

石油加工

芮定坤

0755-82026830

ruidingkun@cjis.cn

6-12个月目标价：9.86元

当前股价：8.61元

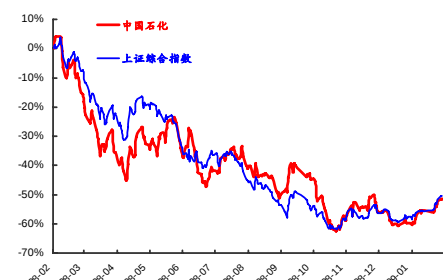
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	2224.71
总股本(百万)	86702
流通股本(百万)	29615
流通市值(亿)	2550
EPS (TTM)	0.276
每股净资产(元)	3.585
资产负债率	58.92%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国石化	8.38	23.89	-23.61
上证综合指数	11.76	27.29	-14.62



相关报告

- 20090123-公司研究-《中国石化-全年经营数据公布，4季度销量下降》
- 20090121-行业研究-《390亿减值准备，什么时候冲回？》
- 20090205-行业跟踪双周报-《WTI价格失真，A股估值高于外围》

中国石化

600028

推荐

油价和政策决定投资机会

投资要点：

- 我们详细分析了中国石化08年全年的股价表现，其中5次区间涨幅在15-40%之间，超越大盘区间4次，主要受政策性因素和油价因素的相关变动影响，区间涨跌的时间和幅度受基本面和估值水平影响。
- 相对于中国石油，中石化受政策性因素影响大，**短期的投资机会**多于中石油，原因是第1. 炼油板块大，成品油价格受国家管制，存在政策性补贴可能和成品油调价预期；2. 流通股数量大，(128亿)流动性好；3. 原油加工量大，库存和减值计提多，计提冲回会增大单个季度业绩，短期内增加盈利预期。
- 由于08年炼油的盈亏平衡点(毛利)在97美元左右，因此油价在上涨或下跌超过100美元时，对业绩预期有较大影响。我们认为对于中石化，未来股价和原油价格的关系相关性增强，和政策性因素的相关性减弱。维持我们策略报告的观点：油价和政策决定行业投资机会。
- 中石化的股价和大盘相关性系数约0.95，和中石油股价相关性系数在0.82到0.98之间，高度相关，我们认为未来3个指数之间相关性进一步增强。两大公司股价的30日股价波动率比较，中石化显著大于中石油，我们认为主要是中石化业绩的不确定性大于中石油，风险指标大。
- **对于09的判断：**短期内原油价格下跌而成品油下调不到位，导致炼油毛利季度同比大幅增加，因此炼油板块是近期石化板块盈利预期大幅增加的主要原因，加上中石化资产减值冲回的预期，因此中石化1季度具有阶段性投资机会，相对于09年0.5-0.6元的EPS，如果A股大盘继续保持对H股和外围市场的估值溢价，股价相对合理，维持推荐评级。
- 从中长期来看，虽然存在一定风险，我们认为：如果3季度宏观经济能够随美国和外围经济好转，需求增加信心恢复，油价有望上涨到50美元，全年均价在55美元左右。市场对石化盈利预期大幅增加，2大公司在2、3季度将具有超越大盘的投资机会。投资策略为：1季度中石化、2季度中石油。

风险提示：油价仍有恶化风险。石化振兴计划出台后作用可能小于预期。

主要财务指标

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	1204843	1477437	1070945	1178378
同比(%)	13%	23%	-28%	10%
归属母公司净利润(百万元)	54947	26221	50774	57810
同比(%)	5%	-52%	94%	14%
毛利率(%)	15.9%	7.9%	14.5%	12.3%
ROE(%)	18.3%	8.2%	13.9%	14.0%
每股收益(元)	0.63	0.30	0.58	0.67
P/E	13.6	28.5	14.8	12.9
P/B	2.5	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	6	18	6	5

资料来源：中投证券研究所

1. 中石化 08 全年区间涨幅分析

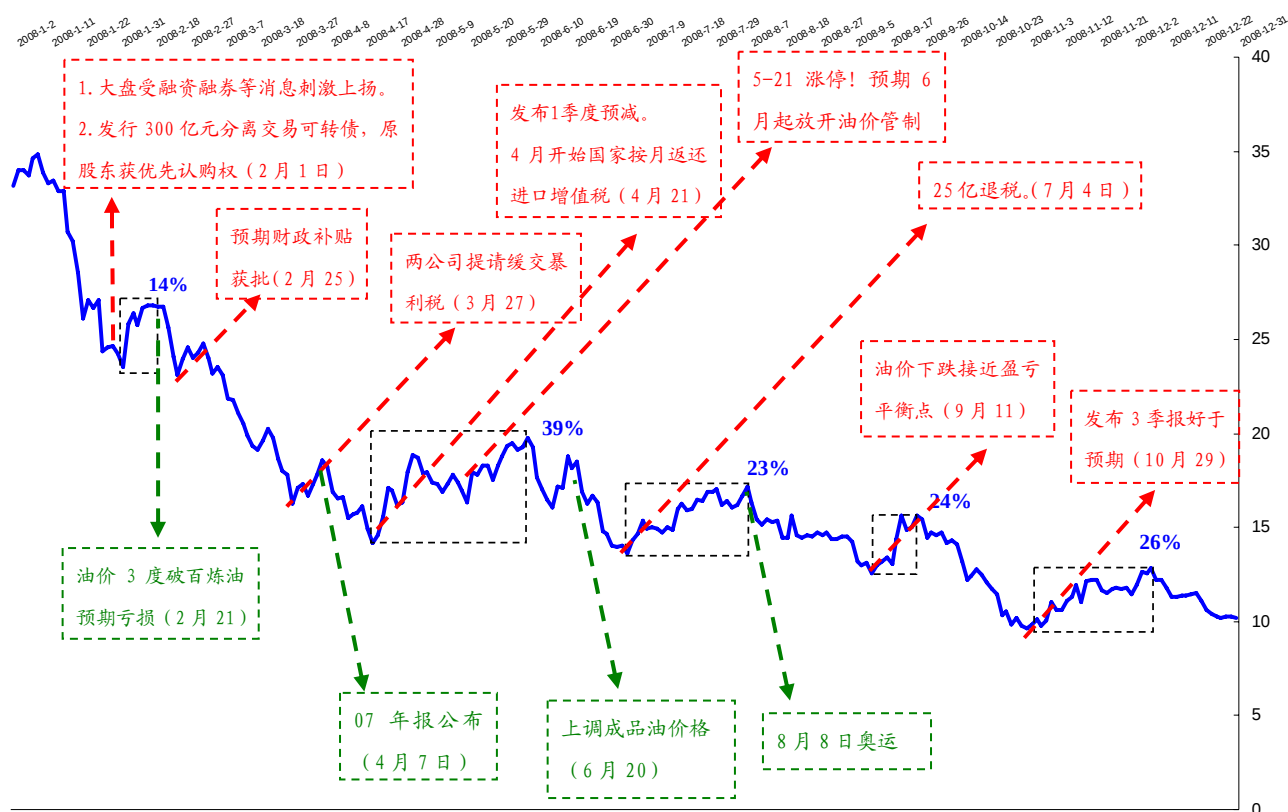
我们认为，石化行业中，中石化由于 3 个原因受政策性因素和消息影响大（影响业绩预期），短期投资机会多于中国石油：

1. 炼油板块大，成品油价格受国家管制，存在政策性补贴和汽柴油调价的可能，业绩不确定性大；
2. 流通股数量大，128 亿（中石油 40 亿），市场流动性好；
3. 原油加工量大，库存和减值计提多，冲回时间和数量影响市场预期

我们分析了中国石化 08 年全年的股价表现，其中 4 次区间涨幅超过 20%。

其中预期成品油价格管制放开（5 月 21）、国家财政补贴（2 月 25、7 月 4 日）、进口增值税返还（4 月 21）、3 季报好于预期（减值冲回 10 月 29）是政策性因素。区间涨幅的时间和幅度主要受基本面和估值水平影响。

中石化 08 全年股价和油价及政策性因素关系

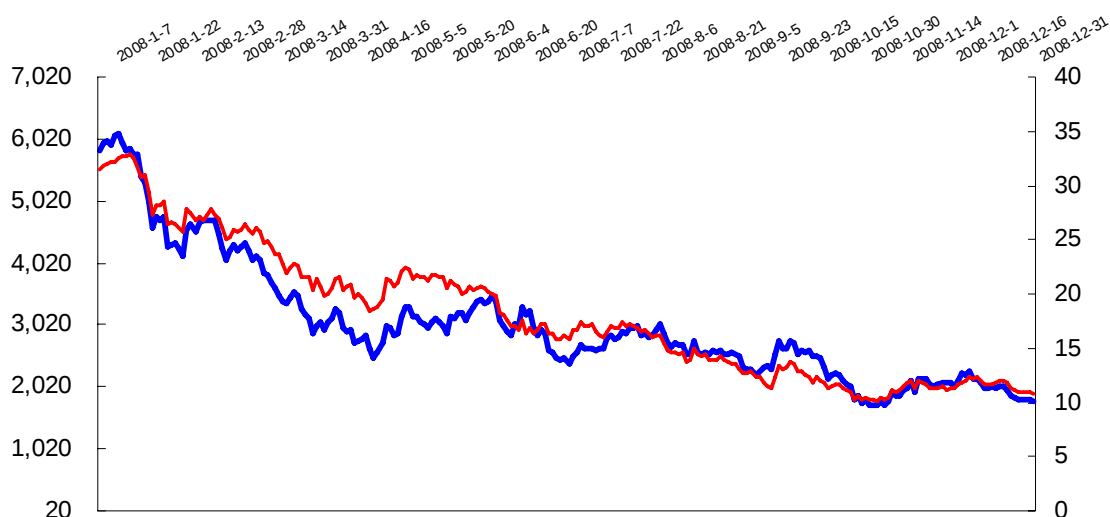


资料来源：中投证券研究所

2. 同大盘相关性高

中石化的股价和大盘相关性系数约 0.95，相关性高。

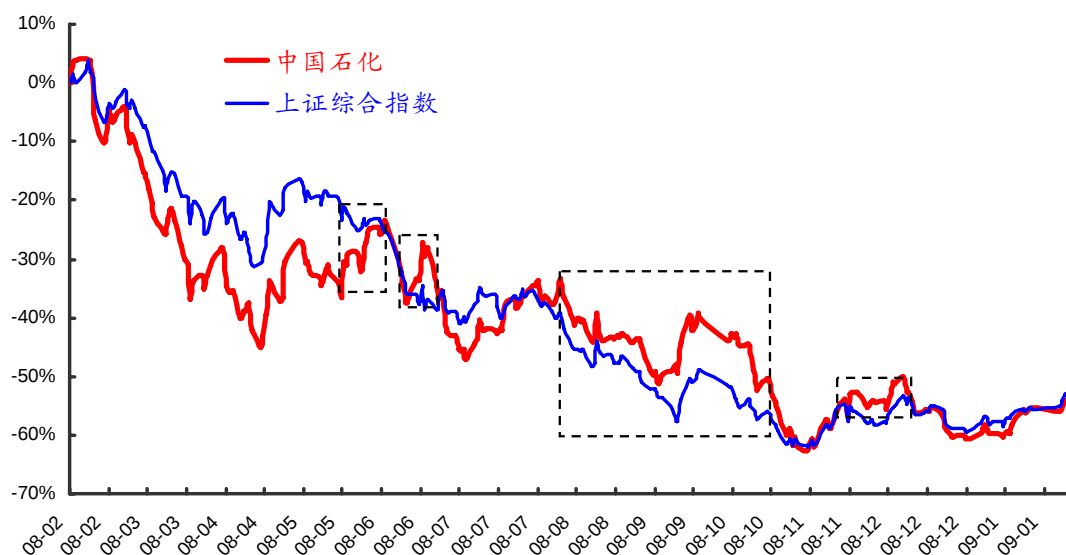
中石化和大盘相关性高



资料来源：中投证券研究所

总体来看，08年中石化股价表现超越大盘有4次，分别为5月20日预期成品油机制涨停，6月20日上调成品油，油价开始下降到100美元左右接近盈亏平衡点，以及11月21日。和油价以及政策性因素相关性强。

3次超越大盘区间

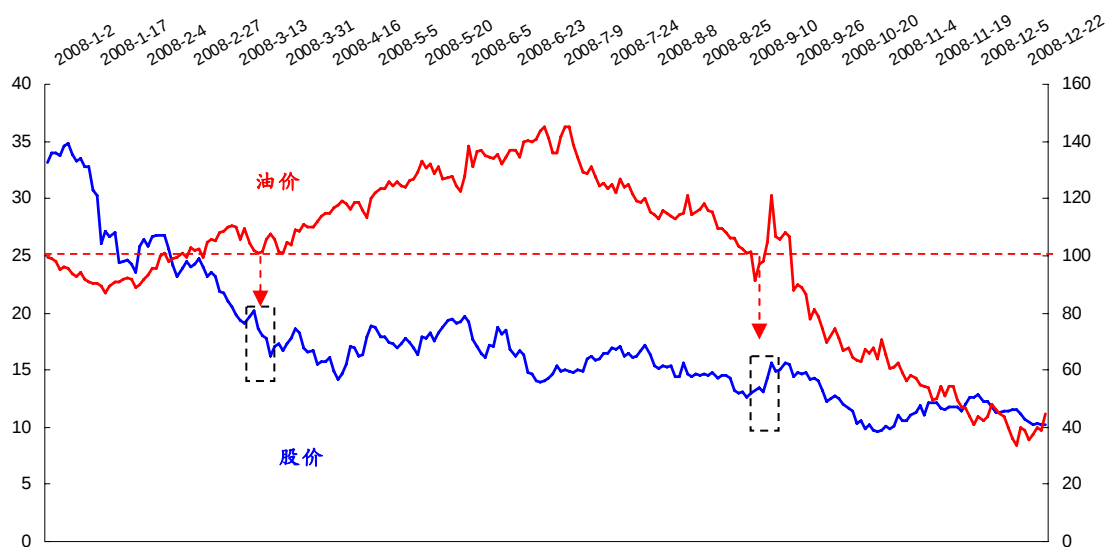


资料来源：中投证券研究所

3. 和油价关系

08年成品油价格受国家管制，因此炼油板块业绩和原油价格在高油价区间负相关，加上大盘和估值因素的影响，08年全年中石化整体业绩和油价相关性不大，由于炼油的盈亏平衡点（毛利）在97美元左右，因此油价上涨超过100美元，业绩下降预期增加，油价下跌到100美元左右，改善业绩预期。未来由于且油价和CPI双降的经济环境下国家上调成品油价格压力小，因此我们预期成品油调价频率和幅度加大，炼油板块业绩改善，公司整体业绩和油价正相关，因此原油价格和股价的关系相关性增强。

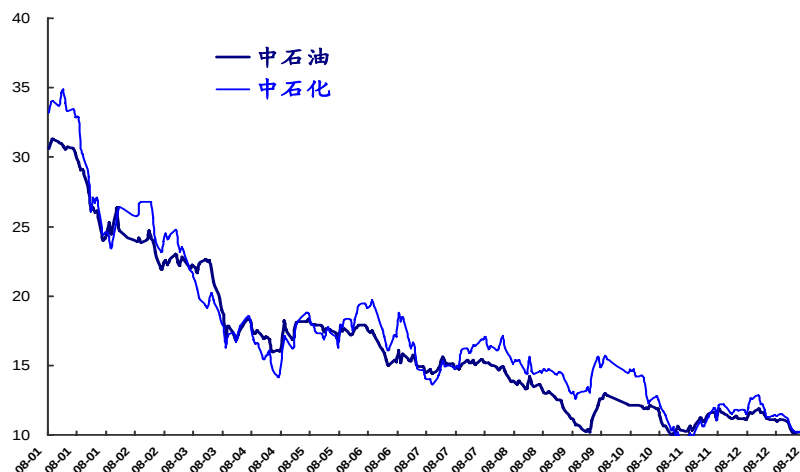
油价影响业绩预期



资料来源：中投证券研究所

4. 波动性大于中石油

中石油中石化股价走势 08年

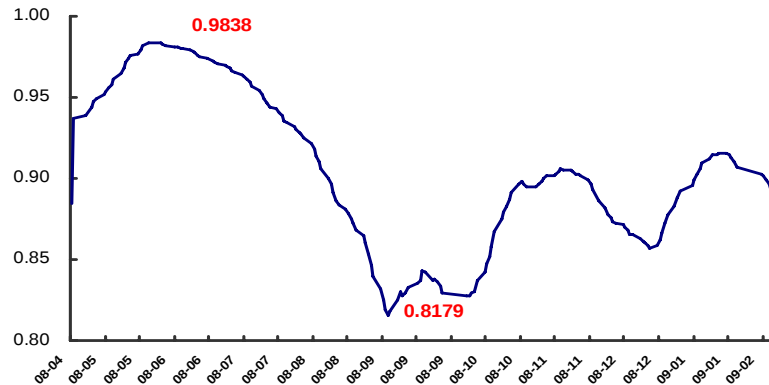


资料来源：中投证券研究所

中石油和中石化两只石化大盘蓝筹股之间相关性系数在 0.82 到 0.98 之间，高度相关，我们认为原因第 1 是因为油价是影响两大公司业绩的主要因素，第 2，政策性因素对两大公司作用差异小，两大公司业务板块一致，产品价格上具有一致性。第 3 大盘蓝筹股在估值上具有一致性。

未来我们预期由于成品油改革，政策对中石化影响小于 08 年，油价和两公司业绩正相关，两公司相关性系数的平均值增大。

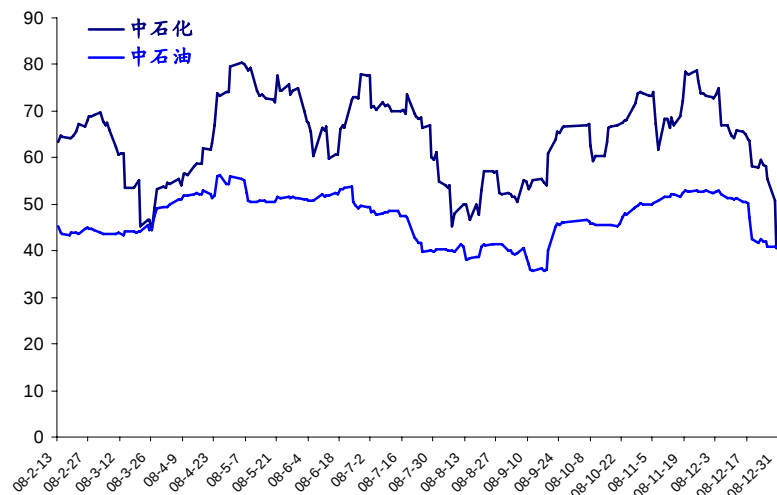
中石化和中石油股价相关性分析



资料来源：Bloomberg、中投证券研究所（每日值为过去一年内计算得到相关性）

两大公司股价的波动率分析上，中石化股价波动率显著大于中石油，主要原因是第 1 中石化业绩受政策性影响大，第 2，由于流动性好等原因交易性机会更多。同时，波动性说明对于市场中的不确定因素（比如政策、油价、下游需求）中石化业绩的风险更大。

中石油中石化股价波动率分析 08 年



资料来源：Bloomberg、中投证券研究所（CLA 传统模型、取 30 日计算日波动率）

5. 对 09 业绩的判断

对于 09 年两大公司的业绩，我们认为：

短期内原油价格下跌而成品油下调不到位，导致炼油毛利季度同比大幅增加，因此炼油板块的盈利预期是石化近期投资价值的主要体现，加上中石化资产减值冲回的预期，因此中石化 1 季度具有阶段性投资机会，相对于 09 年 0.5-0.6 元的 EPS，如果 A 股大盘继续保持对 H 股和外围市场的估值溢价，现在的估价水平也并不高。

从相对投资机会来讲，短期原油价格不确定的风险对两大公司影响是一致的，而中石油主要业务在上游原油，因此低油价业绩对中石油业绩不利影响更大，中石油炼油业务也较小，因此目前阶段，中石化具有相对投资机会。

从中长期来看，虽然存在一定风险，我们认为：如果 3 季度宏观经济能够随美国和外围经济好转，需求增加信心恢复，从而带动油价上涨，那么两大公司在 2、3 季度将具有超越大盘的投资机会。其中中石油具有相对投资机会。投资策略为：1 季度中石化，2 季度中石油。

表：盈利预测

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	1204843	1477437	1070945	1178378
(+/-%)	13%	23%	-28%	10%
归属母公司净利润				
(百万元)	54947	26221	50774	57810
(+/-%)	5%	-52%	94%	14%
每股收益(元)	15.9%	7.9%	14.5%	12.3%
毛利率	18.3%	8.2%	13.9%	14.0%
ROE	0.63	0.30	0.58	0.67
市盈率	13.6	28.5	14.8	12.9
市净率	2.5	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	6	18	6	5

资料来源：中投证券研究所

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 $\pm 10\%$ 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。

主要研究覆盖公司: 中石油、中石化、S 上石化、陕天然气、广汇股份、中化国际、烟台万华、黑猫股份、青岛金王、路翔股份、沈阳化工等。

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

深圳福田区福华三路国际商会中心 49 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

上海市南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434