

炼油毛利合理回归 未来业绩继续向好

研究结论

- 中国石化发布 2009 年第一季度报告。2009 年第一季度公司实现营业收入 2286 亿，同比下降 31%，营业利润 90 亿，扭亏，净利润 67.8 亿，同比增长 23%，实现每股收益 0.129 元，截至期末账面每股净资产 3.94 元，净资产收益率 3.28%。2009 年第一季度公司综合毛利率同比提高 16.5 个百分点，为 27.2%
- 国际金融危机和国内经济减速使得石化产品消费萎缩，公司一季度主要产品产销量增速放缓或同比出现下降。2009 年第一季度中国石化原油产量 1040 万吨，同比增长 0.61%，原油加工量 4051 万吨，同比减少 3.27%；国内成品油经销量 2642 万吨，同比减少 12.42%；乙烯和合成树脂产量分别为 149 万吨和 240 万吨，分别同比减少 12.22%和 3.30%。值得关注的是，在主要产品产销数据同比回落的情况下，汽油、煤油产量成为亮点，2009 年第一季度公司汽油、煤油产量分别为 799 万吨和 218 万吨，同比增长 15.32%和 9.29%，表明国内汽油、煤油消费受金融危机的影响较小
- 2009 年公司原油实现价格为 1599 元/吨，同比下降 59%，在新的成品油定价机制下，原油价格的大幅回落使得国内炼油行业的毛利合理回归，这是中国石化 2009 年一季度业绩同比出现较大增长的主要原因
- 展望 2009 年，欧、美、日等主要经济体短期内难以走出经济危机，美元汇率在推升油价方面的作用也将趋弱，加之目前蔓延全球的“猪流感”疫情对经济的影响尚难准确评估，目前仍然很难对 2009 年的原油价格做出乐观预期。在国际油价低位运行的情况下，我们认为 1 季度较好的毛炼油利水平将体现在全年。随着国际、国内经济的逐渐企稳，后续石化板块的盈利能力有望在反复中缓慢回升
- 作为国内最大的炼油企业和成品油销售企业，中国石化具有突出的成本优势和资源优势，2009 年第一季度公司轻油收率继续同比提高 0.53 个百分点，达到 74.98，另外，自营加油站数量同比增长 0.79%，达到 28703 座，特许经营加油站继续下降
- 由于 09 年 1、2 季度的炼油毛利高于我们的预期，提高中国石化全年业绩预期至 0.53 元/股，公司未来一个季度的业绩预期仍将维持向好的趋势，中期业绩可能大比例预增，维持公司增持的投资评级不变



东方证券
ORIENT SECURITIES

王 晶

石油与化工行业首席分析师

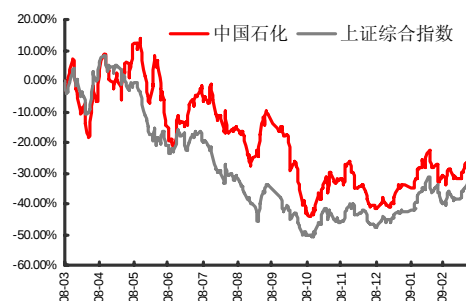
8621-63325888 × 6072

wangjing@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 4 月 29 日)	9.44 元
目标价格 (6 个月)	11 元
总股本/A 股 (亿股)	867/699
A 股市值 (百万元)	6291
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告日期	2009 年 4 月 29 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	6	16	-24.0
相对表现 (%)	-3	1	7

资料来源: WIND

财务预测

	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入 (百)	1204843	1452101	1132535	1375354
营业利润 (百万)	78665	-26066	58283	59351
净利润 (百万)	58721	26115	47374	51114
EBITDA (百万)	126416	89774	130156	160852
每股收益 (元)	0.65	0.34	0.53	0.57
净资产收益率	19.65%	9.28%	12.1%	13.1%
每股经营现金流	1.43	0.86	0.84	0.87
市盈率(X)	14	27	20	17
EV/EBITDA(X)	9	8.	16	13

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

	03A	04A	05A	06A	07A	08A
油气开采板块						
原油产量 (百万桶)	271	274	279	285	292	297
天然气产量 (亿立方英尺)	1814	2070	2219	2565	2826	2931
原油销售量 (万吨)	3575	3626	3690	3885	3887	3941
天然气销售量 (亿立方米)	35	39	44	57	63	69
合并经营收入 (百万元)	70262	85306	115030	143166	145667	196501
经营费用 (百万元)	51102	59692	68159	79984	96901	129932
EBIT (百万元)	19160	25614	46871	63182	48766	66569
EBIT margin	27.27	30.03	40.75	44.13	33.48	33.88
炼油板块						
原油加工量 (万吨)	11670	12884	13994	14632	16172	16900
原油加工量增长率%		10.40	8.62	4.56	10.53	4.50
气柴煤油产量 (万吨)	6901	8083	8453	8721	9309	10586
其中: 汽油	2179	2358	2298	2300	2598	2909
柴油	4191	5089	5492	5786	6246	6878
煤油	531	636	663	635	832	799
化工轻油 (万吨)	1646	1770	2110	2285	2384	2299
综合商品率%	92.63	93.09	93.24	93.47	93.95	94.07
轻油收率%	73.80	74.02	74.24	74.75	74.48	74.80
合并经营收入 (百万元)	273773	358273	493517	602402	658849	859083
经营费用 (百万元)	267700	352330	497053	628112	669301	920621
EBIT (百万元)	6073	5943	-3536	-25710	-10452	-61538
EBIT margin	2.22	1.66	(0.72)	(4.27)	(1.59)	(7.16)
成品油销售板块						
国内成品油总销售量 (万吨)	7592	9459	10456	11168	11939	12298
国内销量增长率%		24.59	10.54	6.81	6.90	3.01
单站年均加油量 (吨/站)	1686	2003	2321	2577	2697	2935
中国石化品牌加油站总数 (座)	30242	30063	29647	28801	29062	29279
零售占比 (%)	51.2	56.3	60.7	64.6	64.2	68.4
合并经营收入 (百万元)	241360	346426	463822	593558	665791	817038
经营费用 (百万元)	229417	331710	453472	563324	630064	778829
EBIT (百万元)	11943	14716	10350	30234	35727	38209
EBIT margin	4.95	4.25	2.23	5.09	5.37	4.68
化工板块						
乙烯产量 (千吨)	3982	4074	5319	6163	6534	6289
合成树脂产量 (千吨)	5805	6221	7605	8619	9660	9590
合成纤维产量 (千吨)	1659	1654	1570	1502	1417	1260
合纤单体及聚合物产量 (千吨)	5633	6021	6725	7140	8018	7264

合成橡胶产量 (千吨)	553	561	626	668	800	834
尿素产量 (千吨)	2028	2630	1780	1609	1565	1649
基础化工原料销售量 (万吨)	721	738	951	1157	1289	1259
合并经营收入 (百万元)	103840	144693	178823	214927	240689	241091
经营费用 (百万元)	100297	125972	164527	200469	227383	254193
EBIT (百万元)	3543	18721	14296	14458	13306	-13102
EBIT margin	3.41	12.94	7.99	6.73	5.53	(5.43)

来源：公司资料，东方证券整理

附表：中国石化损益表预测

会计年度	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1204843	1452101	1132535	1375354
营业成本及税金	1047505	1383582	1007981	1224663
营业费用	22564	24967	21210	25757
管理费用	35684	40917	33806	41054
财务费用	4890	8723	18769	22828
资产减值损失	6975	16617	7458	7458
公允价值变动收益	-3211	3969	0	0
投资净收益	5756	980	5756	5756
营业利润	78665	-26066	58283	66235
营业外收入	6828	51391	6648	6619
营业外支出	2059	1099	2241	2271
利润总额	83434	24226	63165	68152
所得税	24713	-1889	15791	17038
净利润	58721	26115	47374	51114
少数股东损益	2206	-3574	1423	1695
归属于母公司净利润	56515	29689	45951	49419
EBITDA	126416	89774	130156	160852
EPS (元)	0.65	0.34	0.53	0.57

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

王晶：石油与化工行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn