

走出“政策困境”

--石化行业2009年投资策略

邓勇 海通证券研究所

石化行业核心分析师

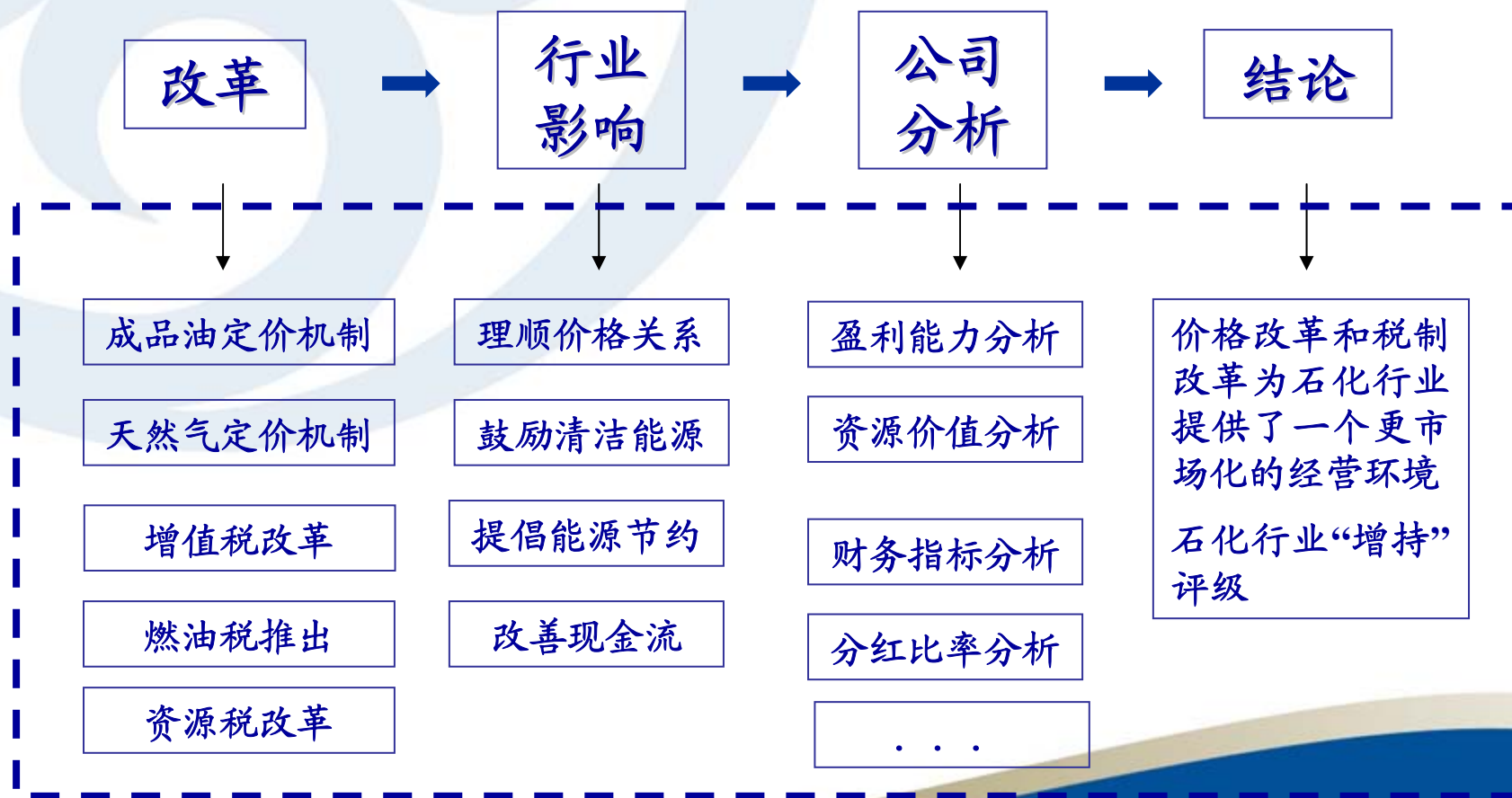
2008年11月27日



2009年我们主要关注

- 能源价格改革（成品油、天然气）
- 税制改革（增值税、燃油税、资源税）
- 天然气业务将成为亮点
- 石化集团资产整合

报告的主线与逻辑:



结论

- 价格改革。

成品油、天然气价格的理顺将有助于石化行业炼油业务盈利正常化，从而改变连年亏损的局面；另外天然气价格提升也有助于油气开采业务盈利的增长。

- 税制改革。

增值税、燃油税、资源税改革则为石化行业提供了一个更为市场化的经营环境，有利于参与国际竞争；另外也有助于能源的节约。

- 石化行业“增持”投资评级。

在全球石化行业业绩下滑的背景下，走出“政策困境”的我国石化行业2009年的盈利预计将明显上涨，我们维持对石化行业“增持”的投资评级。

1.能源价格改革

成品油价格有望理顺。原油价格的回落，使国内炼油行业获得了不错的发展良机。目前我国成品油零售价要比纽约市场零售价高1000-2000元/吨。

图 中美汽油零售价差 (元/吨)

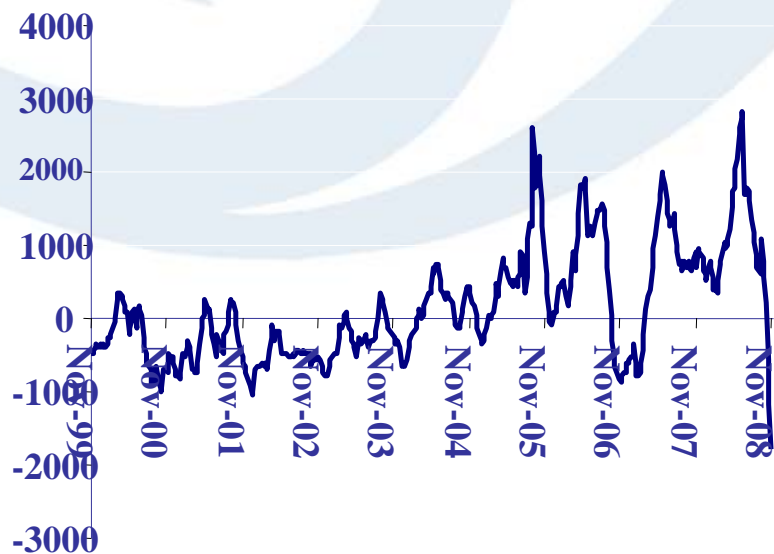
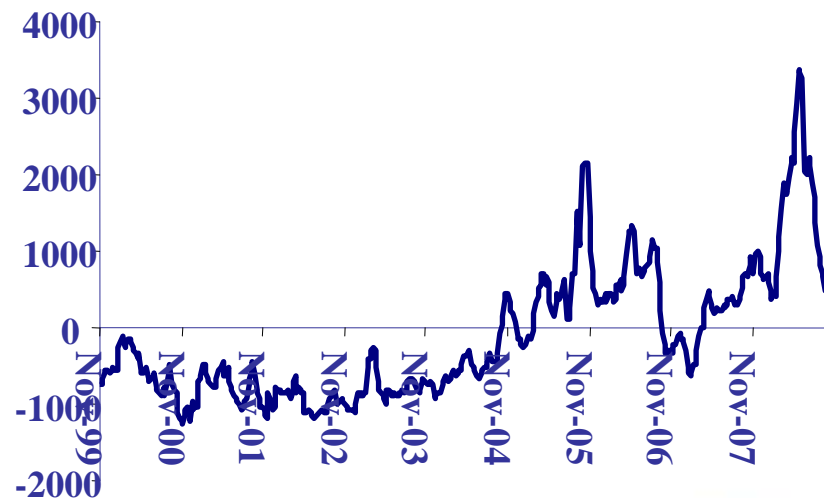


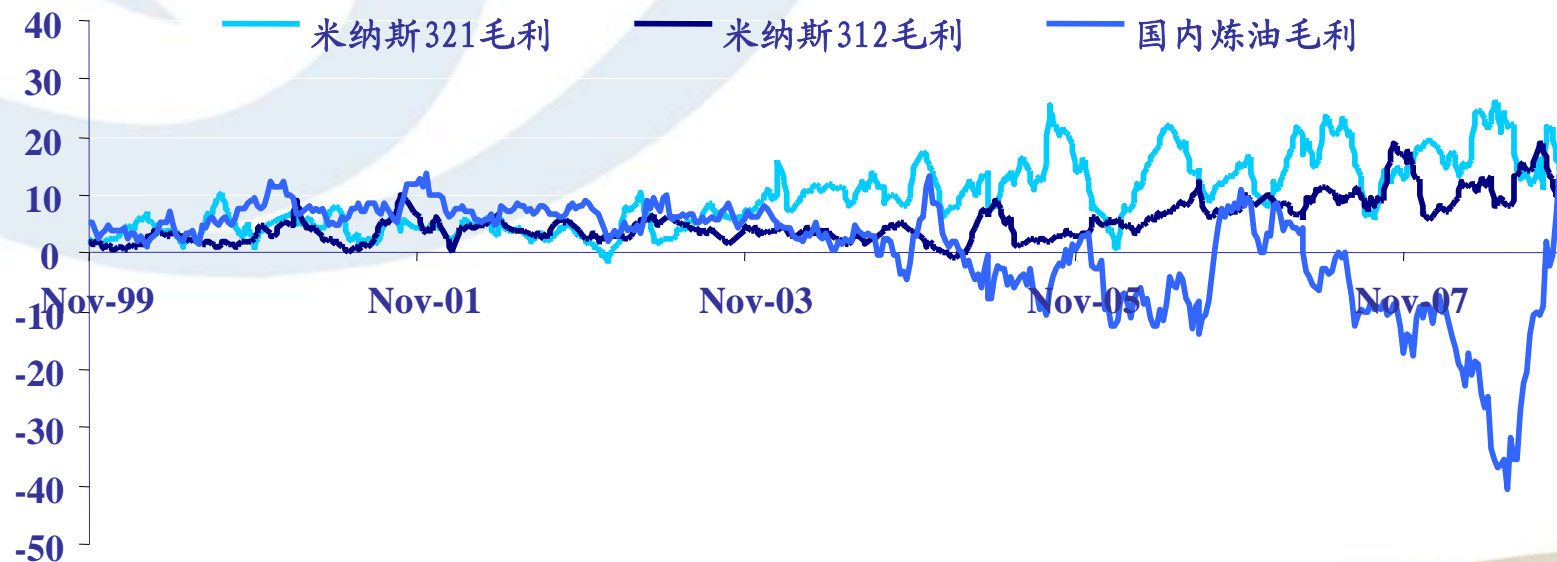
图 中美柴油零售价差 (元/吨)



1.能源价格改革

目前国内炼油毛利在25美元/桶左右。原油大幅回落，而成品油价格并未调整，从而使得目前国内炼油毛利要高于国际平均炼油毛利水平。

图 国内外炼油毛利比较（美元/桶）



1.能源价格改革

天然气价格仍将继续上涨。在大力发展清洁能源的推动下，天然气在我国能源消费结构中的比重将由目前的3%上升至5%以上(2010年)。为鼓励天然气产业的发展，提高气价势在必行。

表 石油、天然气、煤炭价格比较（以石油为基础）

	石油	天然气	煤炭
国内	1.00	0.49	0.59
国际	1.00	0.71	0.47

2.走出“政策困境”

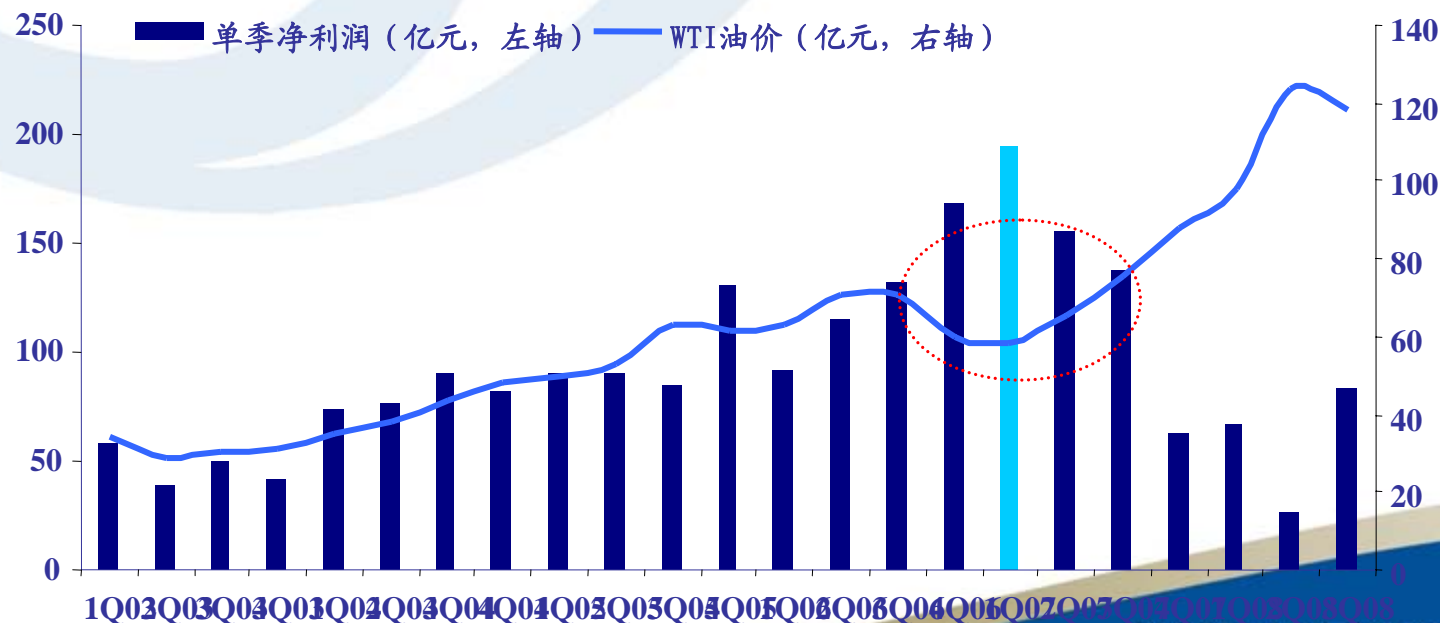
- 从11月起，国内炼油行业的盈利情况相当不错。
- 目前是推出成品油定价机制的最佳时机。
- 成品油价格的理顺将有助于石化公司盈利的增长。以中国石化2007年第一季度的业绩为例，当季国内炼油毛利为15.85美元/桶，与国际炼油毛利持平，当季度中国石化实现每股收益0.22元。
- 2009年，走出政策困境的石化企业，其盈利将显著增长。

2.走出“政策困境”

由于中国石化2007年第一季度各项业务的经营情况与国际平均水平一致，我们以1Q07的经营情况作为未来业绩预测的参照基础。

1Q07，WTI原油均价58.09美元/桶，中国石化实现EPS0.22元。

图 中国石化单季度净利润



全球金融动荡与经济调整下的中国资本市场
海通证券2009年投资策略报告会

2.走出“政策困境”

图 原油、成品油价格与炼油毛利

	WTI原油 (美元/桶)	米纳斯炼油毛利 (美元/桶)	国内炼油毛利 (美元/桶)	国内柴油价格 (元/吨)	国内汽油价格 (元/吨)
1Q06	63.34	6.50	-1.68	4402	5004
2Q06	70.51	18.35	-0.05	4732	5427
3Q06	70.48	12.05	2.93	5040	5735
4Q06	59.96	13.26	18.70	5040	5735
1Q07	58.09	15.28	15.85	5040	5532
2Q07	64.95	19.73	6.32	5040	5515
3Q07	75.24	11.59	-1.34	5040	5515
4Q07	88.00	15.52	-4.03	5361	5836
1Q08	97.86	16.50	-6.64	5540	6015
2Q08	123.80	22.65	-25.95	5694	6169
3Q08	118.23	15.60	-4.38	6540	7015

2.走出“政策困境”

目前国内炼油毛利在25美元/桶左右。在目前油价水平下，即使成品油下调1000元/吨，国内炼油毛利仍达到15美元/桶以上，与国际炼油毛利持平。

表 国内炼油毛利的敏感性分析（美元/桶）

		成品油价格调整（元/吨）						
		-1000	-600	-200	0	200	600	1000
原油价格 (美元/ 桶)	40	28.49	32.62	36.75	38.81	40.88	45.01	49.14
	45	24.49	28.62	32.75	34.81	36.88	41.01	45.14
	50	20.49	24.62	28.75	30.81	32.88	37.01	41.14
	55	16.49	20.62	24.75	26.81	28.88	33.01	37.14
	60	12.49	16.62	20.75	22.81	24.88	29.01	33.14
	65	8.49	12.62	16.75	18.81	20.88	25.01	29.14
	70	4.49	8.62	12.75	14.81	16.88	21.01	25.14

2.走出“政策困境”

即使按照今年上半年的成本，2009年公司勘探与开采业务的毛利率仍有望保持在55%左右。

表 中国石化勘探与开采业务毛利率测算（美元/桶）

	2006	2007	1H07	1H08	估算1	估算2	估算3
原油平均销售价格	43.79	52.50	55.33	82.38	50.00	60.00	70.00
油气现金操作成本	8.02	8.54	10.74	11.64	11.00	11.00	11.00
特别收益金	0.00	3.67	5.16	15.36	2.25	5.50	9.50
折旧、耗减及摊销	4.87	5.61	8.38	8.85	8.50	8.50	8.50
其他税金及附加	0.94	1.03	1.06	1.34	1.20	1.20	1.20
其他费用	2.33	-1.64	-0.91	-0.24	0	0	0
毛利	27.64	35.29	30.90	45.44	27.05	33.80	39.80
毛利率（%）	63.12	67.22	55.85	55.16	54.10	56.33	56.86

2.走出“政策困境”

与1Q07相比，勘探、炼油及销售业务盈利变化不大或有提升，化工业务虽然下降，但对利润影响较小。

表 石化公司各项业务分析（与2007年第一季度比较）

	1Q07	2009年各季度
勘探开采业务	原油均价58美元/桶，该业务毛利率55%	在原油价格60-75美元/桶，现金操作成本及折旧维持1H08的水平，毛利率仍有望达到55%
炼油业务	国内炼油毛利达到15美元/桶，与米纳斯炼油毛利持平，该项业务盈利为近年来的最好水平	目前国内炼油毛利为25美元/桶，及时考虑调价因素，炼油毛利仍有望达到15美元/桶
营销与分销业务	盈利相对稳定	不会有太大变化
化工业务	盈利不错，但在利润中的占比不高，中国石化（16%）；中国石油（5%）	该项业务盈利能力明显下降

2.走出“政策困境”

- 在原油均价为60-75美元/桶的区间范围内，石化公司2009年的业绩同比将有较大幅度增长。

- 中国石化业绩估算（与1Q07相比）：勘探业务持平（或提升）；炼油业务持平（或提升）；营销业务持平；化工业务下降（占比小，1Q07净利润贡献为0.04元）

单季业绩至少在0.18元

- 中国石油业绩估算（与1H07相比）：勘探业务持平（或提升）；炼油业务持平（或提升）；营销业务持平；化工业务下降（占比小，1Q07净利润贡献为0.02元）

半年度业绩至少在0.40元

3.税制改革-增值税

预计将于2009年推行的增值税改革（由生产型改为消费型），将使两市固定资产投资最大的石化公司受益。

表 增值税改革对两大石化公司的影响（乐观估计）

	每股收益变动		每股经营性现金流变动	
	中国石化	中国石油	中国石化	中国石油
2009	0.03	0.02	0.23	0.18
2010	0.05	0.04	0.22	0.17
2011	0.06	0.05	0.22	0.17

3.税制改革-燃油税

- 根据之前的方案燃油税出台将取代养路费，但我们预计高速公路通行费暂不会取消。
- 燃油税的开征并不会对国内成品油消费造成不利影响，另外燃油税的代扣代缴有望增加石化公司日常流动资金。

海南燃油附加费：

- 目前海南汽油价格为7.56元/升（93#）；7.99元/升（97#）
- 汽油征收的燃油附加费1.42元/升
- 燃油附加费中公路养路费、通行费（含过路费、过桥费）和公路运输管理费占比例分别为60%、34.7%和5.3%

3.税制改革-燃油税

2002年以来，成品油价格上涨的同时，国内成品油表观消费量也呈上升势头，并未受到影响。

表 增值税改革对两大石化公司的影响（乐观估计）

		2002	2003	2004	2005	2006	2007	3Q08
汽油	表观消费量（万吨）	3709	4016	4697	4842	5248	5548	4726
	同比（%）	3.96	8.27	16.96	3.09	8.37	5.71	15.79
	单价（元/吨）	3308	3654	4076	4720	5475	5604	6400
	同比（%）	-2.03	10.43	11.57	15.79	16.01	2.35	15.94
柴油	表观消费量（万吨）	7597	8374	10313	10968	11646	12455	10615
	同比（%）	1.85	10.22	23.16	6.35	6.19	6.95	15.82
	单价（元/吨）	2991	3256	3611	4129	4803	5125	5924
	同比（%）	-1.57	8.84	10.92	14.35	16.32	6.69	17.54

3. 税制改革-资源税

- 资源税改革的核心在于从量税改为从价税
- 在目前资源税政策下，原油按每吨征收8-30元的资源税；天然气按每千立方米征收2-15元的资源税。
- 实行资源税改革后，将按照原油销售额的一定百分比征收资源税。我们初步预计这一比例在5%-10%左右。
- 资源税改革并不会大幅增加原油勘探业务的成本。我们预计在资源税改为从价征收后，特别收益金政策也将相应调整。

3. 税制改革-资源税

资源税推出后，油气开采企业的税负水平不应超过现有税负水平。

表 资源税与特别收益金比较分析（美元/桶）

原油实现价格	40.00	50.00	60.00	70.00	80.00
资源税					
税率10%	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00
税率5%	2.00	2.50	3.00	3.50	4.00
特别收益金减少					
起征点上调	0.00	0.00	2.25	5.50	9.50
起征点不变	0.00	2.25	5.50	9.50	13.50

4. 中国石油投资价值分析



- 全球油气储量最丰富的上市公司之一
- “资源+资产”价值13.22元
- 业绩稳定：过去3年净利润稳定在1300亿元
- 分红收益率在3%以上
- 给予“买入”投资评级

表 中国石油业绩预测

	2007	2008E	2009E
EPS (元)	0.75	0.68	0.87
PE	15.47	17.06	13.33

注：PE按照11月20日收盘价计算

5.中国石化投资价值分析



- 我国及亚洲最大的炼油企业
- 2009年炼油业务扭亏为盈
- 海外油田注入预期
- 给予“谨慎买入”投资评级

表 中国石化业绩预测

	2007	2008E	2009E
EPS (元)	0.63	0.35	0.71
PE	13.38	24.09	11.87

注：PE按照11月20日收盘价计算

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；
中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

谢谢！ 欢迎交流！

海通证券研究所石化行业分析师

邓 勇

电 话：021-23219404

E-mail: dengyong@htsec.com