

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: 无

当前股价: 7.28元

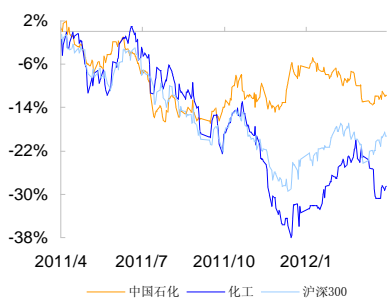
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2406.81
总股本(百万)	70039
流通股本(百万)	70039
流通市值(亿)	5098
EPS	0.83
每股净资产(元)	5.47
资产负债率	54.91%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国石化	0.47	-3.56	9.71
化工	-3.78	6.88	-7.08
沪深300指数	2.03	4.02	3.87



相关报告

中国石化-政策支撑炼油减亏, 估值将提升到国际平均水平 2012-03-26

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

600028

推荐

业绩受炼油和化工拖累, 寄希望于价改新机制早日推出

**事件:** 中国石化发布 2012 年 1 季报, 实现经营收益人民币 218.1 亿元, 归属于股东净利润人民币 134.1 亿元, 同比分别下降 28.99% 和 35.04%, 对应 EPS 0.154 元,

投资要点:

- **1 季度业绩受炼油和化工板块拖累。** (1) 原油和天然气产量稳定增长, 原油产量 81.53 百万桶, 同比增长 4.47%, 天然气产量 1431.8 亿立方英尺, 同比增长 11.77%, 勘探及开采板块实现经营收益 195.51 亿元, 同比增长 48.75%; (2) 原油加工量 5541.04 万吨, 同比增长 2.13%, 成品油产量 3286.76 万吨, 同比增长 5.01%。炼油业务出现了严重经营亏损达 91.72 亿元 (去年同期亏损 5.76 亿); (3) 境内成品油经销量 3826.50 万吨, 同比增长 3.20%, 其中零售量 2618.50 万吨, 同比增长 8.40%, 营销和分销板块经营收益人民币 102.77 亿元, 同比增长 12.15%; (4) 乙烯和合成树脂产量分别为 245.51 万吨和 343.16 万吨, 同比分别下降 3.86% 和 2.14%, 化工板块实现经营收益人民币 13.09 亿元, 同比下降 85.94%。
- **自去年 1 季度以来的炼油亏损局面有望随着成品油新定价机制的推出而减亏至盈亏平衡点。** 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, 近期国际油价下行, 随着 CPI 的回落, 我们认为推出新的成品油定价机制的窗口或将临近, 一旦推出, 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。
- **上游勘探与开发是公司未来重点弥补的短板,** 集团公司的海外资源注入或许是最快的途径, 我们认为随着集团公司其他业务的陆续上市, 中石化集团有望再现中海油的模式, 海外优质资产注入的进程或许比想象的快。
- **化工板块将随着整个化工周期而动,** 年内将维持低位徘徊, 预计年底有望回升, 但原油价格依然是最大的不确定因素。
- **考虑到成品油价改的可能, 我们预计公司 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	76093	84403	87041
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%	13.4%	12.2%
每股收益(元)	0.83	0.88	0.97	1.00
P/E	8.80	8.29	7.48	7.25
P/B	1.33	1.14	1.00	0.88
EV/EBITDA	5	4	4	4

## 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	471775	630542	775968
现金	25197	152800	299657	441462
应收账款	58721	60853	63565	64107
其他应收款	7360	9337	9257	9501
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	739991	681391	620124
长期投资	47458	41527	44380	44938
固定资产	565936	558819	520473	466818
无形资产	34842	40530	46127	51600
其他非流动资产	154229	99116	70411	56768
<b>资产总计</b>	113005	121176	131193	139609
<b>流动负债</b>	429073	429727	443897	442757
短期借款	36985	34075	34249	34647
应付账款	177002	186175	193204	195277
其他流动负债	215086	209477	216445	212834
<b>非流动负债</b>	191455	188486	189229	183361
长期借款	54320	51999	48551	45667
其他非流动负债	137135	136487	140678	137694
<b>负债合计</b>	620528	618213	633126	626118
少数股东权益	35126	41168	47554	54302
股本	86702	86702	86719	86719
资本公积	29583	29583	29583	29583
留存收益	356599	432692	511030	594707
归属母公司股东权益	474399	552385	631253	715673
<b>负债和股东权益</b>	113005	121176	131193	139609

### 现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	151181	142424	163535	166626
净利润	76864	82135	90789	93789
折旧摊销	63816	66002	70549	72869
财务费用	6544	8263	7899	7279
投资损失	-4186	-4482	-4780	-4483
营运资金变动	-4146	-8258	235	-1485
其他经营现金流	12289	-1235	-1157	-1345
<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	-18866	-11446	-19920
短期借款	7687	-2910	174	398
长期借款	-4575	-2321	-3448	-2885
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	-13635	-8189	-17434
<b>现金净增加额</b>	7639	127603	146857	141805

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	8263	7899	7279
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	108422	119812	123790
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	109513	121052	125052
所得税	25774	27378	30263	31263
<b>净利润</b>	76864	82135	90789	93789
少数股东损益	5167	6042	6386	6748
<b>归属母公司净利润</b>	71697	76093	84403	87041
<b>EBITDA</b>	171326	182687	198259	203938
<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%	7.4%	10.5%	3.3%
归属于母公司净利润	1.4%	6.1%	10.9%	3.1%
<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%	13.4%	12.2%
ROIC	12.6%	14.6%	17.9%	20.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	54.9%	51.0%	48.3%	44.8%
净负债比率	21.71	17.88%	18.44	17.49%
流动比率	0.76	1.10	1.42	1.75
速动比率	0.29	0.59	0.91	1.24
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	2.37	2.25	2.17	2.04
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	1.64	1.89	1.92
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	8.80	8.29	7.48	7.25
P/B	1.33	1.14	1.00	0.88
EV/EBITDA	5	4	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