

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：

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
中国石油	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	

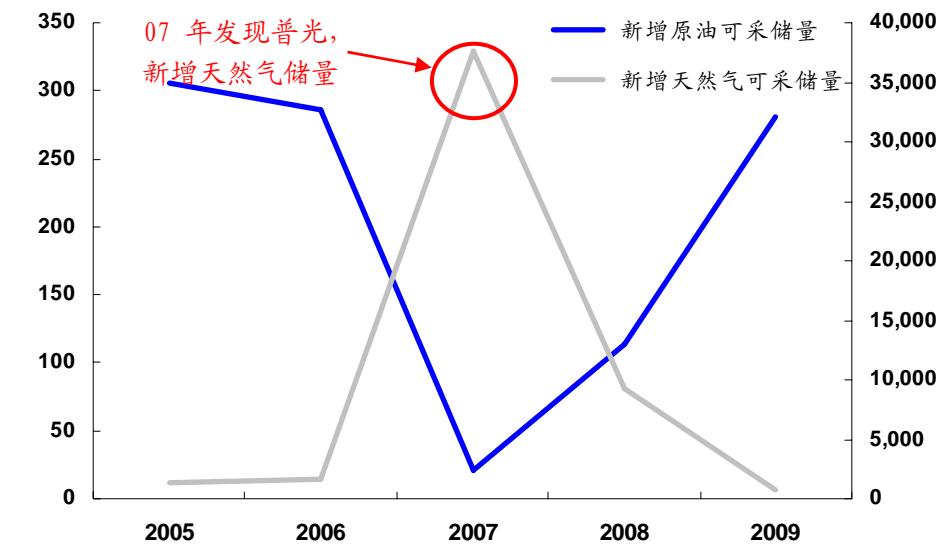
资料来源：中投证券研究所

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。

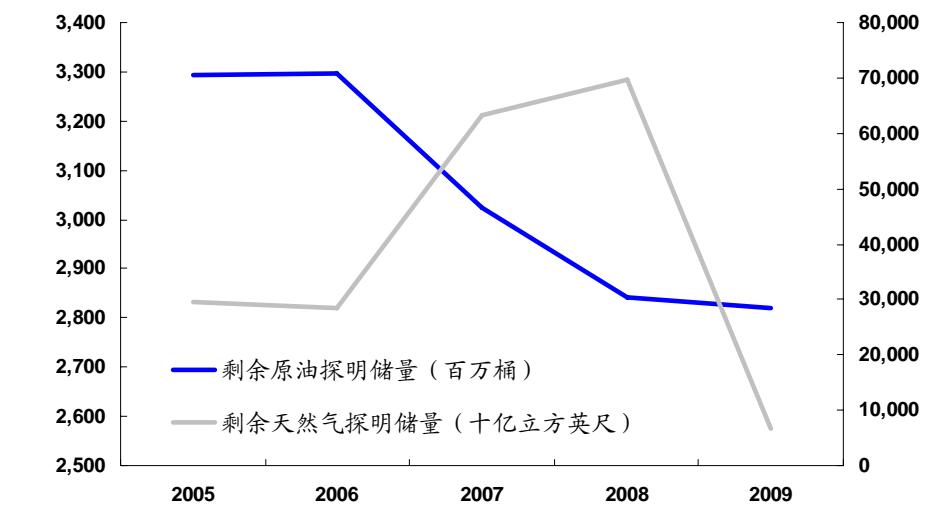
图 1 新增原油可采储量增加，勘探取得一定突破 单位：百万桶/十亿立方英尺



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。

值得注意的一点，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

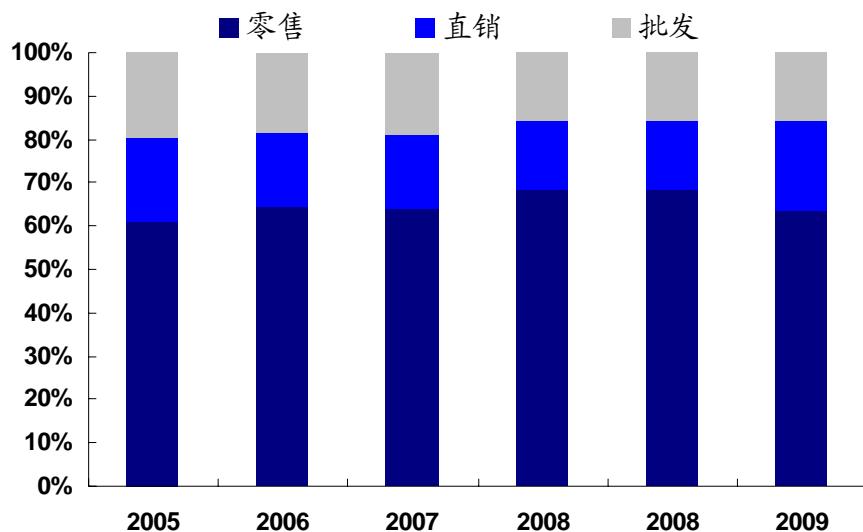
09 年炼油毛利 309 元/吨，约 6 美元/桶，估计经营利润每桶约 2 美元/桶，**4 季度炼油毛利 4.3 美元/桶**，经营利润预计每桶 0.3 左右。（当然季度经营利润里面可能有其他减值或内部结算的影响，不完全 100% 反映炼油的情况）。

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。

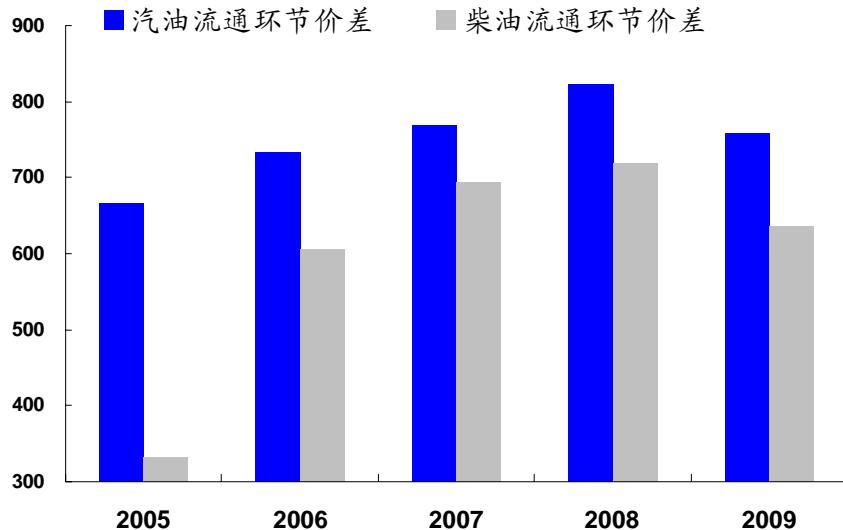
图 3 中石化营销板块 3 种销售渠道销量占比



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）年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

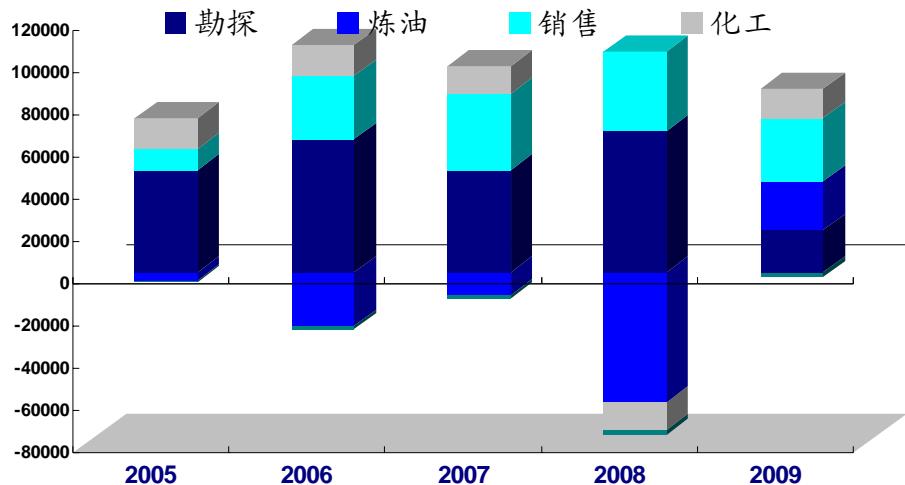
4、化工业务

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%

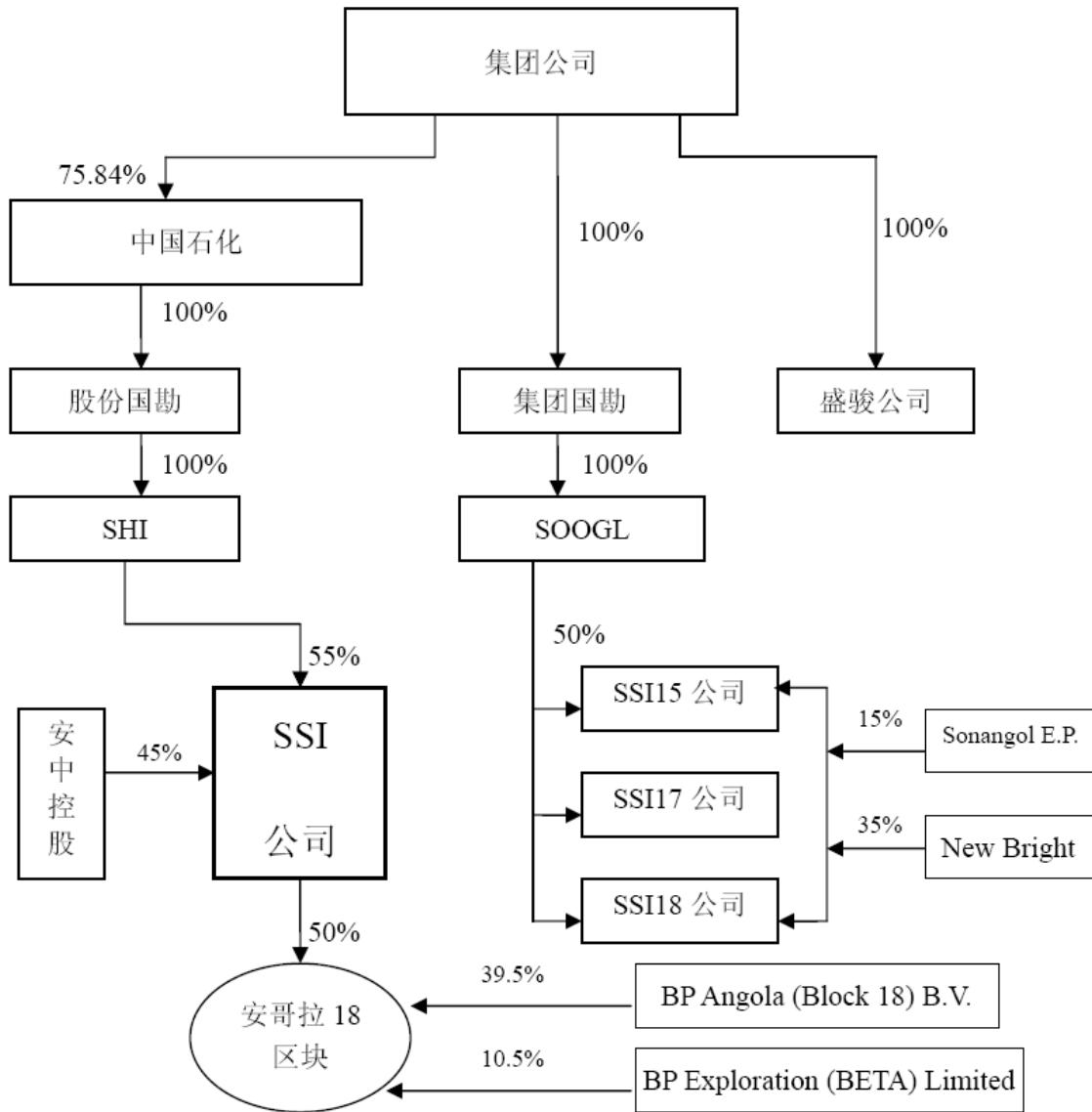
资料来源：中投证券研究所

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
布伦特原油实现价格	美元/桶	55	65	72	97	62	-36.8%	
	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 ±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。

免责条款

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，旨为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，但我们将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

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

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

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