

炼油和化工扭亏，三季度报略超预期

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

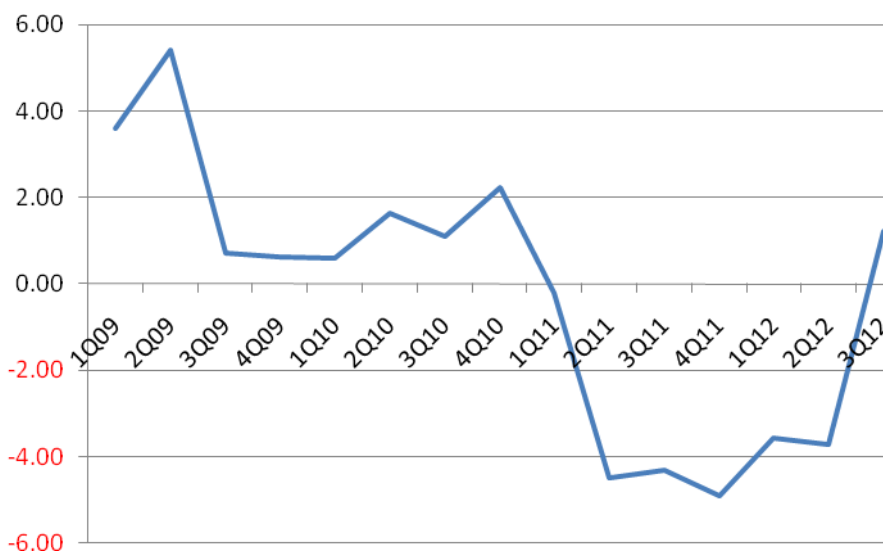
公司发布2012年三季报，实现营收20247.7亿元，同比增长8.0%；实现归属于母公司股东的净利润为419.5亿元，同比下滑30%，对应全面摊薄EPS为0.48元；其中三季度单季业绩为0.21元，好于市场预期；我们预计，若剔除上半年的减值冲回因素，三季度实际经营业绩约为0.16-0.17元。

2. 我们的分析与判断

（一）、炼油一年半来首次扭亏，为三季度业绩环比大幅上升的最主要原因

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尽管略有少调，炼油亏损额度仍然很大，上半年炼油单桶亏损约3.7美元/桶；三季度国际原油价格见底回升，再加上9月成品油价格上调超预期，三季度炼油实现一年半来首次扭亏，特别是9月份，三季度单桶炼油EBIT为1.2美元/桶；不过我们预计三季度炼油业绩中包含了很重要的上半年的减值冲回50-60亿元，炼油EBIT实现约30亿元，若没有减值冲回，估计炼油将是微亏。往后看，不排除四季度炼油将微亏，炼油亏损担忧的本质性消除还是得等新的成品油定价机制的推出，我们认为现在往后的半年内推出的可能性正在增大。

图1：目前成品油定价机制实行以来中石化单季度炼油单桶经营收益情况（美元/桶）

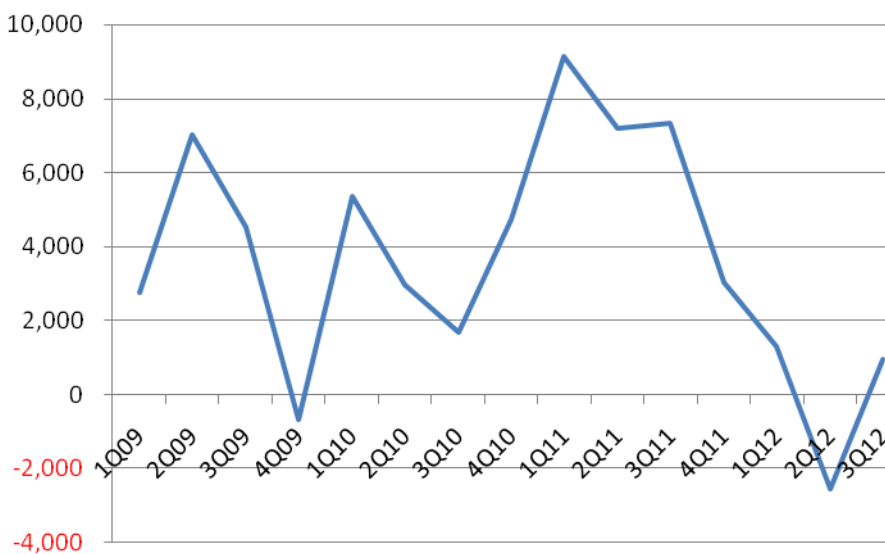


资料来源：中国银河证券研究部

(二)、化工环比扭亏，是三季度业绩环比好转的重要原因

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；三季度化工产品价格大部分处于筑底横盘状态，部分需求有改善、供应端出现紧张的化工品从底部出现报复性反弹，公司石化板块大幅扭亏，单吨乙烯 EBIT 恢复到 433 元/吨；石化板块盈利短期没有明显进一步大改善的迹象，不过再次出现大幅亏损的可能性已大大减小，接下去预计将缓慢回升。

图 2：近年来中石化的化工板块经营收益情况（百万元）



资料来源：中国银河证券研究部

(三)、营销板块基本平稳，上游板块有所回落

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 4.3%，经营收益基本保持平稳。三季度国际油价从底部逐步回升，公司实现油价只有约 90 美元/桶，相比上半年的 106 美元/桶下降较大；再加上，公司加大鄂尔多斯、四川盆地等地以及非常规油气资源的勘探力度，三季度计入的勘探费用和整个上半年相当；公司三季度上游板块业绩有所回落，环比下降约 25%，预计四季度将恢复到接近上半年的水平。

3. 投资建议

公司二季度是 2008 年以来单季度最困难的时候，目前炼油和化工从 9 月开始已经得到明显改善，我们上调公司业绩，预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.66、0.81 元和 0.97 元，当前位置的下行空间有限，维持“推荐”评级。

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

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