

## 年报业绩略低预期，2014 稳定增长

**600028：中国石化**  
**投资评级：推荐（首次）**

### ⑤ 中石化 2013 年业绩略低于预期

中石化年报显示，公司2013年营业收入28803亿元，同比增长3.4%，归属母公司股东净利润672亿元，同比增长5.8%，每股收益0.579元，业绩略低于预期。

### ⑤ 勘探开采和成品油销售板块是利润主要来源

中石化勘探开采事业部经营收益548亿元，营销与分销事业部经营收益351亿元，这两个板块是中石化收益的主要来源。这两个板块收益都同比下降较大，原因是原油价格同比下跌，带动成品油价格下跌，以及国内成品油销售激烈竞争带来的成本费用上升。

炼油事业部盈利86亿元，去年同期亏损114亿，成品油定价机制改革效果明显。化工事业部经营收益8.68亿元，同比下降26.3%，产品价格下跌是主要原因。

### ⑤ 2014 年稳定增长，勘探开采是看点

中石化2014年计划生产原油363.76百万桶，同比增长9.4%，计划生产天然气7062亿立方英尺，同比增长7%。勘探开采板块将是中石化2014业绩重要增长点。未来，随着元坝气田的建设和投产，天然气产销量进一步增大，勘探开采板块将继续为中石化提供增长。

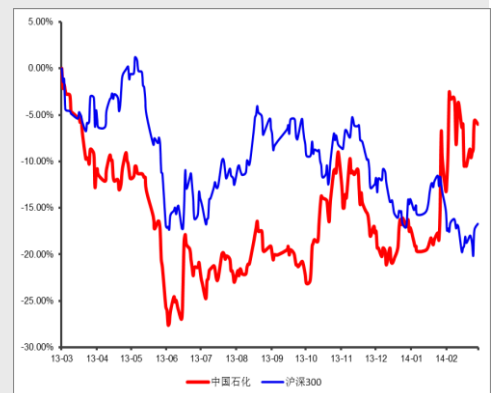
### ⑤ 投资建议

我们预计中国石化2014-2016年每股收益分别为0.63、0.69、0.74元，推荐投资评级。

风险提示：原油价格大幅波动。

市场表现

截至 2014.03.21



分析师：王刚

执业证书号：S 1490514010001

电话：010- 58566810

邮箱：wanggang@hrsec.com.cn

目 录

---

一、2013 年业绩略低预期.....	4
二、勘探开采与成品油销售是利润主要来源.....	4
三、2014 年稳定增长.....	7
四、盈利预测与投资建议.....	7

**图表目录**

---

图表 1：2013 年中石化勘探开采板块运营数据 .....	5
图表 2：2013 年中石化炼油事业部运营数据 .....	5
图表 3：2013 年中石化营销与分销事业部运营数据 .....	5
图表 4：2013 年中石化化工事业部运营数据，千吨 .....	6
图表 5：2013 年中石化主要产品销售量与实现价格 .....	6

## 一、2013 年业绩略低预期

中石化年报显示，公司 2013 年营业收入 28803 亿元，同比增长 3.4%，营业利润 965 亿，同比增长 9.7%，归属母公司股东净利润 672 亿，同比增长 5.8%，扣非后，667 亿，同比增长 7.6%，每股收益 0.579 元，每股经营现金流量 1.308 元，同比增长 2.8%。中石化的年报业绩略低于预期。

从行业来看，2013 年，BRENT 原油均价 108.66 美元，同比下降 2.7%，WTI 原油均价 97.97 美元，同比上涨 4.1%。2013 年，国内原油产量 2.08 亿吨，同比增加 1.7%。

2013 年，国内原油加工量 4.44 亿吨，同比增长 6.9%，成品油产量 2.73 亿吨，同比增长 6.1%，其中汽油同比增长 11.9%，柴油同比增长 1.3%。成品油表观消费量 2.63 亿吨，同比增长 4.8%，其中汽油同比增长 12.2%，柴油同比增长 0.3%。

我国成品油市场延续了多年来的汽油消费旺盛，柴油消费低迷的状况，由于柴油下游主要是工业用途，数据反映了宏观经济增长乏力的现状。

## 二、勘探开采与成品油销售是利润主要来源

分板块来看，虽然与中石油庞大的勘探开采规模相比，中石化上游规模并不大，但勘探与开采板块也同样是中石化的最主要利润来源，营销与分销事业部是中石化另一个主要利润来源。

2013 年，勘探开采板块实现经营收益 548 亿元，同比降低 21.8%，下降原因主要是原油价格下降和成本费用、折旧摊销等的上升。2013 年，中石化油气现金操作成本 800 元/吨，同比增长 1.8%。

**图表 1：2013 年中石化勘探开采板块运营数据**

	2013年	2012年	2011年	2013年较 2012年 同比变动(%)
油气当量产量(百万桶)	442.84	427.95	407.91	3.48
原油产量(百万桶)	332.54	328.28	321.73	1.30
中国	310.84	306.60	303.37	1.38
海外	21.70	21.68	18.36	0.09
天然气产量(十亿立方英尺)	660.18	598.01	517.07	10.40

数据来源：公司公告，华融证券整理

炼油事业部经营收益 86 亿元，去年同期亏损 114 亿元，受益于成品油定价机制改革，炼油业务扭亏为盈。2013 年炼油毛利 261.1 元/吨，同比增加 104.6 元/吨。炼油现金操作成本 168.5 元/吨，同比增加 11 元/吨。

**图表 2：2013 年中石化炼油事业部运营数据**

	2013年	2012年	2011年	2013年较 2012年 同比变动(%)
原油加工量	231.95	221.31	217.37	4.81
汽、柴、煤油产量	140.40	132.96	128.00	5.59
汽油	45.56	40.55	37.10	12.36
柴油	77.40	77.39	77.17	0.02
煤油	17.43	15.01	13.73	16.15
化工轻油产量	37.97	36.33	37.38	4.52
轻油收率(%)	76.19	76.75	76.08	降低 0.56 个百分点
综合商品率(%)	94.82	95.15	95.09	降低 0.33 个百分点

数据来源：公司公告，华融证券整理

营销与分销事业部是中石化另外一个主要收益来源，该事业部 2013 年实现经营收益 351.43 亿元，同比降低 17.6%。吨油现金销售费用 196.1 元/吨，同比上升 5.3%。

**图表 3：2013 年中石化营销与分销事业部运营数据**

	2013年	2012年	2011年	2013年较 2012年 同比变动(%)
成品油总销量(百万吨)	179.99	173.15	162.32	3.95
境内成品油总销量(百万吨)	165.42	158.99	151.16	4.04
零售量(百万吨)	113.73	107.85	100.24	5.45
直销量(百万吨)	33.49	33.25	33.22	0.71
批发量(百万吨)	18.20	17.89	17.70	1.73
单站年均加油量(吨/站)	3,707	3,498	3,330	5.97

数据来源：公司公告，华融证券整理

化工事业部实现经营收益 8.68 亿元，同比下降 26.3%。产品价格下跌时业绩下滑主要原因，合成橡胶价格同比下降了 30.5%，化肥价格同比下降了 16.9%，合成纤维价格下降了 4%。

**图表 4：2013 年中石化化工事业部运营数据，千吨**

	2013年	2012年	2011年	2013年 较2012年 同比变动(%)
乙烯	9,980	9,452	9,894	5.58
合成树脂	13,726	13,343	13,652	2.87
合成橡胶	960	936	990	2.59
合成纤维单体及聚合物	9,227	8,950	9,380	3.10
合成纤维	1,392	1,339	1,388	3.99

数据来源：公司公告，华融证券整理

**图表 5：2013 年中石化主要产品销售量与实现价格**

	销售量(千吨)			平均实现价格 (人民币元/吨、人民币元/千立方米)		
	截至12月31日止年度			截至12月31日止年度		
	2013年	2012年	变化率(%)	2013年	2012年	变化率(%)
原油	7,604	6,221	22.2	4,253	4,579	(7.1)
中国	7,582	6,221	21.9	4,252	4,579	(7.1)
海外	22	-	-	4,678	-	-
天然气(百万立方米)	15,907	14,431	10.2	1,336	1,281	4.3
汽油	59,482	53,488	11.2	8,498	8,615	(1.4)
柴油	99,855	99,864	0.0	7,050	7,219	(2.3)
煤油	20,162	18,760	7.5	6,116	6,416	(4.7)
基础化工原料	25,838	23,387	10.5	6,870	6,740	1.9
合纤单体及聚合物	6,856	6,943	(1.3)	8,167	8,238	(0.9)
合成树脂	10,696	10,503	1.8	9,631	9,181	4.9
合成纤维	1,488	1,458	2.1	10,356	10,790	(4.0)
合成橡胶	1,346	1,287	4.6	12,214	17,564	(30.5)
化肥	1,129	1,193	(5.4)	1,698	2,052	(17.3)

数据来源：公司公告，华融证券整理

中石化 2013 年末期建议派发股息每股 0.15 元，中期已经排发 0.09 元，合计 0.24 元，股息率 44%。

### 三、2014年稳定增长

中石化 2014 年计划生产原油 363.76 百万桶，同比增长 9.4%，生产天然气 7062 亿立方英尺，同比增长 7%，计划加工原油 2.44 亿吨，同比增长 5.2%，生产成品油 1.50 亿吨，同比增长 6.8%，计划境内销售成品油 1.69 亿吨，同比增长 2.1%，生产乙烯 1058 万吨，同比增长 10.6%。

前面提到勘探开采板块是中石化利润主要来源之一，近 10%的产量增长将成为中石化 2014 年业绩重要增长点，前提是国际原油价格不出现大幅波动。

2014 年计划资本支出 1616 亿元，其中，勘探与开采板块 879 亿元，炼油板块 255 亿元，营销与分销板块 241 亿元，化工板块 176 亿元，总部与其他 65 亿元。

目前公司进行中的重大项目包括：武汉 80 万吨乙烯项目，已于 2014 年 1 月 1 日投入商业运营；山东 300 万吨 LNG 项目，计划年内投产；元坝气田 17 亿立方米天然气项目，计划年内投产；广东 1500 万吨炼油项目，计划 2017 年投产；涪陵页岩气项目，计划年内建设 18 亿立方米产能；广西 300 万吨 LNG 项目，计划 2015 年投产。

从排产计划看，中石化 2014 年产量保持稳定增长，在国际油价不出现大幅波动情况下，业绩也有望有 5-8%的增长。未来的增长点一是元坝气田的产能建设与释放，二是成品油升级带来的业绩贡献。

### 四、盈利预测与投资建议

我们预计中国石化 2014-2016 年每股收益分别为 0.63、0.69、0.74 元，给予推荐投资评级。

风险提示：原油价格大幅波动。

**资产负债表**

单位：百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	<b>320,015.0</b>	<b>332,468.0</b>	<b>381,340.6</b>	<b>406,820.2</b>	<b>402,569.1</b>
现金	-13,872.0	-25,441.0	29,667.2	30,557.2	31,473.9
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据及帐款	101,440.0	97,237.0	94,156.8	102,978.8	100,070.8
预付款项	4,370.0	4,216.0	5,388.9	4,469.4	5,660.7
其他应收款	8,807.0	13,165.0	6,667.8	13,760.0	7,280.6
存货	218,262.0	221,906.0	224,075.0	233,669.9	236,698.0
其他	1,008.0	21,385.0	21,385.0	21,385.0	21,385.0
<b>非流动资产</b>	<b>887,390.0</b>	<b>1,005,765.0</b>	<b>1,141,401.2</b>	<b>1,259,277.3</b>	<b>1,367,134.0</b>
长期股权投资	52,061.0	77,078.0	79,078.0	81,078.0	83,078.0
固定资产	757,946.0	830,225.0	969,841.7	1,091,698.3	1,197,555.0
无形资产	56,091.0	66,518.0	66,518.0	66,518.0	66,518.0
其他	21,292.0	31,944.0	25,963.5	19,983.0	19,983.0
<b>资产总计</b>	<b>1,207,405.0</b>	<b>1,338,233.0</b>	<b>1,522,741.8</b>	<b>1,666,097.6</b>	<b>1,769,703.1</b>
<b>流动负债</b>	<b>469,286.0</b>	<b>535,116.0</b>	<b>641,379.5</b>	<b>699,547.1</b>	<b>711,402.8</b>
短期负债	100,228.0	118,121.0	233,593.1	267,045.5	287,169.3
应付账款	222,284.0	207,250.0	211,484.5	218,295.2	223,336.3
预收账款	69,299.0	81,079.0	67,635.8	85,540.4	72,231.1
其他	77,475.0	128,666.0	128,666.0	128,666.0	128,666.0
<b>长期负债</b>	<b>187,518.0</b>	<b>179,857.0</b>	<b>179,857.0</b>	<b>179,857.0</b>	<b>179,857.0</b>
长期借款	162,116.0	145,590.0	145,590.0	145,590.0	145,590.0
其他	25,402.0	34,267.0	34,267.0	34,267.0	34,267.0
<b>负债合计</b>	<b>656,804.0</b>	<b>714,973.0</b>	<b>821,236.5</b>	<b>879,404.1</b>	<b>891,259.8</b>
股本	86,820.0	116,565.0	116,565.0	116,565.0	116,565.0
资本公积金	30,574.0	39,413.0	39,413.0	39,413.0	39,413.0
留存收益	395,980.0	414,368.0	488,011.4	568,189.2	654,542.9
少数股东权益	37,227.0	52,914.0	57,516.0	62,526.3	67,922.5
母公司所有者权益	513,374.0	570,346.0	643,989.4	724,167.2	810,520.9
<b>负债及权益合计</b>	<b>1,207,405.0</b>	<b>1,338,233.0</b>	<b>1,522,741.8</b>	<b>1,666,097.6</b>	<b>1,769,703.1</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	<b>142,466.0</b>	<b>150,010.0</b>	<b>118,159.5</b>	<b>147,918.8</b>	<b>162,851.9</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-163,279.0</b>	<b>-178,740.0</b>	<b>-158,504.5</b>	<b>-156,904.5</b>	<b>-156,904.5</b>
<b>筹资活动现金流</b>	<b>5,628.0</b>	<b>31,519.0</b>	<b>95,453.2</b>	<b>9,875.7</b>	<b>-5,030.7</b>



**利润表**

单位：百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,786,045.0	2,880,311.0	2,966,720.3	3,055,721.9	3,147,393.6
营业成本	2,372,235.0	2,457,041.0	2,530,612.4	2,597,363.6	2,668,989.8
营业税金及附加	188,483.0	190,672.0	196,392.2	202,283.9	208,352.4
营业费用	40,299.0	44,359.0	44,688.8	46,029.5	47,410.4
管理费用	65,590.0	73,572.0	73,437.6	75,640.7	77,909.9
财务费用	9,819.0	6,274.0	18,135.9	21,693.7	23,271.6
资产减值损失	7,906.0	4,044.0	5,920.3	5,920.3	5,920.3
公允价值变动净收益	206.0	2,167.0	2,000.0	2,000.0	2,000.0
投资收益	1,540.0	2,510.0	2,000.0	2,000.0	2,000.0
<b>营业利润</b>	<b>87,926.0</b>	<b>96,453.0</b>	<b>101,533.1</b>	<b>110,790.2</b>	<b>119,539.2</b>
其他非经营性损益	2,181.0	529.0	1,460.7	1,460.7	1,460.7
<b>利润总额</b>	<b>90,107.0</b>	<b>96,982.0</b>	<b>102,993.8</b>	<b>112,250.9</b>	<b>120,999.8</b>
所得税	23,696.0	25,605.0	24,748.4	27,062.7	29,250.0
<b>净利润</b>	<b>66,411.0</b>	<b>71,377.0</b>	<b>78,245.3</b>	<b>85,188.1</b>	<b>91,749.9</b>
少数股东权益	2,915.0	4,198.0	4,602.0	5,010.3	5,396.2
归属母公司所有者净利润	63,496.0	67,179.0	73,643.4	80,177.8	86,353.7
<b>EPS (元)</b>	<b>0.54</b>	<b>0.58</b>	<b>0.63</b>	<b>0.69</b>	<b>0.74</b>

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

## 免责声明

王刚，在此声明，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收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

### 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100033）

传真：010-58568159

网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)