

分析师： 齐求实
执业证书编号： S0050511070001
Tel: 010-59355977
Email: qiqs@chinans.com.cn
地址： 北京市朝阳区北四环中路 27 号盘古大观 A 座 40 层 (100101)



中国石化 (600028. SH)

成品油定价机制调整有望使炼油业务扭亏为盈

投资要点

● **2012 年业绩同比下降 11.4%**。报告期内公司实现营业收入 27860 亿元，较上年同期增长 11.2%；归属于上市公司股东的净利润 639 亿元，较上年同期下降 11.4%；每股收益为 0.73 元。利润分配预案：每 10 股送红股 2 股转增 1 股派现金 2.00 元（含税）。

● **公司油气产量小幅增长**。报告期内公司原油生产 328.28 百万桶，同比增长 2%，天然气产量 5980.1 亿立方英尺，同比增长 15.7%，总油气当量共生产 427.95 百万桶，同比增长 4.9%，其中海外产量的增速达到 18.1%，今后海外油气资源的并购仍是公司增产的主要方式，境内油气实现储采平衡有余。

● **炼油业务今年有望扭亏**。报告期内炼油业务亏损为人民币 114 亿元，同比减少亏损人民币 243 亿元。炼油业务的核心影响因素还是成品油价格形成机制的问题，预计 2013 年机制会有所调整，公司炼油将可以扭亏为盈。

● **化工业务仍在底部徘徊**。2013 年宏观经济变得更差的概率不大，化工市场同比将会出现好转的迹象，公司化工板块 2013 年业绩预计也将同比转好。

● **资本支出侧重于上游业务**。上游油气资源增量不足，油公司都把上游投资作为资本开支的重点，这也将给油田装备市场带来一定增量。

● **给予公司“增持”评级**。预计公司 2013-2015 年每股收益分别为 0.86、0.90、0.93 元，对应动态市盈率 8.3、7.9、7.7 倍，给予公司“增持”评级，关注成品油定价机制出台对公司股价的正面影响。

化工

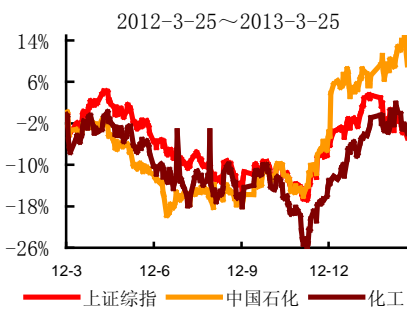
投资评级

本次评级:	增持
跟踪评级:	调高
目标价格:	8.2

市场数据

市价(元)	7.16
上市的流通 A 股(亿股)	700.40
总股本(亿股)	896.66
52 周股价最高最低(元)	5.75-7.65
上证指数/深证成指	2240.02/8999.02
2012 年股息率	1.69%

52 周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测				
项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	2786045.00	2856624.00	3168322.00	3395390.00
增长率(%)	11.18	2.53	10.91	7.17
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	63496.00	74852.00	78525.00	80639.00
增长率(%)	-11.43	17.88	4.91	2.69
毛利率(%)	14.85	14.92	14.26	15.33
净资产收益率(%)	12.37	11.56	14.39	12.66
EPS(元)	0.73	0.86	0.90	0.93
P/E(倍)	10.11	8.32	7.93	7.72
P/B(倍)	1.21	1.16	1.35	1.26

来源：公司年报、民族证券

一、公司油气产量小幅增长

报告期内公司原油生产 328.28 百万桶，同比增长 2%，天然气产量 5980.1 亿立方英尺，同比增长 15.7%，总油气当量共生产 427.95 百万桶，同比增长 4.9%，其中海外产量的增速达到 18.1%，今后海外油气资源的并购仍是公司增产的主要方式，境内油气实现储采平衡有余。

天然气开发速度较快，公司在四川盆地、鄂尔多斯盆地以及普光气田大湾区块的产能建设逐步释放。在非常规油气开发方面，以致密气开发为主的鄂尔多斯盆地完成了 10 亿方水平井开发建产目标，首个页岩气产能建设示范项目在涪陵正式启动。

在提升产量的同时，公司也在加大勘探力度，全年共完成二维地震 23,436 千米，同比增长 26%；三维地震 11,813 平方千米，同比增长 4%；完成探井进尺 2,545 千米，同比增长 17%。

2012 年勘探开发板块经营收入为人民币 2,572 亿元，同比增长 6.3%，主要归因于原油销量增加 107 万吨，天然气销量增加 21 亿立方米，原油平均实现销售价格为人民币 4,491 元/吨，同比降低 0.8%；天然气平均实现销售价格为人民币 1292 元/千立方米，同比增长 0.6%。2012 年油气现金操作成本为人民币 786 元/吨，同比增长 6.4%，老油田注采输系统简单维护性投入增加提高了成本，上游板块经营收益为人民币 701 亿元，同比降低 2.2%。

2013 年勘探方面，公司以鄂南、准西为重点加快形成新的产量增长点；元坝气田等一批天然气产能建设，将延伸公司天然气价值链。公司 2014 年计划生产原油 4,643 万吨、天然气 181 亿立方米，我们预计今年国际原油价格 Brent 在 105-110 美元每桶区间，上游盈利情况将有所增长。

二、炼油业务今年有望扭亏

2012 年国内成品油表观消费量（包括汽油、柴油和煤油）为 2.51 亿吨，同比增长 3.3%，其中汽油和航空煤油增速较快，柴油市场较为平稳，优化调整产品结构与成品油质量升级是行业未来的趋势。

公司 2012 年加工原油 2.21 亿吨，同比增长 1.8%；生产成品油 1.33 亿吨，同比增长 3.9%，其中汽油、煤油同比增长 9.3%。炼油板块经营收入为人民币 12,709 亿元，同比增长 4.9%，占公司营业收入的 59.1%，对公司业绩影响敏感性较大，尤其公司外购原油数量占加工量的 76%，外购原油平均单位加工成本人民币 5,223 元/吨，同比增长 3.9%，严重拖累了公司盈利能力。公司 2012 年炼油毛利为人民币 156.5 元/吨，同比增长 121.8 元/吨，主要由于成品油价格调整比较及时，报告期内炼油业务亏损为人民币 114 亿元，同比减少亏损人民币 243 亿元。

2012 年公司成品油总经销量 1.73 亿吨，其中境内成品油总经销量 1.59 亿吨，同比增长 5.2%。品牌加油站总数达到 30836 个，单站年均加油量 3498 吨，同比增长 5%。油品销售板块收益人民币 427 亿元，同比降低 4.6%。

2013 年公司计划加工原油 2.38 亿吨，生产成品油 1.45 亿吨，境内成品油经销量 1.65 亿吨。从排产安排看，炼油与销售业务都有所增长，但是炼油业务的核心影响因素还是成品油价格形成机制的问题，预计 2013 年机制会有所调整，如果新机制使得调价更为灵活与及时，炼油按一季度亚洲平均 5-8 美元/桶炼油毛利计算的话，公司炼油将可以扭亏为盈。

三、化工业务仍在底部徘徊

2012 年受全球经济低迷的负面影响，化工产品需求不旺，同时受来自中东和北美地区的部分低成本化工产品冲击的影响，国内化工品价格大幅下滑，盈利能力受到双重压制。国内合成树脂、合成纤维、合成橡胶三大合成材料表观消费量同比仅仅分别增长 1.9%、11.7%和 5.3%，国内乙烯当量表观消费量同比增长 2.7%。

公司化工板块收入为人民币 4120 亿元，同比降低 2.0%，实现经营收益为人民币 12 亿元，同比减少 255 亿元，降低 95.6%。为应对市场需求不足的形势，公司化工产品产量均有小幅下滑，其中全年乙烯产量同比下降 4.5%，合成树脂下降 2.3%，合成橡胶下降 2.5%。

但是 2013 年宏观经济变得更差的概率不大，化工市场同比将会出现好转的迹象，公司计划今年生产乙烯 983 万吨，武汉乙烯该项目主要包括 80 万吨/年乙烯及下游配套工程，预计 2013 年上半年投产。

四、资本支出侧重于上游业务

2013 年公司资本支出 1690 亿元，其中，勘探开发板块占 47%，新建原油生产能力 618.30 万吨/年，新建天然气生产能力 46.63 亿立方米/年；炼油板块占 19%，主要用于炼油改扩建工程及生产清洁能源项目，上海石化、金陵及一批油品质量升级项目建成投产；化工板块占 14%，武汉乙烯、仪征 1,4-丁二醇、安庆丙烯腈、洛阳聚丙烯等陆续进入投产阶段，海南芳烃、燕山丁基橡胶、广州丙烯等项目也在建设之中建设；另外 19%用于营销及分销板块。

2013 年计划资本支出人民币 1,817 亿元：

勘探开发板块资本支出人民币 891 亿元，新疆、鄂尔多斯、四川盆地等区域油气勘探将是工作重点，元坝气田 17 亿立方米/年天然气试采项目预计 2014 年建成。

炼油板块资本支出人民币 338 亿元，安庆、茂名、九江等炼油改造项目，预计 2016 年广东炼化一体化项目建设 1,500 万吨/年炼油、100 万吨/年乙烯及 30 万吨码头建成投产。

另外化工板块资本支出人民币 259 亿元，营销及分销板块资本支出人民币 270 亿元。

在“十一五”期间炼油规模大发展之后，下游炼油、以及大部分化工产能已经逐步出现过剩局面，而上游油气资源增量却不明显，目前各个油公司都把上游投资作为资本开支的重点，这也将给油田装备市场带来一定增量。

五、盈利预测与投资评级

预计公司 2013-2015 年每股收益分别为 0.86、0.90、0.93 元，对应动态市盈率 8.3、7.9、7.7 倍，给予公司“增持”评级，关注成品油定价机制出台对公司股价的正面影响。

分析师简介

齐求实，毕业于中国石油大学，工学硕士。08年12月进入中国民族证券，从事石油石化行业研究分析工作。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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征价。本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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。