

**增持 调低**
**中国石化 (600028)**
**2015 年 1 月 21 日**

## 2014 年原油产量突破 5000 万吨，同比增长 8.35%

1 月 20 日收盘价 6.32 元，6 个月目标价 6.81 元

 石化行业首席分析师：邓勇  
 SAC 执业证书编号：S0850511010010  
 dengyong@htsec.com  
 021-23219404

 石化行业分析师：王晓林  
 SAC 执业证书编号：S0850513080001  
 wxl6666@htsec.com  
 021-23219812

### 中国石化公布 2014 年经营数据

2014 年，中石化实现油气产量 4.80 亿桶，同比增长 8.53%；实现原油加工量 2.35 亿吨，同比增长 1.48%；汽油产量 5122 万吨，同比增长 12.42%；柴油产量 7426 万吨，同比下降 4.06%；乙烯产量 1070 万吨，同比增长 7.20%。

### 1. 油气开采业务：原油产量首次突破 5000 万吨

2014 年，中石化实现原油产量 5064.28 万吨，同比增长 8.35%，主要来自海外油田产量的提升。

2013 年底完成的海外油气资产并购保证了公司 2014 年原油产量实现较大幅度提升。2014 年，公司海外原油产量达到 686 万吨，同比大幅提升 131.80%。

天然气产量稳步增长。2014 年，公司天然气产量 202.87 亿立方米，首次突破 200 亿方。天然气产量在公司油气产量中的占比达到 24.87%，我们预计随着公司页岩气产量的快速提升，天然气将成为公司未来油气产量增长的重要推动力。

在油价大幅回落的背景下，天然气业务有望成为公司上游业务稳定的盈利来源。

**表 1 中国石化年度经营数据 (油气产量)**

	单位	2010	2011	2012	2013	2014	同比
原油产量	万吨	4609.15	4525.36	4616.52	4673.90	5064.28	8.35%
天然气产量	亿立方米	125.00	146.44	169.36	186.97	202.87	8.51%
油气当量产量	百万桶	401.42	407.91	427.95	442.38	480.12	8.53%
原油/油气当量		81.67%	78.87%	76.71%	75.13%	75.13%	
天然气/油气当量		18.33%	21.13%	23.29%	24.87%	24.87%	

资料来源：公司 2010-2014 经营数据公告，海通证券研究所

## 2. 炼油业务：原油加工量稳步增长，柴汽比逐年下降

原油加工量稳步提升。成品油价格理顺后，公司炼油业务盈利稳定，从而也推动了公司原油加工量的增长。2014 年公司原油加工量 2.35 亿吨，同比增长 1.48%。国内成品油价格的连续下调影响了公司原油加工量的增速。

柴汽比由 2011 年前的 2:1 以上，降至 2014 年的 1.45:1。近两年由于经济增速放缓，对柴油的需求下降，同时其价格也相对低迷，而汽油需求继续保持较快增长。2014 年公司汽油产量 5122 万吨，同比增长 12.42%；柴油产量 7426 万吨，同比下降 4.06%。随着汽油收率的提升及柴油收率的下降，在柴汽比方面，公司柴汽比由 2011 年的 2.08:1 降至 2014 年的 1.45:1。

**表 2 中国石化年度经营数据（原油加工量，百万吨）**

	2010	2011	2012	2013	2014	同比
原油加工量	211.13	217.37	221.31	231.95	235.38	1.48%
汽油产量	35.87	37.1	40.55	45.56	51.22	12.42%
柴油产量	76.09	77.17	77.39	77.40	74.26	-4.06%
煤油产量	12.42	13.73	15.01	17.43	20.75	19.05%
化工轻油产量	35.00	37.38	36.33	37.97	39.18	3.19%
汽油收率	16.99%	17.07%	18.32%	19.64%	23.14%	
柴油收率	36.04%	35.50%	34.97%	33.37%	33.55%	
柴汽比	2.12	2.08	1.91	1.70	1.45	

资料来源：公司 2010-2014 年经营数据公告，海通证券研究所

## 3. 化工业务：行业景气度回升，乙烯产量继续增长

2014 年公司乙烯产量达到 1069.9 万吨，同比增长 7.20%，已是历史新高产量。我们预计随着石化行业景气度的缓慢回升，公司乙烯产量有望逐步增长，同时化工业务盈利也有望逐步提升。

**表 3 中国石化年度经营数据（化工业务，万吨）**

	2010	2011	2012	2013	2014	同比
乙烯产量	905.9	989.4	945.2	998.0	1069.9	7.20%
合成树脂产量	1294.9	1365.2	1334.3	1372.6	1463.9	6.65%
合成纤维产量	139.3	138.8	133.9	139.2	131.5	-5.53%
合成橡胶产量	96.7	99.0	93.6	96.0	93.9	-2.19%

资料来源：公司 2010-2014 年经营数据公告，海通证券研究所

## 4. 成品油销售：单站加油量效率不断提升，关注混改进展

2014 年公司成品油总经销量达到 1.71 亿吨，同比增长 3.36%，保持了连续增长态势。成品油经销量的稳步增长也是公司营销与分销业务板块盈利稳定的重要原因。

单站加油量效率逐年提升。目前公司有 3 万余座加油站，布局完整，且经营效率逐年提升。2014 年公司单站加油量达到 3707 吨，同比增长 4.10%。

中石化销售公司自 2014 年 2 月启动混合所有制改革以来，其改革一直在稳步推进中，我们预计销售公司引资工作有望近期完成。在引入民营及社会资本后，期待销售公司非油品业务的快速发展，从而进一步增强销售公司的整体盈利能力。

**表 4 中国石化年度经营数据（成品油业务）**

		2010	2011	2012	2013	2014	同比
国内成品油总经销量	百万吨	140.49	151.16	159.00	165.42	170.97	3.36%
零售量	百万吨	87.63	100.24	107.85	113.73	117.84	3.61%
直销与批发	百万吨	52.87	50.92	51.14	51.69	53.14	2.81%
单站年均加油量	吨/站	2960.00	3330.00	3498.00	3707.00	3860.00	4.10%

注：2014 年单站年均加油量为我们的估计

资料来源：公司 2010-2014 年经营数据公告，海通证券研究所

## 5. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2014-15 年 EPS 分别为 0.45、0.45 元。原油价格快速回落成为影响公司业绩的重要因素。

我们给予公司“增持”投资评级，目标价 6.81 元（按照资产价值重估方法），对应 2014 年 15 倍 PE。

## 6. 风险提示

短期（4Q14、1Q15）业绩下降；原油价格继续回落；天然气价格可能下调。

**相关研究:**

中国石化\_公告点评: 销售公司引资基本完成, 改革稳步推进 20150106

中国石化\_公告点评: 混合所有制改革基本完成 20140915

中国石化\_半年报点评: 利润稳增, 改革稳进 20140825

中国石化\_跟踪报告: 2014 上半年经营数据分析 20140722

中国石化\_公告点评: 油品销售业务发展混合所有制稳步推进 20140701

中国石化\_季报点评: 1Q14 业绩同比下降 14.9% 20140429

中国石化\_跟踪报告: H 股股价已创 2014 年新高, 期待 A 股突破 20140410

中国石化\_年报点评: 业绩虽平淡, 改革最关键 20140324

中国石化\_跟踪报告: 原油采购成本拟降低 1 美元, EPS 有望增厚 0.055 元 20140306

中国石化\_公告点评: 引入战略投资者, 实现混合所有制经营 20140220

中国石化\_公告点评: 天然气是亮点, 2013 年产量增长 10.40% 20140128

中国石化\_公告点评: 主动增持显信心 20140120

中国石化\_跟踪报告: 资产重估下的公司价值分析 20140113

中国石化\_跟踪报告: 青岛管线爆炸事故调查结果即将公布 20140110

## 信息披露

### 分析师声明

邓勇、王晓林：石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国石化、中国石油、中海油服、齐翔腾达、卫星石化、东华能源、辽通化工、兴发集团、盐湖股份、湖北宜化、云天化、华鲁恒升、金正大、久联发展

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。