

石油加工

芮定坤 S0960109074123

010-63222951
ruidingkun@cjis.cn

芮定坤 S0960109074123

010-63222951
ruidingkun@cjis.cn

6-12个月目标价: 12.50元

当前股价: 9.88元
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2835.28
总股本(百万)	86703
流通股本(百万)	86703
流通市值(亿)	8566
EPS (TTM)	0.76
每股净资产(元)	4.62
资产负债率	53.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国石化	-1.18	-12.14	-16.76
上证综合指数	-1.23	-5.61	-8.96



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

中国石化

600028

推荐

估值低, 可以关注股息收益率

投资要点:

- 1 季度 EPS 约 0.18, 同比增长 40%, 基本符合我们 0.2 的预测。
- **4 板块分析: 上游:** 经营利润同比增加 1 倍以上, 主要由于高油价 (实现油价约 66 美元/桶), 成本变动不大, 天然气销量增加也是原因之一。
- **炼油:** 经营利润约 14.6 亿, 对应约 0.6 美元/桶, 和 09 年 4 季度大概相同, 4 月 14 日成品油上调后炼油静态增加毛利 3.3 美元/桶, 考虑到成本增加, 估计 4 月经营利润 1-2 美元/桶。
- **销售:** 每吨的经营利润约 197 元, 是 09 年 2 季度以来最低的。
- **化工:** 经营利润约 56.8 亿, 翻了一倍, 1 方面是产量增长了 (乙烯产量同比增加 30%), 另 1 方面是 1 季度化工毛利率提高, 原因之前我们已经分析过, 由于伊朗天气问题和亚洲集中检修有效产能减少, 我们维持观点: 预计 10 年化工盈利前高后低, 1、2 季度对盈利贡献大。
- 营业收入环比变动不大的情况下, 应收票据和帐款比 09 年底增加了 400 亿, 我们认为这中间有些收入和对应的利润应该是在 1 季度实现但短期未进入报表的。
- 石油石化 1 季度和 4 月都跑输大盘, 基本符合我们今年以来的观点: 我们在 1 季度策略报告里提出: “4、5 月由于存在年报、季报行情, 小盘股相对大盘股的收益率溢价仍然不支持蓝筹行情”, 对于原因我们分析过主要是估值认同和大盘股整体缺乏系统性机会。
- **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, 短期股价大幅下跌后向下的风险已经很小, 估值只有 13 倍, 预期股息收益率也已经提高到可以接受的程度 (2%-3%, 具有债券的属性了), 长期投资者可以考虑适当配置, 但从行业的角度, 短期缺乏股价刺激因素, 投资机会需等待天然气涨价、成品油机制宣布微调等行业事件的推动。如果市场形成大盘股估值整体提高, 也有一定的机会。

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	13	11
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、1 季度分析

毛利率相对较低，主要是炼油同比下降的比较多。

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	10-1Q
营业收入	332,010	402,773	412,614	304,704	228,585	305,440	359,423	451,604	438,209
减：营业成本	295,510	384,168	380,351	266,754	166,444	222,881	277,788	368,702	358,379
毛利率	11.00%	4.60%	7.80%	12.50%	27.20%	27.00%	22.70%	18.40%	18.22%
税金及附加	13,737	14,714	18,710	9,638	28,358	33,160	35,393	35,973	36,291
减：营业费用	5,632	6,253	6,224	6,858	5,509	6,546	7,929	7,651	6,910
减：管理费用	9,110	9,611	10,218	11,978	9,565	10,522	12,881	13,758	12,060
减：财务费用	765	2,893	3,048	2,017	2,281	1,600	1,854	1,281	1,433
资产减值损失	9,012	7,067	-4,127	4,665	-38	216	421	6,854	480
营业利润	-435	-23,349	-2,460	178	14,754	29,245	22,231	13,972	21,012
营业外收入	7,452	26,313	11,928	5,698	154	270	145	706	416
营业外支出	183	282	250	384	201	454	227	519	170
利润总额	6,834	2,682	9,218	5,492	14,707	29,061	22,149	14,159	21,258
减：所得税	190	-89	2,577	-4,567	3,050	6,068	4,964	1,994	4,658
净利润	6,644	2,771	6,641	10,059	11,657	22,993	17,185	12,165	16,600
少数股东损益	-57	133	-1,662	-1,988		993	661	59,636	832
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	15,768
基本每股收益	0.08	0.03	0.1	0.14	0.13	0.25	0.19	0.13	0.18

资料来源：中投证券研究所

营业收入环比变动不大的情况下，应收票据和帐款比 09 年底增加了 400 亿，我们认为这中间有些收入和对应的利润应该是在 1 季度实现但短期未进入报表的。

表 2 应收增加较多 单位：百万元

	10 年 3 月 31 日	09 年 12 月 31 日	同比增加	增幅 (%)
应收票据	6,596	2,110	4,486	212.61
应收帐款	45,336	26,592	18,744	70.49
其他应收款	21,269	4,454	16,815	377.53

资料来源：中投证券研究所

二、4 个业务板块分析

1、上游:

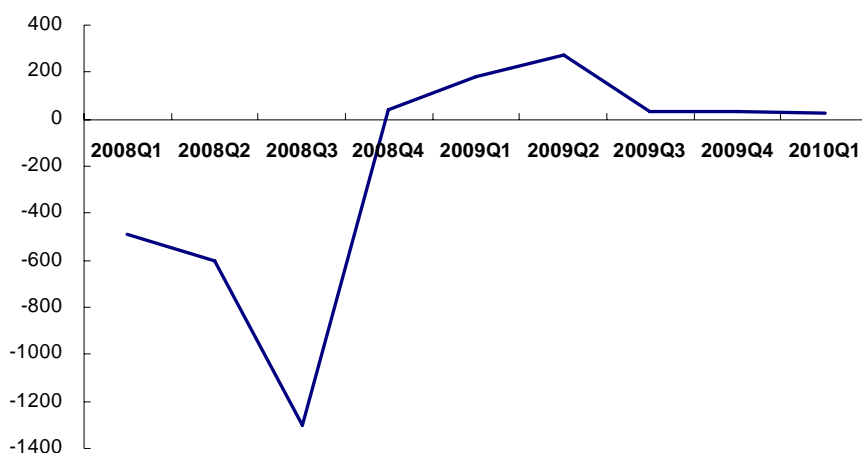
经营利润同比增加 1 倍以上，主要由于高油价（实现油价约 66 美元/桶），成本变动不大，天然气销量增加也是原因之一。

2、炼油

经营利润约 14.6 亿，对应约 0.6 美元/桶，和 09 年 4 季度大概相同，4 月 14 日成品油上调后炼油静态增加毛利 3.3 美元/桶，考虑到成本增加，估计 4 月经营利润 1-2 美元/桶。

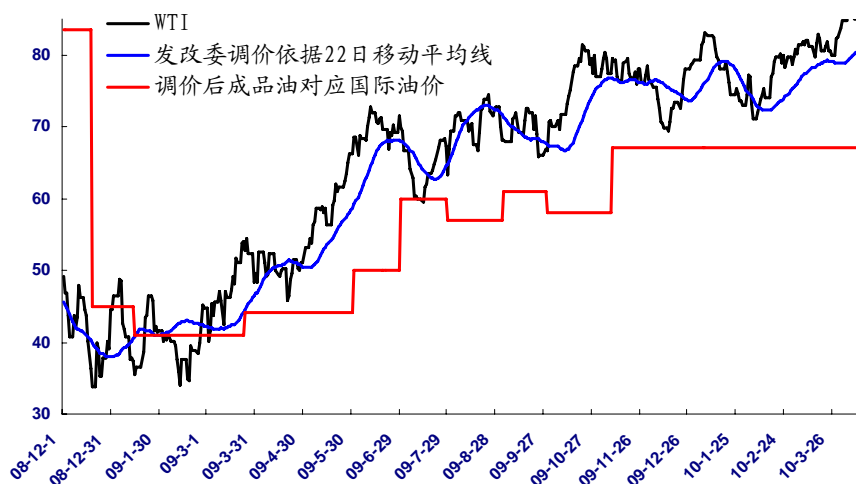
公司计划 10 年原油加工量 2.03 亿吨，同比增加 11%。

图 1 中国石化历史炼油经营利润 单位：元/吨



资料来源：中投证券研究所

图 2 国家发改委调价后对应的油价情况 单位：百万元

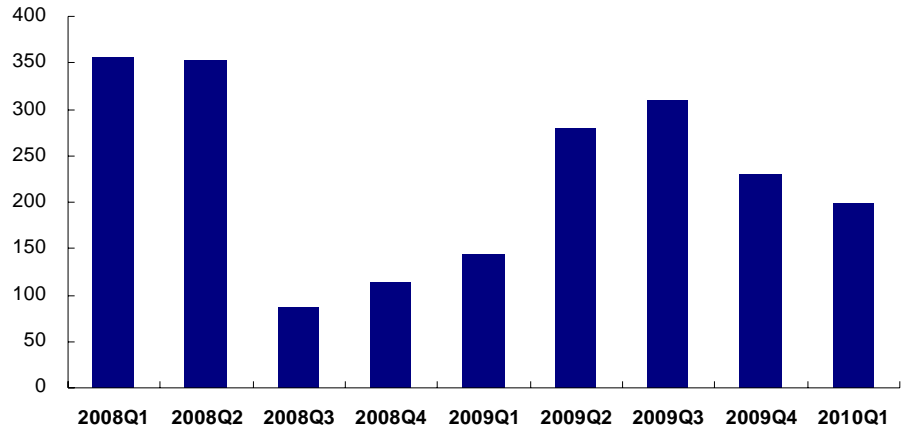


资料来源：中投证券研究所

3、销售

每吨的经营利润约 197 元，是 09 年 2 季度以来最低的，国内的成品油销售由于供给增加压力变大，这个我们以前已经分析过了，不过如果国 3 标准严格实行，对销售的利润有一定好处。

图 3 销售板块每吨成品油销售的经营利润 单位：元/吨



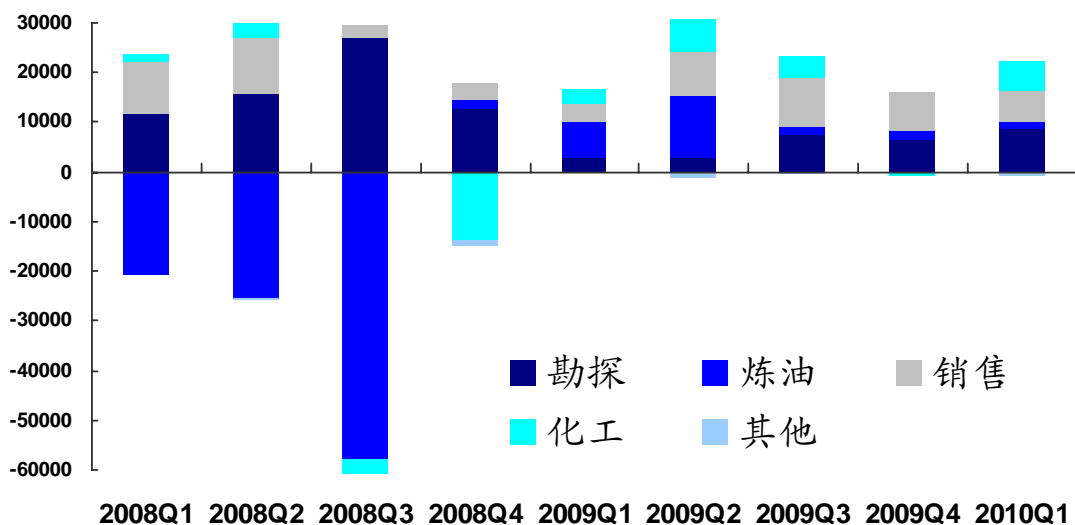
资料来源：中投证券研究所

4、化工业务

经营利润约 56.8 亿，翻了一倍，1 方面是产量增长了（乙烯产量同比增加 30%），另 1 方面是 1 季度化工毛利率提高，原因之前我们已经分析过，由于伊朗天气问题和亚洲集中检修有效产能减少，我们维持观点：预计 10 年化工盈利前高后低，1、2 季度对盈利贡献大。

最后是 4 个业务盈利图：

图 4 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、投资建议：推荐

石油石化 1 季度和 4 月都跑输大盘，基本符合我们今年以来的观点：我们在 1 季度策略报告里提出：“4、5 月由于存在年报、季报行情，小盘股相对大盘股的收益率溢价仍然不支持蓝筹行情”，对于原因我们分析过主要是估值认同和大盘股整体缺乏系统性机会。

投资建议上维持对于 10、11 年 EPS0.78 和 0.85 的判断，给与推荐的评级，短期股价大幅下跌后向下的风险已经很小，预期股息收益率也已经提高到可以接受的程度（10 元的股价，只要分红有 25%左右 0.2 元/股的话，股息收益率也有 2%），长期投资者可以考虑适当配置，但从股价的角度，短期缺乏股价刺激因素，投资机会需等待天然气涨价、成品油机制宣布微调等行业事件的推动。如果市场形成大盘股估值整体提高，也有一定的机会。

盈利预测见下：

表 3 中石化盈利预测模型

单位: 百万元

	2007	2008	2009	2010E	2011E
部门收入	2,131,989	2,766,342	2,291,776	2,633,215	2,841,693
勘探	127,910	177,796	106,350	153,644	177,539
炼油	651,927	813,633	699,662	860,517	936,951
销售	662,393	806,017	879,804	810,958	893,652
化工	233,442	234,877	165,548	220,836	232,052
公司总部	456,317	734,019	440,411	587,260	601,500
减: 部门间抵扣	(958,120)	(1,346,021)	(1,007,035)	(1,262,686)	(1,358,022)
其他收入	35,837	41,620	27,043	26,513	30,228
收入合计	1,214,606	1,502,443	1,311,784	1,397,041	1,513,900
销售成本	(983,079)	(1,289,734)	(1,075,934)	(1,063,583)	(1,163,005)
折旧和摊销	(43,315)	(45,842)	(50,997)	(52,108)	(52,780)
勘探费用	(11,105)	(8,310)	(10,500)	(11,000)	(12,000)
管理销售费用、税金其他	(91,243)	(130,432)	(86,700)	(172,076)	(180,003)
经营收益 (EBIT)					
勘探	48,766	66,569	19,644	41,944	50,065
炼油	(10,452)	(61,538)	23,077	8,985	11,105
销售	35,727	38,209	30,300	29,670	33,218
化工	13,306	(13,102)	13,615	19,875	13,923
公司总部	(1,483)	(2,014)	(2,205)	(2,200)	(2,200)
经营收益合计	85,864	28,124	84,431	98,274	106,111
融资成本净额	(8,101)	(4,776)	(7,234)	(8,882)	(9,219)
投资收益	1,657	390	2,000	500	500
应占联营合营公司的损益	4,044	579	1,371	1,200	1,200
除税前正常业务利润	83,464	24,317	80,568	91,092	98,592
所得税	(24,722)	1,883	(16,114)	(20,496)	(22,676)
除税后正常业务利润	58,742	26,200	64,454	70,597	75,916
少数股东权益	(2,210)	3,569	(707)	(2,561)	(2,210)
净利润	54,942	29,769	61,663	68,036	73,706
每股收益	0.63	0.34	0.71	0.78	0.85

资料来源: 中投证券研究所

四、主要经营数据

表 4 中石化年度经营数据

	单位	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	同比	
原油产量								
原油产量	百万桶	74	75	76	76	74	-0.1%	-2.9%
天然气产量	亿立方米	20	21	21	23	28	41.0%	18.9%
原油实现价格	RMB/吨	1599		2183		3316	107.4%	
天然气实现价格	RMB/千立方	962		960		1007	4.7%	
炼油								
原油加工量	百万吨	41	46	47	48	50	22.2%	2.6%
汽煤柴产量	百万吨	25	29	30	30	29	16.5%	-1.9%
汽油	百万吨	8	9	9	9	9	7.9%	-2.7%
柴油	百万吨	15	17	18	18	18	18.8%	-1.7%
煤油	百万吨	2	2	3	3	3	31.5%	-0.7%
化工轻油	百万吨	6	6	7	8	9	47.7%	12.5%
销售								
成品油销量	百万吨	26	31	32	34	33	24.3%	-4.7%
零售	百万吨	17	20	20	21	20	16.2%	-4.9%
直销	百万吨	5	6	6	8	8	53.6%	-4.2%
批发	百万吨	4	5	6	5	5	22.1%	-4.6%
化工								
乙烯产量	千吨	1488	1485	1768	1972	2028	36.3%	2.8%
合成树脂产量	千吨	2400	2338	2670	2879	2917	21.5%	1.3%
合成橡胶产量	千吨	198	211	231	244	240	21.1%	-1.6%
合纤单体聚合物	千吨	1723	1999	2007	2070	2133	23.8%	3.0%
合成纤维	千吨	315	314	338	335	327	3.7%	-2.5%
尿素	千吨	362	530	510	350	487	34.6%	39.1%

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