

拥抱成品油价改春天的一体化能源巨头

投资要点:

- **我国最大的一体化能源化工公司之一，全球炼化巨头**
公司是中国最大的石油产品（汽柴煤等）和主要石化产品（合成树脂、合成纤维及单体、合成橡胶和中间石化产品等）生产商和供应商，是国内最大、世界第四大乙烯生产商；是中国最大、全球第二大炼油公司；加油站数量居国内第一、世界第二；是中国第二大原油生产商。
- **2013年是炼油盈利反转年，期待新的成品油定价机制推出**
公司炼厂布局优势明显，平均规模超世界平均水平，炼油技术国内领先、部分达到世界领先，现金操作成本低于亚太，竞争力进一步增强。2012年以来的成品油调价及时而到位，一举扭转了之前跟不上原油价格的不到位现象，距离市场化差距不到300元/吨；下半年开始炼油基本能做到盈亏平衡。
中期看淡的原油价格和目前国内相对较低的通胀水平，为成品油定价改革打下坚实基础；新的成品油定价机制将由“22日+4%”改为“10日+不设涨幅”，从近期发改委表态频次和内容来看，今年推出的可能性很大，届时担忧炼油亏损的担忧将消除、估值折价也将得到修复。
公司成品油销售市场占有率约60%，营销网络占据中国主要发达市场，与成熟市场比较来看，成品油定价市场化后仍将保持可观的销售盈利。
- **集团海外资产的注入有望提升上下游油气一体化**
集团海外权益油产量已达到2800万吨，有潜力注入上市公司有望达2000万吨，一旦注入将增厚股份公司原油产量约43%；我们认为未来分批注入的可能性很大，若30%注入将增厚业绩有7-8分。
- **我们小幅上调中国石化2012-2014年的EPS分别至0.73元、0.92元和1.00元，维持推荐评级。**
- **主要风险因素：**（1）成品油定价改革进度低于预期；（2）国际原油价格大幅波动；（3）宏观经济复苏低于预期。

主要财务指标

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入(亿元)	13,451	19,132	24,991	28,512	30,875	32,030
收入增长率	-9.3%	42.2%	30.6%	14.1%	8.3%	3.7%
归属净利(亿元)	597	718	732	633	823	897
净利增长率	109.1%	20.3%	2.0%	-13.5%	30.0%	8.9%
摊薄EPS(元)	0.72	0.82	0.83	0.73	0.92	1.00
PE(X)	9.9	8.7	8.7	9.8	7.8	7.2
PB(X)	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

中国石化（600028.SH）

推荐 维持评级

合理估值区间 8.5-9.0 元

分析师

裘孝锋

☎：(8621) 2025 2676

✉：qiuxiaofeng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511050001

王强

☎：(8621) 2025 2621

✉：wangqiang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511080002

胡昂

☎：(8621) 2025 2671

✉：huang@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512070003

市场数据

时间 2013.03.18

A股收盘价(元)	7.16
A股一年内最高价(元)	7.65
A股一年内最低价(元)	5.66
上证指数	2240.02
总股本(万股)	1331004
实际流通A股(万股)	89665.52
流通A股市值(亿元)	6420

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

(1) 我国最大的一体化能源化工公司之一，全球炼化巨头

作为中国最大的一体化能源化工公司之一，中国石化主要从事石油和天然气的勘探、开发、生产和贸易石油的加工，石油产品的生产，石油产品的贸易及运输、分销和营销石化产品的生产、分销和贸易。中国石化是中国最大的石油产品（包括汽油、柴油、航空煤油等）和主要石化产品（包括合成树脂、合成纤维单体及聚合物、合成纤维、合成橡胶、化肥和中间石化产品）生产商和供应商，是世界第四大乙烯生产商；是中国第二大原油生产商；是中国最大、全球第二大炼油公司；加油站数量居国内第一、世界第二。

(2) 2013 年是炼油盈利反转年，期待新的成品油定价机制推出

公司炼厂布局优势明显，平均规模超世界平均水平，炼油技术国内领先、部分达到世界领先，现金操作成本低于亚太，竞争力进一步增强。

2012 年以来的成品油调价总体及时而到位，一举扭转了 2010 年以来成品油价格跟不上原油价格的不到位现象，距离市场化接轨只有 200-300 元/吨的差距；四季度开始炼油行业基本能做到盈亏平衡。

中期看淡的原油价格和目前国内相对较低的通胀水平，为成品油定价改革打下坚实基础；新的成品油定价机制将由“22 日+4%”改为“10 日+不设涨幅”，从近期发改委表态频次和内容来看，今年推出的可能性很大，届时担忧炼油亏损的担忧将消除、估值折价也将得到修复。

公司成品油销售市场占有率约 60%，营销网络占据中国主要发达市场，与成熟市场比较来看，成品油定价市场化后仍将保持可观的销售盈利。

(3) 集团海外资产的注入有望提升上下游油气一体化

集团海外权益油产量已达到 2800 万吨，有潜力注入上市公司有望达 2000 万吨，一旦注入将增厚股份公司原油产量约 43%；我们认为未来分批注入的可能性很大，若 30%注入将增厚业绩有 7-8 分。

我们与市场不同的观点:

我们的不同观点是：(1) 今年推出新的成品油定价机制的可能性很大；(2) 目前炼油已做到微利，炼油亏损的估值折价将得到修复；(3) 公司有望启动集团油气资产的注入。

估值与投资建议:

我们小幅上调中国石化 2012-2014 年的 EPS 分别至 0.73 元、0.92 元和 1.00 元，维持推荐评级。

股价表现的催化剂:

(1) 新的成品油定价机制改革推出；(2) 公司季度业绩好转。

主要风险因素:

(1) 成品油定价改革进度低于预期；(2) 国际原油价格大幅波动；(3) 经济复苏低于预期。

目 录

一、中国石化：中国最大的一体化能源化工公司之一.....	1
二、上游：国内第二大油气生产商，天然气快速增长.....	6
（一）国内全球第二大油气生产商.....	6
（二）天然气业务快速增长.....	7
三、炼油：2013年是盈利反转年.....	9
（一）国内最大、全球第二大炼油公司，规模和布局优势明显.....	9
（二）相对看淡原油价格，有利于成品油定价机制改革.....	11
（三）新的成品油定价机制将实现成品油价格市场化.....	13
（四）炼油盈利趋势性好转.....	15
（五）新的成品油定价机制蓄势待发.....	16
四、销售：能源领域的消费板块.....	18
（一）国内成品油需求仍将维持5%以上增长.....	18
（二）成品油营销网络占据中国主要发达市场.....	18
（三）成品油定价市场化之后仍将保持可观的销售盈利.....	21
五、化工：未来2-3年景气稳步复苏.....	24
（一）未来三年，全球乙烯新增产能较少.....	24
（二）乙烯规模提升有助提高效益.....	27
六、集团海外资产的注入有望提升上下游油气一体化.....	29
七、未来页岩气开发和新疆煤制气将提供成长性.....	33
（一）国内页岩气资源，有望与中石油分庭抗礼.....	33
（二）子公司新星石油公司的勘探实力雄厚.....	35
（三）2条新疆煤制天然气管道的投资回报较高.....	35
插图目录.....	39
表格目录.....	40

一、中国石化：中国最大的一体化能源化工公司之一

中国石化（Sinopec）是上中下游一体化、石油石化主业突出、拥有比较完备销售网络、在香港、纽约、伦敦、上海四地上市的一体化能源化工公司。

表 1：中石化历史沿革

时间	历史沿革
2000 年 2 月 28 日	中国石油化工集团公司以独家发起方式设立中国石化股份有限公司。
2000 年 10 月 18 日	初次公开发行 167.8 亿股 H 股股票及美国存托股份并成功在香港、纽约、伦敦三地证券交易所上市。
2001 年 7 月 16 日	2001 年 7 月 16 日，在境内成功发行 28 亿 A 股股票，2001 年 8 月 8 日，在上海证券交易所上市。
2001 年 8 月 24 日	收购新星公司
2004 年 12 月 31 日	收购中国石化集团公司化工类资产、催化剂资产和加油站资产，并向其出售油田井下作业资产。
2006 年 10 月 10 日	实施 A 股市场股权分置改革。
2006 年 10 月 11 日	对海南炼化化工有限公司以注资方式增加其注册资本。增资完成后，持有海南炼化化工有限公司 75% 股份权益。
2006 年 12 月 31 日	收购中国石化集团公司胜利石油管理局采油资产。
2007 年 12 月 31 日	收购中国石化集团公司湛江东兴等五家炼油企业。

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

作为中国最大的一体化能源化工公司之一，中国石化主要从事石油和天然气的勘探、开发、生产和贸易石油的加工，石油产品的生产，石油产品的贸易及运输、分销和营销石化产品的生产、分销和贸易。中国石化是中国最大的石油产品（包括汽油、柴油、航空煤油等）和主要石化产品（包括合成树脂、合成纤维单体及聚合物、合成纤维、合成橡胶、化肥和中间石化产品）生产商和供应商，是世界第四大乙烯生产商；是中国第二大原油生产商；是中国最大、全球第二大炼油公司；加油站数量居国内第一、世界第二。

图 1：中石化总物流简图

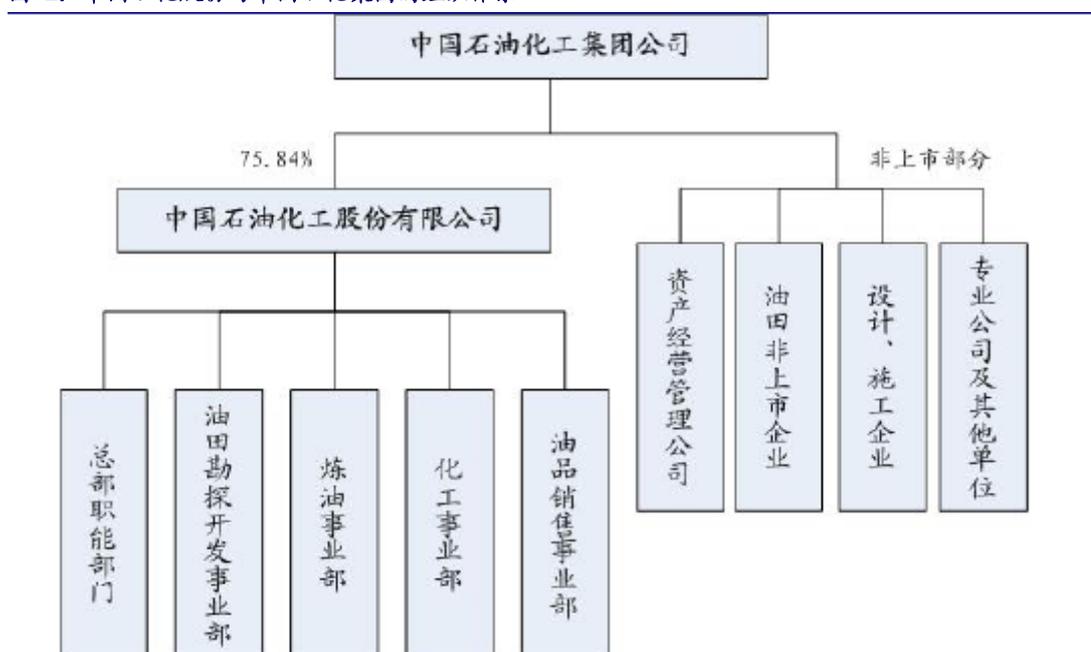


资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

中国石化的主要竞争优势在于：（1）国内成品油生产和销售占主导地位，目前国内市场份额约 55%；（2）是中国最大的石化产品生产商，乙烯产量占国内约 60%；（3）在中国经济增长最快的区域拥有战略性的市场地位；（4）拥有完善、高效、低成本的营销网络；（5）一体化的业务结构拥有较强的抗行业周期波动的能力。

中国石化的大股东是中国石油化工集团公司，持股 75.84%；中国石油化工集团公司（Sinopec Group）是 1998 年 7 月国家在原中国石油化工总公司基础上重组成立的特大型石油石化企业集团，是国家独资设立的国有公司、国家授权投资的机构和控股公司，在《财富》2012 年全球 500 强企业中排名第 5 位。

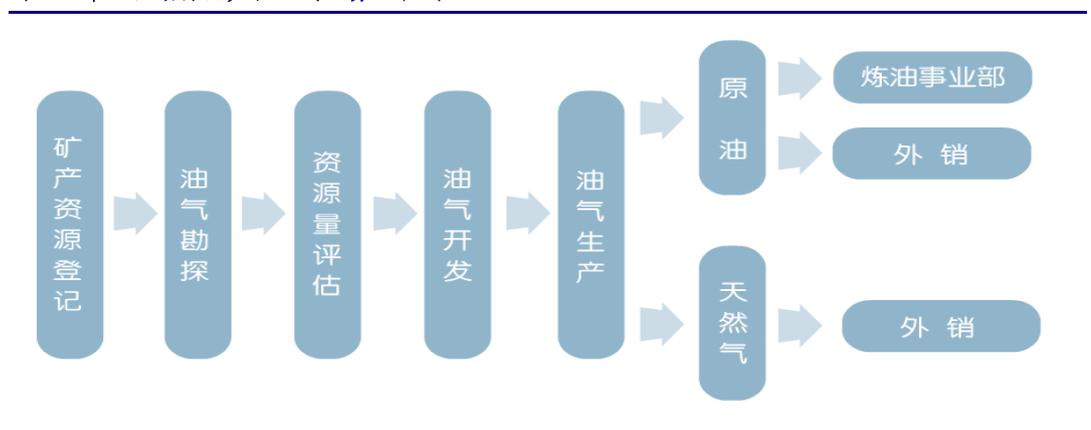
图 2：中国石化股份与中国石化集团的组织体系



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

中国石化分为五大板块，分别是油气勘探与生产、炼油、油品销售、化工四个事业部和本部及其他。

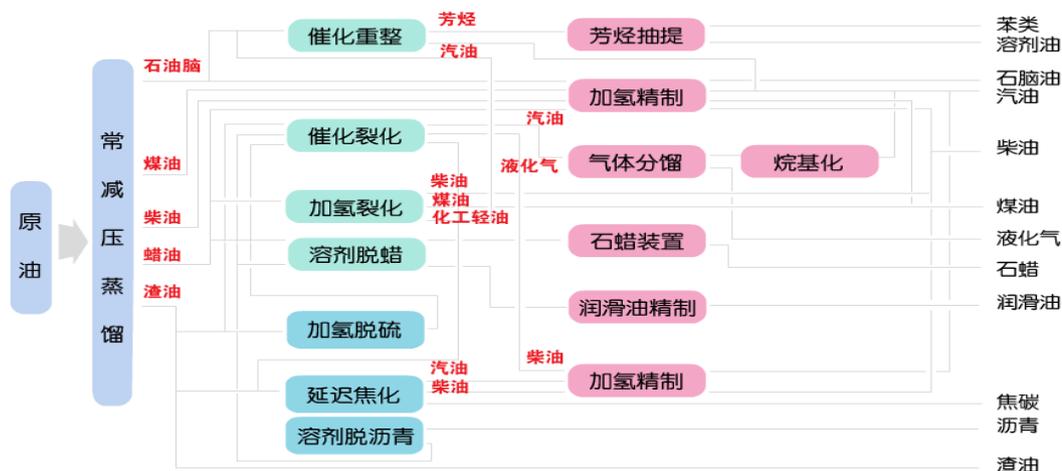
图 3：中石化勘探生产板块的业务流程图



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

(1) 勘探及开采事业部：生产的大部分原油及少量天然气用于公司炼油、化工业务，大部分天然气及少部分原油外销给其他客户，简称“勘探及开采”。公司近年来，原油外销比例只有约 13%；而天然气则绝大部分基本都外销，近年来外销比例约为 95%。

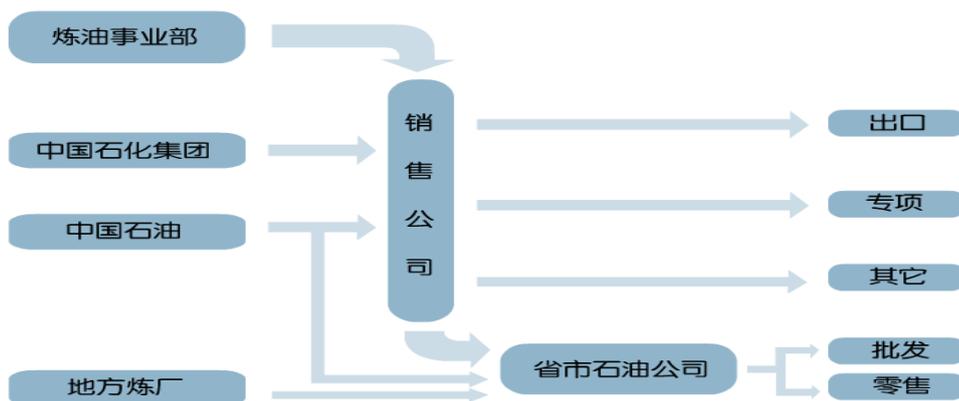
图 4：中石化炼油板块物流图



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

(2) 炼油事业部：从第三方及勘探及开采事业部购入原油，将原油加工成石油产品，汽油、柴油、煤油内部销售给营销及分销事业部，部分化工原料油内部销售给化工事业部，其他精炼石油产品由炼油事业部外销给国内外客户，简称“炼油”。公司炼油的原油来源，除了本公司勘探及开采事业部和少量来源于中石油、中海油之外，主要依赖进口原油，原油加工量的进口比例近年来接近 80%。

图 5：中石化销售板块物流图



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

(3) 营销及分销事业部：从炼油事业部和第三方采购石油产品，向国内用户批发、直接销售石油产品；通过该事业部零售分销网络零售、分销石油产品及相关的服务；通过该事业部油品零售分销网络，发展提供与日常生活相关的多种非石油商品；简称“销售”。公司销售板

块的成品油主要来自本公司的炼油事业部,近年来国内成品油经销量占成品油总销量的比例约为80%。

(4) 化工事业部:从炼油事业部和第三方采购石油产品作为原料,生产、营销及分销石化和无机化工产品,简称“化工”。

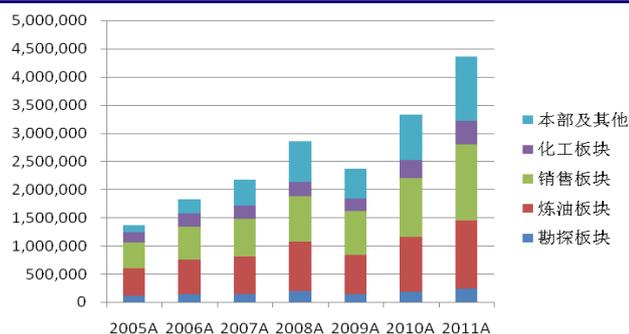
图 6: 中石化化工板块物流图



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

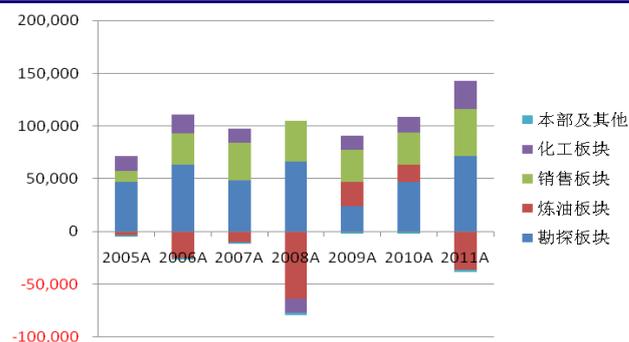
(5) 本部及其他: 主要包括附属公司的进出口贸易业务及公司的研究开发活动以及总部管理活动。

图 7: 中国石化各业务板块的经营收入情况 (百万元)



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

图 8: 中国石化各业务板块的经营收益情况 (百万元)

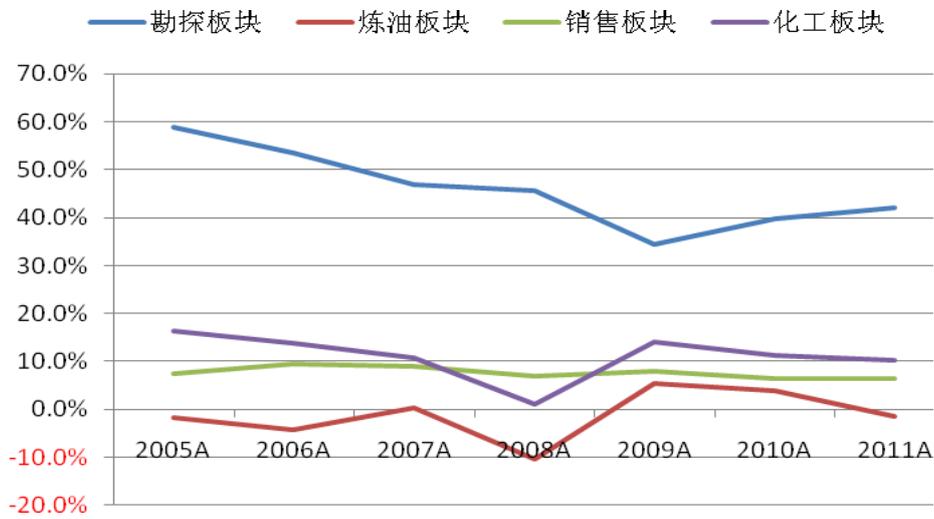


资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

公司的主要四大业务板块中: 利润贡献最大的是上游勘探及开采板块, 毛利率也最高, 除了 2009 年原油价格很低时的特殊情况, 近年来基本都在 40% 以上; 盈利相对最为稳定的是成品油销售板块, 近年来毛利率水平主要维持在 7-9% 之间, 也是近年来利润贡献第二大的板块; 亏损最大的是炼油板块, 主要是成品油价格调整不到位的原因而带来的政策性亏损; 化工板块相对波动也较大, 平稳年份的毛利率维持在 10-12% 之间, 低的时候亏损、高时接近 20%。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

图 9: 中国石化主要业务板块近年来的毛利率情况



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

二、上游：国内第二大油气生产商，天然气快速增长

（一）国内全球第二大油气生产商

中国石化是中国国内第二大油气生产商。油气勘探开发区块位于中国东部、西部和南部地区，截至 2011 年底，拥有 297 个区块勘探许可证，探矿权总面积 96.68 万平方千米，持有 192 个区块开采许可证，采矿权总面积 2.03 万平方千米。公司下属有 12 家油气生产企业，主要是胜利油田分公司、西北油田分公司、中原油田分公司、西南油气分公司、河南油田分公司、华北分公司、江汉油田分公司、江苏油田分公司、东北油气分公司、华东分公司、上海海洋油气分公司、勘探南方分公司；胜利油田是公司原油产量的主力。

图 10：中石化国内油气田分布图



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

目前，国内陆地石油的保产增产压力越来越大，瓶颈日益显现。公司拥有油气勘探开发的特有优势；既有以胜利油田为代表的东部老油田在石油地质研究、精细勘探开发技术、工程技术等方面的优势，又有新星石油队伍在区域地质研究、盆地评价、预探发现等方面的人才和技术优势。公司已形成一支具有丰富勘探开发经验的技术专家队伍。在油田勘探、开发和采油技术方面，在中国处于领先地位，主要包括三维地震勘探技术，三次采油技术，优快钻井、复杂结构井钻井技术，尤其是古生界碳酸盐岩油气田超深井钻井、致密砂岩油气田水平井多级分段压裂技术。

原油开发，公司围绕东部稳产和西部上产，积极推进以水平井分段压裂为主的技术攻关和试验，国内原油产量持续增长，采收率等主要开发指标保持稳定。公司在勘探上，按照“稳定东部、加大西部、加快南方、推进海域、突破非常规、依靠科技、打造长板”的资源战略，强化新区突破，深化老区增储，积极开展非常规资源评价，加强重点技术攻关；在开发上，围绕“东部硬稳定、西部快上产、天然气大发展”的部署，抓好老区综合治理，加快新区储量动用，

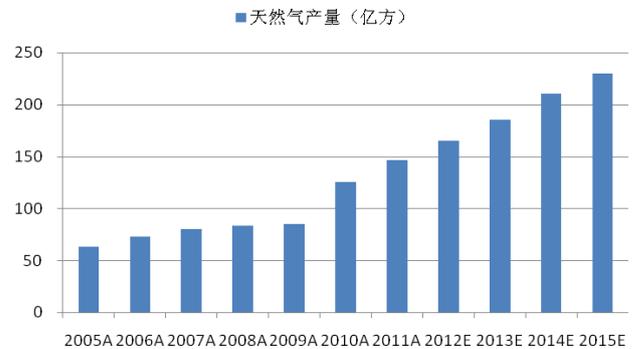
全力推进重点地区天然气产能建设，加大关键工艺攻关试验力度，着力提高储量动用率和采收率。

图 11：中国石化十一五以来的原油产量稳中有升



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

图 12：中国石化近几年来天然气产量增长翻番



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

近年来，取得了一系列重大突破、重大进展和重要发现；2011 年公司着力开展重点领域勘探突破和老区精细勘探，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；全年新增油气可采储量 411 百万桶油当量。

为加快发展步伐，2011 年底，公司启动了胜利油田、塔里木盆地、鄂尔多斯盆地、四川盆地和非常规油气增储上产五大会战。济阳老区新增三级储量 3 亿吨，连续 29 年新增探明储量 1 亿吨以上；塔河奥陶系勘探，新增探明加控制储量 1.7 亿吨，塔河油田储量规模进一步扩大；鄂南石油勘探，新增三级储量 1.6 亿吨，形成了规模建产新阵地。

（二）天然气业务快速增长

天然气开发以四川盆地和鄂尔多斯盆地为主，近年来公司天然气业务进入快速增长阶段；公司 2010 年天然气产量首次突破 100 亿立方米，达 125 亿立方米；2012 年天然气产量达到 169 亿立方米，相比 3 年前 2009 年的 85 亿方接近翻番；主要得益于普光气田的逐步达产，主要得益于普光气田的逐步达产。

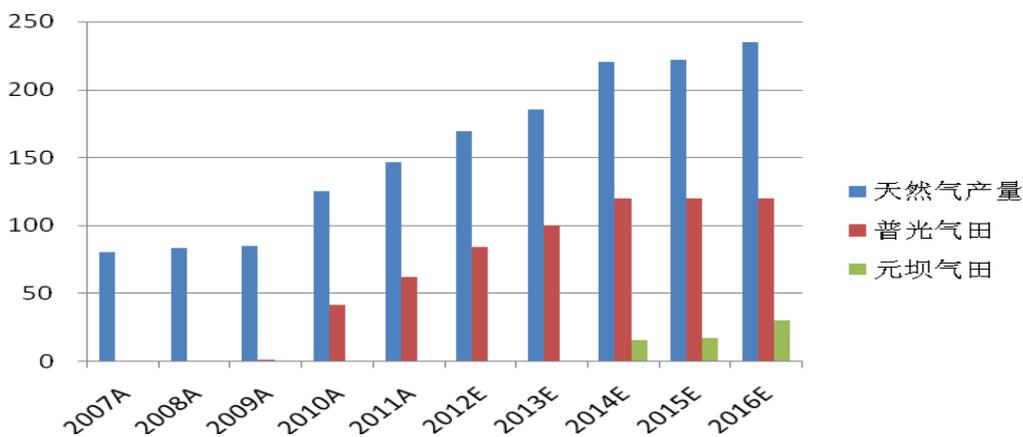
普光气田隶属中石化中原油田，位于四川省达州市宣汉县普光镇，属超深、高含硫、高压、复杂山地气田，勘探开采面积为 1118 平方公里，资源量为 8916 亿方。普光气田是中国目前发现的规模最大海相整装高含硫气田，截至目前（截至 2013 年 2 月）已探明天然气地质储量 4122 亿立方米；经过国土资源部能源与矿产资源委员会审核，普光气田天然气探明储量 5000-5500 亿立方米；计划部署开发井 79 口，井场 16 座，年产原料气 150 亿方，稳产 20 年以上；配套 150 亿方/年的处理能力，年产净化气 120 亿方、硫磺 300 万吨。根据中国石油天然气行业气藏分类标准，属于特大气藏。为有效开发利用高含硫天然气资源，国务院将“川气东送”工程列为“十一五”国家重大工程，将普光气田作为工程的主供气源。

2000 年，中国石化进入四川盆地东北地区开展勘探工作，调整了该地区过去以构造为主的勘探思路，以海相理论为指导，在加强基础地质研究的前提下，以构造岩性复合圈闭为勘探对象。普光气田的发现得益于勘探思路的转变、地质理论的创新和勘探技术的发展。2003 年，

在宣汉达县地区部署实施的普光 1 井，完井测试获天然气无阻流量日产 103 万立方米高产工业气流，取得了勘探的重大发现。随后又相继发现了大湾、毛坝、清溪、双庙、老君等气藏，形成了一个大的含气区，统称为普光气田。

普光气田从 2009 年投产，2012 年产量已突破 80 亿方，预计今明两年将达产，达到 120 亿方。普光气田天然气出厂基准价为 1.28 元/立方米，从增厚整个公司业绩上来看贡献不是很大，但其在勘探领域的示范和开拓意义有利于这一类型勘探持续取得新发现。

图 13: 普光和元坝气田是中石化未来 3-5 年天然气的主要增长来源 (亿立方米)



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

借鉴普光气田成果及勘探经验，中石化在川东北地区又相继发现了通南巴、元坝等大型含气构造，进一步夯实了川气东送的资源基础。普光气田的发现，带动了四川盆地深层碳酸盐岩领域勘探的发展，形成了新一轮勘探的高潮。

元坝地区位于四川省阆中市、苍溪县等地，是中国石化天然气业务的重点探区，矿权面积 3200 多平方千米；中石化勘探南方分公司以苍溪县作为主战场，自 2006 年开始，进行了大面积的二维和三维地震勘探，部署了一批探井；2010 年以来，中石化实施了勘探开发一体化机制，在海相和陆相中浅层的多个层系均取得重大油气突破，创造了多项我国石油工程新记录，形成了立体勘探新局面，已获天然气三级地质储量 8000 多亿立方米，新增探明天然气储量 1593 亿方，宣告了四川盆地海相碳酸盐岩领域又一个大型气田的诞生。

元坝气田建设是中国石化“十二五”重大建设项目，于 2011 年 8 月底正式开建，在“十二五”期间，该气田有望形成 34 亿立方米以上的年生产能力。整个元坝气田将分两期建设，第一期将在 2013 年末建成年产 17 亿立方米净化气生产能力；第二期将在 2015 年末再新建 17 亿立方米的年生产能力，两期总体建成 34 亿立方米的年生产能力。

另外，杭锦旗天然气勘探，新增天然气储量 812 亿立方米，形成了新的天然气产能建设阵地。

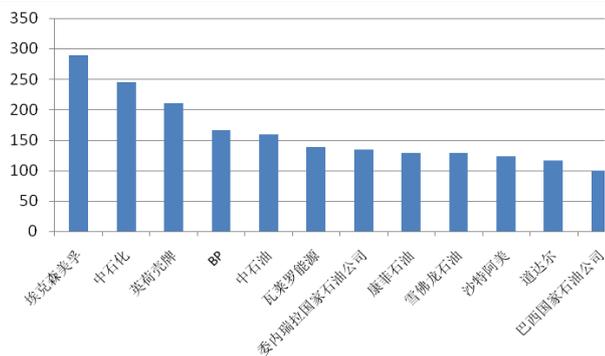
三、炼油：2013 年是盈利反转年

(一) 国内最大、全球第二大炼油公司，规模和布局优势明显

中国石化是中国最大的石油炼制商，也是中国最大的石油产品生产商；公司目前炼油产能约 2.5 亿吨，石油炼制能力位居世界第二，仅次于埃克森美孚。

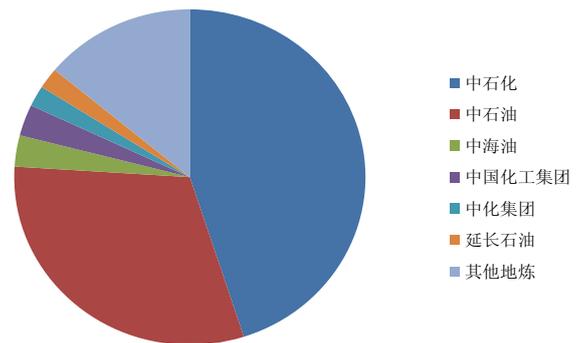
近十年来，世界炼油产业的集中度进一步提高，继续向规模化发展。据美国《油气杂志》统计，截至 2011 年底，全球共有 655 座炼厂，平均规模达到 672 万吨；与 2003 年相比，炼厂数量减少 9%，但平均规模提高了 17%，由 572 万吨上升到 672 万吨；规模在 2000 万吨以上的炼厂达到 22 座。十年来，国内炼厂大型化、规模化方面与世界的差距大幅度缩小。炼厂平均规模已达到 610 万吨，比十年来翻了一番，接近全球平均水平；目前国内已有 22 座千万吨级炼厂，与 2005 年的 5 座相比取得了长足的进步；炼油装置向大型化方向继续发展，以达到节约投资、降低生产费用、提高劳动生产率和资源综合利用水平的目的。

图 14：2011 年全球最大炼油公司的炼油产能比较（百万吨）



资料来源：中国银河证券研究部

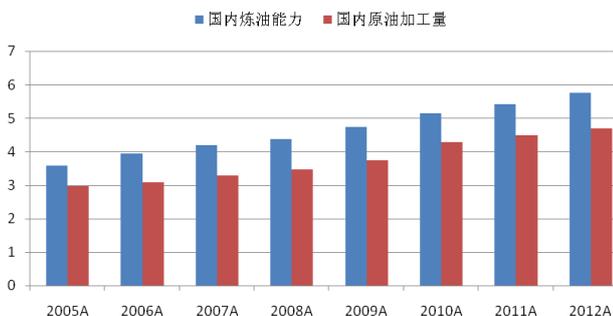
图 15：到 2013 年底国内主要炼油企业的炼油能力占比



资料来源：中国银河证券研究部

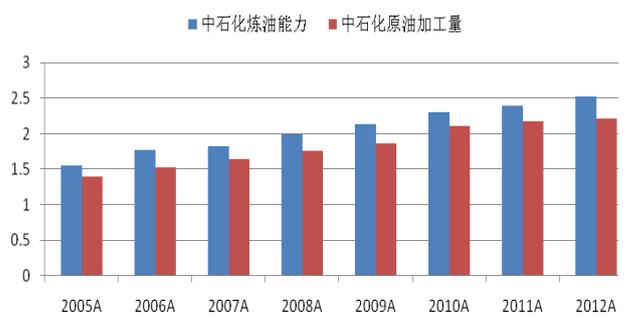
中石化目前炼油产能约 2.5 亿吨，占全国炼油能力约 45%，与相比 2005 年，炼油产能增长超过 60%；公司炼厂的平均规模也由 2005 年的不到 500 万吨，提升到 2011 年底的 800 万吨左右，高于国内 610 万吨的平均水平和全球 672 万吨的平均水平，炼油规模优势进一步显现。

图 16：国内炼油能力与原油加工量情况（亿吨）



资料来源：中国银河证券研究部

图 17：中石化炼油能力与原油加工量情况（亿吨）



资料来源：中国银河证券研究部

多年来，中石化依靠自身的技术优势求发展，已经拥有了一支在炼油生产、科研、设计和工程建设方面具有丰富经验的强大队伍，拥有了成套的重油催化裂化、催化重整、高压加氢裂化、中压加氢裂化、加氢精制、渣油加氢脱硫、润滑油加氢改质等主要炼油技术，以及相应的催化剂开发和工业化生产能力，炼油生产技术在国内外处于领先水平，部分技术已达到了世界领先水平。中石化的炼油现金操作成本为每桶 3 美元左右，相对于亚太地区平均每桶 4.1 美元、日本每桶 4.7 美元的水平，具有很强的国际竞争力。

图 18: 中石化炼化企业分布图



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

中石化目前拥有 13 个千万吨级的炼油基地、以及 10 个高硫原油加工基地和 6 个高酸原油加工基地，形成了环渤海湾、长三角和泛珠三角 3 个炼化企业集群；目前的 2.5 亿吨炼油产能覆盖了东南沿海、长江中下游和华北等中国经济最活跃、最发达的地区，地理位置优越，交通运输便利，市场需求旺盛。

表 2: 中石化主要炼厂目前的炼油规模情况 (万吨)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E
镇海炼化	2,000	2,000	2,000	2,300	2,300	2,300	2,300	2,300
齐鲁石化	1,050	1,050	1,050	1,050	1,400	1,400	1,400	1,400
上海石化	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400	1,600	1,600
茂名石化	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350	2,550	2,550
燕山石化	800	1,300	1,300	1,300	1,350	1,350	1,350	1,350
广州石化	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320
金陵石化	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
高桥石化	1,100	1,100	1,100	1,100	1,300	1,300	1,300	1,300
天津石化	550	550	550	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
福建炼化	400	400	400	800	1,200	1,200	1,200	1,400

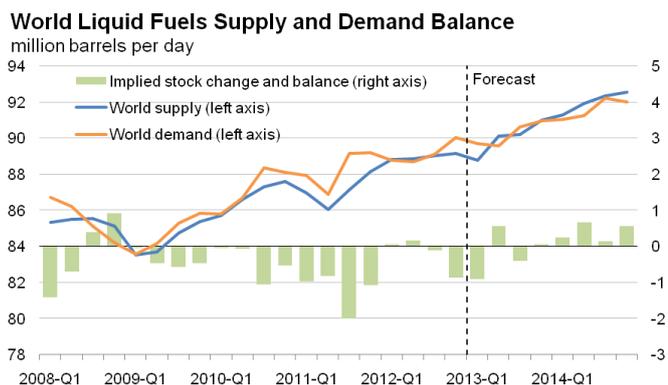
青岛炼化		0	1,000	1,000	1,000	1,200	1,200	1,200
洛阳石化	650	650	800	800	1,000	1,000	1,000	1,000
扬子石化	800	800	800	800	800	800	800	1,250
长岭炼化	500	500	500	500	600	800	800	800
武汉石化	500	500	800	800	800	800	800	800
海南炼化	800	800	800	800	800	800	800	800
荆门石化	500	500	500	500	600	600	800	800
九江石化	400	400	650	650	650	650	650	1,000
安庆石化	550	550	550	550	550	550	550	800

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

（二）相对看淡原油价格，有利于成品油定价机制改革

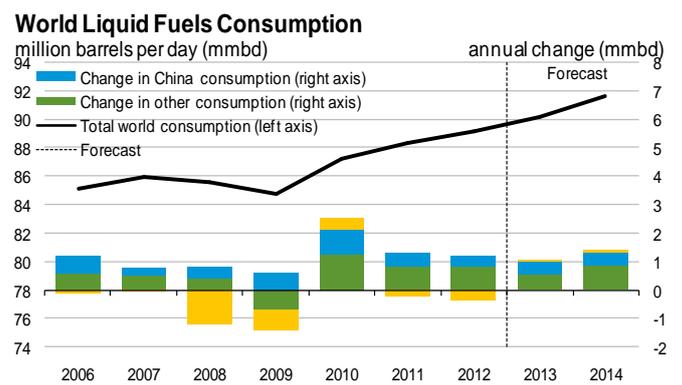
2013 年原油供需形势将有所好转。2013 年全球经济仍处艰难而缓慢的复苏，欧美债务危机仍有发酵的潜在可能性，全球原油的需求增速不会太乐观。

图 19：2013 年原油供求形势有所好转



资料来源：EIA，中国银河证券研究部

图 20：2012 年全球原油需求增长

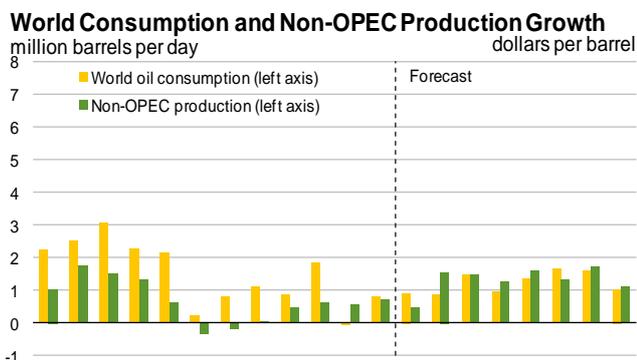


资料来源：EIA，中国银河证券研究部

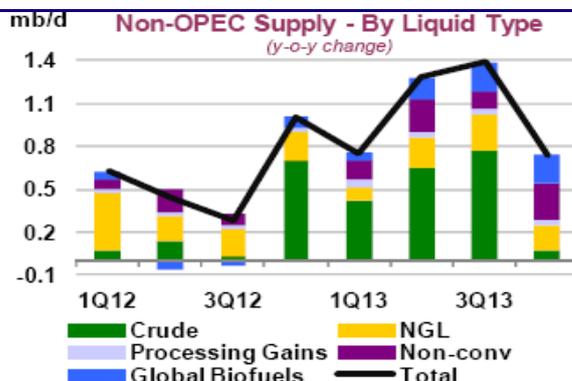
2012 年全球原油需求增速是近年来除金融危机外的最低年份，只有 70 万桶/天（同比增长只有约 0.8%），远远低于 2012 年初各大机构 130 万桶/天左右（同比增长约 1.5%）的普遍预期；2013 年原油需求增长预计改善不多，在 90 万桶/天左右（同比增长约 1.0%），除美国外的 OECD 国家需求则将继续负增长，近一半的增长将由中国贡献（近 43 万桶/天，约合 2000 万吨）。

2013 年，非 OPEC 国家产量预期增长近 130 万桶/天（同比增长 2.4%），主要来自美国页岩油、加拿大油砂和拉美产量的增长，以及北海等区域检修减少和南苏丹等地的增产。OPEC 国家由于 2012 年为对冲伊朗局势紧张而大幅增产达 156 万桶/天，尽管今年将有所回调，减少约 29 万桶/天，但总体产量仍将处于高位。因此，只要伊朗局势没有恶化，2013 年全球原油供应状况将有所改善。

图 21: 非 OPEC 国家产量增长



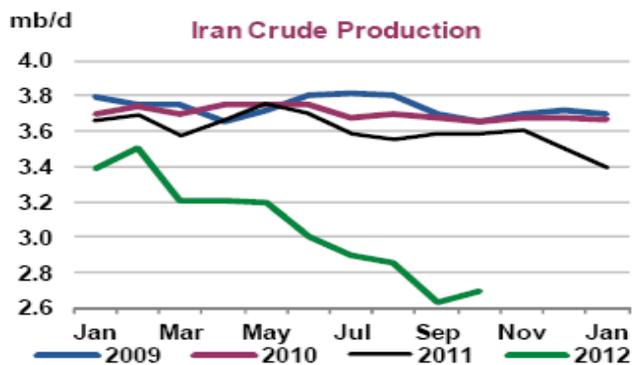
资料来源: EIA, 中国银河证券研究部



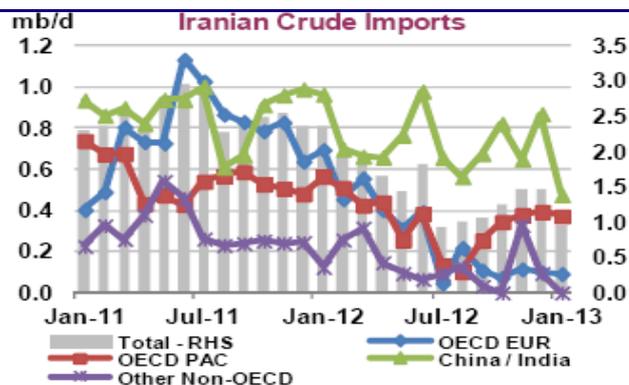
资料来源: IEA, 中国银河证券研究部

2012 年上半年特别是 2-5 月份, 国际原油价格高位运行, Brent 油价一度冲高至 128 美元/桶, 主要原因是伊朗核问题的地缘政治溢价。尽管伊朗核问题仍然有进一步升级的可能性, 但去年 7 月对伊朗制裁实施后, 伊核问题对原油价格的影响度将有所减弱; 伊朗原油产量已从往年的 360 万桶/天下降到目前的 250 万桶/天左右, 出口量则由 250 万桶/天下降到目前的 100 万桶/天左右。

图 22: 伊朗原油产量和出口量比制裁大幅下降



资料来源: EIA, 中国银河证券研究部



资料来源: IEA, 中国银河证券研究部

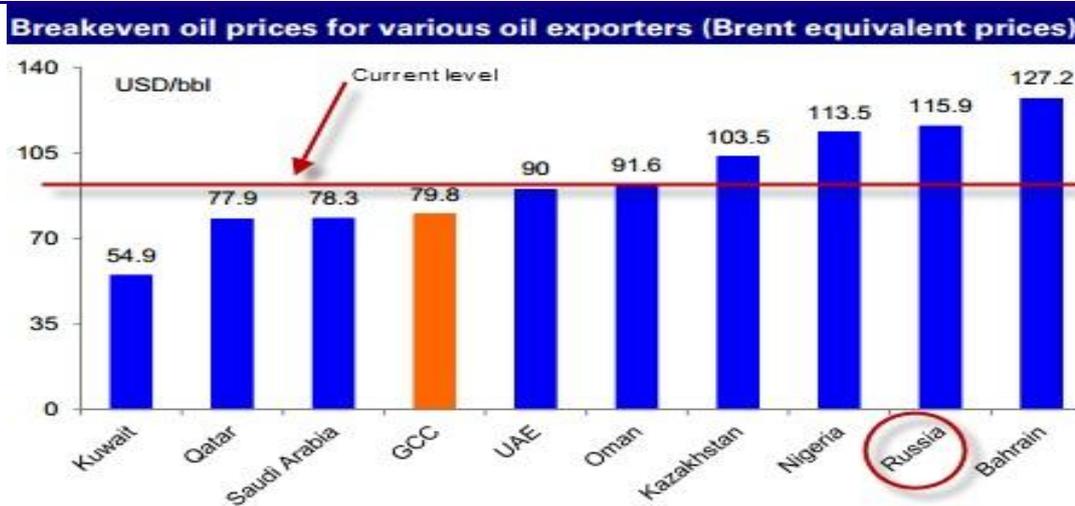
而且从中长期来看, 我们认为技术进步对整个能源格局的重大影响将在这几年出现, 石油峰值理论将失去市场。高油价刺激了非 OPEC 国家的供应, 在过去 5 年间, 全球已探明石油储量增加了 2000 亿桶, 其中大部分来自欧佩克以外的国家, 无论是常规油气还是非常规油气都在经历大幅增长; 特别是美国的页岩气和页岩油将在 2017 年前后实现“北美能源独立”, 美国原油产量将增长 1 亿吨。最近十年除了金融危机期间的大部分时间处于高油价, 一些替代石油需求的技术获得了长足的发展, 如页岩气、页岩油、纤维素乙醇、煤制乙醇、电动车、LNG 重卡等。

另一方面, “阿拉伯之春”的严重后遗症是中东国家增加公共支出来缓和国内矛盾, 各国维持收支平衡对油价的要求由 70-80 美元提高至 80-90 美元, 再加上原油边际成本的支撑, 我们认为原油价格的下行空间还是会相对有限。

因此, 从未来 3 年以上的时间来看, 我们认为原油价格将主要在 80-110 美元的区间波

动，120 美元以上高油价的概率将越来越低。

图 23: 各产油国盈亏平衡油价图



资料来源：德意志银行，中国银河证券研究部

目前现行的成品油定价机制自 2009 年正式启动 4 年来，总体来说向市场化迈出了重要一步，但也有“定价过程不透明”、“调价过于滞后”等弊端。其实，最近的 2 年多，从温家宝总理到发改委层面的有关负责人，都提到要改革成品油定价机制。2011 年 3 月份，温家宝总理表示国内成品油必须市场化；2011 年底的中央经济工作会议明确提出要完善原油成品油价格形成机制；2012 年，国家发改委有关负责人曾多次表示，要择机推出成品油价格改革方案；在 2012 年“两会”上，国家发改委副主任彭森透露，成品油价格机制改革有关方案已上报国务院。

新的成品油定价机制到现在都还没推出，我们认为原因主要是担心油价暴涨对通胀的压力。因此，未来几年，相对看淡的国际原油价格，有利于成品油定价机制改革。

（三）新的成品油定价机制将实现成品油价格市场化

今年“两会”期间，发改委主任张平就“经济社会发展与宏观调控”的相关问题答记者问时表示，发改委酝酿缩短油价调整周期，拟取消 4% 涨跌幅限制，让成品油价机制更灵活，以适应国际油价频繁变动，该涨就涨，该降就降。这意味着新的成品油定价机制将基本实现成品油价格市场化。

2009 年以来基于原油成本加成的成品油定价方案主要内容是：（1）原油价格参照国际三地原油价格定价（国际三地原油价格为布伦特、辛塔与迪拜）；（2）汽柴油价格按照原油成本加法定价，当三地原油价格 22 个工作日移动平均均价变化 4% 时，发改委考虑调整成品油价格；（3）三地原油均价在 80 美元以下时，给予 5 个点的利润率，当高于 80 美元时，每上升 5 美元，扣减利润率 1 个点，直至为 0，高于 130 美元时，成品油价格基本不动，采取补贴形式；（4）零售价格在不高于最高限价自主决定，对批零价差做了规定，为民营批发和加油站留下了生存空间。

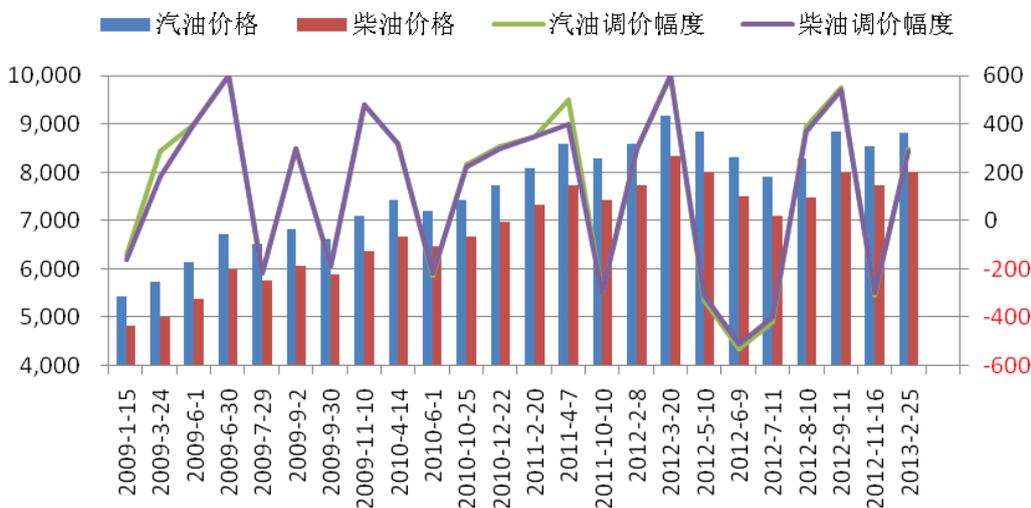
成品油出厂价格 = “三地原油均价” + “加工成本” + “适当利润”。

“加工成本”为全国炼厂平均加工完全成本。按照该方案，“适当利润”的计算如下：

(1) 当三地原油均价在 80 美元/桶以下，利润率为 5%；当三地原油均价在 80 美元/桶以上开始扣减加工环节的利润，每上涨 5 美元，则扣减 1 个百分点的利润率，直至为 0，也就是说 105 美元以上利润率是 0；(2) 当三地均价超过 130 美元，国内成品油价格另行确定，基本不动，采取补贴。

2009 年以来的成品油定价机制 4 年来的运行，总的来说还比较成功，但存在如下的问题：第一，成品油价格调整时间过长，使得中间商存在囤货，扰乱正常市场供求的问题；第二，价格调整不及时，由于社会舆论和国内物价的压力，往上调整的时候往往不到位，往下调整的时候则必须到位。

图 24：现行成品油定价机制 2009 年执行以来的历次成品油调价及最高供应价格



资料来源：发改委，中国银河证券研究部

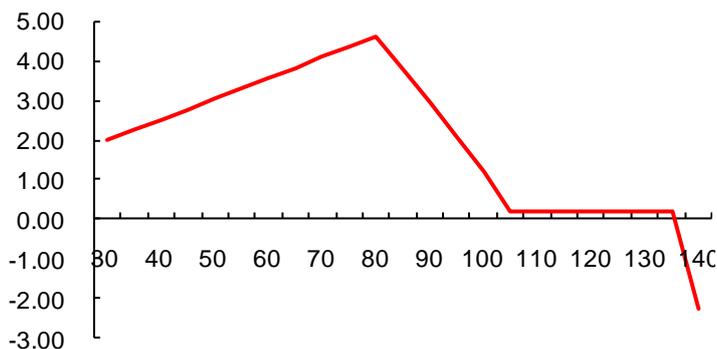
发改委张平主任也提到了两个明显的缺点：一是周期太长，22 个工作日再加上节假日就是一个月的时间，现在国际的油价是每一天都在变动，因为时间长，就不能够及时地反映国际油价变动的情况；二是设定了一个调价的油价变动幅度要达到 4%，这就造成国际油价变动不能够及时反映到国内成品油的价格上来。

新的成品油定价机制的改革内容可能主要包括：第一，缩短调价时间，调价间隔从目前的一个月缩短至 10 天左右，同时，作为成品油调价标准的三地变化率 4% 的幅度取消，基准原油价格实际变动多少，对应成品油价格就相应变动多少；第二，新机制的透明度会大幅增加，包括原油基准油种的权重等，三地原油均价在某个水平以下（如 130 美元以下）时，成品油的价格调整将不需要报发改委批准，按照定价公式，两大石油公司自主调整成品油价格，但调价幅度往上不得超过公式计算的幅度。

如上的改革相比 2009 年以来的现行方案，主要是 2 条：一是增加调价频率；二是原油价格 130 美元以下时成品油价格调整到位。如果实施如上的改革，将对炼油企业形成实质性的利好：第一，长期由于炼油不确定性导致的估值折价将出现明显的消失；第二，炼油业务的业绩也将有所保障，至少能基本保障不亏损。

我们初步按照已有信息估计，得出如下的图：即炼油 EBIT 在三地均价 80 美元/桶以下，随国际原油价格上升而上升，80 美元/桶至 100 美元/桶之间降为零，100-130 美元/桶接近为 0，而到 130 美元/桶以后则更陡峭的下降。同时需要指出的是，这个炼油 EBIT 可以看作相应油价的盈利上限，形状是对的，但数据不一定是真实的描述。

图 25：目前成品油定价机制的炼油盈利理论上限（美元/桶）



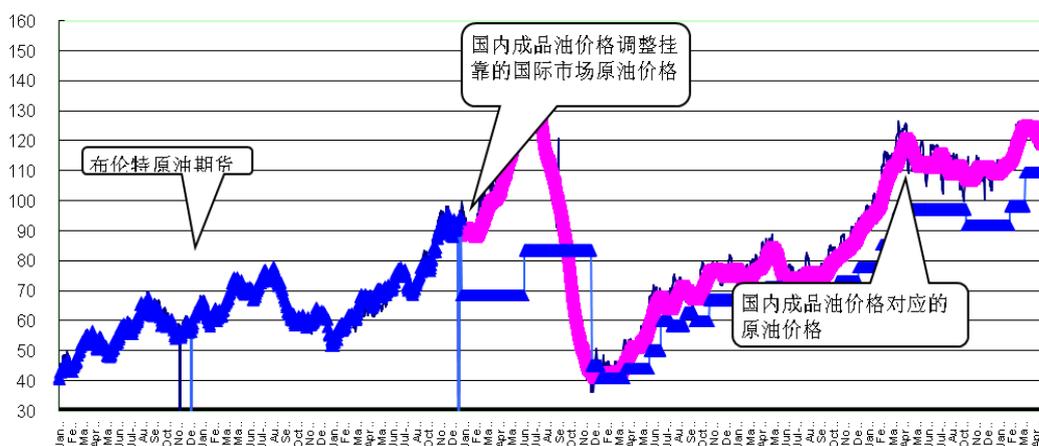
资料来源：中国银河证券研究部

（四）炼油盈利趋势性好转

目前现行的成品油定价机制自 2009 年正式启动 4 年来，2009 年由于原油价格从很低的基数一路上涨，炼油行业盈利很可观；2010 年原油价格总体在 80-100 美元区间波动，炼油行业保持了微利；2011 年二季度到 2012 年三季度，炼油行业亏损较大的核心原因是国家担心通胀以及下游承受能力而成品油的价格涨幅跟不上原油的价格涨幅。

图 26：2008 年底国际国内油价比较

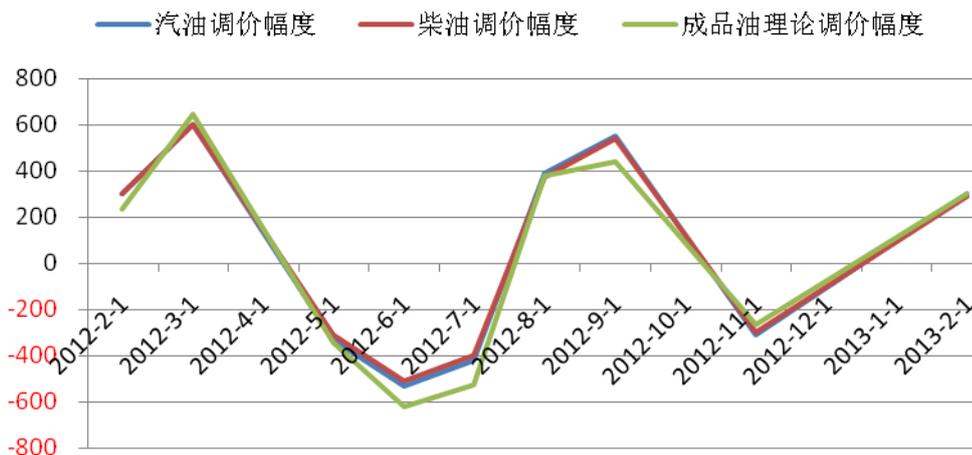
2008年底以来国际国内油价比较



资料来源：发改委，中国银河证券研究部

2012年以来的成品油调价，总体来看，调价都比较及时而到位；国家采取下降时少调、上涨时多涨，再考虑近期人民币升值因素，我们观察调价的理论值与发改委实际调价幅度，国内成品油价格与完全市场化接轨的价格的差距累计缩小 300 元/吨以上，使得距离市场化接轨只有 200-300 元/吨的差距，使得炼油行业基本能做到盈亏平衡。

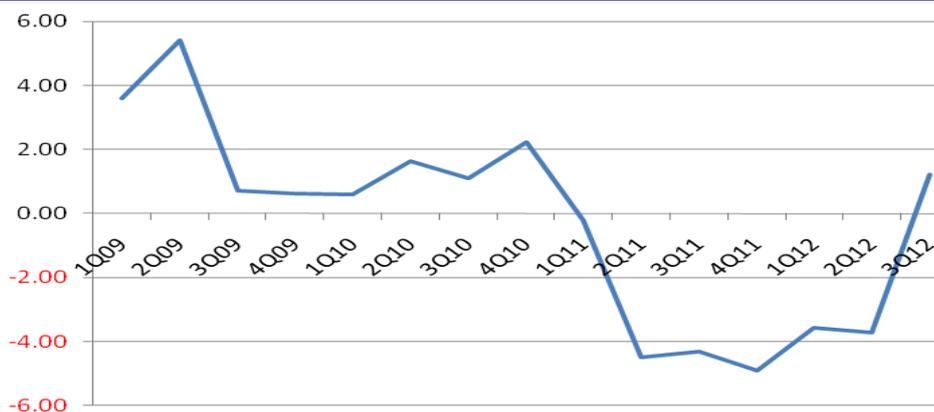
图 27：2012 年以来成品油调价理论值与发改委实际调价幅度的比较



资料来源：发改委，中国银河证券研究部

去年 9 月炼油开始好转，炼油企业经营状况得到明显改观；以中石化为例，从去年 9 月份以来，炼油基本都能做到微利。2013 年将是炼油趋势性好转的一年。新的成品油定价机制若推出，炼油盈利则更加锦上添花。

图 28：4 年来现行成品油定价机制下的中石化单季度炼油单桶 EBIT 情况（美元/桶）



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

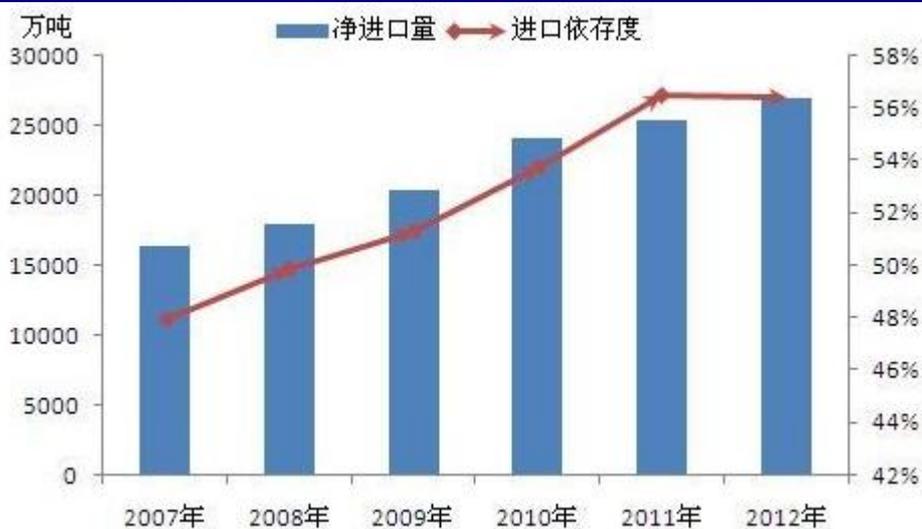
（五）新的成品油定价机制蓄势待发

从目前的情况来看，国内成品油价格只要上调 0.15-0.20 元每升基本就接轨了，对宏观经济的冲击已经非常小了。

另外，我国原油实际对外依赖度自现行成品油定价机制开始执行的 2009 年跨过 50% 以后，2012 年已达到 57%，很快就要逼近 60%；日前国务院颁布的《能源发展“十二五”规划》指出，到 2015 年我国原油对外依存度要控制到 61% 以内，不过按现在能源需求形势来看，要实现该目标的难度不小；接下去，积极推行新能源和替代能源、鼓励三大油加大海外并购和扩张力度、和改革能源市场定价机制，都应是实现十二五目标的举措。

再加上，从各大城市越来越拥堵的交通、前段时间各地严重的“雾霾”天气来看，通过价格杠杆来调节汽柴油需求的增长更加能在领导层达成共识。

图 29：我国原油实际对外依赖度逼近 60%



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

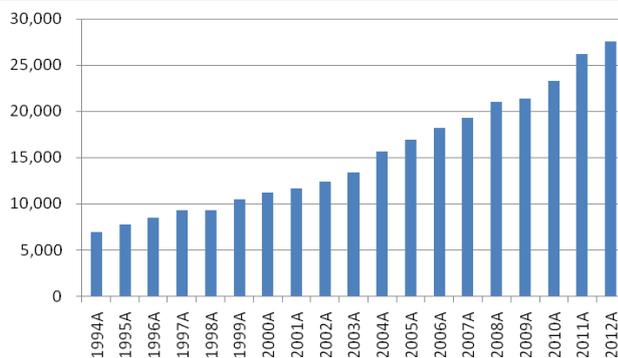
原油价格的趋势性上涨时代基本结束，而目前国内相对较低的通胀均是有利的驱动因素。因此，我们认为，新的成品油定价机制今年推出的可能性很大；不排除今年国际油价回落、按照现行的机制 22 个工作日超过 4% 的幅度应该下调油价时，不再下调油价而直接推出新机制，让国内成品油价格顺利与国际油价接轨。

四、销售：能源领域的消费板块

(一) 国内成品油需求仍将维持 5% 以上增长

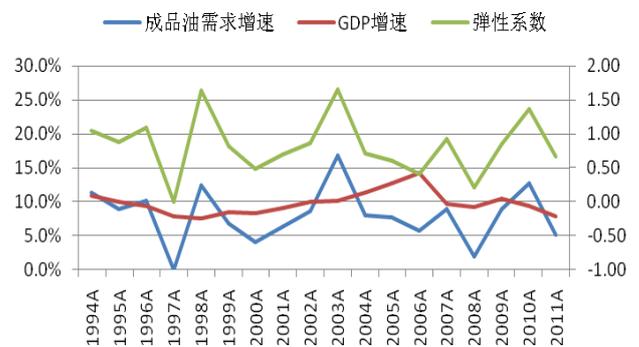
二十年来，随着国内宏观经济的稳步增长，居民消费水平和经济活跃度不断提高，国内成品油消费维持了较高速增长，平均增速超过 8%。1994 年国内汽柴煤消费量为 6952 万吨，到 2003 年为 1.34 亿吨，2012 年达到 2.76 亿吨，几乎每隔 9 年翻一番；其中汽油消费量 8684 万吨、柴油消费量 1.7 亿吨、煤油消费量 1911 万吨。

图 30：近二十年国内成品油消费量翻两番（万吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

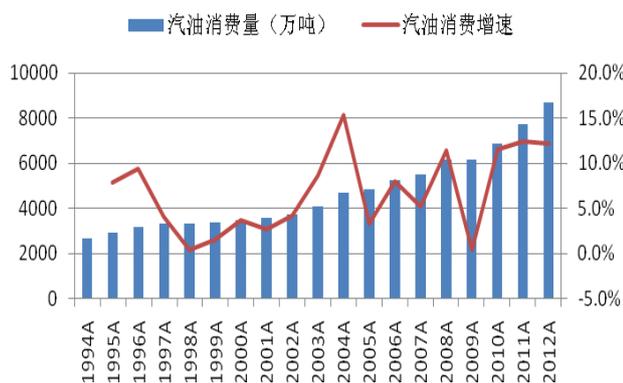
图 31：国内成品油需求增速与 GDP 增速的弹性系数超过 0.8



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

二十年来，国内成品油消费增速相对国内 GDP 的弹性系数为 0.83；即便是近五年，弹性系数也达到 0.8；预计十二五和十三五期间，国内 GDP 增速将维持在 7.5-8% 之间，弹性系数按 0.7 来测算，国内成品油需求也仍将维持 5% 以上增长。

图 32：国内汽油需求增长情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

图 33：国内柴油需求增长情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

(二) 成品油营销网络占据中国主要发达市场

成品油销售的本质是一种零售业态，最终的竞争力也取决于物流配送系统的高效和管理的精细化，在中国特殊的情况下，油品资源的可获取性也是重要的条件。

首先来看物流配送体系：中石化和中石油对于成品油市场的控制，不仅仅表现在中石化和中石油控制的 5 万个加油站这个最终的销售终端，而在于其拥有的一个完整的成品油物流体系。

其次来看油品的可获取性：国内的主要炼油产能控制在中石化和中石油手里，中石化股份和中石油股份的加工量占据了国内原油加工量的约 75%。管理的精细性：这一点中石化和中石油跟外资比有一定的差距，举两个细节来说明：如中油 BP 在广东的加油站，其非油业务就经营的比较出色，目前是华南最大的便利店连锁网络、中国最大的福利彩票连锁网络；在加油站管理干部的配置上，配了一些高学历的年轻干部来从事加油站管理。但是通过与外资在江苏、浙江和福建的合作，这一块差距会以较快的速度跟上。

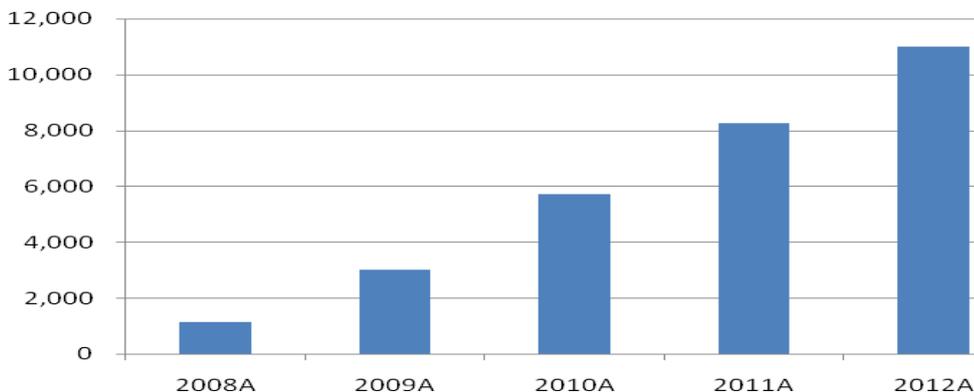
表 3: 成品油竞争主体竞争力分析

	物流配送体系	管理精细化	油品易获取性	综合评价
中石化	高	中	高	高
中石油	高	中	高	高
外资	低	高	中	中
民营	低	中	低	低
中海油	低	中	高	中
中化	低	中	低	低

数据来源：中国银河证券研究部

近几年，中石化不断将触角伸向非油业务，非油品业务收入从 2008 年的 11 亿元增加到 2012 年的 110 亿元，5 年增长了 10 倍，发展速度迅猛。截至 2011 年底，中石化的 3 万多家加油站中已有逾 1.9 万家开设了易捷便利店。尽管就目前来看，非油品业务收入与其油品收入相比，尚有些无足轻重，但是，未来的盈利空间颇为诱人。中石化非油品业务未来 3-5 年的营收目标是 500 亿，还将增长 400%。

图 34: 中石化非油品业务收入 5 年增长 10 倍 (百万元)



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

而更重要的一点在于，虽然竞争格局是双寡头垄断，但双方在传统划分的领域占有绝对优势。而随着中石油传统划分领域成品油消费的增长和市场占有率的提高，使得中石油大举低

价进攻中石化势力范围的可能性大大降低,中石油成品油销售的竞争策略从市场份额逐步向利润转变。

通过上述分析,中海油、中化和外资至多在局部地区会跟中石化和中石油开展竞争,中国石化和中国石油将继续在成品油销售领域维持双寡头垄断。

图 35: 中石化拥有国内成品油最大分销网络

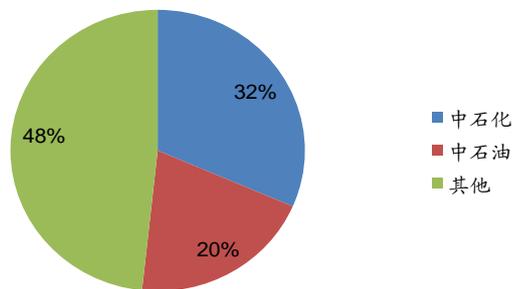
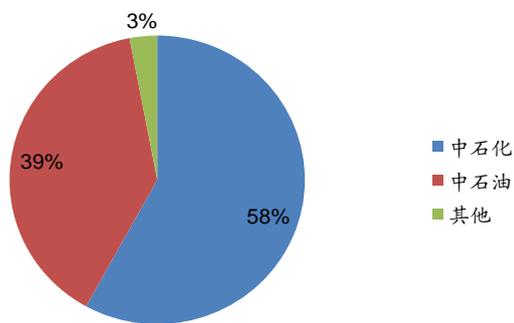


资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

公司拥有国内成品油的最大的分销网络,截至 2012 年底,拥有 30121 座加油站,占国内加油站数量约 32%。

图 36: 中石化成品油销售市场占有率接近 60%

图 37: 中石化加油站数量占 32%

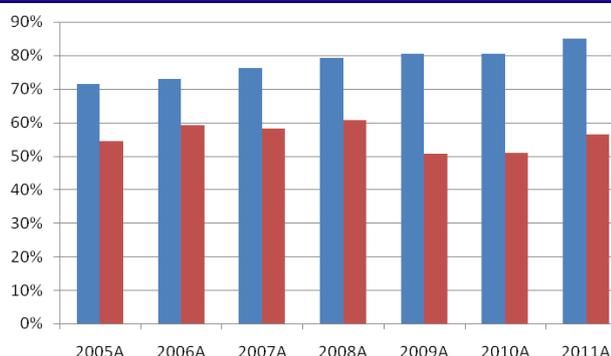


资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

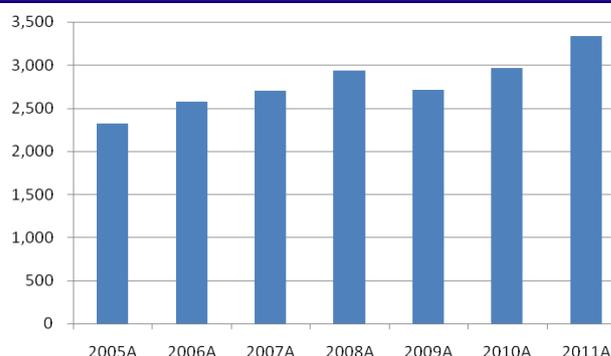
公司在中国成品油销售市场占据了主导地位,其在中国的成品油市场份额近 60%,尤其是在沿海主要消费省份(如广东、浙江、江苏、上海等)的市场占有率高达 70% 以上,处于绝对主导地位。

图 38: 中石化成品油销售的零售比例逐步提升



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

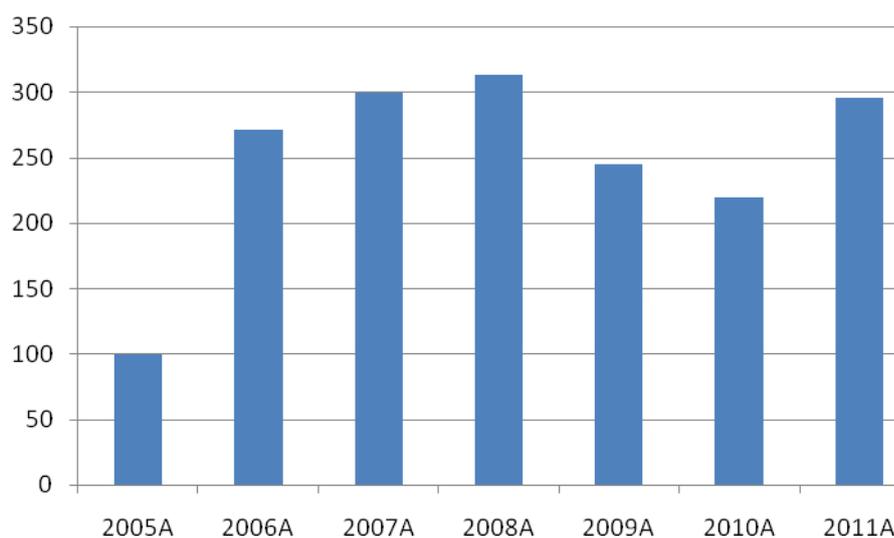
图 39: 中石化单站加油量快速增长 (吨/年/座)



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

公司成品油销售结构得到进一步优化。截至 2011 年, 中石化成品油的零售比例为 66%, 分产品来看, 汽油的零售比例为 85%, 柴油的零售比例为 56%, 零售比例还有一定的提高空间, 特别是柴油。单站加油量 2011 年已增长至 3330 吨/年, 较 2006 年提高了 30% 以上。近年来, 公司销售的单吨油 EBIT 一直保持在 200 元/吨以上, 销售板块的盈利能力持续得到增强。

图 40: 中石化销售板块的单吨油 EBIT (元/吨)



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

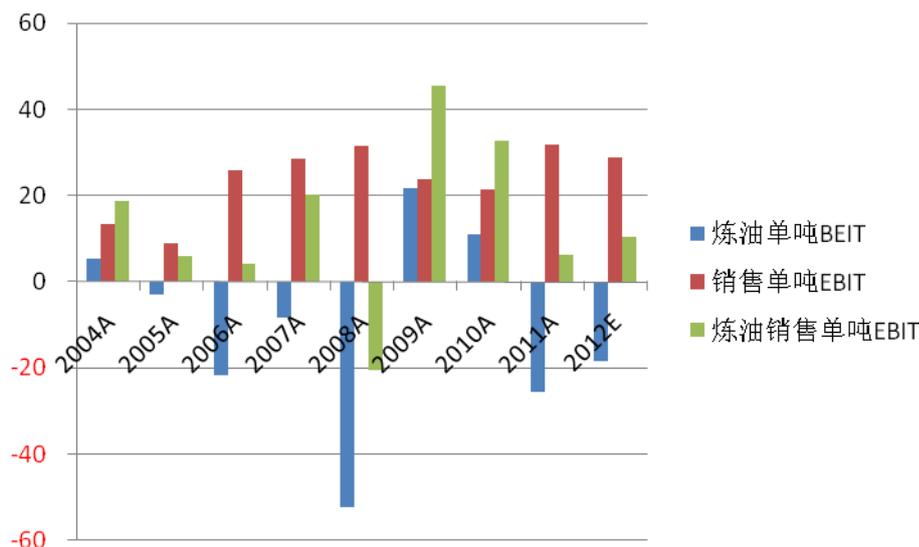
(三) 成品油定价市场化之后仍将保持可观的销售盈利

成品油定价改革后, 成品油价格有望市场化, 届时从炼油到零售端的价差空间得以拉大, 在市场竞争下, 零售环节的价格战可能会比目前激烈一些; 公司销售板块的单吨成品油销售利润可能会略有回调。

由此, 市场之前有观点认为, 中石化虽然炼油亏损, 但销售板块盈利较高, 认为炼油和销售两块加在一起的盈利还可以, 成品油定价市场化后的两个板块盈利总和不见得会提升。我们

经过比较测算认为：尽管成品油价格市场化，销售板块盈利预计会略有回落、但幅度不会很大；而炼油亏损情况将得到大幅改观而实现略有盈利；炼油和销售两个板块的盈利总和将比目前情况有显著提升。

图 41：中石化炼油和销售两个板块综合的单吨油 EBIT (美元/吨)

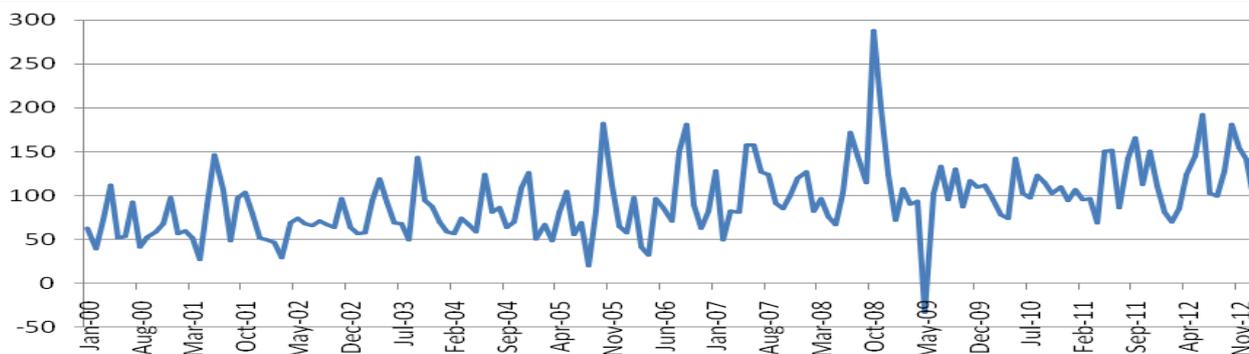


资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

注：这里综合的单吨油 EBIT = (炼油 EBIT + 销售 EBIT) / 原油加工量

首先，我们来观察中石化近十年来的炼油和销售板块 EBIT 情况。由于公司炼油板块生产的成品油基本全部供给销售板块，而销售板块除了少量成品油进出口之外，绝大部分销售的成品油均来自炼油板块；因此我们分别测算炼油板块单吨 EBIT (炼油 EBIT/原油加工量)、销售板块单吨 EBIT (销售 EBIT/原油加工量)、以及炼油和销售板块综合的单吨 EBIT (采用 (炼油 EBIT+销售 EBIT)/原油加工量来计算)。我们可以看到销售板块单吨 EBIT 从 2006 年以来主要维持在 25-30 美元/吨折合 200 元/吨左右，但 2011-2012 年由于炼油的亏损，炼油和销售板块综合的单吨 EBIT 分别只有 6 美元/吨和 10 美元/吨，远远低于相比原油价格低的 2009 年时的 45 美元/吨，也大大低于相对正常年份的 2010 年时的 33 美元/桶。

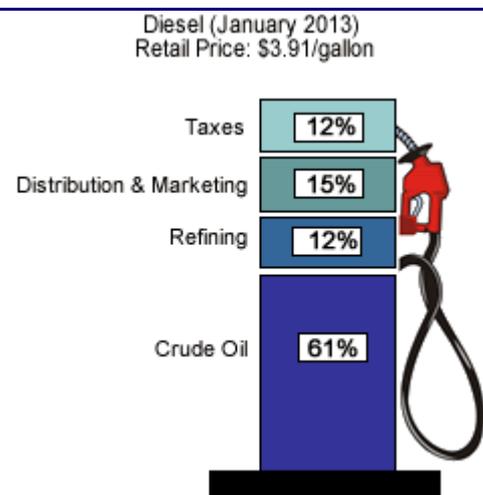
图 42：美国成品油批发和零售价差情况 (美元/吨)



资料来源：EIA，中国银河证券研究部

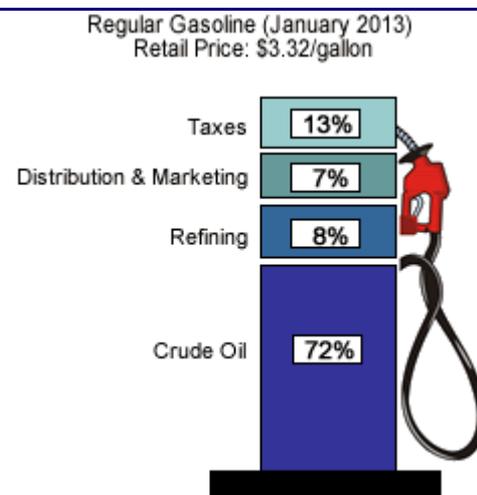
从成品油市场化最成熟市场的美国情况来看，首先从成品油批发价格和零售价格的价差来看，美国 10 年来这个价差的平均值为 94 美元/吨折合 600 元/吨左右，这和我们国内目前成品油出厂和零售最高供应价格不超过 600 元/吨的情况基本吻合。

图 43: 美国汽油价格的成本构成



资料来源: EIA, 中国银河证券研究部

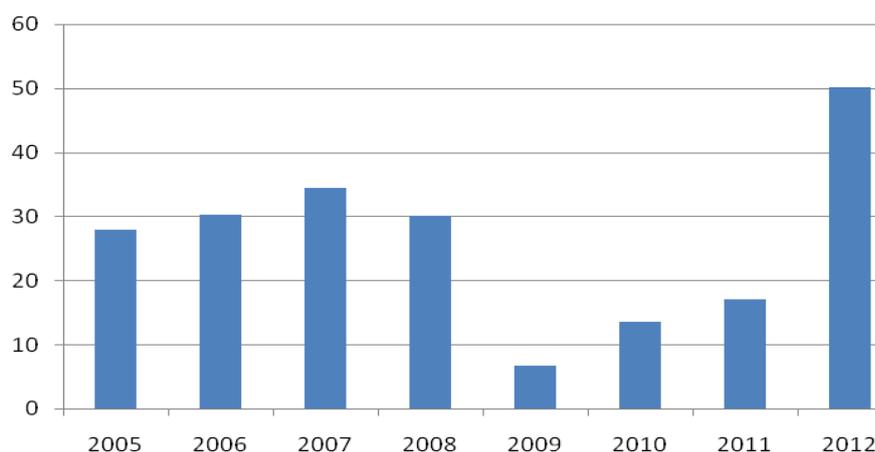
图 44: 美国柴油价格的成本构成



资料来源: EIA, 中国银河证券研究部

我们再来看美国主要油气供应商的炼油和成品油销售的盈利情况，以埃克森美孚为例：金融危机前，XOM 的炼油和成品油销售综合单吨有净利润为 30 美元/吨左右（炼油和成品油销售净利润总和/原油加工量），以同等口径比，相当于国内单吨综合 EBIT 为 250 元/吨左右，高于中石化销售板块 200 元/吨左右的单吨 EBIT（按原油加工量口径）。

图 45: 埃克森美孚近年来炼油和销售板块的单吨油净利润（美元/吨）



资料来源: XOM, 中国银河证券研究部

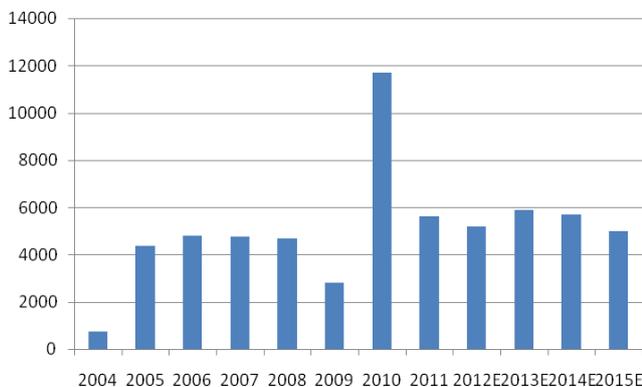
因此，我们认为成品油价格市场化后，炼油板块将略有盈利，销售板块盈利则在目前基础上略有回落，炼油和销售的盈利分布结构会比较接近于 2010 年的情况；总体来看，炼油和销售板块的整体盈利将明显提升。

五、化工：未来 2-3 年景气稳步复苏

(一) 未来三年，全球乙烯新增产能较少

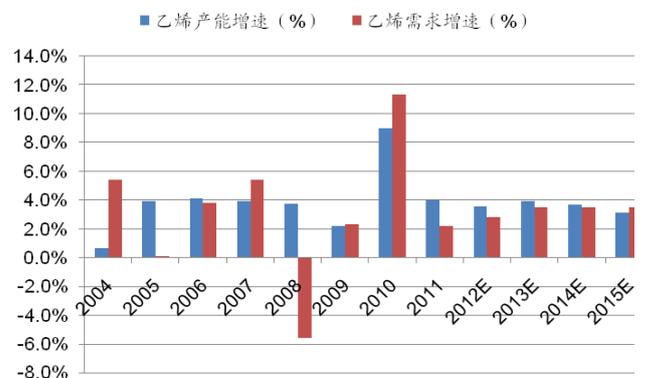
上一轮石化周期景气高峰（2004-2006 年）直接推动了大量的新产能建设，由于金融危机的原因，这部分新产能延迟投放而主要集中在 2010 年，产能投放区域主要集中在中国和中东。2010 年的产能增速接近 10%，但当年需求增速由于金融危机后需求的恢复性增长而达到 11%，再加上 2011 年开始新增产能相比 2010 年较少；因此 2010 年底到 2011 年，新一轮石化景气周期一度到来；无奈 2011 年下半年开始欧美经济二次探底而乙烯下游需求疲软而景气迅速下滑。

图 46：未来几年全球乙烯新增产能投放情况（千吨）



资料来源：中国银河证券研究部

图 47：全球乙烯新增产能投放和需求增速情况



资料来源：中国银河证券研究部

我们未来 3-4 年的全球乙烯新增产能为 500-600 万吨之间，产能增速为 3-4%，2013 年到 2015 年产能增速逐年降低。

表 4：未来 3-4 年全球乙烯新增产能投产情况

国家	项目地点	公司	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
中国	黑龙江大庆	中国石油			60				
	辽宁抚顺	中国石油			80				
	四川彭州	中国石油			80				
	广东惠州	中国海油	15				100		
	辽宁盘锦	中国兵器集团华锦公司	46						
	内蒙古包头	中国神华	30						
	广东茂名	中国石化	32						
	浙江宁波	中国石化	100					100	
	天津石化	中国石化	100						
	湖北武汉	中国石化				80			
	江苏南京	中国石化		14					
	中原石化 MTO	中国石化		24					
	福建泉州	中国石化							80

	海南洋浦	中国石化					100
	湛江中科合资	中国石化			100		
	曹妃甸	中国石化					100
	辽宁大连	中国石油					120
	浙江台州	中国石油					120
	台湾高雄	台湾中油	100		60		
印度	Panipat	印度石油	85				
	西孟加拉邦	Haldia 石化	15				
	Hazira	信赖工业公司	16				
	古吉拉特邦 Dehej	印度国家油气、GSPC 等			110		
	贾姆纳加尔	信赖工业公司					140
卡塔尔	Ras Laffan	卡塔尔石油, 雪弗龙, 道达尔	130				
	Mesaieed	卡塔尔石油			90		
	Ras Laffan	卡塔尔石油, 埃克森美孚					160
沙特	朱拜勒 (Jubail)	东方石化 (Sharq)	130				
	朱拜勒 (Jubail)	沙特基础工业 Kayan 石化	135				
	延布 (Yansab)	沙特基础工业公司			130		
	朱拜勒 (Jubail)	Tasnee 石化			100		
	朱拜勒 (Jubail)	Saudi Polymers	120				
伊朗	Assaluyeh	Kavian Petrochemical			200		
阿尔及利亚	Arzew	道达尔, 阿尔及利亚国家油气公司				110	
新加坡	裕廊 (Jurong)	埃克森美孚化工	100				
	Bukom	壳牌东方石油公司	80				
泰国	Rayong	Saim Cement PLC, 陶氏化学	90				
特立尼达和多巴哥		Westlake 化学公司	57				
阿联莫	阿布扎比	阿布扎比聚合物公司	150			150	
巴西	Itaboraí	Rio de Janeiro			130		
墨西哥	Coatzacoalcos	巴西 Braskem 和艾得萨公司					100
委内瑞拉	Jose	巴西 Braskem 和委内瑞拉 Pequiven	130				
	El Tablazo	Pequiven 子公司 Polinter			100		
合计	(万吨)		1121	578	520	590	570 680

资料来源: 中国石油和化工经济分析, 中国银河证券研究部

乙烯下游需求前些年的平均增速约为 4%, 金融危机的 2008-2009 年需求有所下滑; 2000 年以来剔除金融危机这年的全球乙烯需求增速的 GDP 弹性为 1.2, 1990-2000 年的 GDP 弹性为 1.9, 而 2011-2012 年仅为 0.8。考虑到未来几年全球经济复苏不会太乐观, 我们假设全球 GDP 未来几年增速为年均 3.5%, 全球乙烯需求增速的 GDP 弹性为 1.0, 则未来几年全球乙烯需求增速为 3.5%; 据此测算, 2013-2015 年全球乙烯开工率将从 2012 年的 86.5% 缓步提升至 87.2%、87.8% 和 88.7%。

表 5: 全球乙烯产能开工率和需求增长

年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
年初产能 (万吨)	11,060	11,133	11,569	12,047	12,524	12991	13010	14179	14741	15111	15551	15971
新增产能 (万吨)	73	435	479	477	467	282	1169	562	520	590	570	500
关停产能 (万吨)									150	150	150	150
年底产能 (万吨)	11,133	11,569	12,047	12,524	12,991	13010	14179	14741	15111	15551	15971	16321
新增产能增速 (%)	0.7%	3.9%	4.1%	4.0%	3.7%	2.2%	9.0%	4.0%	3.5%	3.9%	3.7%	3.1%
产量 (万吨)	10,391	10,557	10,920	11,443	11,058	11127	12328	12562	12914	13366	13834	14318
开工率 (%)	93.9%	93.0%	92.5%	93.1%	86.7%	85.6%	90.7%	86.9%	86.5%	87.2%	87.8%	88.7%
需求 (万吨)	10,445	10,453	10,846	11,430	10,795	11040	12290	12562	12914	13366	13834	14318
同比增速 (%)	5.4%	0.1%	3.8%	5.4%	-5.6%	2.3%	11.3%	2.2%	2.8%	3.5%	3.5%	3.5%
GDP 增速 (%)	4.0%	3.0%	4.0%	4.0%	3.0%	-2.3%	4.3%	2.7%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
GDP 弹性	1.4	0.0	1.0	1.4	-4.2	-1.0	2.6	0.8	0.8	1.0	1.0	1.0

资料来源: CMAI, 中国石油和化工经济分析, 中国银河证券研究部

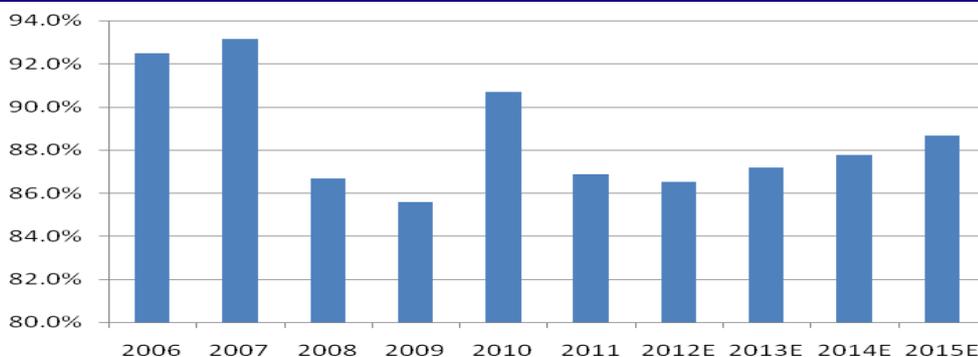
考虑到全球经济增长速度的波动和乙烯需求增速对 GDP 弹性的波动, 我们对乙烯开工率相对需求不同增速进行了情景分析; 总体来看, 乙烯开工率和石化行业景气缓步提升。

表 6: 全球乙烯需求增长与开工率变化情景分析

乙烯需求复合增长	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
	92.5%	93.1%	86.7%	85.6%	90.7%	86.9%	86.5%			
2.5%								86.3%	86.9%	87.8%
3.0%								86.8%	87.3%	88.2%
3.5%								87.2%	87.8%	88.7%
4.0%								87.6%	88.2%	89.1%
4.5%								88.0%	88.6%	89.5%
5.0%								88.4%	89.0%	90.0%

资料来源: 中国银河证券研究部

图 48: 未来 3 年全球乙烯开工率缓步提升



资料来源: 中国银河证券研究部

中石化化工板块作为对化工中上游的综合反应,其盈利情况基本与上述石化的景气周期相吻合。

图 49: 中石化化工板块十年来盈利情况



资料来源: 中国银河证券研究部

(二) 乙烯规模提升有助提高效益

十一五以来,中石化乙烯的产能保持较高的增长,从 2006 年的 634 万吨上升到 2013 年的 1062 万吨,增长幅度接近 70%;目前中石化乙烯产能约占全国的 60%;乙烯厂的平均规模从不到 60 万吨上升到了接近 80 万吨,高于全国平均的 68 万吨、大大高于全球平均不到 60 万吨的平均规模;乙烯厂规模的提升,加上化工产品销售的集中,将有助于化工部门提高效益。

表 7: 中石化目前的乙烯产能明细情况 (万吨)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	规划
茂名石化	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	200
镇海炼化					100	100	100	100	100	200	
上海赛科	90	90	90	120	120	120	120	120	120	120	
天津石化	20	20	20	20	120	120	120	120	120	120	150
上海石化	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	
齐鲁石化	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	
福建炼化				80	80	80	80	80	80	80	160
武汉石化								80	80	80	
燕山石化	71	71	71	71	71	71	71	71	71	71	
扬子石化	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	160
扬巴	60	60	60	60	60	74	74	74	74	74	
广州石化	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	
北京东方石化	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	
中原石化	18	18	18	18	18	18	42	42	42	42	

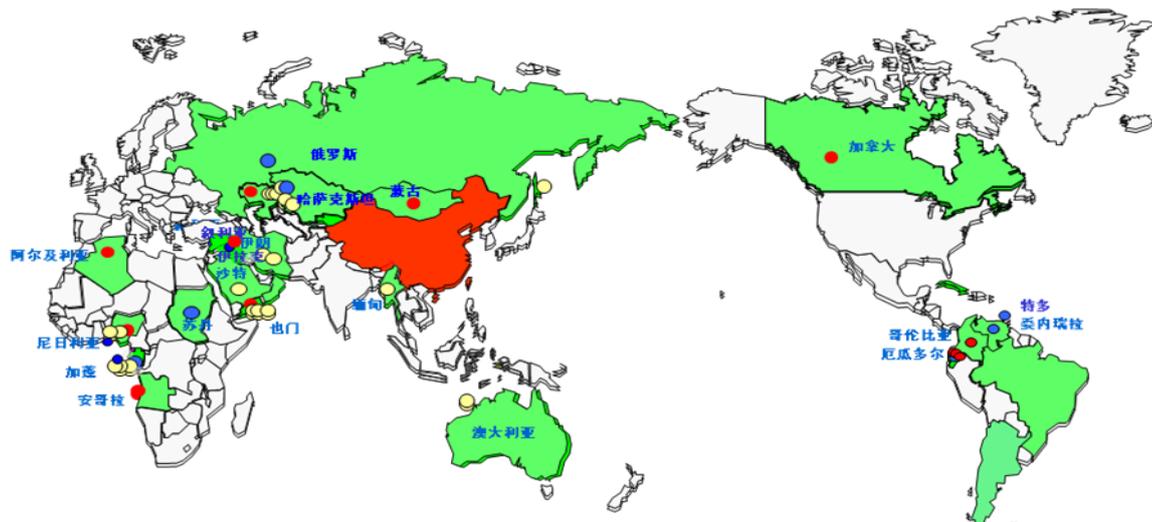
湛江中科合资									100	100	
海南石化											100
曹妃甸石化											100
合计	634	634	634	744	944	958	982	1062	1162	1262	
平均	57.6	57.6	57.6	62.0	72.6	73.7	75.5	75.9	77.5	84.1	

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

六、集团海外资产的注入有望提升上下游油气一体化

中石化集团国际石油勘探开发有限公司（国勘公司）是中国石化集团的全资子公司，代表中国石化集团公司统一行使上下游对外投资合作和对海外项目实行统一经营管理。

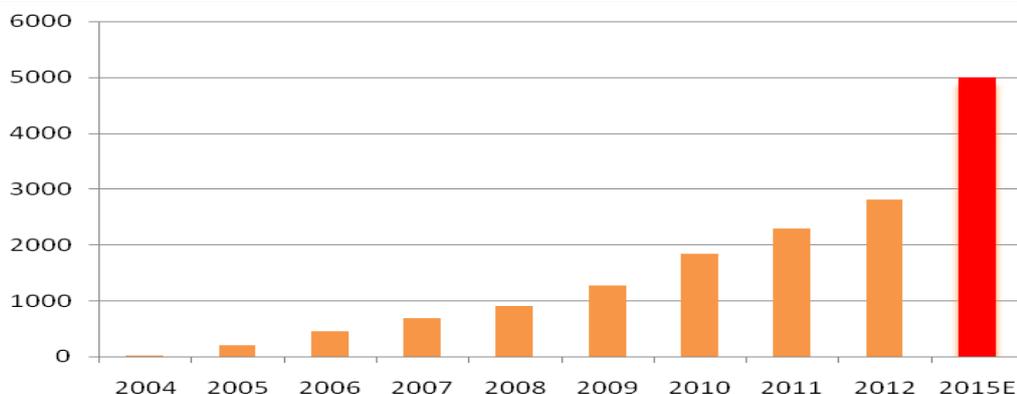
图 50：中石化集团海外油气资产分布图



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

国勘公司成立 12 年来，积极拓展海外上游油气合作，已成功布局非洲、南美、中东、亚太、俄罗斯-中亚、北美六大战略油气区；截至 2011 年底，国勘权益 2P 石油剩余可采储量为 3456.09MMBBL（5.04 亿吨）、2P 天然气剩余可采储量为 3168.29BCF（907 亿立方米）；2C 石油剩余可采资源量 2507.7MMBBL（3.72 亿吨）、2C 天然气剩余可采资源量为 8005.38BCF（2266 亿方）；已拥有项目 47 个，分布于 23 个国家；累计拥有区块 270 个，其中勘探区块 54 个，开发区块 192 个，勘探开发区块 24 个；形成了“油气并举、海陆兼顾、常规与非常规协调发展、资源接替序列清晰”的发展局面。

图 51：中石化集团海外权益油产量已达 2800 万吨



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

近年来,中石化集团的海外权益油产量飞速增长,从2004年的近20.5万吨,到2008年的901万吨,到2011年的2288万吨;2012年预计达到2800万吨;海外权益油累计产量突破1亿吨大关;公司规划到“十二五”末海外权益油产量要达到5000万吨,再造“海外大庆”。

表 8: 中石化集团的海外油气资产明细一览

国家	油气项目	权益	作业公司	剩余 2P 权益 原油储量 (百万桶)	剩余 2P 权益 天然气储量 (十亿立方 英尺)	原油权 益产量 2011E (千桶/天)	天然气权益 产量 2011E (百万立方 英尺/天)
阿尔及利亚	扎尔则(ZarZaition)油田 EOR 项目	75.0%	中石化	71.3	0.0	2.7	/
阿根廷	Cachueta	100.0%	中石化	0.9	0.0	0.0	0.0
	Cajon Caballos	25.0%		0.4	0.0	0.2	0.0
	La Ventana	40.0%	YPF	20.1	1.5	3.1	0.5
	Piedras Coloradas	100.0%	中石化	18.2	0.0	4.0	0.0
	San Jorge	100.0%	中石化	221.6	176.9	45.0	35.0
澳大利亚	Puffin 油田	60.0%	中石化				
阿塞拜疆	Pirsagat	50.0%	中石化	0.4	0.0	0.0	0.0
	Karachuhur	37.5%	联合开发	1.1	0.9	0.2	0.1
巴西 (Repsol)	Albacora Leste 油田	4.0%	巴西石油	10.5	2.9	3.3	0.9
	Carioca 油田	10.0%	巴西石油	72.4	41.0	0.8	0.0
	Guara 油田	10.0%	巴西石油	138.1	80.6	0.6	0.0
	Piracuca 油田	14.8%	巴西石油	9.1	34.5	0.0	0.0
(GALP)	Lula	3.0%	巴西石油	206.8	122.6	0.0	0.0
	Cernambi	3.0%	巴西石油	43.9	25.7	0.0	0.0
	Iara	3.0%	巴西石油	89.6	53.5	0.0	0.0
加拿大	北极之光(Northern Lights)	40.0%	西年科能源	570.8			
	北极之光(Northern Lights)	10.0%	道达尔	142.7			
	辛克鲁德(Syncrude)油砂	9.0%	辛克鲁德	536.9	0.0	30.1	0.0
	日光能源(Daylight Energy)	100.0%	中石化	53.0	727.0	17.0	144.0
哥伦比亚	Velasquez 油田	50.0%	联合开发	3.0	0.0	1.3	0.0
	Nare	25.0%	联合开发	16.5	0.0	6.9	0.0
	Cabiona 油田	100.0%		3.9	0.0	1.3	0.0
厄瓜多尔	14 区块	33.8%	联合开发	3.6	0.0	1.4	0.0
	17 区块	31.5%	联合开发	1.7	0.0	1.0	0.0
	Tarapoa	45.0%	联合开发	11.3	0.0	5.4	0.0
伊朗	Yadavaran 油田	51.0%	中石化	1,662.0			
哈萨克斯坦	Sazankurak MS	97.5%	中石化	5.2	0.0	1.8	0.0
	阿尔曼油田(Arman)	25.0%	联合开发	1.4	0.0	0.4	0.0

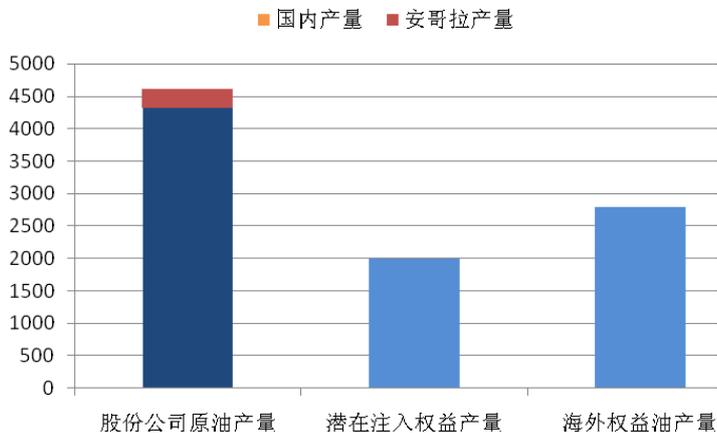
国家	油气项目	权益	作业公司	剩余 2P 权益 原油储量 (百万桶)	剩余 2P 权益 天然气储量 (十亿立方 英尺)	原油权 益产量 2011E (千桶/天)	天然气权益 产量 2011E (百万立方 英尺/天)
	Buzachi North	25.0%	中石油	34.6	0.0	9.5	0.0
	Buzachi North (post 221)	25.0%		13.8	0.0	0.0	0.0
	Karakuduk	50.0%	联合开发	33.9	17.0	15.3	7.6
	Kardasyn North	100.0%		17.8	0.0	1.5	0.0
	Kazakhoil Aktobe	25.0%	Kazakhoil Aktobe	35.6	0.0	5.9	0.0
	Kazakhoil Aktobe (>202)	25.0%		13.4	0.0	0.0	0.0
	Mynteke South	100.0%		4.8	0.0	1.2	0.0
	Zhanatalap East	80.0%		9.0	0.0	1.6	0.0
俄罗斯	乌德穆尔特 (Udmurtneft)	49.0%	俄罗斯石油 (Rosneft)	358.3	0.0	57.5	0.0
苏丹	Melut Basin 项目	6.0%	联合开发	25.0	0.0	6.2	0.0
叙利亚	Oude (EOR)	100.0%	中石化	36.2	0.0	2.7	0.0
	TSM	100.0%	中石化	77.4	0.0	4.3	0.0
特立尼达 和多巴哥	Angostura	12.5%	必和必拓 (BHP)	1.5	92.3	0.7	8.1
	East Brighton 区块	45.5%	中石化	3.6	0.0	0.3	0.0
委内瑞拉	海上 GPE 区块 POSA 油田	32.0%	联合开发	27.3	0.0	0.0	0.0
也门	Al Uqlah 油田	37.5%	奥地利石油 (OMV)	18.6	0.0	1.2	0.0
尼日利亚	海上 OML 123/124 区块	100.0%	Addax 石油	77.8	0.0	28.5	0.0
	海上 OML 126/127 区块	100.0%	Addax 石油	20.0	0.0	11.9	0.0
喀麦隆	Ngosso	60.0%	Addax 石油	41.0	275.0		
加蓬	Etame	31.4%	Vallco 能源	9.7	0.0	5.2	0.0
	Koula	20.0%	壳牌	8.6	0.0	7.0	0.0
	Koula	40.0%		17.3	0.0	3.5	0.0
	Panthere-N	92.5%	Addax 石油	13.8	0.0	7.0	0.0
	Remboue	92.0%	Addax 石油	5.0	0.0	0.0	0.0
	Toucan	5.8%	壳牌	2.0	0.0	0.7	0.0
	Tsiengui	92.5%	Addax 石油	10.9	0.0	6.7	0.0
	Tsiengui West 1	20.0%		0.5	0.0	0.8	0.0
	Tsiengui West 2	40.0%		1.0	0.0	0.4	0.0
	Kiarsseny	42.5%	Tullow 石油	34.0			
	Gryphon Marin	68.8%	Addax 石油	1.0			
伊拉克	Taq Taq 油田	36.0%	联合开发	346.0		6.6	

资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

中石化绝大部分的海外油气资产都在集团公司, 只有 Sonango Sinopec International Ltd

(简称“SSI”) 公司拥有的安哥拉 18 区块 50%权益在 2010 年 3 月由股份公司通过收购集团公司下属全资子公司 SOOGL 所持 SSI 公司 55%股权的方式注入到上市公司。

图 52: 中石化集团潜在注入资产有望增厚股份公司原油产量约 43%



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

之前中石化公司也一再表示, 集团的海外资产将在适当的时候、成熟的时候注入到上市公司。从集团公司海外原油资产的地理分布来看, 主要是集中在西非、中亚、中东、俄罗斯和南美, 目前并不是所有海外资产具备注入上市公司的条件: 我们认为首先尚处于风险勘探的区块, 短时间不能放进来, 这应该就是公司认为的“成熟”条件; 第二政局不稳定区域的资产可能也不是合适的资产; 大致来看, 我们认为分布在俄罗斯、中亚、南美、西非的大部分成熟资产是可以注入的, 估计在目前的 2800 万吨权益产量中会有 2000 万吨左右; 一旦都注入, 将增厚股份公司原油产量约 43% (2012 年股份公司原油产量为 4617 万吨)。

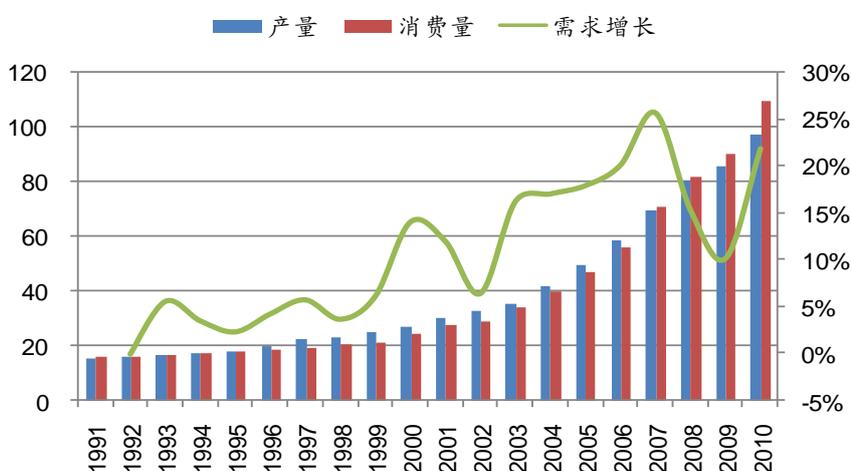
尽管集团公司没有单独公布海外原油资产的盈利情况。为了简化起见, 我们假设其盈利能力跟股份公司的原油的盈利能力持平, 考虑 2000 万吨原油产量, 在油价 105 美元的情况下, 盈利能力应该在 230 亿左右, 以股份公司的股本衡量, 应该在 0.26 元左右。当然, 集团的海外资产不会一次性全部注入, 股份公司的资金也支撑不了这么做; 若 30%左右的资产也注入, 增厚业绩可能会在 7-8 分左右。

七、未来页岩气开发和新疆煤制气将提供成长性

(一) 国内页岩气资源，有望与中石油分庭抗礼

据测算，为应对气候变暖、我国要履行到 2030 年提高能效、减排 CO₂ 的重要承诺的话，到 2030 年在一次性能源结构中需要把天然气的比率提高到 17% 以上。据规划，中国到 2020 年天然气的使用量在一次性能源中所占的比例将达到 10% 以上，十二五期间将达到 8%，据发改委预测到 2020 年我国天然气需求量将达到 3000 亿方以上。

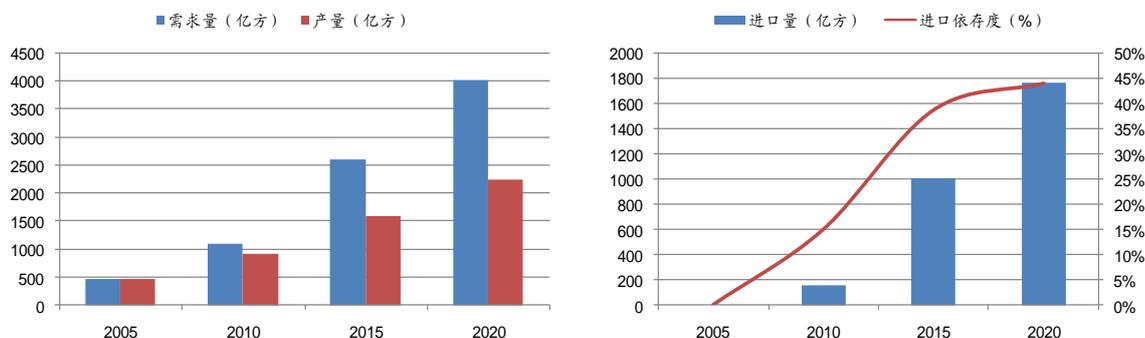
图 53：我国天然气供需缺口将持续扩大（十亿立方米）



资料来源：BP 能源统计，中国银河证券研究部

2000 年以来，我国天然气消费量呈现快速增长态势；特别是 2000 年以来的 10 年，消费量由不到 250 亿方增长到约 1050 亿方，年均增长率达到约 16%，超过除了核能之外的其他一次能源的增速，远高于同期石油和煤炭 7% 和 9% 的增速；2009 年以来连续出现冬季供不应求而气荒。十二五期间，我国天然气需求量增速将在 20% 左右，到 2015 年天然气需求量将超过 2600 亿方。

图 54：我国天然气进口依存度将提高到 40% 以上



资料来源：发改委，中国银河证券研究部

根据发改委规划预计，到 2015 年我国天然气消费量将达到 2600 亿立方米左右，而与此同时我国的天然气产量则将为 1600 亿立方米左右；到 2020 年天然气消费量将达到 4000 亿立方米左右，而与此同时我国的天然气产量则将为 2200-2300 亿立方米；我国天然气的供需缺口将分别达到 1000 亿立方米和 1800 亿立方米左右，进口依存度则将从目前的不到 20% 分别提升到 38.7% 和 44%。

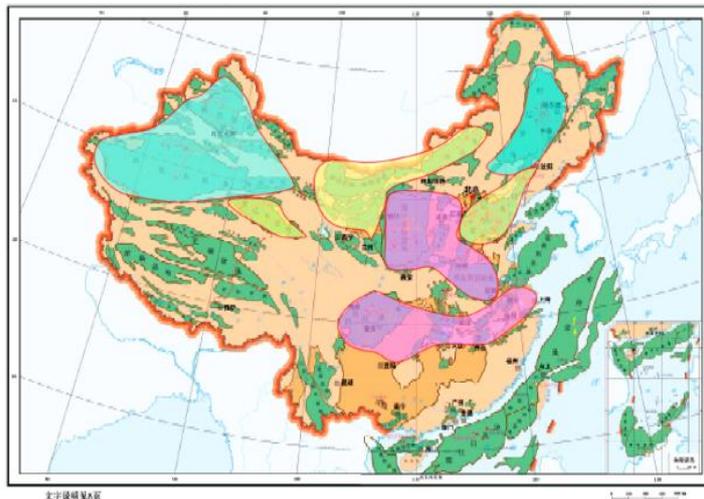
十二五期间预计是我国天然气消费量增长最快的阶段，天然气需求量年均增长速度在 20% 左右，到 2015 年，天然气在我国一次能源消费结构中所占比例将达到 8% 左右，此阶段全国天然气基本干线管网基本形成，主要大中城市均利用上天然气。2015-2020 年，天然气市场发展仍将处于一个较快阶段，天然气需求量年均增长速度在 10% 左右，预计 2020 年天然气在一次能源消费结构中所占比例将达到 10-12%。

由此来看，我国天然气供需压力的日益加大从某种程度上说，比原油压力还大。目前，我们天然气消费才刚起步，只在各省地市级和县城少量使用，农村几乎没有；而去年天然气的进口依存度已经达到 25% 左右。

为了缓解天然气的资源紧张状况，一方面将加大国内天然气的勘探和开采，特别是加大页岩气、煤层气、油砂矿、油页岩、可燃冰等非常规油气资源的开发利用。特别是页岩气，已经被看做中国扩充天然气产量的一项重要资源。2012 年 3 月 16 日，国家能源局发布《页岩气发展规划》提出，要在“十二五”期间大力推进页岩气资源评价、攻关勘探开发技术、完善页岩气产业政策并争取形成一定的产能规模。相关数据显示，中国页岩气资源类型较多，可采资源潜力为 25 万亿立方米（不含青藏地区），这相当于中国国内的常规天然气储量。

图 55: 我国页岩气资源分布

- 1、在四川、鄂尔多斯、中下扬子地区、华北盆地页岩地质条件最好。
- 2、准噶尔、松辽、吐哈等盆地页岩气基本地质条件较好。
- 3、柴达木、辽河等盆地页岩气地质条件较差。



资料来源：中国银河证券研究部

全球页岩气可开采资源量超过 200 万亿立方英尺的国家共有 9 个。其中中国的技术可采资源量达到 1275 万亿立方英尺，位居第一；美国和阿根廷的可采量分列第二和三位。美国页岩气大规模商业化开采技术的突破和成熟，使得页岩气占天然气总产量比例从上世纪 90 年代的微不足道，上升到 2010 年的 22.6%，预计 2035 年将达 46.5%，成为美国最主要的天然气来源。页岩气的异军突起深刻的改变了美国天然气供应格局，天然气由短缺变为充

裕。而我国的页岩气开发才刚刚启动，已举行过两轮页岩气招标；目前，我国已规划到 2015 年国内页岩气产量达到 65 亿立方米。尽管我们认为十二五期间页岩气产量的大放量上很难见到，但时间看长一点，5-10 年来看，这块资源也许是国内传统能源中体量最大的。

我国页岩气的分布区域，主要在西南的四川、新疆的准格尔盆地、长江中下游地区、华北地区等；据国土资源部初步统计，目前有 80%左右的页岩气资源分布在中石油和中石化现有的勘探区域范围内；由于 1998 年中石油和中石化拆分时，总体是以长城为属，因此长江中下游地区、华北地区和部分四川的页岩气资源分布都坐落在中石化目前拥有的勘探区域范围内；因此，我们大致判断中石化所拥有的页岩气潜在资源可能将与中石油分庭抗礼。

（二）子公司新星石油公司的勘探实力雄厚

中石化上市的时候收购了新星石油公司。新星公司的前身是地质矿产部石油地质海洋地质局，其勘探开采队伍拥有近 50 年的石油与天然气勘探开采经验，这支曾先后在中国陆地及海洋 76 个盆地进行了系统油气普查的队伍，在其中的 35 个盆地发现了工业油气流，取得了多次具有战略意义的重大突破，引领了中国石油工业以大庆油田的发现、珠江口盆地和东海陆架盆地的突破、新疆塔北沙参 2 井打出高产工业油气流为标志的三次重要战略性转折，为发展我国石油工业做出了巨大贡献；中国目前的主要油气田，如大庆油田、胜利油田、南海与东海油气区块以及塔里木盆地油气区块等均由他们所发现。

有了这个子公司的雄厚勘探开发实力，我们认为，未来页岩气的大规模开发将为中石化带来持续的稳健成长。

（三）2 条新疆煤制天然气管道的投资回报较高

据不完全统计，新疆有 20 个煤制气项目已开始前期工作及开工建设。其中，中电投和新汶矿业煤制气项目、伊犁新天煤化工项目和庆华集团一期项目正在建设中，庆华集团二期项目正在计划中，华能、华电、中煤、国电、潞安和徐矿等单位的煤制气项目正在进行前期工作。这些项目建成投产后，年产能将达 800 亿立方米左右。

为了尽快实现新疆煤制气外输，中石化批准成立中石化新疆煤制天然气外输管道工程项目部和新疆煤制天然气外输管道有限公司，总投资约 2500 亿元，建设新粤浙和新鲁煤制天然气管道；新粤浙管道拟投资 1590 亿元，新鲁管道拟投资 860 亿元；2 条煤制天然气管道的输气能力为各 300 亿方；其中，新粤浙管道已获得发改委的“路条”。

根据中石化与多方签署的购销协议，华能、华电、国电、中电投、河南煤化工、徐州矿物、方向控股、广汇能源和新疆励晶煤业共 9 家企业的煤制气项目每年将提供 400 亿方天然气，中石化自己也将在新疆配套建设 200 亿方的煤制气项目。

这 2 条新疆煤制天然气管道的长期投资回报率还算可以；我们按每方气 5-6 毛 EBIT 计算，净利润将在 270 亿左右，资本回报率约为 11-12%。

八、盈利预测与投资建议

我们假设 2012-2014 年 Brent 原油价格分别为 112 美元/桶、110 美元/桶和 105 美元/桶，美元兑人民币汇率分别为 6.31、6.21 和 6.15。

表 9：中石化关键假设与主要经营数据

经营指标	单位	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
Brent	美元/桶	61.5	79.5	111.3	112.0	110.0	105.0
US Dollar/RMB		6.83	6.77	6.46	6.31	6.21	6.15
勘探板块							
原油产量	万吨	4,606	4,609	4,525	4,617	4,660	4,712
其中：国内产量	万吨	4,242	4,256	4,273	4,318	4,340	4,362
非洲产量	万吨	364	353	253	298	320	350
天然气产量	亿立方米	84.7	125.0	146.4	169.4	185.0	220.0
原油实现价格	美元/桶	49.67	70.86	98.69	100.80	99.00	94.50
天然气实现价格	元/千立方米	959	1,174	1,284	1,386	1,584	1,782
油气现金操作成本	人民币元/吨	643	674	738	745	768	783
EBIT	百万元	23,894	47,149	71,631	72,170	64,655	57,858
炼油板块							
原油加工量	百万吨	186.58	211.13	217.37	221.31	232.38	239.35
其中：汽油产量	百万吨	34.43	35.87	37.10	40.55	42.76	44.28
柴油产量	百万吨	68.86	76.09	77.17	77.39	81.33	83.77
煤油产量	百万吨	10.39	12.42	13.73	15.01	15.80	16.28
化工轻油产量	百万吨	26.87	35.00	37.38	36.33	38.34	39.49
炼油现金操作成本	元/吨	136.0	139.8	149.5	157.0	164.8	173.1
单位炼油平均 EBIT	美元/桶	2.46	1.51	-3.47	-1.20	1.50	2.50
EBIT	百万元	23,077	15,851	-35,780	-12,317	12,748	21,638
营销板块							
国内成品油总经销量	百万吨	124.02	140.49	151.16	159.00	166.95	175.30
其中：零售量	百万吨	78.90	87.63	100.24	107.85	113.53	119.20
直销量	百万吨	25.61	32.40	33.22	33.25	35.06	36.81
批发量	百万吨	19.51	20.47	17.70	17.89	18.36	19.28
吨售油平均 EBIT	元/吨	244	219	296	250	240	230
EBIT	百万元	30,300	30,760	44,696	39,750	40,068	40,318
化工板块							
乙烯产量	千吨	6,713	9,050	9,894	9,452	9,830	10,322
吨乙烯平均 EBIT	元/吨	2,028	1,657	2,702	35	600	1200
EBIT	百万元	13,615	15,011	26,732	331	5,898	10,322

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

我们测算中石化 2012-2014 年单位平均炼油 EBIT 分别为-1.20 美元/桶、1.50 美元/桶和 2.50 美元/桶，吨售油平均 EBIT 分别为 250 元/吨、240 元/吨和 230 元/吨，吨乙烯平均 EBIT 分别为 35 元/吨、600 元/吨和 1200 元/吨。

我们假设中石化 2013-2014 年原油产量分别增长 0.9%和 1.1%，原油加工量分别增长 5%和 3%，国内成品油总经销量分别增长 5%和 5%，乙烯产量分别增长 4%和 5%。

表 10: 中石化盈利预测

		2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
部门收入	百万元	2,361,796	3,323,831	4,350,302	4,903,817	5,291,989	5,468,612
勘探板块	百万元	134,808	187,145	242,561	253,726	255,916	258,282
销售收入	百万元	117,323	168,715	221,357	230,660	232,650	234,802
对外销售	百万元	19,342	35,024	47,519	52,377	57,439	65,859
分部间销售	百万元	97,981	133,691	173,838	178,283	175,211	168,943
其他经营收入	百万元	17,485	18,430	21,204	23,066	23,265	23,480
炼油板块	百万元	703,571	971,577	1,212,072	1,411,503	1,531,259	1,582,530
销售收入	百万元	699,662	965,562	1,205,359	1,404,481	1,523,641	1,574,657
对外销售	百万元	95,792	159,858	189,504	210,672	228,546	236,198
分部间销售	百万元	603,870	805,704	1,015,855	1,193,808	1,295,095	1,338,458
其他经营收入	百万元	3,909	6,015	6,713	7,022	7,618	7,873
其他收入	百万元				0	0	0
销售板块	百万元	783,091	1,040,698	1,347,626	1,530,745	1,664,397	1,731,569
销售收入	百万元	780,789	1,036,158	1,341,336	1,522,568	1,656,220	1,723,392
对外销售	百万元	778,417	1,032,900	1,335,569	1,516,478	1,649,595	1,716,499
分部间销售	百万元	2,372	3,258	5,767	6,090	6,625	6,894
其他经营收入	百万元	2,302	4,540	6,290	8,177	8,177	8,177
其他收入	百万元	0	0	0	0	0	0
化工板块	百万元	218,457	327,622	413,861	356,683	382,333	389,512
销售收入	百万元	213,860	321,177	413,861	349,549	374,686	381,722
对外销售	百万元	192,735	285,596	368,658	314,594	337,218	343,550
分部间销售	百万元	21,125	35,581	45,203	34,955	37,469	38,172
其他经营收入	百万元	4,597	6,445	6,629	7,134	7,647	7,790
企业与其他	百万元	521,869	796,789	1,134,182	1,351,160	1,458,084	1,506,719
销售收入	百万元	521,025	795,795	1,133,102	1,350,010	1,456,884	1,505,519
对外销售	百万元	229,629	363,380	522,517	710,531	766,781	792,379
分部间销售	百万元	291,396	432,415	610,585	639,478	690,103	713,141
其他经营收入	百万元	844	994	1,080	1,150	1,200	1,200
减：部门间抵消	百万元	1,016,744	1,410,649	1,851,248	2,052,615	2,204,503	2,265,607
营业额合计	百万元	1,345,052	1,913,182	2,499,054	2,851,202	3,087,487	3,203,005

经营利润	百万元	86,078	104,974	105,530	97,884	124,556	134,998
勘探板块	百万元	23,894	47,149	71,631	72,170	64,655	58,846
炼油板块	百万元	23,077	15,851	-35,780	-12,317	15,935	27,048
销售板块	百万元	30,300	30,760	44,696	39,750	40,068	40,318
化工板块	百万元	13,615	15,011	26,732	331	5,898	12,386
总部	百万元	-2,205	-2,342	-2,640	-1,250	-1,200	-2,800
减：部门间抵消	百万元	-2,603	-1,455	891	-800	-800	-800
融资成本净额	百万元	-7,466	-6,974	-5,285	-9,000	-9,000	-9,000
应占联营及合营的损益	百万元	2,997	5,390	4,152	800	1,000	1,000
投资收益		374	273	168	150	200	200
税前利润	百万元	81,983	103,663	104,565	89,834	116,756	127,198
所得税费用	百万元	-19,599	-25,689	-26,120	-22,459	-29,189	-31,799
本年利润	百万元	62,384	77,974	78,445	67,376	87,567	95,398
少数股东权益	百万元	-2,724	-6,203	-5,220	-4,043	-5,254	-5,724
归属母公司净利润	百万元	59,660	71,771	73,225	63,333	82,313	89,674
EPS	元/股	0.72	0.82	0.83	0.73	0.92	1.00
股本	百万股	86702.5	86702.5	86702.5	86702.5	89665.5	89665.5

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

我们小幅上调中国石化 2012-2014 年 EPS 至 0.73 元、0.92 元和 1.00 元，维持推荐评级。

插图目录

图 1: 中石化总物流简图	1
图 2: 中国石化股份与中国石化集团的组织体系	2
图 3: 中石化勘探生产板块的业务流程图	2
图 4: 中石化炼油板块物流图	3
图 5: 中石化销售板块物流图	3
图 6: 中石化化工板块物流图	4
图 7: 中国石化各业务板块的经营收入情况 (百万元)	4
图 8: 中国石化各业务板块的经营收益情况 (百万元)	4
图 9: 中国石化主要业务板块近年来的毛利率情况	5
图 10: 中石化国内油气田分布图	6
图 11: 中国石化十一五以来的原油产量稳中有升	7
图 12: 中国石化近几年来天然气产量增长翻番	7
图 13: 普光 and 元坝气田是中石化未来 3-5 年天然气的主要增长来源 (亿立方米)	8
图 14: 2011 年全球最大炼油公司的炼油产能比较 (百万吨)	9
图 15: 到 2013 年底国内主要炼油企业的炼油能力占比	9
图 16: 国内炼油能力与原油加工量情况 (亿吨)	9
图 17: 中石化炼油能力与原油加工量情况 (亿吨)	9
图 18: 中石化炼化企业分布图	10
图 19: 2013 年原油供求形势有所好转	11
图 20: 2012 年全球原油需求增长	11
图 21: 非 OPEC 国家产量增长	12
图 22: 伊朗原油产量和出口量比制裁大幅下降	12
图 23: 各产油国盈亏平衡油价图	13
图 24: 现行成品油定价机制 2009 年执行以来的历次成品油调价及最高供应价格	14
图 25: 目前成品油定价机制的炼油盈利理论上限 (美元/桶)	15
图 26: 2008 年底国际国内油价比较	15
图 27: 2012 年以来成品油调价理论值与发改委实际调价幅度的比较	16
图 28: 4 年来现行成品油定价机制下的中石化单季度炼油单桶 EBIT 情况 (美元/桶)	16
图 29: 我国原油实际对外依赖度逼近 60%	17
图 30: 近二十年国内成品油消费量翻两番 (万吨)	18
图 31: 国内成品油需求增速与 GDP 增速的弹性系数超过 0.8	18
图 32: 国内汽油需求增长情况	18
图 33: 国内柴油需求增长情况	18
图 34: 中石化非油品业务收入 5 年增长 10 倍 (百万元)	19
图 35: 中石化拥有国内成品油最大分销网络	20
图 36: 中石化成品油销售市场占有率接近 60%	20
图 37: 中石化加油站数量占 32%	20

图 38: 中石化成品油销售的零售比例逐步提升	21
图 39: 中石化单站加油量快速增长 (吨/年/座)	21
图 40: 中石化销售板块的单吨油 EBIT (元/吨)	21
图 41: 中石化炼油和销售两个板块综合的单吨油 EBIT (美元/吨)	22
图 42: 美国成品油批发和零售价格情况 (美元/吨)	22
图 43: 美国汽油油价格的成本构成.....	23
图 44: 美国柴油价格的成本构成	23
图 45: 埃克森美孚近年来炼油和销售板块的单吨油净利润 (美元/吨)	23
图 46: 未来几年全球乙烯新增产能投放情况 (千吨)	24
图 47: 全球乙烯新增产能投放和需求增速情况	24
图 48: 未来 3 年全球乙烯开工率缓步提升	26
图 49: 中石化化工板块十年来盈利情况	27
图 50: 中石化集团海外油气资产分布图	29
图 51: 中石化集团海外权益油产量已达 2800 万吨	29
图 52: 中石化集团潜在注入资产有望增厚股份公司原油产量约 43%.....	32
图 53: 我国天然气供需缺口将持续扩大 (十亿立方米)	33
图 54: 我国天然气进口依存度将提高到 40%以上.....	33
图 55: 我国页岩气资源分布	34

表格目录

表 1: 中石化历史沿革.....	1
表 2: 中石化主要炼厂目前的炼油规模情况 (万吨)	10
表 3: 成品油竞争主体竞争力分析.....	19
表 4: 未来 3-4 年全球乙烯新增产能投产情况.....	24
表 5: 全球乙烯产能开工率和需求增长	26
表 6: 全球乙烯需求增长与开工率变化情景分析.....	26
表 7: 中石化目前的乙烯产能明细情况 (万吨)	27
表 8: 中石化集团的海外油气资产明细一览.....	30
表 9: 中石化关键假设与主要经营数据	36
表 10: 中石化盈利预测.....	37

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。

裘孝锋、王强、胡昂，石化和化工行业证券分析师。3 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。

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
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区: 何婷婷 021-2025 2612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn