

2014年4月29日

高观朋
C0061@capital.com.tw
目标价(元)

中国石化(600028.SH/0386.HK)

Buy 买入

6.0 Q1 净利下降 15%，资本支出缩减，销售业务重组稳步推进

公司基本资讯

产业别	化工		
A 股价(2014/4/29)	5.07		
上证综指(2014/4/29)	2003.49		
股价 12 个月高/低	6.91/4.1		
总发行股数(百万)	116795.46		
A 股数(百万)	91282.02		
A 市值(亿元)	5921.53		
主要股东	中国石油化工集团公司(73.39%)		
每股净值(元)	5.01		
股价/账面净值	1.01		
股价涨跌(%)	一个月	三个月	一年
	1.0	12.9	3.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-3-24	5.22	买入

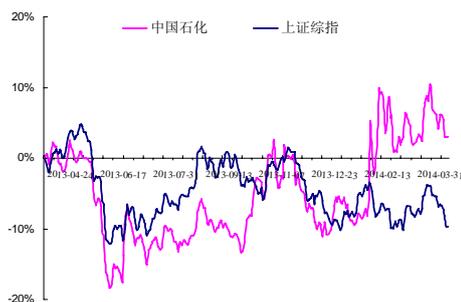
产品组合

营销及分销	52.16%
炼油	45.5%
化工	15.2%
勘探开采	8.4%
内部抵消	-68.47%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.6%
一般法人	94.5%

股价相对大盘走势



- **业绩略低于预期**：公司 Q1 实现营收 6411 亿元，yoy-7.8%；实现净利润 134.8 亿元，yoy-14.9%，折合 EPS0.116 元，略低于我们此前的预期，主要是由于人民币汇率变动导致汇兑损失使得财务费用增加 16.8 亿元（yoy+66.8）所致。不过，报告期内公司销售毛利率为 15.71%，达到近两年来的最好水平。
- **勘探与开采业务继续受累于原油跌价**：报告期内公司全年实现原油产量 89.37 百万桶，yoy +8.76%，天然气产量 177.37 十亿立方英尺，yoy +8.68%，油气当量产量共 118.96 百万桶，yoy +8.77%。该板块实现经营收益 132 亿元，yoy -18.6%，主要是由于上游成本上升和原油平均实现销售价格同比下跌 3.48% 导致。
- **炼油业务收益大幅增长**：报告期内公司原油加工量 0.57 亿吨，yoy -2.5%，成品油（汽柴煤油）产量 0.35 亿吨，yoy -0.59%。该业务实现经营收益为 37.39 亿元，yoy+69.65%。
- **营销及分销业务**：报告期内公司成品油总销量 0.42 亿吨，yoy +0.05%，其中境内成品油总销量 0.39 亿吨，yoy -0.64%。非油品营业额近 36 亿元，yoy+11%。该业务实现经营收益人民币 88.32 亿元，yoy-3.22%。
- **化工业务同比由盈转亏**：报告期内公司乙烯产量为 257.9 万吨，yoy+5.61%，合成树脂 351.9 万吨，yoy+3.65%。该业务经营亏损人民币 13.42 亿元，同比减少 15.06 亿元，主要是由于产品销售价格下滑所致。
- **资本支出大幅缩减**：公司 Q1 资本支出约 131 亿元，同比下降 39.3%。分业务来看，勘探及开发板块资本支出 42 亿元，yoy-55.6%；炼油板块 21 亿元，yoy-25.5%；化工板块 38 亿元，yoy+67.3%；营销及分销板块 26 亿元，yoy-59.5%。
- **油品销售板块重组稳步推进**：3 月 17 日，中石化易捷销售有限公司成立，非油业务独立拆分。截至 4 月 1 日，公司已将所属油品销售业务板块资产整体移交给全资子公司中国石化销售有限公司拥有、管理和控制，并于 2014 年 4 月 25 日披露引入社会及民营资本实现混合所有制经营项目的财务顾问为中国国际金融有限公司、德意志银行集团、中信证券股份有限公司和美国银行集团。按此前公布的“时间表”，预计公司 6 月底将完成油品销售板块的审计评估并公布引资方案，完成融资。
- **盈利预测**：我们维持此前的盈利预测，预计公司 2014/2015 年分别实现净利润 712、762 亿元，yoy 分别为+6%，+7%，折合 EPS 分别为 0.61 元，0.65 元，目前 A 股价对应的 PE 分别为 8.3 倍和 7.8 倍，H 股股价对应的 PE 分别为 8.9 倍和 8.3 倍，鉴于公司销售业务重组有望带来估值提升，我们维持买入的建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014E	2015E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	71697	63496	67179	71205	76221
同比增减	%	3.36%	-11.44%	5.80%	5.99%	7.04%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.615	0.545	0.576	0.611	0.654
同比增减	%	3.36%	-11.44%	5.80%	5.99%	7.04%
市盈率(P/E)	X	8.2	9.3	8.8	8.3	7.8
股利 (DPS)	RMB 元	0.3	0.3	0.24	0.26	0.28
股息率 (Yield)	%	5.92%	5.92%	4.73%	5.13%	5.52%

资料来源：群益证券整理

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%)；买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

人民币百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业收入	2,505,683	2,786,045	2,880,311	2,968,647	3,173,484
经营成本	2,093,199	2,372,235	2,457,041	2,538,193	2,713,329
营业税金及附加	189,949	188,483	190,672	196,524	210,085
销售费用	38,399	40,299	44,359	46,608	49,824
管理费用	63,083	65,590	73,572	75,700	80,924
财务费用	6,544	9,819	6,274	6,531	6,982
投资收益	4,186	1,540	2,510	2,000	2,000
营业利润	100,966	87,926	96,453	102,890	110,141
利润总额	102,638	90,107	96,982	102,930	110,181
所得税	25,774	23,696	23,696	27,276	29,198
少数股东损益	5,167	2,915	4,198	4,448	4,762
归属于母公司股东权益	71,697	63,496	67,179	71,205	76,221

附二：合并资产负债表

(人民币百万元)	2011	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	25,197	10,864	15,101	21,331	25,164
应收账款	58,721	81,395	68,466	70,520	72,636
存货	203,417	218,262	221,906	228,563	235,420
流动资产合计	327,588	344,751	373,010	373,446	389,887
长期股权投资	47,458	52,061	77,078	79,390	81,772
固定资产	565,936	588,969	669,595	702,405	736,823
在建工程	111,311	168,977	160,630	167,055	172,067
非流动资产合计	802,465	893,771	1,009,906	1,060,768	1,113,462
资产总计	1,130,053	1,238,522	1,382,916	1,434,214	1,503,350
流动负债合计	429,073	493,109	571,822	600,413	630,434
非流动负债合计	191,455	194,812	187,834	190,000	200,000
负债合计	620,528	687,921	759,656	790,413	830,434
少数股东权益	35,126	37,227	52,914	54,723	57,198
股东权益合计	509,525	550,601	623,260	643,801	672,916
负债及股东权益合计	1,130,053	1,238,522	1,382,916	1,434,214	1,503,350

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2011	2012	2013	2014E	2015E
经营活动所得现金净额	151,181	143,462	151,893	161,007	172,277
投资活动所用现金净额	-141,008	-163,279	-178,740	-194,827	-208,464
融资活动所得现金净额	-27,365	5,628	31,519	40,000	40,000
现金及现金等价物净增加额	7,639	-14,191	4,590	6,230	3,833

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。