

石油加工

芮定坤

0755-82026830

ruidingkun@cjis.cn

中国石化

600028

推荐

炼油亏损 1020 亿，09 年计划上下游增产

中国石化披露 08 年报，实现每股收益 0.3 元，同我们的预测一致。

投资要点：

- 08 年公司实现归属母公司净利润 297 亿，其中炼油板块亏损 1020 亿，化工板块亏损 134 亿，政府补贴 503 亿。
- 炼油板块 1-3 季度亏损，第 4 季度实现扭亏，盈利 17 亿。第 4 季度平均每吨炼油盈利约 43 元，相当于 1 美元/桶。
- 中报计提的采购合同准备在 08 年全部冲回，但存货跌价准备仍有 89 亿，如果 09 年原油均价上涨，这部分可能冲回，**影响 EPS 约 0.1 元。**
- 年报披露天然气川气东输项目 09 年主体投产，我们预计在 2010 年输气量达到 80 亿立方米，**增加 10 年 EPS 约 0.05。**
- 根据公司的**生产计划**，09 生产原油 3 亿桶，同比增加 1.4%，加工原油 1.84 亿吨，同比增加 9%。
- 我们认为，1、2 月中石化的原油产量和加工量都达到计划，全年量的增长风险不大，新机制下**炼油毛利是锁定的**，由于 1 季度的拉动，全年平均净利在 2.5 以上。毛利恢复，产量增长，我们看好今年中石化的盈利恢复。
- 维持对于中石化 09 年 0.65，10 年 0.71 的判断，给与**推荐**的评级，目标价 10.4 元。

风险因素：

- 宏观经济下滑可能影响产品需求。油价走势有不确定性。

6-12 个月目标价： 10.40 元

当前股价： 9.09 元

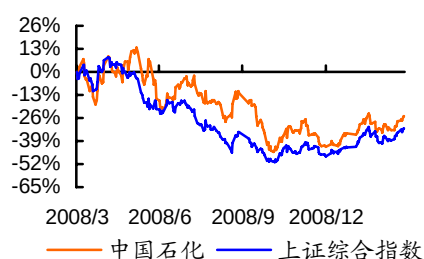
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2374.44
总股本(百万)	86702
流通股本(百万)	29615
流通市值(亿)	2692
EPS (TTM)	0.28
每股净资产(元)	4.05
资产负债率	53.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国石化	9.65	28.94	-14.89
上证综合指数	14.00	28.24	3.52



相关报告

《中国石化-油价和政策决定投资机会》
2009-2-10
《全年经营数据公布，4 季度销量下降》
2009-1-23
《行业不确定性增加，六大因素影响业绩》
2009-1-19

主要财务指标

单位：百万元	2007	2008	2009	2010
营业收入(百万元)	1204843	1452101	1040611	1,099,560
同比(%)	13%	21%	-28%	5.66%
归属母公司净利润(百万元)	54947	29689	58454	61,557
同比(%)	5%	-47%	97%	5.3%
毛利率(%)	15.9%	9%	17%	14%
ROE(%)	18.3%	9%	16%	15%
每股收益(元)	0.63	0.34	0.65	0.71
P/E	14	27	13.9	12.8
P/B	2.5	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	6	35	28	17

资料来源：中投证券研究所

目 录

一、重要指标.....	3
二、各板块赢利分析.....	3
三、4 季度业绩分析：库存和采购合同准备	5
四、新的增长点：川气东输增加 2010 年业绩 0.05.....	7
五、投资建议：推荐.....	8
六、主要生产数据和计划.....	8

图 目 录

图 1 中石化 4 大板块赢利情况	3
图 2 化工 4 季度亏损 134 亿	4
图 3 销售的净利（单元成品油销售量的 EBIT）3 季度开始大幅下降.....	4
图 4 中石化天然气产量	7
图 5 公司最近 4 年资本支出和 09 资本支出计划.....	9

表 目 录

表 1 年报主要指标 3 年来比较	3
表 2 单季度分析	5
表 3 采购合同准备全部在 08 年冲回	6
表 4 存货跌价准备仍有 89 亿，如果油价上涨能冲回.....	6
表 5 中石化川气东输 2010 年新增业绩预测	7
表 6 上游主要生产数据	8
表 7 炼油板块主要生产数据	8
表 8 销售板块主要生产数据	9
表 9 化工板块主要生产数据	9

一、重要指标

08 年公司实现归属母公司净利润 296.89 亿元，基本每股收益 0.34，其中炼油板块亏损 1020 亿，化工板块亏损 134 亿。

表 1 年报主要指标 3 年来比较

		2006	2007	2008
业绩	EPS	0.601	0.652	0.302
	每股净资产	2.94	3.47	3.81
赢利分析	ROE	20.44%	18.78%	8.99%
	ROCE	12.8%	12.0%	5.3%

资料来源：中投证券研究所

注：ROCE 为衡量石油公司长期回报率的主要指标：经营资产回报率，剔出了投资收益、财务杠杆等因素，国外主要用 ROACE 衡量经营回报，ROACE 取年中年末平均经营资产。

二、各板块赢利分析

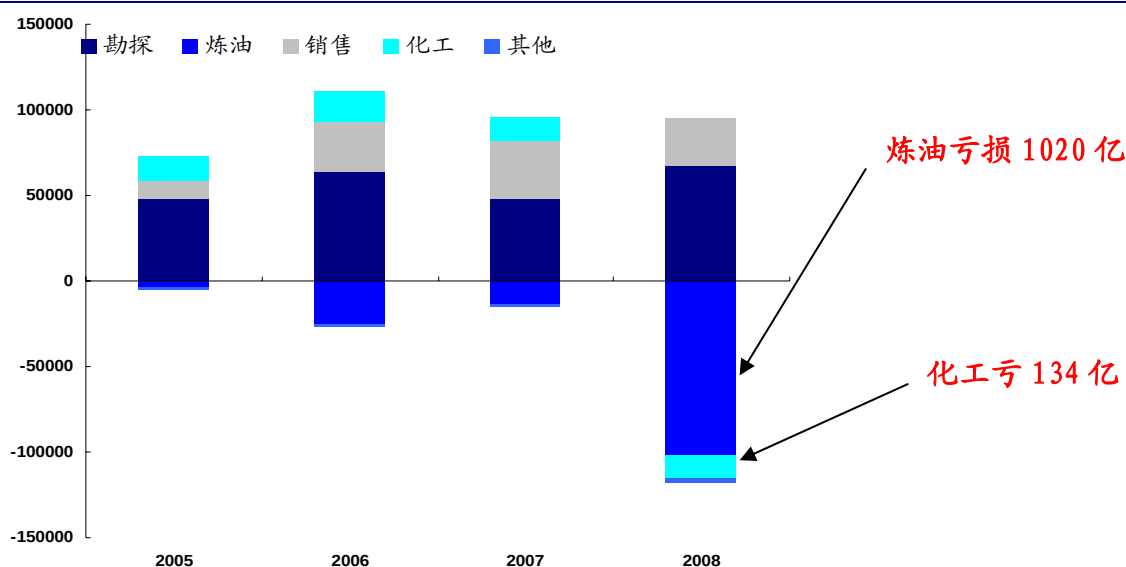
2.1 勘探开发

勘探板块 08 年盈利 668 亿（EBIT），公司全年原油实现价格约 85 美元/桶。

2.2 炼油

炼油板块亏损达到历史最高：1020 亿，如果对应 EPS 业绩为-1.18。炼油的主要亏损在 1-3 季度，第 4 季度炼油板块盈利 17 亿，平均每吨盈利约 43 元，相当于 1 美元/桶。

图 1 中石化 4 大板块赢利情况



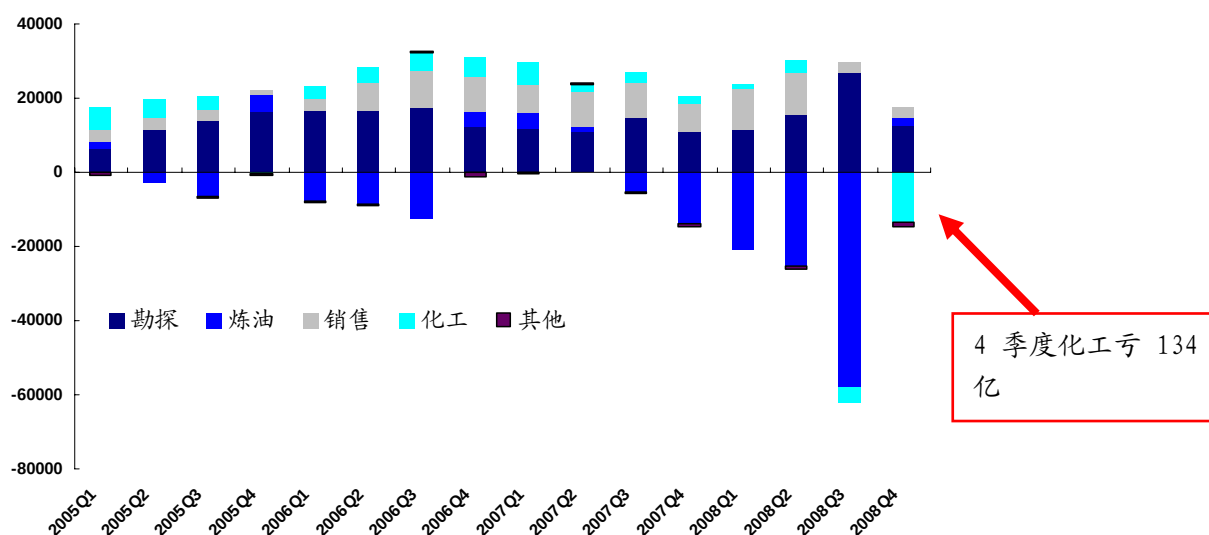
资料来源：中投证券研究所

2.3 化工

化工板块亏损 134 亿，其中第 3 季度亏损 43 亿，第 4 季度亏损 136 亿。主要原因是：1、化工板块产品价格下跌，而主要成本石脑油价格下跌滞后，毛利被压缩，2、库存消化的过程增加了成本。

国内化工产品 2 月价格普遍上涨回调，我们预计公司 09 年第 1 季度化工板块实现盈利。

图 2 化工 4 季度亏损 134 亿 单位：百万元



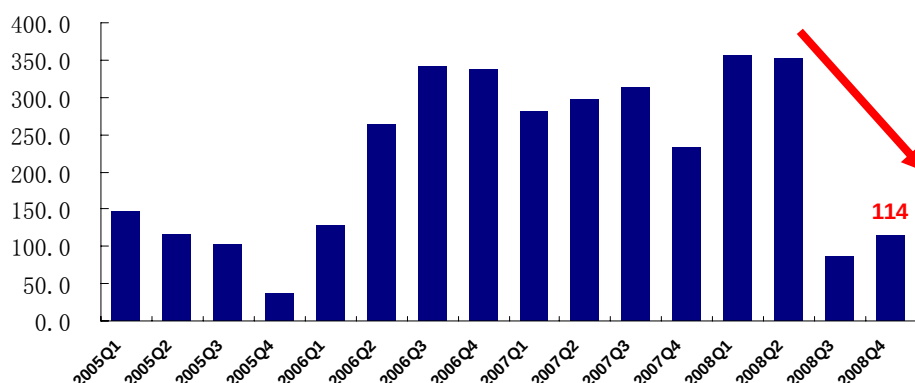
资料来源：中投证券研究所

2.4 营销与分销

营销与分销板块销售量同比增加，而净利同比减少，主要受下半年终端降价的影响，单位销售吨净利减少到 114 元/吨，相当于 2 美元/桶。

从目前来看，今年 3 月份以来销售净利水平有所恢复，全年来看比 08 年下半年好，但如果未来宏观经济进一步恶化，需求下滑，零售终端促销降价，将是公司业绩下滑的风险，以汽柴油为例，加油站每优惠促销 0.1 元/升，按全年的销售量计算，中石化 EPS 减少约 0.1，（不考虑由于降价引起的销售量增加）。我们将持续关注销售板块的数据。

图 3 销售的净利（单元成品油销售量的 EBIT）3 季度开始大幅下降 单位：元/吨



资料来源：中投证券研究所

三、4 季度业绩分析：库存和采购合同准备

我们分项来看中石油的 4 季度数据，主要分析库存和减值冲回。

表 2 单季度分析 单位：百万元

	2008-1Q	2008-2Q	2008-3Q	2008-4Q
营业收入	332010	402773	412614	304704
毛利率	11.0%	4.6%	7.8%	12.5%
减：营业成本	295510	384168	380351	266754
减：营业税金及附加	13737	14714	18710	9638
减：营业费用	5632	6253	6224	6858
减：管理费用	9110	9611	10218	11978
减：财务费用	765	2893	3048	2017
减：资产减值损失	9012	7067	-4127	4665
加：投资净收益	779	898	448	-1145
营业利润	-435	-23349	-2460	178
加：营业外收入	7452	26313	11928	5698
减：营业外支出	183	282	250	384
利润总额	6834	2682	9218	5492
减：所得税	190	-89	2577	-4567
净利润	6644	2771	6641	10059
加：少数股东损益	-57	133	-1662	-1988
归属于母公司净利	6701	2638	8303	12047
基本每股收益	0.077	0.030	0.096	0.139

资料来源：中投证券研究所

3 季度冲回 40 亿，
对应 EPS0.05

4 季度没有冲回

3 季度冲回 40 亿的减值后，4 季度减值损失增加了 47 亿。

3.1 采购合同准备全部冲回

之前我们预计，由于中报公司计提了大量的采购合同准备（炼油亏损的或有负债），这部分准备部分将在 09 年冲回，由于对于采购原油的成本无法判断，我们没有判断冲回的具体数额。

08 年报显示，由于在 08 年 12 月 31 日，公司预期采购原油不会产生“或有亏损”，因此中报的全部 224 亿左右全部在 08 冲回，（主要抵消了库存）。

表 3 采购合同准备全部在 08 年冲回 单位: 百万元

预提费用及其他应付款			
	2008 年 12 月 31	2008 年 6 月 30	2007 年 12 月 31
应付中国石化集团公 司及同级附属公司款 项	12,624	13,775	12,907
预提支出	31,211	31,069	29,260
采购原油待执行亏损			
合同准备(i)	0	22,400	6,700
所得税以外的税金	21,518	10,826	8,836
预收账款	27,796	25,704	23,551
第三方贷款	1,822	1,051	1,103
其他	6,907	8,268	6,814
	101,878	113,093	89,171

资料来源: 中投证券研究所

3.2 如果油价上涨, 存货尚有 89 亿可以冲回

我们分析了存货和存货跌价准备:

表 4 存货跌价准备仍有 89 亿, 如果油价上涨能冲回 单位: 百万元

	2008 年 12 月 31 日	2008 年 6 月 30 日	2007 年 12 月 31 日
原材料	53258	110007	70756
在产品	10713	19,642	11,823
产成品	35759	47,119	35,040
零配件及低值易耗品	4464	3,341	3,002
	104194	180,109	120,621
减: 存货跌价准备	8939	16,621	4,572
	95255	163,488	116,049

资料来源: 中投证券研究所

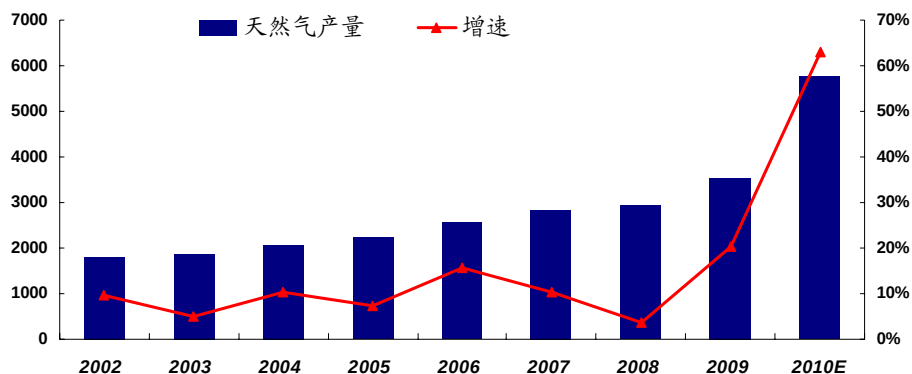
由于 08 年库存和油价大幅度波动, 存货跌价准备计提了约 89 亿, 如果未来油价持续上涨, 这部分的准备可以冲回, 影响 09 年 EPS0.1 左右。

四、新的增长点：川气东输增加 2010 年业绩 0.05

公司年报披露，川气东输投资 632 亿元，09 年主体投产，09 年公司全年天然气产量 100 亿立方，增加 20%。

我们预计川气东输到 10 年可以有 80 亿方的输气量，到 2010 年公司天然气产量约 160 亿方。

图 4 中石化天然气产量 单位：亿立方英尺



资料来源：中投证券研究所

我们对 2010 年川气东输项目的盈利做了预测，新增业绩 0.05 左右，如果考虑到天然气涨价，业绩会增加到 0.06。

表 5 中石化川气东输 2010 年新增业绩预测 单位：元/立方米

实现价格	1.8
不含税价格	1.59
现金操作成本	0.2
折旧	0.5
财务费用	0.1
税前利润	0.8
天然气贡献利润（亿元）	64
硫磺贡献利润（亿元）	6
每股收益（元/股）	0.05

资料来源：中投证券研究所

我们预计，2010 年油价随着经济恢复小幅继续上涨，公司上游业绩增加，炼油利润稳定，川气东输新增业绩 0.05，因此公司的净利润在 09 的基础上继续增加。

五、投资建议：推荐

根据公司的生产计划，09 年上游和炼油产量都增加，其中计划生产原油 3 亿桶，增加 1.4%，加工原油 1.84 亿吨，同比增加 9%。

从目前计划的完成来看，1、2 月中石化共生产原油 680 万吨，天然气 13 亿立方米，今年前两个月共加工原油 2662 万吨，占全国加工量比例 55.48%，比去年年均提高 1.57 个百分点。柴油，汽油的产量超出计划 15 万吨以上。

我们认为，1、2 月中石化的销售数据和原油产量都达到计划，说明中石化销售的南方需求较强，上游产量也没有减产的计划，全年量的增长风险不大，新机制下炼油毛利是锁定的，而且由于 1 季度的高毛利拉动，全年平均净利在 2.5 以上，油价总体上也会比 1 季度好，因此我们看好今年中石化的盈利恢复。

维持对于中石化 09 年 0.65，10 年 0.71 的判断，给与推荐的评级，目标价 10.4 元。

风险因素：

1. 化工板块出现亏损。
2. 流通环节价差进一步减小。

六、主要生产数据和计划

表 6 上游主要生产数据 单位：百万桶/亿立方英尺

	2009 生产计划	2008 年	2007 年	2006 年	2008 年较 2007 年%
原油产量 (百万桶)	301	296.8	291.67	285.19	1.8
天然气产量 (亿立方英尺)	3531	2,931	2,826	2,565	3.7
新增原油可采储量 (百万桶)		114	21	286	442.9
新增天然气可采储量 (亿立方英尺)		9,216	37,567	1,615	-75.5

资料来源：中投证券研究所

表 7 炼油板块主要生产数据 单位：百万吨

	2009 计划	2008 年	2007 年	2006 年	2008 年较 2007 年%
原油加工量 (百万吨)	184.0	169.0	156.0	146.3	4.5
汽、柴、煤油产量 (百万吨)	115.0	105.9	96.8	91.0	9.4
其中：汽油 (百万吨)		29.1	26.0	24.5	12
柴油 (百万吨)		68.8	62.5	60.2	10.1
煤油 (百万吨)		8.0	8.3	6.4	-4
化工轻油产量 (百万吨)		23.0	23.8	23.1	-3.6
轻油收率 (%)		74.8	74.5	74.8	0.32 个百分点
综合商品率 (%)		94.1	94.0	93.5	0.12 个百分点

资料来源：中投证券研究所

表 8 销售板块主要生产数据 单位: 百万吨

	2009 计划	2008 年	2007 年	2006 年	2008 年较 2007 年%
国内成品油总经销量	125	123	119	112	3
其中: 零售量 (		84	77	72	9.8
直销量		20	20	19	-2.7
批发量		19	23	21	-14.8

资料来源: 中投证券研究所

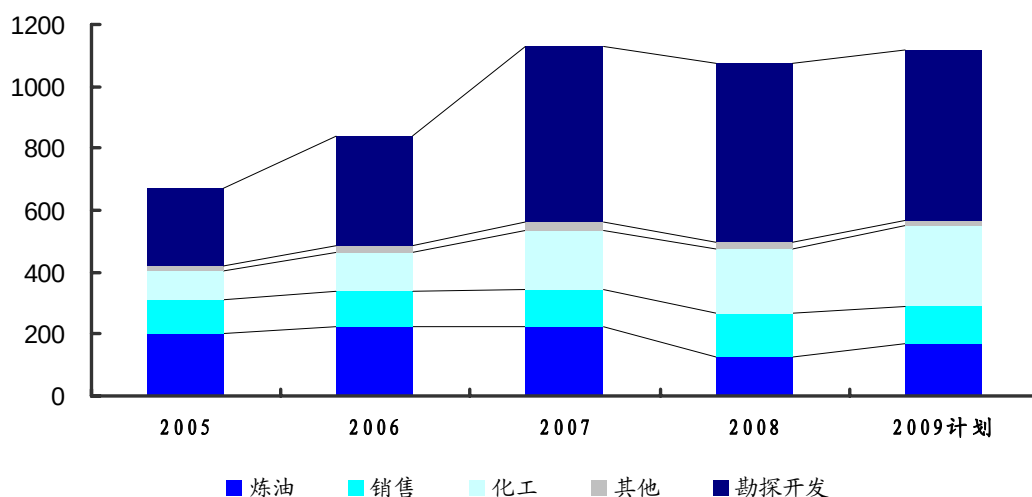
表 9 化工板块主要生产数据 单位: 千吨

(千吨)	2009 计划	2008 年	2007 年	2006 年	2008 年较 2007 年%
乙烯	6830	6289	6534	6163	-4
合成树脂		9590	9660	8619	-1
合成橡胶		834	800	668	4
合成纤维单体及聚合物		7264	8018	7242	-9
合成纤维		1260	1417	1502	-11
尿素		1649	1565	1609	5

资料来源: 中投证券研究所

板块的资本支出从之前计划的 1300 亿以上削减到 1118 亿, 和 2008 年持平。

图 5 公司最近 4 年资本支出和 09 资本支出计划 单位: 百万元



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、辽通化工、陕天然气、广汇股份、中化国际、烟台万华、黑猫股份、路翔股份等。

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	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434