

化工

2017 年 05 月 02 日

中国石化 (600028)

——业绩同比大幅增长, 未来盈利确定性较强

报告原因: 强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据: 2017 年 04 月 28 日

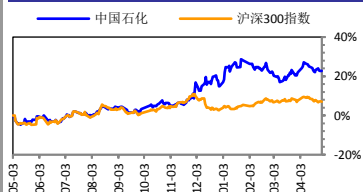
收盘价 (元)	5.78
一年内最高/最低 (元)	6.09/4.53
市净率	1.0
息率 (分红/股价)	1.37
流通 A 股市值 (百万元)	552324
上证指数/深证成指	3154.66 / 10234.65

注: “息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2017 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	6.02
资产负债率%	42.28
总股本/流通 A 股 (百万)	121071/95558
流通 B 股/H 股 (百万)	-/25513

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《中国石化 (600028) 点评: 随油价回升进入最佳盈利区间, 销售公司改革有望带来估值提升》 2017/04/07

《中国石化 (600028) 点评: 业绩符合预期盈利向好, 资产价值低估》 2017/03/28

证券分析师

谢建斌 A0230516050003
xiejb@swsresearch.com

研究支持

徐睿潇 A0230116120001
xurx2@swsresearch.com

联系人

徐睿潇
(8621)23297818x 转
xurx2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- 公司 2017Q1 实归母净利润 166.33 亿元, 同比增长 168.9%, 符合我们的预期。按照中国企业会计准则, 公司 2017 年 Q1 销售收入 5821.85 亿元 (YoY+40.7%), 实现营业利润 278.96 亿元 (YoY+126.5%), 实现净利润 216.83 亿元 (YoY+140.0%), 归母净利润 166.33 亿元 (YoY+168.9%), 基本每股收益为 0.137 元。业绩增长主要原因是上游勘探业务的减亏, 同时中下游产品市场需求稳定, 公司一体化优势体现。
- 分部业务经营情况: 勘探及开发板块经营亏损 57.64 亿元, 同比、环比分别减亏 67.62 亿元和 4.61 亿元; 炼油板块经营收益为 167.54 亿元, 同比增长 24.6%, 环比增长 20.8%; 化工板块经营收益为 85.09 亿元, 同比增长 87.0%, 环比增长 64.6%; 营销及分销板块经营收益为 91.61 亿元, 同比增长 19.1%, 环比增长 16.3%。
- 在手现金充足, 资产负债率进一步下降。经营活动产生的现金流 132.76 亿元 (YoY-61.3%), 截止 17Q1 账上现金高达 1,109.84 亿元, 17Q1 公司资产负债率为 42.4%, 比期初下降 2.1 个百分点。一季度资本支出人民币 27.16 亿元 (17 年全年计划为 1102 亿)。
- 收购上海赛科 50% 股权, 扩充下游资产。公司委托高桥石化收购上海赛科中 BP 持有 50% 股权, 收购价格 16.81 亿美元。上海赛科由中国石化、上海石化和 BP 分别按 30%、20%、50% 的比例出资组建, 初始投资额约 27 亿美元, 但后续仍有乙烯脱瓶颈和增加 26 万吨丙烯腈等资本开支, 2015-2016 年上海赛科净利润分别为 21.95 亿元、37.79 亿元。
- 混改示范效应明显, 中石化销售公司海外上市有望提速。公司销售有限公司 2016 年净资产 1979.48 亿元 (YoY+6.65%, 或增加 123.44 亿元), 净利润 264.61 元 (YoY+11.73%, 或增加 27.77 亿元)。我们认为销售公司未来对于加油站的资产仍有重估价值, 同时非油品业务有望成为亮点, 2016 年其新兴业务交易额 351 亿元, 同比增长 41.4%。
- 盈利预测不变, 维持“买入”评级。我们维持对 2017-2019 年中国石化 EPS 的预计分别为 0.47、0.55 和 0.61 元, 当前股价对应 PE 分别为 12、11 和 10 倍, 公司目前 PB 不到 1 倍, 远低于埃克森美孚、壳牌、BP 等跨国巨头, 同时资源和资产价值提供了较高的安全边际。我们认为未来化工品可能会面临弹性不足的局面, 由于公司产业链长, 抗风险能力强, 盈利的确定性要优先于单独产品价格的弹性, 未来 ROE 和盈利的稳定提升有望带来估值中心的上移, 同时还存在国企改革和油气改革等催化剂, 维持“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,930,911	582,185	2,319,908	2,587,787	2,862,745
同比增长率 (%)	-4.36	40.70	20.15	11.55	10.63
净利润 (百万元)	46,416	16,633	57,472	66,540	74,372
同比增长率 (%)	44.12	168.92	23.82	15.78	11.77
每股收益 (元/股)	0.38	0.14	0.47	0.55	0.61
毛利率 (%)	22.7	19.9	22.6	22.7	22.6
ROE (%)	6.5	2.3	7.5	8.0	8.2
市盈率	15		12	11	10

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩; “净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

1. 基本业绩、经营情况

公司 2017Q1 经营业绩同比大幅增长。按照中国企业会计准则，公司实现营业利润 278.96 亿元，同比增长 126.5%，实现净利润 216.83 亿元，同比增长 140.0%，归母净利润 166.33 亿元，同比增长 168.9%，基本每股收益为 0.137 元。按照国际财务报告准则，公司实现经营收益为 254.35 亿元，同比增长 95.2%。实现本期间利润 222.55 亿元，同比增长 132.5%；归母净利润 171.99 亿元，同比大幅增长 157.9%，基本每股收益为 0.142 元。

公司在手现金充足，资产负债率进一步下降。17Q1 账上现金高达 1,109.84 亿元，公司资产负债率为 42.4%，比期初下降 2.1 个百分点。17Q1 公司经营活动所得现金流量净额为 132.76 亿元，同比下跌 61.3%，投资活动所用现金流净额同比减少 76.33 亿元。

公司 17 年全年计划资本支出 1102 亿元，17Q1 资本支出人民币 27.16 亿元，其中勘探及开发板块 14.61 亿元，主要用于涪陵页岩气产能建设，LNG 项目以及境外油气项目建设等；炼油板块 8.04 亿元，主要用于中科炼化基地建设、炼油结构调整，推进汽柴油国 VI 质量升级项目建设；化工板块 2.25 亿元，主要用于中科炼化基地、海南芳烃等项目建设；营销及分销板块 1.80 亿元，主要用于成品油库、管道及加油（气）站等续建项目的建设。

2. 分部经营分析

受益油价上涨，上游勘探及开发业务同比减亏：17Q1 Brent 原油期货结算价均价为 55 美元/桶，同比上涨 55%，环比上涨 6.95%；17Q1 公司油气当量产量 111.93 百万桶，同比下降 2.4%，其中原油产量同比下降 9.2%，天然气产量同比上升 12.8%。公司原油实现价格为 49.09 美元/桶，同比增长 22 美元/桶。勘探及开发板块经营亏损 57.64 亿元，同比、环比分别减亏 67.62 亿元和 4.61 亿元。

炼油业务毛利增加，经营利润同比提升：17Q1 国内汽油、柴油价格 17Q1 受油价影响累计上调 2 次、下调 3 次，累计下调 265 元/吨和 255 元/吨。17Q1 公司原油加工量同比增长 3.1%，成品油产量同比增长 1.9%，其中汽油同比增长 2.8%，煤油同比增长 7.1%，柴油同比降低 0.7%。17Q1 公司炼油 EBIT 为 +5.5 美元/桶，同比增长 0.6 美元/桶。炼油板块经营收益为 167.54 亿元，同比增长 24.6%，环比增长 20.8%。

产品价差扩大，化工业务表现亮眼：以裂解乙烯价差=(乙烯+0.5*丙烯+0.15*丁二烯+0.25*纯苯)/3-石脑油（未考虑其他副产品），2017Q1 价差为 274 美金/吨，环比增加 85 美金/吨，同比增加 82 美金/吨。化工品价格上涨带来产品与原料的价差扩大，来带公司产品毛利的进一步扩大，使得化工板块业绩增长。17Q1 公司乙烯产量 294.1 万吨，同比增长 4.2%；化工产品经营总量 1,859.2 万吨，同比增长 19.0%。化工板块经营收益为 85.09 亿元，同比增长 87.0%，环比增长 64.6%。

营销及分销业务：油价上涨带动销售板块盈利同环比均改善。17Q1 公司成品油总销量 4,744 万吨，同比增长 0.5%；境内成品油总销量 4,194 万吨，同比降低 3.1%。新

兴业务（非油）交易额达 134.8 亿元，同比增长 51.3%。营销及分销板块经营收益为 91.61 亿元，同比增长 19.1%，环比增长 16.3%。

3. 投资建议

收购上海赛科 50% 股权，扩充下游资产。公司委托高桥石化收购上海赛科中 BP 持有 50% 股权，收购价格 16.81 亿美金。上海赛科由中国石化、上海石化和 BP 分别按 30%、20%、50% 的比例出资组建，初始投资额约 27 亿美元；但后续仍有乙烯脱瓶颈和增加 26 万吨丙烯腈等资本开支。2015-2016 年上海赛科净利润分别为 21.95、37.79 亿元。BP 在 2005 年起将化工资产逐渐剥离，部分通过子公司 Innovene 转给英力士公司，加上 2010 年墨西哥湾泄露事件以及 2014 年的油价大幅下跌，现金流紧张，而中国石化现金流充沛，在国内的市场和公用设施当面已经积累了强大的整合能力。

混改示范效应明显，中石化销售公司海外上市有望提速。公司销售有限公司 2016 年净资产 1979.48 亿元 (YoY+6.65%，或增加 123.44 亿元)，净利润 264.61 元 (YoY+11.73%，或增加 27.77 亿元)，同时非油品业务有望成为亮点，我们认为销售公司未来对于加油站的资产仍有重估价值。

有别于大众的认识：3、4 月国际原油价格出现回调，公司股价应声下跌，我们认为未来原油价格将围绕 50~60 美元的价格波动，当前油价对应的公司盈利、业绩增长确定性较强，一体化优势突显，进一步下跌风险不大，未来股价有望随油价反弹回升。

盈利预测不变，维持“买入”评级。我们维持对 2017-2019 年中国石化 EPS 的预计分别为 0.47、0.55 和 0.61 元，当前股价对应 PE 分别为 12、11 和 10 倍，公司目前 PB 不到 1 倍，远低于埃克森美孚、壳牌、BP 等跨国巨头，同时资源和资产价值提供了较高的安全边际。我们认为化工品未来可能会面临弹性不足的局面，由于公司产业链长，抗风险能力强，盈利的确定性要优先于单独产品价格的弹性，未来 ROE 和盈利的稳定提升有望带来估值中心的上移，同时还存在国企改革和油气改革等催化剂，维持“买入”评级。

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,825,914	2,018,883	1,930,911	2,319,908	2,587,787	2,862,745
营业收入同比增长率 (yoy)	-1.89%	-28.56%	-4.36%	21.30%	-	-
减: 营业成本	2,429,017	1,592,771	1,492,165	1,795,269	1,999,374	2,215,609
毛利率 (%)	14.04%	21.11%	22.72%	22.60%	22.70%	22.60%
减: 营业税金及附加	191,202	236,343	232,006	278,745	310,932	343,969
主营业务利润	205,695	189,769	206,740	272,808	-	-
主营业务利润率 (%)	7.28%	9.40%	10.71%	10.80%	-	-
减: 销售费用	46,274	46,872	49,550	59,532	54,344	57,255
减: 管理费用	70,500	71,881	74,155	89,094	99,382	109,941
减: 财务费用	9,618	9,017	6,611	6,032	6,271	6,510
经营性利润	79,303	61,999	76,424	173,062	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	-26.84%	-21.82%	23.27%	44.20%	-	-
经营性利润率 (%)	2.81%	3.07%	3.96%	6.80%	-	-
减: 资产减值损失	6,839	8,767	17,076	-9,266	286	-3,706
加: 投资收益及其他	8,137	8,573	30,779	5,000	5,000	5,000
营业利润	65,481	52,081	78,876	105,301	122,198	138,167
加: 营业外净收入	1,000	3,878	1,001	1,949	2,266	1,739
利润总额	66,481	55,959	79,877	107,250	124,464	139,906
减: 所得税	17,571	12,613	20,707	35,210	41,138	46,455
净利润	48,910	43,346	59,170	72,040	83,326	93,450
少数股东损益	1,480	11,139	12,754	14,568	16,786	19,078
归属于母公司所有者的净利润	47,430	32,207	46,416	57,472	66,540	74,372
净利润同比增长率 (yoy)	-29.40%	-32.10%	44.12%	41.70%	-	-
全面摊薄总股本	118,280	121,071	121,071	121,071	121,071	121,071
每股收益 (元)	0.41	0.27	0.38	0.47	0.55	0.61
归属母公司所有者净利润率 (%)	1.68%	1.60%	2.40%	1.70%	-	-
ROE	7.98%	4.77%	6.52%	7.50%	8.00%	8.20%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。