

二季度将享受库存收益，业绩有望大幅好转

中国石化 (600028.SH)

推荐 维持评级

分析师：裘孝锋 ☎: (8621) 20252676 ✉: quixiaofeng@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511050001

分析师：王 强 ☎: (8621) 20252621 ✉: wangqiang_yj@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511080002

1. 事件

公司发布 2015 年一季报，实现营收 4782.4 亿元，同比下降 25.4%；实现归属于母公司股东净利润 21.7 亿元，同比下降 84.6%，全面摊薄 EPS 为 0.018 元；符合我们预期。

2. 我们的分析与判断

(一)、油价低位、库存损失影响，一季度业绩最困难

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去年四季度的 53 亿，今年一季度最困难，亏损 12 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 亏 33.6 亿，销售盈利 52.8 亿；相比去年四季度，库存损失的影响已大幅收窄。化工受益低油价，盈利 30.7 亿创 3 年来新高。

(二)、油价反弹，二季度将享受库存收益，业绩有望大幅好转

美国页岩油产量有望在 5-6 月份迎来转折开始下降、油价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，公司业绩在一季度见底，二季度将享受巨大的库存收益。

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；今年一季度单桶 EBIT 亏损 1.2 美元/桶。随着原油价格回升，再加上受益油品质量升级，今年国四柴油实行，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)、销售公司混改后，非油业务将加速发展

销售公司以此次重组为契机，大力发展战略性非油业务。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；像汽车后市场等业务。销售公司拥有不可复制的销售网络、广泛忠实的客户资源，混改重组引入社会资本之后，公司将发挥平台优势，拓展便利店、汽车服务、车联网、O2O、金融服务、广告等业务，逐步提供全方位的综合性服务，实现油非互促、油非互动，非油业务潜力很大。

(四) 石化电商业务有望成为化工界的“京东”

公司是中国主要石化产品（包括合成树脂、合成纤维单体及聚合物、合成纤维、合成橡胶、化肥和中间石化产品）的生产商和供应商，近年来的化工销售规模在 4000 亿以上；公司将在 2015 年使化工业务触网，成为化工界的“京东”。

3. 投资建议

今年底公司每股净资产将达到 6 元左右，公司目前是少数 PB 在 2 倍以下的公司，相对低估。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

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