

炼油亏损好于预期，化工依然景气

中国石化（600028.SH）

推荐 维持评级

分析师：袁孝锋 ✉: qiu Xiaofeng@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511050001

分析师：王 强 ✉: wangqiang_yj@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511080002

1. 事件

公司发布 2011 年半年报，实现营业收入 12169 亿元，同比增长 31.7%；归属于上市公司股东净利润 411.74 亿元，同比增长 11.9%；全面摊薄每股收益 0.46 元，略高于我们预期，大大超出市场预期。

2. 我们的分析与判断

（一）、炼油亏损幅度小于预期，预计 9 月份扭亏

公司炼油业务从 3 月份开始亏损，1 季度总体为微亏，亏损幅度仅为每桶亏损约 0.2 美元；受利比亚局势、美元贬值、金融因素等影响，原油价格特别是布伦特油价从 2 月份开始快速上涨至 5 月份最高的 126 美元/桶，而国内成品油价格自 4 月份之后一直没有上调，由此炼油亏损幅度一路扩大；公司二季度炼油亏损幅度约为每桶亏损 4.5 美元，还是好于预期。考虑到 5 月份进口原油到 7 月份消化完毕，7 月份之后炼油盈利将迎来拐点；目前国内炼油盈亏平衡点在 Brent 每桶 110 美元左右，我们预计 9 月份公司炼油业务能扭亏。

（二）、化工板块盈利环比有所回落，但总体依然景气

二季度受原油价格高位的成本压力，公司化工板块盈利有所回落，2 季度吨乙烯盈利为 2924 元/吨，单季度盈利水平仅次于今年 1 季度和 2009 年 2 季度。上半年总体 3259 元/吨的盈利水平创近年来的半年度新高，半年的盈利超过十年来除了 2004 年和 2006 年以外的其他年份化工板块的全年盈利。我们认为公司化工业务在原油价格如此高位的情况下如此成绩，充分反映了我们在《拥抱新一轮石化行业景气周期》行业深度报告中指出的目前正处于新一轮石化景气周期上升期的判断，也与公司近年来调整产品结构的努力也是分不开；公司从去年下半年开始逐步退出尿素产品、与此同时提高合成树脂专用料和差别化纤维等高端产品的比例，增强了该板块的经济效益。

（三）、成品油销售盈利水平进一步提高

公司上半年成品油总经销量同比增长约 10%，吨油销售盈利水平提高至 261 元/吨，其中 2 季度更是达 275 元/吨，我们认为主要有 2 方面原因：（1）公司加大零售比重；（2）非油品业务的快速增长。公司上半年成品油销售的零售比重接近 67%，仅次于近年来的 2008 年；上半年非油品业务收入接近 30 亿，同比增长约 50%，这块业务还将保持快速增长。

（四）、上游勘探开发受益油气上涨

公司上游板块尽管由于安哥拉油气区块检修、产量大幅下滑使得上半年原油产量下降约 5%，但天然气产量得益于普光气田增产而增长约 25%；上半年，原油实现价格受益国际原油价格上涨而增长至 95 美元/桶左右，天然气实现价格由于价格较高的普光气比重提升而上涨约 20%至 1280 元/千立方；公司上游板块上半年同比增长超 50%。

3. 投资建议

我们预计中石化 2011-2012 年 EPS 分别为 0.95 元和 1.08 元，目前 11 年动态 PE 不到 8 倍，具有明显的估值优势和良好的安全边际，维持“推荐”评级，合理价值区间为 11-12 元。

表 1: 中国石化分板块盈利预测

部门收入	2009A	2010A	2011E	2012E
(百万元)	2,361,796	3,323,831	4,371,515	4,830,647
勘探板块	134,808	187,145	231,414	241,186
销售收入	117,323	168,715	210,376	219,260
对外销售	19,342	35,024	43,187	47,131
分部间销售	97,981	133,691	167,189	172,129
其他经营收入	17,485	18,430	21,038	21,926
炼油板块	703,571	971,577	1,350,575	1,489,009
销售收入	699,662	965,562	1,342,520	1,480,129
对外销售	95,792	159,858	241,654	266,423
分部间销售	603,870	805,704	1,100,867	1,213,705
其他经营收入	3,909	6,015	8,055	8,881
其他收入	0	0	0	0
销售板块	783,091	1,040,698	1,177,467	1,312,464
销售收入	780,789	1,036,158	1,170,561	1,303,486
对外销售	778,417	1,032,900	1,167,049	1,299,576
分部间销售	2,372	3,258	3,512	3,910
其他经营收入	2,302	4,540	6,906	8,978
其他收入	0	0	0	0
化工板块	218,457	327,622	407,585	457,084
销售收入	213,860	321,177	401,471	450,228
对外销售	192,735	285,596	361,324	405,205
分部间销售	21,125	35,581	40,147	45,023
其他经营收入	4,597	6,445	6,114	6,856
企业与其他	521,869	796,789	1,204,475	1,330,903
销售收入	521,025	795,795	1,203,475	1,329,903
对外销售	229,629	363,380	633,408	699,949
分部间销售	291,396	432,415	570,067	629,954
其他经营收入	844	994	1,000	1,000
减：部门间抵消	1,016,744	1,410,649	1,881,782	2,064,722
营业额合计	1,345,052	1,913,182	2,489,734	2,765,925
经营利润	90,699	105,004	118,602	134,956
勘探板块	23,894	47,149	67,740	64,703
炼油板块	27,508	15,855	-16,498	1,110
销售板块	30,300	30,760	39,000	39,375

化工板块	13,805	15,037	32,160	33,768
企业与其他	-2,205	-2,342	-2,400	-2,500
减：部门间抵消	-2,603	-1,455	-1,400	-1,500
贡献：勘探板块	26.3%	44.9%	57.1%	47.9%
炼油板块	30.3%	15.1%	-13.9%	0.8%
销售板块	33.4%	29.3%	32.9%	29.2%
化工板块	15.2%	14.3%	27.1%	25.0%
企业与其他	-2.4%	-2.2%	-2.0%	-1.9%
融资成本净额	-7,466	-6,974	-6,974	-6,974
应占联营公司及合营公司损益	2,997	5,390	6,000	6,000
投资收益	374	273	300	300
税前利润	86,604	103,693	117,928	134,282
所得税费用	-19,599	-25,689	-29,482	-33,571
本年利润	67,005	78,004	88,446	100,712
少数股东权益	-2,724	-6,203	-6,191	-7,050
归属母公司净利润	64,281	71,801	82,255	93,662
全面摊薄 EPS	0.72	0.82	0.95	1.08

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

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。

袁孝锋、王强，石油化工行业证券分析师。本 2 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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

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，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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证券投资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 100033

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