

袁孝锋
 021-68407559
 qiuxf@cmschina.com.cn

2009年3月30日

中国石化(600028.SH)/9.09元

年度业绩符合预期，09年转折向好！

能源·石油石化

目标价：10-11

强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2362
总股本(万股)	8670244
已上市流通股(万股)	1283415
总市值(亿元)	7847
流通市值(亿元)	1161
每股净资产(MRQ)	3.8
ROE(TTM)	9.0
资产负债率	53.3%
主要股东	中国石油化工集团公司
主要股东持股比例	75.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	-16	-26
相对表现	-5	-27	8



相关报告

事件：中国石化公布了 08 年年报和 09 年一季度业绩预增公告。

- **年度业绩符合预期** 中国石化公布 08 年年报，中国会计准则下，共实现主营业务收入 14521 亿元，同比增长 21%，共实现净利润 296.9 亿元，折合每股收益 0.34 元，符合我们的预期。
- **四季度业绩拆解** 四季度业绩共实现 0.14 元。首先我们认为，国家对中国石化四季度还是补贴了 52 个亿，这是一个增量；其次，国家对中国石化的补贴没有收取税收，前三季度的所得税费用还是 24 个亿，到全年就变成了-19 个亿，一来一去相当于多获取了 43 个亿；第三是，炼油板块实现了 27 个亿的利润，我们认为除了补贴以外，大量减值准备的冲回做了很大的贡献，在中报中还有 224 个亿的采购原油待执行合同准备，到年底的报告中已经没有，这一块在四季度至少会有 90 个亿；第四，固定资产减值准备在四季度提了将近 50 个亿，这是个减量。
- **一季度业绩预增 50% 以上在预期之中** 预期一季度炼油板块将实现 120 亿左右的 EBIT，将带动整体每股收益达到 0.13-0.14 元，此外炼油和化工的存货减值还有 89 个亿，可能会在一季度末冲回，不排除业绩修正到一季度同比增长 100% 的可能。
- **3 月 24 日晚的调价确立了国内炼油行业的反转** 这次调价的核心意义在于表明国家确实是按照原油成本加成法来操作的，确立了国际油价在 80 美元以下，中国石化和中国石油业绩跟国际原油价格之间的正相关性。炼油行业的反转从制度上得到了确立。对于中国石化和中国石油的估值和业绩都将有显著的提升。
- **投资建议：我们维持中国石化 09 和 2010 年的业绩为 0.62、0.82 元，维持强烈推荐 A 的评级，目标价为 10-11 元。** 股价催化剂：第一，四月份再一次上调成品油价格；第二，一季度业绩超预期。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008	2009E	2010E
主营收入(百万元)	1071402	1209706	1373293	1413323	1436078
同比增长	30%	13%	14%	3%	2%
营业利润(百万元)	83820	85864	27984	79125	100677
同比增长	23%	2%	-67%	183%	27%
净利润(百万元)	50664	56533	29591	53644	70758
同比增长	28%	12%	-48%	81%	32%
每股收益(元)	0.58	0.63	0.34	0.62	0.82
PE	15.6	14.3	26.6	14.7	11.1
PB	3.0	2.6	2.4	2.2	1.9

资料来源：招商证券

年度业绩符合预期 中国石化公布 08 年年报，中国会计准则下，共实现主营业务收入 14521 亿元，同比增长 21%，共实现净利润 296.9 亿元，折合每股收益 0.34 元，符合我们的预期。

表 1: 中国石化分板块的业绩情况（国际准则）

单位: 百万元	081Q	082Q	083Q	084Q
勘探开发	11,540	11,540	25,299	14,172
炼油	-20,636	-25,460	-18,216	2,699
营销及分销	10,762	8,312	8,374	7,501
化工	1,549	1,549	-4,211	-13,424

资料来源: 招商证券 注: 炼油和销售均含了补贴

表 2: 中国石化各季度的补贴情况

单位: 百万元	081Q	082Q	083Q	084Q
补贴数额	74	260	117	52

资料来源: 招商证券

四季度业绩拆解 中国石化前三季度共实现每股收益 0.20 元，按照年度业绩 0.34 元，则四季度业绩共实现 0.14 元，这 0.14 元业绩的实现充满了各项因素。首先我们认为，国家对中国石化四季度还是补贴了 52 个亿，这是一个增量；其次，国家对中国石化的补贴没有收取税收，前三季度的所得税费用还是 24 个亿，到全年就变成了-19 个亿，一来一去相当于多获取了 43 个亿；第三是，炼油板块实现了 27 个亿的利润，我们认为除了补贴以外，大量减值准备的冲回做了很大的贡献，在中报中还有 224 个亿的采购原油待执行合同准备，到年底的报告中已经没有，这一块在四季度至少会有 90 个亿；第四，固定资产减值准备在四季度提了将近 50 个亿，这是个减量。

图 1: 中报中的采购待执行合同准备

28 预提费用及其他应付款

	2008年 6月30日 人民币百万元	2007年 12月31日 人民币百万元
应付中国石化集团公司及同级附属公司款项	13,775	12,907
预提支出	31,069	29,260
采购原油待执行合同准备(註)	22,400	6,700
所得税以外的税金	10,826	8,836
预收账款	25,704	23,551
第三方贷款	1,051	1,103
其他	8,268	6,814
	113,093	89,171

註:

於二零零八年六月三十日，本集團已簽訂了若干不可撤銷的原油採購合同，這些合同將於截至二零零八年十二月三十一日止六個月期間執行。由於境內成品油價格和原油價格倒掛，本集團認為從這些待執行合同獲得的經濟利益將低於執行該採購合同所承擔義務時所發生的不可避免成本。因此，根據於附註2(p)披露的會計政策，本集團於二零零八年六月三十日確認了待執行合同準備人民幣224億元（二零零七年：人民幣67億元）。

数据来源: 公司中报

一季度业绩预增 50% 以上在预期之中 根据我们的测算，随着国际原油价格的大幅回落，中国石化的原油成本出现显著的回落，其炼油盈利出现了大幅的好转，预期一季度炼油板块将实现 120 亿左右的 EBIT，将带动整体每股收益达到 0.13 - 0.14 元，此外炼油和化工的存货减值还有 89 个亿，可能会在一季度末冲回，不排除业绩修正到一季度同比增长 100% 的可能。

3月24日晚的调价确立了国内炼油行业的反转 自1月份国家宣布出台新的成品油定价机制以后，国内下调过一次成品油价格，但没有上调过一次成品油价格，这一次成品油价格上调，是新机制确立的真正标志。之前市场从2月份开始担心国内成品油价格下调，而近期随着国际原油价格又担心国内成品油价格不会上调。这次产品价格上调，是成品油定价新机制确立的真正标志！**压制中国石化股价表现的最大石头已经搬开**。这次调价的核心意义在于表明国家确实是按照原油成本加成法来操作的，确立了国际油价在80美元以下，中国石化和中国石油业绩跟国际原油价格之间的正相关性。炼油行业的反转从制度上得到了确立。**对于中国石化和中国石油的估值和业绩都将有显著的提升。**

预期4月份还会继续上调一次成品油价格 国际原油价格反弹至50美元以上，从OPEC3月的产量情况来看，还在进一步的减产，到3月份其420万桶的配额减产兑现率将达到90%以上，乐观到95%。所以油价在50以上至少维持一个月应该问题不大。这样来看，在4月份国内成品油价格再上调一次应该是大概率事件。

投资建议：我们维持中国石化09和2010年的业绩为0.62、0.82元，维持强烈推荐A的评级，目标价为10-11元。

表3：敏感性分析

元/股	原油价格变动一美元	炼油毛利变动一美元
EPS 影响	0.018	0.075

数据来源：招商证券 注：均是假设其他不变动，单一因素变动的结果

表4：业绩简易查询表

国际原油 价格	上游 EBIT	销售板块 EBIT	销售板块 EBIT	化工 EBIT	公司 EBIT	EPS
美元/桶	亿元	亿元	亿元	亿元	亿元	元/股
60	340.0	300	240	0	880.0	0.75
55	285.0	300	240	0	825.0	0.70
50	220.0	300	240	0	760.0	0.64
45	148.0	300	240	0	688.0	0.58
40	64.0	300	240	0	604.0	0.50
35	-19.0	300	240	0	521.0	0.43

数据来源：招商证券 注：均是近似

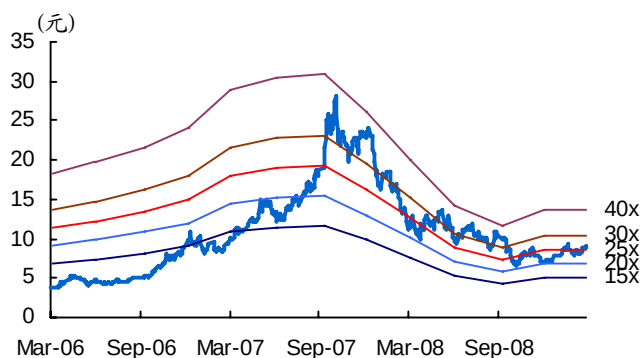
表5：中国石化盈利预测表

利润表 (Rmb mn)	2007	2008	2009E	2010E
部门收入	2,131,989	2,331,260	2,352,685	2,487,370
原油部门	127,910	169,625	95,563	131,088
炼油部门	651,927	654,809	608,896	657,607
营销部门	662,393	743,538	800,788	774,767
化工部门	233,442	261,338	295,294	316,549
公司总部	456,317	501,949	552,144	607,358
减：部门间抵扣	-958,120	-1,036,442	-977,071	-1,090,184
其他经营收入	35,837	37,148	37,709	38,892
收入合计	1,209,706	1,373,293	1,413,323	1,436,078
经营费用				
销售成本	-983,079	-1,180,569	-1,191,099	-1,176,829

折旧和摊销	-43,315	-45,492	-48,396	-53,176
勘探费用	-11,105	-8,310	-10,000	-10,000
销售/管理/行政费用及其它	-86,343	-110,938	-84,703	-95,395
经营费用合计	-1,123,842	-1,345,309	-1,334,198	-1,335,401
经营收益 (EBIT)				
原油部门	48,766	66,355	20,027	44,320
炼油部门	-10,452	-61,551	37,168	32,676
营销部门	35,727	38,477	23,373	24,626
化工部门	13,306	-13,189	348	1,026
公司总部	-1,483	-2,108	-1,792	-1,971
经营收益合计	85,864	27,984	79,125	100,677
融资成本净额	-8,101	-4,776	-8,500	-8,800
投资收益	1,657	500	1,000	1,000
应占联营合营公司的损益	4,044	440	1,800	1,800
除税前正常业务利润	83,464	24,148	73,425	94,677
所得税	-24,722	2,173	-16,521	-21,302
除税后正常业务利润	58,742	26,321	56,904	73,374
少数股东权益	-2,210	3,685	-2,845	-2,201
净利润	54,942	29,591	53,644	70,758

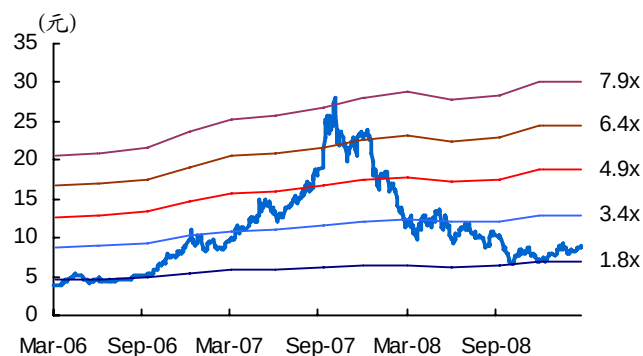
数据来源：招商证券

图 2：中国石化历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 3：中国石化历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

分析师简介

袁孝锋，复旦大学理学学士、管理学硕士，现为招商证券石油化工行业分析师，获《新财富》2008、2007 年最佳分析师石油化工第二名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。