

2014年10月31日

高观朋
C0061@capital.com.tw
目标价(元)

5.8

中国石化(600028.SH/0386.HK)

Buy 买入

业绩略低于预期，大股东资产注入，维持买入评级

结论与建议：

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2014/10/30)	5.18
上证综指(2014/10/30)	2391.08
股价 12 个月高/低	5.74/4.38
总发行股数(百万)	116795.60
A 股数(百万)	91282.16
A 市值(亿元)	6050.01
主要股东	中国石油化工集团公司(73.39%)
每股净值(元)	5.08
股价/账面净值	1.02
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-2.8 -0.4 19.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-4-29	5.07	买入
2014-08-25	5.30	买入

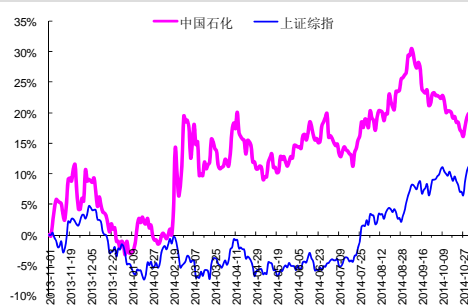
产品组合

营销及分销	30.9%
炼油	27.7%
本部及其他	27.5%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.2%
一般法人	94.4%

股价相对大盘走势



■ **业绩略低于预期：**2014 年 1-3Q 公司实现营收 2.12 万亿元，yoy-1.13%，实现净利润 512 亿元，yoy-0.84%，折合 EPS0.44 元，略低于我们此前的预期。公司业绩略低于预期主要是由于三季度以来原油价格大幅下跌导致。单季度来看，公司 Q3 实现营收 7595 亿元，yoy+4.80%，实现净利润 197 亿元，yoy-11.02%，折合 EPS0.17 元。

■ **勘探及开发业务受原油跌价影响最大：**2014 年 1-3Q 公司实现油气产量 357.41 百万桶油当量，yoy+8.05%，其中原油产量同比增长 7.66%，天然气产量同比增长 9.14%。但是受原油价格下降等因素影响，勘探及开发板块实现经营收益 417.48 亿元，yoy- 10.69%。

■ **未来业绩或继续受累于原油跌价：**四季度以来原油价格继续走低，目前布伦特原油期货价格在 86 美元/桶左右，同比跌幅已接近两成，未来若油价持续低位，将对公司业绩产生较大冲击。

■ **大股东注入资产：**公司将以 2013 年发行美元债所募集资金以现金形式向大股东中石化集团购买其拥有荷兰 COOP100%的成员权益，交易对价 5.62 亿美元。荷兰 COOP 持有延布项目公司 37.5%的权益（其余 62.5%的权益由沙特阿美持有），延布项目公司主要将在沙特从事汽油、柴油以及石油焦、硫磺、苯等产品的生产与销售，设计原油加工能力为 40 万桶/天(约 2000 万吨/年，相当于中国石化 2013 年原油加工量的 8.6%)，汽油、柴油质量可分别满足美国标准和欧 V 标准。目前，延布项目公司下属的延布炼油项目的项目设计、采购工作已基本结束，正处于施工后期及投产准备阶段。

■ **盈利预测：**鉴于油价低位冲击公司业绩，我们下修公司 14、15 年的盈利预测，预计公司 14、15 年实现净利润 616、576 亿元，yoy-8.4%和-6.5%，折合 EPS0.53 元和 0.49 元。目前 A 股股价对应的 PE 分别为 9.8 倍和 10.5 倍，PB 为 1.02 倍，H 股股价对应的 PE 为 10.1 倍和 10.7 倍。尽管公司业绩受原油跌价影响下滑概率较大，但是鉴于公司估值不高，股息率依然在 4%以上，我们维持买入的投资评级。

..... 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	61569	57595
同比增减	%	3.36%	-11.44%	5.80%	-8.35%	-6.46%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.614	0.544	0.575	0.527	0.493
同比增减	%	3.16%	-11.44%	5.80%	-8.35%	-6.46%
市盈率(P/E)	X	8.4	9.5	9.0	9.8	10.5
股利 (DPS)	RMB 元	0.3	0.3	0.24	0.24	0.22
股息率 (Yield)	%	5.79%	5.79%	4.63%	4.58%	4.28%

资料来源：群益证券整理

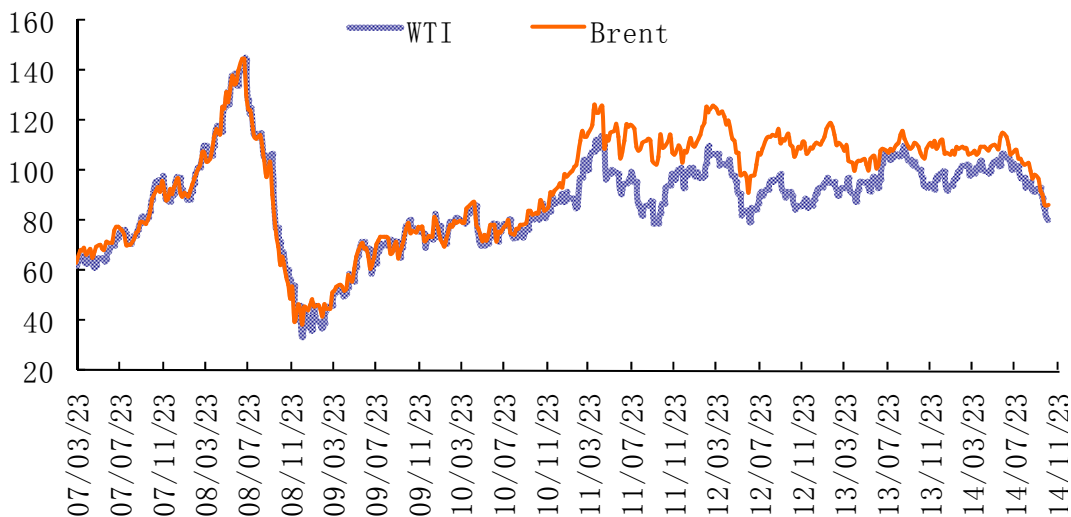
预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

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 ($ER \leq -30\%$)

图: 国际原油价格走势



资料来源: 隆众石化, 群益证券整理

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	2,870,843	2,928,260
经营成本	2,093,199	2,372,235	2,457,041	2,464,524	2,532,945
营业税金及附加	189,949	188,483	190,672	192,402	194,729
销售费用	38,399	40,299	44,359	45,589	45,388
管理费用	63,083	65,590	73,572	70,548	70,278
财务费用	6,544	9,819	6,274	10,200	8,785
投资收益	4,186	1,540	2,510	7,252	5,000
营业利润	100,966	87,926	96,453	85,306	79,335
利润总额	102,638	90,107	96,982	85,824	80,835
所得税	25,774	23,696	23,696	21,273	20,209
少数股东损益	5,167	2,915	4,198	2,981	3,031
归属于母公司股东权益	71,697	63,496	67,179	61,569	57,595

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分内容以作任何用途。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许会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或买入，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。