

报告类型 / 公司深度报告

推荐

上次评级: 推荐

上游值得期待 下游化工挑战大于炼油

——中国石化深度研究报告

报告摘要:

- 勘探及开采板块是公司重要的业务板块, 公司将努力提升油气资源储备, 鄂尔多斯盆地、四川盆地是主要的增储潜力地区, 资产收购也是重要的增储途径。
- 炼油板块是公司的第一大板块, 具备规模大和操作成本低的优势, 国内汽柴油价格不到位使得其无法发挥正常的盈利能力。
- 营销及分销板块是公司最稳定的一个板块, 主要得益于其庞大的销售网络, 以及区位优势。
- 化工板块也是公司的一个优势板块, 公司引领着我国乙烯工业发展的道路, 但是, 今后将面临更多的挑战。
- 展望后市, 世界经济复苏的不确定性上升, 能源资源竞争将更加激烈, 全球能源资源供给将长期偏紧。预计我国经济在较长时间内仍将保持平稳较快发展, 国内油气需求将继续保持刚性增长。国内能源价格体系有望加快理顺, 为公司业务发展创造有利条件。
- 目前公司的 A 股价格对应 2012、2013 和 2014 年预测业绩, 动态市盈率分别为 9.34 倍、7.65 倍和 6.74 倍。基于对公司基本面向好的预期, 因此, 维持对公司 A 股的投资评级为“推荐”。
- 风险提示: 原油价格的过度波动, 经济复苏低于预期, 以及成品油定价改革不如预期, 这些因素都将对公司的经营构成负面影响, 由此将影响对公司的业绩预期。

股票数据

2012-8-30

收盘价 (元)	6.08
12 个月股价区间 (元)	5.75 ~ 7.93
总市值 (百万元)	527,867
总股本 (百万股)	86,820
A 股 (百万股)	70,040
B 股/H 股 (百万股)	0/16,780
日均成交量 (百万股)	19

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	0%	-10%	-14%
相对收益	5%	6%	8%

相关报告

证券分析师: 王伟纲

执业证书编号: S0550511010004
(021)20361163 wangwg@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1913182	2505683	2756160	3086720	3395390
(+/-)%	42.24%	30.97%	10.00%	11.99%	10.00%
净利润	70713	71697	56117	68558	77840
(+/-)%	-1.56%	1.39%	-21.73%	22.17%	13.54%
每股收益 (元)	0.82	0.83	0.65	0.79	0.90
市盈率	7.42	7.31	9.34	7.65	6.74
市净率	1.25	1.11	1.03	0.94	0.87
净资产收益率 (%)	16.79%	15.11%	10.97%	12.34%	12.85%
股息收益率 (%)	2.61%	4.18%	3.64%	4.64%	5.30%
总股本 (百万股)	86702	86702	86820	86820	86820

目 录

1. 做大做强（公司篇）	4
1.1. 勘探及开采	4
1.1.1. 公司主要油气田	4
1.1.1.1. 胜利油田分公司	4
1.1.1.2. 中原油田分公司	4
1.1.1.3. 河南油田分公司	5
1.1.1.4. 江汉油田分公司	5
1.1.1.5. 西北油田分公司	6
1.1.1.6. 西南油气分公司	7
1.1.1.7. 上海海洋油气分公司	7
1.1.1.8. 华北分公司	8
1.1.2. 勘探南方分公司	8
1.1.3. 物探技术研究院	8
1.1.4. 石油勘探开发研究院	9
1.1.5. 海外业务	9
1.1.6. 板块业绩	10
1.2. 炼油	12
1.2.1. 公司主要炼化企业	12
1.2.1.1. 镇海炼化	12
1.2.1.2. 茂名石化	13
1.2.1.3. 广州石化	14
1.2.1.4. 上海石化	14
1.2.1.5. 高桥石化	15
1.2.1.6. 齐鲁石化	16
1.2.1.7. 扬子石化	16
1.2.1.8. 金陵石化	16
1.2.1.9. 燕山石化	16
1.2.1.10. 天津石化	17
1.2.1.11. 福建炼化	17
1.2.1.12. 青岛炼化	18
1.2.2. 炼油板块业绩	18
1.3. 营销及分销	20
1.3.1. 业务构架	20
1.3.2. 板块业绩	21
1.4. 化工	22
1.4.1. 技术	22
1.4.2. 产品	24
1.4.3. 板块业绩	24
1.5. 公司业绩	26
1.5.1. 组织管理	26

1.5.2. 财务分析.....	27
1.5.3. 业绩分析.....	28
1.5.4. 展望.....	30
2. 机遇与风险并存（行业篇）	31
2.1. 石油市场.....	31
2.2. 化工市场.....	34
3. 公司价值低估（估值篇）	36

1. 做大做强（公司篇）

1.1. 勘探及开采

1.1.1. 公司主要油气田

1.1.1.1. 胜利油田分公司

胜利油田主体位于山东省东营市，工作区域分布在山东 8 个市的 28 个县（区）以及新疆、内蒙古等 5 个省、自治区。胜利油田是在 20 世纪 50 年代华北地区早期找油的基础上发现并发展起来的。1961 年 4 月 16 日，钻探的华 8 井喜喷工业油流，由此发现了胜利油田。1964 年 1 月 25 日，经党中央正式批准，在东营地区展开了大规模的石油勘探和开发建设会战。1978 年，原油产量达到 1946 万吨，成为我国第二大油田。2000 年，重组改制为胜利石油管理局和胜利油田有限公司；2006 年，胜利油田有限公司变更为胜利油田分公司。2011 年胜利油田生产原油 2734 万吨，生产天然气 5 亿立方米，连续 16 年年均产量稳定在 2700 万吨以上，连续 15 年保持储采平衡。

50 多年来，胜利油田共发现 78 个油气田，探明石油地质储量 52.1 亿吨；累计生产原油 10.27 亿吨，约占同期全国产量的五分之一。胜利油田“十二五”规划的主要目标为：五年新增探明石油储量 7 亿吨、天然气储量 50 亿立方米；到 2015 年原油产量达到 2760 万吨。胜利油田的我国第一个滩海油田一年产 500 万吨原油的孤东油田如图 1.1 所示。



图 1.1 胜利油田的孤东油田

资料来源：胜利油田网站、东北证券

1.1.1.2. 中原油田分公司

中原油田分公司位于河南省濮阳市。主要勘探开发区域包括东濮凹陷、普光气田和内蒙古探区。近年来，油田大力推进东濮老区效益开发、普光气田增产增效、内蒙古探区增储上产，形成了三个油气生产基地联动发展的良好格局。累计生产原油 1.31 亿吨、天然气 472 亿立方米。2011 年探明油气地质储量 1257 万吨，生产油

气当量 1112 万吨，跻身千万吨级油气田行列，分公司实现收入 269.45 亿元。

东濮凹陷横跨豫鲁两省，面积 5300 平方千米，累计探明石油地质储量 5.93 亿吨、天然气地质储量 1365.02 亿立方米。近年来，油田年增探明油气地质储量 1000 万吨以上，自然递减得到有效控制，开发状况持续改善，“十二五”期间具有保持年产 300 万吨油气当量的能力。2011 年，积极推进非常规油气资源评价开发，致密砂岩油气藏评价开发取得进展，展示了拓展勘探开发领域的良好前景。

普光气田位于川东北，面积 1116 平方千米，探明天然气地质储量 4122 亿立方米，是国内迄今规模最大、丰度最高的海相碳酸盐岩高含 H₂S、CO₂ 大气田。气田 2010 年 6 月全面投产，共建成 39 口开发井、16 座集气站、6 套净化联合装置和硫磺外输铁路专用线，形成年 100 亿立方米生产能力、120 亿立方米净化能力和 240 万吨硫磺生产能力。2011 年生产天然气 80.49 亿立方米、硫磺 160 万吨，是全国最大的硫磺生产基地。普光气田天然气净化厂如图 1.2 所示。



图 1.2 普光气田达州天然气净化厂

资料来源：达州网、东北证券

1.1.1.3. 河南油田分公司

河南油田分公司基地位于豫西南的南阳盆地。工矿区横跨河南南阳、驻马店、周口和新疆巴州、伊犁等地市。1971 年 8 月在南阳凹陷东庄构造发现工业油气流，先后在泌阳、濮阳、焉耆等多个盆地钻探出油，1972 年 5 月 1 日成立南阳石油勘探指挥部，河南油田正式诞生。2009 年准噶尔盆地西北隆起带春光区块划归河南油田，2011 年新增探明储量首次突破 2000 万吨，截至 2011 年底，共探明油气田 16 个，含油面积 220.97 平方千米，累计探明油气地质储量 3.50 亿吨（油当量）；探明安棚碱矿、舞阳盐田，地质储量分别为 5000 多万吨、2000 多亿吨。

河南油田开发管理水平不断提高。1977 年 5 月 1 日开始产能建设会战，1978 年全面投入开发，年生产原油 167 万吨，为当年全国原油产量上亿吨做出积极贡献，河南油田的名字因此被铭刻在中华世纪坛。投入开发后，六年收回全部投资，以 2% 以上的采油速度高速开发 12 年。主力油田——双河油田采收率达到 44.7%，被命名为全国“高效开发油田”。2011 年生产原油 225 万吨，累计生产原油 7212.38 万吨。

1.1.1.4. 江汉油田分公司

江汉油田分公司位于美丽富饶的江汉平原，本部设在湖北潜江市，北临汉水，南依长江。截至 2011 年底，资产总额 149 亿元。

自 1958 年投入勘探以来，江汉油田分公司已建成 4 个勘探开发区域：湖北江汉油区、山东八面河油田、陕西坪北油田和鄂西渝东建南气田，5 家油气生产单位：江汉采油厂、荆州采油厂、清河采油厂、坪北经理部、采气厂。截至 2011 年底，拥有国内探矿权区块 8 个，石油资源量 7.87 亿吨，天然气资源量 4.61 万亿立方米；累计发现油田 31 个，探明石油储量 3.58 亿吨，生产原油 5439 万吨；发现气田 1 个，探明天然气储量 159.91 亿立方米，生产天然气 21.58 亿立方米。

1.1.1.5. 西北油田分公司

西北油田分公司是公司上游第二大原油生产企业，油田主体位于新疆维吾尔自治区阿克苏地区、巴音郭勒自治州境内，部分分布在和田地区境内。总部机关设在自治区首府乌鲁木齐市，并在巴音郭楞蒙古自治州轮台县建立了前线指挥基地。

西北油田分公司负责勘查、开采的区块合计 44 个，矿权登记面积 14.67 万平方公里，分布于塔中、塔北、巴楚及塔西南山前，探明地质储量 12.76 亿吨油当量，累计动用石油地质储量 6.59 亿吨，天然气地质储量 912 亿立方米。投入开发的有塔河、西达里亚、巴什托、雅克拉、大涝坝、S3-1 凝析气田 6 个油气田，其中塔河油田规模最大。截至 2011 年底共开井 978 口，累计生产原油 5522 万吨，天然气 132.8 亿立方米。目前分公司原油日产保持在 2 万吨以上，2012 年产油量计划达到 735 万吨。

1984 年 9 月 22 日，部署在塔里木盆地沙雅隆起的沙参 2 井获得重大油气突破，正式拉开了塔里木盆地大规模油气勘探的序幕；1997 年部署在塔里木盆地阿克库勒凸起的沙 46 井、沙 48 井先后获高产工业油气流，标志着我国第一个古生界海相大油田——塔河油田的发现，此后进入了快速发展阶段。“十一五”以来，分公司年增油量达 60 万吨，占中国石化上游增产幅度的 80%，所属塔河油田 2006 年跻身我国陆上十大油田之列，2007 年成为中国石化国内第二大油田。塔河油田一号联合站轻烃回收装置如图 1.3 所示。



图 1.3 塔河油田一号联合站轻烃回收装置

资料来源：中国石化新闻网、东北证券

1.1.1.6. 西南油气分公司

中国石油化工股份有限公司西南油气分公司总部设在四川省成都市，现有资产总额 220 亿元。勘探开发区域主要分布在四川、重庆、云南、贵州、广西等省区。多年来，西南油气分公司在四川盆地致密碎屑岩领域和海相碳酸盐岩领域的油气勘探开发取得了一系列重大成果，勘探开发了新场特大型整装气田和石龙场、洛带、合兴场、孝泉、马井、新都、东泰等大中型油气田；在滇黔桂地区勘探开发了百色、赤水、曲靖、陆良、保山等油气田。

目前，西南油气分公司拥有油气勘查、开发区块 39 个，总面积 2.48 万平方公里，天然气资源总量 7.77 万亿立方米，石油资源量 9915 万吨。同时，页岩气勘探面积 1.02 万平方公里，经初步估算，资源量约 7.6 万亿立方米。截止 2011 年底，累计探获天然气三级储量 1.14 万亿立方米，其中探明储量 3953.24 亿立方米；石油三级储量 3556 万吨，其中探明储量 1560 万吨。现有油气井 1600 多口，输（配）气站 380 余座，各类集输管道 2400 多公里。天然气市场主要分布在成都、德阳、绵阳等川西经济发展核心地区，同时辐射川北、川东北和重庆、云南、贵州等地区。2011 年生产天然气 28 亿立方米，原油 2 万吨。历年累计生产天然气 330 亿立方米，原油 160 万吨。

1.1.1.7. 上海海洋油气分公司

中国石油化工股份有限公司上海海洋油气分公司地处我国的经济、金融、贸易和航运中心——上海。上海海洋油气分公司是公司专业从事海洋油气勘探和开发的油田企业，主要有三大主体业务，一是代表中国石化参与东海西湖和平湖两个油气田开发项目的管理，包括勘探评价研究、开发建设和西湖项目销售工作，维护中国石化的股东权益；二是在东海、南海、黄海等海域开展自营勘探，争取发现新的油气田，尽快建立自营勘探开发基地；三是承担海外油气资源勘探开发项目的评价研究。

上海海洋油气分公司在东海油气勘探中取得了辉煌的成绩，发现了平湖、天外天、宝云亭等 11 个油气田和玉泉、龙二、孔雀亭等一批含油气构造。上海海洋油气分公司拥有海域勘查区块 26 个，面积 8.71 万平方千米。其中自营勘探区块 11 个，面积 4.93 万平方千米，分布在东海陆架盆地和南海琼东南盆地及北部湾盆地；与中国海洋石油总公司共同持有勘查区块 13 个，开采区块 2 个，面积 3.78 万平方千米，分布在东海陆架盆地西湖凹陷。截至 2011 年底，上海海洋油气分公司拥有石油、天然气三级地质储量 2.2 亿吨油当量，钻井勘探成功率达 60% 以上。

2011 年，上海海洋油气分公司以实现新区油气突破为目标，自营区块勘探取得显著成果，涠西探区两口自营井顺利完成，“涠 3 井”发现良好油气显示，为下步勘探奠定了基础；琼东南探区已优选 3 个构造作为首批钻探目标。海外项目进一步拓展，为尼日利亚 JDZ 深水区块、俄罗斯萨哈林维宁区块以及澳大利亚 NT/P76 项目提供了勘探部署建议，并完成了巴西项目石油天然气勘探总体设计。

2012 年是实施“十二五”规划的关键一年，也是上海海洋油气分公司实现深水油气突破的重要一年，向着建设海上千万吨级油气生产基地的目标开拓奋进，为中国石化打造上游长板。上海海洋油气分公司的海上钻井平台如图 1.4 所示。



图 1.4 上海海洋油气分公司钻井平台

资料来源：中国石化上海海洋油气分公司网站、东北证券

1.1.1.8. 华北分公司

中国石油化工股份有限公司华北分公司前身是中国石化新星公司华北石油局。2001 年 8 月，中国石化新星公司华北石油局进行重组改制，优良资产上市，上市部分称中国石化新星华北分公司；2003 年 5 月，直接归属中国石化领导和管理，名称更改为中国石油化工股份有限公司华北分公司。总部机关坐落于河南省郑州市。

目前，华北分公司拥有油气勘探开发区块 16 个，面积 2.85 万平方公里，拥有石油资源量 11.99 亿吨，天然气资源量 2.53 万亿立方米。2011 年，华北分公司油气产量超过 240 万吨油当量。天然气日生产能力达到 750 万立方米，成为中国石化向山东、河南、河北、内蒙的主要供气单位，供气量占该地区供气总量的 80%以上。

华北分公司是公司“十二五”油气上产主力军之一。2011 年底，华北分公司全面启动了鄂尔多斯致密油气增储上产大会战，加快“双百”油气田建设步伐。华北分公司的中长期发展目标是，“十二五”末力争原油产量达到 400 万吨，天然气产量达到 100 亿立方米，尽快迈入千万吨级油气田企业行列。

1.1.2. 勘探南方分公司

中国石油化工股份有限公司勘探南方分公司（简称勘探南方分公司）位于四川省成都市，成立于 2007 年 3 月，是公司唯一的一支专业化油气勘探队伍，全面负责中国石化南方新区风险勘探，勘探领域包括海相中、古生界和陆相中、新生界，工区分布在川、渝、黔、桂等 12 个省（市、区），所辖探矿权项目 42 个，总面积 18 万平方公里，总资源量 8.6 万亿立方米。

“十五”以来，勘探南方分公司通过理论、思路、技术、管理创新，先后发现了普光、元坝、河坝、马路背、兴隆五个大中型气田，在页岩气、中浅层、川西海相、山前带等六个新区（新领域）取得重大突破。截至 2011 年年底，累计三级储量达到 1.97 万亿立方米。

勘探南方分公司持续推进科技创新，攻关形成了南方海相油气地质理论和配套勘探技术方法系列，在海相成藏理论、礁滩相储层描述技术、“三高”条件下深井钻井及测试技术方面处于国际领先水平。“十二五”期间，勘探南方分公司按照“战略展开、战略突破、战略准备”三个层次推进油气勘探工作，确保新增天然气探明储量 4500 亿立方米。

1.1.3. 物探技术研究院

中国石油化工股份有限公司石油物探技术研究院（简称物探院）是中国石化油

气发展的重要参谋研发机构之一、物探高新技术和核心技术研发中心、物探专业软件研发及推广中心、重大物探工程技术支持中心。物探院设有物探战略规划、地震采集技术、地震成像技术、油藏地球物理和地球物理软件等五个研究所，以及地球物理实验、地震处理解释和地球物理信息等三个中心。

物探院的主要职责是承担石油物探基础性、前瞻性和重大项目攻关与核心技术研发，专业软件开发及产品推广，新技术应用试验并提供全方位的物探技术支持与服务，为中国石化的油气勘探开发提供强有力的地球物理技术支撑，引领中国石化地球物理技术进步，为实现中国石化油气资源发展战略做出积极的贡献。

物探院拥有雄厚的地球物理研发力量和先进的计算、实验技术装备，在三维地震、高精度地震、井中地震、多波多分量地震等勘探方法和基础理论研究、勘探工程规划、数据处理分析、复杂构造成像、复杂储层预测等物探关键技术领域，形成了一系列特色技术和专有软件产品，先后组织和参与过中国南方、西部、北方和东海大陆架等地区的油气勘探方法技术攻关研究，为一大批油气田的发现和增储上产做出了积极贡献。

1.1.4. 石油勘探开发研究院

中国石油化工股份有限公司石油勘探开发研究院（简称石油勘探开发研究院）是石油与天然气勘探开发业务的综合性研究机构。石油勘探开发研究院于 2000 年 7 月正式成立，总院设在北京，在新疆乌鲁木齐市设有 1 个分院，在江苏省无锡市设有 1 个研究所，在安徽省合肥市设有 1 个培训与测试中心。石油勘探开发研究院现有油气成藏重点实验室和多波地震技术重点实验室等 2 个中国石化重点实验室，设有 1 个博士后科研工作站，是《石油与天然气地质》、《石油实验地质》等学术期刊的出版发行单位。

石油勘探开发研究院承担的国外业务主要包括海外新项目评价、重点已执行项目技术支持和海外油气中长期发展战略研究及规划编制。承担的国内业务主要包括为中国石化上游勘探开发决策提供参谋与服务，为“三北一川”（西北、华北、东北、四川）油气增储上产提供服务与技术支持。

石油勘探开发研究院大力服务于海外油气战略布局和勘探开发需求，配合总部确立了中国石化海外上游“十二五”规划目标，配合国勘公司成功收购了 8 个项目，对叙利亚、ADDAX、安哥拉、安第斯等项目的技术支撑取得了良好效果，有效促进了中国石化海外油气业务持续发展。石油勘探开发研究院为塔里木、元坝、大牛地、腰英台等油气田的增储上产提供了有力的技术保障。积极介入非常规资源研究领域，先后与华北分公司、江汉油田分公司和华东分公司签署了战略合作协议，搭建了产研结合的工作平台。石油勘探开发研究院着力开展“智库”建设，围绕集团公司发展战略，配合总部调整完善了集团公司上游发展规划，牵头完成了中国石化 2030 年上游科技发展规划的编制工作，围绕战略选区评价、全球油气供需现状及预测等开展了战略研究，在资源国政局变化应对、投资机会跟踪聚焦等方面积极建言献策。

1.1.5. 海外业务

2009 年 11 月 4 日，公司正式成立了海外油气资产运作的平台“中国石化国际石油勘探开发有限公司”，简称“股份国勘”。股份国勘公司的成立可以理解为公司将逐步收购集团公司所属的海外油气资产，而集团公司下属的“中国石化集团国际石油勘探开发有限公司”（简称“集团国勘”）仍将扮演先行者的角色，通过对海外油气资产的收购和培育，将成熟的资产逐步注入上市公司。

2010 年 3 月 26 日，公司完成了首笔对集团海外油气资产的收购，以 24.57 亿美元收购了安哥拉 18 区块 50% 的权益。该油田区块概算储量为 67.24 百万桶，日产能 22.5 万桶。

经过两年多的发展，股份国勘公司已经取得了优异的成绩，注册资本由 45 亿元上升至 80 亿元，总资产由 45.07 亿元上升至 205.37 亿元，净利润由 2009 年的 700 万元上升至 2011 年的 48.31 亿元。

集团国勘公司自 2001 年成立起，“积极拓展海外上游油气合作”。11 年间，业务从无到有，从昔日的默默无闻到今日成功布局“非洲、南美、中东、亚太、俄罗斯—中亚、北美”五大洲的六大战略油气区。截至 2011 年底，年获海外权益油达 2288 万吨。2012 年，将实现权益油产量 2700 万吨，“十二五”末将突破 5000 万吨。集团国勘公司海外权益油产量如图 1.5 所示。

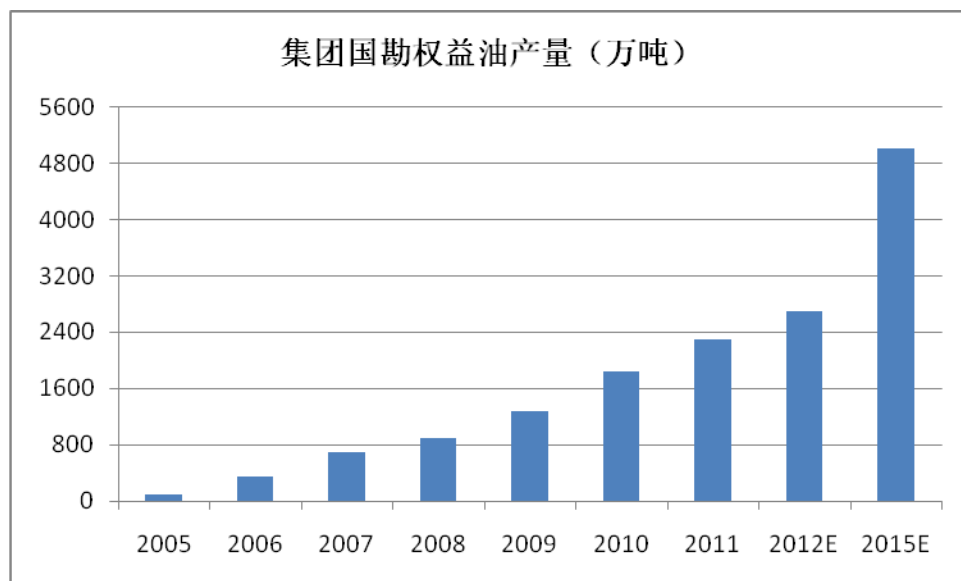


图 1.5 集团国勘公司海外权益油产量示意图

资料来源：中国石化新闻网、东北证券

1.1.6. 板块业绩

公司的上游业务相对较弱。2011 年，公司的原油产量为 4525.36 万吨，天然气产量为 146.44 亿立方米，油气当量产量为 4.08 亿桶。其中原油产量仅为原油加工量的 20.82%，上游业务弱、下游业务强是公司一个明显的特点。

公司东部的主力油田都已经进入开发的中后期了，因此，产量几乎没有增长，甚至出现负增长。而西部的油田则还有较大的增产潜力，海上油田的开发也是公司今后主要的一个发展方向。此外，就是外延式发展，通过收购集团的海外油气资产来逐步壮大公司的上游业务。

相对原油来说，公司的天然气业务则表现出了较好的增长态势。普光气田的投产对于公司天然气产量的提高做出了重要的贡献，公司在四川还有许多重大的天然气发现，这些都将成为推动公司天然气业务提升的源动力。近年来公司天然气产量如图 1.6 所示。

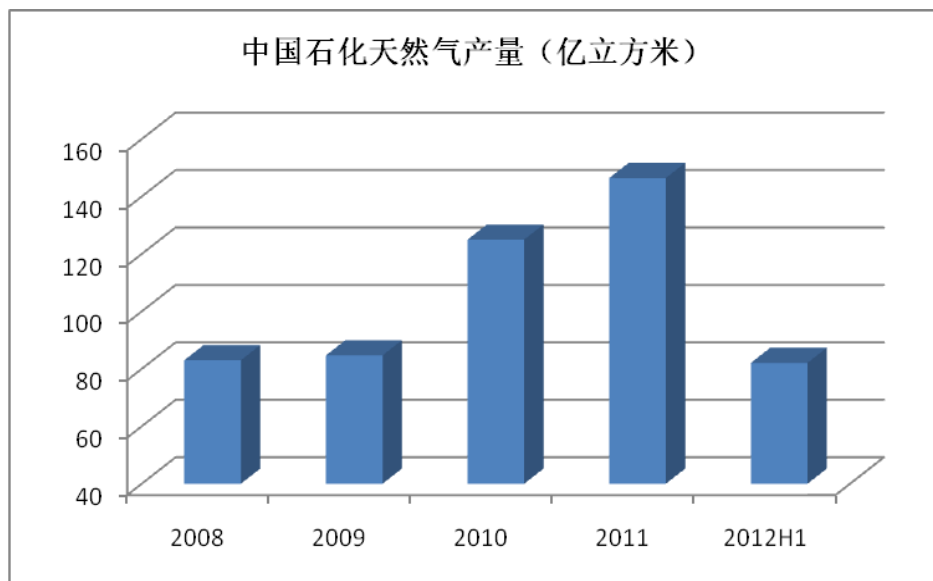


图 1.6 公司天然气产量示意图

资料来源：中国石化网站、东北证券

当前国际地缘政治紧张，中东、非洲等主要产油地区局势令人担忧。国际原油价格已经接近 2008 年国际金融危机前的高位。尽管需求增长疲弱，但是由于对供给端的担忧持续，使得油价“高烧”难退。国际原油价格走势如图 1.7 所示。

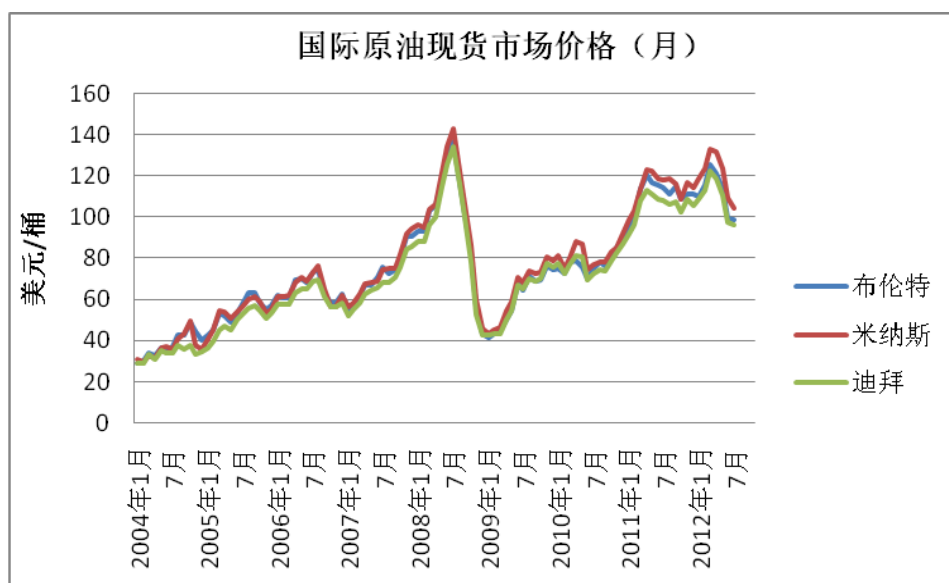


图 1.7 国际原油价格走势示意图

资料来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

油价的高企以及公司天然气产量的快速增长，使得公司勘探及开采板块获利颇丰。公司勘探及开采板块经营业绩如图 1.8 所示。

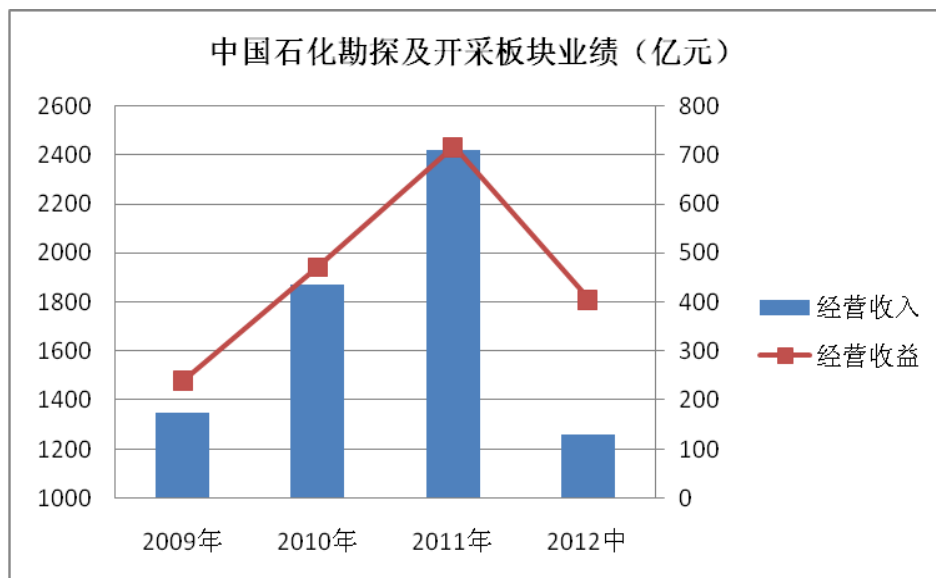


图 1.8 公司勘探与开采板块业绩示意图

资料来源：中国石化网站、东北证券

1.2. 炼油

1.2.1. 公司主要炼化企业

1.2.1.1. 镇海炼化

镇海炼化分公司（简称镇海炼化）前身为始建于 1975 年的浙江炼油厂，1983 年划归原中国石化总公司。1994 年经整体改制成立股份公司并在香港上市。2006 年 3 月撤回上市地位，9 月注册成立中国石油化工股份有限公司镇海炼化分公司。

镇海炼化拥有 2300 万吨/年原油加工能力、100 万吨/年乙烯生产能力、200 万吨/年芳烃生产能力、4500 万吨/年深水海运码头吞吐能力以及超过 330 万立方米的储存能力，形成了“大炼油、大乙烯、大芳烃、大码头、大仓储”的产业格局，集中代表了中国炼油化工行业的先进水平。

镇海炼化主要生产各种规格的汽油、柴油、3 号喷气燃料、液化气、道路沥青、乙烯、苯类、丁二烯、环氧乙烷、乙二醇、环氧丙烷、苯乙烯、聚丙烯树脂、聚乙烯树脂等 50 多种优质石油化工产品。汽油、3 号喷气燃料、柴油等多种产品出口美国、日本、印度、韩国、新加坡等国及香港、台湾等地区。2011 年，加工原油 2198.6 万吨，保持国内第一并再创历史新高；生产乙烯 110.8 万吨。镇海炼化 100 万吨/年乙烯装置如图 1.9 所示。



图 1.9 镇海炼化 100 万吨/年乙烯装置

资料来源：中国石化新闻网、东北证券

1.2.1.2. 茂名石化

茂名分公司（简称茂名石化）位于广东省茂名市，始建于 1955 年 5 月，经过近 57 年的改革发展，目前原油加工能力达到 1350 万吨/年，乙烯生产能力达到 100 万吨/年，同时拥有动力、港口、铁路运输、原油和成品油输送管道以及 30 万吨级单点系泊海上原油接卸系统等完善的配套系统。是一家以炼油为龙头、石油化工为主体的大型炼化一体化企业。50 多年来，茂名石化为国家和社会地方经济社会发展做出了重要的贡献。

“十一五”期间，茂名石化实现了外延发展与内涵发展同步推进，实现利润总额位居中国石化炼化企业首位。跨入“十二五”，茂名石化确立的发展目标是：打造中国石化炼化企业排头兵，率先把茂名石化建设成为世界一流大型炼化一体化企业和石油化工产业基地。茂名石化 30 万吨级单点系泊海上原油接卸系统如图 1.10 所示。



图 1.10 茂名石化单点系泊

资料来源：中国石化新闻网、东北证券

1.2.1.3. 广州石化

广州分公司（简称广州石化）是华南地区最大的现代化石油化工企业之一。该企业位于广州市黄埔区，地处中国经济发展迅速的珠江三角洲中心，毗邻港澳。广州石化由炼油、化工主业组成，现有年综合加工原油 1320 万吨、生产乙烯 22 万吨的能力，石油化工主要生产装置 50 套。主要产品有汽油、柴油、航空煤油、石脑油、重油、溶剂油、液化气、道路沥青、石油焦、硫磺、纯苯、甲苯、二甲苯、苯乙烯、丁二烯、丙丁烷、己烷油、工业气体等 60 多种；固体塑料产品主要有聚乙烯、聚丙烯、聚苯乙烯三大类 160 多个牌号。产品销售网络覆盖整个华南地区，部分产品出口港澳和东南亚。

2011 年，广州分公司全年加工原油 1201 万吨，生产乙烯 20.4 万吨。目前，广州石化正加快发展的步伐，致力打造成为“国内领先，国际一流”的石油化工生产基地。

1.2.1.4. 上海石化

中国石化上海石油化工股份有限公司（简称上海石化）位于上海市金山区，前身是创建于 1972 年的上海石油化工总厂。1993 年，经过股份制规范化改制，成为我国第一家股票在上海、香港、纽约三地同时上市的国际上市公司。目前是中国最大的炼油化工一体化综合性石油化工企业之一，是中国重要的成品油、中间石化产品、合成树脂和合成纤维生产企业。上海石化现有一次加工原油 1400 万吨/年（综合加工原油 1200 万吨/年）、乙烯 84.5 万吨/年、有机化工原料 424 万吨/年、合成树脂与塑料 97 万吨/年、合纤原料 114 万吨/年、合纤聚合物 59 万吨/年、合成纤维 34 万吨/年的生产能力。

“十二五”期间，上海石化将以科学发展观为指导，按照中国石化的总体发展战略和产业布局策略以及公司低成本与差异化兼顾、规模化和精细化并重的发展战略，侧重上游低成本、规模化，下游高附加值、精细化，充分发挥公司产品链较宽、产品多样化且靠近市场的优势，提高公司的竞争能力。到 2015 年，把上海石化建设

成为拥有 1600 万吨/年原油综合加工能力、150 万吨/年乙烯，结构合理、资产优化、业绩优良、队伍优秀、管理精细、运作规范，具有较强国际竞争能力的优秀企业，争站中国石化的排头。

1.2.1.5. 高桥石化

中国石化上海高桥分公司（简称高桥石化）是我国国有企业联合重组的第一个重大改革成果。1981 年 11 月，国务院直接批准对当时高桥地区分属于石油部、化工部、纺织部、轻工部、电力部等系统的上海炼油厂、高桥化工厂、上海第二化学纤维厂、上海合成洗涤剂二厂、上海农药厂、上海染化十五厂、高桥热电厂以及上海石油化学研究所“七厂一所”进行联合重组，组建成立改革开放以后第一个跨部门、跨行业的特大型石油化工联合企业—上海高桥石油化工公司。其中，上海炼油厂成立于 1945 年，是我国最早的炼油企业之一；高桥化工厂成立于 1957 年，是国内最早的石油化工厂之一，被誉为中国化工工业的摇篮。

高桥石化位于上海浦东新区，生产区域由高桥老区和漕泾新区两部分组成，资产总额 193 亿元，是中国石化重点建设的千万吨级炼油基地和清洁油品生产基地之一，是上海市成品油供应的骨干企业，也是长三角地区唯一的燃料-润滑油型炼油企业。公司现有单套 800 万吨/年常减压蒸馏装置、80 万吨/年连续重整装置、120 万吨/年催化汽油吸附脱硫（S Zorb）装置、300 万吨/年柴油加氢装置、140 万吨/年加氢裂化装置、30 万吨/年润滑油加氢装置、20 万吨/年苯酚丙酮等 76 套生产装置，拥有炼油能力 1250 万吨/年，化工产品生产能力 100 万吨/年。主要产品包括汽油、柴油、航空煤油、润滑油基础油、石蜡、苯酚、丙酮、顺丁橡胶、丁苯橡胶、ABS、聚醚、DCP 等。

2009 年，公司生产的沪 IV 标准汽柴油正式面市，为上海继北京之后，成为国内第二个实施等同欧 IV 排放标准的城市奠定了基础，也为践行绿色世博理念、改善城市空气质量做出了积极贡献。2010 年 6 月 4 日，高桥石化出口香港市场的符合欧 V 标准的汽油正式装船启运，从而成为国内首个出口香港同类油品的生产企业。高桥石化炼油厂如图 1.11 所示。



图 1.11 高桥石化炼油厂

资料来源：中国石化新闻网、东北证券

1.2.1.6. 齐鲁石化

齐鲁石化坐落于山东省淄博市，是一家集石油化工、盐化工、煤化工、天然气化工为一体的特大型炼油、化工、化肥、化纤联合企业。齐鲁石化始建于1966年，经过40多年的建设发展，目前拥有炼油综合加工能力1050万吨/年，乙烯产能80万吨/年，化工产品年生产能力分别为合成树脂110万吨、烧碱45万吨、橡胶30万吨、苯类45万吨、醇类43.5万吨、尿素48万吨。主要生产汽油、煤油、柴油、聚乙烯、聚丙烯、聚氯乙烯、合成橡胶、合成纤维等各种牌号的120多种石油化工产品，其中丁辛醇、丁苯橡胶、聚氯乙烯（乙烯法）的产能位居国内前列。

2011年，齐鲁石化加工原油1072.0万吨，生产成品油598.0万吨、乙烯85.2万吨、塑料114.7万吨、烧碱46.0万吨、橡胶40.4万吨、丁辛醇33.1万吨、丙烯腈6.35万吨、腈纶5.92万吨，其中橡胶产量位居国内首位。

1.2.1.7. 扬子石化

中国石化扬子石油化工有限公司（原扬子石油化工股份有限公司）系中国石油化工股份有限公司的全资子公司，注册地址为南京高新技术产业开发区高科一路28号，注册资本为163.3718亿元。

扬子石化主营业务为石油炼制和烃类衍生物的生产与销售。公司目前拥有以900万吨/年原油加工、65万吨/年乙烯、140万吨/年芳烃、105万吨/年精对苯二甲酸（PTA）、87万吨/年塑料、30万吨/年乙二醇、20万吨/年丁二烯为主的60余套大型石油化工装置，每年可生产聚烯烃塑料、聚酯原料、基本有机化工原料、油品、合成橡胶5大类60余种产品900余万吨，是目前国内最大的纯苯、对二甲苯、邻二甲苯、PTA、乙二醇、丁二烯和环氧乙烷生产供应商之一，年销售收入近600亿元。

1.2.1.8. 金陵石化

中国石油化工股份有限公司金陵分公司、中国石化集团金陵石油化工有限公司统称金陵石化，组建于1982年，公司位于江苏省南京市东北郊。经过多年的建设与发展，金陵石化已成为一座现代化的特大型石油化工联合企业，主要从事石油炼制及石化产品的加工生产和销售，拥有炼油、水煤浆、热电、烷基苯等40余套大型生产装置，是中国石化旗下的千万吨级原油加工基地之一，也是目前亚洲最大的洗涤剂原料生产基地和国内重要的苯酚生产基地。

金陵石化生产石油产品近70种，是中国华东及沿江地区汽油、煤油、柴油、液态烃、石油苯等产品的主要供应商之一，同时也是为南京周边地区的乙烯、PTA、PP等生产企业提供原料的重要基地。产品除供应华东市场外，还远销全国各地，并出口石脑油、航煤、汽油至韩国、朝鲜、日本、印度、香港、东南亚等30多个国家和地区。2011年，金陵石化实现销售收入824.41亿元，利税165.23亿元，位居江苏省工业企业前列。

1.2.1.9. 燕山石化

中国石油化工股份有限公司北京燕山分公司，地处北京西南，目前拥有63套主要生产装置、68套辅助生产装置，原油加工能力超过1000万吨/年，乙烯生产能力超过80万吨/年，可生产94个品种、431个牌号的石油化工产品，是我国最大的合成橡胶、合成树脂、苯酚丙酮和高品质成品油生产基地之一。公司始建于1967年，1970年成为我国第一家炼化一体化企业。

燕山石化是我国第一家生产欧IV标准成品油的千万吨级炼油基地，是保证首都能源安全的骨干企业，每年为市场提供汽油、柴油、航空煤油以及润滑油基础油、石蜡、硫磺等多种产品。公司不断提升自主创新能力，积极承担中国石化重大科研

攻关项目，在清洁油品生产、节能减排、合成橡胶新胶种研发等关键领域达到了国内先进水平。

1.2.1.10. 天津石化

中国石化股份有限公司天津分公司成立于 1983 年 12 月 28 日，位于天津市滨海新区，东临渤海油田，南靠大港油田，占地面积 14 平方公里，与天津市区和塘沽新港有铁路、公路相通，与天津港南疆石化码头有输油管线相连，具有发展国家大型石化基地的优越地理环境。

天津石化拥有的主要生产装置：炼油 23 套，化工 24 套，化纤 3 套。原油一次加工能力 1550 万吨/年，综合配套加工能力 1250 万吨/年，乙烯 120 万吨/年（含合资公司），为国内目前最大的乙烯生产基地和华北地区最大的炼油基地。主要产品有清洁汽油、煤油、轻柴油、液化气、石油焦、乙烯、丙烯、聚乙烯、聚丙烯、环氧乙烷、乙二醇、对二甲苯、精对苯二甲酸、石油苯、聚酯、涤纶短纤等石油炼制、化工、化纤三大类产品，具有较好的市场知名度。天津石化 45 万吨/年聚丙烯装置如图 1.12 所示。



图 1.12 天津石化 45 万吨/年聚丙烯装置

资料来源：中国石化新闻网、东北证券

1.2.1.11. 福建炼化

福建炼油化工有限公司（简称福建炼化）是由中国石化股份公司和福建省石油化学工业公司按 50%：50% 的比例合资建设的大型石化企业。福建炼化公司位于福建省泉州市泉港区，其前身是福建炼油厂，创建于 1989 年元月，1993 年 9 月全面建成投产，1995 年 12 月改制为有限责任公司。1997 年 5 月经过改造，福建炼化公司一次原油加工能力由原设计的 250 万吨/年提升至 400 万吨/年；2009 年 9 月底，由福建炼化公司与埃克森美孚中国公司、沙特阿美中国公司合资合作的福建炼油乙烯项目顺利投产后，福建炼化公司拥有 1200 万吨/年炼油、80 万吨/年乙烯、80 万吨/年聚乙烯、40 万吨/年聚丙烯和 70 万吨/年芳烃的生产规模。

1.2.1.12. 青岛炼化

青岛炼化公司是中国石化、山东省、青岛市共同出资设立的特大型石油化工联合企业，中国石化占 85% 的股权。青岛炼化 1000 万吨/年大炼油项目是我国批准建设的第一个单系列千万吨级炼油项目，是中国石化和山东省“十一五”期间石化产业发展的标志性项目，2006 年 5 月开工建设，2008 年 6 月建成投产。

青岛炼化采用中国石化自有知识产权的领先工艺技术，拥有 17 套工艺生产装置和相应的公用工程、辅助设施，具有规模经济、技术先进、环保领先、效益显著等鲜明特征。青岛炼化可年加工进口原油 1000 万吨，生产汽煤柴成品油 700 多万吨；年产液化气、聚丙烯、苯乙烯等化工产品 200 多万吨，产品远销华北、东北和东南沿海等地并部分出口海外。青岛炼化体制机制新、劳动用工少，按照现代企业制度要求，建立了扁平化组织架构和管理体系，依托先进的自动化和信息化技术，现有职工 612 人，劳动生产率达到了世界炼油先进水平。青岛炼化安全环保起点高，采用国际先进的环保理念和技术，配套建设污水处理、烟气除尘脱硫等环保设施，达到了国际清洁生产先进水平。

1.2.2. 炼油板块业绩

截至 2011 年底，公司的炼油能力为 2.44 亿吨/年，占全国的 45.2%，为我国第一大炼油商，世界第二大炼油商，仅次于美国埃克森美孚公司。公司炼油能力分布如图 1.13 所示。

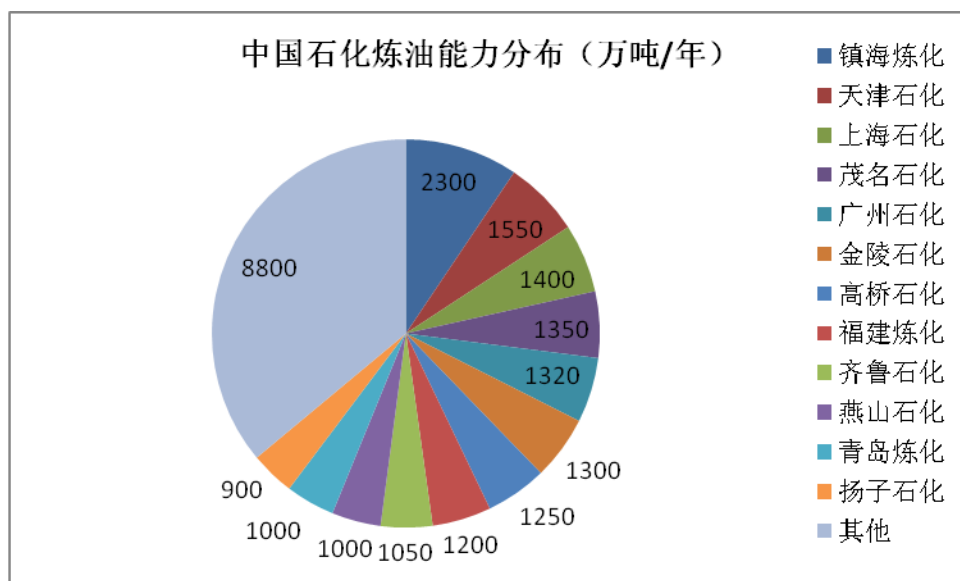


图 1.13 公司炼油能力分布示意图

资料来源：中国石化网站、东北证券

十一年来，公司的原油加工量由 2001 年的 9923 万吨提高到 2011 年的 21737 万吨，年均增长 8.1%；公司的成品油产量由 6114 万吨提高到 12800 万吨，年均增长 7.7%。公司原油加工量和成品油产量如图 1.14 所示。

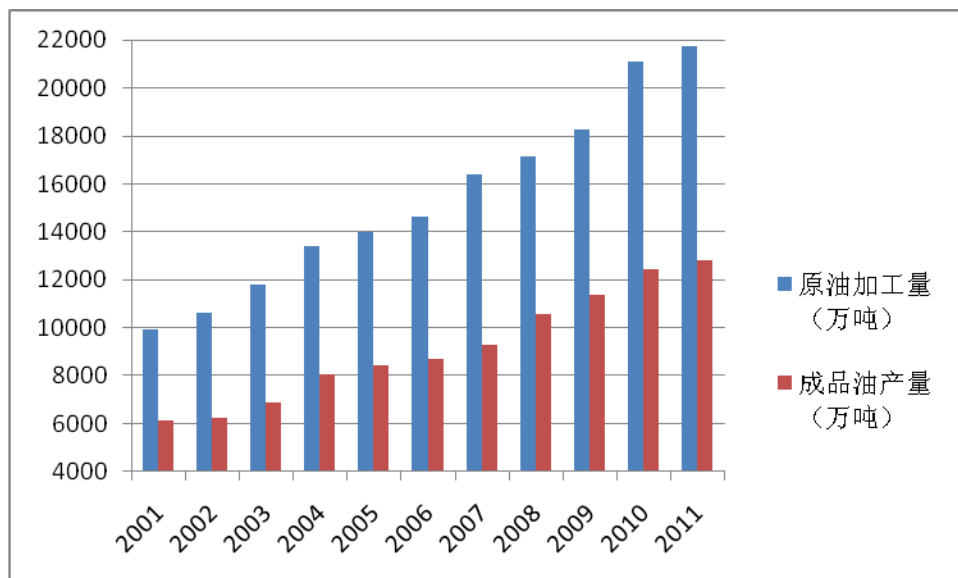


图 1.14 公司原油加工量和成品油产量示意图

资料来源：中国石化网站、东北证券

近年来，由于原油价格的大幅波动，以及国内成品油价格的管制影响，使得公司炼油业务的盈利水平起伏很大，且有多多个年份出现亏损。公司炼油业务的毛利率变化如图 1.15 所示。公司最近三年炼油业务经营业绩如图 1.16 所示。

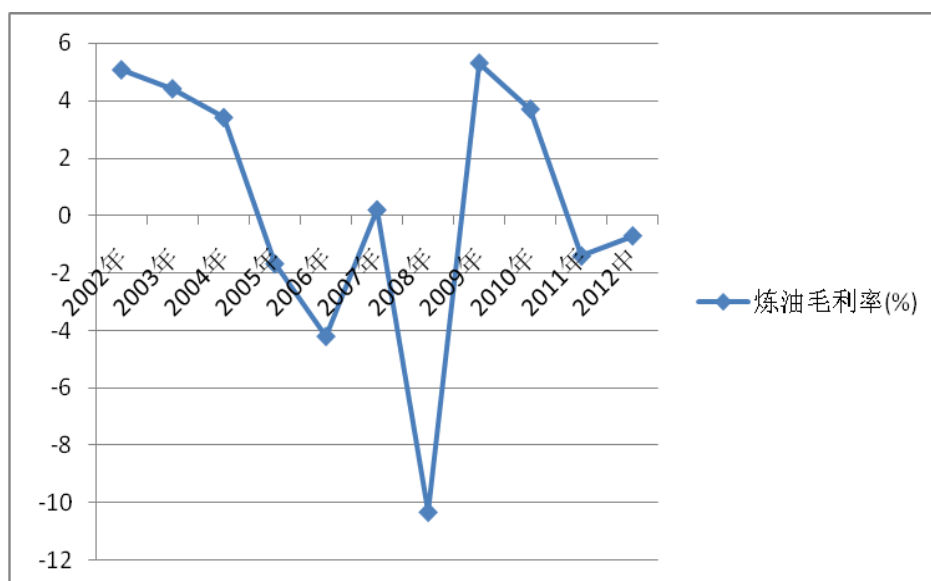


图 1.15 公司炼油业务毛利率示意图

资料来源：中国石化网站、东北证券

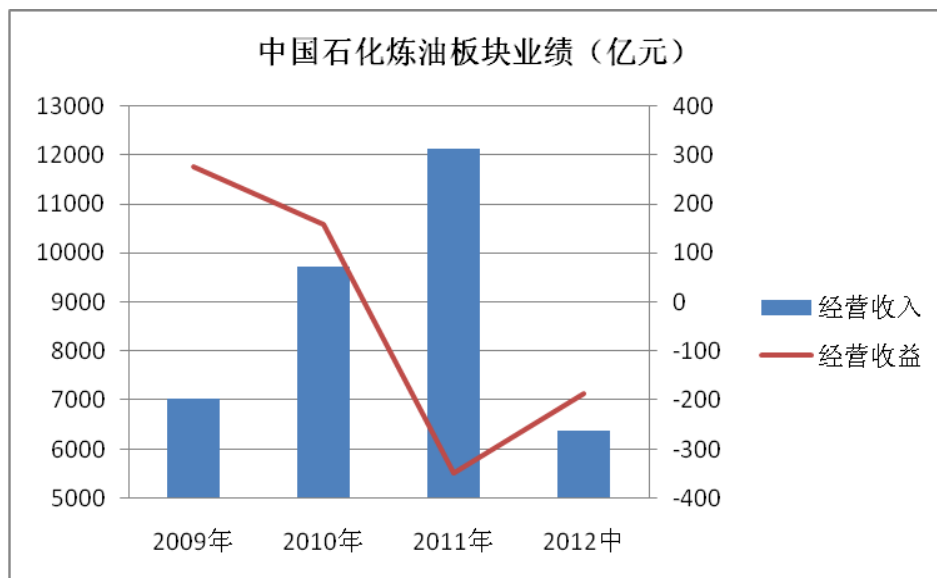


图 1.16 公司炼油板块业绩示意图

资料来源：中国石化网站、东北证券

1.3. 营销及分销

1.3.1. 业务构架

公司营销及分销事业部业务包括，从炼油事业部和第三方采购石油产品，向国内用户批发、直接销售和通过该事业部零售分销网络零售、分销石油产品及提供相关的服务。

公司成品油的主要市场包括华北、华东、华中、华南地区的 19 个省、自治区、直辖市，为进一步推进市场开拓，公司在以上主要市场区域之外又设立了新疆、甘肃等 12 个省级油品销售公司。至此，除台湾省以外，本公司在全国所有省（市、区）均有成品油营销业务。公司销售事业部物流简图如图 1.17 所示。

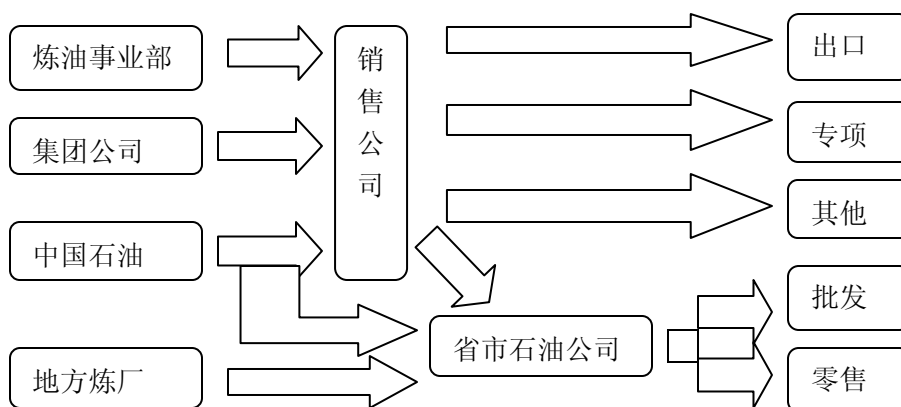


图 1.17 公司销售事业部物流示意图

资料来源：中国石化网站、东北证券

中国石化销售有限公司是中国石油化工股份有限公司的全资子公司，其前身是中国石化总公司销售公司，成立于 1985 年，1992 年转为石化总公司的直属企业，具独立法人资格。2002 年，设立中国石化销售有限公司，与中国石化股份有限公司油品销售事业部合署办公，实行“一套机构，两个牌子”，其所属华北、华东、华中、

华南分公司作为中国石化销售有限公司的派出机构，主要负责中国石化股份有限公司所属生产企业成品油的统一收购、统一结算工作，成品油的资源配置、区间调拨、运输协调、信息沟通、销售管理等工作；油品销售事业部受中国石化委托，对中国石化油品销售板块的省、自治区、直辖市石油分公司、大区公司和中石化（香港）有限公司的人、财、物实行归口管理。

广东石油分公司下辖 21 家地市级分公司，2500 多座加油站、1650 座易捷便利店，40 座油库、1000 多个加油卡售卡充值点、1000 多公里成品油管道，资产总额 210 亿元，形成了遍布全省的营销网络和日臻完善的服务体系。2011 年经营总量近 1500 万吨，销售收入 1180 亿元，是广东省最大的油品供应商，是中国石化、也是国内规模最大的油品销售企业。

浙江石油分公司在全省各县（市、区）均设有分支机构，销售网点遍布省内城乡各地。公司储运设施完备，有定位成品油库 29 座，储油总容量 150 万立方米，拥有各类终端零售网点 1949 座，已开通镇海—杭州、金山—嘉兴—湖州成品油长输管线。截止 2011 年年底，公司资产总额 151 亿元。2011 年公司销售各类油品 1311.7 万吨，商品销售纯收入为 998 亿元，各项经济指标连续多年位居中国石化集团销售系统前列。

江苏石油分公司 2011 年销售成品油超过 1000 万吨，成品油供应比率 70% 左右。非油品营业额超过 6 亿元。全力以赴发展新增网点，加快加气站发展，提升竞争力，截至 2011 年底加油站(点)总数已逾 2300 座。

中石化（香港）有限公司成立于 1989 年 10 月，是中国石油化工股份有限公司的全资子公司，主要在香港及亚太周边地区从事汽油、柴油、航煤、燃料油及液化石油气经营。经过近 20 年的发展，公司销售网络遍布香港，现有油（气）站 47 座、油库 2 座（库容 37.5 万立方米）、船舶 17 艘（总运力约 18 万吨）。2010 年，公司销售总量超过 2000 万吨，再创历史新高。

1.3.2. 板块业绩

公司的 3 万多座加油站遍布神州大地、1.8 万个便利店、700 多个直分销营业厅、500 多个润滑油门店、400 多座油库和 8600 公里成品油管道，共同组成的营销网络，推动了公司营销及分销板块业绩的稳步增长。公司营销及分销板块业绩如图 1.18、图 1.19 和图 1.20 所示。

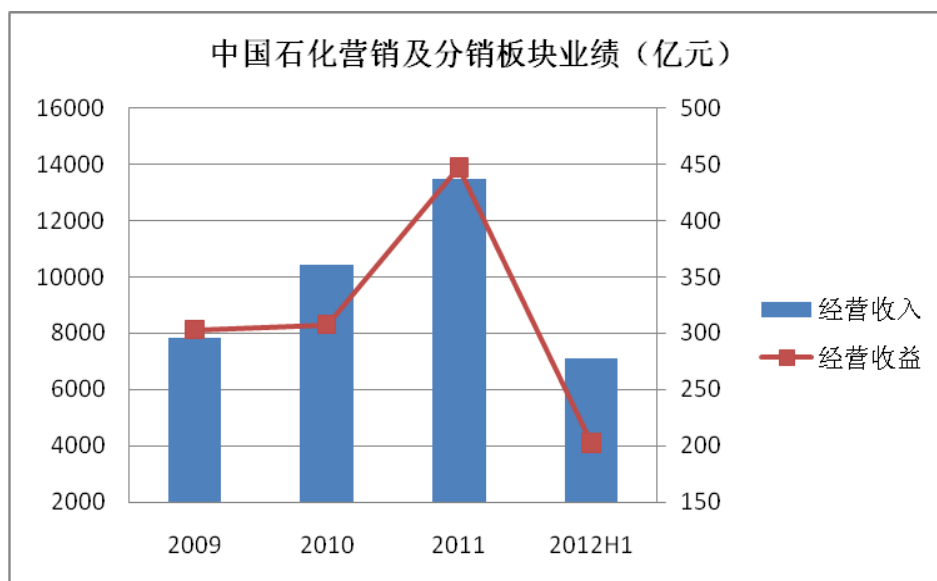


图 1.18 公司营销及分销板块业绩示意图

资料来源：中国石化网站、东北证券

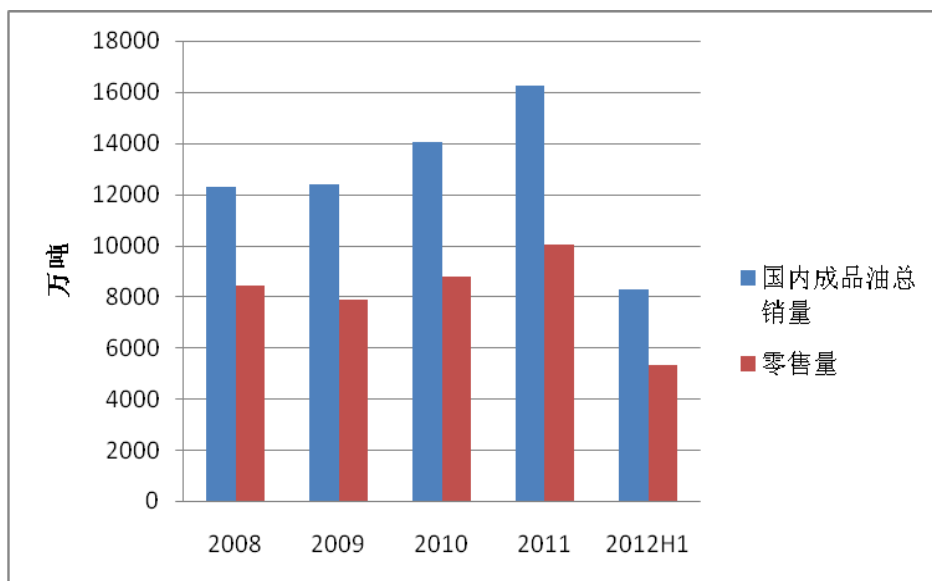


图 1.19 公司成品油销量示意图

资料来源：中国石化网站、东北证券

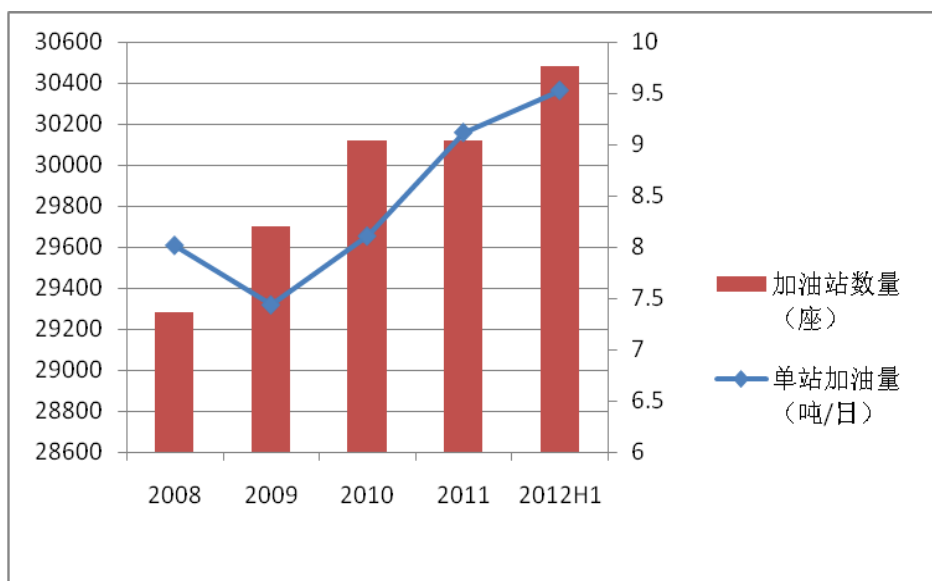


图 1.20 公司加油站情况示意图

资料来源：中国石化网站、东北证券

2011 年，公司的成品油零售量首次突破了 1 亿吨大关，再次稳固了我国第一大成品油销售商的地位，国内零售市场占有率超过 50%。

1.4. 化工

1.4.1. 技术

截至 2011 年底，公司共拥有乙烯生产装置 15 套，产能 958.5 万吨/年，占全国的 64.4%，2011 年产量 989.4 万吨。公司的乙烯生产装置情况如表 1 所示。

表 1: 公司乙烯生产装置情况 (单位: 万吨/年)

序号	厂家	产能	分离工艺
1	燕山石化	71	Lummus 顺序分离
2	天津石化	20	Lummus 顺序分离
3	中沙天津	100	Lummus 顺序分离
4	北京东方	15	TPL 专利技术
5	上海赛科	119	Lummus 顺序分离
6	镇海炼化	100	Lummus 顺序分离
7	上海石化	14.5	三菱重工前脱丙烷后加氢
8	上海石化	70	S&W 前脱丙烷前加氢
9	齐鲁石化	80	Lummus 顺序分离
10	扬子石化	70	Lummus 顺序分离
11	扬巴	74	S&W 前脱丙烷前加氢
12	茂名石化	100	S&W 前脱丙烷前加氢
13	福建炼化	80	Lummus 顺序分离
14	广州石化	21	S&W 前脱丙烷前加氢
15	中原石化	24	Lummus 顺序分离
合计		958.5	

数据来源: 中国石油和化工经济分析、东北证券

公司 15 套乙烯生产装置的平均规模已经超过 60 万吨/年的水平, 主流的分离工艺技术: Lummus 顺序分离和 S&W 前脱丙烷前加氢两种工艺均代表了不同专利商的世界水平, 专利商的很多新技术都在公司的装置上首先得到应用并推广。

2010 年 4 月 20 日, 镇海炼化百万吨乙烯产出合格乙烯, 标志着公司已经迈入拥有世界一流水准乙烯工程生产商行列。公司化工事业部物流简图如图 1.21 所示。

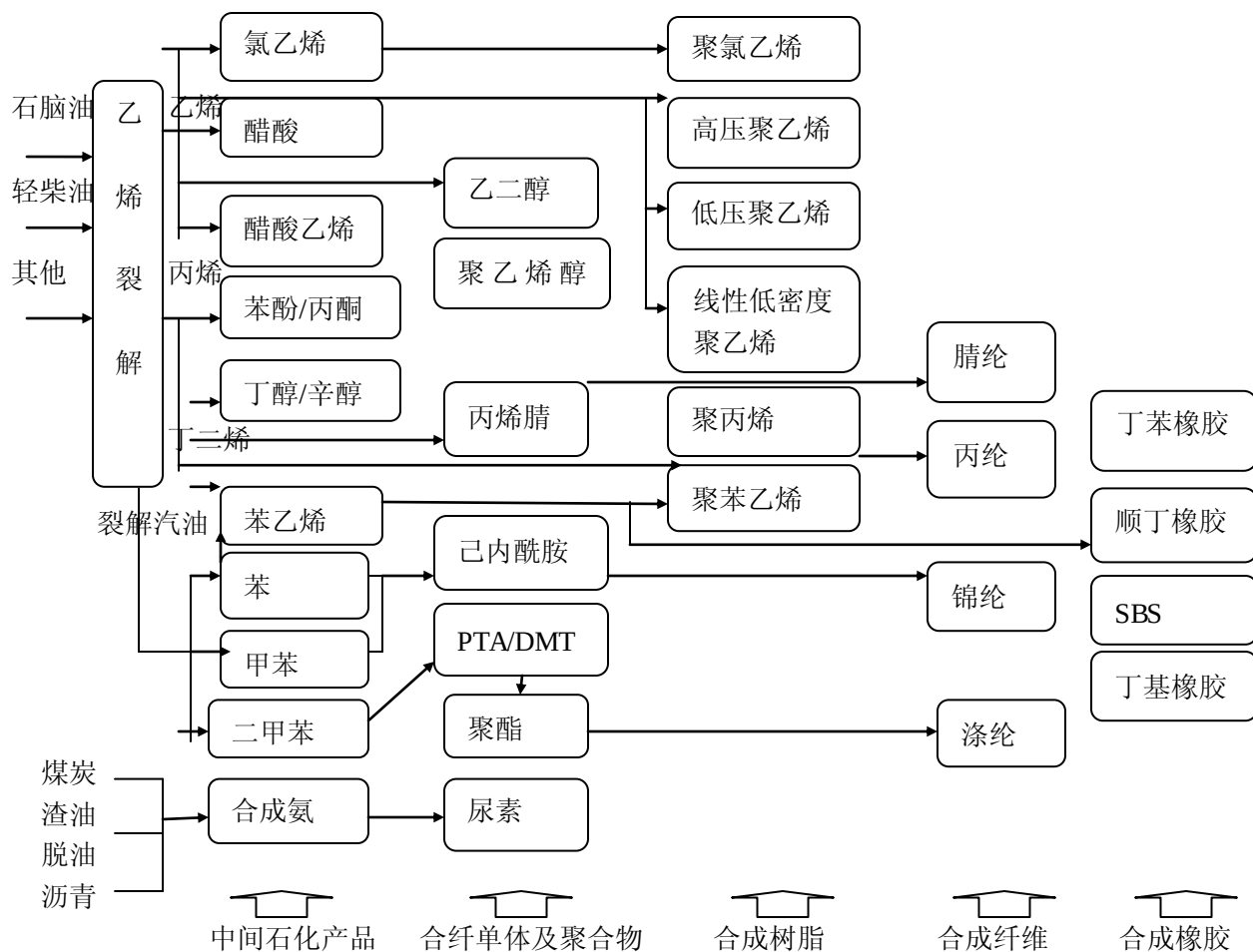


图 1.21 公司化工事业部物流简图

资料来源：中国石化网站、东北证券

1.4.2. 产品

公司是我国最大的石化产品生产商，乙烯生产能力位居世界第四，芳烃（PX）生产能力位居世界第一。化工生产企业主要分布于东南沿海、长江中下游和华北等地区，主要化工产品有合成树脂、合成橡胶、合成纤维、合成纤维单体及聚合物、化肥、基本有机化工原料等。

合成树脂是公司最大一类化工产品，包括聚乙烯、聚丙烯、聚氯乙烯、聚苯乙烯和 ABS。2011 年，公司合成树脂产量为 1365.2 万吨，占全国总产量的 28.45%。

公司生产的合成橡胶包括 SBS、丁基橡胶、丁苯橡胶和顺丁橡胶。2011 年，公司合成橡胶产量为 99.0 万吨，占全国总产量的 28.38%。

公司生产的合成纤维单体和聚合物包括 PTA、乙二醇、丙烯腈、己内酰胺、聚酯和聚乙烯醇。2011 年，公司合成纤维单体和聚合物产量为 938.0 万吨，占全国总产量的 28.66%。

公司生产的合成纤维包括涤纶、腈纶、丙纶和锦纶。2011 年，公司合成纤维产量为 138.80 万吨，占全国总产量的 4.48%。

1.4.3. 板块业绩

公司的化工板块历来具有不错的盈利能力，仅在 2008 年国际金融危机时，及今年上半年表现较差。公司化工板块的毛利率变化如图 1.22 所示。近年来化工板块的业绩如图 1.23 所示。

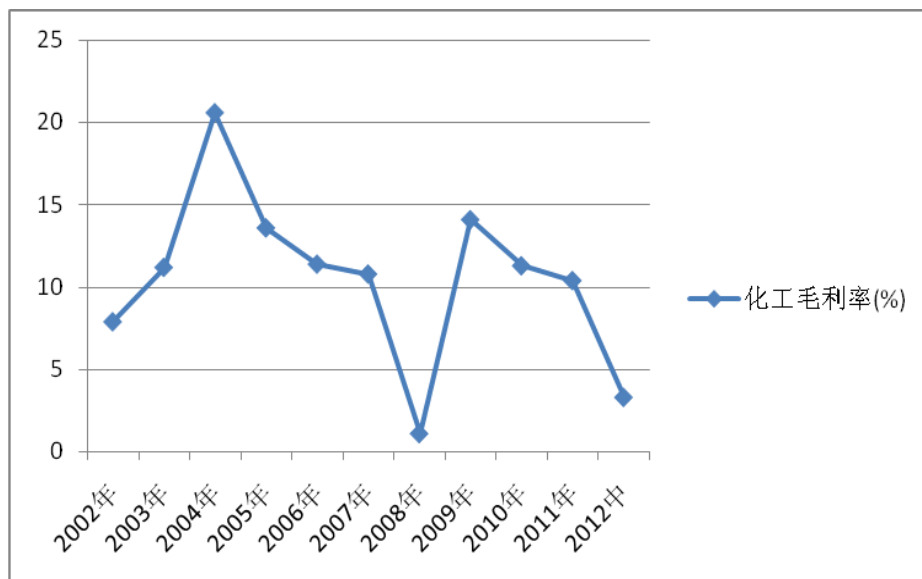


图 1.22 公司化工板块毛利率示意图

资料来源：中国石化网站、东北证券

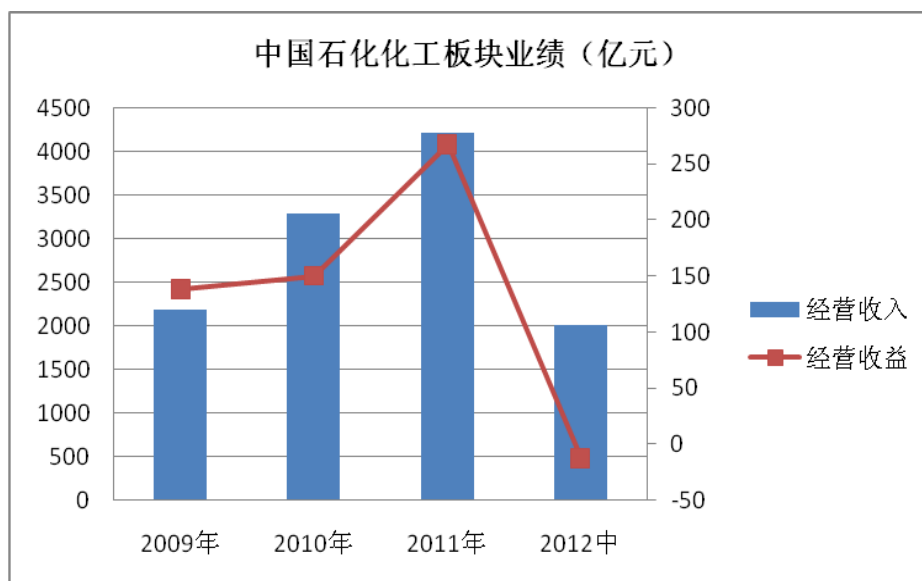


图 1.23 公司化工板块业绩示意图

资料来源：中国石化网站、东北证券

今年上半年，公司根据市场供需变化，进一步降低乙烯、合成树脂等产品加工负荷；发挥一体化优势，加强原料供应链优化，促进原料轻烃化，提高资源利用效率；努力生产适销对路和高附加值产品，特别是加快开发生产新产品和合成树脂专用料，合成树脂新产品和专用料比例达到52.0%，化纤差别化率达到67.5%。上半年公司生产乙烯481.0万吨，同比减少4.10%，化工产品经营总量2615.0万吨，同比增长4.20%。

随着中东、北美等地区以乙烷、丙烷、丁烷等为原料生产乙烯的规模不断扩大，这些从天然气、页岩气中分离出来的低价原料使得这些地区的聚烯烃的成本优势明显，这些廉价聚烯烃产品已经逐步影响到了我国及周边地区的相关产品价格。

面对挑战，公司一方面继续降低现有乙烯装置的能耗水平；另一方面，公司也

加快了乙烯原料多元化的进程，包括煤制烯烃、煤制天然气和页岩气的勘探开发等。

诚然，化工业务的盈利能力主要决定于经济周期及相应的化工景气周期，但是，由于公司在规模及技术上的相对优势地位，使得公司的化工板块能够取得超越行业平均水平的盈利，也使得公司的下游业务具有更强的业绩弹性。

1.5. 公司业绩

1.5.1. 组织管理

公司是一家上中下游一体化、石油石化主业突出、拥有比较完备销售网络、境内外上市的股份制企业。公司是我国最大的石化产品生产商，位于世界500强企业第五位。

公司是由中国石油化工集团公司依据《中华人民共和国公司法》，以独家发起方式于2000年2月25日设立的股份制企业。公司的167.8亿股H股股票于2000年10月18、19日分别在香港、纽约、伦敦三地交易所成功发行上市；2001年7月16日在上海证券交易所成功发行28亿股A股。截至2011年底，公司总股本867亿股，中国石化集团公司持股占75.84%，外资股占19.35%，社会公众股占4.81%。

公司建立了规范的法人治理结构，实行集中决策、分级管理和专业化经营的事业部制管理体制。公司现有全资子公司、控股和参股子公司、分公司等共100余家，包括油气勘探开发、炼油、化工、产品销售以及科研、外贸等企业和单位，经营资产和主要市场集中在中国经济最发达、最活跃的东部、南部和中部地区。公司将认真实施资源、市场、一体化和国际化战略，更加注重科技创新、管理创新和提高队伍素质，努力把中国石化建设成为具有较强国际竞争力的跨国能源化工公司。目前公司的组织结构如图1.24所示。

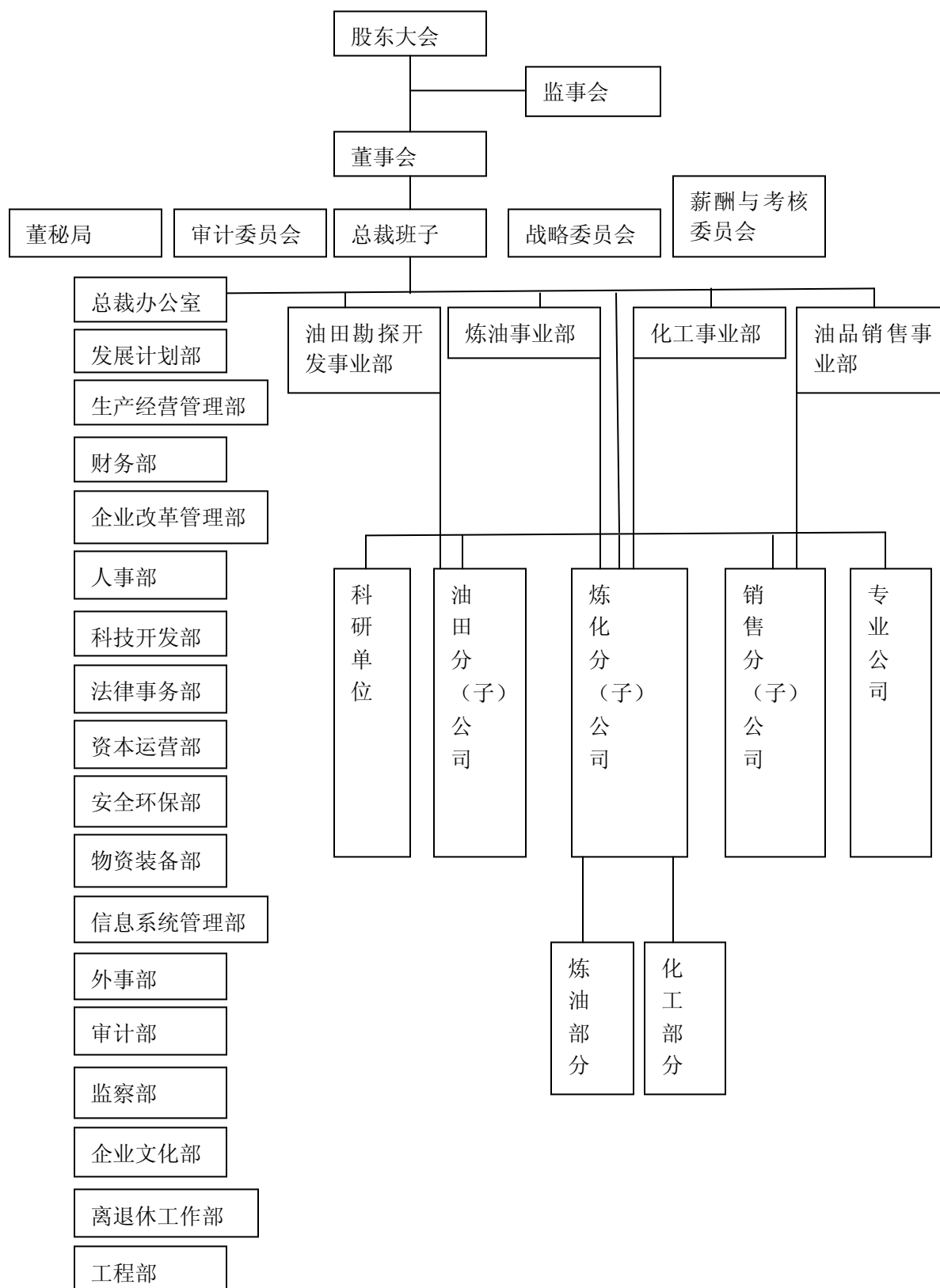


图 1.24 公司组织结构示意图

资料来源：中国石化网站、东北证券

1.5.2. 财务分析

公司的主要财务指标如表 2 所示

表 2 公司主要财务指标

指标	2012 中	2011 年	2010 年
资产负债率%	55.55	54.91	54.06
流动比率	0.78	0.86	0.77
速动比率	0.31	0.29	0.29
存货周转率	5.61	11.63	10.31
应收账款周转率	18.88	49.22	54.91
净资产收益率%	4.91	15.11	16.79
销售毛利率%	14.51	16.46	19.66

数据来源：公司年报、东北证券

公司财务状况正常，期末资产负债率为 55.55%，比年初上升了 0.64 个百分点，但仍属于合理水平。流动、速动比率稳定，营运指标优秀。然而，公司的盈利能力有所下降，毛利率下滑较多。

1.5.3. 业绩分析

公司的经营业绩如图 1.25 所示。

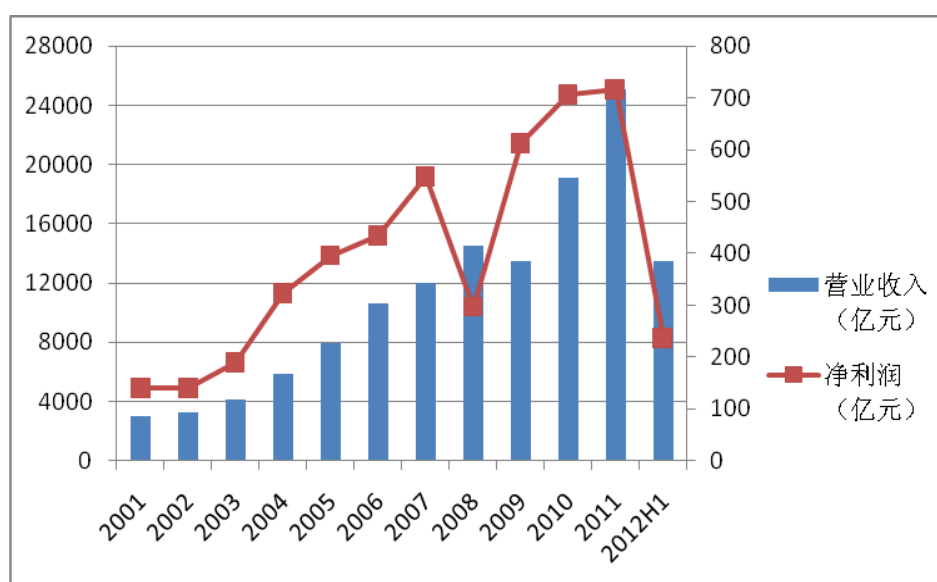


图 1.25 公司经营业绩示意图

资料来源：中国石化网站、东北证券

公司的业绩主要受三方面因素的影响，一是原油价格，二是宏观经济，三是国家相关政策。

当前，原油价格呈现逐步走高的趋势，这有利于公司业绩的提升。我国宏观经济形势虽然比较严峻，但是持续增长的动力仍在。随着世界经济的逐步复苏，以及国内经济结构的进一步优化，我国石油、石化产业仍大有可为。国家相关政策方面，石油、天然气资源税和原油特别收益金都对公司的利润形成负效应，成品油消费税也是如此；比较正面的预期有：国内汽柴油定价机制改革，以及国内天然气定价机制改革等。公司最近三年的经营收益构成如图 1.26 所示。

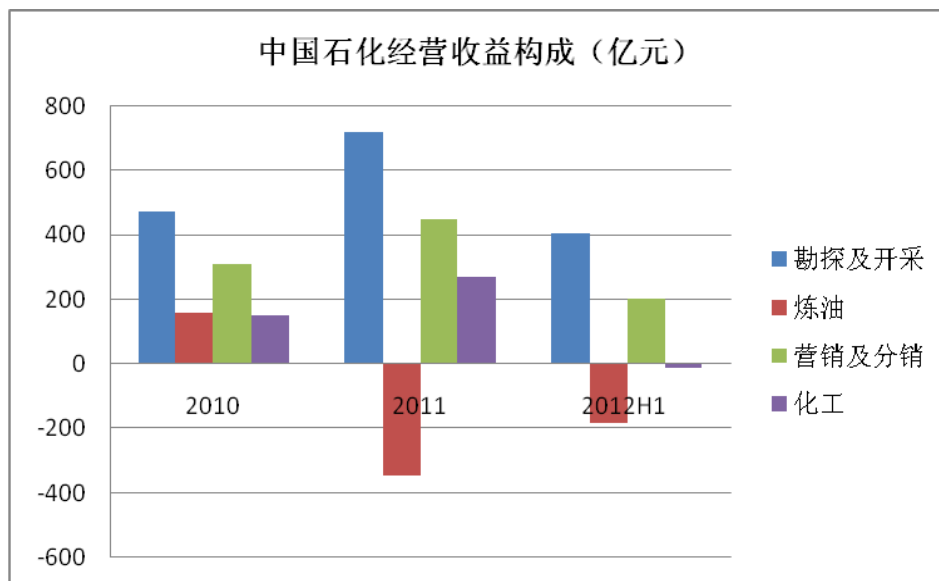


图 1.26 公司经营收益构成示意图

资料来源：中国石化网站、东北证券

从公司的经营收益分析可以看到，勘探及开采板块和营销及分销两个板块对公司的业绩贡献非常稳定；公司占比最大的炼油板块两亏一盈，化工板块是两盈一亏（今年上半年亏）。原油价格高企保证了公司上游的盈利；公司在成品油销售方面的强势地位保证了销售的盈利。炼油主要是政策性亏损；而化工业务总体表现是好的。

公司油气储量和产量如图 1.27、图 1.28 所示。

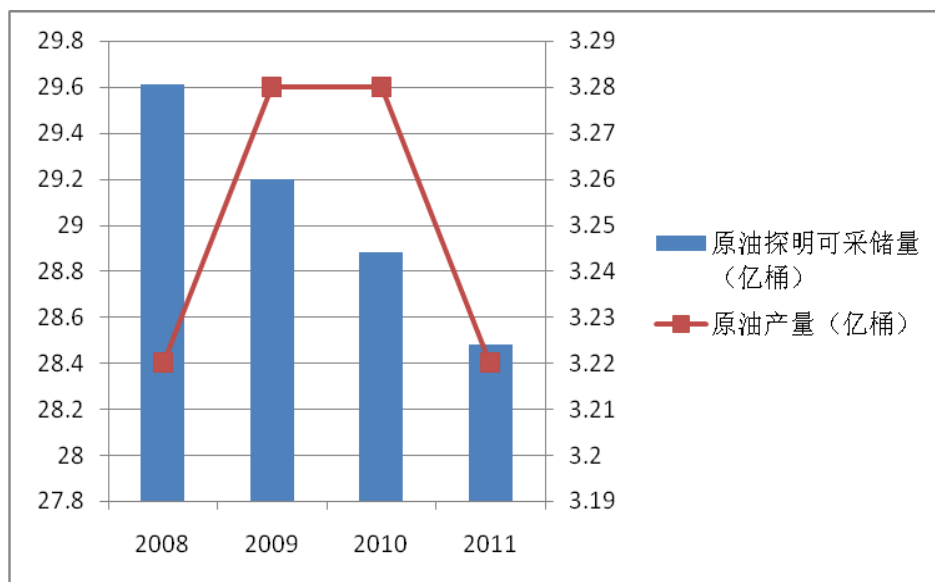


图 1.27 公司原油储量和产量示意图

资料来源：中国石化网站、东北证券

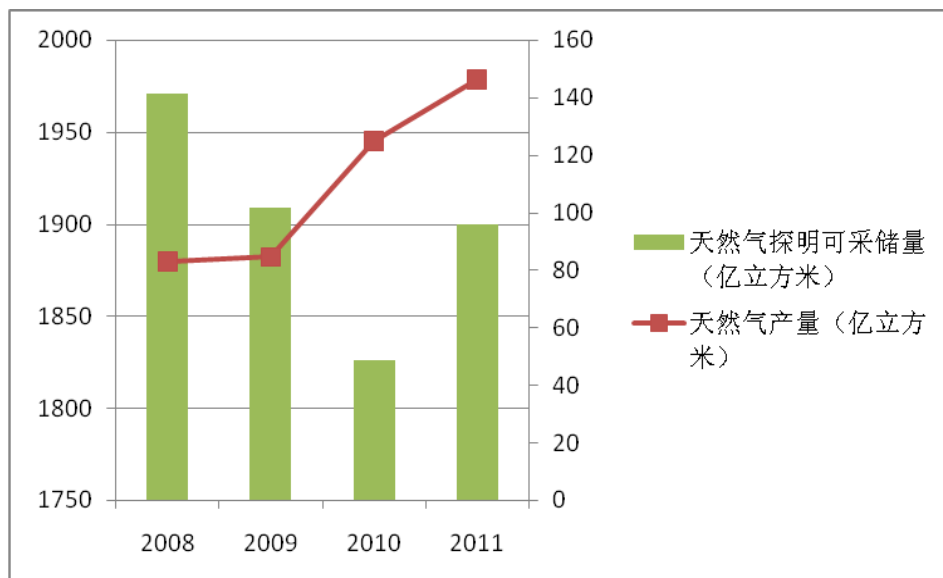


图 1.28 公司天然气储量和产量示意图

资料来源：中国石化网站、东北证券

公司的原油储量持续下降，产量则基本稳定。公司的天然气储量止跌回升，而产量则持续上升。公司的油气资源是短板，今后的增储来源主要有三个：一个是鄂尔多斯盆地；还有一个四川盆地；再有就是通过收购。

公司的资本支出如图 1.29 所示。

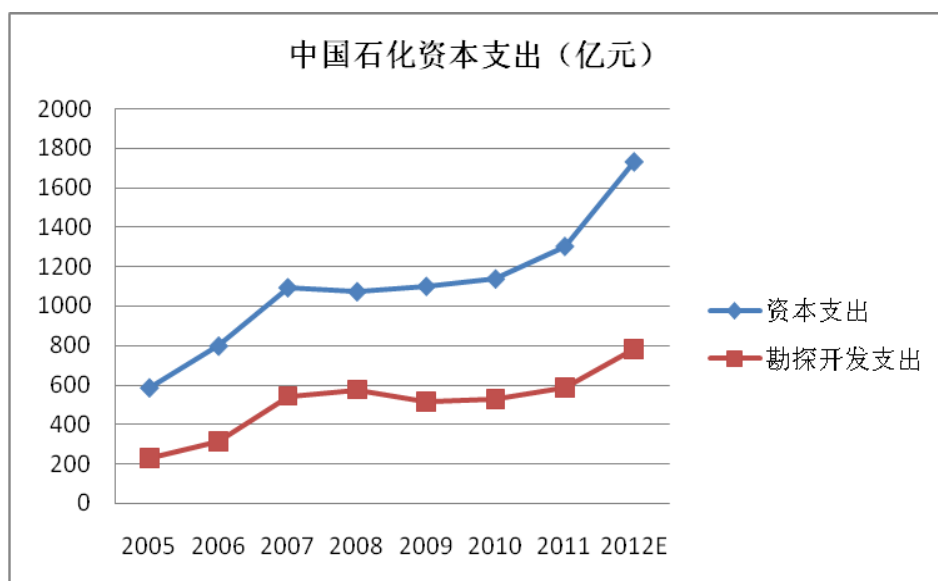


图 1.29 公司资本支出示意图

资料来源：中国石化网站、东北证券

公司最近 6 年资本支出年均增长 14.20%，其中勘探开发支出年均增长 16.70%。公司预计 2012 年此两项分别同比增长 32.80%和 33.22%。

1.5.4. 展望

展望后市，世界经济复苏的不确定性上升，能源资源竞争将更加激烈，全球能源资源供给将长期偏紧。预计我国经济在较长时间内仍将保持平稳较快发展，国内油气需求将继续保持刚性增长。国内能源价格体系有望加快理顺，为公司业务发展

创造有利条件。

具体到公司的四大业务板块，勘探及开采板块将继续受益于原油价格的上涨；炼油板块将受益于国内汽柴油定价机制的改革；营销及分销板块将受益于我国机动车保有量的不断上升；化工板块将等待下一轮景气上升周期的到来。公司面临的挑战主要有：老油田产量的衰减；增加新的油气储量；石油、石化产品市场竞争的加剧；油气资源等税收的上升。

综合来看，公司的机遇大于挑战。公司将充分利用政策和市场所营造的良好经营氛围，努力提升公司的盈利水平，使公司的经营业绩再创新高。

2. 机遇与风险并存（行业篇）

2.1. 石油市场

根据美国《油气杂志》最新统计数据，截至 2011 年，全球石油储量已从 2010 年的 1.47 万亿桶增加到 2011 年的 1.52 万亿桶，增幅为 3.4%，增长量主要来源于中东。天然气总储量比 2010 年增长 1.5%，达到 6746.8 万亿立方英尺（189.72 万亿立方米）。2002~2011 年全球石油和天然气储量变化如表 3 所示。

表 3 2002~2011 年全球石油和天然气储量变化（单位：亿桶、万亿立方英尺）

年份	世界石油储量	欧佩克石油储量	世界天然气
2011	15232.3	11128.5	6746.8
2010	14696.1	10649.7	6647.3
2009	13541.8	9512.8	6609.3
2008	13422.1	9440.2	6254.4
2007	13317.0	9274.8	6185.7
2006	13174.5	9023.4	6182.7
2005	12933.4	9016.6	6101.2
2004	12777.0	8851.9	6040.2
2003	12658.1	8695.2	6068.3
2002	12128.8	8190.1	5501.4

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

根据美国《油气杂志》最新统计数据，截至 2011 年，全球的炼油厂总数为 655 座，同比减少 7 座；原油蒸馏能力为 8805.5 万桶/天，同比下降 18.5 万桶/天。有 21 座炼厂的能力超过了 40 万桶/天（2000 万吨/年），同比持平，我国的中石化镇海炼油厂以 2015 万吨/年的规模排名第 19 位。近年来全球炼厂数量及产能变化如图 2.1 所示。

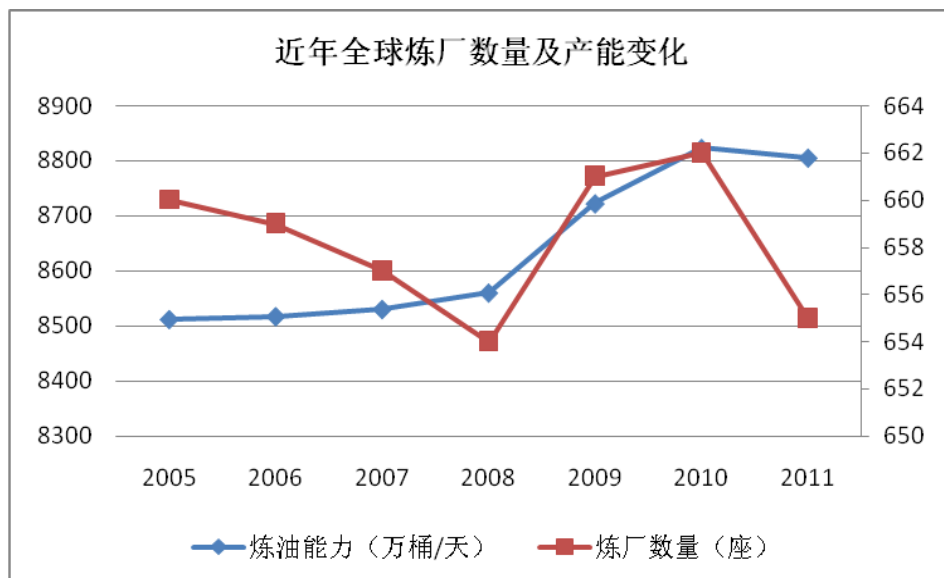


图 2.1 近年来全球炼厂数量及产能变化示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

根据 IEA 的最新统计报告，其对世界石油需求 2012 年的预测数值下调 15 万桶/天，至 8989 万桶/天，同比增长 0.9%。报告首次给出了对世界石油需求 2013 年的预测值为 9090 万桶/天，同比增长 1.1%。IEA 对 2011 年以来的世界石油需求量的季度平均值的统计和预测如图 2.2 所示。

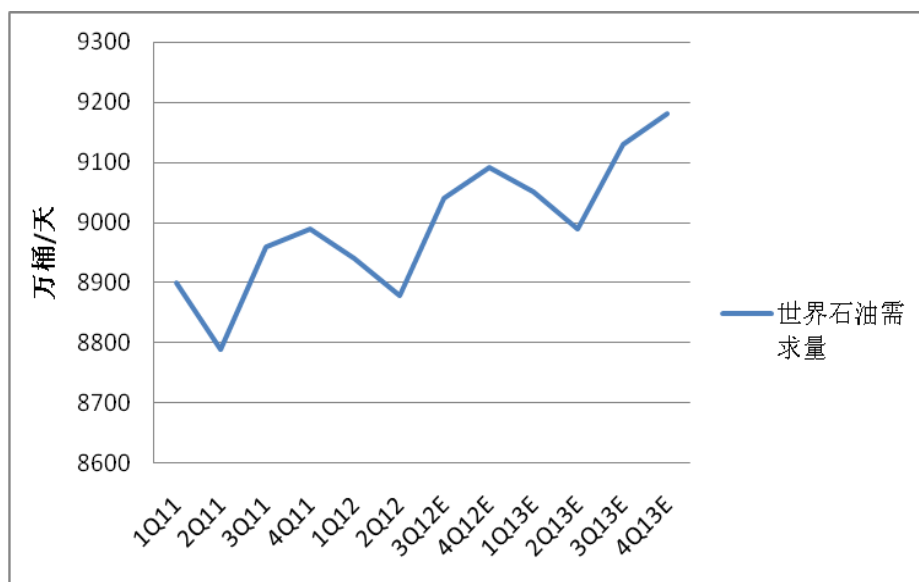


图 2.2 世界石油需求量示意图

数据来源：IEA 网站、东北证券

IEA 的报告同时指出，预计至 2013 年第二季度，非经合组织的石油需求将会超过经合组织的需求。预计非经合组织 2013 年的石油需求为 4570 万桶/天，超过经合组织需求 60 万桶/天。该需求预测是基于今年世界经济增速为 3.3%，明年为 3.8% 时而做出的。

原油价格相对稳定有利于炼油业，虽然需求仍较低迷，但是全球炼油毛利保持平稳。国际市场成品油价格与布伦特原油价格走比照如图 2.3 所示。

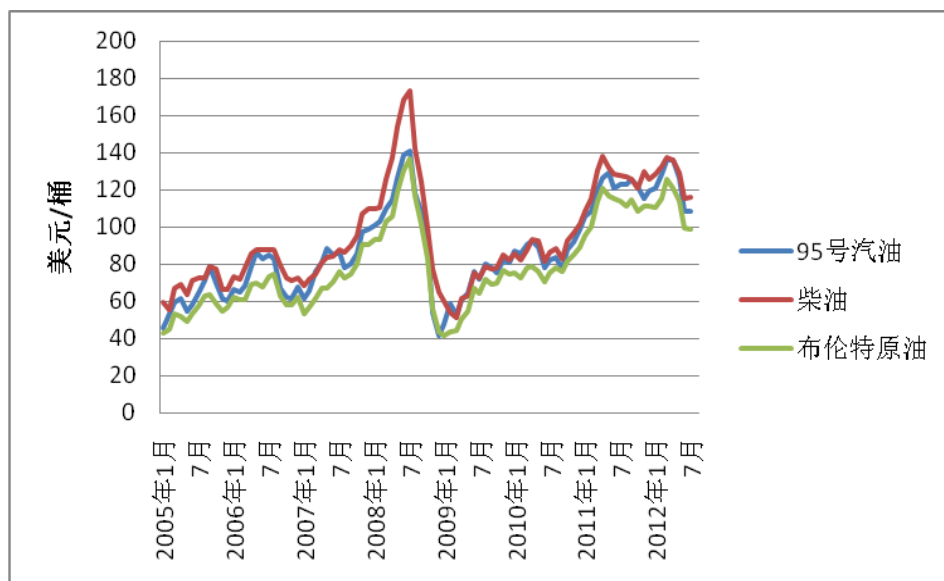


图 2.3 国际市场成品油与布伦特原油价格对照图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

2011 年，我国共加工原油 4.48 亿吨，约占全球总量的 11%，居世界第二位。我国的原油加工能力与经济增长保持高度的一致性，原油消费增速与 GDP 的增速的相关系数在 0.6~0.7 之间。近 10 年来，我国原油加工量年均增速达到 7.8%，汽柴油产量的年均增速分别为 7.0%和 8.3%。我国原油加工量如图 2.4 所示，我国汽柴油产量如图 2.5 所示。

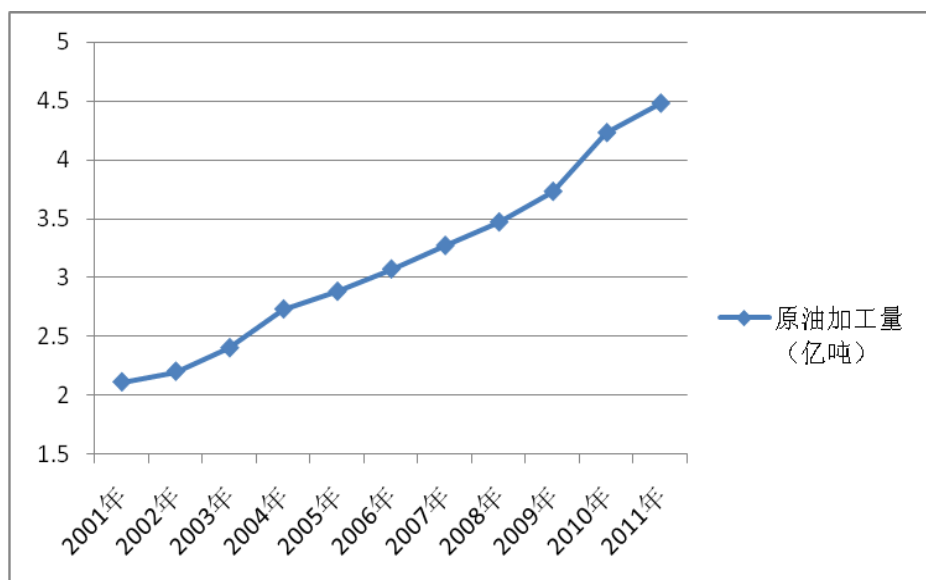


图 2.4 我国原油加工量示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

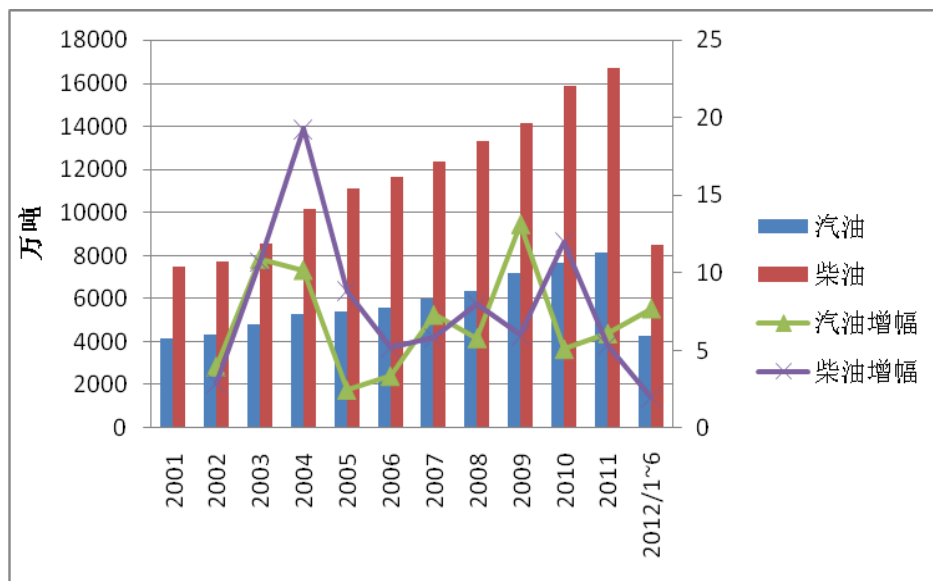


图 2.5 我国汽柴油产量示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

2.2. 化工市场

根据美国《油气杂志》最新发布的全球乙烯产能分析报告显示，2011 年全球乙烯少量扩能后，2012 年全球乙烯扩能将继续 2010 年之后再次突破 600 万吨。截至 2011 年底，全球乙烯生产能力达到 1.41 亿吨，比 2010 年增长了 250 万吨。美国的乙烯产能达 2759.3 万吨，位居全球首位。

报告还称，如果所有已宣布的在建项目能够按时投产，2012 年全球乙烯扩能接近 650 万吨，而 2013 年全球乙烯扩能步伐将大大放慢，约为 200 万吨。之后的几年，全球乙烯装置建设步伐将再次加速。

析迈公司的研究报告则认为，因经济衰退的影响，新项目投运已放缓，使得至 2015 年的全球乙烯产能增速为年均 2.8%。而需求端因经济的复苏，需求增速将保持在 4.6%，乙烯装置的开工率将上升到 90%。

2011 年，我国的乙烯产量为 1520 万吨，约占世界总产量的 12%，居世界第二位。中石化是我国最大的乙烯生产商，权益产能为 958.5 万吨/年，居世界第四位。2011 年，中石化的乙烯产量首次突破 1000 万吨大关，达到 1003.75 万吨，同比增长 10.8%。近 10 年来，我国乙烯产量年均增速达到 12.2%。我国乙烯产量如图 2.6 所示。

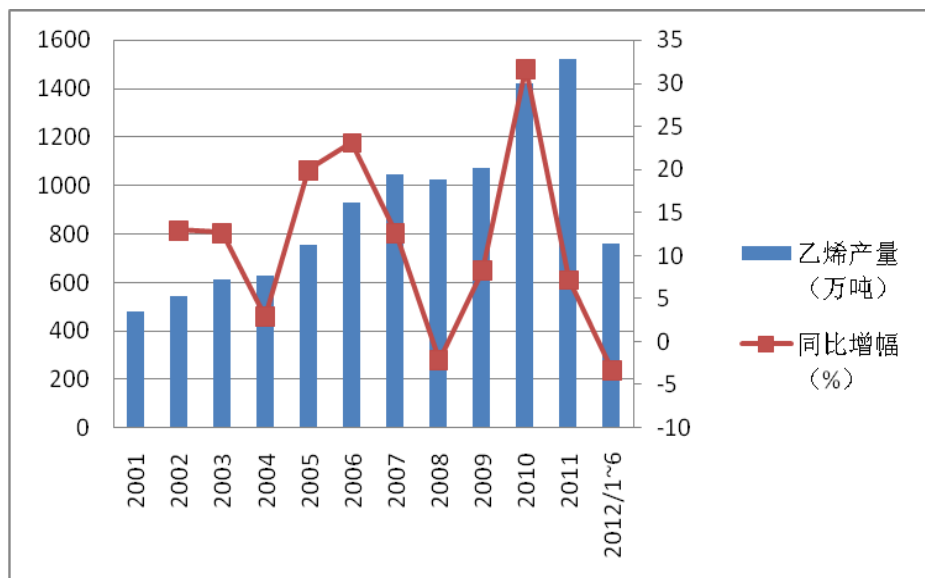


图 2.6 我国乙烯产量示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

我国的化工市场已经基本融入了全球的市场化体系。从过去 10 年的发展来看，我国乙烯产量的增速仅略高于 GDP 的增速，乙烯及下游衍生生物的对外依存度仍高达 30% 以上。而且从长远来看，由于资源禀赋和环境承受能力的限制，我国石化产品将长期保持一定水平的对外依存度。因此，我国的乙烯工业仍将是一个朝阳产业。我国三大合成对外依存度如图 2.7 所示。

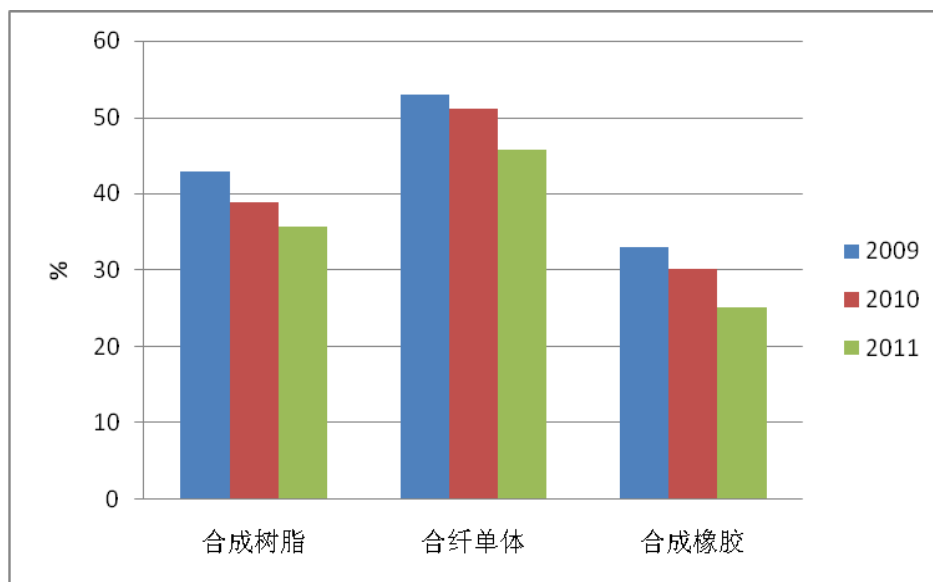


图 2.7 我国三大合成对外依存度示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

然而，我国化工行业的景气度同样也表现出一定的周期性，而且由于宏观调控的加强，周期的间隔时间在缩短。从最近 7 年的情况来看，行业的景气度已经较清晰地呈现出三个低点和两个高点。三大合成材料制造业是石化行业最大的一个产品系列制造业，该子行业的景气状况基本能够反映整个行业的景气周期的变化情况。近年来我国合成材料制造业的景气状况如图 2.8 所示。我国部分石化产品价格走势如

图 2.9 所示。

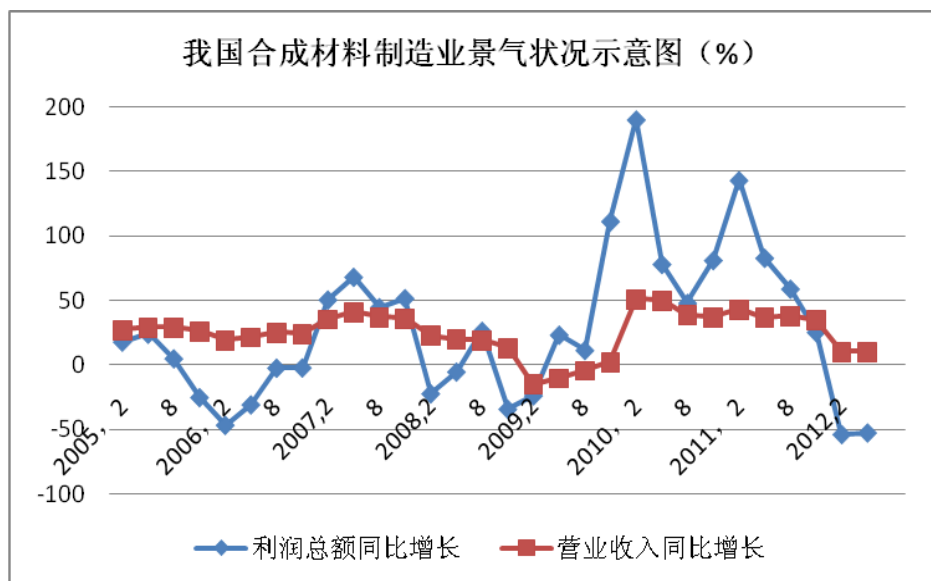


图 2.8 我国合成材料制造业景气状况示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

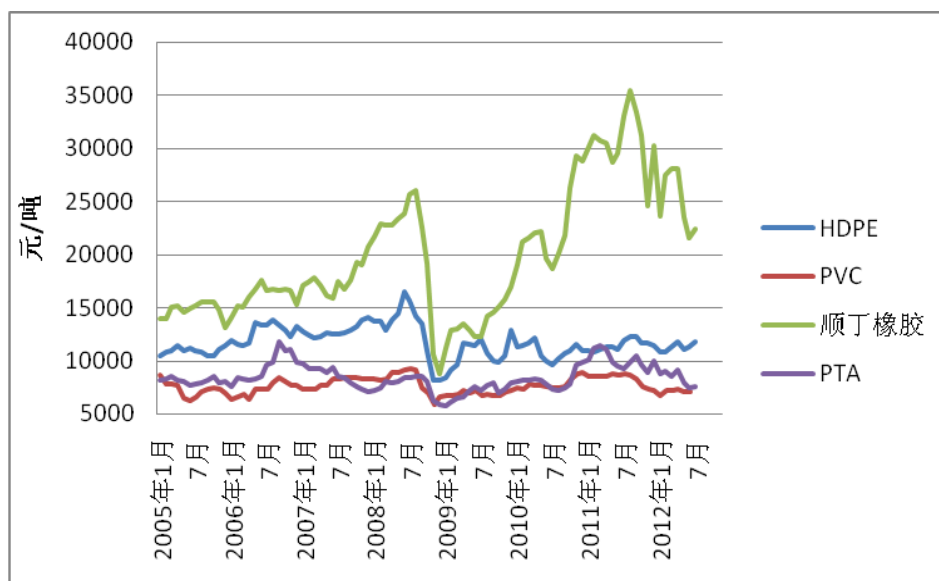


图 2.9 我国部分石化产品价格走势图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

3. 公司价值低估（估值篇）

目前国际同类公司的最新估值如表 4 所示。

表 4 六公司估值比较表（2012 年 8 月 29 日）

	埃克森	雪佛龙	康菲	BP	中石化 A	中石油 A
营业收入 (亿元)	31131.46	16237.18	16078.46	24733.63	25056.83	20038.43
净利润 (亿元)	2627.84	1721.28	795.90	1644.80	716.97	1329.84
净资产 (亿元)	9881.34	7768.45	4174.34	7133.76	4742.49	10028.85
总市值 (亿元)	25765	13930	4346	8519	5244	16124
ROE (%)	26.59	22.16	19.07	23.06	15.11	13.26
P/S	0.83	0.86	0.27	0.34	0.21	0.80
P/B	2.61	1.79	1.04	1.19	1.11	1.61
P/E	9.80	8.09	5.46	5.18	7.31	12.12

数据来源：各公司网站、东北证券

注：汇率按 1 美元=6.40 元计算，各公司财务数据均为 2011 年。

通过比较分析可以看出，中石化的市盈率和市净率都处于六家公司较低水平，而最能反映大型公司估值水平的市销率，中石化是最低的。中石化的估值要远低于同级别公司埃克森，仅与较弱的康菲相仿，还与前年曾遭受墨西哥湾漏油事件沉重打击的 BP 相仿。市场估值存在明显的偏差。而中石油目前的估值水平与同类公司雪佛龙也比较接近。

基于公司基本面逐步向好的预期，给予公司 2012、2013 和 2014 年的业绩预测，EPS 分别为 0.65 元、0.79 元和 0.90 元。目前公司的 A 股价格对应动态市盈率分别为 9.34 倍、7.65 倍和 6.74 倍。基于公司估值存在较明显的低估，因此，维持对公司 A 股的投资评级为“推荐”。

风险提示：原油价格的过度波动，经济复苏低于预期，以及成品油定价改革不如预期，这些因素都将对公司的经营构成负面影响，由此将影响对公司的业绩预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	25197	20000	38749	83743
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	58721	75511	84568	93024
存货	203417	212516	237376	260996
其他流动资产	836	1134	1134	1134
流动资产合计	327588	361190	420074	502971
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期投资净额	47458	47498	47498	47498
固定资产	565936	625936	685936	755936
无形资产	34842	42833	48556	53067
商誉	8212	8212	8212	8212
非流动资产合计	802465	841661	853583	871980
资产总计	1130053	1202850	1273657	1374950
短期借款	36985	28011	0	0
应付款项	177002	176377	197155	216886
预收款项	66686	73352	82150	90365
一年内到期的非流动负债	43388	14955	14955	14955
流动负债合计	429073	458298	478885	523342
长期借款	54320	54320	54320	54320
其他长期负债	3436	23243	23243	23243
长期负债合计	191455	193123	193123	193123
负债合计	620528	651421	672008	716465
归属于母公司股东权益合计	474399	511416	555664	605721
少数股东权益	35126	40014	45985	52764
负债和股东权益总计	1130053	1202850	1273657	1374950

利润表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2505683	2756160	3086720	3395390
营业成本	2093199	2341000	2616790	2878670
营业税金及附加	189949	195687	219157	241073
资产减值损失	5811	8000	6000	5000
销售费用	38399	39964	44757	49233
管理费用	63083	64770	72538	79792
财务费用	6544	11077	9958	8629
公允价值变动净收益	1423	800	1000	1500
投资净收益	4186	1000	2000	3000
营业利润	100966	79961	98020	111494
营业外收支净额	1672	1500	1500	1500
利润总额	102638	81461	99520	112994
所得税	25774	20456	24991	28374
净利润	76864	61005	74529	84619
归属于母公司净利润	71697	56117	68558	77840
少数股东损益	5167	4888	5971	6780

资料来源：东北证券

现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	76864	61005	74529	84619
资产减值准备	5811	8000	6000	5000
折旧及摊销	63816	69059	76078	83603
公允价值变动损失	-1423	-800	-1000	-1500
财务费用	6544	11484	10487	9731
投资损失	-4186	-1000	-2000	-3000
运营资本变动	1833	8733	3253	3081
其他	5979	29702	0	0
经营活动净现金流量	151181	153454	165847	180035
投资活动净现金流量	-141008	-111186	-89500	-101000
融资活动净现金流量	-2516	-47465	-57598	-34041
企业自由现金流	5560	29426	95318	99432

财务与估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
每股指标				
每股收益 (元)	0.83	0.65	0.79	0.90
每股净资产 (元)	5.47	5.89	6.40	6.98
每股经营性现金流量 (元)	1.74	1.77	1.91	2.07
成长性指标				
营业收入增长率	30.97%	10.00%	11.99%	10.00%
净利润增长率	1.39%	-21.73%	22.17%	13.54%
盈利能力指标				
毛利率	16.46%	15.06%	15.22%	15.22%
净利率	2.86%	2.04%	2.22%	2.29%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	7.42	10.00	10.00	10.00
存货周转率 (次)	31.38	33.00	33.00	33.00
偿债能力指标				
资产负债率	54.91%	54.16%	52.76%	52.11%
流动比率	0.76	0.79	0.88	0.96
速动比率	0.28	0.30	0.36	0.44
费用率指标				
销售费用率	1.53%	1.45%	1.45%	1.45%
管理费用率	2.52%	2.35%	2.35%	2.35%
财务费用率	0.26%	0.40%	0.32%	0.25%
分红指标				
分红比例				
股息收益率	4.18%	3.64%	4.64%	5.30%
估值指标				
P/E (倍)	7.31	9.34	7.65	6.74
P/B (倍)	1.11	1.03	0.94	0.87
P/S (倍)	0.21	0.19	0.17	0.15
净资产收益率	15.11%	10.97%	12.34%	12.85%

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760