

石油加工

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 宋哲建

S0960207090131

0755-82026810

songzhejian@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 8.80元

当前股价: 7.43元

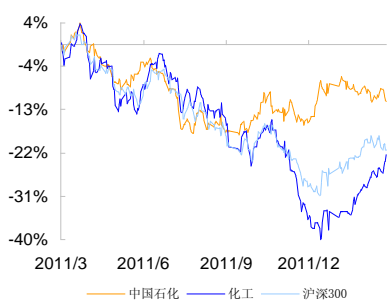
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2349.54
总股本(百万)	69922
流通股本(百万)	69922
流通市值(亿)	5195
EPS	0.82
每股净资产(元)	4.86
资产负债率	54.06%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国石化	-1.59	5.97	4.36
化工	-0.32	12.90	-15.34
沪深300指数	-1.71	9.04	-4.94



相关报告

中国石化-正式启动千万吨级油气田建设, 凸显弥补上游短板决心 2011-12-07

中国石化-海外原油产能恢复, 公司整体盈利稳定 2011-10-27

中国石化-中报业绩略超预期, 上调6个月目标价 2011-08-28

中国石化

600028

推荐

政策支持炼油减亏, 估值将提升到国际平均水平

**事件:** 中国石化发布 2011 年年报, 总营收 25057 亿, 同比增 31%, 归属于上市公司股东的净利润 717 亿, 同比减增 1.4%, 对应 EPS 0.827 元(稀释每股收益 0.795 元), 加权平均净资产收益率 15.93%。拟每 10 股派 2 元。

投资要点:

- **2011 年利润增速低于收入增速原因:** 成本推动营收大涨, 布伦特原油现货价格全年平均为 111.27 美元/桶, 同比增长 40.0%; 通胀压力致使成品油调价不到位, 全年成品油上调价格 2 次、下调 1 次; 4 季度化工板块仅盈利 31 亿, 前三季度是 237 亿, 化工下游需求在 4 季度开始下滑, 主要产品价格陆续跌破成本线。
- **油气勘探及开采:** 全年新增油气可采储量 411 百万桶油当量。在准噶尔北缘、川西坳陷、塔中北坡、松南新区以及琼东南海域等地区取得一批重大突破; 非常规页岩油气勘探见到了初步成效, 煤层气落实了产能建设区域; 天然气产量增长迅速, 以四川盆地和鄂尔多斯盆地为主, 加强产能建设, 继续保持了较快发展。
- **炼油:** 上半年经营亏损人民币 122 亿元, 合每桶亏损 15.23 元, 即 2.37 美元/桶。3 季度单季亏 109 亿, 合每桶亏损约 4.60 美元。4 季度单季亏 117 亿, 合每桶亏 4.5 美元。
- **2012 年计划资本支出人民币 1729 亿元。** 抓好以胜利、塔河、鄂南等原油和元坝、鄂尔多斯等气田为重点的勘探和产能建设; 做好汽柴油质量升级以及润滑油装置改造; 做好高速公路、中心城市和新规划区域优质加油站、加气站建设和收购工作; 做好武汉乙烯中交及仪征 1,4-丁二醇、安庆丙烯腈投产工作, 稳步推进燕山丁基橡胶、海南芳烃、广州和茂名聚丙烯等项目建设。
- **作为大型的石化一体化公司, 2012 年国内成品油定价机制改革和天然气价改扩大是自上而下的主要利好, 预计年内都会有动作, 一旦实现, 则压制公司炼油板块的因素适当去除, 炼油板块从亏损变为盈亏平衡, 公司盈利和估值都将有一定的提升。预计公司 2012-14 年 EPS 分别为 0.88、0.97、1.00 元, 按照国际同类公司的 9-11 倍的 PE, 给予 12 个月目标价 8.80 元, 维持推荐评级。**
- **风险提示:** 原油价格大幅波动

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2505683	2630967	2736206	2763568
收入同比(%)	31%	5%	4%	1%
归属母公司净利润	71697	76006	84182	86706
净利润同比(%)	1%	6%	11%	3%
毛利率(%)	16.5%	16.9%	16.9%	16.9%
ROE(%)	15.1%	13.8%	13.3%	12.1%
每股收益(元)	0.83	0.88	0.97	1.00
P/E	8.98	8.48	7.65	7.43
P/B	1.36	1.17	1.02	0.90
EV/EBITDA	5	5	4	4

## 一、成本推动营收大涨，成品油调价不到位和 4 季度化工

### 不景气导致盈利低于预期

**成本推动营收大涨。**布伦特原油现货价格全年平均为 111.27 美元/桶，同比增长 40.0%。国内原油价格与国际市场原油价格走势基本一致。

**通胀压力致使成品油调价不到位。**全年成品油上调价格 2 次、下调 1 次，4-12 月炼油业务一直处于较为明显的亏损状态，2011 年经营亏损 348 亿元（约合每桶亏 3.4 美元），而 2010 年实现了 159 亿元的经营收益。

**4 季度化工板块仅盈利 31 亿，前三季度是 237 亿。**4 季度，化工下游需求开始下滑，主要产品价格陆续跌破成本线。

表 1 中石化主要产品销量增长与实现价格增长

	产量或销售量 (千吨)			实现价格 (元/单位)		
	2011 年	2010 年	变化率	2011 年	2010 年	变化率
原油	5,581	5,554	0.5	4,621	3,349	38
天然气 (百万立方米)	12,310	9,951	23.7	1,274	1,155	10.3
汽油	47,494	43,467	9.3	8,403	7,297	15.2
柴油	97,897	90,827	7.8	7,075	5,992	18.1
煤油	16,570	14,758	12.3	6,193	4,758	30.2
基础化工原料	20,944	17,821	17.5	6,915	5,598	23.5
合纤单体及聚合物	6,585	5,772	14.1	9,880	8,211	20.3
合成树脂	10,518	9,871	6.6	9,841	9,243	6.5
合成纤维	1,496	1,512	-1.1	13,301	11,644	14.2
合成橡胶	1,220	1,222	-0.2	22,215	16,436	35.2
化肥	951	1,299	-26.8	2,186	1,641	33.2

资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 二、4 个板块业务分析

### 2.1 油气勘探及开采

板块实现经营收益人民币 716 亿元（含部门间），同比增长 51.9%。

**全年新增油气可采储量 411 百万桶油当量。**在准噶尔北缘、川西坳陷、塔中北坡、松南新区以及琼东南海域等地区取得一批重大突破；非常规页岩油气勘探见到了初步成效，煤层气落实了产能建设区域；全年共完成二维地震 18,583 千米，三维地震 11,361 平方千米，探井进尺 2,174.1 千米。

天然气产量增长迅速，以四川盆地和鄂尔多斯盆地为主，加强产能建设，继续保持了较快发展。

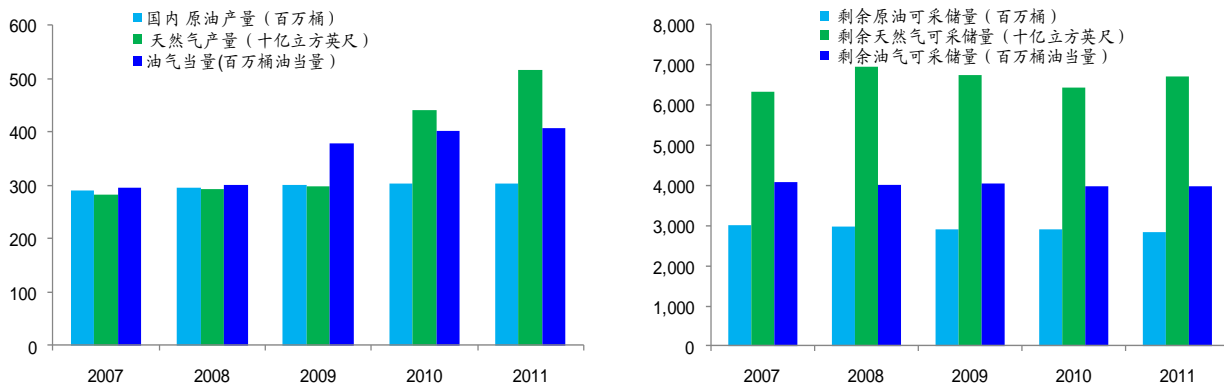
整体来看，上市公司油气当量保持稳定，勘探及开采板块的盈利能力将与油价同步波动。

表 2 中石化勘探及开采板块主要数据

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	同比变化率
原油产量 (百万桶)	285.19	291.67	322.02	327.62	327.85	321.73	-2%
其中 海外产量 (百万桶)			25.22	26.47	25.67	18.36	-28%
天然气产量 (十亿立方英尺)	256.5	282.6	293.06	299.01	441.39	517.07	17%
油气当量产量 (百万桶油当量)			370.87	377.45	401.42	407.91	2%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 1 中国石化历年油气产量和剩余可采储量情况



资料来源: 国际石油经济、中投证券研究所

公司国内的原油可采储量将逐年降低,我们估计今年集团下面海外权益原油产量在 1300 万吨以上,并将逐年快速增长,未来注入上市公司的可能性很大。

## 2.2 炼油

板块实现经营收益人民币-348 亿元(含部门间),原料油加工量 2.17 亿吨,同比增长 3.0%;轻油收率和综合商品率同比均有提高,其中,炼油综合商品率 95.09%,同比提高 0.26 个百分点;轻质油收率 76.08%,同比提高 0.29 个百分点。

但由于成品油调价不到位,上半年经营亏损人民币 122 亿元,合每桶亏损 15.23 元,即 2.37 美元/桶。3 季度单季亏 109 亿,合每桶亏损约 4.60 美元。4 季度单季亏 117 亿,合每桶亏 4.5 美元。

表 3 中石化炼油板块主要数据

产量	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	同比变动率 (%)
原油加工量(百万吨)	139.94	146.32	155.58	168.8	182.62	211.13	217.37	3
汽油产量(百万吨)	22.98	23	24.69	29.09	34.43	35.87	37.1	3.4
柴油产量(百万吨)	54.92	57.86	60.08	68.78	68.86	76.09	77.17	1.4
煤油产量(百万吨)	6.63	6.35	8.32	7.99	10.39	12.42	13.73	10.5
化工轻油产量(百万吨)	21.1	22.74	23.47	22.99	26.87	35	37.38	6.8
轻油收率(%)	74.16	74.75	74.48	74.75	74.54	75.79	76.08	0.29 个百分点
综合商品率(%)	93.24	93.47	93.95	94.05	94.53	94.83	95.09	0.26 个百分点
现金加工成本(元/吨)	114.83	135.75	133.02	129	136	139.7		

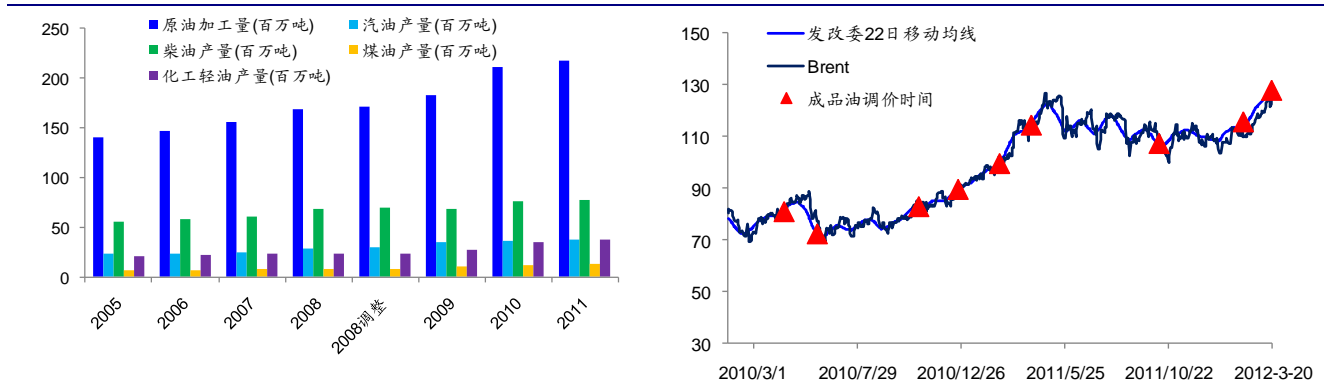
资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 4 中石化炼油毛利敏感度分析 (美元/桶)

		Brent 油价 (美元/桶)								
		80.00	85.00	90.00	95.00	100.00	105.00	110.00	115.00	120.00
汽油价格 (元/吨) (不含增值税)	6000	19.04	14.88	10.73	6.58	2.42	(1.73)	(5.88)	(10.04)	(14.19)
	6250	19.76	15.61	11.45	7.30	3.15	(1.01)	(5.16)	(9.31)	(13.47)
	6500	20.48	16.33	12.18	8.02	3.87	(0.28)	(4.44)	(8.59)	(12.74)
	6750	21.21	17.06	12.90	8.75	4.59	0.44	(3.71)	(7.87)	(12.02)
	7000	21.93	17.78	13.63	9.47	5.32	1.16	(2.99)	(7.14)	(11.30)
	7250	22.66	18.50	14.35	10.20	6.04	1.89	(2.27)	(6.42)	(10.57)
	7500	23.38	19.23	15.07	10.92	6.77	2.61	(1.54)	(5.70)	(9.85)
	7750	24.10	19.95	15.80	11.64	7.49	3.34	(0.82)	(4.97)	(9.13)
	8000	24.83	20.67	16.52	12.37	8.21	4.06	(0.09)	(4.25)	(8.40)

资料来源: 中投证券研究所

图 2 中石化历年炼油加工量和原油来源 (单位: 百万吨) 及成品油调价时间点



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

## 2.3 成品油销售

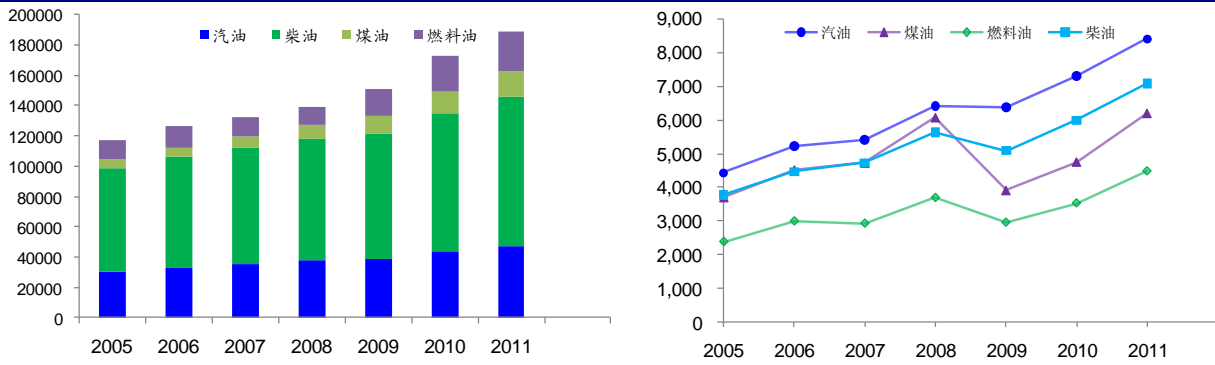
板块实现经营收益人民币 447 亿元 (含部门间)。

表 5 中石化成品油营销及分销历年营运情况

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	同比变动率 (%)
国内成品油总销量(百万吨)	111.68	119.39	122.98	124.02	140.49	151.16	7.59
其中: 零售量	72.16	76.62	84.1	78.9	87.63	100.24	14.39
直销量	18.95	20.17	19.63	25.61	32.4	33.22	2.53
批发量	20.57	22.6	19.25	19.52	20.47	17.7	-13.53
加油站总数(座)	28801	29062	29279	29698	30116	30121	0.02
其中: 自营加油站	28001	28405	28647	29055	29601	30106	1.71
特许经营加油站	800	657	632	643	515	15	-97.09
自营站年均单站加油量(吨/站)	2577	2697	2935	2715	2960	-	-

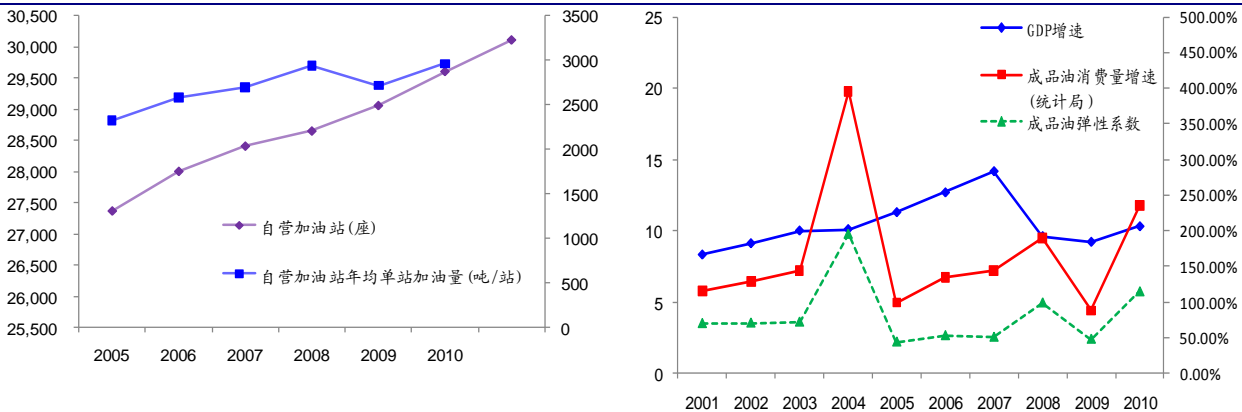
资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图3 中石化历年销售油品数量（左图，单位：千吨）及实现价格（右图，单位：元）



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图4 中石化自营加油站数量稳定增加、单站加油量逐年攀升（左图）和成品油增速对GDP增速的弹性系数（右图）



资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 2.4 化工

1-9月份板块实现经营收益人民币237亿元（含部门间）。前三季度，乙烯产量为735.6万吨，同比增长11.3%，合成树脂产量1006.7万吨，同比增长5.6%。

表6 中石化化工品销售量

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	同比变动率 (%)
合纤单体及聚合物	3,003	3,801	4,089	7,845	8,682	5,820	6631	13.93
合成树脂	6,366	7,892	7,964	4,019	4,692	9,880	10524	6.52
合成纤维	1,585	1,614	1,501	1,353	1,418	1,512	1496	-1.06
合成橡胶	703	833	977	988	1,119	1,223	1220	-0.25
化肥	1,824	1,654	1,599	1,659	1,769	1,329	960	-27.77

资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 三、重点关注成品油机制调整和天然气价改的进度

计划资本支出人民币 1729 亿元。勘探及开采板块资本支出人民币 782.44 亿元，抓好以胜利、塔河、鄂南等原油和元坝、鄂尔多斯等气田为重点的勘探和产能建设；炼油板块资本支出人民币 368.33 亿元，重点做好汽柴油质量升级以及润滑油装置改造，有序稳步推进上海石化、金陵等炼油改造项目，加快黄岛-董家口-岚山原油管道等输转体系建设；营销及分销板块资本支出人民币 265.00 亿元，做好高速公路、中心城市和新规划区域优质加油站、加气站建设和收购工作，进一步加快成品油管道及仓储设施建设，完善成品油销售网络，推进非油品业务和加油卡增值业务配套建设；化工板块资本支出人民币 259.47 亿元，重点做好武汉乙烯中交及仪征 1,4-丁二醇、安庆丙烯腈投产工作，稳步推进燕山丁基橡胶、海南芳烃、广州和茂名聚丙烯等项目建设；总部及其他资本支出人民币 53.80 亿元，重点安排国际化物流及仓储、科研装置及信息化项目建设。

**2012 年生产计划：**生产原油 326.52 百万桶，其中境内计划生产 306.58 百万桶，海外计划生产 19.94 百万桶；生产天然气 5,826 亿立方英尺；加工原油 2.25 亿吨，生产成品油 1.34 亿吨；境内成品油经销量 1.57 亿吨计划生产乙烯 990 万吨。

作为大型的石化一体化公司，2012 年国内成品油定价机制改革和天然气价改扩大是自上而下的主要利好，预计年内都会有动作，一旦实现，则压制公司炼油板块的因素适当去除，炼油板块从亏损变为盈亏平衡，公司盈利和估值都将有一定的提升。

预计公司 2012-14 年 EPS 分别为 0.88、0.97、1.00 元，按照国际同类公司的 9-11 倍的 PE，给予 12 个月目标价 8.8 元，维持推荐评级。

## 附：财务预测表

### 资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	327588	476298	636306	782809
现金	25197	157328	305424	448306
应收账款	58721	60853	63565	64107
其他应收款	7360	9332	9254	9498
预付账款	4096	5342	5188	5364
存货	203417	215843	223282	225972
其他流动资产	28797	27599	29593	29562
<b>非流动资产</b>	802465	737891	680008	619823
长期投资	47458	41527	44380	44938
固定资产	565936	559260	521639	468642
无形资产	34842	40530	46127	51600
其他非流动资产	154229	96575	67863	54642
<b>资产总计</b>	113005	121418	131631	140263
<b>流动负债</b>	429073	429640	443853	442706
短期借款	36985	34075	34249	34647
应付账款	177002	186175	193204	195277
其他流动负债	215086	209389	216401	212783
<b>非流动负债</b>	191455	191092	193980	190628
长期借款	54320	55448	53724	53426
其他非流动负债	137135	135644	140257	137203
<b>负债合计</b>	620528	620731	637834	633334
少数股东权益	35126	41161	47530	54252
股本	86702	86702	86719	86719
资本公积	29583	29583	29583	29583
留存收益	356599	432605	510729	594080
归属母公司股东权益	474399	552298	630951	715045
<b>负债和股东权益</b>	113005	121418	131631	140263

### 现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	151181	143630	163360	165588
净利润	76864	82040	90551	93428
折旧摊销	63816	65375	69879	72177
财务费用	6544	8389	8216	7760
投资损失	-4186	-4482	-4780	-4483
营运资金变动	-4146	-8401	307	-1497
其他经营现金流	12289	709	-813	-1798
<b>投资活动现金流</b>	-14100	4045	-5232	-4900
资本支出	142813	1200	1200	1200
长期投资	-4449	-9597	3520	853
其他投资现金流	-2644	-4352	-513	-2848
<b>筹资活动现金流</b>	-2516	-15544	-10032	-17806
短期借款	7687	-2910	174	398
长期借款	-4575	1128	-1724	-298
普通股增加	0	0	17	0
资本公积增加	169	0	0	0
其他筹资现金流	-5797	-13761	-8499	-17906
<b>现金净增加额</b>	7639	132131	148096	142881

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

### 利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	250568	263096	273620	276356
营业成本	209319	218739	227488	229763
营业税金及附加	189949	199446	207424	209499
营业费用	38399	43831	44393	44824
管理费用	63083	79090	77923	77118
财务费用	6544	8389	8216	7760
资产减值损失	5811	9296	9159	8647
公允价值变动收益	1423	293	512	743
投资净收益	4186	4482	4780	4483
<b>营业利润</b>	100966	108297	119495	123309
营业外收入	3411	2621	2799	2841
营业外支出	1739	1530	1559	1579
<b>利润总额</b>	102638	109387	120735	124571
所得税	25774	27347	30184	31143
<b>净利润</b>	76864	82040	90551	93428
少数股东损益	5167	6035	6369	6722
<b>归属母公司净利润</b>	71697	76006	84182	86706
<b>EBITDA</b>	171326	182061	197589	203246
<b>EPS (元)</b>	0.83	0.88	0.97	1.00

### 主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	31.0%	5.0%	4.0%	1.0%
营业利润	-0.4%	7.3%	10.3%	3.2%
归属于母公司净利润	1.4%	6.0%	10.8%	3.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	16.5%	16.9%	16.9%	16.9%
净利率	2.9%	2.9%	3.1%	3.1%
ROE	15.1%	13.8%	13.3%	12.1%
ROIC	12.6%	14.6%	17.8%	20.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	54.9%	51.1%	48.5%	45.2%
净负债比率	21.71	18.36%	19.11	18.52%
流动比率	0.76	1.11	1.43	1.77
速动比率	0.29	0.60	0.93	1.26
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	2.37	2.24	2.16	2.03
应收账款周转率	48	43	43	43
应付账款周转率	13.53	12.05	11.99	11.83
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.83	0.88	0.97	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	1.74	1.66	1.88	1.91
每股净资产(最新摊薄)	5.47	6.37	7.28	8.25
<b>估值比率</b>				
P/E	8.98	8.48	7.65	7.43
P/B	1.36	1.17	1.02	0.90
EV/EBITDA	5	5	4	4

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

宋哲建, 中投证券研究所石油化工行业分析师, 清华大学化工系学士、硕士, 2011 年初加入中投证券。主要覆盖石化、油服、煤化工和部分化纤, 重点关注中石化、中海油服、英力特、荣盛石化、通源石油、惠博普、海默科技等公司。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434