

炼化引领石化业绩向好

推荐 维持评级

分析师: 李国洪 信箱: liguohong@chinastock.com.cn 电话: 010-66568876 执业证书编号: S0130207091551

1. 事件

公司8月23日公告半年度报告。2010年上半年,公司的营业额及其他经营收入为人民币9,365亿元,同比增长75.4%;经营收益为人民币498亿元,同比增长7.8%。基本每股收益0.409元。

2. 我们的分析与判断

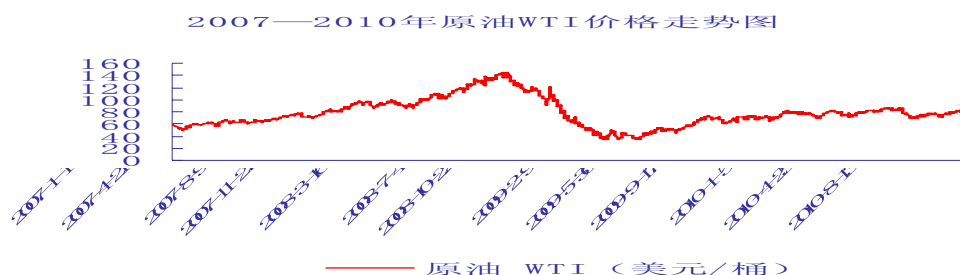
(一)、炼化仍是主力军,多数产品价格同比大幅上升

2010年上半年公司生产原油1.49亿桶,与去年基本持平;生产天然气2,006亿立方英尺,同比增长40.7%,公司生产的绝大部分原油及少量天然气用于公司自己的炼油、化工业务,其余外销给予其他客户。2010年上半年,公司外销原油、天然气及其他上游产品营业额为人民币138亿元,同比增长74.4%,占公司营业额及其他经营收入的1.5%。2010年上半年公司实现原油价格3363元/吨,同比增长97.9%。上半年,原油加工量1.01亿吨,同比增长16.7%,境内成品油总销量6,815万吨,同比增长18.1%。炼油事业部和营销及分销事业部对外销售石油产品(主要包括成品油及其他精炼石油产品)实现的对外销售收入为人民币5,670亿元,同比增长59.7%,占公司营业额及其他经营收入的60.5%,主要归因于炼油产品销售量上升以及价格上涨。汽油、柴油及煤油的销售收入为人民币4,385亿元,同比增长48.9%,占石油产品销售收入的77.3%,汽油价格同比上涨23.1%,柴油价格同比上涨26.3%,煤油价格同比上涨37.8%,其他精炼石油产品销售收入人民币1,285亿元,同比增长112.4%,占石油产品销售收入的22.7%。上半年公司生产乙烯420.2万吨,同比增长41.3%,化工产品经营总量2,367.8万吨。公司化工产品对外销售收入为人民币1,341亿元,同比增长66.8%,占公司营业额及其他经营收入的14.3%。主要归因于化工产品销量及价格的上涨,基础化工原料价格同比上涨36.2%。

(二)、国际油价虽同比大幅上升,但多数时间温和波动在 70-80 美元附近,有利于公司整体业绩提升

国际油价虽同比大幅上升,但多数时间温和波动在 70-80 美元附近。与历史最高价相比,今年上半年油价均值只相当于历史最高水平的 55-60%,但石油下游产品价格已经上涨至历史最高水平的 75-85%左右。由于公司三分之二以上的原料来自进口和外部供给,国际油价在 70-80 美元附近温和波动能够稳定下游众多石化产品价格的同时,不至使公司原料成本上升过快,故国际油价在 70-80 美元附近波动十分有利于公司整体业绩的提升。下半年乃至 2011 年受全球石油供给增量仍然大于需求增量及需求随着世界经济的转暖而进一步向好影响,国际油价还将在 70-80 美元附近处于温和小幅波动。

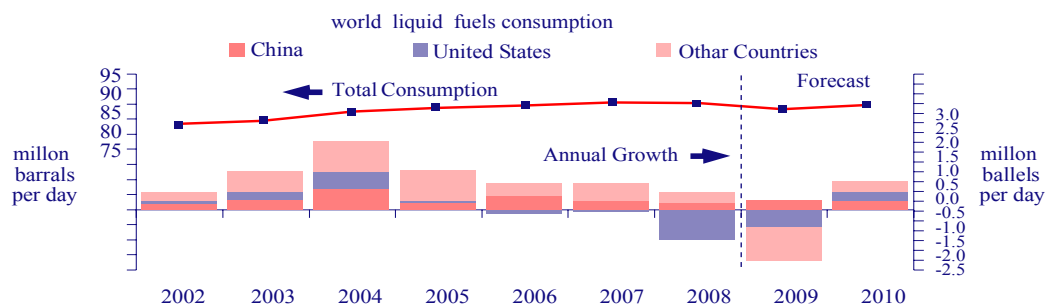
图 1: 国际石油价格图



资料来源: 百川咨询



图 2: EIA 世界原油消费及预测



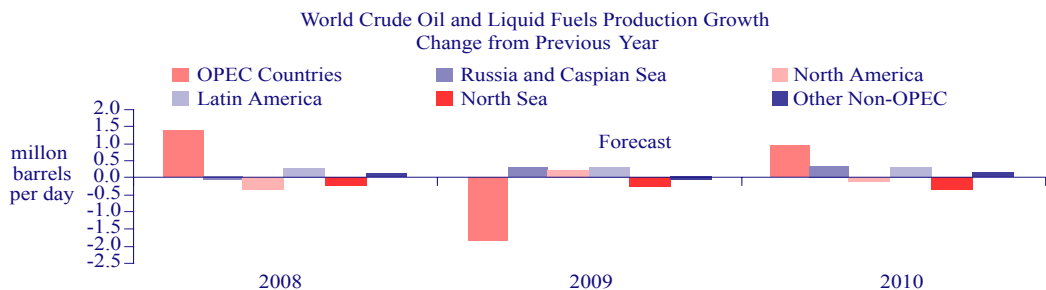
资料来源: EIA (美国能源情报署)

表 1: 全球三大能源机构石油需求预测 (百万桶/日)

	EIA	IEA	OPEC	平均
2009 年世界石油需求	84.1	84.8	84.31	84.40
2010 年世界石油需求	85.57	86.4	85.21	85.73
增量	1.47	1.6	0.90	1.33
增幅	1.75%	1.89%	1.07%	1.58%

资料来源: EIA, IEA, OPEC

图 3: 世界原油产量变化



资料来源: EIA (美国能源情报署)

图 4: 国际汽油价格趋势

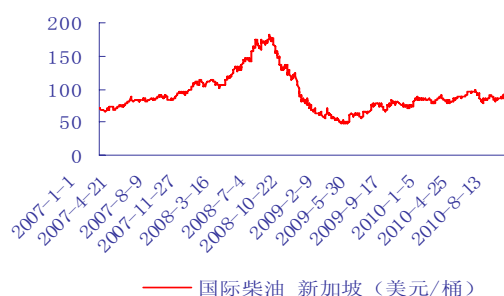
2007—2010年国际汽油价格走势



资料来源: 百川资讯

图 5: 国际柴油价格趋势

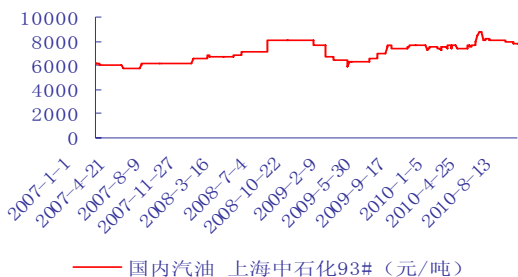
2007—2010年国际柴油价格走势



资料来源: 百川资讯

图 6: 国内汽油价格趋势

2007—2010年国内汽油价格走势



— 国内汽油 上海中石化93# (元/吨)

资料来源: 百川资讯

图 7: 国内柴油价格趋势

2007—2010年国内柴油价格走势



— 国内柴油 上海中石化0# (元/吨)

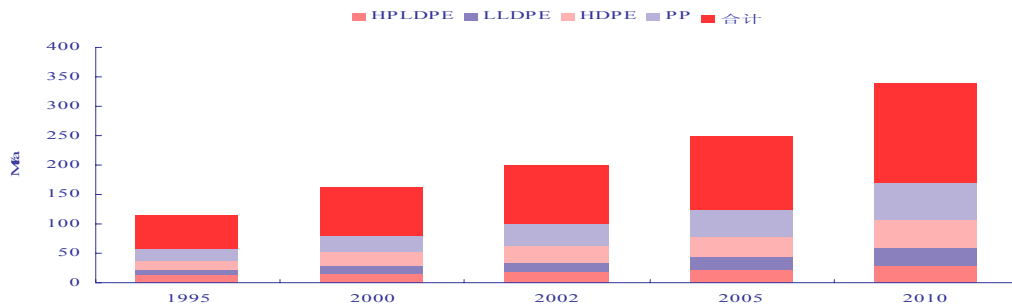
资料来源: 百川资讯

(三)、烃及衍生物在石化产业链上表现较好

(1)、世界聚烯烃产销稳步增长

聚烯烃(Polyolefin,PO)是烯烃的均聚物和共聚物的总称,主要包括聚乙烯、聚丙烯和聚 1-丁烯及其他烯烃类聚合物。聚烯烃树脂作为重要的合成材料之一,直接影响到国民经济的发展及国民消费水平的提高,尤其是与包装、农业、建筑、汽车、电气和电子等下游行业紧密相关。由于聚烯烃具有良好的性能价格比,在合成材料中的需求率不断提高,因此世界聚烯烃的生产能力增长率通常为 5% 左右。

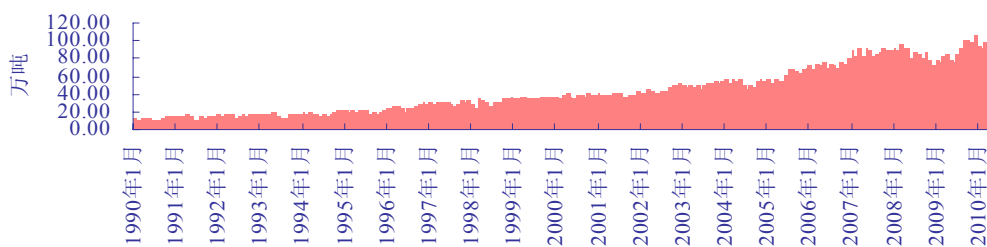
图 8: 世界聚烯烃生产稳定增长



资料来源: 国际能源署

图 9: 中国乙烯产量稳步增长

乙烯产量

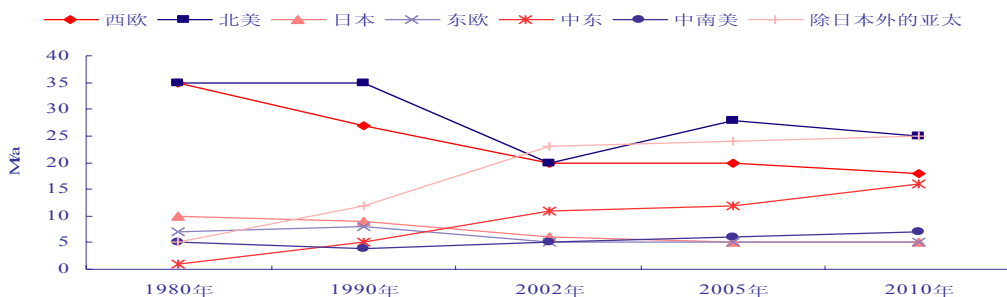


资料来源: WIND

(2)、全球聚烯烃工业由欧美转向中东和亚太

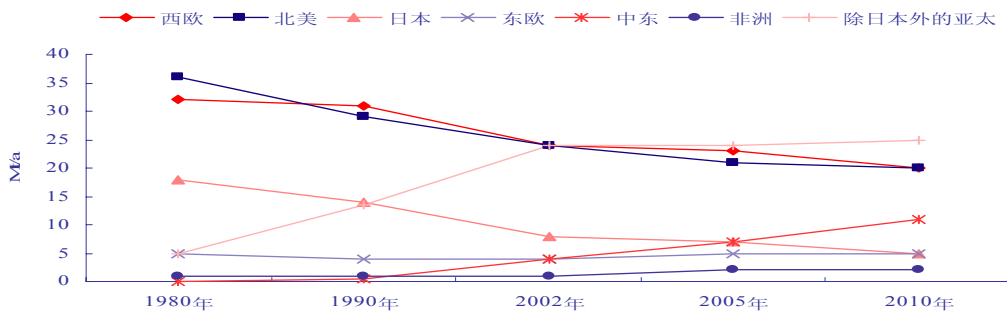
20 世纪 80 年代，北美、西欧、日本等发达国家各大石油化工公司掌握先进的聚烯烃生产技术，因此三个地区的生产能力占全球 80% 以上。20 年后，为节省原料和成品庞大的运输费用，生产装置纷纷向市场所在地和原料生产地转移，使北美、西欧、日本的生产能力到 21 世纪初已下降到 50% 左右。相反，具有丰富原料的中东和未来主要成品市场亚太地区的生产能力所占比例明显上升。目前，北美、西欧和亚洲已成为聚烯烃工业三大主要产地。从需求情况来看，到 2010 年时亚太地区将成为最大的 PE 树脂进口地区，其中中国需求量最大。目前中国正成为世界上最大的 PE 薄膜和包装袋出口国，大量供应北美、西欧和日本。目前亚太地区 PE 需求量将超过北美和西欧，成为 PE 最大消费地区。PE 工业未来的竞争对手不仅有传统材料如纸张、金属、玻璃，还需承受来自其他树脂的冲击。在软包装领域，三种 PE 树脂仍将占主导，但 PP 树脂应用范围正在不断拓宽，特别是在快餐包装领域。

图 10: 全球 PE 生产能力分布的变化



资料来源: 国际能源署

图 11: 全球 PP 生产能力分布的变化



资料来源: 国际能源署

(3)、烃及衍生物带动石化盈利高增长

因烃类下游产品近期涨价幅度远高于原料石脑油价格涨幅，目前乙烯、丙烯等烃及衍生物 EBIT 已经高达 4000 元/吨，烃及衍生物打开了石化行业盈利空间，如同 2003 年的扬子石化一样，烯烃会带动芳烃等烃及衍生物价格上涨，从而使三大合材料毛利高涨，目前三大合材料价格已经上涨至历史最高水平的 75-85% 左右，而原料原油、石脑油价仅为历史最高水平的 50-60%，毛利显然已经明显上升，我们认为烃及衍生物带动的三大合成材料高盈利状况将会持续 1-2 年，历史上每次烃类复苏都有 2 年左右时间。受全球经济好转，化工出口持续上升，中国石化大幅上调 2010 年乙烯计划产量达 869 万吨，较 09 年 671.3 万吨增长 29.45%，烃及衍生物带动石化产品总经销量和产品价格持续高增长，超出了市场预期。

图 12: 国内 HDPE 价格趋势

2007—2010年HDPE余姚市场5000S价格走势

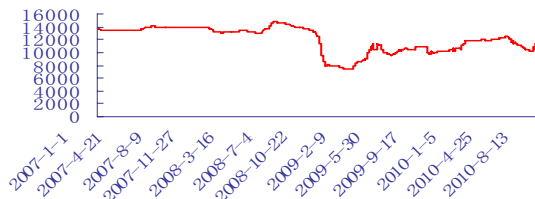


— HDPE 余姚市场5000S/扬子 (元/吨)

资料来源: 百川资讯

图 13: PS 价格趋势

2007—2010年PS华东地区HIPS价格走势

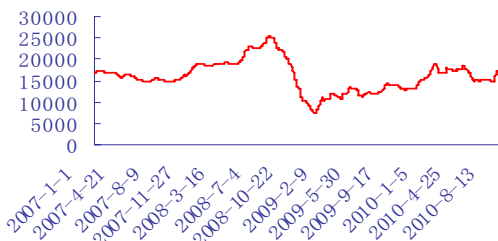


— PS 华东地区HIPS (元/吨)

资料来源: 百川资讯

图 14: 国内丁苯橡胶价格趋势

2007—2010年丁苯橡胶价格走势

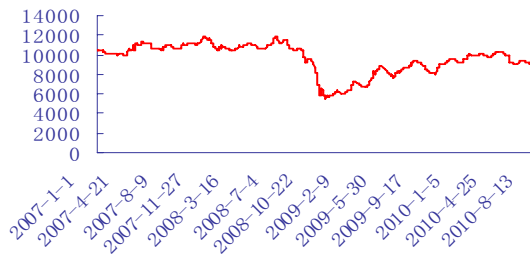


— 丁苯橡胶 山东1502

资料来源: 百川资讯

图 15: 国内 PET 价格趋势

2007—2010年PET切片价格走势



— PET切片 华东 (元/吨)

资料来源: 百川资讯

(四)、环保要求与城镇化推动天然气消费高增长，气价上调大石化受益

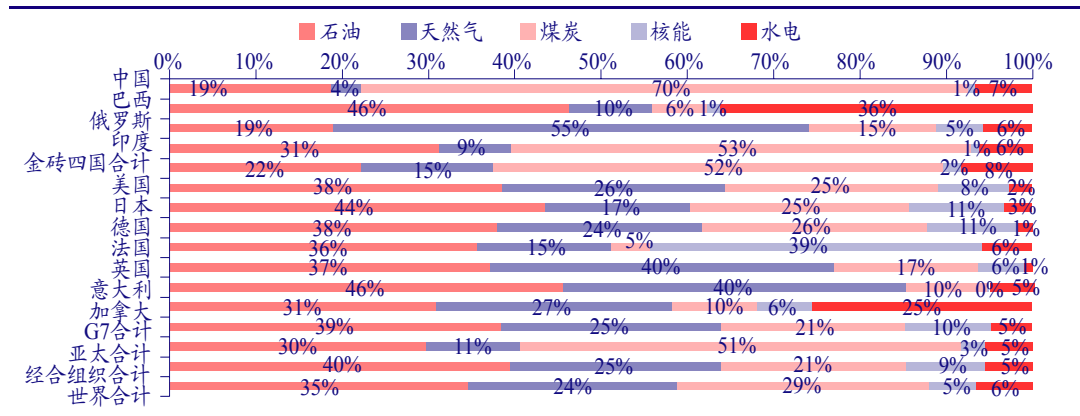
天然气是最清洁的能源之一，其单位热值 C 排放量要远远小于煤炭和石油，要减排 C 就必需改变一次能源结构，目前我国天然气消费占一次能源消费总量还不到 4%，远低于美国的 26%、西方七大工业国（G7）的 25%、经合组织的 25%，也低于世界平均 24% 的水平。因此中国在低 C 经济要求和天然气比重严重偏低情况下，将会尽一切力量推动天然气开发与应用，中国天然气将迎来快速增长时期。

随着城市化进程的加快，城市天然气需求潜力将进一步扩大，根据国家天然气发展总体规划，2010 年通天然气城市将增加到 290 个，在 2020 年前城市燃气用天然气增速将保持 15% 左右，2020 年前后城市燃气用天然气消费量将达到 850 亿立方米，到 21 世纪中叶全国 76% 的城市将用上天然气，天然气将逐步成为城市燃气市场的主要燃料，城市燃气占天然气消费比重有望进一步向发达国家 40% 左右的水平靠拢。2000 年以来，我国天然气产销都呈现快速增长的态势，2000 年至 2009 年，年均增长率达到约 16%，超过除了核能之外的其他一次能源的增速，远高于同期石油和煤炭 6.8% 和 9.0% 的增速。低 C 与城镇化双轮推动下天然气必将是 21 世纪消费量增长最快的能源。

由于我国天然气价格在政府长期控制下相对偏低，天然气价格将独立于石油不断走高。随着需求增长，天然气将由目前的供需基本平衡转为短缺，预计 2010 年天然气供需缺口为 300 亿立方米左右，进口占比约 20%，2015 年缺口为 500 亿立方米，2020 年缺口将达到 900 亿立方米。目前工业用天然气出厂价仅为原油价格的 33%，而成熟市场经济国家天然气与原油比价通常在 0.65 - 0.80 之间。天然气价格改革符合我国资源价格改革大方向。从长期角度看，

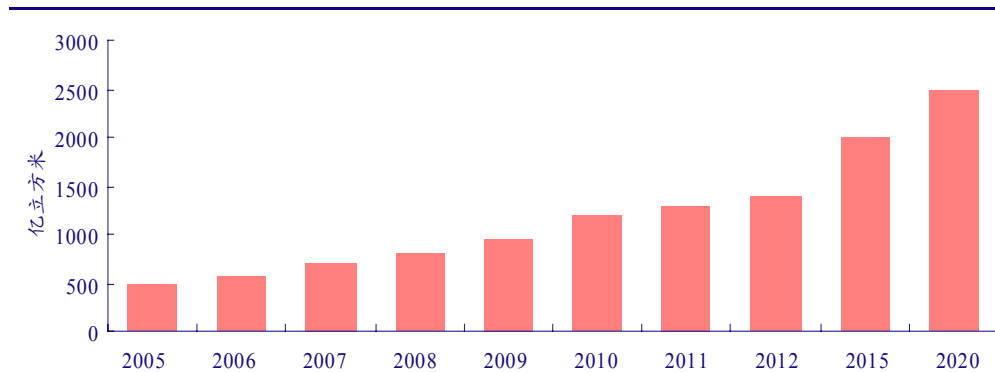
天然气价格会持续上涨，中国石油、中国石化两大集团受益较大。中国石化 2010 年上半年天然气产销 47.3 亿立方米，同比增长 40.4%。预计全年天然气产销在 110 亿立方米左右，每千立方米均提高 230 元，增加 25.3 亿利润，扣税后相当于增加 19 亿元净利润，相当于 EPS 增加 0.022 元。

图 16: 世界主要国家一次能源消费结构



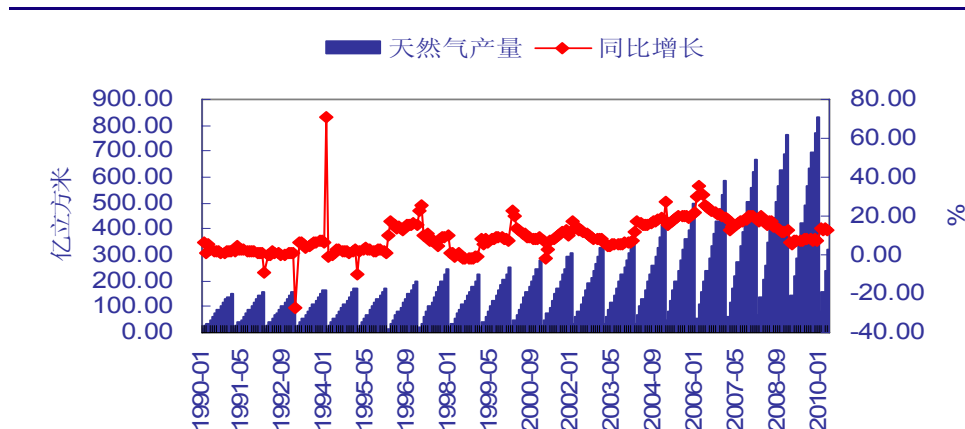
资料来源: CEIC

图 17: 中国天然气市场消费量及预测



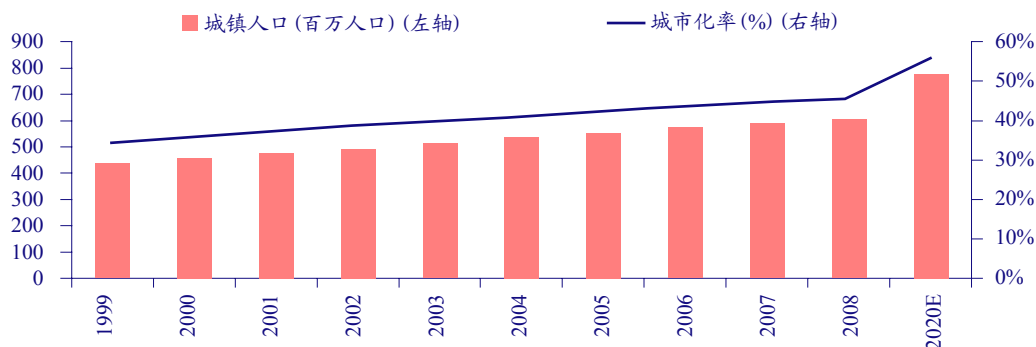
资料来源: BP、社科院

图 18: 中国天然气产量



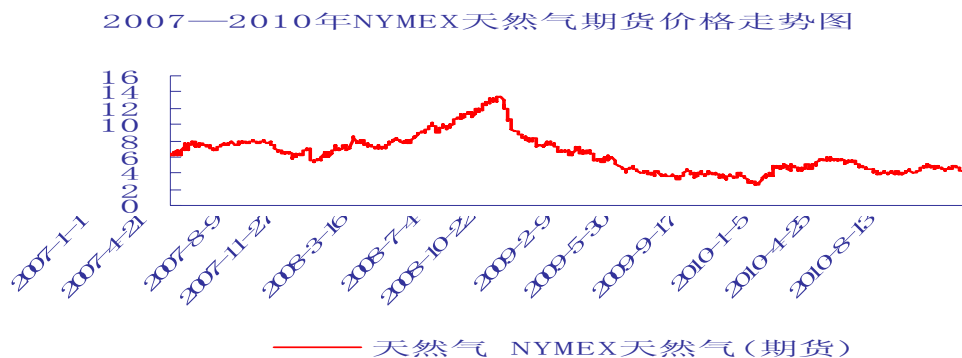
资料来源: WIND

图 19: 中国城镇化进程加快



资料来源: CEIC

图 20: 国际天然气价格趋势



资料来源: 百川资讯

3. 投资建议

受全球石油供给增量仍然大于需求增量及需求随着世界经济的转暖而进一步向好影响, 国际油价还将在 70-80 美元附近处于温和小幅波动, 十分有利于公司业绩提升。另外, 世界聚烯烃产销稳步增长, 全球聚烯烃工业由欧美转向中东和亚太, 烃及衍生物在石化产业链上表现较好, 环保要求与城镇化推动天然气消费高增长, 气价上调大石化受。中国石化因为勘探技术进步进入油气田发现高峰期, 油气储量不断增长。我们对公司 2010-2012 年盈利预测为 0.90 元、1 元和 1.15 元 (考虑欧标油政策推后, 下调 2010 年盈利预测 0.12 元, 上调 2012 年盈利预测 0.03 元, 2011 年盈利预测不变), 继续维持推荐评级。

表 2: 中国石化（600028）财务报表预测

资产负债表						利润表					
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	6140.00	-2325.00	15468.10	146305.9	251754.5	营业收入	1452101.0	1345052.0	1546809.8	1747895.1	1957642.5
应收和预付款项	44765.00	36770.00	66639.78	50305.34	80683.02	营业成本	1326783.0	1035815.0	1189032.7	1350948.1	1513844.9
存货	95255.0	141611.0	89214.2	173043.4	120837.2	营业税金及附加	56799.00	132884.00	152816.60	172682.76	193404.69
其他流动资产	287.00	856.00	856.00	856.00	856.00	营业费用	24967.00	27635.00	31780.25	35911.68	40221.08
长期股权投资	28705.00	33503.00	33503.00	33503.00	33503.00	管理费用	40917.00	46726.00	53734.90	60720.44	68006.89
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	8723.00	7016.00	10448.97	7027.22	3921.51
固定资产和在建工程	525151.0	584968.0	569693.6	544419.2	509144.8	资产减值损失	16617.00	7453.00	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	30293.00	37025.00	34129.70	31234.40	28339.10	投资收益	980.00	3589.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	7569.00	8073.00	4932.50	1792.00	1792.00	公允价值变动损益	3969.00	-365.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	738165.0	840481.0	814436.9	981459.3	1026909.6	其他经营损益	-8310.00	-10545.00	0.00	0.00	0.00
						营业利润	-26066.00	80202.00	108996.39	120604.87	138243.38
短期借款	78972.00	65900.00	16854.53	0.00	0.00	其他非经营损益	50292.00	-126.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	150915.0	207806.0	149060.1	242483.3	184251.1	利润总额	24226.00	80076.00	108996.39	120604.87	138243.38
长期借款	127144.0	145828.0	145828.0	145828.0	145828.0	所得税	-1889.00	16076.00	27249.10	30151.22	34560.84
其他负债	30188.00	20362.00	20362.00	20362.00	20362.00	净利润	26115.00	64000.00	81747.29	90453.65	103682.53
负债合计	387219.0	439896.0	332104.6	408673.3	350441.1	少数股东损益	-3574.00	2710.00	3461.49	3830.15	4390.31
股本	86702.00	86702.00	86702.00	86702.00	86702.00	归属母公司股东净利润	29689.00	61290.00	78285.81	86623.51	99292.22
资本公积	38518.00	38202.00	38202.00	38202.00	38202.00	每股收益（EPS）	0.342	0.707	0.903	0.999	1.145
留存收益	204860.0	252278.0	330563.8	417187.3	516479.5	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
归属母公司股东权益	330080.0	377182.0	455467.8	542091.3	641383.5	毛利率	8.63%	22.99%	23.13%	22.71%	22.67%
少数股东权益	20866.00	23403.00	26864.49	30694.63	35084.94	销售净利率	1.80%	4.76%	5.28%	5.18%	5.30%
股东权益合计	350946.0	400585.0	482332.3	572785.9	676468.5	ROE	8.99%	16.25%	17.19%	15.98%	15.48%
负债和股东权益合计	738165.0	840481.0	814436.9	981459.3	1026909.6	ROA	4.70%	10.32%	14.67%	13.00%	13.84%
						ROIC	20.26%	15.94%	19.20%	14.84%	18.08%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售收入增长率	20.52%	-7.37%	15.00%	13.00%	12.00%
净利润	29689.00	61290.00	78285.81	86623.51	99292.22	EBIT 增长率	-61.39%	150.17%	37.69%	6.85%	11.39%
折旧与摊销	43384.0	5,051.7	12,131,	13,131,	13,816,	净利润增长率	-54.31%	145.07%	27.73%	10.65%	14.63%
		00.00	020.00	020.00	970.00						
经营性现金净流量	73155.0	159136.0	177287.5	254719.6	209370.1	估值倍数					
投资性现金净流量	-106250	-115125	-100000	-100000	-100000	EPS(X)	0.342	0.707	0.903	0.999	1.145
筹资性现金净流量	30698.0	-41929.0	-59494.4	-23881.8	-3921.5	PE(X)	24.53	11.88	9.30	8.41	7.33
现金流量净额	-2476.00	2082.00	17793.10	130837.8	105448.6	PB(X)	2.21	1.93	1.60	1.34	1.14
EBITDA	80530.0	137269.0	240755.6	258942.3	280334.6	PS(X)	0.50	0.54	0.47	0.42	0.37
NOPLAT	-7734.75	69466.50	89584.02	95724.07	106623.7	EV/EBITDA(X)	10.28	5.96	3.81	3.00	2.42

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

石油化工行业分析师，覆盖股票范围：

港股：中国石油（0857.HK）、中国石化（0386.HK）

A 股：中国石油（601857.SH）、中国石化（600028.SH）、浙江龙盛（600352.SH）、三友化工（600409.SH）、四川美丰（000731.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908