

综合性石油天然气

芮定坤

010-66276951

ruidingkun@cjis.cn

中国石化

600028

推荐

年报点评、收购的海外资产有产量超预期可能

09年每股收益0.70元，基本接近我们0.69的预测。

投资要点：

- 4季度每股收益0.13元，业绩比较差，1是毛利率低18.4%，炼油成本上升，另外化工在4季度亏损6.9亿；2是资产减值有68.5亿，存在冲回的可能，我们判断减值增加对4季度业绩的影响在约0.04。
- **4板块分析：上游：**全年新增油气探明储量293百万桶油当量，但总的剩余探明储量下降，值得注意的1点，天然气产量85亿立方米，同比没有增长，这说明4季度预期的普光气田没有新增产量，公司计划10年天然气产量120亿方，比市场预期的150亿方要少。
- **炼油：**09年炼油毛利约6美元/桶，估计经营利润每桶约2美元/桶，4季度炼油毛利4.3美元/桶，经营利润预计每桶约0.3美元微利。
- **销售：**零售占比例首次下降到79%，价差缩小（见下图分析）。**化工：**10年公司的计划产量869万吨，同比增长30%，新增产能比较大，我们仍然预计10年化工盈利前高后低。1、2季度对盈利贡献大。
- **收购集团资产公告：**公告收购SSI公司在安哥拉的油气资产。储量增厚3.63%，产量增厚8.79%，如果从产量增厚来看，对eps的影响在0.03左右并不大，但我们认为收购的要点在于：安哥拉区块总体储量前景比较大，1C或有资源量38.31百万桶，2Ci 49.54百万桶，有利于中石化提高储量接替，另外安哥拉区块的实际日产能22.5万桶，目前受OPEC限产政策的影响产量只有7.25万桶/日，所以未来增加的空间较大，对EPS的影响可能超过0.03，存在超预期可能。
- **投资建议：**我们维持对于10、11年EPS0.78和0.85的判断，给与推荐的评级，中期目标价15元，建议买入。短期来看，收购事件能否刺激股价还要看市场情绪和对大盘蓝筹股的估值。如果因为股指期货等原因在2季度蓝筹股有估值修复，股价有相对大的空间，目前公司的安全边际较高，同时存在成品油提价、1季报好的事件刺激因素。

6-12个月目标价：15

当前股价：11.79

评级调整：维持

基本资料

| | |
|-----------|---------|
| 上证综合指数 | 2960.47 |
| 总股本(百万) | 86702 |
| 流通股本(百万) | 86702 |
| 流通市值(亿) | 9936 |
| EPS (TTM) | 0.62 |
| 每股净资产(元) | 4.35 |
| 资产负债率 | 53.3% |

股价表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|------|------|--------|------|
| 中国石化 | 4.40 | -11.44 | 3.49 |
| 上证指数 | 0.25 | -2.60 | 7.78 |



相关报告

《中国石化-炼油贡献43%利润，中短期2个催化剂》2009-8-24

《中国石化-预计最差全年业绩0.65，估值水平应该更高》2009-7-23

《中国石化-炼油每桶盈利3.7美元、上游成本可能下降》2009-4-29

主要财务指标

| 单位：百万元 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 1452101 | 1141159 | 1325149 | 1475386 |
| 同比(%) | 21% | -21% | 16% | 11% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 29689 | 60690 | 67626 | 73695 |
| 同比(%) | -47% | 104% | 11% | 9% |
| 毛利率(%) | 8.6% | 24.8% | 18.3% | 17.6% |
| ROE(%) | 9.0% | 16.5% | 10.2% | 11.3% |
| 每股收益(元) | 0.34 | 0.70 | 0.78 | 0.85 |
| P/E | 33.47 | 16.84 | 15.12 | 13.87 |
| P/B | 3.01 | 2.70 | 2.65 | 2.53 |
| EV/EBITDA | 42 | 9 | 13 | 12 |

资料来源：中投证券研究所

一、4 季度分析

4 季度每股收益 0.13 元，业绩比较差，1 是毛利率低 18.4%，我们认为部分是因为炼油成本上升，另外化工在 4 季度亏损 6.9 亿；2 是资产减值有 68.5 亿，我们分析下减值的构成：

减值主要是固定资产的减值：其中勘探分部由于小规模油田钻探不成功以及由于生产及开发成本过高而发生的减值准备为 15.95 亿元；炼油及化工 37.3 亿；营销及分销 14.25 亿元（减值准备主要与关闭加油站相关）。总体来看，我们认为存在冲回的可能，我们判断减值增加对 4 季度业绩的影响在约 0.04。

表 1、中石化单季度业绩分析

单位：百万元

| | 08-1Q | 08-2Q | 08-3Q | 08-4Q | 09-1Q | 09-2Q | 09-3Q | 09-4Q | 中投点评 |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|---------|-----------------------|
| 营业收入 | 332,010 | 402,773 | 412,614 | 304,704 | 228,585 | 305,440 | 359,423 | 451,604 | |
| 减：营业成本 | 295,510 | 384,168 | 380,351 | 266,754 | 166,444 | 222,881 | 277,788 | 368,702 | |
| 毛利率 | 11.0% | 4.6% | 7.8% | 12.5% | 27.2% | 27.0% | 22.7% | 18.4% | 毛利率单 季度最低 |
| 税金及附加 | 13,737 | 14,714 | 18,710 | 9,638 | 28,358 | 33,160 | 35,393 | 35,973 | |
| 减：营业费用 | 5,632 | 6,253 | 6,224 | 6,858 | 5,509 | 6,546 | 7,929 | 7,651 | |
| 减：管理费用 | 9,110 | 9,611 | 10,218 | 11,978 | 9,565 | 10,522 | 12,881 | 13,758 | |
| 减：财务费用 | 765 | 2,893 | 3,048 | 2,017 | 2,281 | 1,600 | 1,854 | 1,281 | |
| 资产减值损失 | 9,012 | 7,067 | -4,127 | 4,665 | -38 | 216 | 421 | 6,854 | 资产减值 增加，存在 冲回可能 |
| 营业利润 | -435 | -23,349 | -2,460 | 178 | 14,754 | 29,245 | 22,231 | 13,972 | |
| 营业外收入 | 7,452 | 26,313 | 11,928 | 5,698 | 154 | 270 | 145 | 706 | |
| 营业外支出 | 183 | 282 | 250 | 384 | 201 | 454 | 227 | 519 | |
| 利润总额 | 6,834 | 2,682 | 9,218 | 5,492 | 14,707 | 29,061 | 22,149 | 14,159 | |
| 减：所得税 | 190 | -89 | 2,577 | -4,567 | 3,050 | 6,068 | 4,964 | 1,994 | |
| 净利润 | 6,644 | 2,771 | 6,641 | 10,059 | 11,657 | 22,993 | 17,185 | 12,165 | |
| 少数股东损益 | -57 | 133 | -1,662 | -1,988 | | 993 | 661 | 59,636 | |
| 归属于母公司 所有者净利润 | 6,701 | 2,638 | 8,303 | 12,047 | 11,190 | 22,000.00 | 16,524 | -47,004 | |
| 基本每股收益 | 0.08 | 0.03 | 0.10 | 0.14 | 0.13 | 0.25 | 0.19 | 0.13 | |

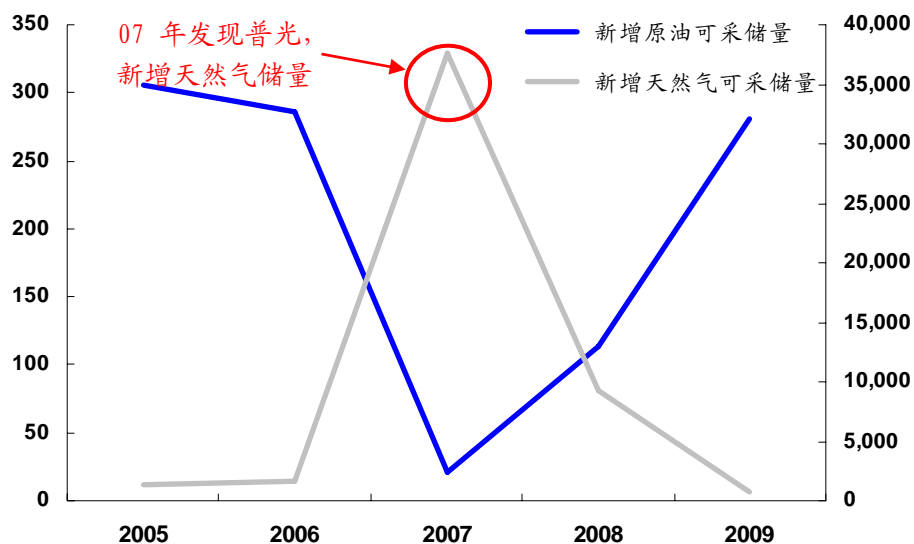
资料来源：中投证券研究所

二、4 个业务板块分析

1、上游：

年报中披露：09年川东北雷口坡组勘探取得新突破，塔河托普台地区勘探取得重大进展，东部老区新层系和西部新区勘探取得新发现；全年新增油气探明储量 293.25 百万桶油当量。从新增储量上看，09 年还是比较大的，见下图。

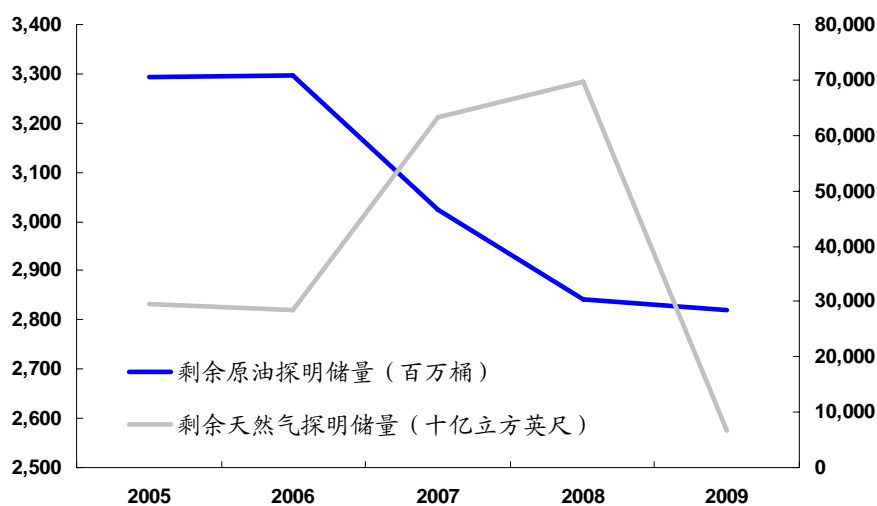
图 1 新增原油可采储量增加，勘探取得一定突破 单位：百万桶/十亿立方英尺



资料来源：中投证券研究所

但是由于每年的开采以及其他因素的消耗，公司总的剩余原油和天然气探明储量来看，都略微下降。

图 2 剩余原油和天然气探明储量 单位：百万桶/十亿立方英尺



资料来源：中投证券研究所

成本基本上上升不多，现金操作成本增加 2% (约 13 元/吨) 到 643 元/吨。

值得注意的 1 点，全年天然气产量 85 亿立方米，同比基本没有增长，这说明 4 季度预期的普光气田没有新增产量，公司计划 10 年天然气产量 120 亿方，比市场之前预期的 150 要少，我们下调这 1 块的盈利预测。

2、炼油

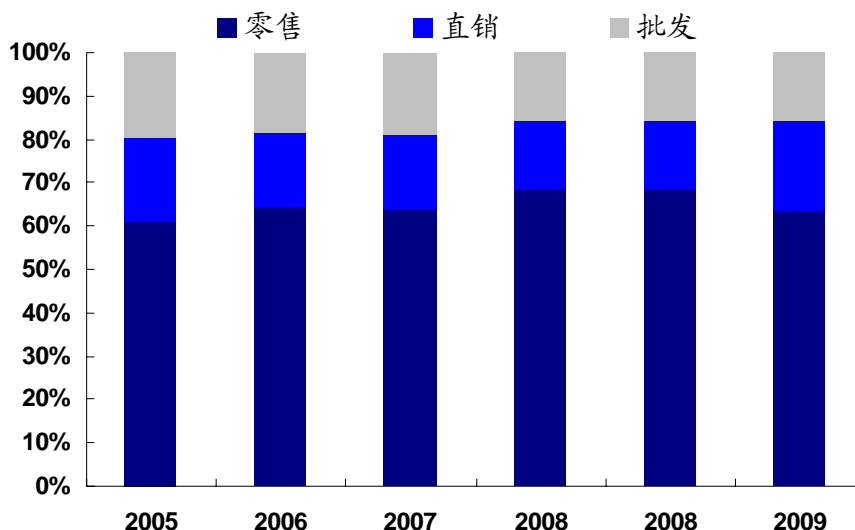
09 年炼油毛利 309 元/吨，约 6 美元/桶，估计经营利润每桶约 2 美元/桶，**4 季度炼油毛利 4.3 美元/桶**，经营利润预计每桶 0.3 左右。（当然季度经营利润里面可能有其他减值或内部结算的影响，不完全 100%反映炼油的情况）。

公司计划 10 年原油加工量 2.03 亿吨，同比增加 11%，比我们预期的多。

3、销售

炼油供应的增加影响了销售利润，09 年首次零售在销售业务中的占比下降，利润率更低的直销批发比例增加。

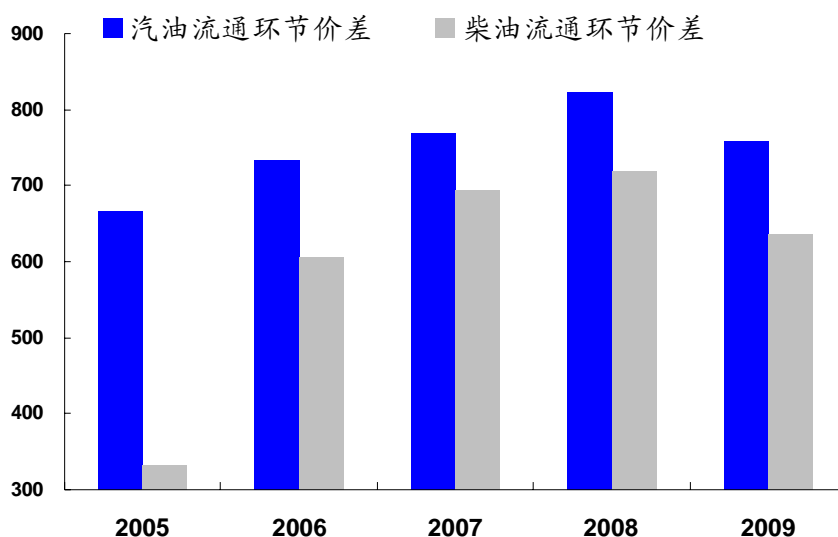
图 3 中石化营销板块 3 种销售渠道销量占比



资料来源：中投证券研究所

我们分析了根据年报披露的各种销售（零售、直销、批发）均价和出厂价的价差，并根据比例计算了反映销售板块利润率的综合价差指标，09 年销售板块的购进和销售价差减小。见下图：

图 4 中石化汽柴油销售的购进和销售价差 单位：元/吨



资料来源：中投证券研究所

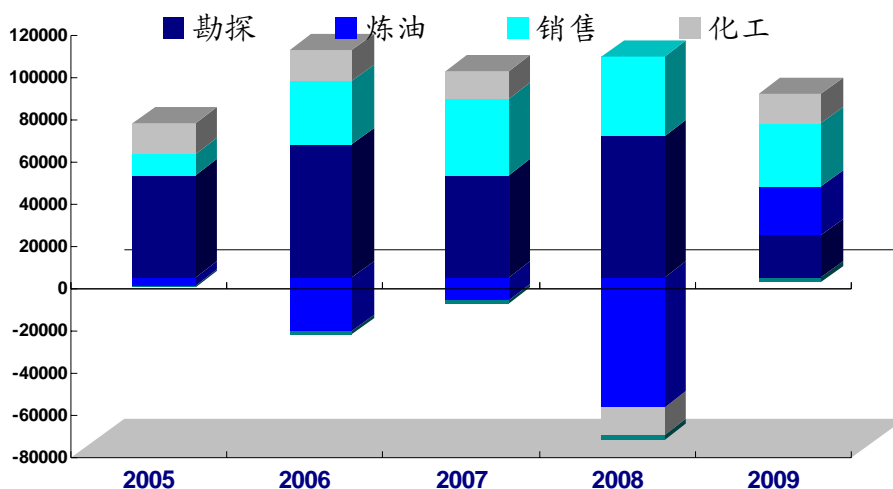
4、化工业务

乙烯产量下半年环比增长 25.8%，10 年公司的计划产量 869 万吨，同比增长 30%，新增产能比较大，天津、福建、镇海是主要的投产项目。

09 年化工的盈利略超预期，原因我们之前分析过了，对于 10 和 11 年我们认为会逐步复苏，但压力也比较大，10 年 1 季度化工业务中乙烯-石脑油价差我们认为主要还是检修的原因，另外化工业务包括很多种产品，从我们的分析来看，各个产品链影响因素不同，像芳香烃的很多产品盈利现在仍然很差，不能说明化工业务全面复苏。

最后是 4 个业务盈利图：

图 5 中石化 4 大板块盈利分析 (EBIT) 单位：百万元



资料来源：中投证券研究所

三、收购集团资产

公司在年报披露日同时公告收购 SSI 公司在安哥拉的油气资产（还需股东大会通过），SSI 公司（原属于中石化控股股东集团的资产）在安哥拉 18 区块的经济净权益剩余可采储量证实储量为 102.49 百万桶（其中已开发 7904 万桶）。

增厚情况如下表：

表 2 上次成品油调价后，22 日油价移动平均上涨了 3.2% 左右，（调整的标准为 4%）

| | 原油探明储量 1（百万桶） | 原油产量 2（千桶/日） |
|--------|---------------|--------------|
| 中石化 | 2,820 | 825.07 |
| SSI 公司 | 102.49 | 72.52 |
| 合并 | 2,922.49 | 897.59 |
| 增厚（%） | 3.63% | 8.79% |

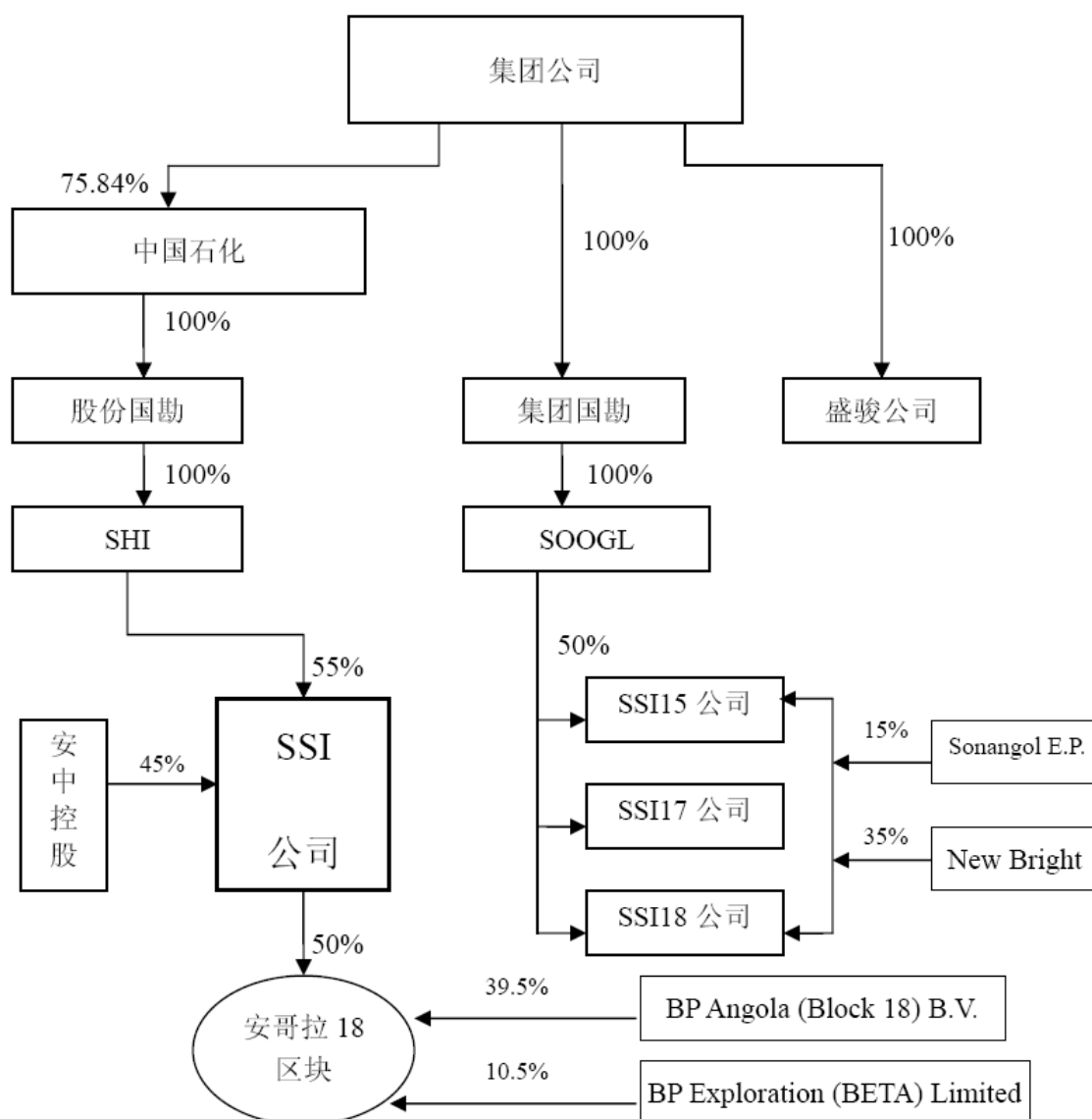
资料来源：中投证券研究所

我们觉得，如果从产量增厚 8.79% 来看，对 eps 的影响在 0.03 左右，并不大，但安哥拉区块总体储量前景比较大，1C 或有资源量 38.31 百万桶，2Ci 或有资源量 49.54 百万桶，目前还没有储量接替率的资料，但有利于中石化提高储量接替。

另外安哥拉区块的实际日产能 22.5 万桶，目前受 OPEC 限产政策的影响产量只有 7.252 万桶/日，所以未来增加的空间较大，对 eps 的影响可能超过 0.03。

收购预计通过股权债权的方式，总对价 24.57 亿美元。

图 6 中石化资产收购后的股权示意图



资料来源：中投证券研究所

四、投资建议：推荐

我们维持对于 10、11 年 EPS0.78 和 0.85 的判断，给与推荐的评级，中期目标价 15 元，建议买入。

短期来看，收购事件能否刺激股价还要看市场情绪和对大盘蓝筹股的看法。如果因为股指期货等原因在 2 季度蓝筹股有估值修复，股价有相对大的空间。

五、主要经营数据

表 3 中石化年度经营数据

| | 单位 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 同比 | 10 年计划 |
|-------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 原油产量 | | | | | | | | |
| 原油产量 | 百万桶 | 279 | 285 | 292 | 297 | 301 | 1.5% | 302 |
| 天然气产量 | 亿立方米 | 65 | 75 | 82 | 85 | 85 | -0.9% | 120 |
| 布伦特 | 美元/桶 | 55 | 65 | 72 | 97 | 62 | -36.8% | |
| 原油实现价格 | RMB/吨 | 2680 | 3195 | 3095 | 4269 | 2409 | | |
| 天然气实现价格 | RMB/千立方米 | 673 | 794 | 823 | 931 | 959 | | |
| 炼油 | | | | | | | | |
| 原油加工量 | 百万吨 | 139.9 | 146.3 | 155.6 | 171.1 | 183 | 6.7% | 203 |
| 汽煤柴产量 | 百万吨 | 84.5 | 87.2 | 93.1 | 107.4 | 114 | 5.9% | 121 |
| 汽油 | 百万吨 | 23.0 | 23.0 | 24.7 | 29.7 | 34 | 16.1% | |
| 柴油 | 百万吨 | 54.9 | 57.9 | 60.1 | 69.7 | 69 | -1.3% | |
| 煤油 | 百万吨 | 6.6 | 6.4 | 8.3 | 8.0 | 10 | 30.0% | |
| 化工轻油 | 百万吨 | 21.1 | 22.7 | 23.5 | 23.1 | 27 | 16.2% | |
| 销售 | | | | | | | | |
| 成品油销量 | 百万吨 | 104.6 | 111.7 | 119.4 | 123.0 | 124 | 0.8% | 129 |
| 零售 | 百万吨 | 63.5 | 72.2 | 76.6 | 84.1 | 79 | -6.2% | |
| 直销 | 百万吨 | 20.4 | 19.0 | 20.2 | 19.6 | 26 | 30.5% | |
| 批发 | 百万吨 | 20.7 | 20.6 | 22.6 | 19.3 | 20 | 1.4% | |
| 化工 | | | | | | | | |
| 乙烯产量 | 千吨 | 5319 | 6163 | 6534 | 6289 | 6713 | 6.7% | 8690 |
| 合成树脂产量 | 千吨 | 7605 | 8619 | 9660 | 9590 | 10287 | 7.3% | |
| 合成橡胶产量 | 千吨 | 626 | 668 | 800 | 834 | 884 | 6.0% | |
| 合纤单体聚合物 | 千吨 | 6725 | 7242 | 8018 | 7264 | 7798 | 7.4% | |
| 合成纤维 | 千吨 | 1570 | 1502 | 1417 | 1260 | 1302 | 3.3% | |
| 尿素 | 千吨 | 1780 | 1609 | 1565 | 1649 | 1752 | 6.2% | |

资料来源：中投证券研究所

注：扬子-巴斯夫和上海赛科两大合资乙烯的产量按 100%口径统计

注 1：2008 年数据因为收购青岛石化而进行了追溯调整

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 $\pm 10\%$ 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

分析师简介

芮定坤, 中投证券研究所石化行业分析师, 清华大学化工系学士、清华-麻省理工工商管理硕士, 4 年化工行业经历。2008 年加入中投证券, 2009 年获得证券市场周刊评选的石化行业最佳分析师第 4 名。

主要研究覆盖公司: 中石油、中石化、中海油服、辽通化工、沈阳化工、广汇股份、中化国际、煤化工行业等。

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。未经中投证券事先书面同意, 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 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711 | 北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939 | 上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434 |