

公司研究

公司点评

首次评级: 短期_推荐, 长期_A

10年重点关注成品油价格调整对炼油板块盈利能力的影响

——中国石化(600028)公司点评

核心观点

09年, 公司实现营业收入13451亿元, 同比下降6.9%; 归属于母公司股东的净利润613亿元, 同比增长115.5%; 基本每股收益0.707元, 每股净资产4.35元, 全面摊薄净资产收益率16.25%, 每股红利0.18元。

受益成品油定价新机制, 09年业绩同比大幅增长

08年, 受政府严格调控, 国内成品油价格不能弥补原油价格上涨成本, 炼油板块EBIT亏损636亿元。09年, 新的成品油定价机制实施, 国内成品油价格多次调整, 公司的炼油板块实现盈利, EBIT为231亿元。

09年公司实现的原油价格下跌43.6%, 导致勘探及开采板块EBIT为196亿元, 同比下降469亿元, 降幅为70.5%。

由于新的成品油定价机制中对成品油营销环节的利润有所压缩, 加上竞争加剧, 09年营销及分销板块盈利能力下降, EBIT为303亿元, 同比下降82亿元, 降幅为21.3%。

化工板块实现盈利, 08年EBIT亏损130亿元, 09年盈利136亿元。

炼油板块和化工板块业绩环比下降明显

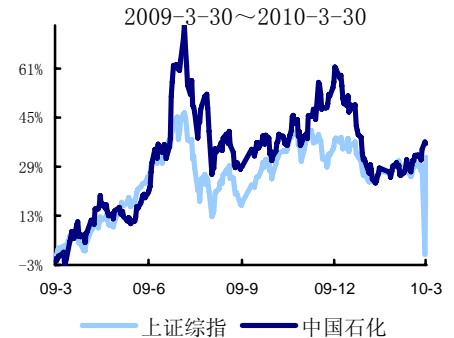
由于下半年成品油价调整较少, 高企的原油成本使得炼油板块的吨原油加工EBIT环比快速下降, 由上半年的4.6美元/桶, 降至下半年的0.7美元/桶。我们预计, 10年国际油价仍将在80美元/桶上方运行, 如果政府考虑通胀风险和下游行业承受能力而使成品油价上调幅度有限, 10年炼油板块盈利水平不容乐观。

由于计提资产减值38亿元, 化工板块EBIT下半年环比下降, 由上半年的98亿元, 降至下半年的39亿元。

收购海外油气资产, 增加上游油气产量

公司公告资产收购方案, 将以总对价24.57亿美元(其中: 股权对价16.78亿美元, 债权对价约7.79亿美元)收购母公司所持有SSI公司55%股权, 该公司拥有安哥拉18区块50%的权益。安哥拉18区块09年年均日产量15.91万桶, 中国石化权益产量1597万桶/年。该收购为公司增加了上游油气产量, 提高了一体化生产能力。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	8670252.78
流通A股(万股)	6992203.98
52周内股价区间(元)	8.63-15.56
总市值(亿元)	10360.95
总资产(亿元)	8664.75
每股净资产(元)	4.35
目标价	6个月 12个月

相关报告

财务数据与估值

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(百万)	1,495,148	1,345,052	1,516,758	1,626,787
同比增速(%)	24.1%	-10.0%	12.8%	7.3%
净利润(百万)	28,525	61,760	67,048	72,979
同比增速(%)	-49.5%	116.5%	8.6%	8.8%
EPS(元)	0.33	0.71	0.77	0.84
P/E	36.3	16.8	15.5	14.2

研究员: 伍颖

电话: 010-84183343

Email: wuying@guodu.com

执业证书编号: S0940208060099

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

10 年关注阶段性投资机会

我们预计，公司 10、11 年 EPS 分别为 0.77、0.84 元/股，对应动态市盈率分别为 15.5、14.2 倍。10 年重点关注成品油价格调整对炼油板块盈利能力的影响，并且关注天然气价改革、油气资产收购、汇率升值、原油价格波动、石化产品与石脑油价差波动等阶段性投资机会，维持“推荐-A”的投资评级。

表 1 公司生产经营情况

	2005	2006	2007	2008	2009
勘探及开采					
WTI (美元/桶)	56	66	72	100	62
原油 (百万桶)	279	285	292	297	301
天然气 (十亿立方尺)	222	257	283	293	299
炼油					
原油加工量 (百万吨)	141	146	156	171.14	182.62
收率假设					
汽油	16%	16%	15%	20%	19%
柴油	39%	40%	40%	37%	38%
航煤	5%	4%	5%	5%	6%
石脑油	15%	16%	15%	14%	15%
营销及分销					
成品油总经销量 (百万吨)	117	127	133	123	124
化工					
销量 (千吨)					
基础化工品	9,509	11,572	12,888	13,386	16,663
合成树脂	6,366	7,254	7,964	7,845	8,682
合纤原料与单体	3,003	3,709	4,089	4,019	4,692
合成纤维	1,585	1,614	1,501	1,353	1,418
合成橡胶	783	833	977	988	1,119
肥料	1,824	1,654	1,599	1,659	1,769

资料来源：公司定期报告、国都证券研究所

表 2 盈利预测表 (Rmbmn)

	2007	2008	2009	2010E	2011E
部门收入	2,131,989	2,884,905	2,379,116	2,609,224	2,799,626
原油部门	127,910	177,796	106,350	145,642	162,806
炼油部门	651,927	865,746	699,662	760,032	786,240
营销部门	662,393	815,857	780,789	851,400	918,000
化工部门	233,442	247,026	213,860	222,650	232,580
公司总部	456,317	716,484	521,869	600,000	700,000
减：部门间抵扣	-958,120	-1,358,759	-1,005,771	-1,121,966	-1,203,839
其他经营收入	30,974	30,998	28,293	29,500	31,000
收入合计	1,204,843	1,495,148	1,345,052	1,516,758	1,626,787
经营费用					
销售成本	-978,604	-1,915,331	-1,568,145	-1,711,743	-1,808,114
折旧和摊销	-43,315	-45,506	-49,551	-54,845	-60,997
勘探费用	-11,105	-8,310	-10,545	-11,000	-12,000
销售/管理/行政费用及其它	-85,955	-84,785	-82,087	-86,700	-90,400

经营费用合计	-1,118,979	-2,053,931	-1,710,329	-1,864,288	-1,971,511
经营收益(EBIT)					
原油部门	48,766	66,569	19,644	45,606	51,600
炼油部门	-10,452	-63,635	23,077	5,219	2,959
营销部门	35,727	38,519	30,300	32,852	35,514
化工部门	13,306	-12,950	13,615	17,057	17,942
公司总部	-1,483	-2,167	-2,205	-2,000	-2,000
经营收益合计	85,864	26,336	84,431	98,733	106,015
融资成本净额	-8,101	-5,190	-7,234	-10,500	-9,800
投资收益及应占联营公司的损益	5,701	970	3,371	2,000	2,000
除税前正常业务利润	83,464	22,116	80,568	90,233	98,215
所得税	-24,721	2,840	-16,084	-20,754	-22,589
实际税率	29.62%	-12.84%	19.96%	23.00%	23.00%
除税后正常业务利润	58,743	24,956	64,484	69,480	75,625
少数股东权益	-2,210	3,569	-2,724	-2,432	-2,647
净利润	56,533	28,525	61,760	67,048	72,979
EPS	0.65	0.33	0.71	0.77	0.84

资料来源：公司定期报告、国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化、化工	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和 券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			