

## 油价低位，上游持续亏损，下游盈利好转

中国石化（600028.SH）

**推荐** 维持评级

### 投资要点：

## 1. 事件

公司2016年半年报报告显示，上半年公司实现营业收入8792.20亿元，同比下降15.60%；实现归母净利润192.50亿元，同比下降21.3%；实现每股收益0.159元。

## 2. 我们的观点

### （一）油价低位拖累上游业绩，增气减油优化开采结构

受低油价影响，勘探生产亏损扩大至219亿元。公司强化成本管控，大幅削减国内原油产量，增产天然气，优化油气开发结构。未来随着天然气改革的推进，市场前景广阔，天然气业务或迎来快速发展。

### （二）成品油“地板价”支撑，炼油业务盈利持续好转

受益成品油“地板价”，炼油业务盈利持续好转。库存损失对冲后，一季度炼油业绩没有预期中高，但油价触底反弹，二季度业绩大幅好转。

### （三）成品油销量小幅增长，市场份额稳定

上半年在国内成品油激烈的市场竞争中，公司灵活调整营销策略，稳定了成品油经销市场份额。成品油总经销量9717万吨，同比增长4.5%。

### （四）化工产品价格下行，盈利能力有所回撤

自15年二季度化工业务盈利达高峰，随着化工产品价格下跌，今年上半年盈利能力回撤。上半年化工业务EBIT为96.78亿元，同比微降3.8%。

### （五）投资建议：

公司目前PB只有0.88倍，已接近历史最低估值，安全边际很高；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。

### （六）风险提示：

国际油价下行超预期；天然气市场改革进展不及预期。

### 分析师

袁孝锋

☎：（8621）20252676

✉：qiuxiaofeng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511050001

赵乃迪

☎：（8610）66568641

✉：zhaonaidi@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130516070001

### 市场数据

时间 2016.08.26

A股收盘价(元)	4.95
A股一年内最高价(元)	5.46
A股一年内最低价(元)	4.15
上证指数	3070.31
市净率	0.88
总股本(亿股)	1211
实际流通A股(亿股)	956
流通A股市值(亿元)	4730

### 相关研究

《原油周报：产油国稳定油价预期助力油价大涨6%\_20160813》

《中国石化(600028)上游煎熬，炼油受益成品油“地板价”\_20160429》

《中国石化(600028)油价下跌，炼化好转、上游亏损\_20160330》

《中国石化(600028)油价二次探底导致炼油大幅库存跌价\_20151030》

## （一）油价低位拖累上游业绩，增气减油优化开采结构

受低油价影响，勘探生产亏损扩大至 219 亿元。上半年国际油价大幅下跌，触底反弹，但一直处于低位。据统计，今年上半年北海布伦特原油平均价格 39.81 美元/桶，同比下降 31.2%。受此影响，勘探与生产业务实现营收 525.09 亿元，同比降低 25.4%，亏损 219 亿元，同比增亏 201 亿元。

图 1：布伦特和 WTI 油价（单位：美元）



资料来源：wind，中国银河证券研究部

强化成本管控，压减原油产量，增产天然气，优化油气开发结构。公司在稳步推进油气田的勘探基础上，大幅压减无效原油产量和高成本措施，不断加强天然气开发地位，全面启动涪陵页岩气二期产能建设项目，推进页岩气快速发展。上半年原油产量 154.17 百万桶，同比下降 11.43%；而天然气产量 388.69 十亿立方英尺，同比增长 10.03%。预计未来天然气产量权重会更进一步。

天然气行业前进广阔，改革加速市场发展。面对全球气候变暖的挑战，天然气在能源消费结构中的战略地位日益提高，其需求增速远远超过石油、煤炭。过去十年，我国天然气需求虽然一直保持高速增长，但在一次能源消费中占比比较低，未来具有很大增长空间。国家政策不断落实，促进天然气产业发展。其中“煤改气”政策计划到 2018 年 40 万蒸吨燃煤锅炉改为燃气锅炉，相应新增天然气需求为 900 亿立方米/年。同时，天然气市场化定价改革也不断落地，将激发市场活力，促进民营企业发展。

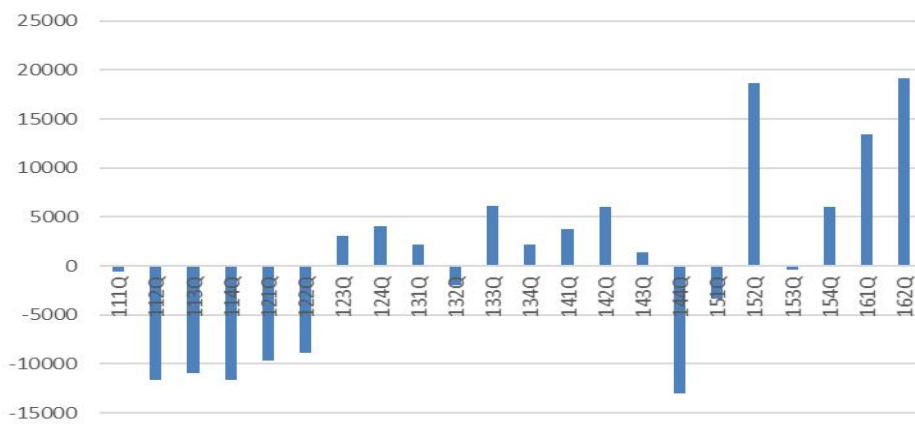
## （二）成品油“地板价”支撑，炼油业务盈利持续好转

受益成品油“地板价”，炼油业务盈利持续好转。上半年炼油业务 EBIT 为 325.88 亿元，同比增加 173 亿元。其中，一季度 EBIT 为 134.43 亿元，二季度为 191.45 亿元，环比增加 42.4%。炼油盈利持续好转主要因为今年 1 月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”，炼油业务享受到成品风险准备金的收益。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

库存损失对冲后，一季度炼油业绩没有预期中高，但油价触底反弹，二季度业绩大幅好转。由于一季度加工的原油多为 11-12 月采购原油，成本为约为 40 美元，高于一季度 35 美元/桶的布伦特原油均价，存在较大库存损失。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高。但 2 月底油价触底反弹，2-4 月份采购的原油成本较低，为二季度炼油业务带来可观的库存收益，二季度炼油业绩进一步好转。

图 2：炼油业务单季盈利情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

### （三）成品油销量小幅增长，市场份额稳定

成品油销售量增长，市场份额稳定。上半年在国内成品油激烈的市场竞争中，公司灵活调整营销策略，稳定了成品油经销市场份额。成品油总经销量 9717 万吨，同比增长 4.5%，国内成品油总经销量 8651 万吨，同比增长 3.1%。其中，汽油和煤油分别保持 12.0%和 7.3%的高增长率。

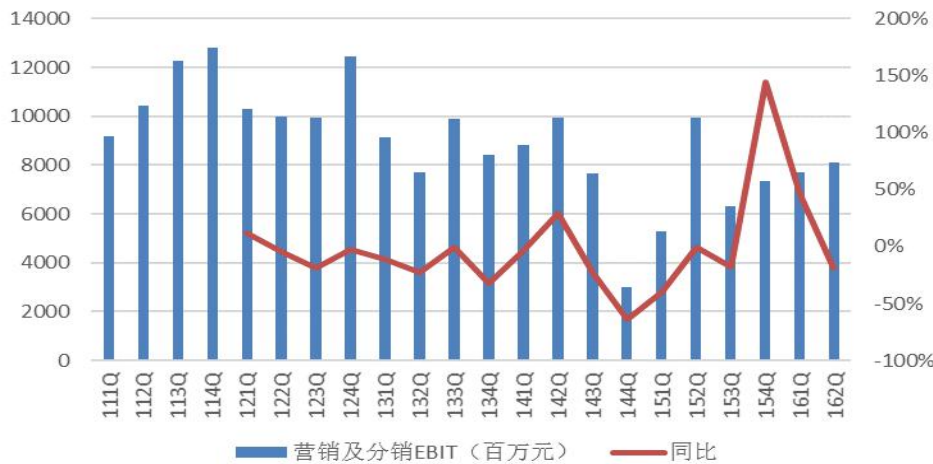
表 1：2016 年上半年各成品油销售情况

	2016 上半年	2015 上半年	同比
成品油总经销量 (百万吨)	97.17	92.97	45.2%
国内成品油总经销量 (百万吨)	86.5	83.92	30.7%
其中：零售量 (百万吨)	59.65	58.19	25.1%
直销及分销量 (百万吨)	26.86	25.73	43.9%
单站年均加油量 (吨/站)	3889	3816	19.1%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

二季度盈利增长不及一季度。上半年营销分销业务 EBIT 为 157.77 亿元，同比增长 3.8%。其中，一季度 EBIT 为 76.90 亿元，同比大增 45.6%；但二季度为 80.87 亿元，同比降低 18.5%。

图 3: 营销及分销业务单季盈利情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

#### (四) 化工产品价格下行, 盈利能力有所回撤

自 15 年二季度化工业务盈利达高峰, 随着化工产品价格下跌, 今年上半年盈利能力回撤。上半年化工业务 EBIT 为 96.78 亿元, 同比微降 3.8%。其中, 一季度 EBIT 为 45.81 亿元, 同比增长 49.2%, 但二季为 50.97 亿元, 同比下降 27.5%。去年二季度化工单季 EBIT 超过 70 亿, 但之后受油价回落影响, 化工产品价格下跌, 盈利能力有所回撤。

图 4: 化工业务单季盈利情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

2016 年上半年主要化工产品价格均下行, 造成盈利能力下降。其中基础化工原料、合纤单体及聚合物、合成树脂和合成纤维价格跌幅均在 10% 以上。

表 2：主要化工产品实现价格

	2016 上半年	2015 上半年	同比
基础化工原料（元/吨）	3862	4508	-14.30%
合纤单体及聚合物（元/吨）	5108	6259	-18.40%
合成树脂（元/吨）	7049	8187	-13.90%
合成纤维（元/吨）	6949	8046	-13.60%
合成橡胶（元/吨）	8812	8730	0.90%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## （五）投资建议

公司目前 PB 只有 0.88 倍，已接近历史最低估值，安全边际很高；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。

## （六）风险提示：

国际油价下行超预期；天然气市场改革进展不及预期。

## 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、赵乃迪，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接受任何形式的补偿。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。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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

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  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：詹 璐	0755-83453719	<a href="mailto:zhanlu@chinastock.com.cn">zhanlu@chinastock.com.cn</a>
海外机构：李笑裕	010-83571359	<a href="mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn">lixiaoyu@chinastock.com.cn</a>
北京地区：王 婷	010-66568908	<a href="mailto:wangting@chinastock.com.cn">wangting@chinastock.com.cn</a>
海外机构：刘思瑶	010-83571359	<a href="mailto:liusiyao@chinastock.com.cn">liusiyao@chinastock.com.cn</a>
上海地区：何婷婷	021-20252612	<a href="mailto:hetingting@chinastock.com.cn">hetingting@chinastock.com.cn</a>