

中国石化 600028.SS

中国石化盈利影响因素系列分析报告 I ——原油价格

研究结论

- 进入 20 世纪，以中国、印度为代表的新兴经济体对原油需求快速增长，对于供给相对集中的能源来讲，高基数基础上的增量对价格的边际拉动效果更加明显。90 年代原油价格均衡在 20 美元/桶左右，经过本轮需求的增长，再考虑美元较世纪初贬值近 35%，长期原油均衡价格跃上新的台阶是毫无疑问的。我们预计未来 1 年原油价格的波动区间在 60-80 美元/桶之间
- 中国石化拥有油气开采、炼油、销售、化工四个业务板块，如果将炼油、销售和化工视为加工流通环节，根据市场供求关系赚取合理的中间环节利润的话，那么原油和天然气价格对中国石化业绩的影响主要体现在油气开采板块
- 考虑到普光气田 2010 年逐渐供应商业气量，中国石化未来 1-2 年油气销量预计在 3.75 亿桶左右，较 2003 年增长 30% 以上。如果未来集团公司海外油气资产逐渐注入股份公司，那么股份公司油气年产量还将有 20% 以上的增长
- 在国际原油价格运行区间 60-80 美元/桶时，中国石化油气开采板块的 EBIT 在 298 亿-597 亿，平均盈利水平 448 亿，而 2003 年以前，当原油价格在 30 美元/桶以下的交易区间运行时，中国石化该板块的 EBIT 通常在 200 亿以下。也就是说，如果未来几年原油价格跃上 60-80 美元/桶的新台阶，那么中国石化油气开采板块的 EBIT 将提高 100 亿-300 亿，折合每股收益提高 0.09-0.26 元。可见，原油价格交易区间的提高大幅提升了中国石化油气开采板块的盈利能力
- 油气价格跃上新的台阶以及今年 5 月推出的新油品定价机制使得中国石化的盈利能力较前几年有了本质的提升(新油品定价机制对中国石化盈利能力的影响见我们系列分析报告 II)，我们预计中国石化今明两年的业绩分别为 0.73 元/股和 0.82 元/股，目前动态市盈率 17.5 倍和 15.6 倍，维持买入的投资评级
- **股价表现的催化剂：**集团资产置入的预期，天然气价格上调的预期，可分离交易的权证行权日期临近
- **风险因素：**当国际原油价格大幅飙升而新的成品油定价机制不能很好贯彻时，炼油板块盈利仍然可能低于预期，从而拖累公司业绩



东方证券
ORIENT SECURITIES

王 晶

石油与化工行业首席分析师

8621-63325888 × 6072

wangjing@orientsec.com.cn

投资评级

买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 12 月 21 日)

12.9 元

目标价格 (6 个月)

16.2 元

总股本/A 股 (亿股)

867/699

A 股市值 (亿元)

8947

国家/地区

中国

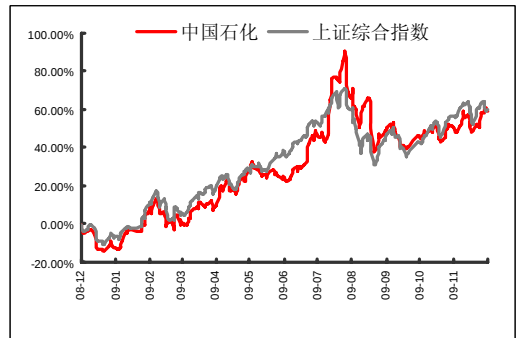
行业

石油化工

报告日期

2009 年 12 月 21 日

股价表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

9

13

59

相对表现 (%)

-5

-3

-1

资料来源: WIND

财务预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1452101	1363716	1567032	1802087
营业利润 (百)	-26066	35613	38901	51150
净利润 (百万)	26115	53048	59308	67230
EBITDA (百万)	28510	98950	121018	152591
每股收益 (元)	0.34	0.73	0.82	0.93
净资产收益率	9.0%	17.1%	16.7%	16.5%
每股经营现金	0.86	1.24	1.57	1.89
市盈率(X)	37.6	17.5	15.6	13.8
EV/EBITDA(X)	46	13	11	9

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

1. 需求导致原油均衡价格跃上新台阶

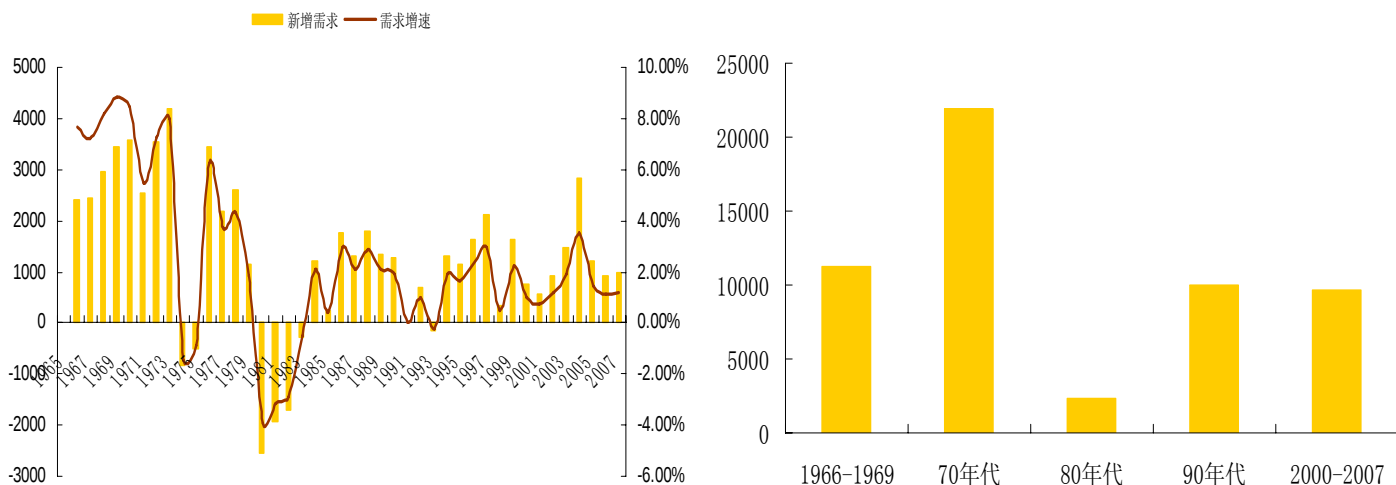
我们在今年年初的策略报告《景气下滑、突出防御》中详细对影响原油价格的各个因素进行了详细的梳理，研究显示，由于能源供给长期较为刚性，因此需求在原油定价中的作用显得更加重要，是仅次于政治博弈的重要因素之一。

回顾历史，二战后原油价格经历了 5 次比较明显的上涨，除去期间中东战争、伊朗革命、两伊战争等地缘政治因素以外，六、七十年代战后经济的全面崛起，尤其是日本经济的崛起和重化工业进程深化导致的原油需求激增是原油价格跃上新台阶的驱动因素，即便以石油危机后油价回落的低点（1986 年，14 美元/桶）衡量，仍然较 60 年代上涨了近 7 倍。

进入 20 世纪，以中国、印度为代表的新兴经济体对原油需求快速增长，对于供给相对集中的能源来讲，高基数基础上的增量对价格的边际拉动效果更加明显。90 年代原油价格均衡在 20 美元/桶左右，经过本轮需求的增长，再考虑美元较世纪初贬值近 65%，长期原油均衡价格跃上新的台阶是毫无疑问的。我们预计未来 1 年原油价格的波动区间在 60—80 美元/桶之间。

图 1 世界原油消费增长情况（单位：千桶/天）

图 2 分阶段消费增长情况



来源：BP 石油统计

图 3 不同国家石油需求净增加（千桶/天）

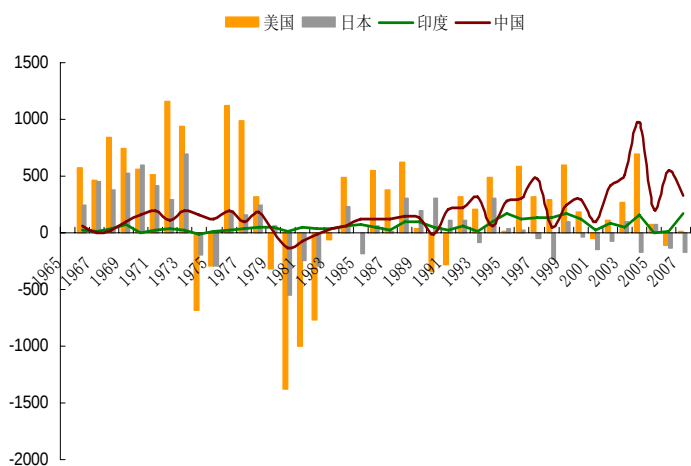
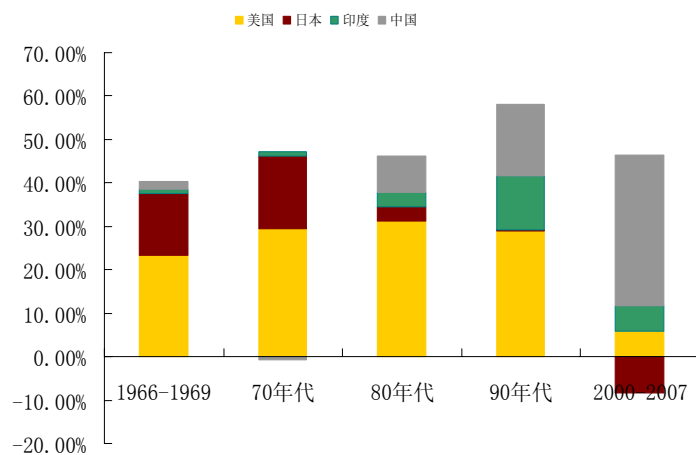
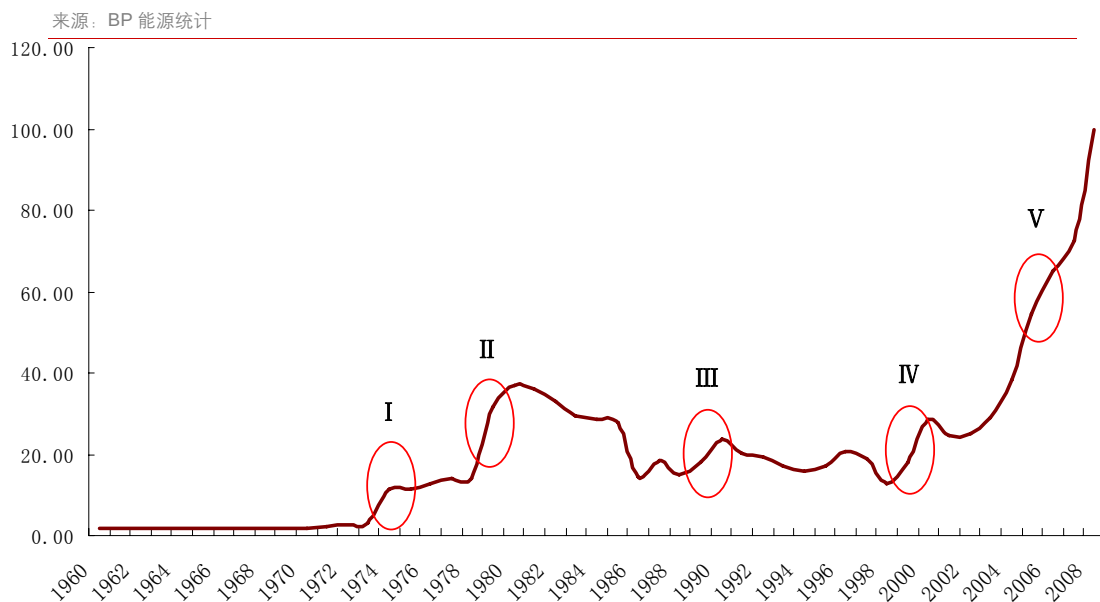


图 4 不同国家在全球净增加中的比重（%）



来源：BP 能源统计，东方证券

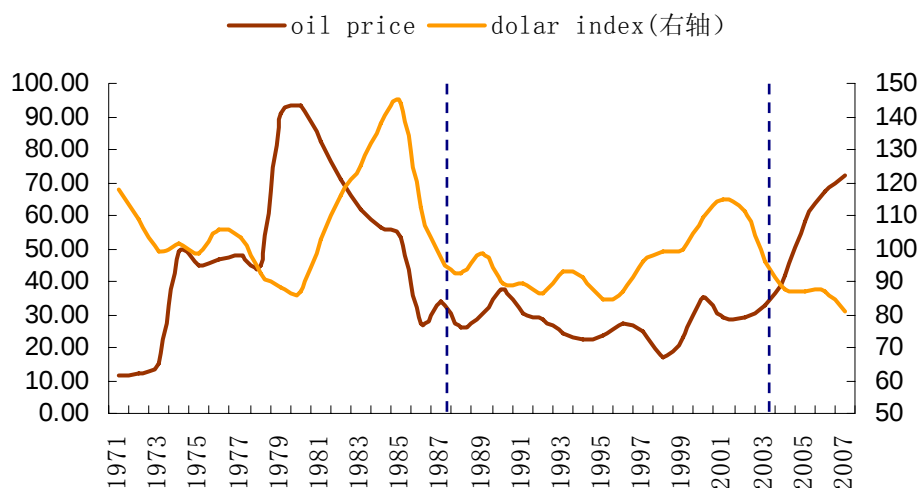
图 5 国际原油价格历史走势



2. 美元汇率抑制短期上涨幅度

近期美元价格反弹明显，我们倾向于认为，随着美国经济逐渐恢复，美联储将逐渐启动加息，美元汇率将结束近 9 年的漫漫熊途，进入上升通道，疲弱的美元在推动油价上涨方面的作用将减小。结合国际原油需求的逐渐恢复，我们认为，与今年单边上扬的大趋势不同，明年国际原油价格将更多地呈现震荡盘整格局，均衡价格略高于今年。

图 6 原油价格与美元指数走势



来源：东方证券

3. 天然气价格上涨大势所趋

金融危机以来，国际天然气价格持续低迷，我们认为，天然气价格的低迷主要是由于工业需求大幅减少所致，而供给量并没有下降，导致美国地下库存高企，连创历史新高，而天然气现货价格则受此影响屡创新低；同时较弱的金融属性使天然气价格长时间落后于原油的走势，天然气—原油等热值价格比仅在 0.3 左右，处于近 20 年以来的历史低位。

目前，国际经济复苏形式日趋明朗，经济复苏预期明朗化有望带动天然气价格补涨，提高天然气—原油等热值价格比至 0.4—0.5 区间；而且我们认为，宏观经济的好转有望带动美国工业需求明显回升，明年国际工业天然气价格高点有望回升到 7 美元/MMBtu 以上。

作为清洁能源的天然气，近几年在国内的消费呈快速增长势头，年均增速高达 15%。据统计，我国 2008 年进口天然气 46 亿立方，首次成为天然气净进口国，进口量占消费的比重 5.7%。2010 年西气东输二线将逐渐投入使用，2012 年预计输气量将达 300 亿方，与西气东输一线以新疆当地天然气作为气源不同，二线的气源将主要来自于土库曼斯坦、哈萨克斯坦等中亚国家，国内气源仅作为补充，加之目前中国石油企业与国外公司签署的液化天然气进口量每年多达 1000 万吨，可以预见，未来 2—3 年国内天然气消费的进口比例会逐渐增加，预计 2012 年进口量将占国内消费的 20%。

目前国内的天然气多价格并存，局面较为混乱，长期来看，国内天然气价格面临理顺的压力，在进口气量逐渐增加的情况下，进口气价、尤其是中亚国家的进口气价无疑是必须参照的标准。发改委前久核定的川气东送井口气价 1.28 元/立方米（上下浮动 10%），较目前的中石化平均实现气价高 20%。我们预计，未来 1 年天然气价格面临逐渐上调的压力，调价幅度在 0.20—0.40 元/立方米之间。

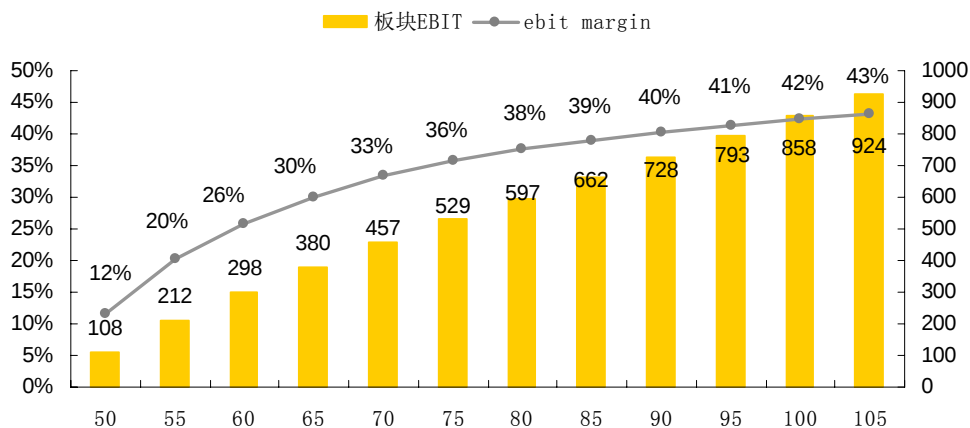
4. 中国石化油气开采板块盈利大幅提高

上游油气开采板块的盈利能力直接与国际能源价格密切相关。

中国石化近几年油气产量稳步增长，算上普光气田 2010 年逐渐供应商业气量，中国石化未来 1—2 年油气销量预计在 3.75 亿桶左右，较 2003 年增长 30% 以上。考虑到集团公司海外油气资产注入的可能性，未来股份公司油气年产量还将有 20% 以上的增长。

中国石化目前油气开采板块的桶油完全成本 32.5 美元（不含石油特别权益金），不同原油价格假设下油气开采板块的 EBIT 及 EBIT margin 如图。在国际原油价格运行区间 60—80 美元/桶时，中国石化油气开采板块的 EBIT 在 298 亿—597 亿，平均盈利水平 448 亿，而 2003 年以前，当原油价格在 30 美元/桶以下的交易区间运行时，中国石化该板块的 EBIT 通常在 200 亿以下。也就是说，如果未来几年原油价格跃上 60—80 美元/桶的新台阶，那么中国石化油气开采板块的 EBIT 将提高 100 亿—300 亿，折合每股收益提高 0.09—0.26 元。可见，原油价格交易区间的提高大幅提高了中国石化油气开采板块的盈利能力。

图 7 不同原油价格下中国石化油气开采板块 EBIT（亿元）及 EBIT margin



来源：东方证券研究院

附表：中国石化三表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	148007	136521	158357	181697	营业收入	1452101	1363716	1567032	1802087
现金	7700	7231	8309	9556	营业成本及税金	1326783	1213840	1414490	1621878
应收账款	12989	12198	14017	16120	营业税金及附加	56799	0	0	0
其它应收款	20520	19271	22144	25466	营业费用	24967	30002	34475	39646
预付账款	7597	6950	8099	9287	管理费用	40917	42275	48578	55865
存货	95255	87146	101552	116441	财务费用	8723	11348	14952	17911
其他	3946	3723	4236	4828	资产减值损失	16617	16617	16617	16617
非流动资产	604228	691040	771869	849040	公允价值变动收				
长期投资	28705	28705	28705	28705	益	3969	-15000	0	0
固定资产	403265	488356	569145	645676	投资净收益	980	980	980	980
无形资产	15965	15857	15749	15641	营业利润	-26066	35613	38901	51150
其他	156293	158122	158270	159018	营业外收入	51391	36537	41488	39838
资产总计	752235	827561	930226	1030737	营业外支出	1099	1419	1312	1348
流动负债	258233	308773	374276	431671	利润总额	24226	70731	79077	89640
短期借款	63972	121071	172233	213041	所得税	-1889	17683	19769	22410
应付账款	56667	51843	60413	69271	净利润	26115	53048	59308	67230
其他	137594	135859	141630	149359	少数股东损益	-3574	-10435	-11666	-13224
非流动负债	143056	137596	132137	126677	母公司净利润	29689	63483	70974	80454
长期借款	64937	59477	54018	48558	EBITDA	28510	98950	121018	152591
其他	78119	78119	78119	78119	EPS (元)	0.34	0.73	0.82	0.93
负债合计	401289	446369	506413	558348	主要财务比率				
少数股东权益	20866	10431	-1235	-14459	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	86702	86702	86702	86702	成长能力				
资本公积	38518	38518	38518	38518	营业收入	20.5%	-6.1%	14.9%	15.0%
留存收益	204860	260540	314828	376628	营业利润	-133.1%	36.6%	9.2%	31.5%
归属母公司股东					归属于母公司净利				
权益合计	330080	370760	425048	486848	润	-47.5%	113.8%	11.8%	13.4%
负债和股东权益	752235	827561	930226	1030737	获利能力				
现金流量表					毛利率	8.6%	11.0%	9.7%	10.0%
					净利率	2.0%	4.7%	4.5%	4.5%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	9.0%	17.1%	16.7%	16.5%
经营活动现金流	74883	107274	136277	164279	ROIC	-3.3%	7.8%	7.8%	9.0%
净利润	26115	53048	59308	67230	偿债能力				
折旧摊销	45853	51989	67165	83530	资产负债率	53.3%	53.9%	54.4%	54.2%

财务费用	8723	11348	14952	17911	净负债比率				
投资损失	-980	-980	-980	-980	流动比率	0.57	0.44	0.42	0.42
营运资金变动	-18750	4807	-9180	-8422	速动比率	0.17	0.13	0.13	0.13
其它	13922	-12938	5012	5010	营运能力				
投资活动现金流	-106250	-140231	-149264	-161815	总资产周转率	1.97	1.73	1.78	1.84
资本支出	108575	140478	149511	162062	应收账款周转率	70	92	101	101
长期投资	-1723	0	0	0	应付账款周转率	17.72	22.37	25.20	25.01
其他	602	247	247	247	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	30698	32488	14065	-1217	每股收益	0.34	0.73	0.82	0.93
短期借款	27018	57099	51162	40808	每股经营现金流	0.86	1.24	1.57	1.89
长期借款	-12771	-5460	-5460	-5460	每股净资产	3.81	4.28	4.90	5.62
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	127	0	0	0	P/E	37.38	17.48	15.64	13.79
其他	16324	-19151	-31637	-36565	P/B	3.36	2.99	2.61	2.28
现金净增加额	-748	-469	1078	1246	EV/EBITDA	46	13	11	9

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

王晶：石油与化工行业首席分析师

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

— 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

— 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

— 行业投资评级的量化标准

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn