

中国石化 A

短期消化油价下跌，长期终端优势显著

受累于油价，下调 14-16E 盈利预测

瑞银下调了 Brent 的油价预测，我们下调了公司 EPS 预测至 0.52/0.43/0.51 元/股，下调幅度 0.27%/28%/24%。由于我们预计公司下游盈利改善将部分抵消上游利润下滑，因此将 14-16 年公司整体 EBIT 分别下调 86/303/295 亿元。

低油价时代，加油终端的优势有望拉开与竞争者的差距

历史上看，需求增速放缓和低油价时代中，一体化石油公司将大力发展下游板块，实行“终端为王”的战略，加大对加油站的投入，增加客户粘性，提高油品的附加值。我们看好公司在终端的积极布局，持之以恒将拉开和竞争者之间的盈利差距。加上随着成品油升级的推进，炼油盈利有进一步改善的空间，2015-18 年炼油单桶盈利有望提升至 2.5-3.0 美元/桶。

股价弹性相对较大

公司的股价相对于中石油弹性较大，机构投资者参与度更高，因此市场波动时公司的股价弹性更大：（1）下游属性更强，估值低于资源属性较强的中石油，但未来上游溢价有望逐步消除；（2）国企改革等方案积极推进，可能成为主题投资标的。

估值：下调评级至“中性”

我们将目标价由 5.9 元/股上调至 6.02 元/股，采用 PE 估值法，目标 PE 为 2015 年 14X：瑞银策略预计市场有望继续回暖，平均估值水平较 2013-2014 年明显上升，所以新目标 PE 高于原先的 10X，但是低于 09-10 年的 20X 平均 PE。同时我们以分部估值为参考（上游相对 NAV25% 的折扣和下游 6.1X 的 EV/EBITDA 方法未变），因为我们提升了下游的盈利预测因此对估值总体贡献较大。但我们认为短期内市场可能需要消化油价下行的风险，因此将评级下调为“中性”（原“买入”）。

Equities

中国

大型石油公司

12 个月评级 **中性**
之前：买入

12 个月目标价 **Rmb6.02**
之前：Rmb5.90

股价 **Rmb5.68**

路透代码：600028.SS 彭博代码 600028 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb5.74-4.38

市值 Rmb640 十亿/US\$104 十亿

已发行股本 91,052 百万 (ORDA)

流通股比例 39%

日均成交量(千股) 133,971

日均成交额(Rmb 百万) Rmb718.6

普通股股东权益 (12/14E) Rmb603 十亿

市净率 (12/14E) 1.2x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	%市场预测
12/14E	0.52	0.52	-0.27 0.57
12/15E	0.59	0.43	-28.37 0.60
12/16E	0.67	0.51	-24.01 0.63

严蓓娜

分析师

S1460511080002

nina.yan@ubssecurities.com

+86-213-866 8884

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净利润 (UBS)	70,853	63,797	61,344	63,273	52,016	62,230	73,190	86,302
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.61	0.54	0.50	0.52	0.43	0.51	0.60	0.71
每股现金收益 (UBS, 稀释后) (Rmb)	1.17	1.13	1.21	1.23	1.21	1.34	1.48	1.62
债务调整后现金流(UBS)	160,067	160,185	168,709	175,588	179,769	197,853	218,433	240,596
每股股息净值(Rmb)	0.18	0.18	0.24	0.21	0.17	0.20	0.24	0.28
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
产量(千桶石油当量/日)	1,117	1,172	1,213	1,249	1,335	1,396	1,475	1,560
平均占用资本回报率 (UBS) %	10.3	7.9	6.9	6.3	5.7	6.5	7.1	8.1
企业价值/债务调整后现金流 (UBS)x	5.2	4.8	4.9	5.4	5.1	4.4	4.1	3.8
股价 / 每股现金收益 (UBS, 稀释后) (x)	5.2	4.5	4.1	4.6	4.7	4.2	3.8	3.5
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	10.0	9.5	9.7	11.0	13.3	11.1	9.5	8.0
净股息收益率(%)	2.9	3.5	4.9	3.6	3.0	3.6	4.2	5.0

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据 2014 年 12 月 03 日 16 时 26 分的股价(Rmb5.68)得出；

投资主题

中国石化 A

投资理由

我们看好炼油战略性改善：第一，成品油定价机制下，预计公司的平均炼油盈利水平将保持 2-3 美元/桶，较 13 年之前明显改善；第二，在未来的 3-5 年中油品升级过程中，成品油价格有望继续上升，并继续提升炼油的盈利水平。

公司上下游一体化战略，未来有望通过（1）增加上游天然气产量（2）增加煤化工比例，来增强资源的自给能力。我们认为一体化程度加大将增加公司的抗风险能力，提高总资产的收益率。

我们采用 PE 估值法，给予 15 年 PE 14 倍，得到目标价 6.02 元/股，给予“中性”评级。我们预测 2014-16 年 EPS 分别为 0.52/0.43/0.51 元，市场一致预期分别为 0.61/0.68/0.78 元。

乐观情景

假设布伦特油价上涨至每桶 100 美元以上，中国需求回升超预期，我们估算 2014-16E EPS 可达 0.59/0.50/0.58 元，每股估值会上升到 7 元。

悲观情景

若长期布伦特油价下跌至每桶 80 美元，我们估算 2014-16E EPS 可能降至 0.45/0.34/0.43 元，公司每股估值可能降为 4.76 元。

近期催化剂

我们认为公司股价存在多个正面催化剂包括：1) 14-16 年低通胀及油价有望平稳；2) 15 年成品油升级有利于改善炼油盈利；3) 15 年天然气产量有望提升；4) 15 年石化产业景气度或转好；5) 降本增效或将有助于提高 ROIC，降低净负债率。

负面催化剂：1) 油价走低，4 季度业绩或不达预期；2) 国企混合所有制改革进度可能不达预期。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb6.02

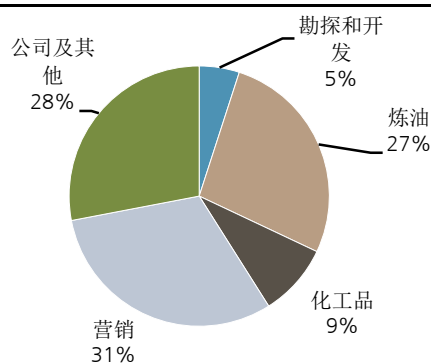
公司简介

中国石化是中国领先的一体化能源和石油公司，在东部及沿海地区居于主导地位，占中国石油总需求的 74%。公司的上游石油资产和生产规模小于其下游炼油和石化业务。中国石化的盈利对国际油价、国内炼油业务利润率以及全球石化周期反应敏感。

行业展望

我们预计由于非 OPEC 供应逐步增加，美国的能源效率提高，原油的长期价格将长期下降到 90 美元/桶。若成品油定价机制维持稳定，油品升级有望逐步提升炼油盈利；低价的天然气原料可能持续对大石化的盈利能力造成压力。

收入按业务分布, 2013



来源：公司数据

各类产品 EBIT (百万元)

	2012	2013	2014 E	2015 E	2016E
勘探和开发	70,054	54,793	48,943	21,376	29,734
炼油	(11,444)	8,599	11,111	29,382	33,595
化工品	1,178	868	(3,452)	3,683	3,867
营销	1,178	868	(3,452)	3,683	3,867
公司及其他	(3,778)	(2,618)	(1,139)	(2,000)	(2,000)
总计	98,662	96,785	89,129	92,107	107,157

来源：公司数据，瑞银证券估算

下调油价预测，预计上游盈利能力承压

近期布伦特油价走低至 70 美元/桶左右，加之 OPEC 不愿出让市场份额而减产，我们认为中短期内原油市场供过于求的格局基本确立。我们认为在供需转好迹象出现之前，油价将维持低位震荡，将长期油价假设由 100 美元/桶下调至 90 美元/桶，中期油价 15-17 年油价预测下调至 70/80/85 美元/桶。

新油价假设下，我们预计中石化上游盈利压力将大幅增加，但由于公司上游占比相对较小，而下游营销炼油占比较大且盈利能力相对较好，我们预计中石化受油价负面影响将小于中石油。我们将公司 2014-16E 勘探开发 EBIT 预测分别下调 58/359/363 亿元。

炼油或受益于成品油升级，化工或受益于原料结构改善

我们对公司炼油和化工 2014-16 年的盈利能力较为乐观：

公司为国内最大的炼油企业和油品升级基础设施最完备的企业，我们认为随着成品油升级的推进，未来炼油盈利有进一步改善的空间，2015-18 年炼油单桶盈利有望提升至 2.5-3.0 美元/桶，13 年为 0.8 美元/桶。

我们预计 214 年公司化工板块亏损 34.5 亿元，其中 10 亿元为资产减值，但我们预计 15 年公司化工板块可扭亏为盈实现 EBIT 37 亿元，16-18 年将受原料结构改善和原料成本下降正面影响而进一步有所改善，EBIT 分别为 39/40/42 亿元。

下调 2014-16E 盈利预测

由于我们大幅下调了油价预期，相应下调了上游盈利预测，但由于我们对公司下游盈利能力进一步改善较有信心，预计将部分抵消油价走低对上游带来的负面影响，因此将 14-16 年公司整体 EBIT 分别下调 86/303/295 亿元，EPS 下调至 0.52/0.43/0.51 元/股，下调幅度 0.27%/28%/24%。

图表 1: 中石化 EBIT 预测变化 (不含抵消项, 百万元)

新	10A	11A	12A	13A	14E	15E	16E	17E	18E
勘探开发	47,149	71,631	70,054	54,793	48,943	21,376	29,734	39,467	50,368
炼油	15,855	-35,780	-11,444	8,599	11,111	29,382	33,595	38,040	42,716
营销	30,760	44,696	42,652	35,143	33,665	39,666	41,962	45,504	51,123
化工	15,037	26,732	1,178	868	-3,452	3,683	3,867	4,060	4,263
其他	-2,342	-2,640	-2,443	-3,412	-1,500	-2,000	-2,000	-2,000	-2,000
总计	106,459	104,639	99,997	95,991	88,768	92,107	107,157	125,071	146,471
旧	10A	11A	12A	13A	14E	15E	16E	17E	18E
勘探开发	47,149	71,631	70,054	54,793	54,729	57,287	66,027	67,776	71,222
炼油	15,855	(35,780)	(11,444)	8,599	14,445	26,444	27,487	31,700	36,144
营销	30,760	44,696	42,652	35,143	35,342	41,180	44,118	48,545	55,109
化工	15,037	26,732	1,178	868	(5,178)	0	1,547	2,436	3,411
其他	(2,342)	(2,640)	(2,443)	(3,412)	(2,000)	(2,500)	(2,500)	(2,500)	(2,500)
总计	106,459	104,639	99,997	95,991	97,338	122,411	136,679	147,957	163,386
变化					14E	15E	16E	17E	18E
勘探开发					-5,786	-35,911	-36,293	-28,309	-20,854
炼油					-3,334	2,938	6,108	6,340	6,572
营销					-1,677	-1,514	-2,156	-3,041	-3,986
化工					1,726	3,683	2,320	1,624	852
其他					500	500	500	500	500
总计					-8,570	-30,304	-29,522	-22,886	-16,915

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 2: 中石化业绩对油价及炼油毛利的敏感性分析

	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
	EBIT			EPS			EPS		
	(美元/桶)			元 / 股			变化 (%)		
GRM + 1 美元/桶	2.00	3.50	3.75	0.59	0.49	0.58	13%	14%	14%
基础估算	1.00	2.5	2.8	0.52	0.43	0.51			
GRM - 1 美元/桶	-	1.50	1.75	0.45	0.36	0.44	-13%	-16%	-12%
	布伦特油价			EPS			EPS		
	(美元/桶)			元 / 股			变化 (%)		
Brent + 10 美元/桶	110	80	90	0.59	0.50	0.58	13%	16%	14%
基础估算	100	70	80	0.52	0.43	0.51			
Brent - 10 美元/桶	90	60	70	0.45	0.34	0.43	-13%	-21%	-16%
	EBIT			EPS			EPS		
	(元 / 吨, 国内销售)			元 / 股			变化 (%)		
+ 10%	215	242	242	0.54	0.44	0.53	4%	2%	4%
基础估算	195	220	220	0.52	0.43	0.51			
-10%	176	198	198	0.50	0.41	0.49	-4%	-5%	-4%

来源: 瑞银证券估算

图表 3: 中石化 EPS 预测: 瑞银证券 vs 市场一致预期

(元)	2014E	2015E	2016E
瑞银证券预测	0.52	0.43	0.51
万得一致预期	0.61	0.68	0.78
瑞银证券 vs 一致预期	-15%	-37%	-35%

来源: 瑞银证券预测, 万得, 市场一致预期截至 2014 年 12 月 2 日。

图表 4: 中石化运营关键假设

新	10A	11A	12A	13A	14E	15E	16E	17E	18E
每股收益 (元/股)	0.63	0.61	0.54	0.50	0.52	0.43	0.51	0.60	0.71
Brent (美元/桶)	79.6	111.1	111.7	108.9	99.7	69.8	80.0	85.0	90.0
实现油价(美元/桶)	72.1	98.7	100.4	96.1	87.7	62.1	72.0	76.5	81.0
天然气井口价(美元/千立方英尺)	4.9	5.6	5.8	6.3	7.3	7.4	6.9	7.6	8.1
ASP (美元/桶当量)	63.2	83.8	84.7	80.6	75.8	56.5	61.4	64.8	67.7
采收成本 (美元/桶当量)	13.7	15.4	16.8	17.5	18.2	17.9	18.3	18.8	19.2
勘探开发成本(美元/桶当量)	4.1	5.1	5.8	4.6	4.3	4.3	4.4	4.5	4.6
折旧(美元/桶当量)	11.8	13.5	14.6	16.2	16.9	16.5	16.7	16.8	16.5
原油产量 (千桶/天)	898	881	899	911	1,005	1,006	1,008	1,009	1,011
天然气产量 (百万立方英尺/天)	1,209	1,417	1,638	1,809	2,024	2,535	2,898	3,367	3,878
天然气产量 (千桶当量/天)	202	236	273	301	337	422	483	561	646
油气产量 (千桶当量/天)	1,100	1,117	1,172	1,213	1,342	1,429	1,491	1,571	1,657
增速 (%)		1.6%	5.0%	3.4%	10.7%	6.5%	4.3%	5.3%	5.5%
炼油 EBIT (美元/桶)	1.44	(3.64)	(1.12)	0.82	1.00	2.50	2.75	3.00	3.25
营销 EBIT (元/吨,国内)	218	295	260	211	195	220	220	220	220
化工 EBIT (美元/吨)	54.0	87.7	3.7	2.7	(10.0)	10.0	10.0	10.0	10.0
资本开支(十亿元)	52.7	58.7	78.3	105.3	87.9	81.9	89.3	94.7	98.2
变化	10A	11A	12A	13A	14E	15E	16E	17E	18E
每股收益 (元/股)					-0.3%	-28.4%	-24.0%	-16.5%	-10.1%
Brent (美元/桶)					-5.4%	-30.3%	-20.0%	-15.0%	-10.0%
实现油价(美元/桶)					-5.4%	-30.3%	-20.0%	-15.0%	-10.0%
天然气井口价(美元/千立方英尺)					-1.2%	-17.0%	-33.2%	-27.8%	-23.8%
ASP (美元/桶当量)					-4.9%	-27.6%	-23.8%	-19.1%	-14.9%
采收成本 (美元/桶当量)					0.0%	-5.6%	-7.1%	-8.5%	-9.6%
勘探开发成本(美元/桶当量)					-14.0%	-14.0%	-15.7%	-17.3%	-18.9%
折旧(美元/桶当量)					0.0%	-5.7%	-7.4%	-8.8%	-10.3%
原油产量 (千桶/天)					-1.5%	-2.9%	-4.3%	-5.6%	-6.9%
天然气产量 (百万立方英尺/天)					0.0%	0.0%	-0.6%	-1.7%	-2.8%
天然气产量 (千桶当量/天)					0.0%	0.0%	-0.6%	-1.7%	-2.8%
油气产量 (千桶当量/天)					-1.1%	-2.1%	-3.1%	-4.2%	-5.3%
增速 (%)					-23.1%	11.1%	22.2%	20.0%	18.2%
炼油 EBIT (美元/桶)					-2.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营销 EBIT (元/吨,国内)					-33.3%	NA	150.0%	66.7%	25.0%
化工 EBIT (美元/吨)					0.0%	-18.0%	-17.9%	-20.2%	-22.5%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

估值: 下调评级至“中性”

我们小幅上调目标价至 6.02 元/股, 并下调评级至“中性”。

图表 6: 中石化参考估值: 分部估值法

	新		旧		注释
	百万元	元/股	百万元	元/股	
勘探开发 NPV	353,809	2.9	520,746	4.26	25% 相对 NAV 折价
炼油营销与化工	693,819	5.68	513,716	4.21	6.1x EV/EBITDA (15E)
其他投资	57,546	0.47	57,546	0.47	14E 账面价值
企业价值	1,105,174	9.05	1,092,009	8.94	
净债务(14E)	-316,941	-2.6	-319,718	-2.6	
其它少数股东权益	-52,914	-0.4	-52,914	-0.4	
权益价值	735,319		719,376		
股本 (完全稀释)	122,111		122,111		
目标价 (元 / 股)	6.02		5.9		

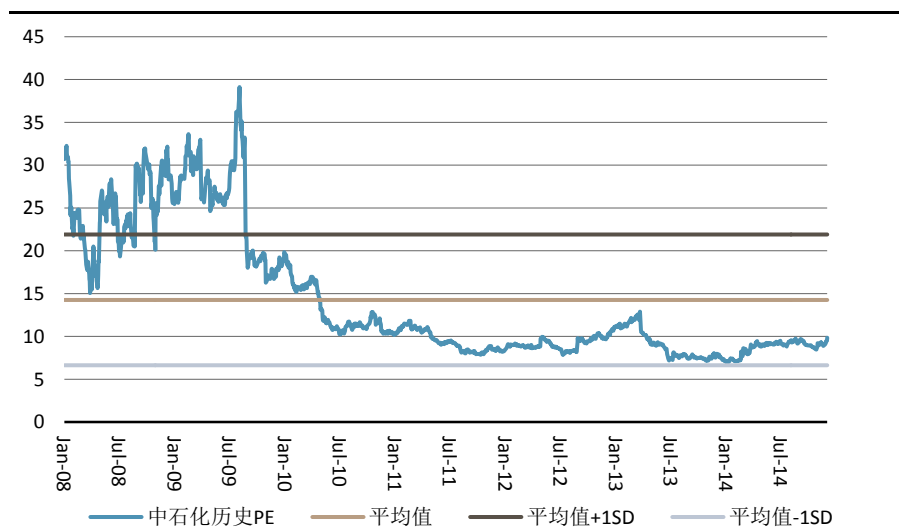
来源:瑞银证券估算

我们采用 PE 估值法, 基于 14 倍 15 年 PE , 与公司 2008 年至今的 PE 基本一致(14.3X)。瑞银证券策略团队认为市场还将有上行空间, 未来的市场的平均估值将高于 13-14 年的平均水平。因此我们的目标 PE (14X), 高于原先目标 PE (2015 年 10X PE) , 但是低于 2009-2010 年的 20X 历史平均 PE。

参考分部估值法: 我们维持原先的估值法, 上游 NAV 折价 25%, 炼化和营销参考 6.1XEV/EBITDA。炼化和营销的估值低于亚洲同业 9XEV/EBITDA, 因为亚洲同业的炼油盈利是市场化的, 因此具有大的波动弹性。

由于下游业绩改善明显, 其改善超过上游 NPV 下降, 因此基于分部估值法的估值上调。

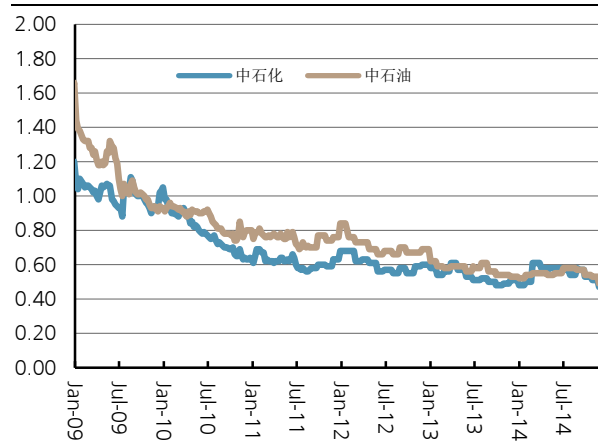
图表 7: 中石化历史 PE BAND (TTM)



来源: 万得一致预期,注: 数据截至 2014 年 12 月 2 日

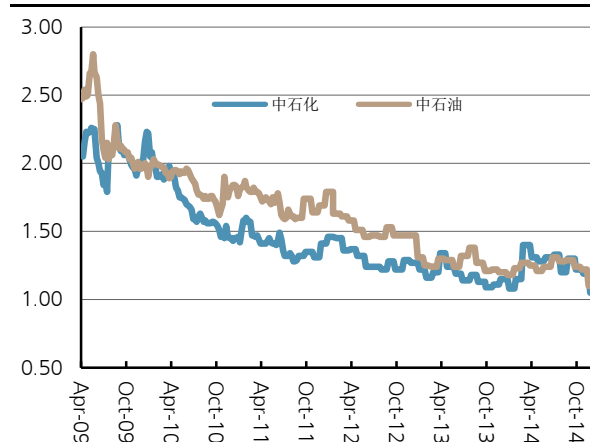
我们的估值已经包含了市场对公司未来的多项预期(成品油升级, 化工原料结构改善, 销售公司重组等), 我们认为市场需要消化油价下行的风险, 因此将评级下调为“中性”。

图表 8: 中石油及中石化占沪深 300 权重 (%)



来源: 万得

图表 9: 中石油及中石化占上证 50 权重 (%)



来源: 万得

中国石化 A (600028.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	2,505,683	2,786,045	2,880,311	3,070,625	6.6	3,131,187	2.0	3,558,922	3,967,042	4,413,182
息税折旧摊销前利润(UBS)	187,007	186,512	193,136	197,808	2.4	203,448	2.9	225,377	250,465	278,007
折旧、折耗、摊销及勘探	(81,477)	(87,850)	(96,351)	(108,679)	-12.8	(111,341)	-2.4	(118,220)	(125,394)	(131,536)
息税前利润(UBS)	105,530	98,662	96,785	89,129	-7.9	92,107	3.3	107,157	125,071	146,471
联营及其他公司收入(UBS, 税前)	4,320	1,861	2,513	6,900	174.57	2,609	-62.19	2,940	3,056	3,174
净利息	(7,657)	(9,963)	(9,034)	(10,039)	-11.1	(9,427)	6.1	(9,727)	(11,245)	(12,592)
其他税前项目	1,259	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润 (UBS)	103,452	90,560	90,264	85,990	-4.7	85,289	-0.8	100,371	116,881	137,053
税项(UBS)	(26,120)	(23,846)	(24,763)	(19,217)	22.4	(21,322)	-11.0	(25,093)	(29,220)	(34,263)
税后利润(UBS)	77,332	66,714	65,501	66,773	1.9	63,967	-4.2	75,278	87,661	102,789
少数股东权益	(5,220)	(2,917)	(4,157)	(3,500)	15.8	(11,951)	-241.5	(13,048)	(14,471)	(16,488)
股息(优先)	(1,259)	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (UBS)	70,853	63,797	61,344	63,273	3.1	52,016	-17.8	62,230	73,190	86,302
例外项目/特殊项目	4,744	164	9,576	(5,844)	-	0	-	0	0	0
净利润 (财报)	75,597	63,961	70,920	57,429	-19.0	52,016	-9.4	62,230	73,190	86,302
税率(%)	-25.2	-26.3	-27.4	-22.3	18.5	-25.0	-11.9	-25.0	-25.0	-25.0
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益 (财报, 稀释后)	0.61	0.54	0.54	0.49	-8.9	0.43	-13.8	0.51	0.60	0.71
每股收益 (UBS, 基本)	0.63	0.57	0.61	0.54	-11.1	0.45	-17.8	0.53	0.60	0.71
每股收益(UBS 稀释后)	0.61	0.54	0.50	0.52	2.9	0.43	-17.8	0.51	0.60	0.71
每股股息净值(Rmb)	0.18	0.18	0.24	0.21	-13.6	0.17	-17.8	0.20	0.24	0.28
每股现金收益(UBS, 稀释后)	1.17	1.13	1.21	1.23	1.5	1.21	-1.6	1.34	1.48	1.62
每股账面价值	5.28	5.64	4.68	4.94	5.5	5.54	12.3	5.85	6.20	6.61
平均股数(稀释后)	89,795	91,086	121,859	122,111	0.2	122,111	0.0	122,111	122,111	122,111
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	25,197	10,864	15,101	12,711	-15.8	72,693	NM	94,373	109,265	130,807
其他流动资产	302,391	333,887	357,909	378,996	5.9	385,706	1.8	433,100	478,321	527,754
流动资产总额	327,588	344,751	373,010	391,707	5.0	458,399	17.0	527,473	587,586	658,560
有形固定资产净值	677,247	757,946	830,225	915,031	10.2	953,900	4.2	1,009,998	1,073,468	1,133,711
无形固定资产净值	8,212	6,257	6,255	6,255	0.0	6,255	0.0	6,255	6,255	6,255
投资/其他资产	117,006	129,568	173,426	173,426	0.0	173,426	0.0	173,426	173,426	173,426
总资产	1,130,053	1,238,522	1,382,916	1,486,419	7.5	1,591,980	7.1	1,717,153	1,840,735	1,971,952
应付账款和其他短期负债	348,700	407,127	417,952	458,692	9.7	461,292	0.6	497,038	530,270	566,567
短期债务	80,373	85,982	153,870	124,062	-19.4	124,883	0.7	136,171	146,665	158,127
流动负债总额	429,073	493,109	571,822	582,754	1.9	586,174	0.6	633,209	676,936	724,694
长期债务	154,457	162,116	145,590	205,590	41.2	175,590	-14.6	210,590	240,590	265,590
其它长期负债	36,998	32,696	42,244	42,244	0.0	42,244	0.0	42,244	42,244	42,244
负债总额	620,528	687,921	759,656	830,588	9.3	804,008	-3.2	886,043	959,770	1,032,528
普通股股东权益	474,399	513,374	570,346	602,917	5.7	677,007	12.3	713,821	756,819	807,574
少数股东权益	35,126	37,227	52,914	52,914	0.0	110,965	109.7	117,289	124,146	131,850
负债和权益总计	1,130,053	1,238,522	1,382,916	1,486,419	7.5	1,591,980	7.1	1,717,153	1,840,735	1,971,952
运用资本总额	719,158	787,835	907,619	972,772	7.2	1,015,752	4.4	1,083,498	1,158,955	1,232,335
净(债务)现金	(209,633)	(237,234)	(284,359)	(316,941)	-11.5	(227,780)	28.1	(252,388)	(277,990)	(292,911)
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
剔除少数股东权益前净利润 (财报)	80,817	66,878	75,077	60,929	-19.0	63,967	-9.4	75,278	87,661	102,789
记入费用的折旧、折耗、摊销及勘探	77,157	85,989	93,838	101,779	8.46	108,732	6.83	115,279	122,338	128,362
营运资本变动净值	(33,991)	9,746	(14,475)	19,653	-	(4,111)	-	(11,647)	(11,988)	(13,137)
其他(经营性)	(3,631)	(20)	(6,816)	5,144	-	0	-	0	0	0
经营性现金流	120,352	162,593	147,624	187,505	27.0	168,588	-10.1	178,910	198,011	218,015
资本支出	(130,184)	(158,722)	(185,126)	(161,600)	12.7	(151,242)	6.4	(158,658)	(164,093)	(167,621)
权益自由现金流量	(9,832)	3,871	(37,502)	25,905	-	17,347	-33.0	20,252	33,919	50,394
(收购) 与处置净值	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
已付股息	(19,469)	(25,486)	(28,298)	(28,283)	0.1	(26,875)	5.0	(25,416)	(30,192)	(35,547)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
Net other cash flows	11,431	(5,986)	18,675	(30,204)	-	98,689	-	(19,444)	(29,329)	(29,769)
净债务的现金流(增加)/减少	(17,870)	(27,601)	(47,125)	(32,582)	30.9	89,161	-	(24,608)	(25,602)	(14,921)
外汇/非现金项目	(1,113)	(144)	(2,760)	700	-	0	-	0	0	0
净债务减少额/(增加额)	(18,983)	(27,745)	(49,885)	(31,882)	36.1	89,161	-	(24,608)	(25,602)	(14,921)

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

中国石化 A (600028.SS)

经营数据	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
产量(千桶石油当量/日)	1,117	1,172	1,213	1,249	1,335	1,396	1,475	1,560
估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市盈率(财报, 稀释后)	10.0	9.5	9.0	11.5	13.3	11.1	9.5	8.0
市盈率 (UBS, 稀释后)	10.0	9.5	9.7	11.0	13.3	11.1	9.5	8.0
股价/每股现金收益(稀释后)	5.2	4.5	4.1	4.6	4.7	4.2	3.8	3.5
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(1.5)	0.7	(6.7)	4.0	2.7	3.2	5.3	7.9
净股息收益率(%)	2.9	3.5	4.9	3.6	3.0	3.6	4.2	5.0
市净率	1.2	0.9	1.0	1.2	1.0	1.0	0.9	0.9
企业价值/息税折旧摊销前利润	4.5	4.2	4.2	4.8	4.5	3.9	3.6	3.3
企业价值/债务调整后现金流	5.2	4.8	4.9	5.4	5.1	4.4	4.1	3.8
企业价值/息税前利润	7.9	7.9	8.5	10.6	9.9	8.2	7.2	6.2
债务调整后现金流(UBS)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
剔除少数股东权益前净利润 (财报)	80,817	66,878	75,077	60,929	63,967	75,278	87,661	102,789
记入费用的折旧、折耗、摊销及勘探	77,157	85,989	93,838	101,779	108,732	115,279	122,338	128,362
其他非现金项目: 集团	0	0	0	0	0	0	0	0
其他非现金项目: 联营公司	0	0	0	0	0	0	0	0
税后利息	5,724	7,338	6,610	7,736	7,070	7,295	8,434	9,444
其他	(3,631)	(20)	(6,816)	5,144	0	0	0	0
债务调整后现金流(UBS)	160,067	160,185	168,709	175,588	179,769	197,853	218,433	240,596
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	635,058	551,224	558,966	639,759	639,759	639,759	639,759	639,759
净债务 (现金)	200,698	223,434	260,797	300,650	272,360	240,084	265,189	272,649
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	0	0
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	835,756	774,658	819,762	940,409	912,119	879,843	904,948	912,408
非核心资产	0	0	0	0	0	0	0	0
核心企业价值	835,756	774,658	819,762	940,409	912,119	879,843	904,948	912,408
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
油气产量	1.6	5.0	3.4	3.0	6.9	4.6	5.6	5.8
息税折旧摊销前利润(UBS)	3.4	(0.3)	3.6	2.4	2.9	10.8	11.1	11.0
息税前利润(UBS)	0.5	(6.5)	(1.9)	(7.9)	3.3	16.3	16.7	17.1
EPS (UBS, diluted)	(3.0)	(11.2)	(6.6)	2.9	(17.8)	19.6	17.6	17.9
每股股息净值	42.9	0.0	35.2	(13.6)	(17.8)	19.6	17.6	17.9
盈利能力	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
平均占用资本回报率 (UBS)	10.3	7.9	6.9	6.3	5.7	6.5	7.1	8.1
净股东权益回报率(UBS)	15.8	12.9	11.3	10.8	8.1	8.9	10.0	11.3
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	1.1	1.3	1.5	1.6	1.1	1.1	1.1	1.1
净债务/总权益 %	44.2	46.2	49.9	52.6	33.6	35.4	36.7	36.3
净债务/ (净债务 + 总权益) %	30.6	31.6	33.3	34.5	25.2	26.1	26.9	26.6
净债务/企业价值	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
资本支出 / 折旧 %	204.0	225.3	227.8	180.5	158.5	156.9	153.3	149.8
资本支出/经营性现金流%	108.2	97.6	125.4	86.2	89.7	88.7	82.9	76.9
息税前利润/净利息	13.8	9.9	10.7	8.9	9.8	11.0	11.1	11.6
股息保障倍数 (UBS)	3.5	3.2	2.5	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5
股息支付率 (UBS) %	28.2	31.4	39.3	38.2	38.2	38.2	40.0	40.0
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
上游	71,631	70,054	54,793	48,943	21,376	29,734	39,467	50,368
下游	35,648	32,386	44,610	41,325	72,731	79,424	87,604	98,102
其他	(1,749)	(3,778)	(2,618)	(1,139)	(2,000)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
总计	105,530	98,662	96,785	89,129	92,107	107,157	125,071	146,471

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。