

扛住原油下跌影响，三季度超预期

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 年三季度报，实现营收 21156.5 亿元，同比下降 1.13%；实现归属于母公司股东净利润 511.7 亿元，同比下降 0.84%，全面摊薄 EPS 为 0.44 元，其中三季度 0.16 元；超市场预期。

2. 我们的分析与判断

（一）、油气增产减轻上游板块受油价下跌拖累，化工调结构起效实现扭亏

公司前三季度油气当量同比增长 8%，其中天然气产量增长超 9%，海外原油产量同比增长超 100%，出现近几年上游油气当量产量难得出现的较快增速。三季度上游业绩受国际原油价格一路下跌影响而明显回落，但油气增产则大大减轻了油价下跌的拖累。国际原油价格三季度出现了较大幅度的回调，有供需的因素、美元的因素和政治因素等多方面因素。但 Brent 目前回调到 85 美元左右，我们倾向于认为是个底部；后期我们预期年底将回到 90-100 美元之间。

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。公司加大轻质原料比例，推进产品结构调整，优化装置运行，合理安排装置负荷，对不能达到边际成本的化工装置实施关停措施，该措施开始起效，三季度化工实现扭亏。

另外，三季度环比超预期另一原因是联营及合营公司的投资收益同比增加、以及转让中国燃气股票的收益。

（二）、炼油受益油品升级，三季度受库存跌价拖累，炼油业绩有望持续好转

受益去年 3 月成品油定价新机制的实行，公司炼油业绩得到系统性改善，今年前三季度炼油业绩同比增长 67%，单桶炼油 EBIT 约 1.4 美元/桶；三季度原油库存跌价影响下，单季炼油单桶 EBIT 仍有 0.5 美元/桶左右；刨去季度间原油库存扰动影响，我们预计公司单季炼油单桶 EBIT 将接近 2.0 美元/桶。炼油受益油品质量升级，今年元旦开始全国实行国四汽油，国四汽油优质优价提升炼油单桶 EBIT 约 0.5 美元/桶；明年柴油国四实行后还将进一步提高。

（三）、销售公司重组有助非油业务，也将助推公司着力改善上游短板

销售板块业绩总体保持稳定。销售公司以此次重组为契机，大力发展非油业务。公司定位销售公司未来向综合性服务商战略转变，非油业务将得到加速发展；国内非油业务发展才刚刚起步，欧美部分发达经济体的非油业务毛利已占到加油站业务的 30-40%，未来增长潜力很大；公司 2013 年非油业务收入 133 亿，未来几年有望增长到 500 亿元。

销售子公司完成重组，将大大改观公司的负债结构，缓解公司上游油气投资的资本压力、着力改善上游短板。我们预计公司将继续加大力度发展页岩气，还将建设新疆到浙江、广东的 300 亿方煤制气管道以及配套煤制气。目前中石化页岩气开发在国内领先，重庆涪陵页岩气到 2015 年和 2017 年将分别建成 50 亿和 100 亿方产能。

3. 投资建议

假设销售公司重组实施到今年底完成，增资资金届时全部计入资本公积，到今年年底石化每股净资产有望接近 6 元，中石化资产迎来历史性的价值重估。我们预计公司 2014-2015 年 EPS 分别为 0.58 元、0.66 元；目前股价低估，继续维持“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

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
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

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
北京地区：王婷 010- 66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010- 83571359 liusiyao@chinastock.com.cn