

# 油价二次探底导致炼油大幅库存跌价

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

## 1. 事件

(1) 公司 2015 年前三季度实现营业收入 15368.4 亿元, 同比下降 27.36%; 实现归属于母公司股东净利润 270 亿元, 同比下降 47.8%; 每股收益 0.224 元, 其中三季度业绩约为 2 分, 基本符合预期。

(2) 公司拟以股份公司高桥分公司的净资产及现金共计出资 55 亿元与资产公司共同设立高桥石化公司, 本公司将持有高桥石化公司 55% 的股权。

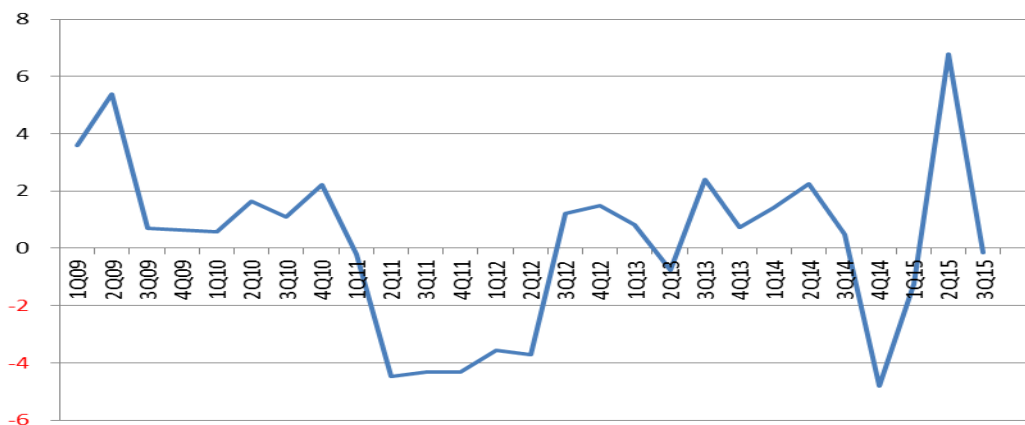
## 2. 我们的分析与判断

### (一)、三季度油价二次探底, 炼油类似一季度的库存大幅跌价

受原油供应产能过剩、OPEC 产量创 3 年来新高的影响, 三季度国际原油价格二次探底后企稳, 跌破上半年低点至 40 附近时, 一度接近 2008 年金融危机时最低点。受油价回落影响, 公司炼油板块业绩大幅波动, 类似今年一季度的情况。

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; 三季度因油价二次探底而单桶 EBIT 回落到略亏 0.15 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, 公司正常炼油 EBIT 有望达到 2.5-3.0 美元/桶; 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。

图 1: 公司单季度炼油单桶 EBIT (美元/桶)

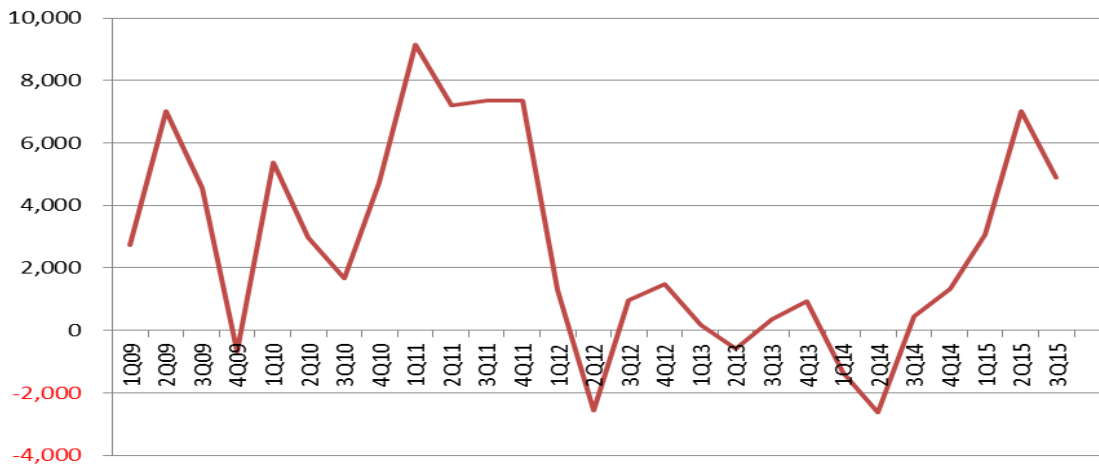


资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

## (二)、油价低位而石脑油路线化工竞争力提高

受益于结构调整和原料成本下降，石脑油化工产品竞争力提高，公司化工业务今年盈利情况为 4 年来最佳；特别是今年二季度吨乙烯 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；三季度受油价回落而盈利有所回调。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。

## (四)、高桥分公司和集团公司合资设立高桥石化，预计为高桥石化搬迁扩建准备

为了推动股份公司高桥分公司和资产公司高桥分公司整体提升调整，并进一步减少同业竞争，中国石化与资产公司于 2015 年 10 月 29 日在北京签署了《合资合同》。根据《合资合同》，中国石化与资产公司拟共同出资设立高桥石化公司，高桥石化公司注册资本为 100 亿元，其中，中国石化以股份公司高桥分公司的净资产及现金认缴出资 55 亿元，占高桥石化公司注册资本的 55%，资产公司以资产公司高桥分公司的部分净资产及现金认缴出资 45 亿元，占高桥石化公司注册资本的 45%。

我们该合资动作是为高桥石化搬迁扩建作准备；高桥石化位于上海浦东新区外高桥、上海自贸区境内，若搬迁扩建预计将带来一笔可观的一次性收益，我们预计明年会计入。

股份公司高桥分公司拥有原油加工能力 1,250 万吨，年化工产品生产能力超过 80 万吨，主要产品有汽油、航空煤油、柴油、润滑油基础油、石蜡、合成橡胶等。资产公司高桥分公司则具有化工生产能力 20 万吨/年，主要产品有聚醚、过氧化二异丙苯 (DCP)、电、蒸汽等。

### 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 不到 0.9 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 0.34 元、0.42 元和 0.58 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