

炼化环比继续好转，渐入佳境

中国石化（600028.SH）

推荐 维持评级

分析师：袁孝锋 电话：(8621) 20252676 邮箱：qiu Xiaofeng@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511050001
分析师：王强 电话：(8621) 20252621 邮箱：wangqiang_yj@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511080002
分析师：胡昂 电话：(8621) 20252671 邮箱：huang@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130512070003

1. 事件

(1) 公司发布 2012 年年报，实现营收 27860.45 亿元，同比增长 11.2%；实现归属于母公司股东净利润 634.96 亿元，同比下滑 11.4%，EPS 为 0.73 元，全面摊薄 EPS 为 0.71 元；其中四季度单季业绩 0.25 元，略好于市场预期；与我们预期一致。分配方案是全年每股股息 0.30 元，并且每 10 股送红股 2 股，以资本公积转增股本每 10 股转增 1 股。

(2) 将设立合资公司持有 50% 股份，收购集团海外油气资产，购买 CIR50%、Mansarovar50% 和 Taihu49% 股权。

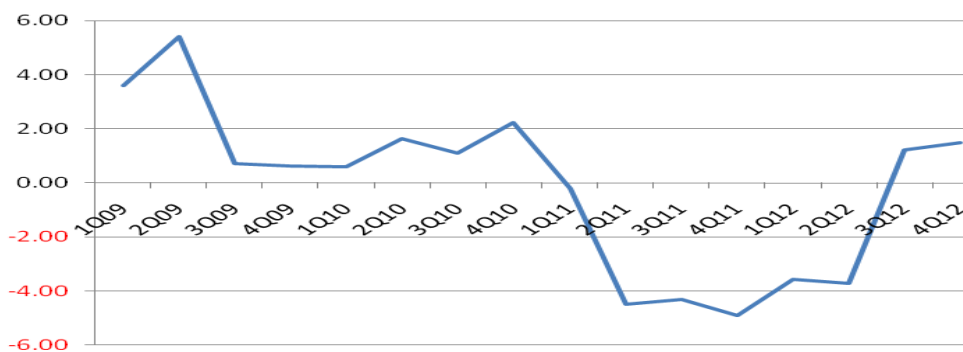
2. 我们的分析与判断

(一)、炼油环比继续好转，修复到 2010 年水平，今年将是炼油反转年

炼油从 2012 年二季度以来逐季好转。去年上半年炼油一度延续 2011 年二季度以来的较大幅度亏损，炼油单桶 EBIT 亏损约 3.7 美元/桶；之后发改委几次成品油价格通过“下调时少调、上调时多调”，使得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，再加上三季度国际原油价格见底回升，公司炼油从 8 月下半月开始明显好转；三季度单桶炼油 EBIT 约为 1.23 美元/桶，四季度进一步好转至 1.5 美元/桶，基本修复至 2010 年时的盈利水平。

从目前的情况来看，国内成品油价格距离市场化接轨只有 200-300 元/吨的差距，接轨对对宏观经济的冲击已经非常小了；大城市拥挤的交通和近期持续的雾霾天气，也使得政府和社会大众更容易达成通过价格杠杆来调节汽柴油需求增长的共识。我们坚持去年下半年以来的判断，2013 年将是炼油趋势性好转的一年；新的成品油定价机制在今年合适的时候推出的可能性较大，届时炼油盈利则更加锦上添花，炼油亏损的担忧也将得到本质性消除，公司由于炼油的亏损担忧而带来的估值折价也将一定程度上得到修复。

图 1：目前成品油定价机制实行以来中石化单季度炼油单桶经营收益情况（美元/桶）



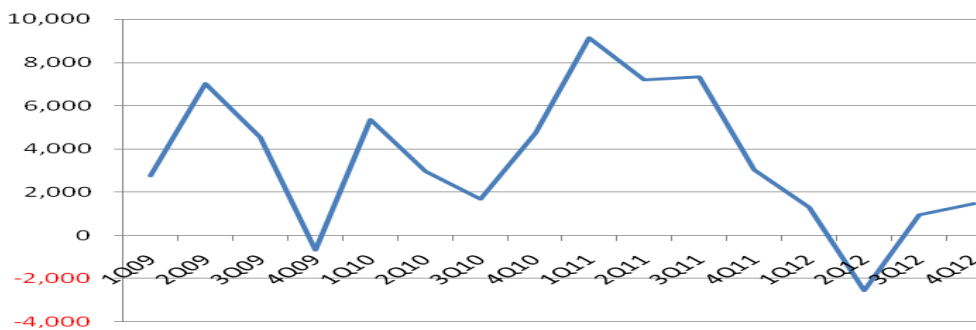
资料来源：中国银河证券研究部

(二)、化工下半年扭亏，未来几年将缓步复苏

去年上半年化工市场受国内经济增速放缓、下游需求疲软影响而持续低迷，5月以后国际油价大幅下降又进一步引发化工产品价格大幅下跌而愈显低迷，而且化工产品竞争非常激烈，公司化工业务环比大幅恶化，经营状况从一季度的微利13亿元下滑到二季度的亏损25.6亿元，单吨乙烯 EBIT 从一季度的533元/吨下滑到-1087元/吨，从2011年上半年3259元/吨的高点滑入深渊。

下半年随着宏观经济的企稳，公司石化板块大幅扭亏，四季度环比略有好转；单吨乙烯 EBIT 三季度和四季度分别回复到433元/吨和605元/吨，但仍处于十年来的底部。我们测算未来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，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%；中石化的化工板块作为对化工中上游的综合反应，其历史上的盈利情况基本与大石化的景气周期相吻合；我们判断未来几年的盈利状况也将缓步复苏。

图 2：近年来中石化的化工板块经营收益情况（百万元）



资料来源：中国银河证券研究部

(三)、营销板块基本平稳，上游板块小有回落

公司营销板块继续保持稳定增长，公司2012年扛住了成品油需求增速相对低迷的局势，经营收益基本保持平稳。上游板块整体平稳，考虑今年油价预计同比略有回落，上游板块业绩预计将小有回落。

(四)、集团海外资产注入开始启动

公司将尽快在香港设立一家合资公司，即 Sinopec International Petroleum E&P Hongkong Overseas Limited，由股份公司旗下的全资子公司 SHI 与集团公司旗下全资子公司 Tiptop HK 分别持有 50% 的股份；合资公司将向 Tiptop BVI 购买 CIR50% 的已发行股份，向 SOOGL 购买 Mansarovar 公司 50% 股权和 Taihu 公司 49% 股权。

此次交易前，安哥拉 18 区块是公司在海外唯一的国际油气资产；完成本次交易，将会令公司的合并境外探明储量由 2012 年的 72.0 百万桶油当量增至 330.2 百万桶油当量，增幅为 358.6%，而公司的合并境外产量则由 2012 年的 21.7 百万桶油当量增至 58.7 百万桶油当量，增幅为 170.7%。此次交易将有利于公司实现成为拥有大量油气资产的更为国际化企业的战略目标，有助于本公司成为资源分配均衡、在世界主要油气产区占据重要地位的全球性油气勘探和生产公司。

完成此次交易将扩大公司境外储量及产量水平，可拥有哈萨克斯坦、哥伦比亚、俄罗斯等全球主要油气产区的多项资产，公司油气探明储量将由 3964.0 百万桶油当量增长 6.5% 到 4222.2 百万桶油当量，公司的油气当量产量将由目前的 428.0 百万桶增长 8.6% 至 465.0 百万桶。

此次交易有利于提升公司的盈利能力、现金收入及财务表现；CIR 2012 年实现净利润人民币 23.78 亿元，净利润率 19.2%；Mansarovar 2012 年实现净利润人民币 13.15 亿元，净利润率 32.2%；Taihu 拥有的 UDM 项目目前产量

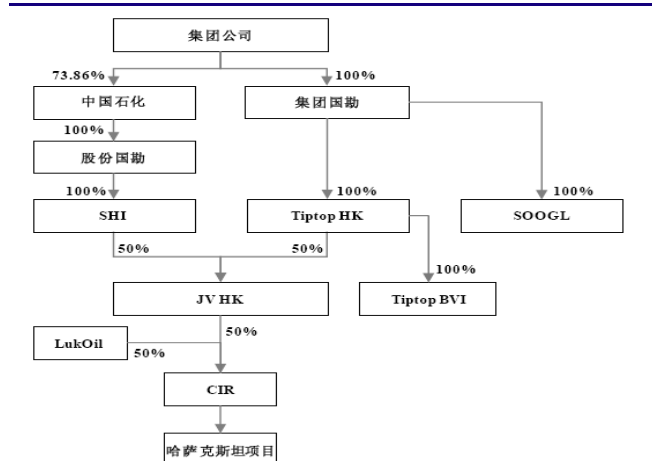
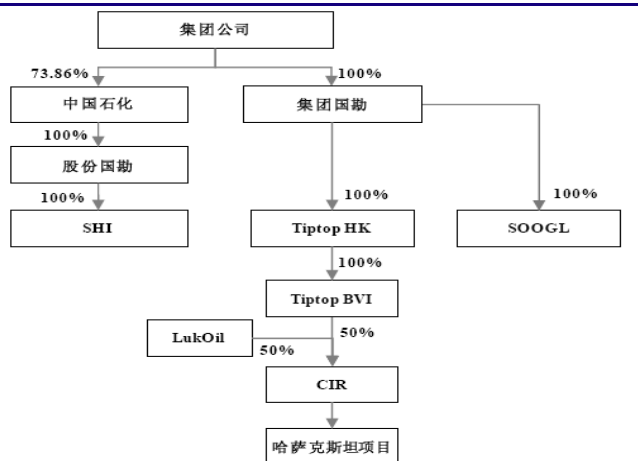
维持在较高水平, Taihu 2012 年实现净利润人民币 27.32 亿元, 净利润率达 12.5%。考虑到股权关系, 我们测算按照 3 个收购标的 2012 年的净利润来看, 将增厚公司 EPS 约为 0.02 元。

图 3: 公司的合资公司购买的 3 块资产的油气储量和产量情况

	收购前	合资公司				收购后	增幅
		CIR	Mansarovar	Taihu	合计		
油气探明储量 (百万桶油当量)	3,964.0	72.2	17.7	168.3	258.2	4,222.2	6.5%
其中: 原油探明储量 (百万桶)	2,843.0	71.1	17.7	168.3	257.1	3,100.1	9.0%
天然气探明储量 (十亿立方英尺)	6,730.0	6.5	-	-	6.5	6,736.5	0.1%
油气当量产量 (百万桶)	428.0	11.0	3.6	22.4	37.0	465.0	8.6%

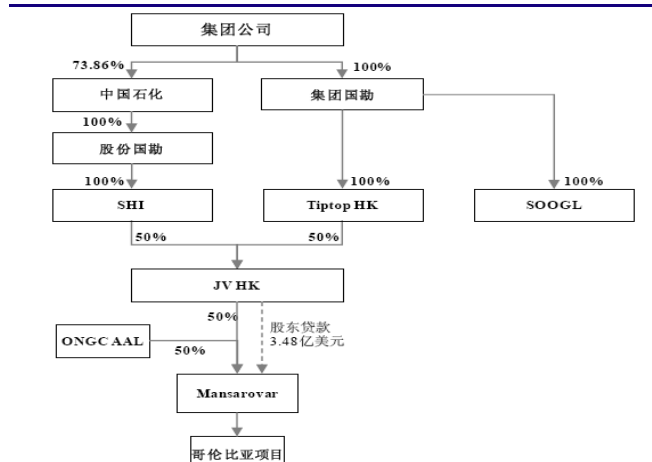
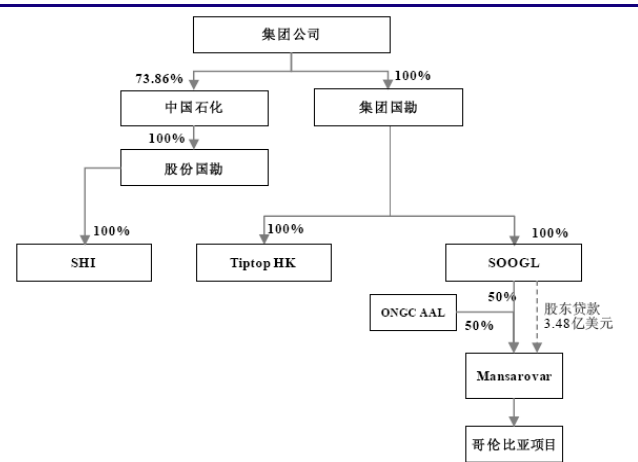
资料来源: 中国银河证券研究部

图 4: 合资公司收购 CIR 公司 50% 股权



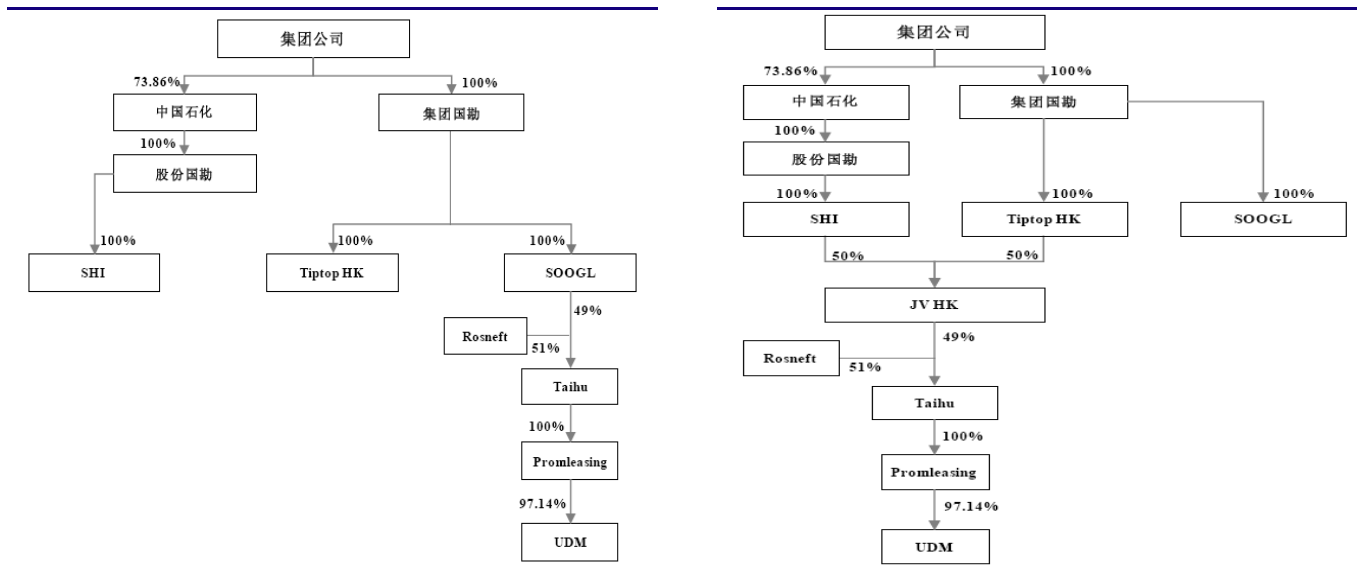
资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

图 5: 合资公司收购 Mansarovar 公司 50% 股权



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

图 6: 合资公司收购 Taihu 公司 49% 股权



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”。之前中石化公司一再表示, 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; 我们认为从这次海外资产注入的来看, 未来合适的资产继续注入的可能性较大。

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; 这次收购的油气产量总共在 500 万吨左右, 剩下的潜在的预计在 1500 万吨权益产量左右。

3. 投资建议

公司业绩随着炼化业务环比持续改善而增长; 今年, 公司有望迎来成品油定价市场化的春天。我们预计公司 2013-2014 年 EPS 分别为 0.92 元和 1.00 元, 维持“推荐”评级, 详见我们 3 月份发布的深度报告《中国石化 (600028): 拥抱成品油改春天的一体化能源巨头》。

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。

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