于历史和异常指标的原油动态跟踪框架》2009/2/6

本文详细分析中国石化炼油板块和天然气业务的重大变化,这两块业务将驱动中国石化今明两年快速增长,预计09、10年业绩分别为0.62、0.82元/股。股价中短期可以看到9.5-10元,等市场开始关注10年业绩时有望到12元。

- **炼油出现重大转机 大幅提升一季度业绩** 12月份国内进口原油的价格在53美元/桶,1月份进口原油则在41美元/桶,原油进口成本出现了大幅下降,预计2月份中国石化炼油板块的EBIT将比1月份多赚48个亿。炼油成为中国石化业绩主要的推动力,一季度至少能够贡献120个亿的EBIT,一季度中国石化整体业绩有望达到0.17元,同比增加100%以上。
- **目前不用担心国家下调成品油价格** 虽然炼油盈利非常好,但是目前不用担心国家会下调成品油价格。从三地均价22日移动平均来看,目前的价格高于上一次下调时的价格。此外,近期国际原油价格可能会进一步上涨。
- **普光气田预计在2010年能够贡献1毛钱** 根据我们的估计,普光气田在2010年的产量在100亿立方米左右,普光气田至少能够贡献中国石化1毛钱。
- **原油去库存化,有望反弹至50美元以上** 我们初步的一个判断是原油进入了去库存化,将带动油价往上突破50美元。这次反弹不是需求增长带来的趋势性上涨,而仅仅是去库存化带来的一个反弹。
- **油价、业绩与股价** 国际油价在80美元/桶以下,中国石化的业绩与油价之间有较强的正相关关系。国际原油从低位往上走的时候,对中国石化的股价是有正面作用的。
- **投资建议:** 我们预期中国石化2009、2010年的每股收益分别为0.62、0.82元,其对应的动态市盈率为13、10倍。中短期内的目标价为9.5-10元,等市场开始关注2010年业绩时,其目标价可以相应调整为12元。维持“强烈推荐-A”的评级;
- **股价催化剂:** 一是一季度业绩预增公告;二是普光气田逐步投产;三是国际油价上涨。
- **风险因素:** 一是全球经济加速回落导致成品油和石化全面不景气;二是国际原油价格上涨而国内不上调成品油价格。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	1071402	1209706	1373293	1413323	1436078
同比增长	30%	13%	14%	3%	2%
营业利润(百万元)	83820	85864	26361	79622	101223
同比增长	23%	2%	-69%	202%	27%
净利润(百万元)	50664	56533	21347	54010	71169
同比增长	28%	12%	-62%	153%	32%
每股收益(元)	0.58	0.63	0.25	0.62	0.82
PE	14.2	13.1	33.7	13.3	10.1
PB	2.7	2.3	2.2	2.0	1.8

资料来源:招商证券

正文目录

一、炼油出现重大转机，大幅提升一季度业绩	3
二、普光气田 2010 年能贡献 1 毛钱	5
三、油价、业绩与股价	7
四、原油去库存化，有望反弹至 50 美元以上	8
五、当前形势有利于母公司获取海外资源	10
六、盈利预测、敏感性分析和投资建议	11

图表目录

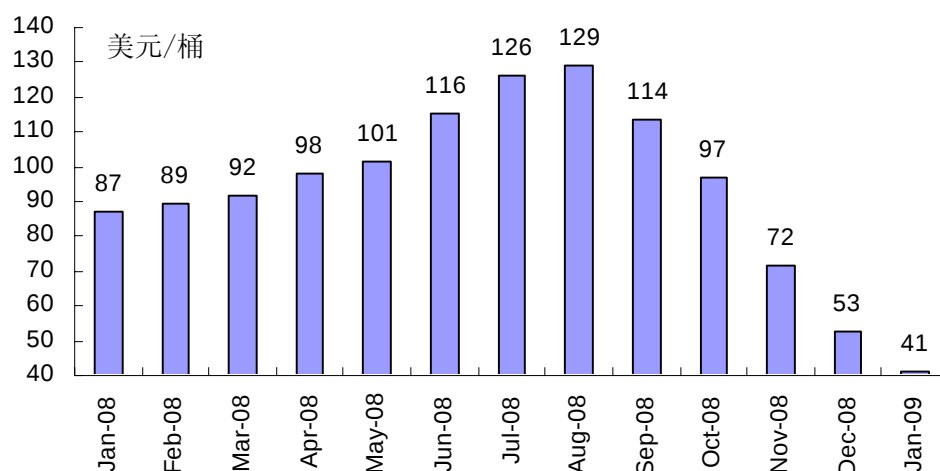
图 1: 中国进口原油价格	3
图 2: 中国炼油 321 指数（没有滞后）	3
图 3: 三地均价 22 日移动平均	4
图 4: 川东北勘探形式	5
图 5: 国家石油公司跟国际一体化公司盈利曲线比较 I	7
图 6: OPEC 减产力度	8
图 7: 原油的去库存化	8
图 8: 美国石油产品总库存	9
图 9: 价差指标	9
图 10: 去库存化油价有望突破 50	10
图 11: 桶油探明储量价值	10

表 1: 100 亿立方米的业绩贡献	6
表 2: 中国石油最近签订的两个 LNG 项目一览表	6
表 3: 中石化集团公司主要海外资产分布	11
表 4: 敏感性分析	11
表 5: 业绩简易查询表	11
表 6: 中国石化盈利预测表	12

一、炼油出现重大转机，大幅提升一季度业绩

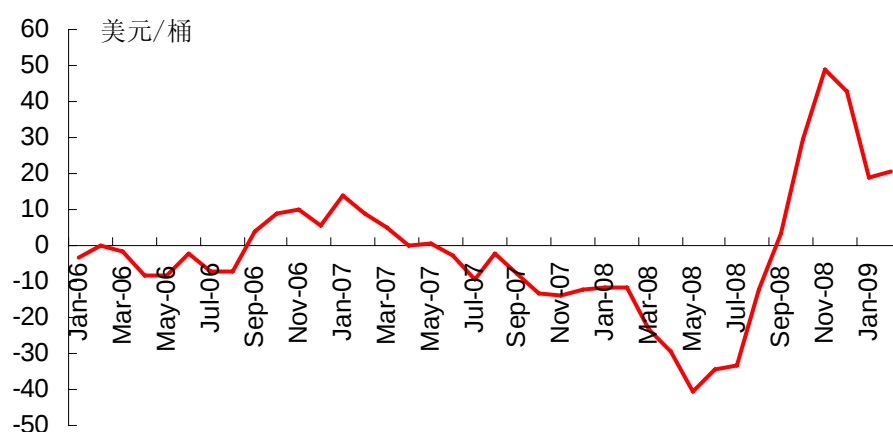
炼油出现重大转机 大幅提升一季度业绩 从中国海关公布的数据来看，12 月份国内进口原油的价格在 53 美元/桶，而 1 月份进口的原油则在 41 美元/桶，2 月份中国石化的原油生产成本出现了大幅下降（一月进口的大部分二月用），预计 2 月份中国石化炼油板块的 EBIT 将比 1 月份提高 400 元/吨，多赚 48 个亿，而预计海关二月份进口的原油单价也不会高，所以炼油将成为中国石化业绩主要的推动力，预计一季度至少能够贡献 120 个亿的 EBIT，一季度中国石化整体业绩有望达到 0.17 元，同比增加 100% 以上。这一点从我们设计的中国炼油 321 指数也得到了验证，目前指数的水平远远超过 07 年一季度的水平。

图1：中国进口原油价格



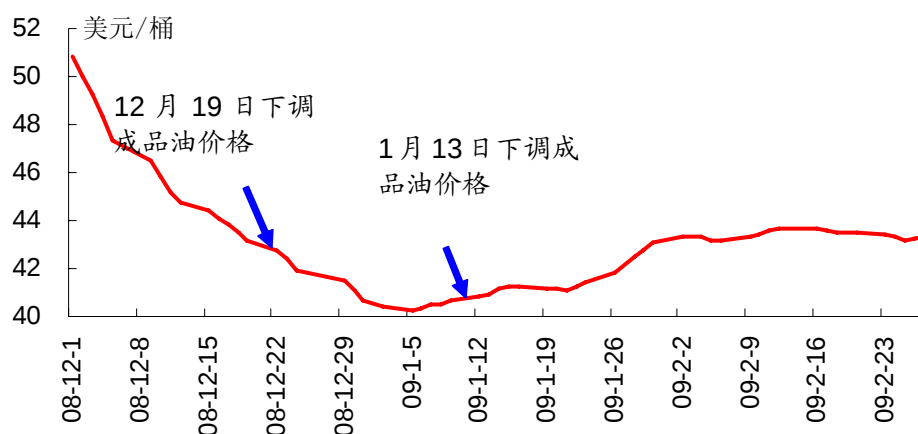
资料来源：招商证券

图2：中国炼油321指数（没有滞后）



资料来源：招商证券

目前不用担心国家下调成品油价格 我们跟市场观点不同的是，虽然炼油盈利非常好，但是目前不用担心国家会下调成品油价格。从三地均价 22 日移动平均来看，目前的价格高于上一次下调时的价格。此外，根据我们的判断，近期国际原油价格可能会进一步上涨，所以这方面的担忧可以解除。

图3：三地均价22日移动平均


资料来源：招商证券

炼油板块之所以出现重大转机，跟国家出台的成品油定价新机制密切相关，我们了解到的成品油定价新机制包括如下重要组成部分：

- (a) 成品油出厂价以原油成本加成法来制定；
- (b) 以成品油出厂价为基准，加上销售价差制定最高零售价格；同时允许在最高零售价格上浮 4%，但下浮比例不限，根据流通环节费用变化等情况适当调整流通价差。
- (c) 最高零售价格的调整以十天作为一个调整周期，并且只有在价格变动达到一定的幅度才做调整；
- (d) 此外，在一个月国内成品油最高零售价格的调整幅度累计不超过 800 元/吨，连续三个月内调整幅度累计不超过 1600 元/吨；

其中出厂价格的确定遵循如下的规则：

成品油出厂价格 = “三地原油均价” + “加工成本” + “适当利润”

其中：“三地原油均价”为布伦特、米纳斯与迪拜三地原油按“5：3：2”权重计算的均价。“加工成本”为全国炼厂平均加工完全成本。“适当利润”的计算按照下述方法：

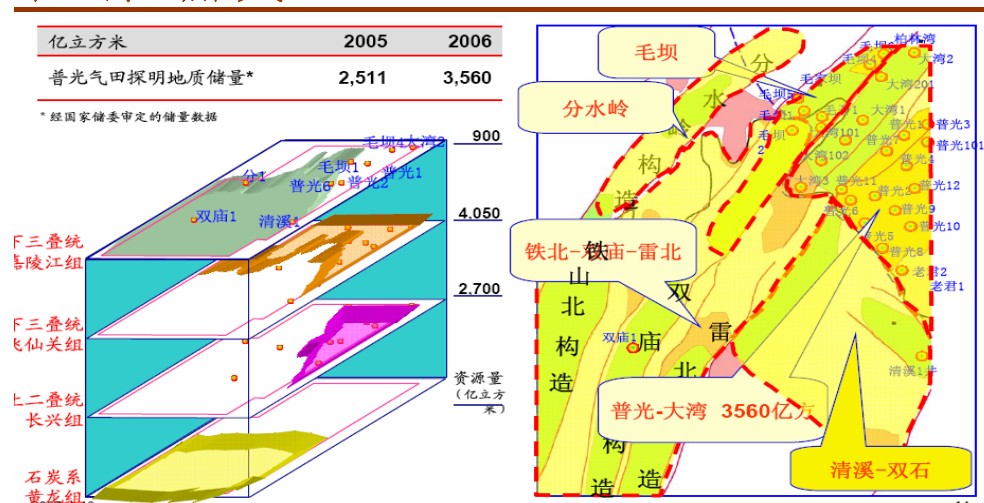
- 一、当三地原油均价在 80 美元/桶以下，按照上述公式计算，假定适当的利润为税前利润率 5%；
- 二、当三地原油均价在 80 美元/桶以上开始扣减加工环节的利润，每上涨 10 美元，则扣减 1 个百分点的利润率，到 130 美元/桶减为 0；
- 三、当三地均价超过 130 美元，国内成品油价格另行确定；

二、普光气田 2010 年能贡献 1 毛钱

普光气田概况 普光气田是全国最大的整装海相气田，截至到 08 年底，探明地址储量已经超过 5000 亿立方米。以这些储量为基础，中国石化从 07 年开始开发普光气田和川气东送工程。整个普光气田，设计混合气处理能力 150 亿立方米/年，年产净化气 120 亿立方米、副产品硫磺 283 万吨。综合考虑资源和市场情况，川气东送管道的设计输气能力为 120 亿立方米/年，增压后可达到 170 亿立方米/年。输气干线起自普光气田，经四川、重庆、湖北、安徽、浙江、江苏后，到达上海，全长 1702 公里。

普光气田投产进展 普光气田受地震影响，其投产时间有一定的延后，主体产能建设一期工程 3 个平台 9 口井将在 2009 年一季度投产，09 年年底之前另外的 15 个平台也将陆续投产。预计在 09 年的产量贡献在 20 亿立方米左右，2010 年的产量贡献在 100 亿立方米左右。

图4：川东北勘探形式



数据来源：招商证券

普光气田预计在 2010 年能够贡献 1 毛钱 根据我们的估计，普光气田在 2010 年的产量在 100 亿立方米左右。按照这样的假设，根据用于居民和化肥生产的天然气涨不涨 4 毛钱的两种情况，我们计算了普光气田对中国石化业绩的影响，从结果来看，普光气田至少能够贡献中国石化 1 毛钱。

包括普光气田的川东北天然气后劲很足 目前中国石化在川东北展开了全面的勘探，按照“整体部署、分步实施”的原则，加快勘探评价步伐，力争实现“一个整体探明、两个整体控制、一个重大突破”勘探目标。一个整体探明：整体探明宣汉～达县区块北部毛坝场～大湾～普光西～普光～老君长兴组～飞仙关组礁滩相白云岩气藏。两个整体控制：整体控制宣汉～达县区块南部和通南巴构造带东北部马路背～黑池梁地区（黑池一井）。一个重大突破：实现元坝区块油气勘探重大突破。在未来几年内，中国石化在川东北的天然气产量和管道运输量完全能够达到 170 亿立方米，中国石化的天然气业务完全能够提供至少 2 毛 5 左右的稳定业绩。

表 1: 100 亿立方米的业绩贡献

元/立方米	民用化肥不调	整体上调
实现价格	1.79	2.07
不含税价格	1.58	1.83
现金操作成本	0.20	0.20
折旧	0.36	0.36
财务费用	0.10	0.10
税前利润	0.92	1.17
亿元		
天然气贡献利润	92	117
硫磺贡献利润	10	10
每股收益(元/股)	0.10	0.12

数据来源: 招商证券

两大因素促进天然气价格机制的理顺 第一是高价的气进口, 目前中国石化和中国石油其天然气的井口价分别仅为 794 元和 718 元每千立方米, 而近期 LNG 的引进项目和西气东输二线签定的价格均远远超出国内的天然气价格, 这些项目在 2010 年后将陆续投入使用, 表明国内天然气价格机制必须尽快理顺; 第二, 天然气是一次能源中价格没有理顺的最后一个。成品油定价新机制和燃油税的出台, 意味着成品油这一块框架性的东西已经构建完毕, 而煤价本来已经市场化, 所以天然气是一次能源中价格没有理顺的最后一个, 未来国家的重心会放在这一块。

表 2: 中国石油最近签订的两个 LNG 项目一览表

项目	Gorgon	Browse
期限	20	15 - 20
供给量(百万吨/年)	1	2 - 3
总价值(十亿美元)	10	29 - 37
价格(美元/百万英热单位)	10	10-12
开始交货日期	2011 +	2012 - 2015

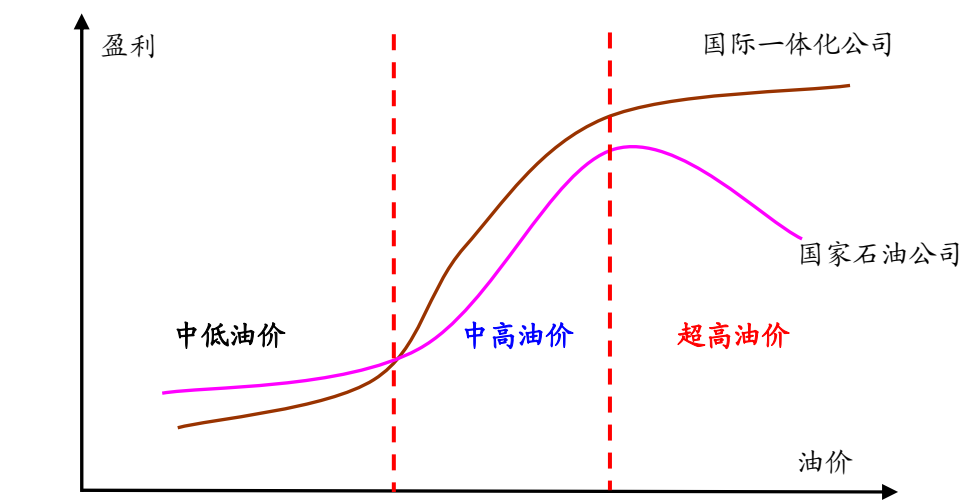
资料来源: 招商证券

09 年民用和化肥用气气价有望调升 在 05 年 12 月 26 日, 发改委发布了《关于改革天然气出厂价格形成机制及近期适当提高天然气出厂价格的通知》, 通知中提出了天然气的定价公式: 天然气出厂基准价格每年调整一次, 调整系数根据原油、LPG 和煤炭价格五年移动平均变化情况, 分别按 40%、20%和 40%加权平均确定, 相邻年度的价格调整幅度最大不超过 8%。05 年以来, 国际原油价格、LPG 和煤炭的价格均经历了大幅上涨, 但天然气价格一直没有动, 只有工业用天然气价格在 07 年 11 月份往上调整过 4 毛钱每立方米, 国内天然气的价格严重低于国际天然气价格, 我们预期 09 年民用和化肥用的天然气价格会上调。

三、油价、业绩与股价

国家石油公司特殊盈利曲线 I 在低油价的时期, 国家石油公司的盈利能力强于国际一体化公司, 随着油价的温和上升, 盈利都出现了上升, 但幅度低于国际一体化公司, 到了超高油价时期, 国家石油公司的利润曲线出现显著的下滑。这就是在上升周期中的国家石油公司盈利曲线 I。

图5: 国家石油公司跟国际一体化公司盈利曲线比较 I



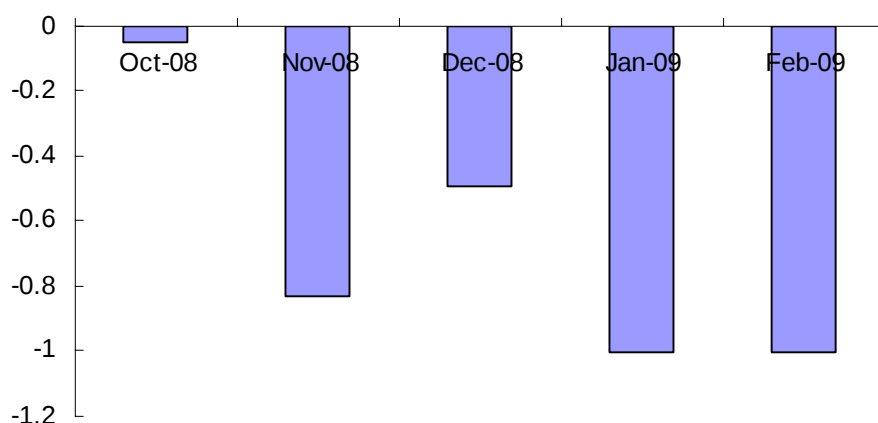
数据来源: 招商证券

油价、业绩与股价 我们的一个判断是, 国际油价在 80 美元/桶以下, 中国石化的业绩与油价之间有较强的正相关关系(虽然个别月份会由于成品油调价存在一定的滞后性有影响)。所以国际原油从低位往上走的时候, 对中国石化的股价是有正面作用的。需要指出的是, 对于原油价格与中国石化业绩的关系, 不能在限定成品油价格不动, 而原油价格上涨这样一个假设来理解。

四、原油去库存化，有望反弹至 50 美元以上

OPEC 加大了减产力度 OPEC 自去年 9 月份以来，累计宣布减少产量为 420 万桶。而从实际执行角度来看的话，去年四季度总共才减产 140 万桶，力度不大。而自 09 年 1 月份以来，OPEC 加大了减产力度，1 月份和 2 月份各减产 100 万桶。预计在 3 月 15 日召开的 OPEC 会议上，还会继续宣布减产 100 万桶。从这些数据来看，OPEC 的减产在得到真正的执行。

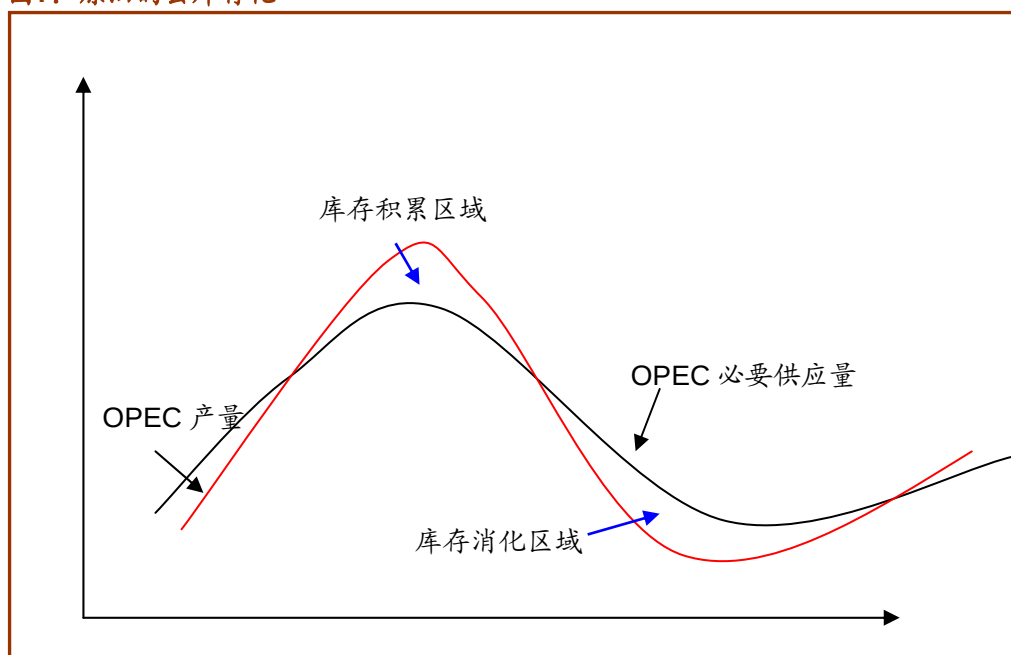
图6: OPEC减产力度



数据来源：招商证券

OPEC 大幅减产促使原油去库存化 正如我们之前在 2 月初的报告《原油价格深度分析报告之二-基于历史和异常指标的原油动态跟踪框架》所作的判断，原油的去库存化从 2 月份开始。从目前的数据来看，2 月份后期至迟不超过三月份，全球石油开始去库存化。

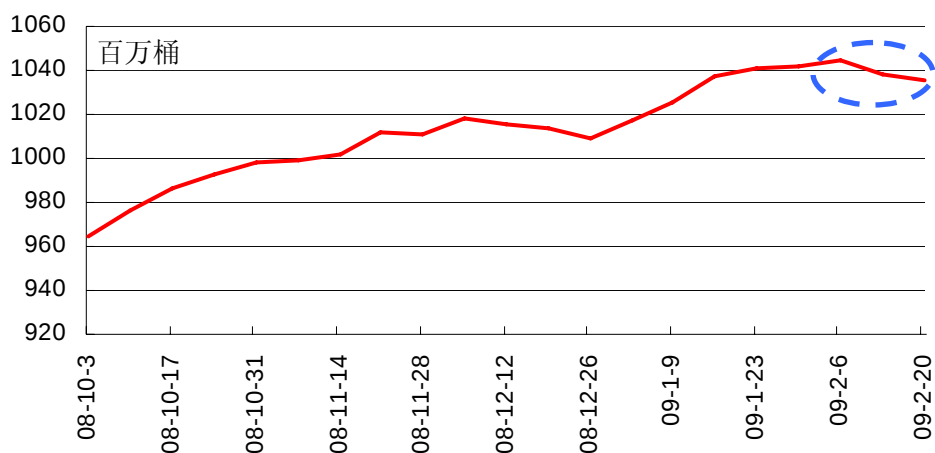
图7: 原油的去库存化



数据来源：招商证券

原油去库存化证据之一 从去年 10 月份开始，美国石油产品总库存一直在增加，在 2 月 6 日达到最大值 1045 百万桶之后，开始逐步回落。

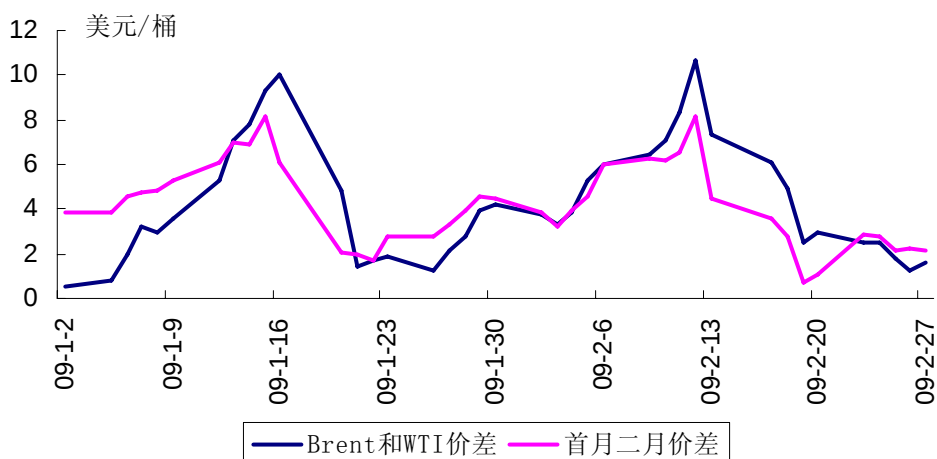
图8：美国石油产品总库存



数据来源：招商证券

原油去库存化证据之二 由于库存的积累，原油市场也出现一些异常的情况，包括 WTI 显著低于 Brent，首月期货显著低于二月期货。并且这些异常值达到了难以用正常的理由去解释它。如 WTI 为何会显著的低于 Brent。但从最新的数据来看，这些指标有了一定的好转，表明原油市场的基本面出现了积极的变化。

图9：价差指标



数据来源：招商证券

原油去库存化，有望反弹至 50 美元以上 我们初步的一个判断是原油进入了去库存化，将带动油价往上突破 50 美元。从下图可以看出，之前油价曾经有过两次反弹，但反弹至 50 美元/桶即回落。这一次由于有去库存化的支撑，我们认为有望反弹至 50 美元以上。但需要支出的是，这次反弹不是需求增长带来的趋势性上涨，而仅仅是去库存化带来的一个反弹。

图10: 去库存化油价有望突破50



数据来源: 招商证券

五、当前形势有利于母公司获取海外资源

当前形势有利于母公司获取海外资源 国际原油价格的暴跌, 对于国内的石油石化而言, 是个难逢的好机会。其一, 收购油气资源的价格大幅降低, 从下图可以看出, 目前桶油探明储量价值从高点的 20 美元下降到了 10 美元左右, 降低了将近一半; 其二, 油价暴跌使部分中小的油气勘探企业陷入困境, 油价的大幅回落和信贷市场的紧缩使得部分中小的油气勘探企业无力支撑油田发展的资本支出, 在这种情况下以合适的价格转让给别人的概率大大增加; 其三, 油价暴跌后来自资源国的障碍大大减少, 在油价高涨的时候在资源国获取资源面临较大的压力, 但如今进入相对容易。

图11: 桶油探明储量价值



数据来源: 招商证券

集团公司现有海外资产约占国内原油储量的 50% 在三大石油公司里面, 中石化集团公司的海外业务起步较晚。2001 年 1 月, 中石化国际石油勘探开发公司(SIPC)的成立, 标志着中国石化走出去战略的全面实施。中石化走出去的战略虽然起步较晚, 但也取得了一定的进展。截至 2007 年年底, 在执行的海外油气资源项目 30 个, 初步形成非洲、

俄罗斯中亚、南美、中东等海外战略重点地区。拥有海外权益探明储量 16.6 亿桶，产量 800 万吨左右。

表 3：中石化集团公司主要海外资产分布

国家	项目	权益探明储量 百万桶	股权比例	投产时间
俄罗斯	乌德穆尔特	496	49%	已生产
安哥拉	深水石油	480	75%	2008
加拿大	Synenco	500	40%	2009
叙利亚	Tanganyika	184		
合计		1660		
中石化现有		3293		
增加潜力		50%		

数据来源：集团公司年报，招商证券

另外几个在谈的项目有伊朗的 Yadavaran 项目、Garmsar 项目和俄罗斯的萨哈林 3 号项目，这些均是巨量级的海外项目，只要其中一个能谈下来，将是中石化集团海外业务的重大突破，如萨哈林 3 号项目，据预测萨哈林-3 号区域的石油储量超过 8 亿吨，天然气储量超过 9000 亿立方米。

六、盈利预测、敏感性分析和投资建议

投资建议：我们预期中国石化 2009、2010 年的每股收益分别为 0.62、0.82 元，其对应的动态市盈率为 13、10 倍。中短期内的目标价为 9.5-10 元，等市场开始关注 2010 年业绩时，其目标价可以相应调整为 12 元。维持“强烈推荐-A”的评级。

股价催化剂：一是一季度业绩预增公告；二是普光气田逐步投产；三是国际油价上涨。

风险因素：一是全球经济加速回落导致成品油和石化全面不景气；二是国际原油价格上涨而国内不上调成品油价格。

表 4：敏感性分析

元/股	原油价格变动一美元	炼油毛利变动一美元
EPS 影响	0.018	0.075

数据来源：招商证券 注：均是假设其他不变动，单一因素变动的结果

表 5：业绩简易查询表

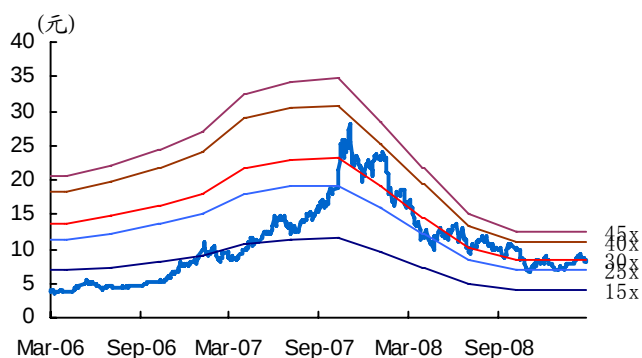
国际原油 价格	上游 EBIT	销售板块 EBIT	销售板块 EBIT	化工 EBIT	公司 EBIT	EPS
美元/桶	亿元	亿元	亿元	亿元	亿元	元/股
60	340.0	300	240	0	880.0	0.75
55	285.0	300	240	0	825.0	0.70
50	220.0	300	240	0	760.0	0.64
45	148.0	300	240	0	688.0	0.58
40	64.0	300	240	0	604.0	0.50
35	-19.0	300	240	0	521.0	0.43

数据来源：招商证券 注：均是近似

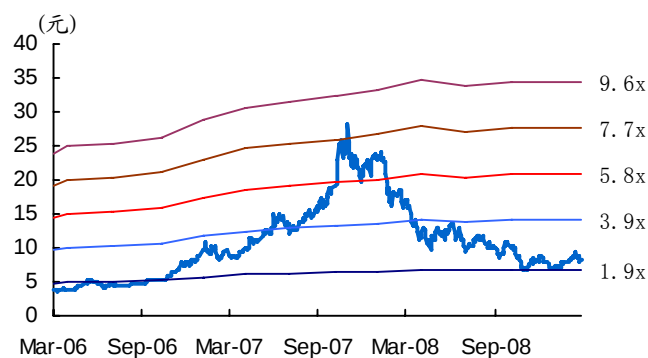
表 6: 中国石化盈利预测表

利润表 (Rmb mn)	2007	2008E	2009E	2010E
部门收入	2,131,989	2,331,260	2,352,685	2,487,370
原油部门	127,910	169,625	95,563	131,088
炼油部门	651,927	654,809	608,896	657,607
营销部门	662,393	743,538	800,788	774,767
化工部门	233,442	261,338	295,294	316,549
公司总部	456,317	501,949	552,144	607,358
减: 部门间抵扣	-958,120	-1,036,442	-977,071	-1,090,184
其他经营收入	35,837	37,148	37,709	38,892
收入合计	1,209,706	1,373,293	1,413,323	1,436,078
经营费用				
销售成本	-983,079	-1,181,432	-1,191,099	-1,176,829
折旧和摊销	-43,315	-44,562	-47,899	-52,629
勘探费用	-11,105	-10,000	-10,000	-10,000
销售/管理/行政费用及其它	-86,343	-110,938	-84,703	-95,395
经营费用合计	-1,123,842	-1,346,932	-1,333,701	-1,334,854
经营收益 (EBIT)				
原油部门	48,766	64,665	20,027	44,320
炼油部门	-10,452	-69,960	37,168	32,676
营销部门	35,727	38,477	23,373	24,626
化工部门	13,306	-5,644	348	1,026
公司总部	-1,483	-1,177	-1,295	-1,424
经营收益合计	85,864	26,361	79,622	101,223
融资成本净额	-8,101	-5,500	-8,500	-8,800
投资收益	1,657	500	1,000	1,000
应占联营合营公司的损益	4,044	2,500	1,800	1,800
除税前正常业务利润	83,464	23,861	73,922	95,223
所得税	-24,722	-1,193	-16,632	-21,425
除税后正常业务利润	58,742	22,668	57,289	73,798
少数股东权益	-2,210	-907	-2,864	-2,214
净利润	54,942	21,347	54,010	71,169
每股收益 (元)	0.63	0.25	0.62	0.82

数据来源: 招商证券

图 12: 中国石化历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 13: 中国石化历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

分析师简介

袁孝锋，复旦大学理学学士、管理学硕士，现为招商证券石油化工行业分析师，获《新财富》2008、2007 年最佳分析师石油化工第二名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。