

石油加工

芮定坤 S0960109074123

010-63222951

ruidingkun@cjis.cn

中国石化

600028

推荐

炼油 3 季度仍然不错，盈亏平衡点在 80 美元以上

6-12 个月目标价： 10.00 元

当前股价： 8.44 元

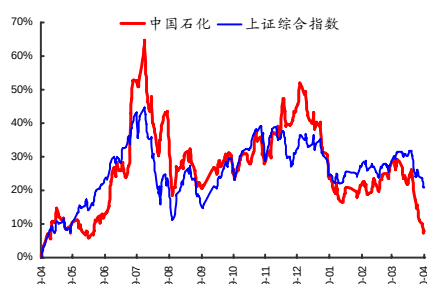
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2642.31
总股本(百万)	86703
流通股本(百万)	86703
流通市值(亿)	7318
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	4.62
资产负债率	53.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国石化	-0.47	-2.70	-22.11
上证综合指数	4.49	3.38	0.00



相关报告

《中国石化-炼油贡献 43%利润，中短期 2 个催化剂》2009-8-24

《中国石化-预计最差全年业绩 0.65，估值水平应该更高》2009-7-23

《中国石化-炼油每桶盈利 3.7 美元、上游成本可能下降》2009-4-29

投资要点：

- 上半年每股收益 0.41 元/股，符合我们的判断。上游贡献了业绩的约 44%，炼油同比下降（但 2 季度比 1 季度好），化工 2 季度大幅下降。
- 上游：经营利润从 55 亿同比增加到 219.9 亿，主要因为油价同比从 52 美元上涨到 77 增幅约 50%。天然气产量同比增幅 40%（川气投产）价格上涨 10%，下半年天然气价格和产量同比环比都增长，业绩贡献会更大一些。剩余原油和天然气探明储量总量变化不大。
- 炼油：2 季度炼油每桶经营利润约 1.6 美元/桶，环比 1 季度多 1 美元/桶，主要原因是 4 月 14 日汽柴油价格上调 320 元/吨（6 月下调了 230 元但对 2 季度影响少），对应增加炼油毛利 4 美元/桶，原油成本从 77 美元到 80 美元提高了 3 美元，所以综合下来毛利提高 1 美元/桶。10 年来看 4 月最好，6 月下降的比较多，我们预计 3 季度 EBIT 在 1-2 美元/桶之间，和 2 季度（1.6 美元/桶）差不多，炼油毛利率在 7% 左右。
- 销售：上半年经营利润约 212 元/吨，总体上环比同比变动不大。销量同比增长 18.1%，主要和国内需求增长以及公司产能扩大有关。
- 化工：化工业务在 2 季度下降了很多，符合我们的判断，当然这里面 1 个原因是原料定价滞后（国内石脑油销售价格是按上个月的新加坡价格），化工的量大幅增加，乙烯产量同比增加 40%，主要是炼厂投产。
- 投资建议：中石化半年报业绩略高于市场一致预期，我们认为 3 季度业绩也会不错，1 方面上游石油应该和 2 季度差不多，天然气更好，炼油上 7 月、8 月炼油成本下降 3 美元和 6 美元，3 季度炼油毛利在 1.5 美元/桶左右，整体上 3 季度业绩应该高于 2 季度，前 3 季度业绩有 0.64 左右，全年业绩在 0.82 左右，对应目前的估值偏低，公司短期股价有反弹的机会，维持推荐的评级，建议买入，目标价 10-11 元，预测 10-12 年 EPS 分别为 0.82、0.9 和 0.95。

风险提示：油价大幅上涨。

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,311,784	1,683,672	1,801,484	1,885,176
同比(%)	-12.7%	28.3%	7.0%	4.6%
归属母公司净利润(百万元)	61,663	71,669	78,509	94,127
同比(%)	107.1%	16.2%	9.5%	19.9%
毛利率(%)	23.0%	25.0%	21.2%	20.9%
ROE(%)	16.2%	16.1%	10.2%	11.3%
每股收益(元)	0.34	0.70	0.82	0.90
P/E	33.47	12.04	12.16	10.91
P/B	3.01	1.96	1.68	1.45
EV/EBITDA	42	7	7	6

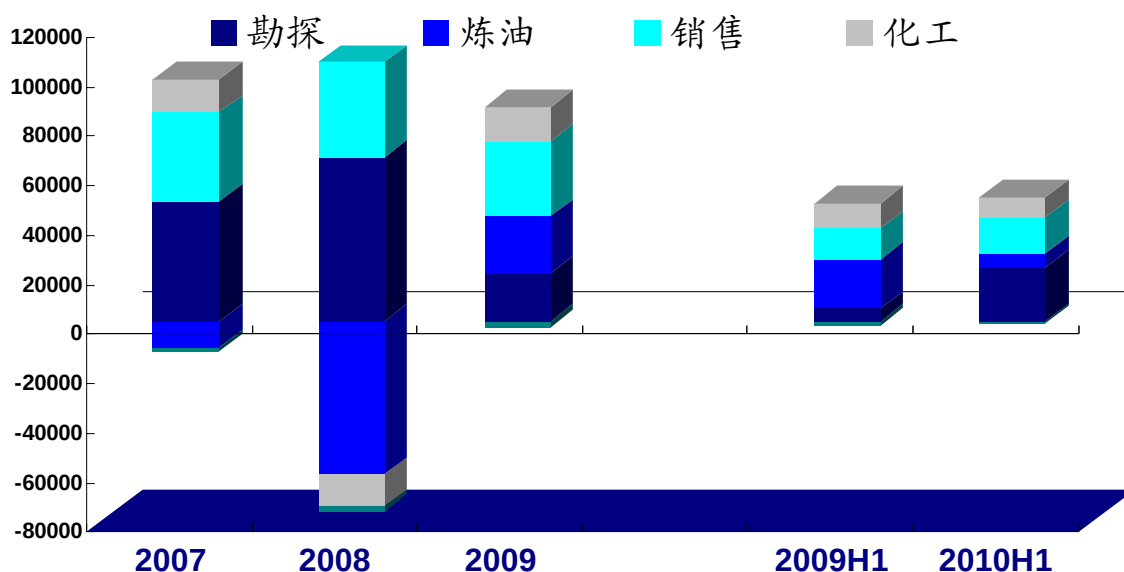
资料来源：中投证券研究所

一、要点

上半年每股收益 0.4 元/股，符合我们 0.38-0.4 的判断。

4 个板块的毛利率为 41%、2.8%、6%和 10%，相比于 09 年上半年，公司的业绩主要由上游贡献，炼油同比下降，销售变动不大，化工 2 季度大幅下降。

图 1 分业务经营利润 单位：百万元



资料来源：公司报告、中投证券研究所

重点可以看一下炼油毛利的数据和预测：10 年来看 4 月最好，6 月下降的比较多，3 季度重新到比较好的水平。我们预计 3 季度炼油的桶经营利润在 1-2 美元/桶之间，和 2 季度比差不多，以 2、3 季度毛利在 5.5 美元/桶计算，毛利率在 7%左右，相对来说还是不错的。

二、4 个业务板块分析

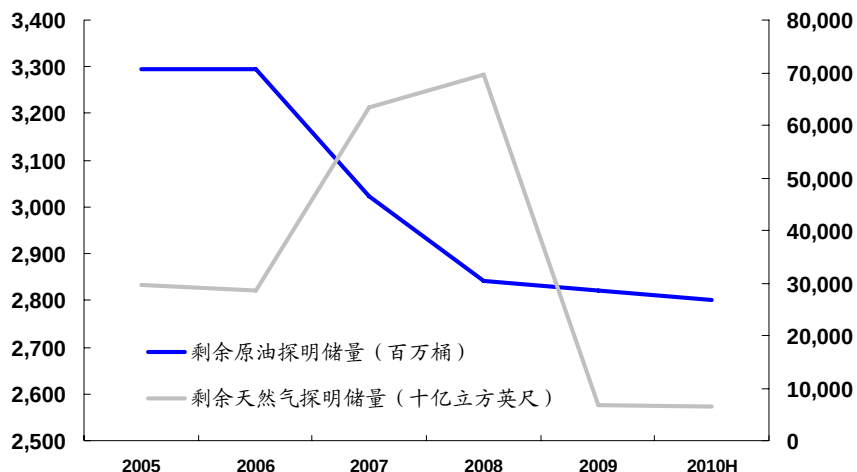
1、上游：

经营利润从 55 亿同比增加到 219.9 亿，主要是因为油价同比总 52 美元/桶上涨到 77.3 美元/桶，同比增幅约 50%。

原油产量变化不大，天然气产量同比增幅 40% 到约 57 亿立方米，主要是川气投产，全年预计 120 亿立方米，上半年天然气平均实现价格上涨了 10% 到 1 元/方，下半年天然气价格和产量同比环比都增长，业绩贡献会更大一些。

资源方面，剩余原油和天然气探明储量总量变化不大：

图 2 中国石化原油天然气剩余储量 单位：百万桶、十亿立方英尺



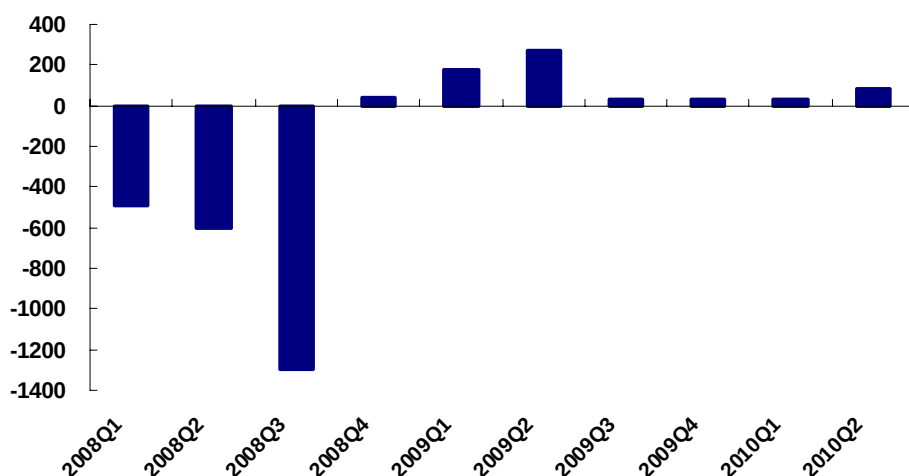
资料来源：公司半年报、中投证券研究所

2、炼油

2 季度炼油每桶经营利润约 1.6 美元/桶 (81 元/吨)，环比 1 季度 0.6 美元/桶多 1 美元/桶，主要原因是 4 月 14 日汽柴油上调 320 元/吨 (6 月 1 号下调了 230 元但对 2 季度影响比较少)，对应增加炼油毛利 4 美元/桶，原油成本从 77 美元到 80 美元平均提高了 3 美元，所以综合下来毛利提高 1 美元/桶。

我们判断中石化 2 季度成本 80 美元/桶，所以现在的盈利平衡点在 80 美元/桶以上！

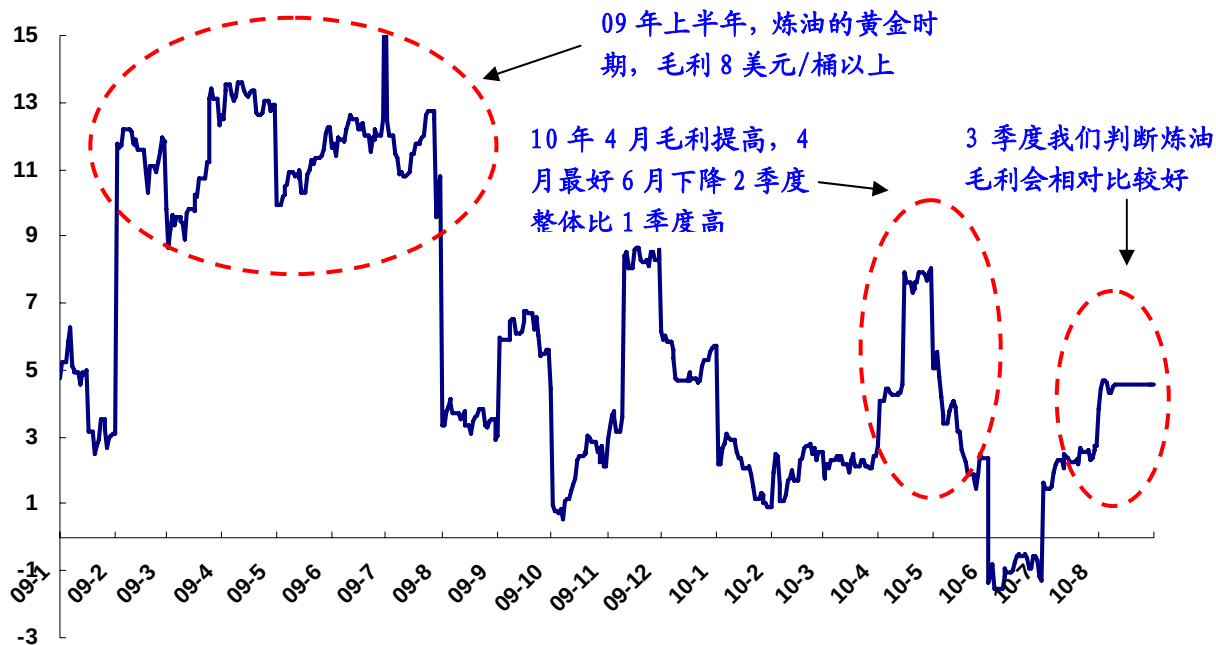
图 3 中石化历史上的炼油 EBIT(息税前利润) 单位：元/吨



资料来源：公司报告、中投证券研究所

下面是我们模拟的中石化炼油毛利，这里面我们只考虑了原料成本，没有计算加工成本和物耗，但趋势上和公司报告披露的毛利数值拟合的很好，09年上半年是炼油毛利最高的时候，10年来看4月最好，6月下降的比较多，3季度重新到比较好的水平。我们预计3季度炼油的桶经营利润在1-2美元/桶之间，和2季度差不多甚至更好。

图 4 我们模拟的中石化炼油毛利值 单位： 美元/桶

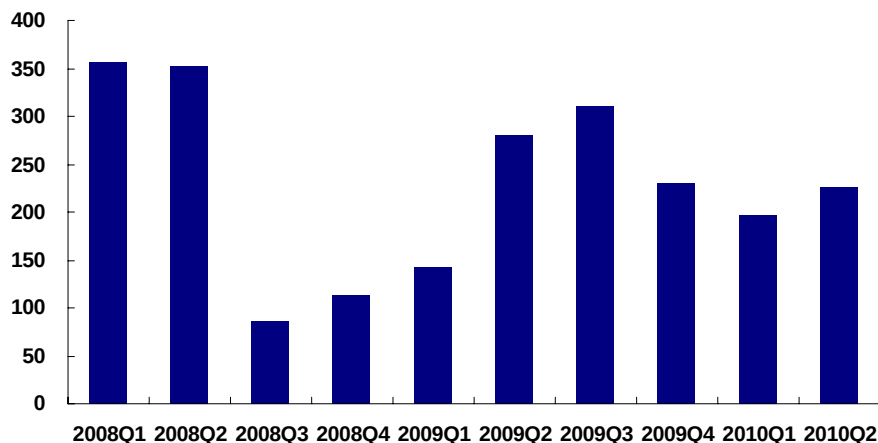


资料来源：中投证券研究所 注：这里面这考虑了原材料成本，没有考虑加工成本和物耗

3、销售

上半年经营利润约 212 元/吨，总体上环比同比变动不大。销量同比增长18.1%，主要和国内需求增长以及公司产能扩大有关。

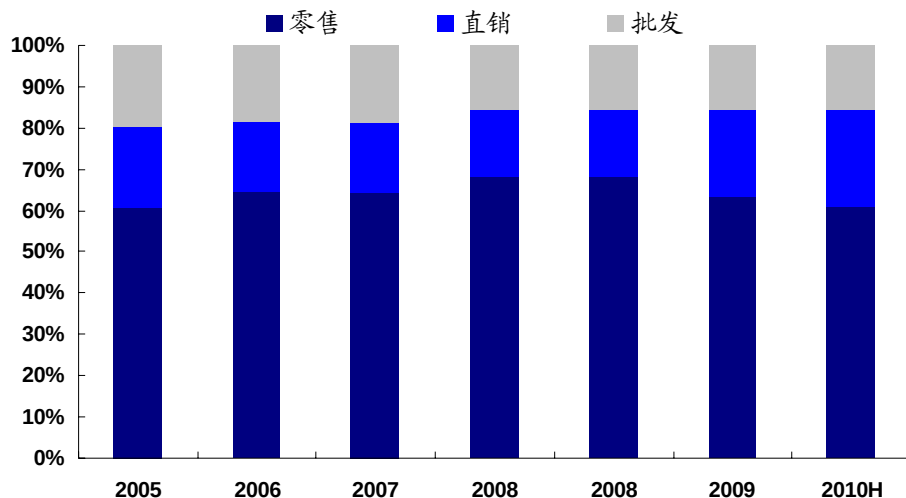
图 5 销售板块每吨成品油销售的经营利润 单位：元/吨



资料来源：中投证券研究所

销售中零售的比例比 09 年有所降低。

图 6 销售板块 3 种销售的比例变动不大 单位：%



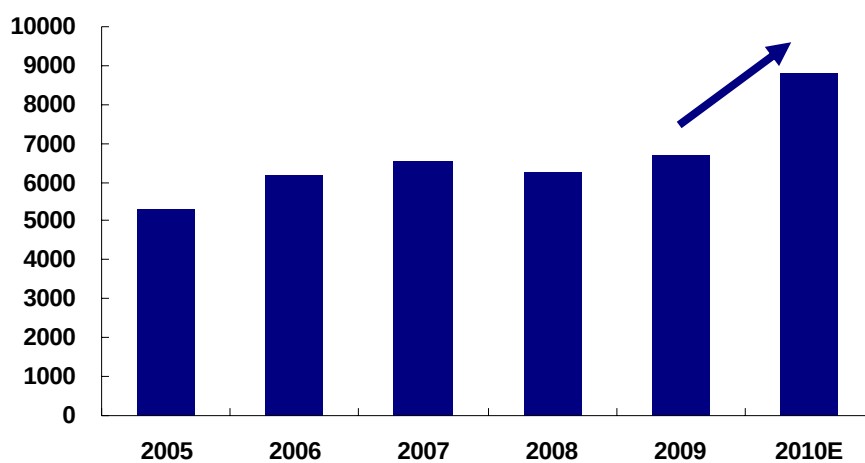
资料来源：中投证券研究所

4、化工业务

符合我们的判断，化工业务在 2 季度下降了很多，经营利润从 56.77 亿下降到 26.67 亿，当然这里面 2 季度差的 1 个原因是原料定价滞后，国内石脑油销售价格是按上个月的新加坡价格，所以在 2 季度油价下跌的过程中，这种计价方法会使化工的利润减少一些，**这是值得注意的 1 点。**

化工的量大幅增加，乙烯产量同比增加 40%，主要是国内炼厂的投产，我们在以前的报告分析过：中石化的化工板块的业绩会增长的比较快，1 个原因是量不断会增长。

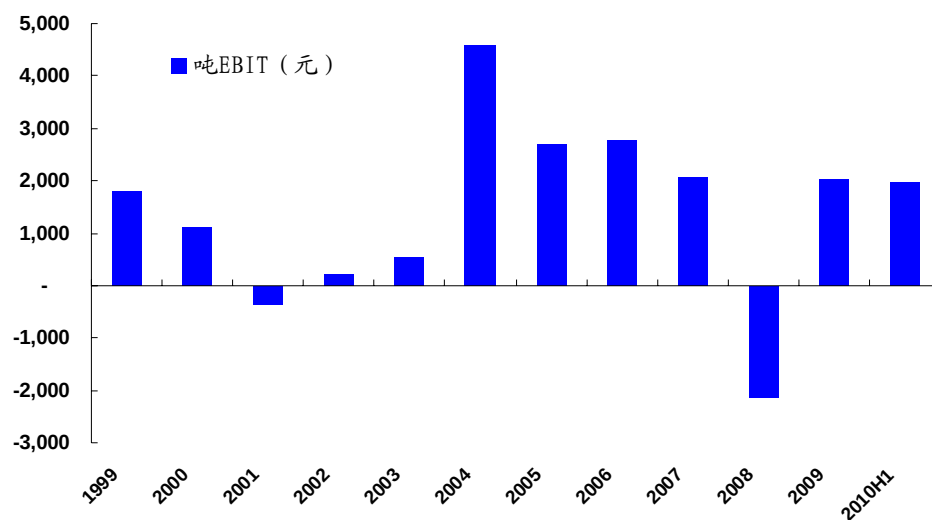
图 6 中石化乙烯产量增长 单位：千吨



资料来源：公司报告、中投证券研究所

从乙烯吨利来看，整体上上半年化工板块的利润率在 1 个较好的水平，当然主要是 1 季度的贡献，上半年吨利在 2000 元左右（历史平价水平）。

图 7 化工板块吨乙烯利润（EBIT） 单位：元/吨



资料来源：公司报告、中投证券研究所

从国际产品价格价差来看，2 季度下降的比较多。对于下半年我们认为，化工的利润总体是向下的，但幅度不会太大，市场预期的担心有点多，本身下半年检修产能比较多，会抵消部分中东产能增加的影响，总体上我们认为化工处于周期低点，再起来要到 2011 年下半年。可以参加我们关于中东化工产能影响的报告。

表 1 全球乙烯行业产能利用率预计 11 年后重新提高 单位：千吨

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
标准产能	132726	140557	146882	150995	155693	158445
新增产能		7831	6325	4113	4698	2753
新增产能占比		5.9%	4.5%	2.8%	3.1%	1.8%
产能调整		-400	-2850	-4250	-4250	-3450
总产能	132726	140157	144032	146745	151443	154995
总产能增长	2.2%	5.6%	2.8%	1.9%	3.2%	2.3%
总需求	110396	118345	125800	133348	141349	149830
开工率	83.2%	84.4%	87.3%	90.9%	93.3%	96.7%

资料来源：CMAI、中投证券研究所

表 2 中石化主要数据

	单位	2007	2008	2009	09H1	09H2	2010H1	同比	环比	2010H2 计划	2010E
上游											
原油产量	百万桶	292	297	301	149	152	149	0.0%	-1.9%	153	302
天然气产量	亿立方米	82	85	85	40	44	57	40.7%	28.2%	63	120
布伦特	美元/桶	72	97	62	52		77.27	49.7%			
原油实现价	RMB/吨	3095	4269	2409	1808						
天然气实现价	RMB/千立方米	823	931	959	961						
炼油											
原油加工量	百万吨	155.6	168.8	183	87	96	101	16.7%	6.0%	102	203
汽煤柴产量	百万吨	93.1	105.9	114	54	60	61	12.0%	1.5%		
汽油	百万吨	24.7	29.1	34	17	17	18	4.6%	1.9%		
柴油	百万吨	60.1	68.8	69	32	36	37	13.3%	0.7%		
煤油	百万吨	8.3	8.0	10	5	6	6	30.0%	4.9%		
化工轻油	百万吨	23.5	23.0	27	12	15	17	42.4%	15.6%		
销售											
成品油销量	百万吨	119.4	123.0	124	58	66	68	18.1%	2.8%	68	136
零售	百万吨	76.6	84.1	79	37	41	42	11.4%	0.6%		
直销	百万吨	20.2	19.6	26	11	14	16	37.2%	10.8%		
批发	百万吨	22.6	19.3	20	9	11	11	21.7%	0.6%		
化工产量											
乙烯产量	千吨	6534	6289	6713	2973	3740	4202	41.3%	12.4%	4600	8802
合成树脂	千吨	9660	9590	10287	4738	5549	6088	28.5%	9.7%		
合成橡胶	千吨	800	834	884	409	475	485	18.6%	2.1%		
合纤单体及聚合物	千吨	8018	7264	7798	3721	4077	4275	14.9%	4.9%		
合成纤维	千吨	1417	1260	1302	629	673	676	7.5%	0.4%		
尿素	千吨	1565	1649	1752	892	860	932	4.5%	8.4%		

资料来源：中投证券研究所

三、投资建议：推荐

中石化半年报业绩略高于市场一致预期，我们认为 3 季度业绩也会不错，1 方面上游和油价有关应该和 2 季度差不多，天然气更好，炼油上 7 月、8 月炼油成本分别下降 3 美元和 6 美元，从我们模拟的毛利也能看出，主要是由于库存滞后和油价波动，这样 3 季度炼油毛利在 1.5 美元/桶左右，整体上 3 季度业绩应该高于 2 季度，前 3 季度业绩有 0.64 左右，全年业绩在 0.82 左右，对应目前的估值偏低，公司短期股价有反弹的机会，同时在大盘的走向还不好判断的时候，市场的部分资金也有防御性的投资趋势，所以资金偏好也比前期更多一些。

维持推荐的评级，建议买入，目标价 10-11 元，预测 10-12 年 EPS 分别为 0.82、0.9 和 0.95。

盈利预测：

表 3 中石化盈利预测模型

单位: 百万元

	2007	2008	2009	2010E	2011E
部门收入	2,131,989	2,766,342	2,291,776	2,633,215	2,841,693
勘探	127,910	177,796	106,350	153,644	177,539
炼油	651,927	813,633	699,662	860,517	936,951
销售	662,393	806,017	879,804	810,958	893,652
化工	233,442	234,877	165,548	220,836	232,052
公司总部	456,317	734,019	440,411	587,260	601,500
减: 部门间抵扣	(958,120)	(1,346,021)	(1,007,035)	(1,262,686)	(1,358,022)
收入合计	1,214,606	1,502,443	1,311,784	1,397,041	1,513,900
销售成本	(983,079)	(1,289,734)	(1,075,934)	(1,063,583)	(1,163,005)
折旧和摊销	(43,315)	(45,842)	(50,997)	(52,108)	(52,780)
勘探费用	(11,105)	(8,310)	(10,500)	(11,000)	(12,000)
管理销售费用、税金其他	(91,243)	(130,432)	(86,700)	(172,076)	(180,003)
经营收益 (EBIT)					
勘探	48,766	66,569	19,644	46,354	51,565
炼油	(10,452)	(61,538)	23,077	12,579	11,105
销售	35,727	38,209	30,300	28,380	33,218
化工	13,306	(13,102)	13,615	16,695	18,564
公司总部	(1,483)	(2,014)	(2,205)	(2,200)	(2,200)
经营收益合计	85,864	28,124	84,431	101,809	112,252
融资成本净额	(8,101)	(4,776)	(7,234)	(8,882)	(9,219)
投资收益	1,657	390	2,000	500	500
应占联营合营公司的损益	4,044	579	1,371	1,200	1,200
所得税	(24,722)	1,883	(16,114)	(20,700)	(24,089)
除税后正常业务利润	58,742	26,200	64,454	73,390	80,644
少数股东权益	(2,210)	3,569	(707)	(2,561)	(2,210)
净利润	54,942	29,769	61,663	70,829	78,434
每股收益	0.63	0.34	0.71	0.82	0.90

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, 2009 年获得证券市场周刊评选的石化行业最佳分析师第 4 名。

主要研究覆盖公司: 中石油、中石化、中海油服、辽通化工、沈阳化工、广汇股份、中化国际、煤化工行业等。

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

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

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