



2009年3月24日

石油天然气

业绩预览

分析员：张金涛

zhangjt@cicc.com.cn

林益欣

linyixin@cicc.com.cn

联系人：张晖

zhanghui@cicc.com.cn

中性

中国石化(600028.CH)

2008年业绩预览

主要财务信息

(亿元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	10,349	11,739	15,129	13,765	14,849
(+/-%)	29.5%	13.4%	28.9%	-9.0%	7.9%
营业利润	806	859	330	602	700
(+/-%)	20.7%	6.5%	-61.6%	82.7%	16.3%
净利润	536	565	225	407	408
(+/-%)	31.0%	5.5%	-60.2%	80.7%	0.4%
每股盈利(元)	0.62	0.65	0.26	0.47	0.47
(+/-%)	31.0%	5.5%	-60.2%	80.7%	0.4%
每股股息(元)	0.15	0.17	0.07	0.12	0.12
股息收益率	1.7%	1.9%	0.7%	1.3%	1.4%
市盈率	14.2	13.5	33.9	18.7	18.7
市净率	2.9	2.5	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	9.3	8.2	13.9	9.9	8.3
净资产收益率	20%	18%	7%	12%	11%
投入资本回报率	14%	13%	5%	8%	9%

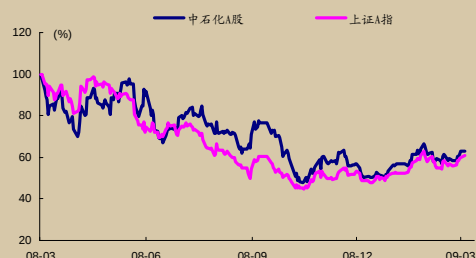
股票信息

	A股(人民币)	H股(港币)
彭博代码	600028.SH	386.HK
目前股价	8.80	4.32
目标价格		4.80
总市值(百万)	679,228	770,375
日成交量(千股)	85,773	158,592
52周最高价/最低价	14.05 / 6.56	8.79 / 3.5
总股份数(百万股)	69,922	16,780
流通股数(百万股)	8,499	16,778
主要股东：中国石油化工集团公司	70.8%	

最近估值走势

	1周	1个月	3个月	YTD
600028.CH	+8.11	+6.15	+24.12	+25.36
上证A指	+7.99	+11.63	+22.35	+27.68
石油板块指数	+13.87	+9.07	+21.51	+5.70

52周估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

2009/3/30 2008年业绩发布

08年业绩预览：

中石化将于09年3月30日发布08年业绩。我们预计08年净利润同比下降60%至225亿元（每股收益0.26元），较市场预测低11%。我们认为与市场预测存在差异的主要原因是市场对中石化炼油和营销毛利的预期值较高。

要点关注：

财政补贴免税、储量、减值准备转回、资本支出计划和产销量。

估值：

中石化A股目前股价对应的09年市盈率为18.7倍，市净率2.2倍，仍高于国际可比公司。由于我们的原油价格假设较高（70美元/桶），我们09年每股收益预测存在下调风险。

建议：

考虑到短期原油价格上升空间有限、炼油毛利政策风险、成品油需求疲软且化工板块处于下滑周期，我们维持对中石化A股“中性”的投资评级。

2008 年业绩预计同比下降 60%

预计 08 年净利润同比下降 60%至 225 亿元（每股收益 0.26 元），主要是由于高额炼油亏损和化工业务表现不佳。炼油业务 1~3 季度亏损 642 亿元，预计全年亏损额为 597 亿元。化工业务预计全年亏损 46 亿元（07 年盈利 133 亿元）。我们的盈利预测较市场一致预期低 11%。我们认为与市场预期存在差异的主要原因是市场对中石化 4 季度炼油和营销毛利的预期值较高。中石化已于 08 年 1 月 22 日发布业绩预警公告，公司预计 08 年度净利润同比下降 50%以上，符合我们预期。

图 1：2008 年财务业绩预测

(百万元)	2006	2007	2008E	YoY
EBIT	80,632	85,864	32,957	-61.6%
其中：				
勘探与生产	63,182	48,766	61,452	26.0%
炼油	-25,710	-10,452	-59,746	471.6%
销售	30,234	35,727	37,818	5.9%
化工	14,458	13,306	-4,647	-134.9%
本部	-1,532	-1,483	-1,920	29.5%
净利润	53,603	56,533	22,523	-60.2%
净利润(市场预测)			25,317	
EPS(人民币)	0.62	0.65	0.26	-60.2%
EPS(港币)	0.62	0.69	0.30	-56.7%
EPS(市场预测 人民币)			0.29	
EPS(市场预测 港币)			0.33	
差异(中金公司/市场)			-11.0%	

资料来源：公司信息、彭博资讯、中金公司研究部

要点关注：资本支出计划、产量、减值准备转回、财政补贴免税

09 年资本支出计划可能受原油价格低迷的影响。由于预计项目迟延，预计 08 年资本支出低于公司计划的 1,218 亿元。我们在预测中石化 09 年经营现金流时假设 WTI 油价为 70 美元/桶，高于市场平均预测值。若将 WTI 油价假设下调至 50 美元/桶，如果中石化不进行融资或削减股息，则难以维持目前的资本支出水平。

图表 2：现金流状况

	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
资本开支	45,440	66,435	63,699	79,821	109,282	121,800	96,915
经营现金净流量	62,097	69,081	76,497	92,507	119,594	31,935	88,547
投资现金净流量	-50,690	-73,992	-71,051	-103,385	-113,587	-116,002	-91,117
筹资现金净流量	-14,473	5,028	-8,060	2,878	-5,310	62,228	-6,296
现金及等价物增加/减少	-3,066	117	-2,614	-8,000	697	-21,839	-8,866

资料来源：公司信息、中金公司研究部

为了节约成本和应对需求放缓，中石化可能下调 09 年产量计划。2009 年原油生产总成本预计在每桶 40 美元以上，成本较高的油田预计会减少产量。目前我们假设石油产量增长 2%，我们可能将增速下调至 0%或-1%。此外，由于需求低迷，公司可能下调炼油开工率和成品油销量。

图表 3：产量

		2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
原油	百万桶	271	274	279	285	292	297	303
天然气	十亿立方英尺	188	205	222	257	283	293	322
油气合计		302	308	316	328	339	346	356
原油加工量	百万吨	116	130	140	146	156	169	169
成品油销售量	百万吨	76	95	105	112	119	123	123
乙烯	百万吨	4.0	4.1	5.3	6.2	6.5	6.3	6.9

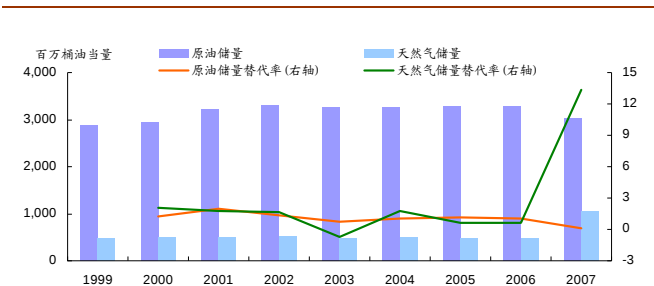
资料来源：公司信息、中金公司研究部

资产减值准备转回值得关注。公司 3 季度转回了 41 亿元上半年已经计提的部分减值损失（上半年共计提 160 亿元）。如果剩余的 120 亿元减值准备在 4 季度转回，将会增厚每股收益 0.1 元。

中石化前三季度共获得补贴 451 亿元，如果减免所得税，预计将为公司带来 112.8 亿元的收入。由于公司在 08 年 12 月前没有收到政府部门的相关通知，我们在盈利预测中没有考虑该因素。

中石化已探明储量可能存在下调压力，因为 WTI 油价 08 年底降至 44.6 美元，较 2007 年底 96 美元下降 53.5%，这将导致折旧、折耗与摊销费用增长以及净利润下降。公司过去几年储量替代率维持稳定。

图表 4：已探明储量与储量替代率



资料来源：公司信息、中金公司研究部

估值与建议

中石化 A 股目前股价对应的 09 年市盈率为 18.7 倍，市净率 2.2 倍，仍高于国际可比公司。

考虑到短期原油价格上升空间有限、炼油毛利政策风险、成品油需求疲软且化工板块处于下滑周期，我们维持对中石化 A 股“中性”的投资评级。

图表 5：主要假设与财务数据

主要假设	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币(美元/人民币)	8.28	8.28	8.18	7.97	7.58	7.01	6.78	6.78
油价(美元/桶)								
WTI	30.87	40.45	55.16	65.83	69.92	104.11	70.00	80.00
价差	-6.28	-6.48	-7.01	-7.33	-10.42	-17.95	-14.50	-16.00
实现价格	24.59	33.97	48.15	58.50	59.50	86.16	55.50	64.00
产量(百万桶)								
原油	270.96	274.15	278.82	285.19	291.67	296.80	302.74	308.79
天然气	31.28	34.14	36.98	42.75	47.10	48.84	53.73	80.59
总量	302.24	308.29	315.80	327.94	338.77	345.64	356.46	389.38
同比增长	0.9%	2.0%	2.4%	3.8%	3.3%	2.0%	3.1%	9.2%
合并利润表	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
(百万元)								
营业额	429,949	597,197	799,115	1,034,888	1,173,869	1,512,881	1,376,492	1,484,937
其他经营收入	19,052	22,586	33,417	26,853	30,974	37,923	31,746	37,965
营业额及其他经营收入	449,001	619,783	832,532	1,061,741	1,204,843	1,550,805	1,408,239	1,522,901
其他收入				5,161	4,863			
经营费用	-410,118	-556,714	-765,718	-986,270	-1,123,842	-1,517,847	-1,348,009	-1,452,868
采购原油、产品及经营供应品费用	-313,238	-443,590	-653,056	-854,236	-970,929	-1,425,220	-1,249,712	-1,339,517
销售、一般及管理费用	-62,796	-74,386	-74,838	-37,514	-37,843	-38,600	-38,986	-39,376
折旧、耗减及摊销	-27,951	-32,342	-31,413	-33,554	-43,315	-43,132	-47,236	-57,427
勘探费用	-6,133	-6,396	-6,411	-7,983	-11,105	-10,896	-12,075	-16,549
经营利润	38,883	63,069	66,814	80,632	85,864	32,957	60,230	70,033
融资成本								
利息支出	-4,365	-4,583	-5,920	-7,101	-7,314	-7,839	-7,831	-7,704
利息收入	322	374	382	538	405	500	500	500
融资成本净额	-4,463	-4,371	-4,621	-5,813	-8,101	-3,728	-6,931	-6,804
投资收益	89	111	178	289	1,657	50	50	50
应占联营公司的损益	532	797	857	3,434	4,044	900	900	900
营业外利润	621	908	1,035	3,723	5,701	950	950	950
除税前利润	35,041	59,606	63,228	78,542	83,464	30,179	54,248	54,841
所得税	-10,645	-17,815	-19,388	-23,504	-24,721	-7,243	-13,020	-13,162
实际税率	30.4%	29.9%	30.7%	29.9%	29.6%	24.0%	24.0%	24.0%
少数股东权益	-1,972	-5,772	-2,920	-1,435	-2,210	-413	-532	-834
占税后利润的比例	8.1%	13.8%	6.7%	2.6%	2.0%	1.8%	2.0%	2.0%
净利润	22,424	36,019	40,920	53,603	56,533	22,523	40,697	40,845
流通股本(百万)	86,702	86,702	86,702	86,702	86,702	86,702	86,702	86,702
每股盈利								
元/股	0.259	0.42	0.47	0.62	0.65	0.26	0.47	0.47
港币/股	0.244	0.39	0.45	0.62	0.69	0.30	0.53	0.52
每股分红								
元/股	0.09	0.12	0.13	0.15	0.17	0.07	0.12	0.12
港币/股	0.08	0.11	0.13	0.15	0.18	0.08	0.13	0.13
主要财务比率								
净资产收益率	13%	19%	18%	20%	18%	7%	12%	11%
投入资本回报率	10%	14%	13%	14%	13%	5%	8%	9%
净债务资本比率	61%	63%	60%	59%	56%	86%	80%	74%
利息保障倍数	8.9	13.8	11.3	11.4	11.7	4.2	7.7	9.1
股息支付率	34.8%	28.9%	27.5%	24.3%	25.3%	25.3%	25.3%	25.3%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

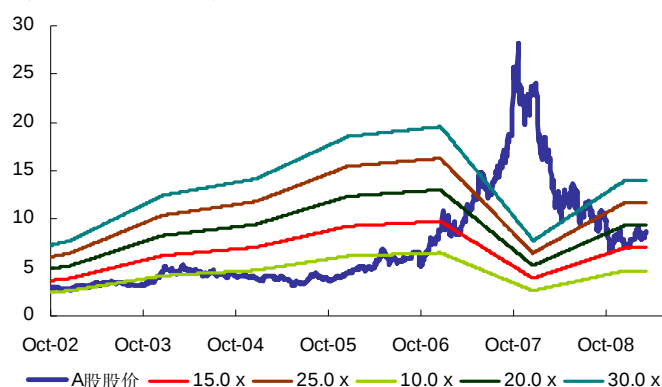
图表 6：一体化石油公司估值

	货币	股价	市值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
			(百万美元)	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E
国际超大公司															
ExxonMobil	美元	66.09	326,592	9.0	15.1	10.8	7.6	2.7	3.2	3.0	2.4	4.4	5.6	4.4	3.4
Royal Dutch Shell	英镑	15.95	143,083	4.6	8.8	7.5	6.1	1.0	1.1	1.0	0.9	2.1	2.7	2.4	1.9
BP	英镑	4.68	127,658	6.2	10.2	7.4	6.2	1.2	1.3	1.2	1.2	2.9	3.3	2.6	2.3
Chevron Texaco	美元	64.71	129,715	7.3	12.5	9.0	6.0	1.5	1.4	1.3	1.1	3.8	4.4	3.4	2.6
TotalFinaElf	欧元	38.15	123,803	6.5	9.3	7.9	6.9	1.7	1.6	1.5	1.3	3.3	4.2	3.6	3.0
平均值				6.7	11.2	8.5	6.6	1.6	1.7	1.6	1.4	3.3	4.0	3.3	2.6
国际大公司															
ENI	欧元	14.45	79,189	5.3	8.5	6.8	5.8	1.2	1.1	1.1	1.0	3.0	3.4	3.0	2.7
ConocoPhillips	美元	37.81	55,968	5.2	11.7	6.4	4.3	0.6	0.9	0.9	0.8	2.7	4.0	3.0	2.7
Occidental	美元	56.74	45,976	8.8	22.2	11.7	7.8	1.7	1.6	1.4	1.3	4.6	6.7	4.5	3.1
Repsol YPF	欧元	12.59	21,030	4.8	7.1	6.1	5.2	0.9	0.7	0.7	0.6	3.1	3.6	3.2	2.9
Marathon	美元	24.28	12,556	4.2	9.6	6.4	4.3	0.8	0.8	0.7	0.6	3.0	3.8	2.9	2.4
平均值				5.7	11.8	7.5	5.5	1.0	1.0	1.0	0.8	3.3	4.3	3.3	2.8
新兴市场公司															
ONGC	卢比	787.50	33,370	8.5	8.1	8.8	8.1	2.2	1.9	1.7	1.5	4.1	3.5	3.9	3.4
PTT	泰铢	160.00	12,828	4.6	7.7	6.5	5.7	1.1	1.0	0.9	0.9	4.5	5.2	4.5	4.1
Gazprom	卢布	132.59	94,197	4.7	3.0	4.2	4.2	0.8	0.5	0.5	0.5	4.9	2.3	3.3	3.4
Petrobras	里尔	29.10	128,899	11.9	10.2	8.6	7.3	1.8	1.4	1.3	1.2	7.3	6.6	5.1	4.3
中海油H股	港币	8.04	46,340	10.8	7.0	8.5	6.4	2.5	1.7	1.5	1.2	6.6	4.6	4.8	3.7
中国石油H股	港币	6.43	293,805	7.6	8.8	9.9	7.6	1.5	1.3	1.3	1.2	4.9	5.3	5.1	3.8
中国石化H股	港币	4.32	99,403	6.2	14.3	8.1	8.3	1.1	1.0	0.9	0.9	5.2	8.8	6.3	5.3
平均值				7.7	8.4	7.8	6.8	1.6	1.3	1.2	1.1	5.4	5.2	4.7	4.0
中国石油A股	人民币	11.66	293,805	15.9	18.5	21.6	15.7	2.9	2.7	2.7	2.4	8.8	9.5	9.0	7.9
中国石化A股	人民币	8.80	99,401	13.5	33.9	18.7	18.7	2.5	2.4	2.2	2.0	8.2	13.9	9.9	8.3

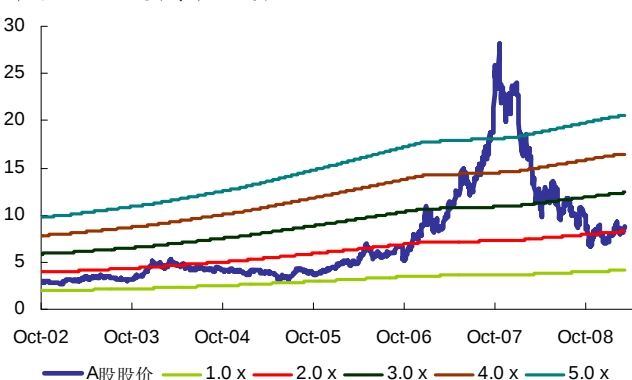
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 7：市盈率与市净率区间

中国石化A股领先市盈率(人民币)



中国石化A股领先市净率(人民币)



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。