

湘财证券研究所

行业部

陈国俊 分析师

执业编号：S0500511010012

联系人：

王 强

Tel: 021-68634518-8221

E-mail: wq2835@xcsc.com

相关研究报告：

《公司季报点评-中国石化 (600028)：勘探业绩进入增长期，营销稳定、炼油化工回落》 (2010.10.29)

《公司中报点评-中国石化 (600028)：2 季度环比炼油营销回升、化工下滑、勘探续主力》 (2010.08.23)

《油气资源税改革扩至西部影响有限，全国推广可能推后》 (2010.07.09)

《旺季将至推动油价重返高位，成品油价近难调》 (2010.06.29)

《2010 年中期策略报告_石油化工行业-油价向上走、投资往上游》 (2010.06.26)

《BP 墨西哥湾漏油的后续影响分析》 (2010.06.23)

《成品油下调 vs 天然气上调，短期压力 vs 中期利好》 (2010.06.01)

《新疆油气资源税改革影响较小，利空已消化，未来关注石油特别收益金上调》 (2010.05.25)

《石化双雄估值优势显现，战略建仓时机到来》 (2010.05.13)

《公司季报点评-中国石化：油气量价齐升、化工毛利恢复，1 季增长符合预期》 (2010.04.29)

事件：

中国石化于2月18日公布了230亿元的A股可转债发行公告，主要包括：

- (1) 除控股股东外的原A股股东按每股配售3.314元可转债的比例有限认购；
- (2) 发行可转债期限为发行之日起六年，自2011年2月23日至2017年2月23日；
- (3) 本次发行可转债票面利率为：第一年0.5%、第二年0.7%、第三年1.0%、第四年1.3%、第五年1.8%、第六年2.0%。
- (4) 本次发行可转债的初始转股价格为9.73 元/股，不低于公布募集说明书之日前二十个交易日公司A 股股票均价和前一个交易日公司A 股股票均价。

点评：
□ 转股价 9.73 元估值合理，可转债方案好于预期

公司此次发行可转债 230 亿元，2 月 22 日配售，除控股股东外的 A 股股东按照 3.314 元比例有限配售，配售比例高于工行转债，好于我们预期。9.73 元的转股价较可转债募集发行公告日的收盘价溢价 5%左右，此价格几乎是 2010 年下半年以来公司股价最高价，相对于 2011 年的估值不到 11 倍，估值合理；同时，较目前股价更高的转股价，显示了公司对未来业绩增长充满信心。

□ 转债项目有利于公司炼化业务的布局

公司可转债募集资金将用于武汉80万吨/年乙烯、安庆分公司含硫原油加工适应性改造及油品质量升级、石家庄炼化分公司油品质量升级及原油劣质化改造、榆林——济南输气管道、日照——仪征原油管道及配套等工程项目，将有利于公司乙烯产能扩张与布局、油品质量提高和油气输送管道建设。

□ 公司业绩稳定增长支持股价上行，可转债将催生抢权行情

公司4季度盈利较好：上游得益于油气价格同比和环比上涨；炼油受益于10月和12月2次成品油价格上调的成本传导；成品油销售和化工板块，主要是4季度限电引起的柴油荒和限电引起的产品价格上涨。

2011年股价催化剂：(1) 油价上涨、天然气增产；(2) 成品油定价机制微调将进一步推动市场化，最快可能今年两会后出台；(3) 海外油气资产的注入预期。

□ 投资策略：预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.86/0.93/1.03 元，对应动态 PE 分别为 11 倍、10 倍和 9 倍 (2 月 17 日股价 9.27 元)，估值优势明显，有估值修复的需求，我们维持“买入”评级，目标价 11.2 元。

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	2,853,901	2,350,069	3,374,517	3,708,961	4,092,431
EPS (元)	0.289	0.708	0.861	0.926	1.033
PE	32.1	13.1	10.8	10.0	9.0

表 1：中国石化分板块盈利预测

部门收入	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
(百万元)	2,853,901	2,350,069	3,374,517	3,708,961	4,092,431
勘探板块	196,501	123,835	188,533	211,914	233,678
销售收入	177,796	106,350	170,698	193,722	215,122
对外销售	26,403	19,342	32,021	39,065	44,583
分部间销售	151,393	87,008	138,677	154,657	170,539
其他经营收入	18,705	17,485	17,835	18,191	18,555
炼油板块	870,703	703,571	855,545	944,489	1,042,678
销售收入	824,729	699,662	850,443	938,856	1,036,459
对外销售	132,209	95,792	153,080	168,994	186,563
分部间销售	692,520	603,870	697,363	769,862	849,896
其他经营收入	4,957	3,909	5,103	5,633	6,219
其他收入	41,017	0	0	0	0
销售板块	816,763	783,091	1,084,308	1,181,294	1,291,916
销售收入	806,017	780,789	1,079,704	1,174,388	1,282,939
对外销售	802,817	778,417	1,076,465	1,170,865	1,279,090
分部间销售	3,200	2,372	3,239	3,523	3,849
其他经营收入	906	2,302	4,604	6,906	8,978
其他收入	9,840	0	0	0	0
化工板块	253,456	218,457	370,590	408,941	462,418
销售收入	247,026	213,860	365,031	402,807	455,482
对外销售	219,723	192,735	328,528	362,526	409,933
分部间销售	27,303	21,125	36,503	40,281	45,548
其他经营收入	6,430	4,597	5,559	6,134	6,936
企业与其他	716,478	521,115	875,542	962,323	1,061,741
销售收入	716,394	521,025	874,642	961,323	1,060,741
对外销售	232,051	229,629	424,826	466,928	515,217
分部间销售	484,343	291,396	449,816	494,395	545,524
其他经营收入	84	90	900	1,000	1,000
减：部门间抵消	1,358,759	1,005,771	1,325,598	1,462,718	1,615,357
营业额合计	1,495,142	1,344,298	2,048,919	2,246,244	2,477,074
经营利润	26,336	84,431	109,010	117,242	130,784
勘探板块	66,569	19,644	57,099	55,282	59,532
炼油板块	-63,635	23,077	10,711	15,425	20,931
销售板块	38,519	30,300	30,800	31,724	32,676
化工板块	-12,950	13,615	12,600	17,010	19,845
企业与其他	-2,167	-2,205	-2,200	-2,200	-2,200
贡献：勘探板块	252.8%	23.3%	52.4%	47.2%	45.5%

炼油板块	-241.6%	27.3%	9.8%	13.2%	16.0%
销售板块	146.3%	35.9%	28.3%	27.1%	25.0%
化工板块	-49.2%	16.1%	11.6%	14.5%	15.2%
企业与其他	-8.2%	-2.6%	-2.0%	-1.9%	-1.7%
税前利润	22,116	80,568	98,000	105,400	117,575
所得税费用	2,840	-16,084	-19,600	-21,080	-23,515
本年利润	24,956	64,484	78,400	84,320	94,060
少数股东权益	3,569	-2,724	-3,293	-3,541	-3,951
归属母公司净利润	28,525	61,760	75,107	80,779	90,109
EPS	0.289	0.708	0.861	0.926	1.033

资料来源：公司报告，湘财证券研究所

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。