

炼化业绩环比下滑，一季报低于预期

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2013年一季报，实现营收6955.71亿元，同比增长3.6%；实现归属于母公司股东净利润166.77亿元，同比增长24.4%，全面摊薄EPS为0.19元（中国会计准则为0.18元），低于市场预期。

2. 我们的分析与判断

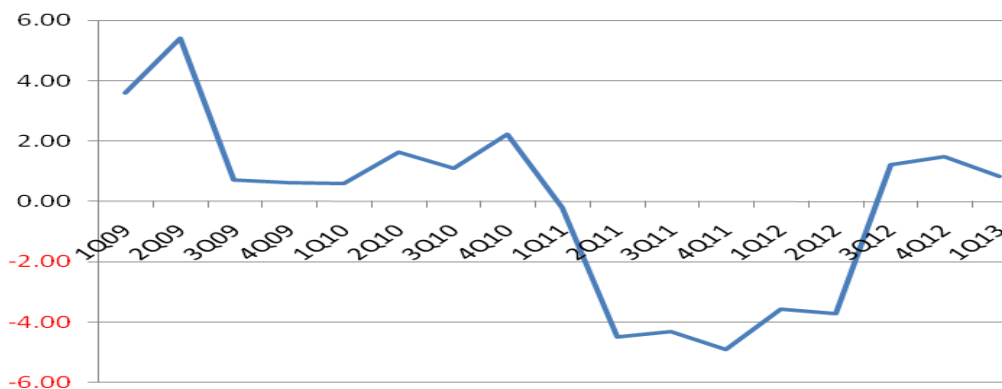
（一）、炼油经营已得到系统性改观，但由于原油回落而业绩环比有所下滑

公司的炼油经营状况去年从二季度开始逐季好转，得益于去年发改委几次成品油价格通过“下调时少调、上调时多调”、使得国内成品油价格与市场化接轨的价格的差距累计缩小300元/吨以上、再加上三季度国际原油价格见底回升；在这个基础上，今年3月发改委推出了新的成品油定价机制，基本保障炼油在原油价格130美元/桶以下时不亏损。

由于对全球经济增速放缓的担忧挥之不去，美国出现9个月以来最大跌幅的零售销售数据以及2011年7月以来最低水平的消费者信心指数严重压制市场情绪，再加上美国能源信息署和石油输出国组织早些时候分别调降了2013年的石油需求增长预期，brent油价最近又破100美元大关；原油今年以来一路向下，成品油价格也是一路下调，这个过程中避免不了库存的损失，因此公司一季度炼油盈利环比有所下滑。

但公司的炼油经营总体来看已得到系统性改观：去年上半年炼油一度延续2011年二季度以来的较大幅度亏损，炼油单桶EBIT亏损约3.7美元/桶；之后从8月开始明显好转，三季度单桶炼油EBIT约为1.23美元/桶，四季度进一步好转至1.5美元/桶，一季度有原油库存损失的单桶炼油EBIT也达到0.8美元/桶，基本修复至2010年时的盈利水平。

图 1：近几年来中石化单季度炼油单桶经营收益情况（美元/桶）



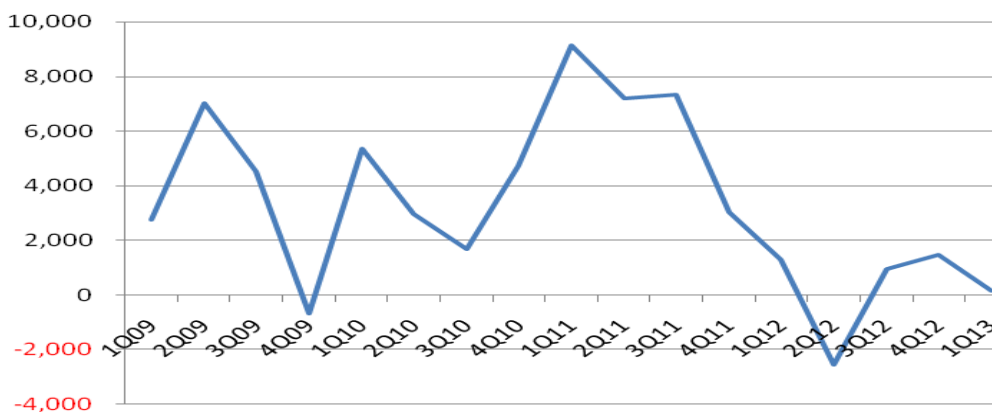
资料来源：中国银河证券研究部

(二)、化工板块受宏观经济拖累，未来几年将缓步复苏

去年下半年随着宏观经济的企稳，公司石化板块大幅扭亏，单吨乙烯 EBIT 去年三、四季度分别修复到 433 元/吨和 605 元/吨；但今年一季度以来，宏观经济复苏力度较弱，石化板块一季度重新濒临亏损，单吨乙烯 EBIT 下滑到只有 67 元/吨；该板块的好转情况需看宏观经济的复苏力度。

我们测算未来 3-4 年的全球乙烯新增产能为 500-600 万吨之间，产能增速为 3-4%，2013 年到 2015 年产能增速逐年降低，2013-2015 年全球乙烯开工率将从 2012 年的 86.5% 缓步提升至 87.2%、87.8% 和 88.7%；中石化的化工板块作为对化工中上游的综合反应，其历史上的盈利情况基本与大石化的景气周期相吻合；我们判断未来几年的盈利状况也将缓步复苏。

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)、营销板块总体稳定，上游板块有所回落

营销板块总体保持稳定，公司扛住了成品油需求增速相对低迷的局势，经营收益基本保持稳定，同比下滑 11%。上游板块由于原油价格实现均价同比下降 6.9%，上游业绩下滑 17%；不过从环比来看，上游板块业绩略有上升。对于原油价格目前的位置，我们认为不用太悲观，下行空间有限。

3. 投资建议

公司今年迎来成品油定价市场化的春天；随着宏观经济的复苏，公司业绩将会明显好转；我们略下调盈利预测，预计公司 2013-2014 年 EPS 分别为 0.87 元和 0.99 元，维持“推荐”评级，详见我们 3 月份发布的深度报告《中国石化（600028）：拥抱成品油改春天的一体化能源巨头》。

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