

公司点评 中国石化 (600028)

► 2009 年 2 月 6 日

一季度业绩可能低于预期

中性 维持评级

分析师: 李国洪 邮箱: liguohong@chinastock.com.cn 电话: 010-66568876

1. 事件

2 月 5 日国际油价回落, 西德州轻油 (WTI) 收于每桶 40.32 美元, 下跌 0.46 美元。

2. 我们的分析与判断

(一)、公司勘探板块 09 年一季度盈利 124 亿元左右

中国石化勘探板块 09 年一季度预计可生产 8882 万桶油气当量 (石油与天然气), 按 40 美元 WTI 油价折算, 每桶油气当量可销售 240 元人民币, 相当于 35.2 美元/桶 (因国产油略重于西德州轻油)。目前中石化勘探板块成本为 14.66 美元/桶, 相当于 100 元人民币/桶, 因此, 目前每桶油的利润为 140 元人民币, 故中国石化勘探板块一季度盈利为 $8882 \times 140 = 124$ 亿元。

(二)、公司炼油板块 09 年一季度盈利为 244 亿元左右

表 1: 中国石化一季度盈利预测表

	汽油产量 (万吨)	汽油价格 (万元/吨)	汽油收入 (亿元)	柴油产量 (万吨)	柴油价格 (万元/吨)	柴油收入 (亿元)	汽柴油总收入 (亿元)	汽柴油成本 (美元/桶)	万元/吨	汽柴油成本 (亿元)	汽柴油利润 (亿元)
12 月	242.00	0.698	168.92	573.00	0.652	373.60	542.51	42.04/0.754=55.76	0.3280	267.32	275.19
1 月	230.00	0.484	111.32	550.00	0.442	243.10	354.42	41.92/0.754=55.59	0.3270	255.06	99.36
2 月	230.00	0.464	106.72	550.00	0.422	232.10	338.82	42/0.754=55.70	0.3276	255.53	83.29
3 月	240.00	0.444	106.56	560.00	0.40	224.00	330.56	43/0.754=57.03	0.3354	268.32	62.24

资料来源: 中国银河证券整理

如上表所示, 2008 年 12 月中国石化汽油产量约为 242 万吨, 柴油产量约为 573 万吨, 考虑到金融危机和春节因素影响, 2009 年 1 月公司汽油产量为 230 万吨, 柴油产量为 550 万吨, 2 月虽没有长假, 但由于时间略少产量与 1 月基本相同, 汽油产量 230 万吨, 柴油 550 万吨。3 月汽柴油产量会基本恢复到 12 月水平, 即汽油 240 万吨, 柴油 560 万吨。由于 08 年年底和 09 年年初两次连续降价再加之 09 年初执行的费改税政策, 对中国石化来讲, 09 年一季度比 08 年四季度汽油价格实际下降了 2140 元/吨, 柴油价格实际下降了 2100 元/吨。由于汽柴油成本变化不大, 国际原油去年 12 月均价为 42.04 美元/桶, 今年 1 月均价为 41.92 美元/桶, 按 75.4%原油可转化为汽柴油计算, 12 月炼油成本为 3280 元/吨, 1 月炼油成本为 3270 元/吨。因此, 公司 09 年 1 月汽柴油利润为 99.36 亿元比 08 年 12 月利润 275.19 亿元明显减少。09 年 2 月由于国内外成品油价差和现行定价体制, 我们分析国内成品油价格下调 200 元/吨的可能性很大, 3 月份仍然可能再次下调油价, 故我们预计公司 09 年 2 月汽柴油可实现盈利 83.29 亿元, 3 月可实现利润 62.24 亿元, 一季度公司炼油板块盈利为 244 亿元左右。

(三)、化工业务多数产品毛利已经降至 0 附近或以下

如下表所示, 甲醇目前毛利为-27.3%, 醋酸毛利为-11%, BDO、DAP、纯碱等许多化工产品毛利处于亏损或盈亏平衡状态。受全球金融危机影响, 化工出口难度较大, 2-3 月不会明显好转, 因此, 中石化的化工业务也于一季度进入不盈利状态。

表 2: 化工产品多数处于亏损或盈亏平衡

产品 (元/吨)	目前价格	主营成本	目前毛利	单位毛利	合理毛利
纯碱	1200	1230	-2.5%	-30	15%
甲醇	1650	2100	-27.3%	-450	15%
醋酸	2550	2830	-11%	-280	15%
DAP	2950	2800	-5%	-150	15%
BDO	9300	10000	-8%	-700	15%
有机硅 DMC	18000	18000	0%	0	20%
黄磷	12000	11600	3%	400	15%
氨纶	40000	41000	-2%	-1000	15%
粘胶纤维	11600	12000	-3%	-400	15%
PVC	6300	5700	9.5%	600	15%
尿素	1700	1630	4%	70	15%

资料来源: 化工在线、中国银河证券整理

(四)、09 年一季度公司盈利在 0.08 元左右

如下表, 根据前述计算, 我们预测中国石化勘探板块 09 年一季度盈利 124 亿元, 炼油板块一季度盈利 244 亿元, 化工板块亏损 10 亿元, 销售业务盈利 0 亿元 (市场不好时公司会最大限度降低批零差以减少利润分流到系统外), 再扣除营业税及附加 110 亿元, 财务费用 8 亿元, 管理费用 92 亿元, 销售费用 56 亿元, 利润总额为 92 亿元, 扣除所得税后净利润为 69 亿元, 相当于每股收益 0.08 元。

表 3: 一季度盈利汇总

单位: 亿元、元/股

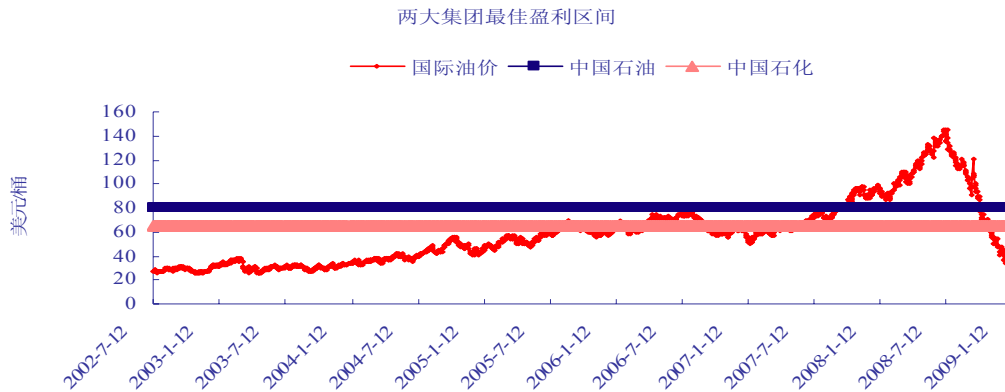
勘探盈利	炼油盈利	化工亏损	销售	营业税及附加	财务费用	管理费用	销售费用	利润总额	所得税	净利润	每股收益
124	244	-10	0	-110	-8	-92	-56	92	23	69	0.08

资料来源: 中国银河证券研究所

(五)、国际油价已经越来越远离公司最佳盈利区

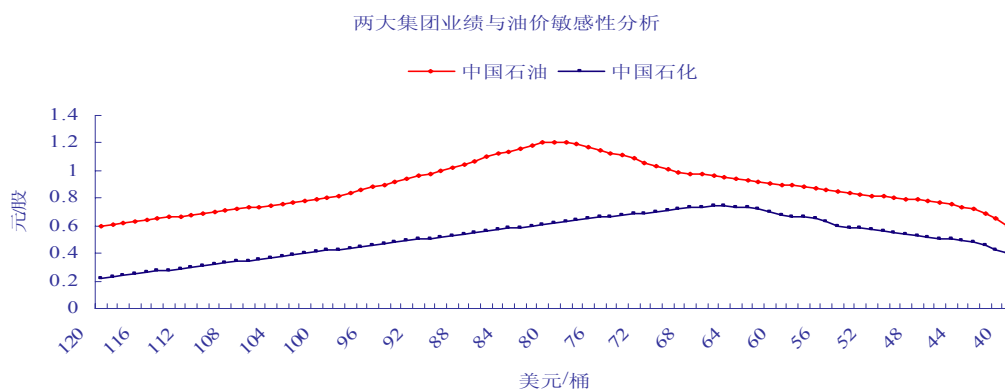
由于中国石化的最佳盈利区间在 60-70 美元, 40 美元的石油均价已经逐渐远离公司最佳盈利区间。最佳盈利区间计算比较复杂, 需要根据模型分产品不断试验促使综合毛利水平最高, 由于油价变化相应石化产品价格也会变化, 因此, 比较准确的最佳盈利区间还要调研不同油价时公司各事业部的具体盈利状况, 事实上公司有许多部门都在测算不同时期的最佳盈利区间, 我们此处给出的最佳盈利区间是根据调研与计算的综合结果。我们计算的结果比调研均值平均高 5 美元, 相差幅度在 6% 左右。即便将最佳盈利区间下调 5 美元, 即中国石化的最佳盈利区间在 55-65 美元, 离 40 多美元油价均价也较远。下图是我们根据模型计算出的油价波动与公司业绩敏感性分析, 如果油价长期维持在 40 多美元左右对中国石化较为不利。(中国石油亦同)

图 1：两大集团最佳盈利区间



资料来源：化工在线、中国银河证券整理

图 2：两大集团业绩与油价敏感性分析



资料来源：中国银河证券整理

3. 投资建议

尽管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，储量接替率持续上升，贷款利率下调促使财务成本下降等利好因素也不少，但目前国际油价已经远离其最佳盈利区间，低油价促使化工产品价格全面大幅下降已经使得化工业务出现亏损，而公司因为承担社会责任不能减员，在国内外较大成品油价差推动下发改委还会不断下调国内成品油价格，在低油价预期下我们预测公司 08-10 年 EPS 为 0.28 元、0.28 元、0.37 元，维持中性评级。

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，并不构成对客户的投资建议，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