

石油加工

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 宋哲建

S0960207090131

0755-82026810

songzhejian@cjis.cn

6-12个月目标价: 10元

当前股价: 7.34元

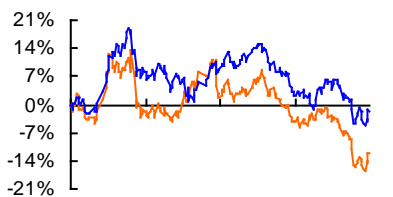
评级调整: 维持

基本资料

| | |
|-----------|---------|
| 上证综合指数 | 2612.19 |
| 总股本(百万) | 86703 |
| 流通股本(百万) | 86703 |
| 流通市值(亿) | 6364 |
| EPS (TTM) | 0.87 |
| 每股净资产(元) | 5.22 |
| 资产负债率 | 54.1% |

股价表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|--------|-------|-------|--------|
| 中国石化 | -5.53 | -6.76 | -11.94 |
| 上证综合指数 | -3.36 | -4.54 | -9.25 |



2010/8 2010/11 2011/2 2011/5
— 中国石化 — 上证综合指数

相关报告

- 《中国石化-攻守兼备, 可进可退, 静待石化周期上行》2011-8-16
- 《中国石化-大幅计提资产减值, 未来关注成品油调价》2011-3-28
- 《中国石化-全年经营数据公布, 重点在中下游》2011-1-20

中国石化

600028

推荐

中报业绩略超预期, 上调6个月目标价

上半年营业额及其他经营收入为人民币12333亿元, 同比增长31.5%, 经营收益为人民币584亿元, 同比增长5.7%, 基本每股收益0.464元, 同比增长9.4%, 业绩超过我们的预期, 主要原因是在原油、成品油、化工品价格同比上涨时, 通过增加成品油和化工品的产量和销量弥补了营业利润率的下降。

- **勘探及开采:** 国内生产原油1.50亿桶, 同比增长0.7%; 生产天然气2538.8亿立方英尺, 同比增长26.6%; 安哥拉区块由于检修等原因产量下降, 海外原油产量降至610万桶, 同比减少62.2%。原油产量增长未来主要看国外的权益部分, 其中上市公司中主要是安哥拉区块, 我们估计今年集团下面海外权益原油产量在1300万吨以上。我们认为国际原油价格在利比亚问题解决后将维持稳定, 主要是利比亚200万桶的出口量恢复至少需要1年时间, 需求方增量主要在新兴国家, 供需平衡的打破需要耐心等待更大的事件来推动。
- **炼油:** 原料油加工量1.09亿吨, 同比增长5.0%。但由于成品油调价不到位, 经营亏损人民币122亿元, 合每桶亏损15.23元, 约2.37美元/桶, 基本符合我们的预期。
- **营销及分销:** 销售是公司盈利比较稳定的版块, 经营收入为人民币6550亿元, 同比增长32.9%, 经营收益人民币196亿元, 同比增长35.6%, 主要归因于成品油价格及经营量同比增加。上半年境内成品油总经销量7510万吨, 同比增长10.2%; 海外总经销量532万吨, 同比增长54.65%。
- **化工:** 上半年生产乙烯501.5万吨, 同比增长19.3%, 化工产品经营总量2510万吨, 同比增长6.0%。实现经营收益为人民币163亿元, 同比增长96.0%。主要归因于产品价格上涨幅度高于原料成本上涨幅度, 以及经营量扩大。
- **2011年资本支出计划为1241亿元, 上半年资本支出约人民币335.67亿元, 但全年支出计划不变。下半年经营计划:** 生产原油1.65亿桶, 其中国内计划生产153百万桶, 非洲生产12.4百万桶; 生产天然气2,472亿立方英尺; 加工原料油1.14亿吨; 境内成品油总经销量7490万吨; 生产乙烯483.5万吨。
- **投资建议:** 考虑到目前国际油价短时间大幅上升的可能性相比上半年的概率要小, 同时成品油销售量增长略超我们的预期, 以及预计下半年化工品盈利能力上升, 我们提高11年盈利预测从之前的0.87元调高到0.92元, 与此同时, 下半年资源品定价机制改革有望逐步推出, 炼油板块面临着重新估值的可能, 按照国际同类公司的10-12倍的PE, 给予6个月目标价10元, 维持推荐评级。

风险提示: 国际油价短期内大幅升高

主要财务指标

| 单位: 百万元 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万) | 1913182 | 2262270 | 2352782 | 2513830 |
| 同比(%) | 42% | 18% | 4% | 7% |
| 归属上市公司净利润(百万元) | 70713 | 79363 | 84805 | 88858 |
| 同比(%) | 13% | 12% | 7% | 5% |
| 毛利率(%) | 19.7% | 18.7% | 18.8% | 18.5% |
| ROE(%) | 16.8% | 16.2% | 15.1% | 14.0% |
| 每股收益(元) | 0.82 | 0.92 | 0.98 | 1.02 |
| P/E | 8.86 | 7.98 | 7.39 | 7.05 |
| P/B | 1.49 | 1.25 | 1.12 | 0.99 |
| EV/EBITDA | 5 | 5 | 4 | 4 |

资料来源: 中投证券研究所

一、以量取胜，业绩略超预期

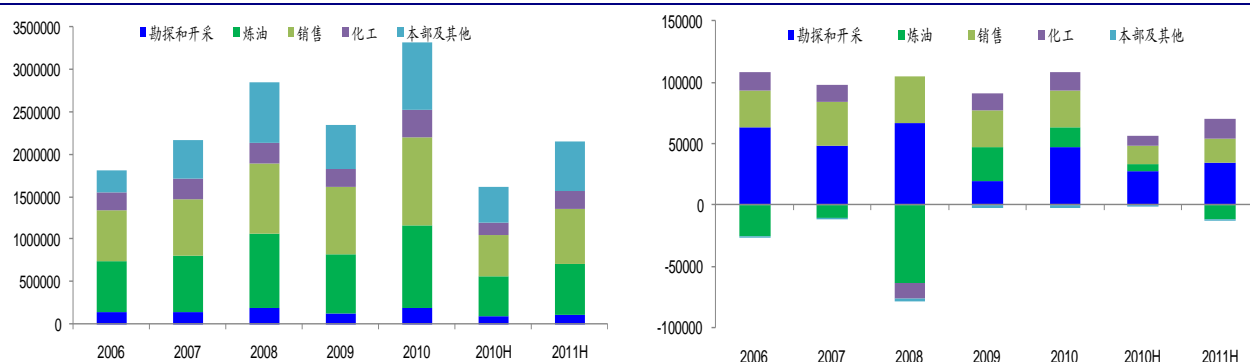
上半年经营收益为人民币 584 亿元，基本每股收益 0.464 元，同比增长 9.4%，业绩超过我们之前中报 0.43 元的预期，主要原因是在原油、成品油、化工品价格同比上涨时，通过增加下游产量和销量弥补了营业利润率的下降。

表 1 中石化主要产品销量增长与实现价格增长

| | 销售量 (千吨) | | | 实现价格 (元/吨, 元/立方米) | | |
|-------------|----------|--------|-------------|-------------------|--------|-------------|
| | 2011H | 2010H | 变化率 | 2011H | 2010H | 变化率 |
| 原油 | 2,386 | 2,636 | (9.5) | 4,600 | 3,428 | 34.2 |
| 天然气 (百万立方米) | 5,936 | 4,138 | 43.5 | 1,268 | 1,027 | 23.5 |
| 汽油 | 23,705 | 21,215 | 11.7 | 8,236 | 7,205 | 14.3 |
| 柴油 | 48,612 | 43,725 | 11.2 | 6,994 | 5,847 | 19.6 |
| 煤油 | 8,053 | 6,439 | 25.1 | 5,928 | 4,663 | 27.1 |
| 基础化工原料 | 9,937 | 8,253 | 20.4 | 6,959 | 5,533 | 25.8 |
| 合纤单体及聚合物 | 3,141 | 2,751 | 14.2 | 10,370 | 8,142 | 27.4 |
| 合成树脂 | 5,176 | 4,712 | 9.8 | 10,134 | 9,226 | 9.8 |
| 合成纤维 | 764 | 728 | 4.9 | 13,995 | 11,171 | 25.3 |
| 合成橡胶 | 631 | 606 | 4.1 | 22,028 | 15,687 | 40.4 |
| 化肥 | 468 | 916 | (48.9) | 2,049 | 1,649 | 24.3 |

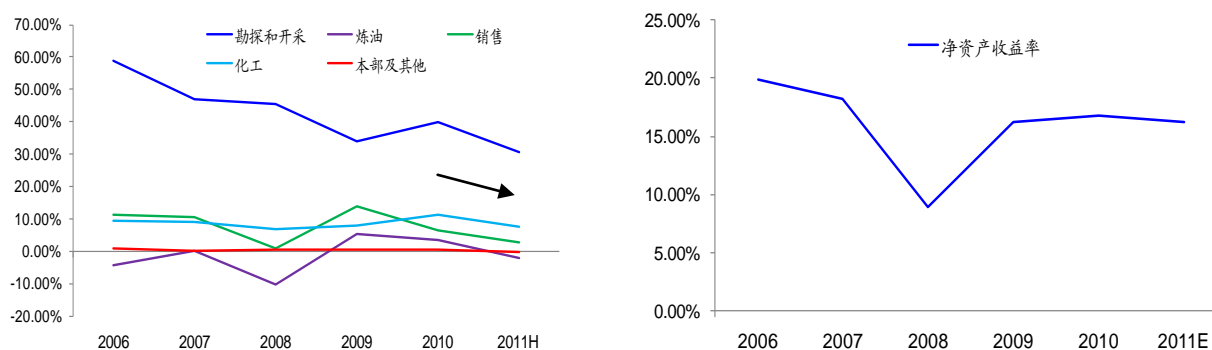
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 1 中国石化五大类业务的经营收入 (左) 和经营收益 (右) 情况 (部门间抵消前, 单位: 百万人民币)



资料来源：公司年报、中投证券研究所

图 2 中国石化五大类业务历年的毛利率 (左) 和整体净资产收益率 (右) 情况



资料来源：公司年报、中投证券研究所

二、4个板块业务分析

2.1 油气勘探及开采

2011年上半年销售原油2099万吨，同比降低5.9%，主要归因于安哥拉区块由于检修等原因产量下降；销售天然气63.1亿立方米，同比上升33.5%，主要归因于普光气田产量上升。油气当量上看，基本持平（-0.1%）。

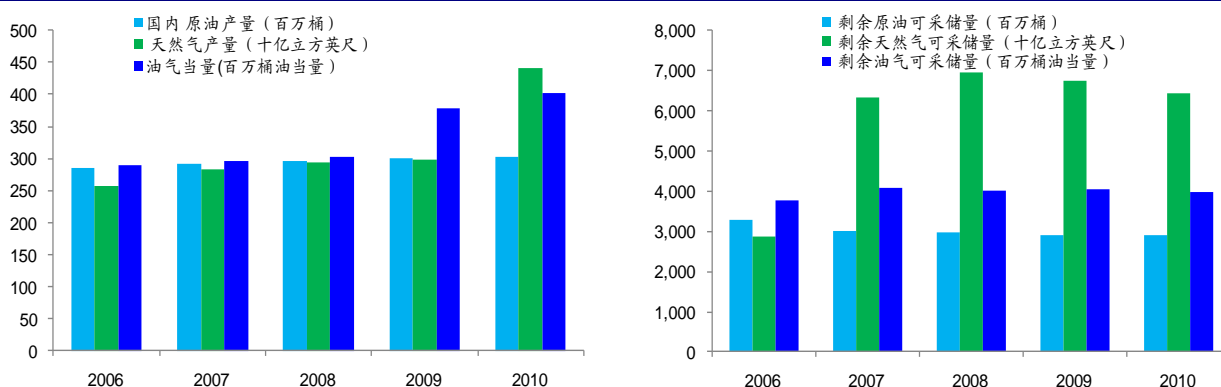
受益于国际原油价格上涨以及天然气销量增加，实现经营收益人民币347亿元，同比增长25.9%，其中，原油价格上涨约贡献12个百分点的增长，天然气销量增加和价格增加贡献14个百分点。

表2 中石化勘探及开采板块主要数据

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2010H | 2011H | 同比变化率 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 原油产量(百万桶) | 285.19 | 291.67 | 322.02 | 327.62 | 327.85 | 165.32 | 156.32 | (5.4) |
| 其中 非洲产量(百万桶) | | | 25.22 | 26.47 | 25.67 | 16.13 | 6.10 | (62.2) |
| 天然气产量(十亿立方英尺) | 256.5 | 282.6 | 293.06 | 299.01 | 441.39 | 200.55 | 253.88 | 26.6 |
| 油气当量产量(百万桶油当量) | | | 370.87 | 377.45 | 401.42 | 198.74 | 198.63 | (5.4) |
| 现金操作成本(人民币元/吨) | 520.49 | 600.77 | 630 | 642.6 | 674 | 600 | 666 | 11 |

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图3 中国石化历年油气产量和剩余可采储量情况



资料来源：国际石油经济、中投证券研究所

我们认为公司国内的原油可采储量将逐年降低，原油产量增长未来主要看国外的权益部分，其中上市公司中主要是安哥拉区块，我们估计今年集团下面海外权益原油产量在1300万吨以上。我们认为国际原油价格在利比亚问题解决后将维持稳定，主要是利比亚200万桶的出口量恢复至少需要1年时间，需求方增量主要在新兴国家，供需平衡的打破需要耐心等待更大的事件来推动。

天然气产量增长迅猛，我们认为之后的资源价格改革也将使公司天然气业务增长得到有力的支撑，目前看国内天然气价格调整正在分区域展开，理顺市场价格是必然的趋势。

整体来看，上市公司油气当量保持稳定，勘探及开采板块的盈利能力将与油价同步波动。

2.2 炼油

上半年，原油加工量 1.09 亿吨，同比增长 5.0%；轻油收率和综合商品率同比均有较大幅度提高，其中，炼油综合商品率 95.30%，同比提高 0.65 个百分点；轻质油收率 76.26%，同比提高 0.66 个百分点。

但由于成品油调价不到位，经营亏损人民币 122 亿元，合每桶亏损 15.23 元，即 2.37 美元/桶，基本符合我们的预期。

表 3 中石化炼油板块主要数据

| 产量 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2010H | 2011H | 同比变动率(%) |
|-------------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 原油加工量(百万吨) | 139.94 | 146.32 | 155.58 | 168.8 | 182.62 | 211.13 | 103.40 | 108.53 | 5.0 |
| 汽油产量(百万吨) | 22.98 | 23 | 24.69 | 29.09 | 34.43 | 35.87 | 17.77 | 18.18 | 2.3 |
| 柴油产量(百万吨) | 54.92 | 57.86 | 60.08 | 68.78 | 68.86 | 76.09 | 36.72 | 38.44 | 4.7 |
| 煤油产量(百万吨) | 6.63 | 6.35 | 8.32 | 7.99 | 10.39 | 12.42 | 6.03 | 6.77 | 12.3 |
| 化工轻油产量(百万吨) | 21.1 | 22.74 | 23.47 | 22.99 | 26.87 | 35 | 17.15 | 18.57 | 8.3 |
| 轻油收率(%) | 74.16 | 74.75 | 74.48 | 74.75 | 74.54 | 75.79 | 75.60 | 76.26 | 0.66 个百分点 |
| 综合商品率(%) | 93.24 | 93.47 | 93.95 | 94.05 | 94.53 | 94.83 | 94.65 | 95.30 | 0.65 个百分点 |
| 现金加工成本(元/吨) | 114.83 | 135.75 | 133.02 | 129 | 136 | 139.7 | 132.5 | 136.6 | 3.1 |

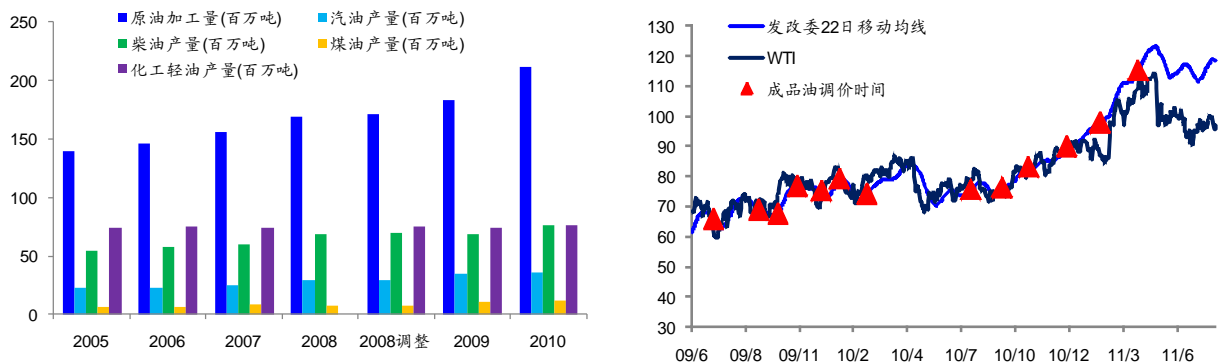
资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 4 中石化炼油毛利敏感度分析(美元/桶)

| | | Brent 油价(美元/桶) | | | | | | | | |
|--------------------------|-------|----------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|---------|---------|
| | | 80.00 | 85.00 | 90.00 | 95.00 | 100.00 | 105.00 | 110.00 | 115.00 | 120.00 |
| 汽油价格 (元/吨) (不含增值税) | 6000 | 19.04 | 14.88 | 10.73 | 6.58 | 2.42 | (1.73) | (5.88) | (10.04) | (14.19) |
| | 6250 | 19.76 | 15.61 | 11.45 | 7.30 | 3.15 | (1.01) | (5.16) | (9.31) | (13.47) |
| | 6500 | 20.48 | 16.33 | 12.18 | 8.02 | 3.87 | (0.28) | (4.44) | (8.59) | (12.74) |
| | 6750 | 21.21 | 17.06 | 12.90 | 8.75 | 4.59 | 0.44 | (3.71) | (7.87) | (12.02) |
| | 7000 | 21.93 | 17.78 | 13.63 | 9.47 | 5.32 | 1.16 | (2.99) | (7.14) | (11.30) |
| | 7250 | 22.66 | 18.50 | 14.35 | 10.20 | 6.04 | 1.89 | (2.27) | (6.42) | (10.57) |
| | 7500 | 23.38 | 19.23 | 15.07 | 10.92 | 6.77 | 2.61 | (1.54) | (5.70) | (9.85) |
| | 7750 | 24.10 | 19.95 | 15.80 | 11.64 | 7.49 | 3.34 | (0.82) | (4.97) | (9.13) |
| 8000 | 24.83 | 20.67 | 16.52 | 12.37 | 8.21 | 4.06 | (0.09) | (4.25) | (8.40) | |

资料来源：中投证券研究所

图 4 中石化历年炼油加工量和原油来源(单位:百万吨)及成品油调价时间点



资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.3 成品油销售

销售是公司盈利比较稳定的版块，经营收入为人民币 6550 亿元，同比增长 32.9%，经营收益人民币 196 亿元，同比增长 35.6%，主要归因于成品油价格及经营量同比增加。上半年境内成品油总经销量 7510 万吨，同比增长 10.2%；海外总经销量 532 万吨，同比增长 54.65%。

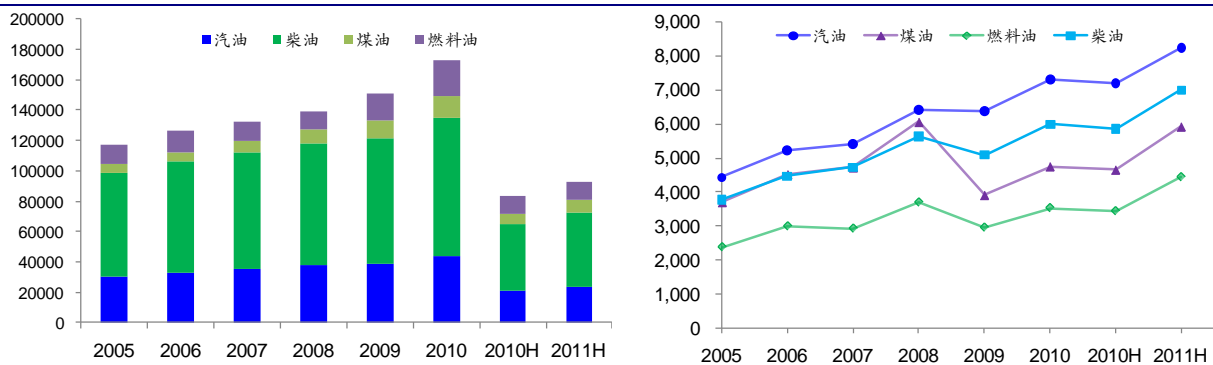
上半年，汽油销售收入为人民币 1954 亿元，同比增长 27.7%；柴油销售收入为人民币 3416 亿元，同比增长 33.0%；煤油销售收入为人民币 477 亿元，同比增长 59.2%。

表 5 中石化成品油营销及分销历年营运情况

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2010H | 2011H | 同比变动率 (%) |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 国内成品油总销售量(百万吨) | 111.68 | 119.39 | 122.98 | 124.02 | 140.49 | 68.15 | 75.10 | 10.2 |
| 其中：零售量 | 72.16 | 76.62 | 84.1 | 78.9 | 87.63 | 41.70 | 50.20 | 20.4 |
| 直销量 | 18.95 | 20.17 | 19.63 | 25.61 | 32.4 | 15.70 | 15.89 | 1.2 |
| 批发量 | 20.57 | 22.6 | 19.25 | 19.52 | 20.47 | 10.75 | 9.01 | (16.2) |
| 加油站总数(座) | 28801 | 29062 | 29279 | 29698 | 30116 | 30,116 | 30,399 | 0.9 |
| 其中：自营加油站 | 28001 | 28405 | 28647 | 29055 | 29601 | 29,601 | 30,050 | 1.5 |
| 特许经营加油站 | 800 | 657 | 632 | 643 | 515 | 515 | 349 | (32.2) |
| 自营站年均单站加油量(吨/站) | 2577 | 2697 | 2935 | 2715 | 2960 | 2,841 | 3,341 | 17.6 |

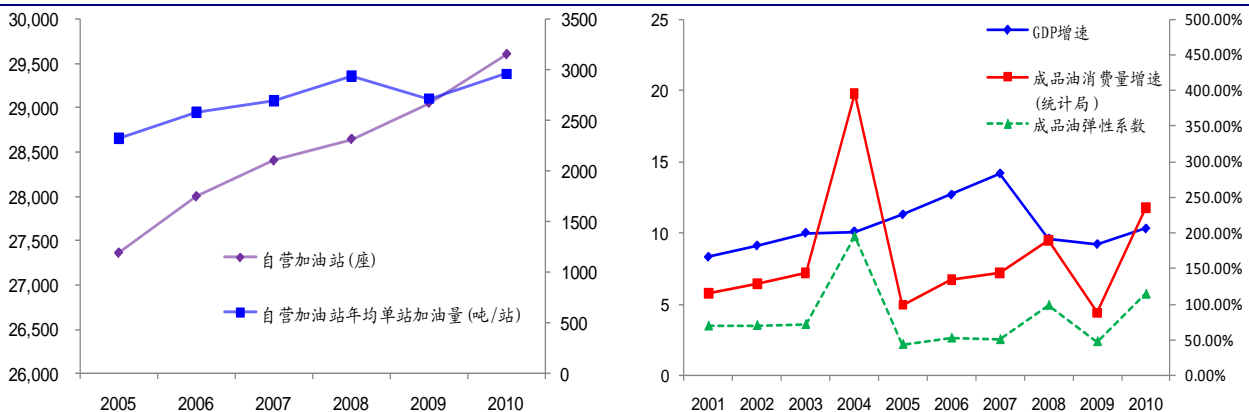
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 中石化历年销售油品数量（左图，单位：千吨）及实现价格（右图，单位：元）



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 6 中石化自营加油站数量稳定增加、单站加油量逐年攀升（左图）和成品油增速对 GDP 增速的弹性系数（右图）



资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.4 化工

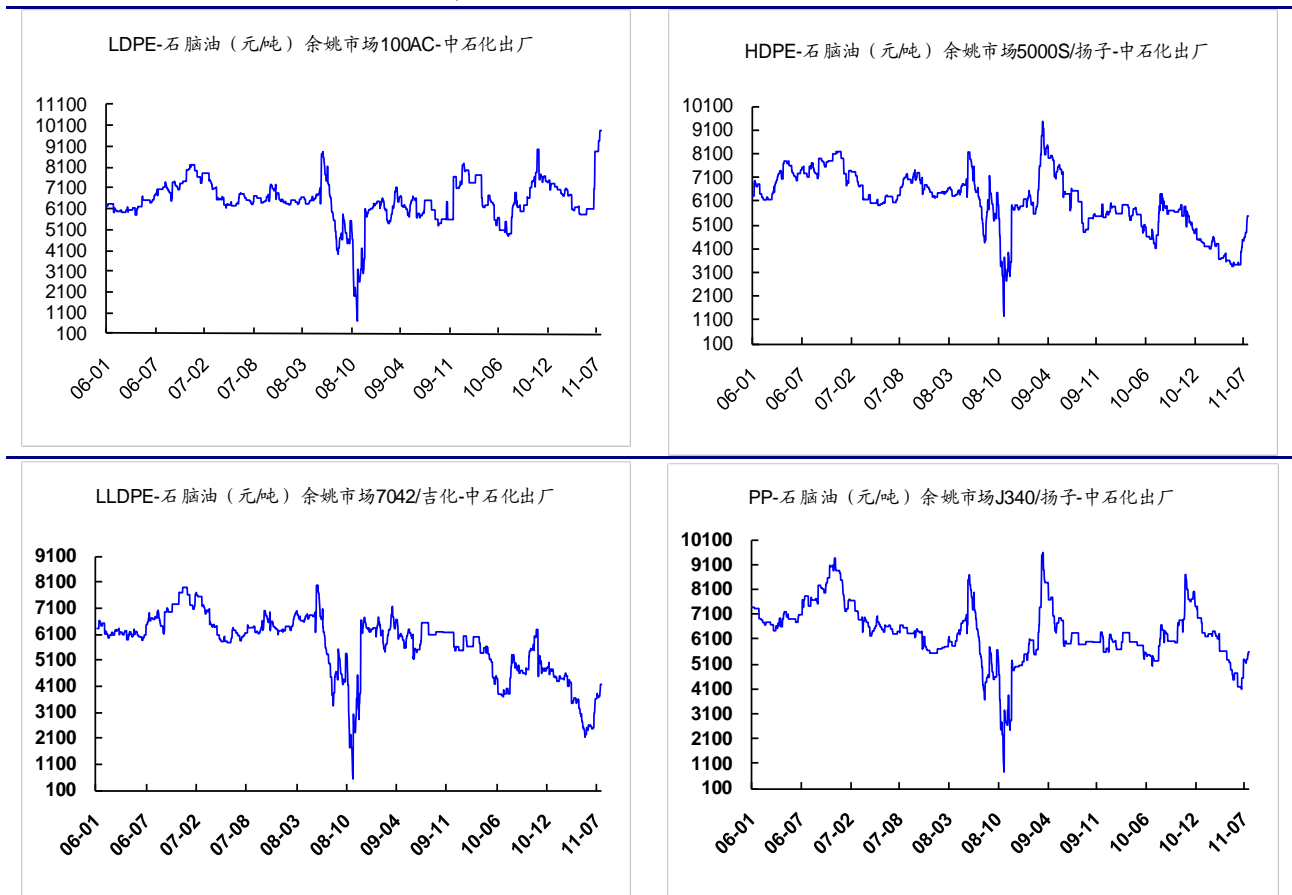
上半年生产乙烯 501.5 万吨，同比增长 19.3%，化工产品经营总量 2,510 万吨，同比增长 6.0%。实现经营收益为人民币 163 亿元，同比增长 96.0%。主要归因于产品价格上涨幅度高于原料成本上涨幅度，以及经营量扩大。

表 6 中石化化工品实现价格和销售量

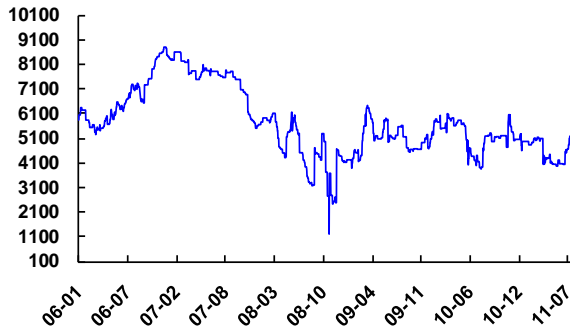
| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2010H | 2011H | 同比变动率 (%) |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 实现价格 (元/吨) | | | | | | | | | |
| 基础有机化工品 | 4,828 | 5,609 | 5,870 | 6,392 | 4,296 | 5,547 | 5,521 | 6,795 | 23.1 |
| 合纤单体及聚合物 | 8,872 | 8,839 | 9,116 | 10,097 | 8,073 | 8,194 | 8,133 | 10,354 | 27.3 |
| 合成树脂 | 9,007 | 9,870 | 10,163 | 8,052 | 6,519 | 9,243 | 9,226 | 10,134 | 9.8 |
| 合成纤维 | 11,123 | 11,390 | 11,605 | 10,488 | 9,140 | 11,644 | 11,171 | 13,995 | 25.3 |
| 合成橡胶 | 13,000 | 13,885 | 13,721 | 16,180 | 11,448 | 16,435 | 15,687 | 22,028 | 40.4 |
| 化肥 | 1,539 | 1,660 | 1,657 | 1,729 | 1,657 | 1,641 | 1,649 | 2,051 | 24.4 |
| 销售量 (千吨) | | | | | | | | | |
| 基础有机化工品 | 9,509 | 12,749 | 12,888 | 13,386 | 16,663 | 23,339 | 13,169 | 10,701 | 23.1 |
| 合纤单体及聚合物 | 3,003 | 3,801 | 4,089 | 7,845 | 8,682 | 5,820 | 3,160 | 2,768 | 14.2 |
| 合成树脂 | 6,366 | 7,892 | 7,964 | 4,019 | 4,692 | 9,880 | 5,180 | 4,717 | 9.8 |
| 合成纤维 | 1,585 | 1,614 | 1,501 | 1,353 | 1,418 | 1,512 | 764 | 728 | 4.9 |
| 合成橡胶 | 703 | 833 | 977 | 988 | 1,119 | 1,223 | 631 | 606 | 4.1 |
| 化肥 | 1,824 | 1,654 | 1,599 | 1,659 | 1,769 | 1,329 | 470 | 917 | (48.7) |

资料来源：公司公告、中投证券研究所

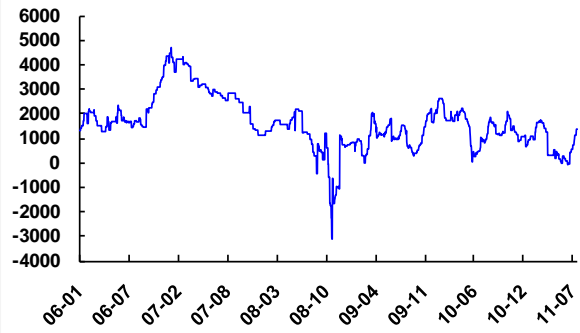
图 7 主要化工品与石脑油价差 单位：元/吨



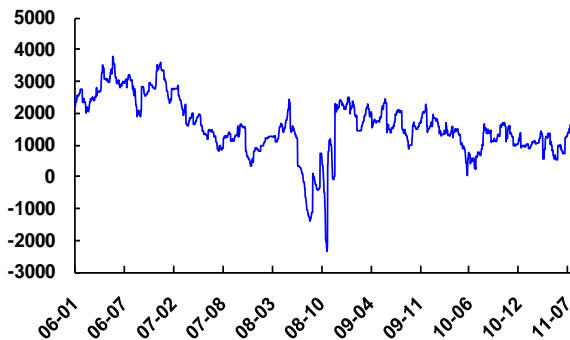
PS-石脑油 (元/吨) 华东地区GPPS-中石化出厂



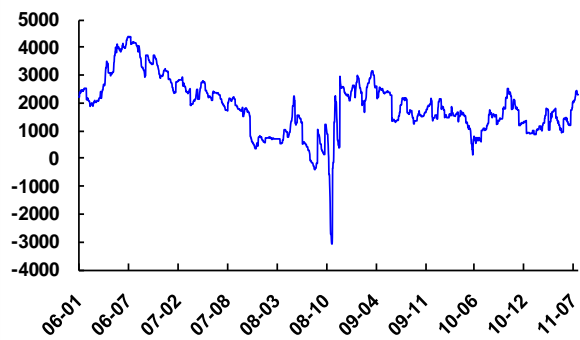
纯苯-石脑油 (元/吨) 华东地区-中石化出厂



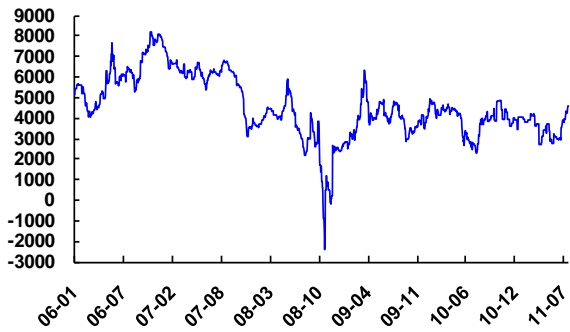
甲苯-石脑油 (元/吨) 华东地区-中石化出厂



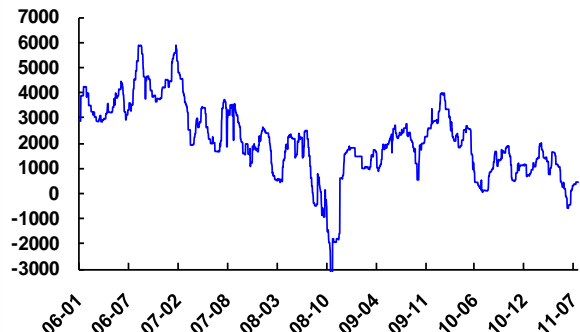
二甲苯-石脑油 (元/吨) 华东地区-中石化出厂



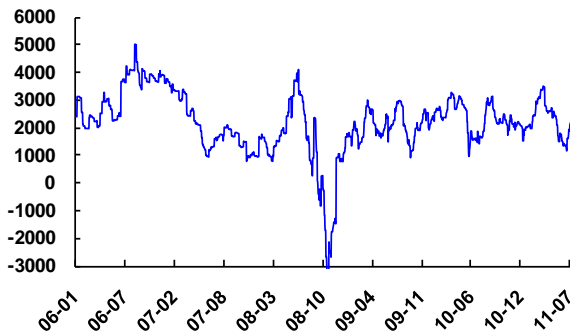
苯乙烯-石脑油 (元/吨) 华东地区-中石化出厂



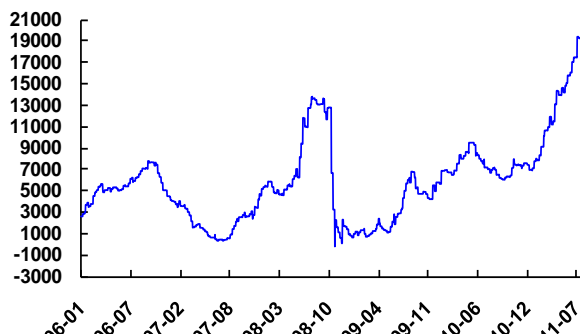
乙烯-石脑油 (元/吨) 东南亚-中石化出厂

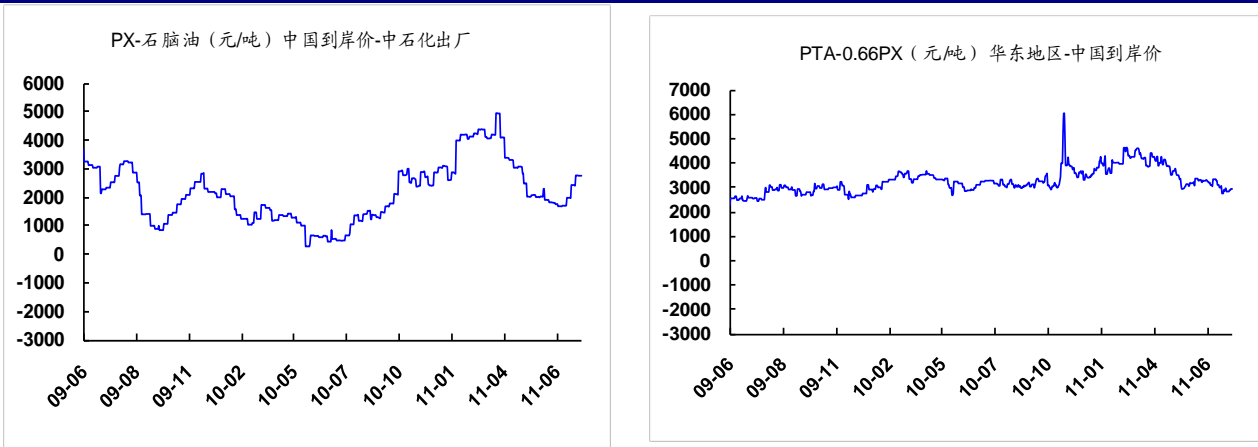


丙烯-石脑油 (元/吨) 韩国-中石化出厂



丁二烯-石脑油 (元/吨) 东南亚-中石化出厂





资料来源：百川、隆重石化、中投证券研究所

三、下半年经营计划能够顺利完成，调高目标价

2011年资本支出计划为1241亿元。上半年资本支出约人民币335.67亿元，但全年支出计划不变。

我们认为全年经营计划能够顺利实现，下半年经营计划为：

生产原油1.65亿桶，其中国内计划生产153百万桶，非洲生产12.4百万桶；生产天然气2,472亿立方英尺；加工原料油1.14亿吨；境内成品油总销量7490万吨；生产乙烯483.5万吨。

考虑到目前国际油价短时间大幅上升的可能性相比上半年的概率要小，同时成品油销售量增长略超我们的预期，以及预计下半年化工品盈利能力上升，我们提高11年盈利预测从之前的0.87元调高到0.92元，与此同时，下半年资源品定价机制改革有望逐步推出，炼油板块面临着重新估值的可能，按照国际同类公司的10-12倍的PE，给予6个月目标价10元，维持推荐评级。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内

回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师。

宋哲建，中投证券研究所石油化工行业分析师，清华大学化工系学士、硕士，2011 年初加入中投证券。主要覆盖石化、油服、煤化工和部分化纤，重点关注中石化、中海油服、英力特、荣盛石化、通源石油、惠博普、海默科技等公司。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所公司网站：<http://www.cjis.cn>

| 深圳 | 北京 | 上海 |
|---------------------------------|-----------------------------|---------------------------|
| 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 | 北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 | 上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 |
| 邮编：518000 | 邮编：100032 | 邮编：200041 |
| 传真：(0755) 82026711 | 传真：(010) 63222939 | 传真：(021) 62171434 |