

二季度炼化业绩大幅好转

中国石化（600028.SH）

推荐 维持评级

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：裘孝锋 电话：(8621) 20252676 邮箱：qiuxiaofeng@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511050001

1. 事件

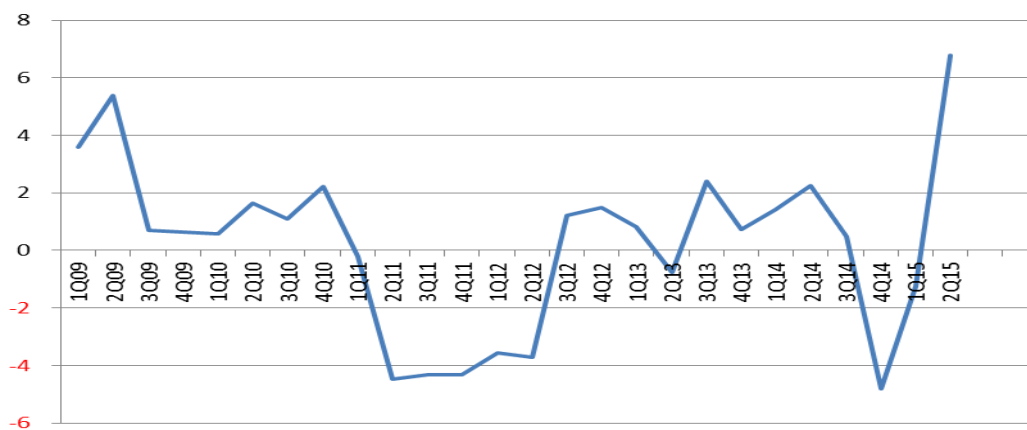
公司 2015 年上半年实现营业收入 10403.5 亿元，同比下降 23.3%；实现归属于母公司股东净利润 244.3 亿元，同比下降 22.3%；每股收益 0.202 元，其中二季度单季业绩 0.19 元，符合我们预期，略超市场预期。2015 年中期派发股利每股 0.09 元，现金分红率达到 45%。

2. 我们的分析与判断

（一）、二季度受益炼油库存跌价冲回、化工业务好转，业绩大幅好转

去年下半年国际原油价格暴跌，Brent 油价从 110 多美元跌到 45 美元/桶，公司上游板块盈利大幅缩水，炼油板块和销售板块承受巨大库存跌价损失，导致公司去年 Q4 和今年 Q1 业绩大幅下滑。原油价格一季度见底后反弹，二季度最高反弹到接近 70 美元/桶，受益油价反弹、炼油受益库存收益、化工业务好转，公司 Q2 业绩环比大幅好转，单季度业绩约 1 毛 9，和金融危机时 2009 年 Q2 的情况类似。

图 1：公司单季度炼油单桶 EBIT（美元/桶）



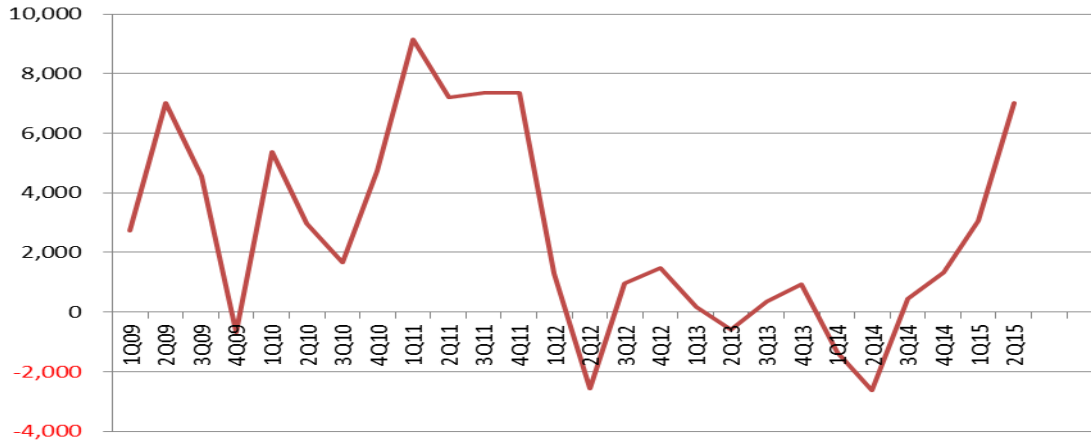
资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

（二）、炼油业绩二季度大幅好转，化工上半年盈利 4 年来最佳

由于油价暴跌导致库存跌价的影响，公司去年 Q4 和今年 Q1 的炼油单桶 EBIT 大幅下滑至亏损 4.8 美元/桶和亏损 1.2 美元/桶；二季度受益库存收益，炼油单桶 EBIT 上升到 6.8 美元/桶。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；去年上半年受益国四汽油，公司单桶炼油 EBIT 约 2 美元/桶左右；今年受益国四柴油升级，上半年创去油价波动带来的库存损益，公司上半年单桶炼油 EBIT 约 2.8 美元/桶。

受益相对低油价，烯烃与石脑油价差扩大，公司化工业务上半年盈利情况为 4 年来最佳。今年二季度吨乙烯 EBIT 达到 2600 元/吨，化工单季度 EBIT 超过 70 亿，接近 2009-2011 年上半年的水平，盈利大幅好转。未来一段时间，Brent 油价波动中枢将主要在 50-60 美元/桶，化工业务盈利将持续受益。

图 2：公司单季度化工 EBIT（百万元）



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

（三）、销售公司混改后有望单独上市，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。销售公司拥有不可复制的销售网络、广泛忠实的客户资源；公司引入社会资本之后，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服务，实现油非互促、油非互动。销售公司完成混改重组后，未来有望单独上市。

3. 投资建议

今年底公司每股净资产将达到 6 元左右，公司目前静态 PB 仅 0.8 倍，已接近历史最低估值，安全边际很高，严重低估；即便按照目前低油价的盈利测算和 45% 分红率，股息收益率都将达到 4%。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，石化和化工行业证券分析师。2 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