

石油加工

署名人：芮定坤

S0960109074123

010-63222951

ruidingkun@cjis.cn

6-12个月目标价： 11.00元

当前股价： 8.67元

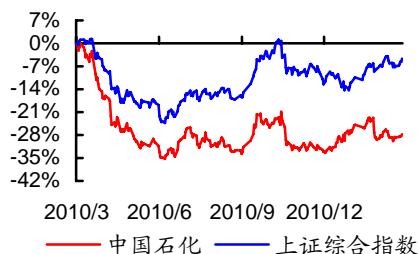
评级调整： 维持

基本资料

| | |
|-----------|---------|
| 上证综合指数 | 2977.81 |
| 总股本(百万) | 86703 |
| 流通股本(百万) | 86703 |
| 流通市值(亿) | 7517 |
| EPS (TTM) | 0.78 |
| 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 | 2.36 | 6.25 | 0.00 |
| 上证综合指数 | 3.45 | 5.03 | 0.00 |



相关报告

- 《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-参观中石化普光气田，看好4季度业绩》2010-11-7
- 《中国石化-海外油田产量并表，PB2倍相对安全》2010-10-29

中国石化 600028

推荐

大幅计提资产减值，未来关注成品油调价

投资要点：

- 2010年基本每股收益0.81元，基本符合我们0.84的预测。总资产增长85.2%，公司PB为1.8倍，对应ROE水平估值偏低。公司计提了约154亿的资产减值损失，为以后发展减轻了负担。
- **上游：**原油产量由2.79亿桶增至3.28亿桶，提高17.6%，天然气增长98.9%，主要是海外资产并入。剩余油气可采储量下降了2%。中石化在资源接替上仍然压力较大。
- **炼油：**原油加工量由1.4亿吨增至2.1亿吨，炼油毛利290.5元/吨，息税前净利1.5美元/桶，总体来说是很好的，预计11、12年总体上炼油利润下降的可能大，当然还要看国家成品油机制的改革进度和方案。
- **销售：**成品油总经营量增加41.9%到1.49亿吨，10年国内成品油表观消费量同比增长11.4%，因此未来短期不会出现供给过剩的问题。
- **化工：**生产乙烯905.9万吨，同比增长34.9%。国内合成树脂、合成纤维、合成橡胶表观消费量同比分别增长9.4%、12.9%和11.8%，乙烯增长11.8%。11、12年我们预计化工板块的业绩会比较好。
- 公司确定“十二五”主要目标是：2015年境内原油产量达到4,350~4,500万吨、天然气达到200~240亿立方米；原油加工量2.55亿吨；乙烯产能1,250~1,350万吨/年，化工产品经营总量达到5,500-6,000万吨。以此看来，未来5年中石化量的增长还有约40%以上。
- **投资建议：**预测11和12年EPS分别为0.93和0.97元。我们认为从PB的角度估值偏低，建议长期投资者买入，海外资产注入和成品油机制的微调会是公司的股价催化剂。目标价11元。

风险提示：成品油机制执行不严格。

主要财务指标

| 单位：百万元 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E |
|---------------|-----------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 1,311,784 | 1913182 | 2100153 | 2291145 |
| 同比(%) | -12.7% | 42% | 10% | 9% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 61,663 | 70713 | 80631 | 84099 |
| 同比(%) | 107.1% | 13% | 14% | 4% |
| 毛利率(%) | 23.0% | 19.7% | 17.5% | 9.1% |
| ROE(%) | 16.2% | 16.8% | 16.0% | 15.0% |
| 每股收益(元) | 0.34 | 0.82 | 0.93 | 0.97 |
| P/E | 33.47 | 10.68 | 9.37 | 8.98 |
| P/B | 2 | 1.79 | 1.60 | 1.40 |
| EV/EBITDA | 6.7 | 6 | 5 | 5 |

资料来源：中投证券研究所

一、2010年主要经营数据

上游：

原油产量由 2.79 亿桶增至 3.28 亿桶，提高 17.6%，天然气增长 98.9%，主要是海外资产并入。剩余油气可采储量下降了 2%。中石化在资源接替上仍然压力较大。

表1 中石化 2010 年主要经营数据上游

| | 单位 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | | 同比 |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|--|-------|
| 原油产量 | | | | | | | | | |
| 原油产量 | 百万桶 | 279 | 285 | 292 | 297 | 330 | 330 | | 0.05% |
| 天然气产量 | 亿立方米 | 65 | 75 | 82 | 85 | 85 | 125 | | 47.1% |

资料来源：中投证券研究所

注1 包含境外份额油产量；国内原油 1 吨=7.1 桶，海外原油 1 吨=7.27 桶 1 立方米=35.31 立方英尺

注2 原油加工数据包含凝析油和重质油，2009 年数据进行了追溯调整；1 吨=7.35 桶

注3 国内合资公司产品产量按 100%口径统计。

炼油销售：

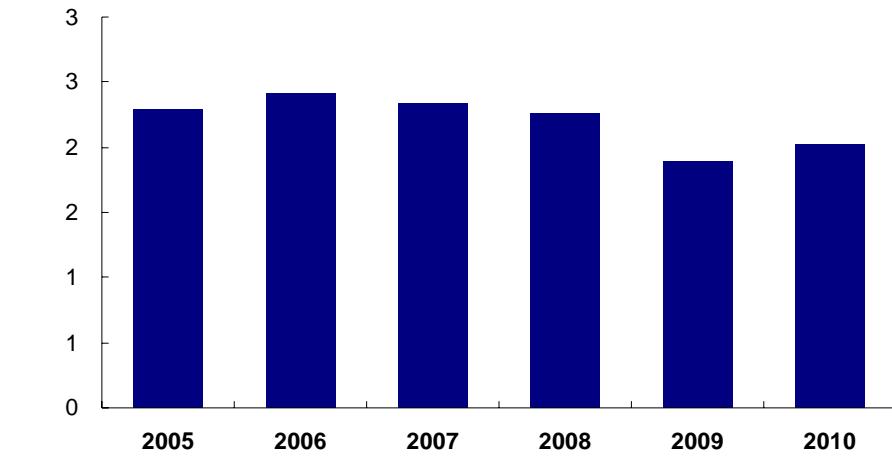
原油加工量由 1.4 亿吨增至 2.1 亿吨，炼油毛利 290.5 元/吨，息税前净利 1.5 美元/桶，总体来说是很好的，预计 11、12 年总体上炼油利润下降的可能大，当然还要看国家成品油机制的改革进度和方案。

表2 中石化 2010 年主要经营数据炼油销售

| 炼油 | 单位 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | | 同比 |
|-----------|-----|-------|-------|-------|-------|------|------|--|-------|
| 原油加工量 | 百万吨 | 139.9 | 146.3 | 155.6 | 168.8 | 187 | 211 | | 13.2% |
| 汽油 | 百万吨 | 23.0 | 23.0 | 24.7 | 29.1 | 34 | 36 | | 4.2% |
| 柴油 | 百万吨 | 54.9 | 57.9 | 60.1 | 68.8 | 69 | 76 | | 10.5% |
| 煤油 | 百万吨 | 6.6 | 6.4 | 8.3 | 8.0 | 10 | 12 | | 19.5% |
| 化工轻油 | 百万吨 | 21.1 | 22.7 | 23.5 | 23.0 | 27 | 35 | | 30.3% |
| 销售 | 单位 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | | 同比 |
| 成品油销量 | 百万吨 | 104.6 | 111.7 | 119.4 | 123.0 | 124 | 140 | | 13.3% |
| 零售 | 百万吨 | 63.5 | 72.2 | 76.6 | 84.1 | 79 | 88 | | 11.1% |
| 直销 | 百万吨 | 20.4 | 19.0 | 20.2 | 19.6 | 26 | 32 | | 26.5% |
| 批发 | 百万吨 | 20.7 | 20.6 | 22.6 | 19.3 | 20 | 20 | | 4.9% |

资料来源：中投证券研究所

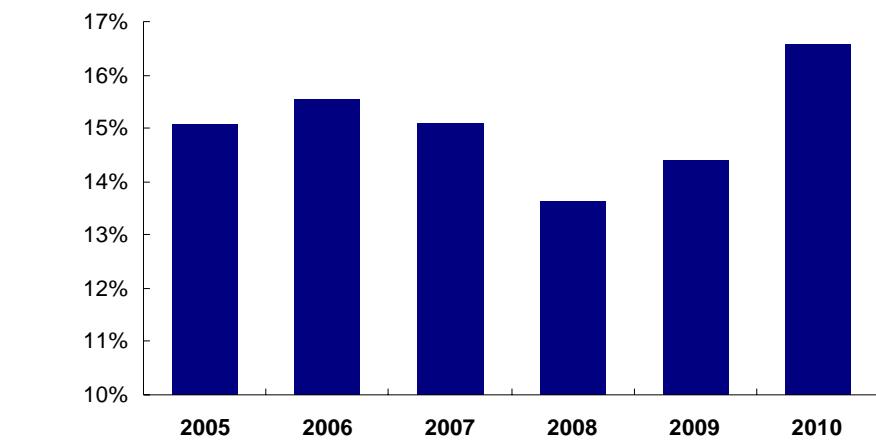
图 1 中石化的柴汽比



资料来源：中投证券研究所

化工轻油的比例提高到 17%，趋势上增加很多，主要也是因为重点发展下游化工乙烯丙烯芳烃产品。这是中国的“汽柴油供需平衡，化工供小于求”的供需结构决定的。

图 2 化工轻油占原油加工量的比例 单位：%



资料来源：中投证券研究所

化工:

生产乙烯 905.9 万吨，同比增长 34.9%。国内合成树脂、合成纤维、合成橡胶表观消费量同比分别增长 9.4%、12.9% 和 11.8%，乙烯增长 11.8%。11、12 年我们预计化工板块的业绩会比较好。

尿素减少 30%，未来中石化约 363 万吨产能（占国内总产能 6%）会慢慢退出尿素行业，主要是这 1 块毛利率不高，国内产能过剩。金陵石化 40 万吨尿素装置、产能 60 万吨的镇海炼化尿素装置和产能 52 万吨的九江石化尿素装置已经先后关停。

表 3 中石化 2010 年经营数据化工板块数据

| 化工 | 单位 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | | 同比 |
|--------|----|------|------|------|------|-------|-------|--|--------|
| 乙烯产量 | 千吨 | 5319 | 6163 | 6534 | 6289 | 6713 | 9059 | | 34.9% |
| 合成树脂产量 | 千吨 | 7605 | 8619 | 9660 | 9590 | 10287 | 12949 | | 25.9% |
| 合成橡胶产量 | 千吨 | 626 | 668 | 800 | 834 | 884 | 967 | | 9.4% |
| 合成纤维 | 千吨 | 1570 | 1502 | 1417 | 1260 | 1301 | 1393 | | 7.1% |
| 尿素 | 千吨 | 1780 | 1609 | 1565 | 1649 | 1752 | 1223 | | -30.2% |

资料来源：中投证券研究所

二、投资建议

公司确定“十二五”主要目标是：2015 年境内原油产量达到 4,350~4,500 万吨、天然气达到 200~240 亿立方米；原油加工量 2.55 亿吨；乙烯产能 1,250~1,350 万吨/年，化工产品经营总量达到 5,500-6,000 万吨。以此看来，未来 5 年中石化量的增长还有约 40% 以上。

投资建议：预测 11 和 12 年 EPS 分别为 0.93 和 0.97 元。我们认为从 PB 的角度估值偏低，建议长期投资者买入，海外资产注入和成品油机制的微调会是公司的股价催化剂。目标价 11 元。

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

芮定坤，中投证券研究所石油化工、基础化工行业分析师，化工组组长。清华大学化工系学士、清华大学 MBA。2008 年加入中投证券，2010 年获得新财富最佳分析师石化行业第 4 名，2009、2010 年证券市场周刊最佳分析师水晶球奖第 4 名。

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。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：518048
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