

袁孝锋  
021-68407559  
qiuxf@cmschina.com.cn

2009年5月25日

## 中国石化(600028.SH)/10.24元

### 中国石化股东大会纪要

能源·石油石化

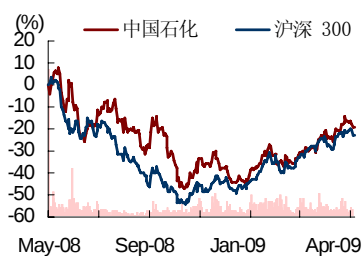
强烈推荐-A(维持)

#### 基础数据

|            |            |
|------------|------------|
| 上证综指       | 2598       |
| 总股本(万股)    | 8670244    |
| 已上市流通股(万股) | 1283415    |
| 总市值(亿元)    | 8878       |
| 流通市值(亿元)   | 1314       |
| 每股净资产(MRQ) | 3.9        |
| ROE(TTM)   | 10.0       |
| 资产负债率      | 53.1%      |
| 主要股东       | 中国石油化工集团公司 |
| 主要股东持股比例   | 75.8%      |

#### 股价表现

| %    | 1m | 6m  | 12m |
|------|----|-----|-----|
| 绝对表现 | 2  | 22  | -17 |
| 相对表现 | -5 | -21 | 9   |



#### 相关报告

事件：我们参加了中国石化的股东大会。

- **炼油和成品油销售的情况** 炼油的负荷情况是：去年四季度 86%，今年一季度是 92%，四月份是 97%。根据我们的估计，在当前的国内成品油价格下，目前炼油的盈亏平衡点在 52 美元左右（实际成本），整体的盈亏平衡点估计在国际油价 60-65 美元/桶之间。成品油销量的情况如下：1 月份是 26 万吨，2 月份是 29 万吨，三月份是 32 万吨，四月份是 33 万吨，五月份是 33-34 万吨。而作为一个参照数据，去年月度销量最高的是 6 月份，每天销量为 36 万吨。
- **化工的情况** 二月份乙烯产量是 48 万吨，3 月份是 51.8 万吨，四月份是 52.3 万吨，产品均价 4 月份比 1 月份高 18.5%，乙烯装置利用率四季度 87.3%，4 月份 99.8%。
- **海外资源并购** 在做两方面的工作：一是机构的设立，二是海外项目的跟踪，重点推进非洲和南美在谈。有很好的进展。
- **普光气田的情况** 39 口开发井全部进入投产准备阶段，已完成试气作业的 20 口井均获得高产工业气流。井口到净化厂的管道建设完毕。净化厂 12 条生产线，6 条生产线建完，已经在校对，另外 6 条 7、8 月份能够投产。前面的要等后面的生产线建好，施工人员很多。施工人员撤出以后才陆续投产。管道总体上建设 90% 以上，都收尾工作了。今年三季度末是全面投产的情况。我们调整了对普光气田产量的预期，今年 15 亿立方米，明年 80 亿立方米，但对明年的业绩贡献仍然维持 1 毛的预期，主要是天然气价格会超出预期。
- **投资建议：**我们维持中国石化 09、10 年的业绩预测为 0.62、0.83 元。维持 11 元的目标价和强烈推荐 A 的评级。目前市场主要的焦点在于国内何时上调成品油价格，幅度多大。5 月底 6 月初可以作为一个重要的时间点，最晚也不应拖过春耕结束。幅度则可以参照航空煤油的调整幅度。

#### 财务数据与估值

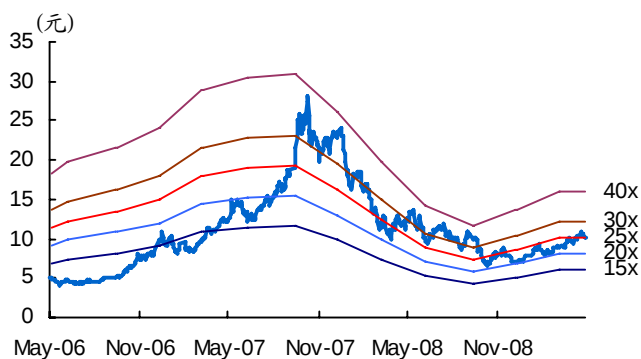
| 会计年度      | 2006      | 2007      | 2008      | 2009      | 2011E     |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 主营收入(百万元) | 1,071,402 | 1,209,706 | 1,502,443 | 1,307,121 | 1,363,923 |
| 同比增长      | 30%       | 13%       | 24%       | -13%      | 4%        |
| 营业利润(百万元) | 83,820    | 85,864    | 28,124    | 82,191    | 105,845   |
| 同比增长      | 23%       | 2%        | -67%      | 192%      | 29%       |
| 净利润(百万元)  | 50,664    | 56,533    | 29,685    | 53,945    | 71,761    |
| 同比增长      | 28%       | 12%       | -47%      | 82%       | 33%       |
| 每股收益(元)   | 0.58      | 0.63      | 0.34      | 0.62      | 0.83      |
| PE        | 17.5      | 16.2      | 29.9      | 16.5      | 12.4      |
| PB        | 3.4       | 2.9       | 2.7       | 2.4       | 2.2       |

资料来源：招商证券

**表 1: 盈利预测简表**

| 利润表 (Rmb mn)     | 2007              | 2008              | 2009E             | 2010E             |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 部门收入             | 2,131,989         | 2,766,342         | 2,201,484         | 2,400,060         |
| 原油部门             | 127,910           | 177,796           | 92,523            | 131,001           |
| 炼油部门             | 651,927           | 813,633           | 623,197           | 673,052           |
| 营销部门             | 662,393           | 806,017           | 879,804           | 850,952           |
| 化工部门             | 233,442           | 234,877           | 165,548           | 216,560           |
| 公司总部             | 456,317           | 734,019           | 440,411           | 528,494           |
| 减: 部门间抵扣         | -958,120          | -1,346,021        | -923,192          | -1,066,621        |
| 其他经营收入           | 35,837            | 41,620            | 28,830            | 30,485            |
| <b>收入合计</b>      | <b>1,214,606</b>  | <b>1,502,443</b>  | <b>1,307,121</b>  | <b>1,363,923</b>  |
| 经营费用             |                   |                   |                   |                   |
| 销售成本             | -983,079          | -1,289,734        | -1,088,870        | -1,100,869        |
| 折旧和摊销            | -43,315           | -45,842           | -47,534           | -54,232           |
| 勘探费用             | -11,105           | -8,310            | -10,000           | -10,000           |
| 销售/管理/行政费用及其它    | -91,243           | -130,432          | -78,526           | -92,976           |
| <b>经营费用合计</b>    | <b>-1,128,742</b> | <b>-1,474,319</b> | <b>-1,224,930</b> | <b>-1,258,078</b> |
| 经营收益 (EBIT)      |                   |                   |                   |                   |
| 原油部门             | 48,766            | 66,569            | 18,690            | 43,534            |
| 炼油部门             | -10,452           | -61,538           | 42,814            | 38,312            |
| 营销部门             | 35,727            | 38,209            | 21,989            | 23,174            |
| 化工部门             | 13,306            | -13,102           | 241               | 2,509             |
| 公司总部             | -1,483            | -2,014            | -1,542            | -1,684            |
| <b>经营收益合计</b>    | <b>85,864</b>     | <b>28,124</b>     | <b>82,191</b>     | <b>105,845</b>    |
| 融资成本净额           | -8,101            | -4,776            | -11,371           | -11,078           |
| 投资收益             | 1,657             | 390               | 800               | 800               |
| 应占联营合营公司的损益      | 4,044             | 579               | 1,000             | 1,000             |
| <b>除税前正常业务利润</b> | <b>83,464</b>     | <b>24,317</b>     | <b>72,620</b>     | <b>96,567</b>     |
| 所得税              | -24,722           | 1,883             | -16,340           | -21,728           |
| <b>除税后正常业务利润</b> | <b>58,742</b>     | <b>26,200</b>     | <b>56,281</b>     | <b>74,840</b>     |
| 少数股东权益           | -2,210            | 3,569             | -2,251            | -2,994            |
| <b>净利润</b>       | <b>54,942</b>     | <b>29,685</b>     | <b>53,945</b>     | <b>71,761</b>     |

资料来源: 招商证券

**图 1: 中国石化历史 PE Band**


资料来源: 招商证券研发中心

**图 2: 中国石化历史 PB Band**


资料来源: 招商证券研发中心

## 分析师简介

**袁孝锋**，复旦大学理学学士、管理学硕士，现为招商证券石油化工行业分析师，获《新财富》2008、2007 年最佳分析师石油化工第二名。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于  $\pm 5\%$  之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。