

袁孝锋 CFA
 021-68407559
 qjuxf@cmschina.com.cn

2009年7月22日

中国石化(600028.SH)/13.38元

更正盈利曲线，双轮驱动增长

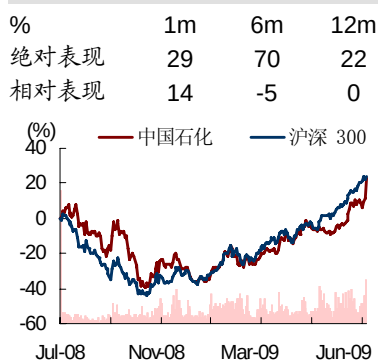
能源·石油石化

强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3297
总股本(万股)	8670244
已上市流通股(万股)	1283415
总市值(亿元)	11601
流通市值(亿元)	1717
每股净资产(MRQ)	3.9
ROE(TTM)	10.0
资产负债率	53.1%
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



相关报告

本文详细分析了中国石化在成品油定价新机制下的盈利曲线，以及集团公司在海外原油资产的分布和普光气田的盈利贡献情况。认为中国石化在当前股价下具有投资价值，维持“强烈推荐 A”的评级。

- **中国石化旧的盈利曲线** 在 80 美元以下，中国石化的业绩随油价上升而上升，而在 80 - 100 美元之间，中国石化的盈利出现剧烈的下降，而随后在 100 - 130 美元之间，又出现上升，在 130 美元以后，又出现剧烈的下跌。
- **更正之后的盈利曲线** 随着更多的信息的出现，我们认为，在遵守成品油定价新机制的情况下，中国石化的盈利曲线应该做出重大的更正。在三地均价 65 美元以上，中国石化的业绩应该能够到 1 块钱以上，并且在过了 80 以后，中国石化的业绩不会出现快速的下滑，仍然保持在较高的水平，而到 100 - 130 以后，则进一步上升。
- **集团公司海外原油资产概况** 目前集团公司在海外的资产已经相当可观，相当于股份公司现有原油产量的 40%，从储量上来看，则是股份公司现有原油储量的 60%。至少 1000-1200 万吨的储量是不存在政治风险的。考虑 1200 万吨原油产量的业绩，在油价 75 美元的情况下，盈利能力应该在 112 个亿，以股份公司的股本衡量，应该在 0.13 元。；
- **明年天然气业务的贡献至少在 6 分钱** 虽然我们下调了 2010 年普光气田的天然气产量，但发改委制定的天然气出厂价价格上调了 3 毛钱，并且已有的 90 亿立方米天然气价格会上调，明年天然气业务的贡献至少在 6 分钱以上。
- **投资建议：**我们把中国石化 09、10 年的业绩调高到了 0.75、0.95 元（国际油价假设是今年 50，明年 75），维持强烈推荐 A 的评级。在成品油定价新机制得以坚守的情况下，石油石化的业绩都会超出市场的预期，维持看好石油石化，更看好石化的观点。
- **风险因素：**CPI 走高导致成品油定价新机制不能坚持。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008	2009E	2010E
主营收入(百万元)	1,071,402	1,209,706	1,502,443	1,309,228	1,365,410
同比增长	30%	13%	24%	-13%	4%
营业利润(百万元)	83,820	85,864	28,124	97,787	119,923
同比增长	23%	2%	-67%	248%	23%
净利润(百万元)	50,664	56,533	29,685	65,017	81,938
同比增长	28%	12%	-47%	119%	26%
每股收益(元)	0.58	0.63	0.34	0.75	0.95
PE	22.9	21.1	39.1	17.8	14.2
PB	4.4	3.8	3.5	3.1	2.7

资料来源：招商证券

正文目录

一、中国石化盈利曲线.....	3
二、集团公司海外资产状况	4
三、普光气田盈利情况.....	5

图表目录

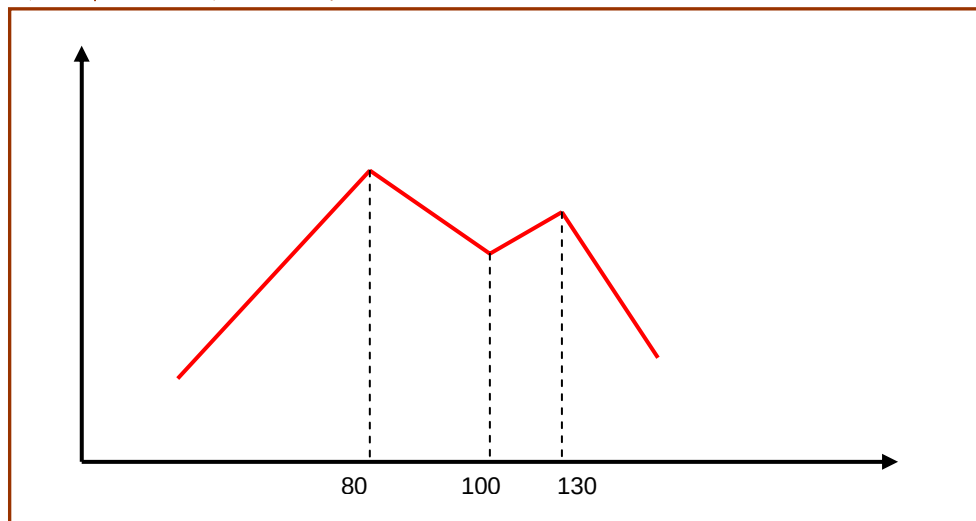
图 1: 中国石化的盈利曲线	3
图 2: 中国石化的盈利曲线	3
图 3: 中国石化母公司海外原油权益产量	4
图 4: 海外原油资产盈利能力的估计	5
图 5: 普光气田产量预测.....	6

表 1: 集团公司海外原油资产跟股份公司对比.....	4
表 2: 集团公司海外原油资产的地理分布.....	5

一、中国石化盈利曲线

中国石化旧的盈利曲线 根据成品油新的定价机制，在 09 年中期策略的时候，我们画出了如下的中国石化的盈利曲线，即在 80 美元以下，中国石化的业绩随油价上升而上升，而在 80 - 100 美元之间，中国石化的盈利出现剧烈的下降，而随后在 100 - 130 美元之间，又出现上升，在 130 美元以后，又出现剧烈的下跌。

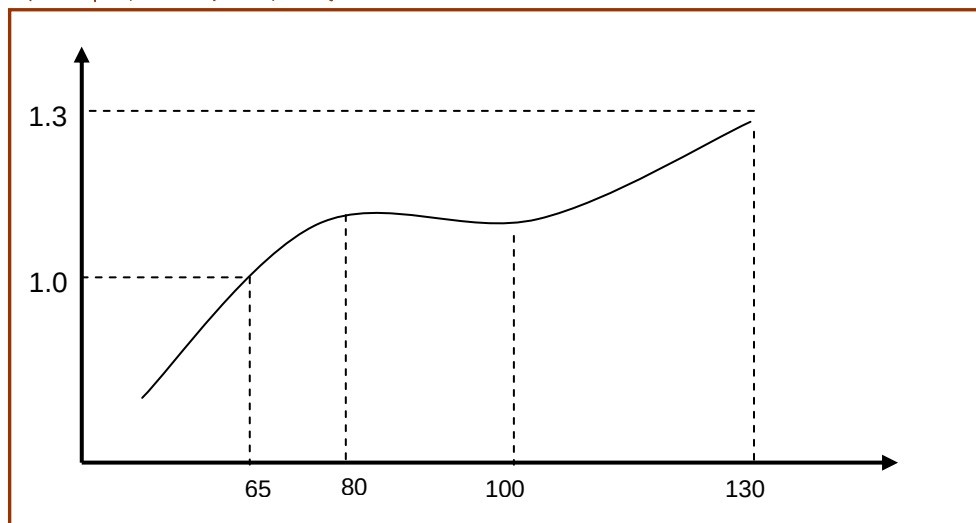
图1: 中国石化的盈利曲线



数据来源：招商证券 注：不考虑化工，此处油价是三地均价

更正之后的盈利曲线 当时画这样的一条曲线，是建立在对成品油定价新机制粗浅的认识基础上的，而随着更多的信息的出现，我们认为，在遵守成品油定价新机制的情况下，中国石化的盈利曲线应该做出重大的更正。在三地均价 65 美元以上，中国石化的业绩应该能够到 1 块钱以上，并且在过了 80 以后，中国石化的业绩不会出现快速的下滑，仍然保持在较高的水平，而到 100 - 130 以后，则进一步上升。

图2: 中国石化的盈利曲线



数据来源：招商证券 注：不考虑化工，此处油价是三地均价

二、集团公司海外资产状况

截至 08 年年底，集团公司海外权益产量为 901 万吨，可采储量是 1.6 亿吨。最近以 72 亿美金并购 addax，addax08 年产量为 700 万吨。2P 储量为 5.4 亿桶。这个公司潜力比较大，还有许多勘探资产，另外在伊拉克的 taq taq 油田，如果政治上没有问题，能顺利接手的话，能在 2011 年做到 800 万吨。

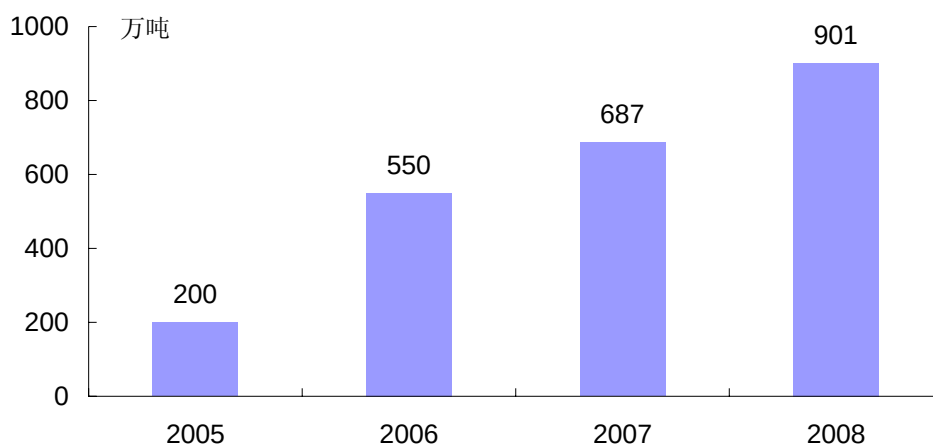
综合集团公司已有海外资产和 Addax 的资产，目前集团公司在海外的资产已经相当可观，相当于股份公司现有原油产量的 40%，从储量上来看，则是股份公司现有原油储量的 60%。

表 1：集团公司海外原油资产跟股份公司对比

	产量	储量
	万吨	百万桶
股份公司	4200	2841
集团公司	1601	1708
已有	901	1168
Addax	700	540
增厚	38.1%	60.1%

数据来源：招商证券

图 3：中国石化母公司海外原油权益产量



数据来源：招商证券

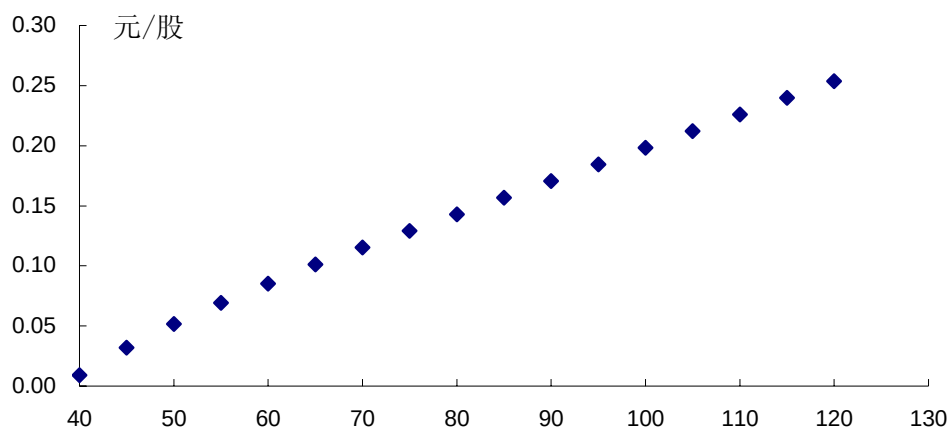
集团公司海外原油资产的地理分布 海外资产的地理分布也是一个很重要的一个变量。如中国石油在苏丹和委内瑞拉的原油资产就很难放到股份公司里面来。表 2 是我们从公开资料找到的集团公司的海外资产分布，没有找到全部 1600 万吨产量具体分布，但已经涵盖了主要的部分。从集团公司海外原油资产的地理分布来看，主要是集中在西非、俄罗斯和南美。从这个地理分布来看的话，至少 1000-1200 万吨的储量是不存在政治风险的。

表 2: 集团公司海外原油资产的地理分布

收购公司	地点	权益产量(万吨)
乌德穆尔特石油公司	俄罗斯	300
恩卡纳石油公司	厄瓜多尔	155
安中石化	安哥拉	大于 100
加拿大 TYK	叙利亚	80
Omimex 石油公司	哥伦比亚	50
加拿大 TYK	叙利亚	80
FIOC 公司	哈萨克斯坦	20
Addax	尼日利亚	500
	加蓬	200

数据来源: 招商证券

集团公司海外资产的盈利情况 集团公司没有单独公布海外原油资产的盈利情况。为了简化起见, 我们假设其盈利能力跟股份公司的原油的盈利能力持平, 考虑 1200 万吨原油产量的业绩, 在油价 75 美元的情况下, 盈利能力应该在 112 个亿, 以股份公司的股本衡量, 应该在 0.13 元。

图 4: 海外原油资产盈利能力的估计


数据来源: 招商证券

三、普光气田盈利情况

产能建设情况 一期 20 亿立方米产能基本建设完成, 即将在四季度投产。二期 80 亿立方米产能建设正在进行, 试气投产作业完成 17 口井, 每口井产能均达到或超过设计标准; 地面集输工程酸气管道基本焊接完毕, 4 座集气站可在近期实现中交; 净化厂第二、三联合装置工程基本完工, 第四、五、六联合装置建设完成总体形象进度 85%, 将于近期完成大部分焊接工作, 努力为首期产能试车投产创造条件。

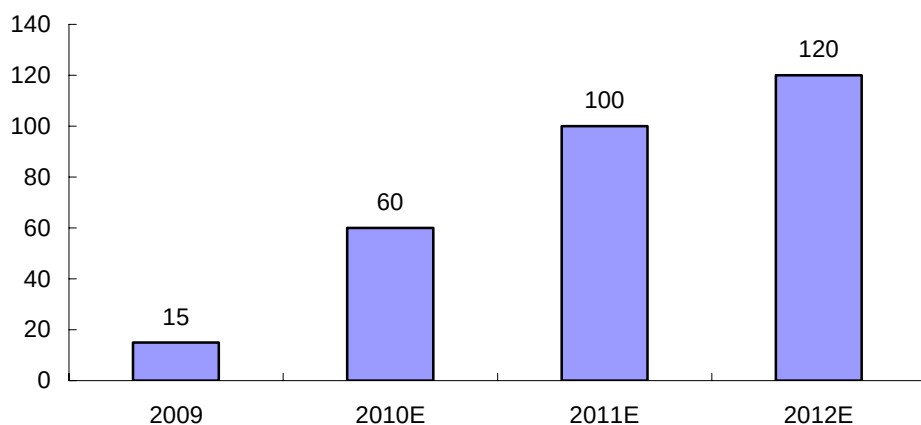
未来四年产量预测情况 我们预期 09、10、11 和 12 年普光气田的产量分别为 15、60、100 和 120 亿立方米, 其中对于 2010 年普光气田的产量我们下调了 20 亿立方米。

天然气价格定价超预期 国家发改委日前下发的《关于川气东送天然气价格有关问题的通知》说, 川气东送天然气出厂基准价格定为每立方米 1.28 元, 具体出厂价格由供需

双方在上下 10% 的浮动范围内协商确定。这一价格超出了我们此前的预期，此前川气东送的出厂价格基准为每立方米 0.98 元，而此次价格则上调了 3 毛钱。

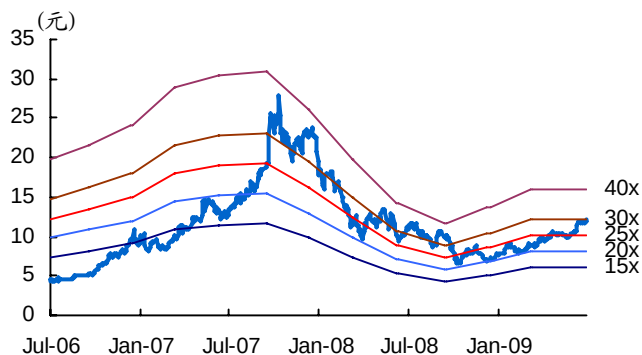
明年天然气业务的贡献至少在 6 分钱 虽然我们下调了 2010 年普光气田的天然气产量，但发改委制定的天然气出厂价价格上调了 3 毛钱，并且已有的 90 亿立方米天然气价格会上调，明年天然气业务的贡献至少在 6 分钱以上。

图5：普光气田产量预测



数据来源：招商证券

图 6：中国石化历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 7：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

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

免责条款

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。