

## 中报好于预期，化工大幅下滑拖累业绩

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

公司发布2012年中报，实现营收13481亿元，同比增长9.3%；实现归属于母公司股东的净利润为245亿元，同比下滑40.5%，对应全面摊薄EPS为0.27元，好于市场预期。

### 2. 我们的分析与判断

#### （一）、化工板块环比大幅恶化，为二季度业绩环比下滑的主要原因

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，而去年上半年则高达3259元/吨；目前石化板块盈利短期没有明显改善的迹象，预计今年全年石化板块也很难有较好的表现，不过下半年应该能比二季度有所好转。

#### （二）、二季度炼油亏损环比略有扩大，下半年将有所好转

二季度公司炼油营业亏损93.3亿元，比一季度的亏损91.7亿元略有扩大，但好于预期，我们认为主要是在上半年5月以后国际油价一波大幅下降的过程中，发改委几次成品油价格下调是略有少调，使得二季度炼油亏损额度总体能维持在一季度的差不多水平，上半年炼油单桶亏损约3.7美元/桶。下半年特别是三季度8月以后炼油盈利会有所好转，但炼油经营业绩的实质性改善还是得等新的成品油定价机制的推出。

#### （三）、上游板块稳中有升，营销板块基本平稳

上半年尽管国际原油价格大幅波动，但总体原油均价仍比去年同期略有上涨，公司上游勘探板块业绩不错，量价提升，原油和天然气销量分别增长2.5%和13.9%，原油和天然气实现价格分别增长6.8%和0.9%，营业利润达到405亿元，同比增长16.8%；目前，原油价格总体仍在相对高位，全年上游勘探板块盈利还将维持的景气高位。

公司营销板块继续保持稳定增长，上半年公司扛住了成品油需求增速相对低迷的局势，成品油经销量增长2.6%，销售结构得到了改善，高标号汽油销售比例提高1.9个百分点至99.5%；成品油终端销售比重提高4个百分点至89.7%，经营收益环比一季度略有回调，但基本保持平稳。

### 3. 投资建议

公司目前炼油和化工都处于低位，二季度可能是今年来公司单季度业绩最困难的时候，下半年炼油将有所改善，我们预计公司业绩将环比改善；预计公司2012-2014年EPS分别为0.58、0.81元和0.97元，当前位置的下行空间有限，维持“推荐”评级。

表 1: 中国石化分板块盈利预测

部门收入	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
(百万元)	2,361,796	3,323,831	4,356,931	4,572,646	4,863,821	5,083,967
勘探板块	134,808	187,145	242,561	254,403	243,101	247,661
销售收入	117,323	168,715	221,357	231,275	221,000	225,146
对外销售	19,342	35,024	47,519	50,600	53,823	60,740
分部间销售	97,981	133,691	173,838	180,675	167,177	164,406
其他经营收入	17,485	18,430	21,204	23,128	22,100	22,515
炼油板块	703,571	971,577	1,212,072	1,301,520	1,409,015	1,479,466
销售收入	699,662	965,562	1,205,359	1,295,045	1,402,005	1,472,105
对外销售	95,792	159,858	189,504	194,257	210,301	220,816
分部间销售	603,870	805,704	1,015,855	1,100,788	1,191,704	1,251,290
其他经营收入	3,909	6,015	6,713	6,475	7,010	7,361
其他收入	0	0	0	0	0	0
销售板块	783,091	1,040,698	1,347,626	1,408,075	1,502,447	1,582,521
销售收入	780,789	1,036,158	1,341,336	1,399,269	1,489,238	1,562,707
对外销售	778,417	1,032,900	1,335,569	1,393,672	1,483,281	1,556,456
分部间销售	2,372	3,258	5,767	5,597	5,957	6,251
其他经营收入	2,302	4,540	6,290	8,806	13,209	19,814
其他收入	0	0	0	0	0	0
化工板块	218,457	327,622	420,490	348,680	369,076	373,517
销售收入	213,860	321,177	413,861	341,706	361,694	366,046
对外销售	192,735	285,596	368,658	307,535	325,525	329,442
分部间销售	21,125	35,581	45,203	34,171	36,169	36,605
其他经营收入	4,597	6,445	6,629	6,974	7,382	7,470
企业与其他	521,869	796,789	1,134,182	1,259,968	1,340,183	1,400,802
销售收入	521,025	795,795	1,133,102	1,258,818	1,338,983	1,399,602
对外销售	229,629	363,380	522,517	662,536	704,728	736,633
分部间销售	291,396	432,415	610,585	596,282	634,255	662,970
其他经营收入	844	994	1,080	1,150	1,200	1,200
减: 部门间抵消	1,016,744	1,410,649	1,851,248	1,917,513	2,035,263	2,121,521
<b>营业额合计</b>	<b>1,345,052</b>	<b>1,913,182</b>	<b>2,505,683</b>	<b>2,655,133</b>	<b>2,828,558</b>	<b>2,962,446</b>
<b>经营利润</b>	<b>90,699</b>	<b>105,004</b>	<b>105,530</b>	<b>72,478</b>	<b>101,639</b>	<b>121,352</b>
勘探板块	23,894	47,149	71,631	73,848	58,830	51,869
炼油板块	27,508	15,855	-35,780	-35,997	-5,356	11,067
销售板块	30,300	30,760	44,696	43,626	40,192	45,007
化工板块	13,805	15,037	26,732	-5,699	9,973	15,409
企业与其他	-2,205	-2,342	-2,640	-2,500	-2,500	-2,500
减: 部门间抵消	-2,603	-1,455	891	-800	500	500
贡献: 勘探板块	26.3%	44.9%	67.9%	101.9%	57.9%	42.7%

炼油板块	30.3%	15.1%	-33.9%	-49.7%	-5.3%	9.1%
销售板块	33.4%	29.3%	42.4%	60.2%	39.5%	37.1%
化工板块	15.2%	14.3%	25.3%	-7.9%	9.8%	12.7%
企业与其他	-2.4%	-2.2%	-2.5%	-3.4%	-2.5%	-2.1%
融资成本净额	-7,466	-6,974	-5,285	-5,500	-5,500	-5,500
应占联营公司及合营公司损益	2,997	5,390	4,152	4,500	4,500	4,500
投资收益	374	273	168	100	150	200
税前利润	86,604	103,693	104,565	71,578	100,789	120,552
所得税费用	-19,599	-25,689	-26,120	-17,894	-25,197	-30,138
本年利润	67,005	78,004	78,445	53,683	75,592	90,414
少数股东权益	-2,724	-6,203	-5,220	-3,758	-5,291	-6,329
归属母公司净利润	64,281	71,801	73,225	49,926	70,300	84,085
全面摊薄 EPS	0.72	0.82	0.827	0.58	0.81	0.97

资料来源：中国银河证券研究部

## 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](http://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