

炼油和销售环比好转，二季度业绩超预期

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 2014 年中报，实现营收 13562 亿元，同比下降 4.2%；实现归属于母公司股东净利润 314.3 亿元，同比增长 6.8%，全面摊薄 EPS 为 0.268 元、二季度 0.152 元；按国际财务报告准则，实现归属于母公司股东净利润 325.43 亿元，同比增长 7.5%，全面摊薄 EPS 为 0.277 元、二季度 0.156 元；超市场预期。

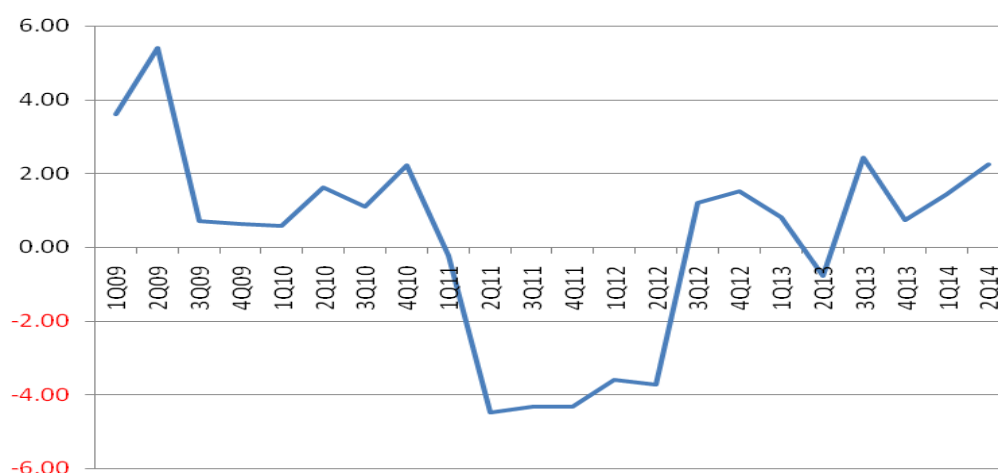
2. 我们的分析与判断

（一）、受益油品升级，柴汽比进一步优化，炼油业绩持续好转

由于宏观经济增速下台阶，柴油需求不旺；公司针对境内成品油市场需求结构变化及时调整产品结构；优化资源配置，降低原油采购成本；增产汽油、航煤等适销对路和高附加值产品，增加产品出口；柴汽比由 5 年前的 2.4 下降到今年二季度的 1.4，汽油收率由 3 年前的 17% 左右提升到今年二季度的 22%；炼油二季度单桶 EBIT 超过 2 美元/桶。

公司炼油受益油品质量升级，今年元旦开始全国实行国四汽油，国四汽油的优质优价提升公司业绩单桶 EBIT 约 0.5 美元/桶左右；国四柴油产量也大幅增长。去年 3 月成品油定价新机制的实行、汽油全国国四实行后，创去季度间原油库存收益扰动，我们预计公司炼油单桶 EBIT 将提高到 2.0 美元/桶左右；明年柴油国四实行后还将进一步提高。

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

油品升级实行优质优价，预计国四升级到国五除了覆盖成本之外，提升成品油盈利不大，而国三升级到国四则提升成品油盈利较为显著。汽油全国国四今年元旦实行，柴油全国国四是 2015 年开始；上海和江苏八市等地去年 10 月实行汽油国五，全国国五则是规划 2018 年实行。我们测算汽油国四全国实行提升中石化 EPS 约 5 分，柴油国四全国实行有望提升中石化 EPS 约 1 毛。

(二)、销售零售比例提高扩大盈利，重组助推非油业务

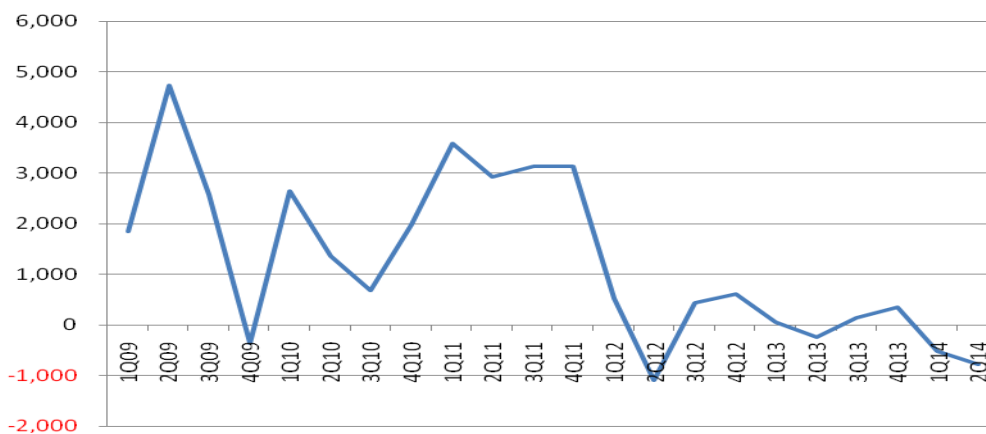
汽柴油零售业务是公司销售板块的主要盈利贡献来源，近年来公司汽柴油零售比例的提高扩大了销售盈利，总体零售比例从 3 年前的约 65%提到目前的约 70%。

公司上半年启动销售业务重组、引入社会和民营资本实现混合所有制经营，首开央企混合制先河，中石化资产迎来显著重估，重大利好；目前已成立子公司并完成资产评估，正在进行入股企业招标。公司非油业务快速发展，5 年增长 10 倍，2013 年营收达到 130 亿，2014 年增长约 10%至 72 亿；销售板块重组有助于非油业务的发展。

(三)、化工继续疲软，原油价格同比略回落而上游略下降

化工饱受国内需求增长疲软而产能过剩导致大部分大宗化工品价格跌入 2009 年以来的低位，化工上半年持续亏损，二季度亏损程度 5 年来仅次于 2012 年二季度，该板块的好转需看宏观经济的复苏力度。今年上半年原油总体在高位震荡，前低后高，近期受美元走强和夏季需求低于预期而较大回落，公司上游板块业绩同比略有下滑。

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

(四)、页岩气开发国内领先

公司在重庆涪陵建成国家级示范区，已建成 6 亿方产能，这是第一个国内成规模的页岩气基地。根据中石化官方数据，其中 6 口井日产量合计达到 106 万立方米，每口井日均产量近 18 万立方米，这些井是中国企业过去三年在试验性勘探所钻的大约 150 口井中最高产的。公司规划 2014-2015 年将分别建成 35 亿方和 50 亿方产能，2017 年将进一步提升到 100 亿立方米。

3. 投资建议

暂不考虑销售板块重组带来的损益变化，我们预计公司 2014-2015 年 EPS 分别为 0.58 元和 0.68 元；若销售板块 30%股权重组今年实施完毕，到年底每股净资产有望达到 6.3 元以上，目前股价低估，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接受任何形式的补偿。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 15 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：王婷 010-66568908 wangting@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
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn