

石油加工

署名人: 芮定坤

S0960109074123

010-63222951

ruidingkun@cjis.cn

中国石化

600028

推荐

全年经营数据公布, 重点在中下游

投资要点:

- **石油天然气:** 中石化公布了 2010 年全年经营数据, 原油产量没有增长, 天然气增长 47%, 主要来自于普光气田的投产。预计未来几年不考虑海外, 国内原油产量增长 1% 以内, 未来的增长更多的要看海外。天然气预计 11 年 140 亿方, 12 年 160 亿方。原油储量接替率可能低于 1。
- **炼油销售:** 原油加工量和成品油销量分别增长 13%, 中游增长较快。柴汽比下降, 化工轻油比例提高, 主要是适应下游需求结构性变化。**化工:** 乙烯产量增长 35%, 主要是 09、10 年多套乙烯装置陆续投产, 未来每年预计还有 10% 左右的增速。尿素同比减少 30%, 未来中石化约 363 万吨产能 (占国内总产能 6%) 会慢慢退出, 主要是这 1 块毛利率不高, 国内产能过剩。这对其他尿素企业是好事, 国内尿素 11 年产能过剩有所减少, 但长期看 2010-2015 年国内尿素新增产能达到 1700-1800 万吨, 还有越南出口的可能, 行业压力还是较大。
- 4 季度中石化的盈利较好, 虽然油价上涨但 10 月和 12 月 2 次成品油上调传导了成本, 炼油总体上保持了 5% 左右的毛利率。其他 3 个板块方面上游因为油价气价高业绩增加; 销售由于 4 季度限电引起的柴油荒供需紧张, 所以批发价格基本接近上限; 化工板块也是因为限电引起的产品价格上涨导致合成橡胶、合成纤维、合成树脂盈利都很好。
- **投资建议:** 考虑到可能的减值, 我们略调整 10 年 EPS 为 0.84, 维持 11 和 12 年盈利预测分别为 0.92 和 1.09 元。成品油机制的微调和可转债发行, 会是公司的股价催化剂。我们认为短期公司具有防御性, 1、2 季度可能有新的股价催化剂, 维持推荐, 建议长期投资者买入, 目标价 12 元。

风险提示: 成品油机制执行不严格。

6-12 个月目标价: 12.00 元

当前股价: 8.43 元

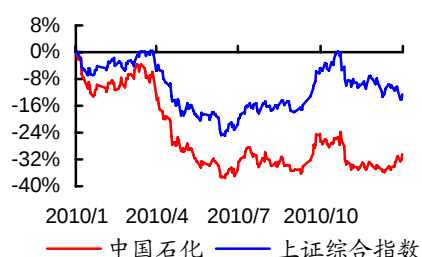
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2677.65
总股本(百万)	86703
流通股本(百万)	86703
流通市值(亿)	7309
EPS (TTM)	0.78
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	4.07	-7.57	1.59
上证综合指数	-6.14	-10.86	5.89



相关报告

《中国石化-参观中石化普光气田, 看好 4 季度业绩》2010-11-7

《中国石化-海外油田产量并表, PB2 倍相对安全》2010-10-29

《中国石化-炼油 3 季度仍然不错, 盈亏平衡点在 80 美元以上》2010-8-23

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	75,821	79,829	94,921
同比(%)	107.1%	23.0%	5.3%	18.9%
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	0.84	0.92	1.09
P/E	33.47	10	10	8
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、全年经营数据分析

石油天然气:

中石化公布了全年经营数据,其中考虑到追溯调整的话,2010 年原油产量没有增长,天然气增长 47%,主要来自于普光气田的投产。

相比于中石油和中海油,中石化的原油的绝对量和成长性相对要低一些,储量接替率如果只看原油的话可能会低于 1。未来的增长更多的要看海外资产。09 和 10 年相比于 08 年的增长比较大主要是安哥拉油气田并表同时重新调整了数据(包含了凝析油和重质油)。

预计未来几年不考虑海外,国内原油产量增长在 1%以内,天然气预计 11 年 140 亿方,12 年 160 亿方。

表 1 中石化 2010 年主要经营数据上游

	单位	2005	2006	2007	2008	2009	2010		同比
原油产量									
原油产量	百万桶	279	285	292	297	330	330		0.05%
天然气产量	亿立方米	65	75	82	85	85	125		47.1%

资料来源:中投证券研究所

注1 包含境外份额油产量;国内原油 1 吨=7.1 桶,海外原油 1 吨=7.27 桶 1 立方米=35.31 立方英尺

注2 原油加工数据包含凝析油和重质油,2009 年数据进行了追溯调整;1 吨=7.35 桶

注3 国内合资公司产品产量按 100%口径统计。

炼油销售:

原油加工量和成品油销量分别增长 13.2%、13.3%,中游增长较快。

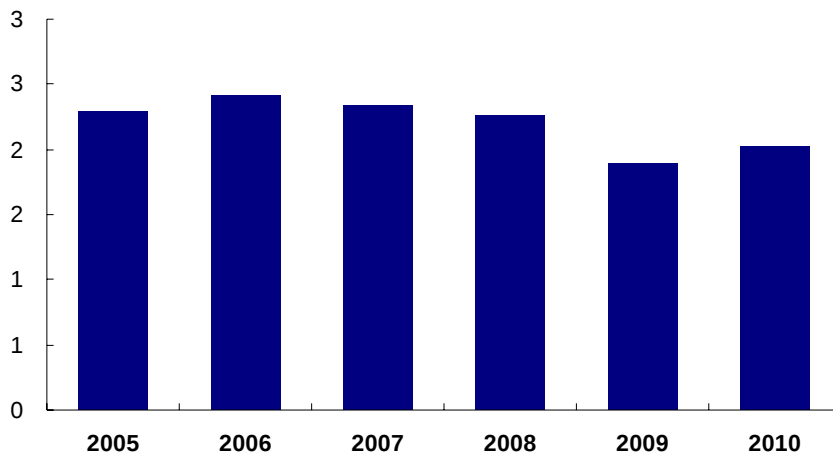
表 2 中石化 2010 年主要经营数据炼油销售

炼油	单位	2005	2006	2007	2008	2009	2010		同比
原油加工量	百万吨	139.9	146.3	155.6	168.8	187	211		13.2%
汽油	百万吨	23.0	23.0	24.7	29.1	34	36		4.2%
柴油	百万吨	54.9	57.9	60.1	68.8	69	76		10.5%
煤油	百万吨	6.6	6.4	8.3	8.0	10	12		19.5%
化工轻油	百万吨	21.1	22.7	23.5	23.0	27	35		30.3%
销售	单位	2005	2006	2007	2008	2009	2010		同比
成品油销量	百万吨	104.6	111.7	119.4	123.0	124	140		13.3%
零售	百万吨	63.5	72.2	76.6	84.1	79	88		11.1%
直销	百万吨	20.4	19.0	20.2	19.6	26	32		26.5%
批发	百万吨	20.7	20.6	22.6	19.3	20	20		4.9%

资料来源:中投证券研究所

柴汽比从 05 年开始总体是下降的，说明国内汽油的需求增速比柴油快，这和国内交通的改善和汽车销量的快速增长有关，柴油更多的和农机、重工业相关度高。

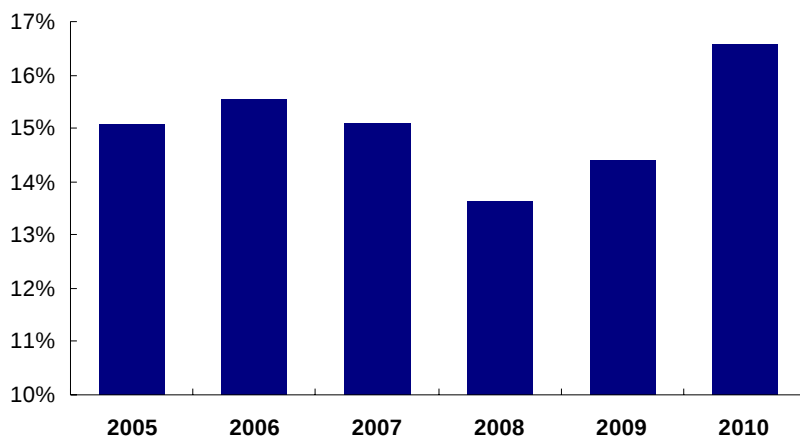
图 1 中石化的柴汽比



资料来源：中投证券研究所

化工轻油的比例提高到 17%，趋势上增加很多，主要也是因为重点发展下游化工乙烯丙烯芳烃产品。这是中国的“汽柴油供需平衡，化工供小于求”的供需结构决定的。

图 2 化工轻油占原油加工量的比例 单位：%



资料来源：中投证券研究所

化工：

乙烯产量增长 35%，主要是 09、10 年多套乙烯装置陆续投产，未来每年预计还有 10%左右的增速。

尿素减少 30%，未来中石化约 363 万吨产能（占国内总产能 6%）会慢慢退出尿素行业，主要是这 1 块毛利率不高，国内产能过剩。金陵石化 40 万吨尿素装置、产能 60 万吨的镇海炼化尿素装置和产能 52 万吨的九江石化尿素装置已经先后关停。

表 3 中石化 2010 年经营数据化工板块数据

化工	单位	2005	2006	2007	2008	2009	2010		同比
乙烯产量	千吨	5319	6163	6534	6289	6713	9059		34.9%
合成树脂产量	千吨	7605	8619	9660	9590	10287	12949		25.9%
合成橡胶产量	千吨	626	668	800	834	884	967		9.4%
合成纤维	千吨	1570	1502	1417	1260	1301	1393		7.1%
尿素	千吨	1780	1609	1565	1649	1752	1223		-30.2%

资料来源：中投证券研究所

二、投资建议

4 季度中石化的盈利仍然较好，虽然油价上涨，但 10 月和 12 月 2 次成品油上调基本传导了成本增加，炼油总体上保持了 5%左右的毛利率。

其他 3 个板块都是全年 4 个季度最好的，上游因为油价高和天然气价格上调同比环比提高；销售由于 4 季度限电引起的柴油荒供需紧张，所以批发价格基本接近上限；化工板块 4 季度盈利是历史上最好的，11 月限电引起的产品价格上涨导致合成橡胶、合成纤维、合成树脂价差都非常好。

考虑到可能的减值，我们略调整 10 年 EPS 为 0.84，维持 11 和 12 年盈利预测分别为 0.92 和 1.09 元。

成品油机制的微调和可转债发行，会是公司的股价催化剂。我们认为短期公司具有防御性特点，1、2 季度可能有新的股价催化剂，维持推荐，建议长期投资者买入，目标价 12 元。

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

研究团队简介

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、清华大学工商管理硕士, 4 年化工行业实业工作经历。2008 年加入中投证券, 2010 年获得新财富最佳分析师石化行业第 4 名, 2009、2010 年证券市场周刊最佳分析师水晶球奖第 4 名。

主要研究覆盖公司: 中石油、中石化、中海油服、海默科技、辽通化工、沈阳化工、广汇股份、荣盛石化、三聚环保、宝莫股份、宝利沥青等。

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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: 518048 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