

烃及衍生物带动盈利高增长

推荐 维持评级

分析师: 李国洪 邮箱: liguohong@chinastock.com.cn 电话: 010-66568876 执业证书编号: S0130207091551

1. 事件

2010年4月29日公司公告一季度报告: 按国际财务报告准则公司股东应占利润为人民币157.85亿元, 按中国企业会计准则计算的净利润为人民币157.68亿元, 每股基本盈利人民币0.182元, 比上年同期增长40.14%。

2. 我们的分析与判断

(一)、受成品油价格不到位影响一季度业绩增长低于预期, 天然气、烯烃增长较快

表1: 公司2010年第一季度主要生产经营情况如下表:

生产经营数据	单位	截至3月31日止3个月期间		同比变动
		2010年	2009年	(%)
勘探及开采				
原油产量	万吨	1,038.06	1,039.56	(0.14)
天然气产量	亿立方米	27.94	19.82	40.97
原油实现价格	人民币元/吨	3,315.94	1,599.01	107.37
天然气实现价格	人民币元/千立方米	1006.53	961.53	4.68
炼油(注1)				
原油加工量	万吨	4,950.41	4,111.01	20.42
汽煤柴产量	万吨	2,948.84	2,572.26	14.64
柴油	万吨	1,799.58	1,538.40	16.98
煤油	万吨	287.05	218.21	31.55
化工轻油产量	万吨	850.32	577.29	47.30
轻油收率	%	75.75	74.93	0.82个百分点
综合商品率	%	94.80	93.66	1.14个百分点
营销及分销				
国内成品油总经销量	万吨	3,283.82	2,642.83	24.25
直销量	万吨	775.94	505.30	53.56
批发量	万吨	489.30	400.80	22.08
化工(注4)				
乙烯产量	万吨	202.80	148.80	36.29
合成树脂产量	万吨	291.67	241.60	20.72
合成橡胶产量	万吨	24.01	19.83	21.08

资料来源: 公司公告

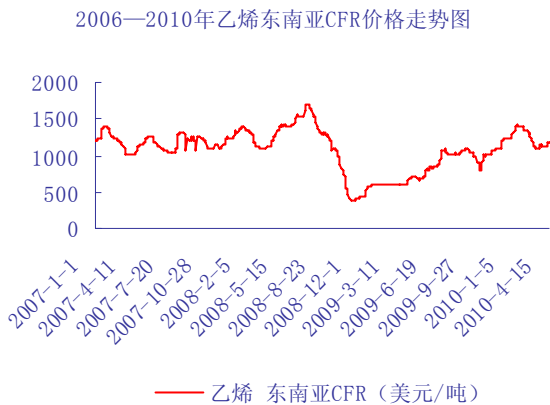
2010 年一季度公司原油产量 1038.06 万吨，同比减少 0.14%，天然气产量 27.94 亿立方米，同比增长 40.97%，原油加工量 4950.41 万吨，同比增长 20.42%。一季度公司境内成品油经销量 3283.82 万吨，同比增长 24.25%；加油站总量增长 0.33%。2010 年一季度公司乙烯和合成树脂产量分别为 202.80 万吨和 291.67 万吨，同比分别增长 36.29% 和 20.72%。天然气产量、原油加工量和乙烯产量均实现大幅度增长。一季度天津乙烯项目顺利投产和运行。

影响一季度业绩没有达到预测值的主要原因是成品油价格不到位。按《石油价格管理办法》本应于 1-2 月上调成品油价格，但发改委迟迟推后，在 3 月份国际油价再次超过调价标准后 4 月 14 日才终于上调国内成品油价。因发改委调价不到位影响公司利润 105 亿元（3283.82*320），相当于每股收益 0.12 元。好在 4 月 14 日发改委调价汽柴油每吨上涨 320 元，消除了原油价格上涨对炼油的不利局面，使得炼油毛利得以恢复。因此 2 季度业绩不会受调价时滞影响，会明显好于一季度。

（二）、烃及衍生物带动化工业务盈利高增长

因烃类下游产品近期涨价幅度远高于原料石脑油价格涨幅，目前乙烯、丙烯等烃及衍生物 EBIT 已经高达 4000 元/吨，烃及衍生物打开了石化行业盈利空间，如同 2003 年的扬子石化一样，烯烃会带动芳烃等烃及衍生物价格上涨，从而使三大合材料毛利高涨，目前三大合成材料价格已经上涨至历史最高水平的 85% 左右，而原料原油、石脑油价仅为历史最高水平的 60%，毛利显然已经明显上升，我们认为烃及衍生物带动的三大合成材料高盈利状况将会持续 1-2 年，历史上每次烃类复苏都有 2 年左右时间。受全球经济好转，化工出口持续上升，公司大幅上调 2010 年乙烯计划产量达 869 万吨，较 09 年 671.3 万吨增长 29.45%。公司全力以赴拓展化工产品市场，推进与客户的技术合作联盟，在满足客户需求的同时，疏通公司产品销路，取得了良好效果；加强产销研结合，针对客户需求积极调整产品结构；加大新产品开发力度；加强精细管理，提高装置运行效率，化工产品总经销量和产品价格持续高增长，超出了市场预期。

图 1：国际乙烯价格趋势



资料来源：百川资讯

图 2：国际丙烯油价格趋势



资料来源：百川资讯

图 3: 国际原油价格趋势

2006—2010年原油WTI价格走势



资料来源: 百川资讯

图 4: 国际石脑油价格趋势

2006—2010年国际石脑油价格走势



资料来源: 百川资讯

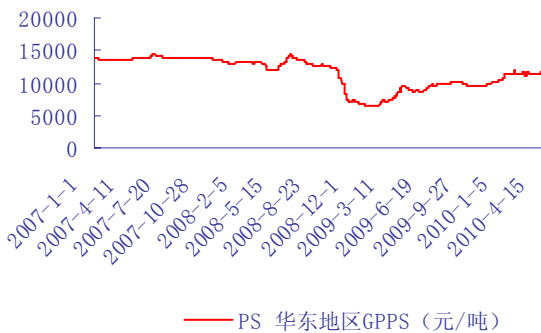
(三)、三大合成材料毛利迅速扩张

随着全球经济的好转, 三大合成材料需求迅速增长, 全球大型石化公司在垄断条件下石化中间体报价纷纷上升, 三大合成材料价格已经上涨至历史最高水平的 80%左右, 而原料原油、石脑油价仅为历史最高水平的 55%, 三大合成材料毛利迅速扩张。

基于通货膨胀处于温和水平、经济逐渐复苏和市场信心提升等因素, 处于产业链中上游的石油和化工产品今年将进入新一轮价格上涨周期。从行业数据看, 石化产品的价格已经呈现出上涨趋势。在中国化工网重点监测的约 70 种石化产品中, 价格 1 月份环比上涨的占比达 68.7%, 2 月份环比上涨的占比达 62.5%。在中国石化协会跟踪的 178 种产品中, 价格 1 月份环比上涨的占比达 69.7%, 2 月份环比上涨的占比达 60.1%, 3-4 月继续呈现上涨态势。

图 5: PS 价格趋势

2006—2010年PS华东地区GPPS价格走势



资料来源: 百川资讯

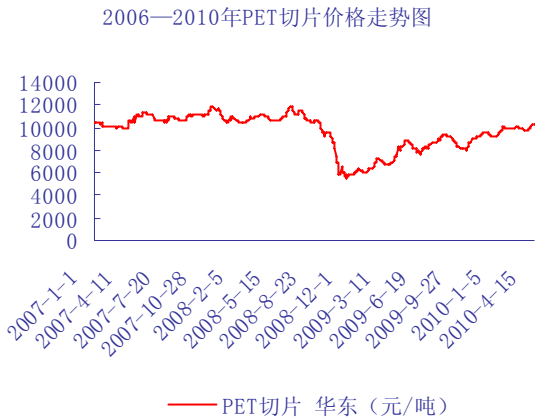
图 6: 丁苯橡胶价格趋势

2006—2010年丁苯橡胶价格走势



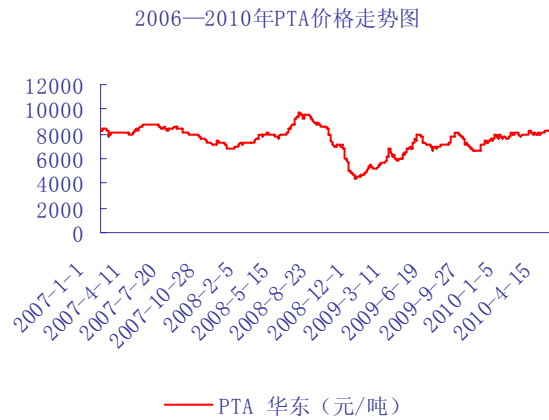
资料来源: 百川资讯

图 7: PET 价格趋势



资料来源: 百川资讯

图 8: PTA 价格趋势



资料来源: 百川资讯

(四)、环保要求与城镇化推动天然气消费高增长, 管输费已经上涨如果气价改革公司受益较大

天然气是最清洁的能源之一, 其单位热值C排放量要远远小于煤炭和石油, 要减排C就必需改变一次能源结构, 目前我国天然气消费占一次能源消费总量还不到4%, 远低于美国的26%、西方七大工业国(G7)的25%、经合组织的25%, 也低于世界平均24%的水平。因此中国在低C经济要求和天然气比重严重偏低情况下, 将会尽一切力量推动天然气开发与应用, 中国天然气将迎来快速增长时期。

我国天然气从2000年已进入快速发展期, 随着城市化率水平提高, 预计这一进程将会持续到2050年左右, 年均增速10%左右。随着需求增长, 天然气将由目前的供需基本平衡转为短缺, 预计2010年天然气供需缺口为300亿立方米左右, 进口占比约20%, 2015年缺口为500亿立方米, 2020年缺口将达到900亿立方米。目前工业用天然气出厂价仅为原油价格的33%, 而成熟市场经济国家天然气与原油比价通常在0.65-0.80之间。天然气价格改革符合我国资源价格改革大方向, 同时目前国内经济复苏和通胀压力较小都为价格改革提供了良好的宏观环境。从长期角度看, 气改是必然会进行的, 一旦气改公司受益较大(管输费已经上涨)。中国石化2010年一季度天然气产量27.94亿立方米, 同比增长40.97%

(五)、资源税改是利好

石油资源税改是指改从量计征为从价计征, 由于石油已经提前执行了特别收益金征收, 在40美元/桶以上开始征缴, 因此, 石油资源税改将提高原来起征点, 按目前国际油价来看, 起征点提高到60美元/桶较为合理, 随着起征点的提升, 资源税要比特别收益金要少, 故资源税改对油企是利好。

(六)、因进口原料晚到, 在中位小幅走高的国际油价对公司更为有利

近期EIA、IEA、OPEC全球三大能源机构对2010年全球石油需求预测增量纷纷调高, 对今后两年全球原油需求的回升均持乐观态度。EIA在其3月份的短期能源展望报告中指出, 今年全球石油日需求量或将增加147万桶, 至8557万桶, 增幅1.7%, 这一数字较2月份的预测数字上调了21万桶, 增幅为0.2%, 这也是EIA连续第二个月上调原油需求。OPEC预计, 2010年全球原油日均需求将增加90万桶, 较其2月份的预期上调了10万桶。IEA也上调了2010年全球石油需求增幅, 日需求量为较去年增加160万桶。这三家研究机构的报告均指出, 需求的回升绝大部分来自于非OECD国家, 其中美国、中国对于未来原油的需求回升起到了至关重要的作用。

作为全球最大的原油消费国以及此次金融危机的发源地, 美国的经济复苏进程也已经步入正轨。虽然近期美国公布的经济数据良莠不齐, 但是就业市场的企稳以及消费信贷的回升表明, 拉动美国经济增长的消费环节存在持续回暖

的动力。在经济复苏带动原油需求回升的刺激下，美国的原油及成品油库存逐日下降，随着美国原油传统春夏季消费旺季的临近，后期库存将得到进一步消化，这将在很大程度上支撑未来油价的上涨。在经历了严重的金融危机之后，中国去年圆满完成了GDP“保8”任务，在刚刚结束的两会上，国务院总理温家宝在政府报告中指出，今年仍将维持GDP增长8%的计划，这也表明了中国政府有决心维持国内经济健康稳定发展，而这将保证中国对于包括原油在内的大宗商品需求的增加。

因此，从宏观经济层面来看，随着未来中美两国经济复苏的推进，对于原油和石化产品的需求将逐步增加，特别是由于中国正处于重化工业阶段，石油及制品需求增长更快。

表 2: 全球三大能源机构石油需求预测 (百万桶/日)

	EIA	IEA	OPEC	平均
2009 年世界石油需求	84.1	84.8	84.31	84.40
2010 年世界石油需求	85.57	86.4	85.21	85.73
增量	1.47	1.6	0.90	1.33
增幅	1.75%	1.89%	1.07%	1.58%

资料来源: EIA, IEA, OPEC

由于公司主要原料来自中东地区，购买后 3 个月后才能加工成其它产品销售，当前国际油价在中位小幅时，要过 2-3 个月才能传导到下游，公司相当于使用 2-3 个月以前的低成本原料，故在中位小幅走高的原料十分有利于公司毛利和业绩提升，公司因进口原油因晚到受益明显。

3. 投资建议

虽然受成品油调价时滞影响公司一季度盈利低于预期，但下游复苏和垄断已经推动三大合成材料盈利高涨，目前乙烯 EBIT 达到 4000 元左右，我们判断烯烃将带动石化行业于 2010 年上半年提前进入景气周期。中国石化因为勘探技术进步进入油气田发现高峰期，油气储量不断增长。目前国际油价正处于公司最佳盈利区间附近，公司天然气业务增长较快，管输费已经上涨，如果气价改革公司受益较大。另外，公司化工业务超预期，资源税改变利空为利好，我们对公司 2010-2011 年盈利预测为 1.02 元、1 元和 1.2 元保持不变；维持推荐评级。

表 3: 中国石化 (600028) 财务报表预测 (百万元)

资产负债表					利润表				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	-2325.00	15468.10	156427.40	268428.86	营业收入	1345052.00	1546809.80	1747895.07	1957642.48
应收和预付款项	36770.00	66467.12	50480.20	80427.14	营业成本	1035815.00	1175266.09	1351122.89	1507384.71
存货	141611.00	86541.74	175749.83	116876.62	营业税金及附加	132884.00	152816.60	172682.76	193404.69
其他流动资产	856.00	856.00	856.00	856.00	营业费用	27635.00	31780.25	35911.68	40221.08
长期股权投资	33503.00	33503.00	33503.00	33503.00	管理费用	46726.00	53734.90	60720.44	68006.89
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	7016.00	10153.18	6617.57	3620.06
固定资产	584968.00	569693.60	544419.20	509144.80	资产减值损失	7453.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	37025.00	34129.70	31234.40	28339.10	投资收益	3589.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	8073.00	4932.50	1792.00	1792.00	公允价值变动损益	-365.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	840481.00	811591.76	994462.03	1039367.53	其他经营损益	-10545.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	65900.00	5713.82	0.00	0.00	营业利润	80202.00	123058.78	120839.73	145005.05
应付和预收款项	207806.00	146808.85	244763.14	180914.86	其他非经营损益	-126.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	145828.00	145828.00	145828.00	145828.00	利润总额	80076.00	123058.78	120839.73	145005.05
其他负债	20362.00	20362.00	20362.00	20362.00	所得税	16076.00	30764.70	30209.93	36251.26
负债合计	439896.00	318712.67	410953.14	347104.86	净利润	64000.00	92294.09	90629.80	108753.79
股本	86702.00	86702.00	86702.00	86702.00	少数股东损益	2710.00	3908.08	3837.61	4605.04
资本公积	38202.00	38202.00	38202.00	38202.00	母公司股东净利润	61290.00	88386.01	86792.19	104148.74
留存收益	252278.00	340664.01	427456.21	531604.95	基本每股收益	0.707	1.019	1.001	1.201
母公司股东权益	377182.00	465568.01	552360.21	656508.95					
少数股东权益	23403.00	27311.08	31148.68	35753.73	财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
股东权益合计	400585.00	492879.09	583508.89	692262.67	营收增长率	-7.37%	15.00%	13.00%	12.00%
负债和股东权益	840481.00	811591.76	994462.03	1039367.53	EBIT 增长率	150.17%	53.55%	-4.32%	16.61%
					净利润增长率	145.07%	44.21%	-1.80%	20.00%
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E	销售毛利率	22.99%	24.02%	22.70%	23.00%
净利润	64000	92294	90630	108754	销售净利率	4.76%	5.97%	5.19%	5.56%
折旧与摊销	45853.0	65837.1	67666.5	68581.5	ROE	16.25%	18.98%	15.71%	15.86%
经营现金流	159136.00	188132.46	253290.69	215621.52	ROIC	15.94%	21.42%	14.83%	18.88%
投资现金流	-115125.00	-100000.00	-100000.00	-100000.00	PE	16.76	11.62	11.84	9.86
融资现金流	-41929.00	-70339.36	-12331.39	-3620.06	P/S	0.76	0.66	0.59	0.52
现金净变动	2082.00	17793.10	140959.30	112001.46	P/B	2.72	2.21	1.86	1.56
EBITDA	137269.00	254522.16	258767.50	286794.81	EV/IC	2.39	1.87	1.80	1.63
NOPLAT	69466.50	99908.97	95592.98	111468.83	EV/EBITDA	8.14	4.74	4.12	3.35

资料来源: 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

石油化工行业分析师，覆盖股票范围：

港股： 中国石油（0857.HK）、中国石化（0386.HK）

A 股： 中国石油（601857.SH）、中国石化（600028.SH）、浙江龙盛（600352.SH）、三友化工（600409.SH）、四川美丰（000731.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908