

分析师: 齐求实、符彩霞

执业证书编号: A0220200010018

Tel: 010-59355977

Email: qiqs@chinans.com.cn

地址: 北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



中国石化(600028.SH)

2010年业绩缺乏明确增长点

投资要点

● 2009年公司实现营业收入13450.52亿元,较去年同期降低6.9%,归属母公司净利润612.9亿元,同比增长115.5%,每股收益0.707元。我们认为公司2010年业绩较去年不会有明显增长,大概保持在历史平均水平。

● 报告期公司原油平均销售价格为人民币2409元/吨,开发板块实现营业收入1238亿元,由于原油价格下降所支付的石油特别收益金同比减少256.78亿元,下降78.23%。相对来说该板块对公司的影响不是很大。

● 公司收购中石化集团安哥拉18区块油气权益,收购对价为24.57亿美元,假设该项资产年产200万吨原油,操作成本在30美元计算,将给公司带来每股0.002元收益。

● 从国家执行《成品油价格管理办法》的力度看,今年炼油业务有一定的不确定性。我们预计公司该项业务收入将大幅增长,但由于成本攀升业绩较去年将有小幅下滑。化工作为一种强周期性行业会随着宏观经济的向好而继续回暖,从全年看表现将好于09年。

● 预测中国石化(600028)2010年、2011年和2012年EPS分别为0.74元、0.75元、0.73元,对应动态市盈率16.5×、16.2×、16×,目标价位12.5元,给予“中性”评级。

化工

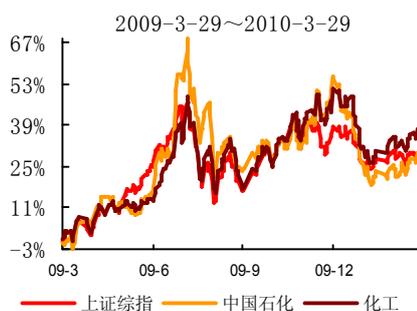
投资评级

本次评级:	中性
跟踪评级:	维持
目标价格:	12.5

市场数据

市价(元)	11.79
上市的流通A股(亿股)	699.22
总股本(亿股)	867.03
52周股价最高最低(元)	8.63-15.56
上证指数/深证成指	3059.72/12240.36
2009年股息率	0.76%

52周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

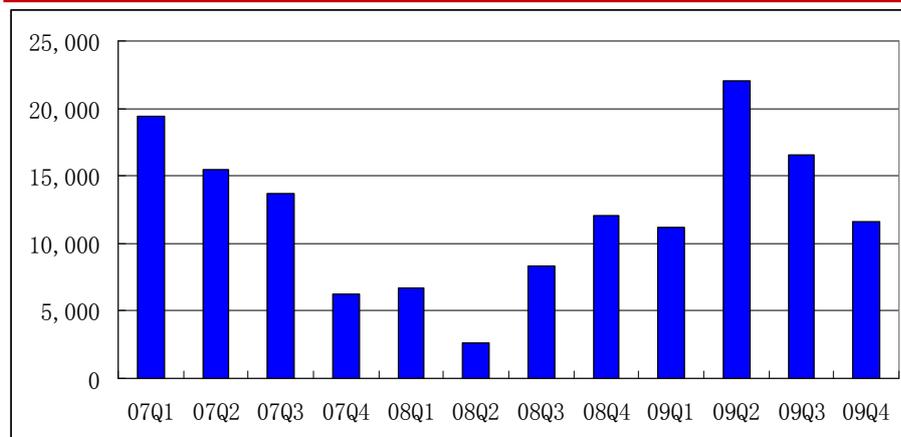
项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1345052	1375191	1590478	1689684
增长率(%)	-6.78	2.24	15.65	6.24
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	61290	64292	65074	62949
增长率(%)	115.5	4.89	1.22	-3.26
毛利率(%)	23	15.07	14.17	13.64
净资产收益率(%)	4.76	5.02	4.41	4.55
EPS(元)	0.707	0.74	0.75	0.73
P/E(倍)	16.68	16.50	16.20	15.98
P/B(倍)	2.71	2.20	1.94	1.73

来源: 公司年报、民族证券

一、公司净利润同比大增 115.5%。

2009年公司实现营业收入13450.52亿元,较去年同期降低6.9%,归属母公司净利润612.9亿元,同比增长115.5%,每股收益0.707元。收入下降主要归因于境内成品油价格和销量同比有所下降。公司二季度的业绩达到历史最高水平,盈利环比增幅有96.61%,但从三季度开始逐步下滑,主要由于成品油价格调整不能及时到位,以及国内成品油市场开始有供过于求的倾向,加油站终端价格大部分时间内达不到国家允许的最高水平。报告期内原油平均价格62美元的水平对公司较为有利,而在今年原油价格将基本在80美元上方运行,我们认为公司2010年业绩较去年不会有明显增长,大概保持在历史平均水平。

图 1: 公司单季度盈利情况对比 (百万元)



数据来源: 公司公告、民族证券

二、勘探开发业务表现平淡。

2009年公司生产原油4241.55万吨,同比增长1.5%;生产天然气84.68亿立方米,同比增长2%,增速较08年的3.7%有所下降。全年新增油气探明储量4,126.7万吨油当量,未达到公司自身产量水平,致使储量接替率小于1。作为一家一体化石油公司,公司未来的发展瓶颈还在于储量不足。与公司年报同时披露的还有收购中石化集团安哥拉18区块油气权益,收购对价为24.57亿美元,该区块证实储量为102.49百万桶(其中已开发储量7,904万桶,未开发储量为2,345万桶),概算储量为67.24百万桶。假设年产200万吨原油,操作成本在30美元计算,将给公司带来每股0.002元收益。

报告期内原油价格还相对处于低位,原油平均销售价格为人民币2409元/吨,公司开发板块实现营业收入为人民币1238亿元,同比降低37%,与此同时,由于原油价格下降所支付的石油特别收益金同比减少人民币256.78亿元,下降78.23%。但总体来说公司上游开发业务只占自身不到10%,相对来说对公司的影响不是很大。

随着公司原油产量的提高,公司剩余探明储量、可采储量较08年都有所下降,当原油价格大幅上涨的情况下,公司的正常生产经营将会受制于人。目前集团内还有上千万吨的油气权益,如果股份公司油气储量持续下降,这些资源很有可能会逐步注入到上市公司,增厚业绩。

公司预计2010年生产原油4,255万吨、天然气120亿立方米。天然气跳跃式的发展

主要来自四川气田的产量增长。

表 1：公司开采板块经营数据

	2009	2008	2007	09 年同比 (%)
原油产量 (万吨)	4,241.55	4,180.28	4,108.04	1.50
天然气产量 (亿立方米)	84.68	83	80.03	2
新增原油探明储量 (万吨)	3,946.31	1,605.92	291.13	145.7
新增天然气探明储量 (亿立方米)	22.2	261	1,063.91	-91.5
剩余原油探明储量 (万吨)	39,718.31	40,014.08	42,591.55	-0.7
剩余天然气探明储量 (亿立方米)	1,908.44	1,970.92	1,792.92	-3.2
剩余油气探明储量 (万吨油当量)	55,535.21	56,352.11	57,450.70	-1.4

数据来源：公司年报、民族证券研发中心

三、炼油盈利水平高位下滑。

2009 年公司油品业务（年报中炼油与营销板块合计）经营收入为人民币 8742.09 亿元，同比下降 10.34%。经济危机带来需求疲软问题一直存在，导致柴油销售量的下滑，不过得益于我国汽车行业的发展，汽油产量还有提高。随着福建、天津炼化一体化项目中炼油工程以及一批成品油质量升级改造项目顺利投产，全年公司原油加工量增长 6.7%，生产成品油 11,369 万吨，增长 5.9%。

报告期内加工原油的平均成本为人民币 2,911 元 / 吨，同比降低 41.9%；上半年本公司炼油毛利达到 432 元 / 吨的历史最好水平，从全年来看毛利 309 元 / 吨，同比增加了 722 元。从国家执行《成品油价格管理办法》的力度看，今年炼油业务有一定的不确定性。基于我们对国际原油价格震荡上扬的判断，我们预计公司该项业务收入将大幅增长，但由于成本攀升业绩较去年将有小幅下滑。

表 2：公司炼油板块经营数据

(百万吨)	2009	2008	2007	09 年同比 (%)
原油加工量	182.62	171.14	164	6.7
汽油产量	34.43	29.65	26.55	16.2
柴油产量	68.86	69.74	63.41	-1.3
国内成品油总经销量	124.02	122.98	119.39	0.8

数据来源：公司年报、民族证券研发中心

四、化工板块成为亮点。

化工板块收入为人民币 2185 亿元，同比降低 13.8%，这主要归因于主要化工产品价格下降，公司化工产品经营总量为 4,080 万吨，其中生产乙烯 671.3 万吨，同比增加 6.7%。该板块经营收益达到人民币 131 亿元，较 09 年亏损 132 亿元有很大改观，最近各种石化产品价格继续上涨，主要化工产品销量有所增加，其中化纤单体和橡胶销量增长了 10.7%、13%，扩大了产品的盈利空间。我们预计今年伴随着原油价格的上涨，化工板块的成本将小幅上升，但作为一种强周期性行业会随着宏观经济的向好而继续回暖，从全年看表现将好于 09 年，也最有可能是超出市场预期的一项业务。

公司化工板块 2010 年资本支出达到 200 亿元，期间镇海乙烯全面建成，武汉乙烯、燕山丁基橡胶等项目建设也将陆续达产。

五、盈利预测和投资评级

中石化最重要的业务就是炼油，股价弹性最直接表现就是体现在成品油价格的调整上，公司短期内具有交易型的投资机会。但是我们认为如果对现有成品油价格管理办法不变的情况下，炼油利润将较 09 年大幅下滑，开发和化工的利润增长不能完全弥补。我们预测中国石化（600028）2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 分别为 0.74 元、0.75 元、0.73 元，对应动态市盈率 16.5×、16.2×、16×，目标价位 12.5 元，给予“中性”评级。

表 3：对原油价格的敏感性分析

原油价格	50	60	70	80	90	100
中国石化 EPS	0.5	0.67	0.75	0.65	0.24	-0.22

数据来源：民族证券研发中心

（注：敏感性分析中没有考虑补助及其他政策性因素，而我国石油公司的业绩受政府政策的影响较大，会对上述分析造成一定的误差。）

风险提示：原油价格快速上涨导致成本上升，海外油气资产政治风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	189223	367,173	458,114	465,685
现金	9986	143,673	199,497	211,156
应收账款	2110	128,374	148,545	146,197
其它应收款	26592	26,867	31,088	30,597
预付账款	3614	29,173	33,756	33,223
存货	141611	32,343	37,425	36,833
其他	5310	6,743	7,803	7,680
非流动资产	677252	743,609	797,772	846,925
长期投资	33503	37,105	42,105	47,105
固定资产	584968	697,064	744,742	789,069
无形资产	22862	9,441	10,924	10,752
其他	35919	0	0	0
资产总计	866475	1,110,782	1,255,886	1,312,610
流动负债	301362	419,505	477,393	471,313
短期借款	41541	75,000	75,000	75,000
应付账款	120860	125,531	146,783	143,688
其他	138961	218,975	255,610	252,625
非流动负债	164528	219,419	240,556	236,429
长期借款	52065	88,618	94,776	99,090
预计负债	11529	-2,720	-8,720	-14,720
递延所得税负债	4979	25,625	29,652	29,183
其他非流动负债	93763	107,896	124,849	122,876
负债合计	465890	638,925	717,950	707,741
少数股东权益	23403	33,678	39,465	45,330
归属母公司股东权益	377182	438,179	498,472	559,538
负债和股东权益	866475	1,110,782	1,255,886	1,312,610

现金流量表

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流				
净利润	61290	64,292	65,074	62,949
折旧摊销	39,093	43,043	46,626	50,219
财务费用	4890	9,126	9,561	9,923
投资损失	-3,400	-5,000	-5,000	-5,000
营运资金变动	-90,820	-110,189	-131,073	-127,189
其它	20,783	2,676	2,543	-296
投资活动现金流				
资本支出	636,170	697,064	744,742	789,069
长期投资	32,105	37,105	42,105	47,105
其他	-5,246	7,579	3,500	3,500
筹资活动现金流				
借款受到现金	34,419	23,888	18,997	-1,768
普通股增加	-5,037	-6,197	-6,310	-6,396
其他	-8,520	-9,126	-9,561	-9,923
现金净增加额	90,982	44,992	55,824	11,658

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1345052	1,375,191	1,590,478	1,689,684
营业成本	1035815	1,167,125	1,364,725	1,458,760
营业税金及附加	132884			
营业费用	27635	27,504	31,810	31,351
管理费用	46726	39,682	46,401	45,639
财务费用	7016	9,126	9,561	9,923
资产减值损失	7453	9,626	11,133	10,973
公允价值变动收益	(365)	3,500	3,500	3,500
投资净收益	3589	5,000	5,000	5,000
EBIT	94,268	97,837	100,917	98,025
营业外收支	(126)	6,000	6,000	6,000
利润总额	80076	90,200	91,852	93,105
所得税	16076	23,396	23,680	22,907
净利润	64000	70,188	71,041	68,722
少数股东损益	2710	5,896	5,967	5,773
归属母公司净利润	61290	64,292	65,074	62,949
EBITDA	119,252	137,310	144,464	149,499
EPS (元)	0.707	0.74	0.75	0.73

主要财务比率

	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-6.87%	19.81%	15.71%	10.54%
营业利润	378%	17.60%	3.79%	1.47%
归属母公司净利润	115%	17.66%	1.83%	1.36%
获利能力				
毛利率	23%	15.07%	14.17%	14.64%
净利率	4.76%	5.02%	4.41%	4.55%
ROE	15.32%	15.69%	14.12%	12.80%
ROIC	8.94%	9.29%	8.69%	8.22%
偿债能力				
资产负债率	53.77%	57.52%	57.17%	53.92%
流动比率	0.79	0.88	0.96	0.99
速动比率	0.72	0.80	0.88	0.91
营运能力				
总资产周转率	1.17	1.21	1.24	1.17
应收帐款周转率	10.51	10.51	10.51	10.51
应付帐款周转率	9.13	9.13	9.13	9.13
每股指标(元)				
每股收益	0.707	0.74	0.75	0.73
每股经营现金	1.14	1.66	2.30	2.44
每股净资产	4.65	5.36	6.08	6.81
估值比率				
P/E	16.68	16.50	16.20	15.98
P/B	2.71	2.20	1.94	1.73
EV/EBITDA	9.37	8.00	7.36	7.01

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于± 10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn