

中国石化(600028) 2009-8-24

 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

今年是个“石化”年

——中报点评

事件:

- 公司公布了2009年中报,上半年实现净利润331.9亿元,同比大幅增长332.6%,每股收益0.38元,其中二季度为0.25元,同时派发现金红利每股0.07元。

要点:

- 中报业绩靓丽,超出市场预期。**2009年上半年公司净利润为331.9亿元,基本每股收益0.38元,同比增长332.6%,超出我们市场一致预期。大幅增长的盈利主要来源于炼油板块,上半年炼油业务盈利198.98亿,而去年同期此数字为亏损456.46亿。其中二季度实现净利润220亿元,环比增加96.6%。
- 成品油定价机制保证公司炼油板块持续盈利。**公司上半年大幅盈利的主要原因是国家坚决执行成品油定价机制。定价机制使之前一直受国际、国内油价双重压迫的炼油板块摇身一变,成为公司业绩稳定增长的源泉之一,长远来看,对公司经营业绩的拉动作用非常明显。
- 化工行业复苏迹象显现。**化工行业受国内外需求低迷及供给增加影响,处于周期运行底部,但未来随着国家投资拉动效应显现和国际经济环境的缓慢恢复,公司业绩将持续好转。中报显示公司化工板块毛利率为17.9,同比和环比均出现回暖迹象。
- 给予“推荐”评级。**我们预计中国石化09、10、11年的EPS为0.73、0.95、1.11元,给予A股“推荐”评级。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1452101	1135403	1354607	1405127
收入同比(%)	21%	-22%	19%	4%
归属母公司净利润	29689	63706	82278	96625
净利润同比(%)	-47%	115%	29%	17%
毛利率(%)	8.6%	16.0%	15.6%	15.7%
ROE(%)	9.0%	16.5%	18.0%	18.0%
每股收益(元)	0.34	0.73	0.95	1.11
P/E	39.10	18.22	14.11	12.01
P/B	3.52	3.00	2.54	2.16
EV/EBITDA	48	10	8	8

评级: 推荐(维持)

当前价格: 13.39元

2009.8.24

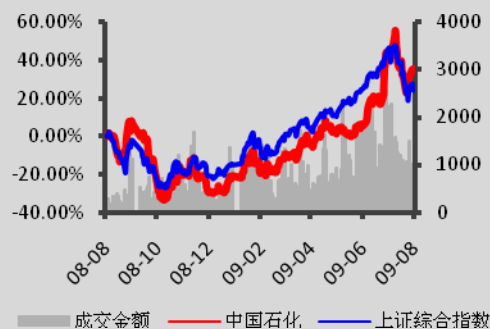
基础数据

总市值(亿元)	11997
每股净资产(元)	4.08
总股本/流通A股(亿股)	867/296
净资产收益率(%)	9.36
流通市值(亿元)	1714

交易数据

52周内股价区间(元)	6.56-15.56
静态市盈率(倍)	39.10
动态市盈率(倍)	18.22
市净率(倍)	3.28

52周内股价走势图



行业研究员 杜志强

电话 021-32229888*3502

邮箱 duzhiqiang@ajzq.com

相关研究报告:

- 《2009下半年投资策略:强者恒强,关注通胀预期下的资源类龙头》;
- 《华昌化工:主营稳定提升业绩,区位优势保证销量》;
- 《澳洋科技:产品价格上涨利好有限,业绩增长还看下游需求》;

一、上半年各板块经营情况。

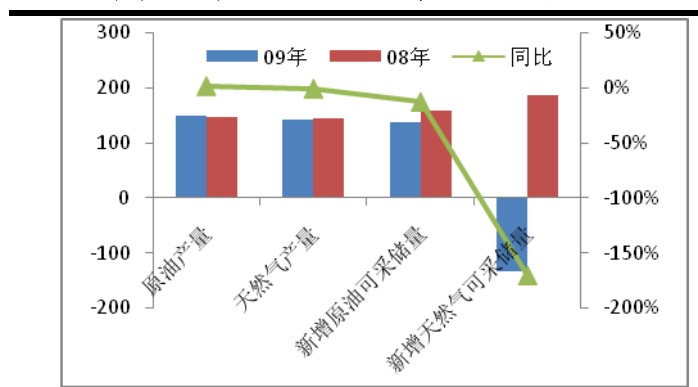
1.1 勘探及开采

上半年该事业部经营收入为人民币462亿元，同比降低52.2%，主要原因是原油价格大幅下跌。

上半年该事业部销售原油1,977万吨，同比增长0.8%；销售天然气33.7亿立方米，同比增长1.2%。原油平均实现销售价格为人民币1,808元/吨，同比降低58.6%；天然气平均实现销售价格为人民币961元/千立方米，同比增长4.8%。上半年该事业部经营费用为人民币407亿元，同比降低41.5%。主要原因：

- 由于原油价格下降，本公司支付的石油特别收益金同比减少人民币161亿元。
- 由于原油及原材料价格下降，导致采购原料、产品及经营供应品及费用等减少人民币115亿元。

图一：上半年经营情况（原油：百万吨；天然气：十亿立方英尺）

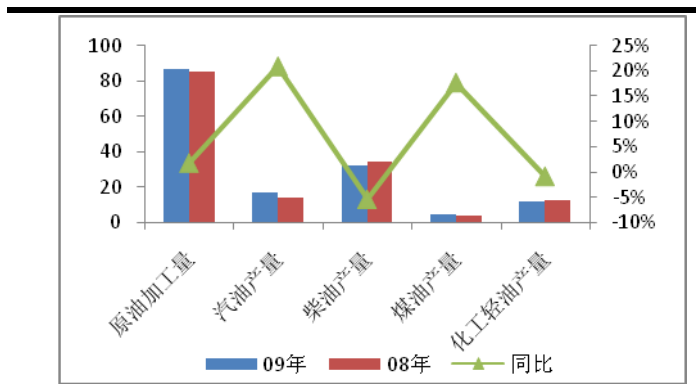


数据来源：爱建证券研究部

1.2 炼油

2009年上半年该板块经营收入为人民币3,019亿元，同比下降29.1%。主要原因是石油产品价格和柴油销售量的下降。而同期由于国际油价大幅下滑，原油加工的平均实现成本降幅达到54.5%，两者相抵，炼油板块扭亏为盈，是上半年公司盈利大幅增长的主要原因之一。上半年该板块盈利198.98亿，而去年同期此数字为亏损456.46亿。

图二：上半年经营情况（百万吨）

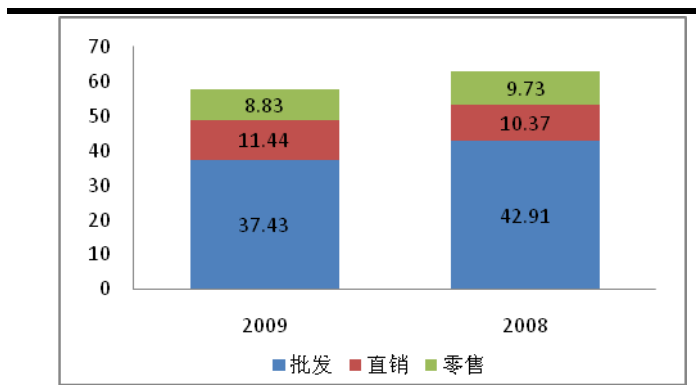


数据来源：爱建证券研究部

1.3 营销分销

2009年上半年，该事业部经营收入为人民币3,178亿元，同比降低19.8%，主要归因于成品油价格、销量同比下降。汽油、柴油销售收入为人民币2,783亿元，占该事业部经营收入的87.6%。汽、柴油的零售量占汽、柴油总销售量的比重为63.0%，同比降低3.0个百分点；配送量占汽、柴油总销售量的比重为24.0%，同比增长2.6个百分点；批发量占汽、柴油总销售量比重为13.0%，同比增长0.4个百分点。

图三：上半年成品油国内经销情况（百万吨）



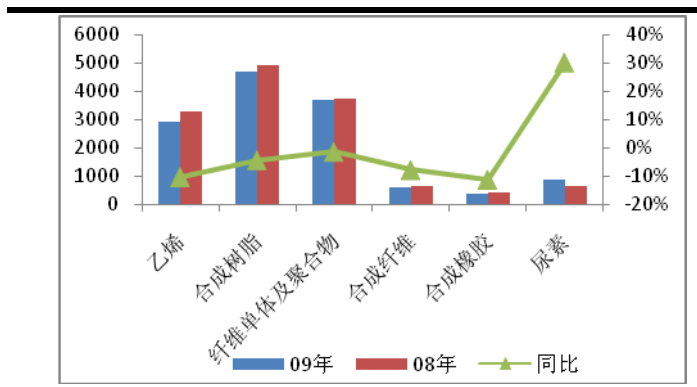
数据来源：爱建证券研究部

1.4 化工

2009年上半年该事业部经营收入为人民币908亿元，同比降低31.2%。主要归因于主要化工产品价格下降。

上半年该事业部经营费用为人民币810亿元，同比降低36.4%。主要原因是原油价格与去年同期相比大幅降低；同时实现经营收益人民币98亿元，同比增长115.3%，主要原因是二季度开始化工行业复苏迹象显现，主要化工产品销量有所增加。

图四：上半年经营情况（千吨）



数据来源：爱建证券研究部

二、下半年将继续好转态势

08年下半年以来，产能过剩和需求降低的双重影响，使石化行业步入调整期，但进入09年后，国家此前出台的刺激政策作用开始显现，石化行业开始显现止跌走稳的迹象。

➤ 《石化产业规划》是长期利好

2009年5月18日国务院出台了《石化产业调整和振兴规划》，一方面限制现有产能继续盲目扩大，另一方面鼓励有实力的企业做大做强，走“大石化”路线。产业规划细则对石油化工行业的长期拉动作用明显，在引导行业进行优化结构调整、转变增长方式、推动产业升级等方面将起到非常重要的作用。而中国石化作为上下游产业链最完整的行业巨头，将受益于政策的扶持，未来的发展空间非常广阔。

➤ 天然气调价是大概率事件

作为清洁能源，与国外的天然气价格相比，中国的天然气价格非常低。以北京为例，目前居民用天然气价格2.05元/立方米，以同等热值计算，用电烧水的价格是用天然气烧水价格的5倍到6倍。随着09年底以土库曼斯坦天然气为主气源的西气东输二线建成通气，国内天然气面临价格上调契机。中亚天然气进入中国的口岸价可能接近2元/立方米，这一价格已高于目前西气东输一线到达上海和北京的价格。随着中亚天然气通过西气东输二线接入国内城市，部分城市的天然气价格可能要达到3元/立方米左右。

➤ 国内油价与国际接轨

随着各国经济状况逐步恢复，国际油价将稳步回升。长期来看，我们认为会稳定在60—90区间运行，下半年均价将高于上半年。今年以来，随着国际油价的变动，国家已经5次调整成品油价格，虽然调价机制还有细化和改进的地方，但国家将油价与国际接轨的大方向是很明确的。

年初至今成品油调价一览

2009年7月28日	汽、柴油价格每吨降低220元；
2009年6月30日	汽、柴油价格每吨均提高600元；
2009年6月1日	汽、柴油价格每吨均提高400元；
2009年3月25日	汽、柴油价格每吨分别提高290元和180元
2009年1月14日	汽油出厂价每吨降低140元；柴油出厂价每吨降低160元

三、盈利预测与评级。

考虑到公司良好的发展前景，我们预计中国石化09、10、11年的EPS为0.73、0.95、1.11元，给予A股“推荐”评级。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	148007	140249	184830	232921	营业收入	1452101	1135403	1354607	1405127
现金	7700	8262	39024	83193	营业成本	1326783	953874	1143257	1184536
应收账款	12989	15552	16557	16650	营业税金及附加	56799	32649	39311	42900
其他应收款	20520	15790	16841	16887	营业费用	24967	26283	28695	27739
预付账款	7597	6454	6779	7125	管理费用	40917	35824	40662	42410
存货	95255	89941	98129	101266	财务费用	8723	8383	5706	3191
其他流动资产	3946	4250	7500	7800	资产减值损失	16617	425	350	200
非流动资产	604228	624423	642741	660165	公允价值变动收益	3969	800	450	200
长期投资	28705	26234	27295	27854	投资净收益	980	3800	2500	2500
固定资产	403265	469063	504749	528206	营业利润	-26066	82565	99576	106852
无形资产	15965	15929	15840	15797	营业外收入	51391	800	2000	2000
其他非流动资产	156293	113198	94856	88308	营业外支出	1099	1350	1200	1200
资产总计	752235	764672	827571	893086	利润总额	24226	82015	100376	107652
流动负债	258233	234567	242106	240432	所得税	-1889	15419	15558	8827
短期借款	63972	37871	36485	40557	净利润	26115	66596	84818	98824
应付账款	56667	67280	72332	65426	少数股东损益	-3574	2890	2540	2386
其他流动负债	137594	129416	133289	134449	归属母公司净利润	29689	63706	82278	96438
非流动负债	143056	119566	102839	87896	EBITDA	28510	141498	166891	181743
长期借款	64937	52085	34259	19776	EPS (元)	0.34	0.73	0.95	1.11
其他非流动负债	78119	67480	68580	68120					
负债合计	401289	354133	344945	328328	主要财务比率				
少数股东权益	20866	23756	26296	28682	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	86702	86702	86702	86702	成长能力				
资本公积	38518	38518	38518	38518	营业收入	20.5%	-21.8%	19.3%	3.7%
留存收益	204860	260763	329860	409406	营业利润	-133.1%	216.8%	20.6%	7.3%
归属母公司股东权益	330080	386783	456330	536076	归属于母公司净利润	-47.5%	114.6%	29.2%	17.2%
负债和股东权益	752235	764672	827571	893086	获利能力				
					毛利率(%)	8.6%	16.0%	15.6%	15.7%

现金流量表		单位: 百万元			净利率 (%)	2.0%	5.6%	6.1%	6.9%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE (%)	9.0%	16.5%	18.0%	18.0%
经营活动现金流	74883	136889	138166	163186	ROIC (%)	-3.6%	13.9%	16.0%	17.3%
净利润	26115	66596	84818	98824	偿债能力				
折旧摊销	45853	50551	61609	71700	资产负债率 (%)	53.3%	46.3%	41.7%	36.8%
财务费用	8723	8383	5706	3191	净负债比率 (%)	36.99%	28.89%	24.97%	23.07%
投资损失	-980	-3800	-2500	-2500	流动比率	0.57	0.60	0.76	0.97
营运资金变动	-18750	21245	-6460	-10636	速动比率	0.17	0.19	0.35	0.54
其他经营现金流	13922	-6086	-5007	2607	营运能力				
投资活动现金流	-106250	-61538	-77383	-86906	总资产周转率	1.97	1.50	1.70	1.63
资本支出	108575	67000	78000	88000	应收账款周转率	70	68	72	73
长期投资	-1723	-2448	1056	559	应付账款周转率	17.72	15.39	16.38	17.20
其他投资现金流	602	3015	1673	1654	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	30698	-74789	-30022	-32112	每股收益 (最新摊薄)	0.34	0.73	0.95	1.11
短期借款	27018	-26101	-1386	4072	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.86	1.58	1.59	1.88
长期借款	-12771	-12852	-17827	-14483	每股净资产 (最新摊薄)	3.81	4.46	5.26	6.18
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	127	0	0	0	P/E	39.10	18.22	14.11	12.04
其他筹资现金流	16324	-35836	-10809	-21701	P/B	3.52	3.00	2.54	2.17
现金净增加额	-748	562	30761	44169	EV/EBITDA	48	10	8	8

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我

公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。