

化工业绩创历史新高，炼油回归正常

中国石化 (600028.SH)

推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

公司2016年三季报报告显示，前三季度公司实现营业收入13639.45亿元，同比下降11.3%；实现归母净利润291.66亿元，同比上升12.6%；实现每股收益0.241元。

2. 我们的观点

(一) 低油价影响，勘探生产业务持续亏损

低油价持续处于低位，受此影响勘探生产亏损扩大至309亿元。公司优化油气开发结构，国内原油产量同比下降14%，单季度盈利水平较上半年有所提升。

(二) 积极调整产品结构，炼油业务回归正常，持续盈利

公司积极调整产品结构，降低采购成本，提高成品油质量，注重营销服务，炼油业务维持盈利态势。前三季度炼油业务EBIT为435.04亿元，同比增加183.12%。

(三) 成品油销量、盈利水平齐增长

在成品油激烈的市场竞争中，公司灵活调整营销策略，成品油销量有所上升，同时三季度盈利水平也大幅增长。前三季度营销分销业务EBIT为258.39亿元，同比增长14.5%。其中第三季度为100.62亿元，同比大增59.71%。

(四) 化工业务盈利能力大增，单季EBIT创新高

前三季度化工业务EBIT为91.35亿元，同比增加8.95%。其中，第三季度为94.57亿元，同比大增92.69%。

(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0.30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 2016.10.27

A股收盘价(元)	4.98
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	3112.35
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)	4759

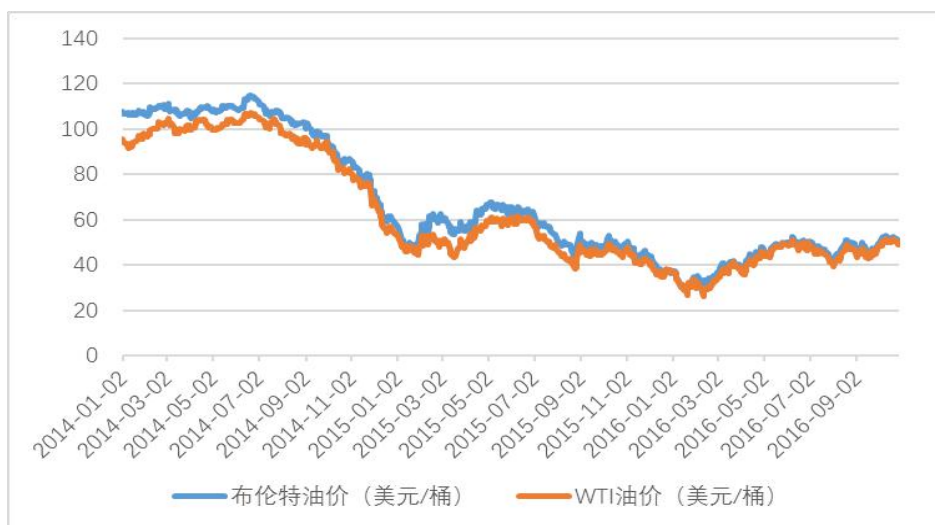
相关研究

- 《原油周报:利比亚产量回升确认_20161022》
- 《中国石化(600028)油价低位,上游持续亏损,下游盈利好转_20160829》
- 《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）低油价影响，勘探生产业务持续亏损

低油价持续影响，勘探生产亏损扩大至 309 亿元。三季度布伦特和 WTI 油价在 40-55 美元/桶之间波动，仍处于低位。受此影响，勘探与生产业务实现营收 753.73 亿元，同比降低 24.68%，亏损 309 亿元，同比增亏 266 亿元。

图 1：布伦特和 WTI 油价

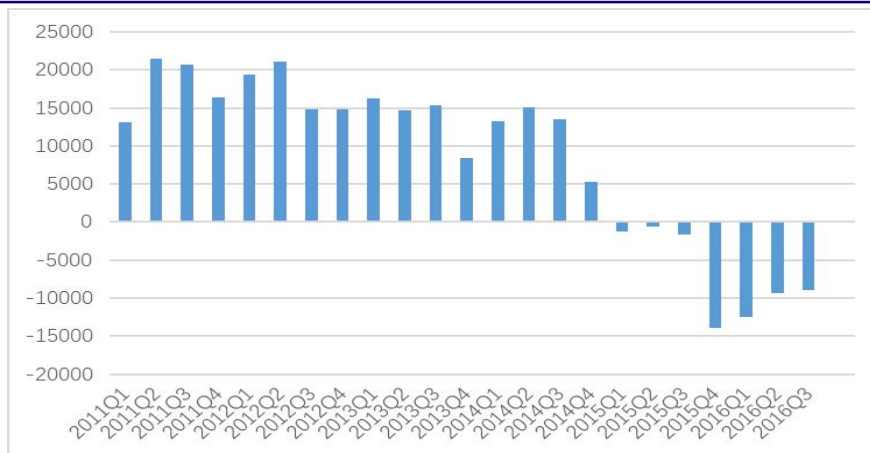


资料来源：wind，中国银河证券研究部

优化油气开发结构，国内原油产量同比下降 14%，单季度盈利水平较上半年有所提升。公司不断加强天然气开发地位，继续推进石油勘探进程的基础上，在川西和鄂尔多斯盆地的天然气勘探和涪陵页岩气项目开发方面都有新进展。同时强化成本费用控制，大幅压减低效原油产量和成本。前三季度原油产量 229.36 百万桶，同比下降 12.58%，其中，国内原油产量同比下降 14.01%，天然气产量 5571.5 亿立方英尺，同比上升 5.09%。

在资本支出方面，勘探及开发板块主要用于涪陵页岩气产能建设，推进广西、天津 LNG 项目和济青二线等天然气管道，建设以及境外项目建设等预计未来天然气产量权重会更进一步。

图 2：勘探及开发业务单季盈利情况（单位：百万元）

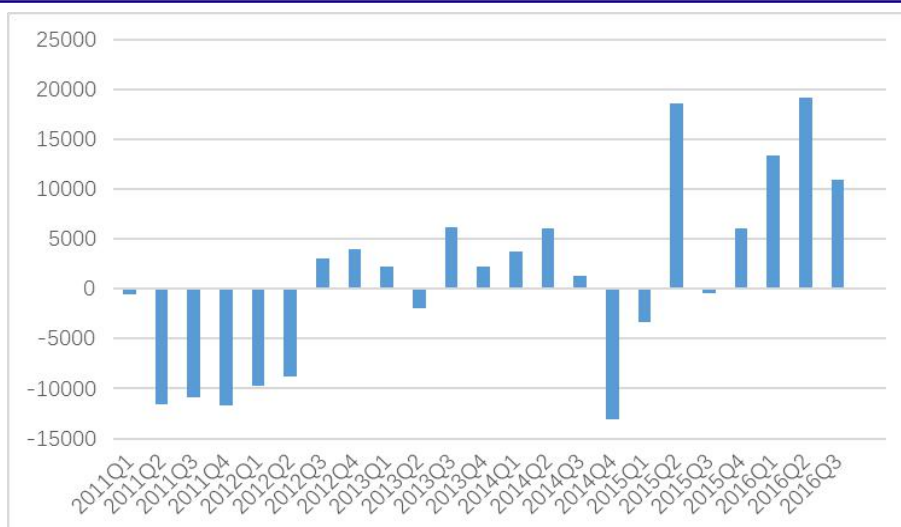


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

（二）积极调整产品结构，炼油业务回归正常，持续盈利

前三季度炼油业务 EBIT 为 435.04 亿元，同比增加 183.12%。其中，一季度 EBIT 为 134.43 亿元，二季度为 191.45 亿元，三季度为 109.16 亿元。5 月起，原油价格在 45-50 元之间波动，较前四个月有所上涨，原油采购成本有所上升。在此期间公司积极调整产品结构，提高汽油、煤油产量，以应对市场供应充足和消费结构改变的挑战，其中汽油产量同比增加 3.04%，煤油同比增加 4.28%。同时降低采购成本，提高成品油质量，注重营销服务，炼油业务维持盈利态势。

图 3：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、盈利水平齐增长

成品油销量有所上升，非油业务快速发展。前三季度成品油总经销量 1.46 亿吨，同比增长 3.53%；境内成品油总经销量 1.30 亿吨，同比增长 2.27%。非油品交易额达人民币 269.20 亿元，同比增长 40.21%。在成品油激烈的市场竞争中，公司灵活调整营销策略，保持了成品油销售量的持续增长，同时完善管道和加油站加气站建设，推动非油业务快速发展。

表 1：2016 年前三季度各成品油销售情况

	2016 前三季度	2015 前三季度	同比
成品油总经销量 (百万吨)	145.72	140.75	3.53%
国内成品油总经销量 (百万吨)	129.58	126.71	2.27%
其中：零售量 (百万吨)	89.79	88.19	1.81%
直销及分销量 (百万吨)	39.79	38.52	3.30%
单站年均加油量 (吨/站)	3899	3857	1.09%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

营销业务有所回升，三季度盈利大幅增长。前三季度营销分销业务 EBIT 为 258.39 亿元，同比增长 14.5%。其中，一季度 EBIT 为 76.90 亿元，同比大增 45.6%；二季度为 80.87 亿元，同比降低 18.5%；三季度为 100.62 亿元，同比大增 59.71%。

图 4：营销及分销业务单季盈利情况



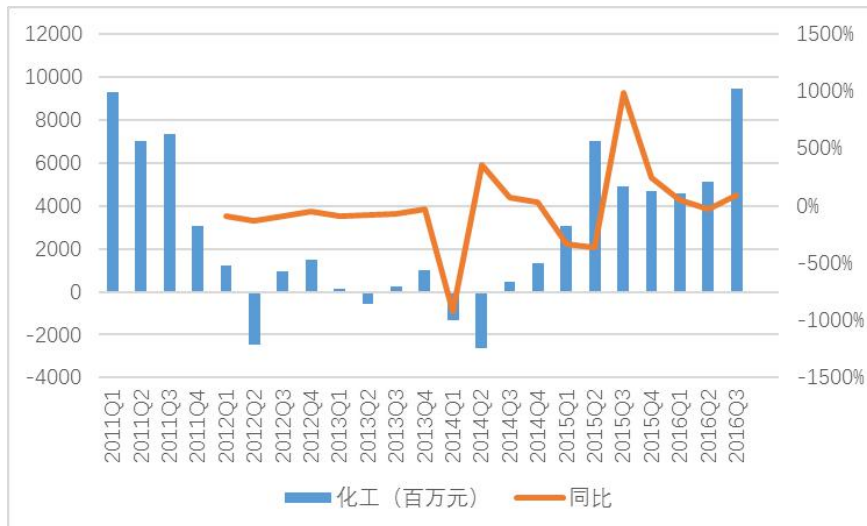
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(四) 化工业务盈利能力大增，单季业绩创新高

化工业务盈利能力大增，创自 2011 年以来单季最高 EBIT。前三季度化工业务 EBIT 为 91.35

亿元，同比增加 8.95%。其中，一季度 EBIT 为 45.81 亿元，同比增长 49.2%；二季度为 50.97 亿元，同比下降 27.5%；三季度为 94.57 亿元，同比大增 92.69%。

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

上半年化工产品价格下降，影响化工业务盈利能力。三季度公司强化产、销、研、用结合，加大高附加值新产品的研发、生产和推广，同时降低乙烯原料成本，注重客户服务，调整营销策略。多管齐下，提高公司利润水平和销量。前三季度，乙烯产量 811.5 万吨，同比降低 1.91%；化工产品经营总量 5,046 万吨，同比增长 11.19%。

表 2：主要化工产品产量

	2016 前三季度	2015 前三季度	同比
乙烯产量 (千吨)	8115	8273	-1.91%
合成树脂产量 (千吨)	11138	11265	-1.13%
合成橡胶产量 (千吨)	619	668	-7.34%
合纤单体及聚合物 (千吨)	6830	6684	2.18%
合成纤维 (千吨)	934	967	3.41%

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 0.30 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	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕	010-83571359	lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王 婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶	010-83571359	liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn