

## 油价暴跌导致单季亏损，将逐季改善

中国石化（600028.SH）

**推荐** 维持评级

分析师：袁孝锋 电话：(8621) 20252676 邮箱：qiuxiaofeng@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年年报，实现营收28259亿元，同比下降1.9%；实现归属于母公司股东净利润464.66亿元，同比下降29.7%，每股基本EPS为0.398元、全面摊薄EPS为0.393元；其中四季度单季亏损约0.04元；基本符合我们预期。全年股利每股人民币0.20元(含税)，其中中期已派发股利每股人民币0.09元(含税)。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一)、去年四季度油价暴跌，上游板块和巨大库存跌价损失导致单季度亏损

受供需因素、美元升值因素和大国博弈政治因素等多方面因素影响，去年下半年特别是四季度国际原油价格暴跌，Brent原油价格从110美元/桶暴跌到今年一季度的最低45美元/桶左右。受此影响，公司四季度上游板块盈利大幅缩水，单季EBIT从近年来的140亿元左右大幅下滑到53亿。与此同时，炼油板块和销售板块承受巨大库存跌价损失；炼油板块单季EBIT转为巨亏达130亿，销售板块单季EBIT从近年来的80-90亿元大幅下滑到30亿元。化工板块则在相对低油价下的盈利有所修复，单季EBIT约13亿，四季度吨乙烯EBIT则上升到470元/吨。

#### (二)、今年业绩一季度继续筑底，后面有望逐季好转

近期原油价格开始二次探底，波动较大。美国页岩油主流完全成本50美元左右，除了Eagle Ford地区之外的页岩油已触及盈亏线；且页岩油企的普遍资产负债率较高，油价下跌对其投资能力影响巨大，资本开支一旦下来很快就影响产量供给。我们认为原油40美元/桶有很强的支撑，目前低油价很难长时间维持、有望在今年上半年见底，未来均衡油价将恢复到80美元以上。随着油价的见底回升，公司业绩在一季度将继续筑底，预计盈亏平衡左右，后面有望逐季度好转。

自2013年成品油定价新机制实行后，在原油价格相对平稳时，炼油经营状况已得到系统性改善；去年上半年国四汽油实行后，公司单桶炼油EBIT能达到2美元/桶左右；下半年随着原油库存跌价影响，炼油单桶EBIT大幅下滑，四季度单桶EBIT亏损达4.8美元/桶。一旦原油价格回升，炼油受益油品质量升级，今年国四柴油实行后，公司单桶炼油EBIT有望接近3美元/桶；销售板块也将修复到正常的盈利水平；而且油价回升，炼油板块和销售板块都将叠加可观的库存收益。

#### (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

销售公司以此重组为契机，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。

销售子公司截至 2015 年 3 月，25 家投资者已经向销售公司缴纳了增资价款共计 1,050.44 亿元；完成重组后，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

由于原油价格的大幅下跌，公司也下调了 2015 年的资本开支，同比下调约 12%。目前公司每股净资产接近 5.1 元，不久销售公司重组实施完成后，增资资金届时全部计入资本公积，公司每股净资产将达到 5.6 元，今年底则到 6 元左右，对应目前 PB 不到 1.1 倍，仍处于低估。我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.42 元、0.50 元和 0.65 元；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

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