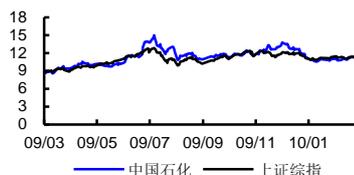


**动态报告**
**能源**
**石油天然气**
**中国石化(600028)**
**推荐**
**年报点评**

(维持评级)

2010年3月29日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

昨收盘(元)	11.79
总股本/流通A股(百万股)	86,702.53/69,922.04
流通B股/H股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	1,022,222.80/1,022,222.80
上证综指/深圳成指	3,059.72/12,240.36
12个月最高/最低(元)	15.42/8.78

**财务数据**

净资产值(百万元)	364,867.00
每股净资产(元)	4.21
市净率	2.80
资产负债率	54.04%
息率	1.02%

**相关研究报告:**

《中国石化:成品油销量稳步回升 原油加工量创新高》——2010-1-21

《中国石化09年三季报点评:上游改善难以弥补炼油下滑》——2009-10-30

《中国石化中报点评:盈利趋势向好不变 战略投资时点已现》——2009-8-24

**分析师: 严蓓娜**

电话: 021-60933165

E-mail: yanbn@guosen.com.cn

**副所长: 李晨**

电话: 021-60875160

E-mail: lichen@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

**财报点评**

# 盈利创出新高 业绩开始起舞

**● 中石化盈利创出历史新高**

中石化2009年营业总收入1.34万亿,净利润613亿,超过07年的盈利,创出历史新高;每股盈利0.71元,也超过了中石油09年每股盈利。期末每股派息现金0.11元,全年分红率为25%。

**● 4Q09 经济复苏 实际盈利基本持平**

四季度单季度EPS为0.14元/股,略低于第三季度的0.19元/股。上游和化工的盈利较低主要是因为资产分别减值了15亿和38亿元,还原之后上游盈利随油价小幅上升。营销板块也减计了15亿,导致盈利环比略有下降。经济复苏推动了炼油量和销售量回升,但在成品油调价尚不到位的情况下炼油维持盈亏平衡。

**● 海外资产收购迈出第一步**

公司将以总对价为24.57亿美元(股权对价16.78亿美元,债权对价约7.79亿美元)收购安哥拉18区块27.5%的权益。预计权益产量为200万吨,盈利增厚约为0.02元/股。此次收购价格我们估计10年PE5.8倍, PB3.8倍, 2P储量收购价格为20美元/桶左右,价格合理。关键在于安哥拉深水区块该区块未来成长潜力佳,成本低。此次收购打响了中石化股份公司海外收购第一炮,寻找上游产量在国内寻找潜力之外又找到了新的出路。

**● 经过5年的忍痛负重、中石化业绩开始起舞**

09年下半年是中石化新一轮业绩快速增长的起点,经历了04年下半年-08年前后近五年定价机制的扭曲,抹杀了中石化原本正常的业绩增长轨迹,各个部门效率提升、规模扩张的业绩贡献,均被炼油的巨亏淹没了,在炼油机制逐步理顺、全球经济逐渐走出危机,中石化被压抑了五年的盈利潜力将集中释放,中石化的业绩开始起舞。

我们预计中石化10和11年的业绩分别为0.9和1.1元/股,10年对应的PE仅为13倍,中石化本身的成长性被市场忽略了,股指期货也将催化中石化的股价。给予中石化“推荐”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,452,101	1,315,915	1,595,167	1,912,014	2,219,423
(+/-%)	20.50%	-9.38%	21.22%	19.86%	16.08%
净利润(百万元)	29,689	61,760	78,699	95,652	109,065
(+/-%)	-47.50%	108.02%	27.43%	21.54%	14.02%
每股收益(元)	0.30	0.71	0.90	1.10	1.26
EBITMargin	1.9%	6.3%	6.8%	6.8%	6.7%
净资产收益率(ROE)	9.00%	15.50%	17.08%	18.16%	18.11%
市盈率(PE)	27.6	15.72	12.34	10.15	8.90
EV/EBITDA	12.51	6.50	4.93	4.23	3.39
市净率(PB)	2.5	2.59	2.24	1.96	1.71

## 安哥拉油气资产收购：迈向海外第一步

### 收购价格合理 产量增长空间大

董事会决定通过在香港设立的全资子公司SHI收购中国石油化工集团公司下属全资子公司SOOGL所持Sonango Sinopec International Ltd (简称“SSI”) 公司55%的股权，而SSI公司则拥有安哥拉18区块50%的权益。

收购的总对价为 24.57 亿美元，其中，股权对价 16.78 亿美元，债权对价约 7.79 亿美元。根据公司数据，我们估算该项目能为公司增加权益产量为 200 万吨左右，但由于拥有 SSI55%的控股权，合并报表后增加产量 400 万吨左右，业绩略有增厚。

此次收购的价格较为合理，在 10 年实现油价均价 80 美元的假设下，预计 SSI 的利润为 20 亿人民币，收购 PE 为 6 倍左右。如果以 09 年 11 月底的净资产计算，PB 为 3.81 倍。如果以 2P 储量收购价格计算为 20 美元/桶左右。

但由于安哥拉油田的开采成本低，预计操作成本仅为 7-8 美元，低于国内平均 13 美元的操作成本，加上海外油气储量和产量仍有很大的成长空间，因此以此计算的价格并不算高，比较合理。

表 1: 收购价格测算

		2008	2009'1-11	2010E
SSI 产量	千桶/日	73	73	73
	千桶/年	26,107	23,932	26,107
SSI 营业收入	千人民币	16,869,207	9,486,068	14,202,317
SSI 利润总额	千人民币	11,325,892	5,042,374	8,876,448
SSI 净利润	千人民币	4,862,068	1,980,798	3,550,579
SSI 每桶				
收入	美元/桶	95.0	58.3	80
成本	美元/桶	31.2	27.3	30
利润	美元/桶	63.8	31.0	50
净利润率/利润总额	美元/桶	57%	61%	60%
净利润率	美元/桶	27.4	12.2	20
中石化拥有 SSI 55%权益				
净利润	亿人民币	27	11	20
收购价格	亿美元	16.7	16.7	16.7
	亿人民币	113.56	113.56	113.56
	<b>PE</b>	<b>4.25</b>		<b>5.82</b>

资料来源：国信证券经济研究所估算

表 2: 收购价格测算

		2,008	09'1-11
SSI 资产总额	亿人民币	219	217
SSI 负债总额	亿人民币	184	162
SSI 资产净额	亿人民币	34	54
中石化权益资产净额	亿人民币	19	30
收购价格	亿美元	17	17
	亿人民币	114	114
	<b>PB</b>	<b>5.99</b>	<b>3.81</b>

资料来源：国信证券经济研究所估算

### 收购缓解储量无增长的软肋 资本支出膨胀

此次海外收购的给解决了中石化长久以来最大的问题，上游储量和产量增长乏力的弊端提供了一条出路。没有上游储量和产量的增长，中石化的油价风险敞口永远难以下降，估值也难以上升。从年中中石化股份有限公司下属的国际勘探公司开始成立，实际上证明了海外油气资产已经是放在了公司面前的道路。

海外区块的优点在于，开采成本低，储量前景好，未来成长空间大。安哥拉的深水正是发展较为成熟，潜力较大的区域。同时集团还有安哥拉 15 和 17 区块，为中石化的未来持续注入奠定了基础。

但是中石化越来越多的海外资产，需要更强大的政治力量来保护；而且由于石油价格开始走高，产油国对本国的石油资产和市场更加趋于保护，海外收购的价格水涨船高，中石化的资本开支也会日益加大。如何更合理的利用资本市场募集资金就变得十分重要。

## 业绩开始起舞

### 上游盈利实际小幅上升

公司全年上游盈利196亿，四季度盈利66.63亿，较三季度小幅下滑，但主要是由于四季度进行了资产减值15亿。实际上四季度的原油实现价格上升到了4美元达到62美元/桶，与同期的原油价格涨幅相略小。

### 炼油维持盈亏平衡平衡

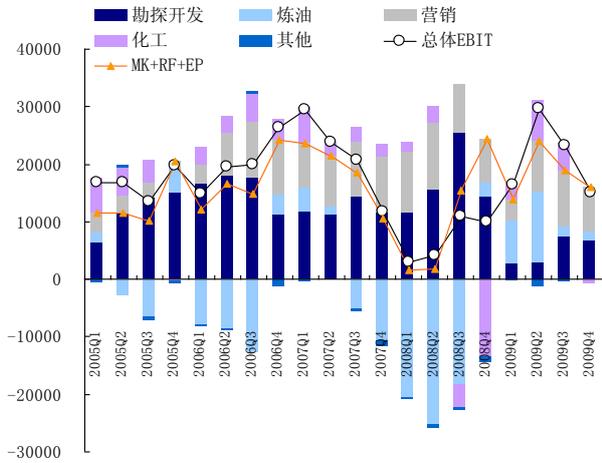
四季度炼油毛利为3.7美元/桶，较三季度略有下降，在成品油价格不到位的情况下能维持现有的盈利已经十分不易。预计一季度略有好转，二季度之后调价和优质优价将有效提升成品油炼油毛利2-3美元。

### 化工减值38亿 一季度景气高位运行

四季度化工为-6.9亿，还上减值的38亿，实际上盈利仍处于景气运行，一季度还将继续冲高。但是下半年可能将出现小幅度回调。

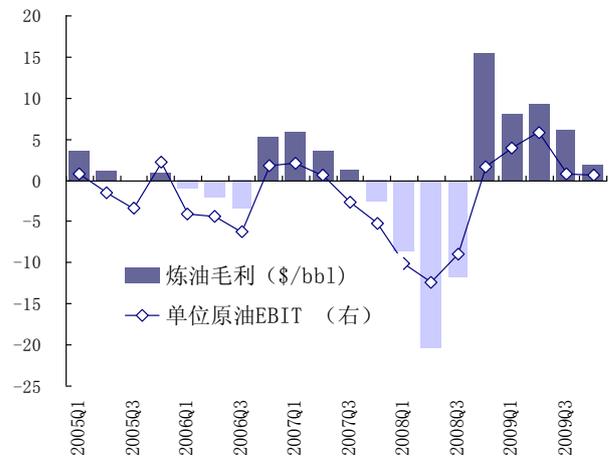
**09年下半年是中石化新一轮业绩快速增长的起点，经历了04年下半年-08年前后近五年定价机制的扭曲，抹杀了中石化原本正常的业绩增长轨迹，各个部门效率提升、规模扩张的业绩贡献，均被炼油的巨亏淹没了，在炼油机制逐步理顺、全球经济逐渐走出危机，中石化被压抑了五年的盈利潜力将集中释放，中石化的业绩开始起舞。**

图 1:中石化分部门盈利 (百万元)



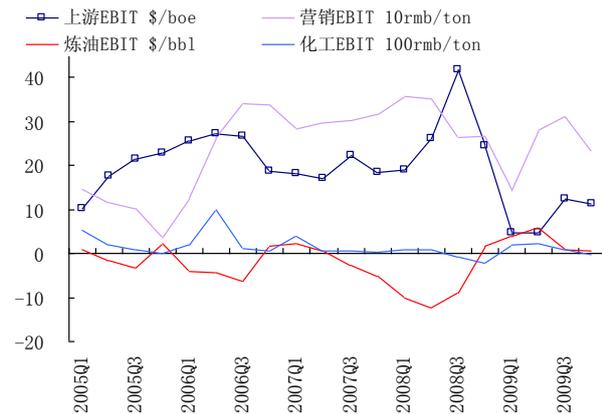
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 2: 中石化炼油毛利状况



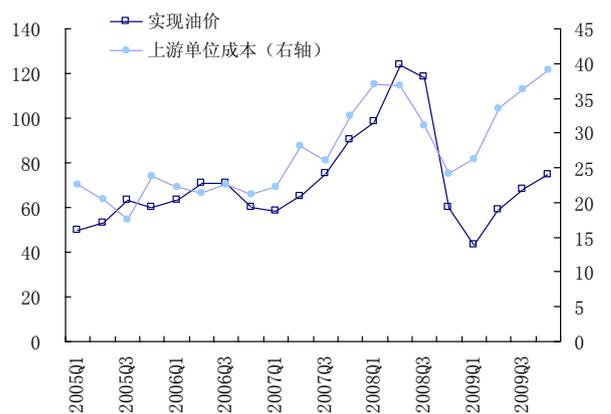
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 3: 中石化分部门单位产量盈利



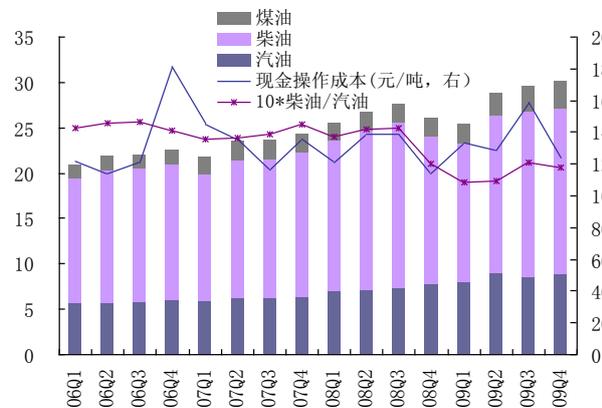
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 4: 中石化上游盈利 (百万元)



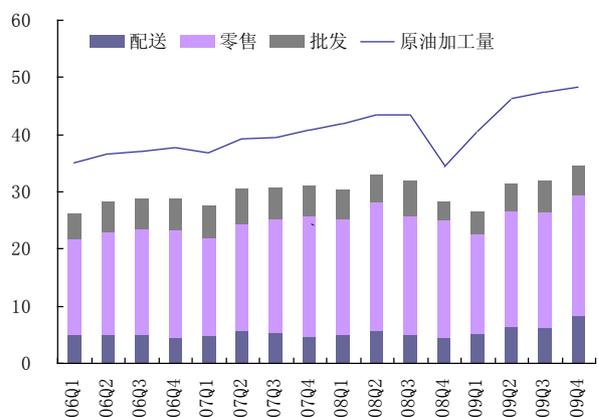
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 5: 原油加工量和成品油产量 (百万吨)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 6: 成品油经销量 (百万吨)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

09年下半年是中石化新一轮业绩快速增长的起点,经历了04年下半年-08年前后近五年定价机制的扭曲,抹杀了中石化原本正常的业绩增长轨迹,各个部门效率提升、规模扩张的业绩贡献,均被炼油巨亏淹没了,在炼油机制逐步理顺、全球经济逐渐走出危机,中石化被压抑了五年的盈利潜力将集中释放,中石化的业绩开始起舞。

**附表：分部门盈利预测**

利润表（百万元）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>部门收入</b>	2,766,342	2,321,686	2,960,020	3,472,573	4,057,455
原油部门	177,796	106,350	150,219	173,973	199,764
炼油部门	813,633	699,662	997,063	1,152,811	1,401,931
营销部门	806,017	780,789	833,692	1,034,179	1,253,446
化工部门	234,877	213,860	327,764	395,201	414,264
公司总部	734,019	521,025	651,281	716,409	788,050
减：部门间抵扣	(1,346,021)	(1,005,771)	(1,364,854)	(1,560,559)	(1,838,032)
其他经营收入	31,780	29,137	34,249	42,576	48,567
<b>收入合计</b>	1,502,443	1,345,052	1,629,415	1,954,590	2,267,990
<b>销售成本</b>	(1,474,320)	(1,115,772)	(1,518,660)	(1,821,071)	(2,116,078)
折旧和摊销	(45,823)	(50,487)	(68,394)	(76,283)	(82,398)
勘探费用	(8,310)	(10,500)	(11,000)	(11,000)	(11,000)
销售/管理/行政费用及其它	(85,517)	(98,416)	(119,261)	(133,919)	(151,315)
<b>经营费用合计</b>	(1,474,320)	(1,260,621)	(1,518,660)	(1,821,071)	(2,116,078)
<b>经营收益 (EBIT)</b>					
原油部门	66,569	19,644	38,698	58,682	72,574
炼油部门	(61,538)	23,077	20,759	22,228	25,058
营销部门	38,209	30,300	30,770	31,156	31,850
化工部门	(13,102)	13,615	22,080	22,586	23,675
公司总部	(2,015)	(2,205)	(1,551)	(1,133)	(1,246)
<b>经营收益合计</b>	28,123	84,431	110,755	133,519	151,912
融资成本净额	(4,776)	(7,234)	(9,055)	(9,179)	(9,659)
投资收益	390	374	400	400	400
应占联营公司的损益及其他	580	2,997	3,000	3,000	3,000
<b>除税前正常业务利润</b>	24,317	80,568	105,100	127,741	145,653
所得税	1,883	(16,084)	(23,122)	(28,103)	(32,044)
实际税率	-7.74%	19.96%	22.00%	22.00%	22.00%
<b>除税后正常业务利润</b>	26,200	64,484	81,978	99,638	113,609
少数股东权益	3,569	(2,724)	(3,279)	(3,986)	(4,544)
<b>净利润</b>	29,769	61,760	78,699	95,652	109,065

资料来源：国信证券经济研究所

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

**国信证券经济研究所研究团队**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>交通运输</b>	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
<b>银行</b>		<b>房地产</b>		<b>机械</b>	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
				陈 玲	0755-82133400
				杨 森	0755-82133343
<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁</b>		<b>商业贸易</b>	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
<b>基础化工</b>		<b>医药</b>		<b>石油与石化</b>	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈 栋	021-60933147		
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>通信</b>	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
<b>造纸</b>		<b>家电</b>		<b>计算机</b>	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>		<b>农业</b>	
		方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>		<b>建材</b>	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646		
<b>煤炭</b>		<b>建筑</b>		<b>中小股票</b>	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	陈 健	0755-82133476
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
				邵 达	0755- 82132098
<b>固定收益</b>		<b>投资基金</b>		<b>量化投资</b>	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	刘舒宇	0755-82131822	戴 军	021-60933166
蔺晓熠	021-60933146	彭怡萍		林晓明	021-60933154
侯慧娣	021-60875161			秦国文	0755-82133528
				程景佳	021- 60933166
				赵斯尘	021- 60875174
<b>指数与产品设计</b>					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				
彭甘霖					

**国信证券机构销售团队**

华南区		华东区		华北区	
<b>万成水</b>	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	<b>盛建平</b>	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	<b>王立法</b>	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
<b>邵燕芳</b>	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	<b>马小丹</b>	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	<b>王晓建</b>	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
<b>林莉</b>	0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	<b>郑毅</b>	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	<b>谭春元</b>	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
<b>王昊文</b>	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	<b>黄胜蓝</b>	021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	<b>焦戢</b>	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
<b>甘墨</b>	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	<b>刘塑</b>	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	<b>李锐</b>	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
		<b>叶琳菲</b>	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	<b>徐文琪</b>	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
		<b>许娅</b>	021-60875176 13482495069		
		<b>江智俊</b>	021-60875175 15221772073		
		<b>孔华强</b>	021-60875170 13681669123		