

上游煎熬、炼油受益成品油“地板价”

中国石化 (600028.SH)

推荐 维持评级

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

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

1. 事件

公司 2016 年一季报，实现营业收入 4137.9 亿元，同比下降 13.5%；实现归属于母公司股东净利润 61.85 亿元，同比增长 267.1%；每股收益 0.051 元，略低于我们 0.06 元的预期。

2. 我们的分析与判断

(一)、炼油业绩好转受益成品油“地板价”，二季度有望环比更进一步

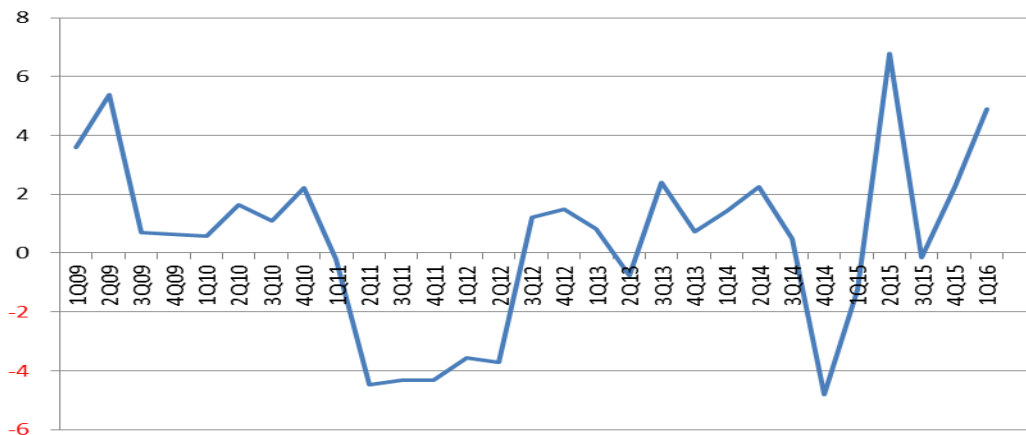
自 2013 年成品油定价新机制实行后，在原油价格相对平稳时，炼油经营状况已得到系统性改善；2013 年下半年到 2014 年上半年油价相对平稳时，公司单桶炼油 EBIT 约 2 美元/桶左右（刨去受库存损失和库存收益影响的波动）。

今年 1 月中旬，国家对成品油实行原油低于 40 美元/桶时不下调价格的所谓“地板价”，公司一季度一定程度上享受了成品油风险准备金的收益，因此单桶炼油 EBIT 达到 4.9 美元/桶、自 2009 年二季度以来仅次于去年二季度的炼油单桶 4.9 美元/桶 EBIT、去年二季度是享受了较大的库存收益。

但由于公司近 80% 的加工原油是进口的，今年一季度公司加工的原油，有很大一部分是去年 11-12 月采购的原油；一季度平均加工的原油成本在 40 美元多一点，高于一季度约 35 美元/桶的 Brent 原油均价，因此存在较大的库存损失。

成品油风险准备金收益被原油库存损失对冲后，一季度炼油业绩没有预期中的高。我们预计二季度炼油业绩会环比大幅好转，因为 3-4 月的原油原料成本比较低，再加上油价反弹带来的库存收益。

图 1：公司单季度炼油单桶 EBIT（美元/桶）

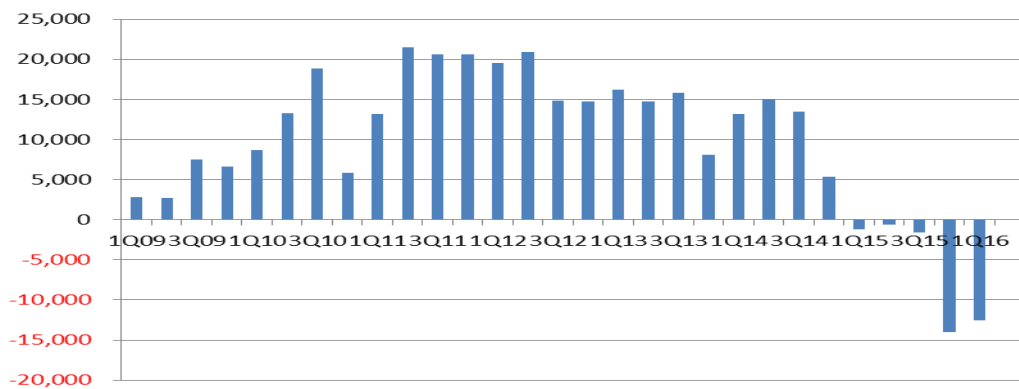


资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

(二)、油价持续下跌，上游最煎熬，二季度将有所减亏

受原油供应产能过剩、OPEC 产量创 3 年来新高的影响，去年下半年油价又开始持续下跌，到今年初创 12 年来新低。受此影响，公司一季度实现油价只有 27.06 美元/桶，低于去年平均实现油价的 45 美元/桶，导致公司上游板块一季度和去年四季度都出现较大亏损(去年四季度有计提因素)；一季度是公司上游板块多年来最煎熬的一个季度之一，整体亏损约 125 亿，单位油气当量每桶亏损约 17 美元/桶；二季度将明显有所好转而减亏。

图 2：公司单季度上游勘探生产板块 EBIT (百万元)

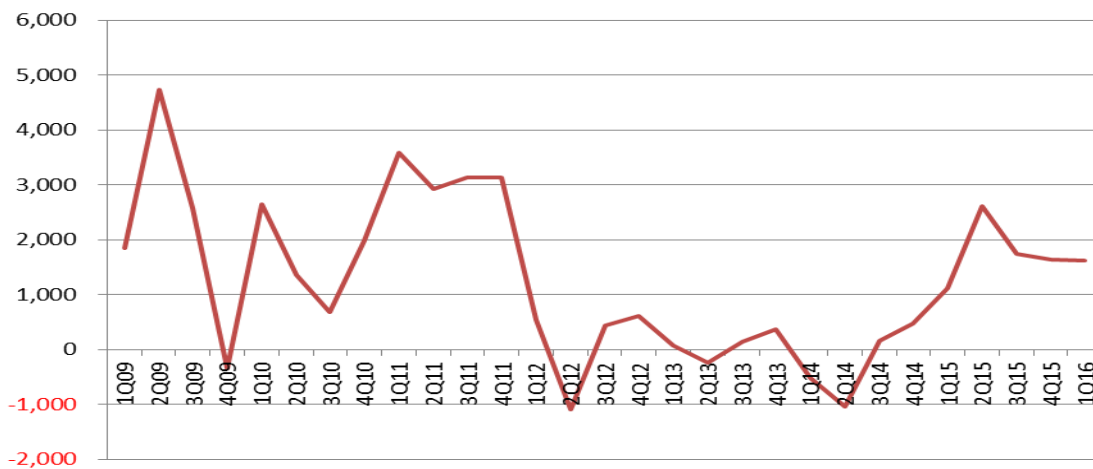


资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

(三)、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 2015 年以来的盈利情况为 4 年来最佳；特别是 2015 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 年上半年景气时的水平，盈利大幅好转；2015 年下半年以来受油价回落而盈利有所回撤，但今年春节后烯烃进入景气，我们预计今年二季度化工将进一步好转。今年接下去 Brent 油价波动中枢有望主要在 35-50 美元/桶，化工业务盈利将持续受益。

图 3：公司单季度化工吨乙烯 EBIT (元/吨)



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

3. 投资建议

公司目前 PB 只有 0.8 倍，已接近历史最低估值，安全边际很高，严重低估；我们预计公司 2016-2017 年 EPS 分别为 0.29 元和 0.39 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