

中国石化 A

油价大跌下调预测，资产优化时机不差

下调 15-16E 盈利预测

由于瑞银将 15-16 年布伦特油价预测大幅下调至 52.5/67.5 美元/桶（之前为 69.75/80 美元/桶），考虑到 14 年 Q4 的库存损失风险，我们略下调了 14-15E 年炼油 EBIT，下调幅度分别为 0.25/0.5 美元/桶。综上，我们将 15-16E EPS 预测由 0.43/0.51 元/股下调至 0.25/0.47 元/股。

4Q14-15E 资产减值风险

14Q4 油价大幅下跌对公司的炼油产生一定的负面影响，我们认为 1) 从 10-12 月每月平均跌价 10 美元/桶，会直接反应到成品油价格上，但一个月以上的原料库存周期，可能导致炼油盈利大幅下降，油价短期内恐很难重上 80-90 美元，这些损失无法弥补；2) 12 月底的油价高于 1 月，存在在途原料的库存减值准备风险。但我们认为短期资产减值风险并不影响公司长期价值。

优化使用销售板块引入资金

我们认为，低油价时期，对于资产负债表良好的公司反而是实现跨越式发展的最佳机会。通过引入外部增资营销板块的资金（约 1000 亿），应会帮助公司改善资产负债表，提高资产质量，如果再加上一路一带政策的信贷政策支持，也有望成为通过并购低价优质资产的有利基础。

估值：上调目标价至 7.05 元，维持“中性”评级

我们采用 PE 估值法，基于 16 年 15 倍 PE（原 15 年 15 倍）将目标价由 6.02 元/股上调至 7.05 元/股。我们预计 15 年油价为未来数年的低点，将逐步上涨，16 年的油价接近未来三年均值的正常价格，用正常油价来衡量公司价值比短期被超卖的油价更合理。同时参考分部估值法：上游 NAV（油价 90 美元），炼化和营销分别参考 6.8X/8.8x EV/EBTIDA（亚洲同业一致），得到的每股估值与我们的目标价一致。我们认为目前公司估值已经较合理，维持中性。

Equities

中国
大型石油公司

12 个月评级 **中性**
保持不变

12 个月目标价 **Rmb7.05**
之前: Rmb6.02

股价 **Rmb6.67**

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 Rmb7.18-4.46

市值 Rmb736 十亿/US\$118 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) 424,237

日均成交额(Rmb 百万) Rmb2,635.2

普通股股东权益 (12/14E) Rmb603 十亿

市净率 (12/14E) 1.4x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	%市场预测	
12/14E	0.52	0.52	0.05	0.55
12/15E	0.43	0.25	-40.70	0.51
12/16E	0.51	0.47	-8.73	0.54

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	63,302	30,846	56,798	76,741	94,226
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.61	0.54	0.54	0.52	0.25	0.47	0.63	0.77
每股现金收益 (UBS, 稀释后) (Rmb)	1.17	1.13	1.21	1.23	1.02	1.26	1.48	1.66
债务调整后现金流(UBS)	160,067	160,185	168,709	175,758	153,270	186,088	215,723	242,295
每股股息净值(Rmb)	0.23	0.23	0.24	0.21	0.10	0.19	0.25	0.31
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	1,289	1,349	1,428	1,513
平均占用资本回报率 (UBS) %	10.3	7.9	6.9	6.3	3.5	6.1	7.7	9.1
企业价值/债务调整后现金流 (UBS)x	5.2	4.8	4.9	5.9	6.6	5.2	4.6	4.1
股价 / 每股现金收益 (UBS, 稀释后) (x)	5.2	4.5	4.1	5.4	6.5	5.3	4.5	4.0
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	10.0	9.5	9.0	12.9	26.4	14.3	10.6	8.6
净股息收益率(%)	3.8	4.5	4.9	3.1	1.5	2.8	3.8	4.6

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 2015 年 01 月 26 日 22 时 39 分的股价(Rmb6.67)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 年的油品升级过程中，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 16 年 PE15 倍，得到目标价 7.05 元/股，给予“中性”评级。我们预测 2014-16 年 EPS 分别为 0.52/0.25/0.47 元，市场一致预期分别为 0.58/0.62/0.71 元。

乐观情景

假设 15-16 年布伦特油价上涨至每桶 90 美元以上，中国需求回升超预期，我们估算 2014-16E EPS 可达 0.52/0.59/0.65 元，每股估值会上升到 9.75 元。

悲观情景

若 15-16 年布伦特油价下跌至每桶 40 美元，我们估算 2014-16E EPS 可能降至 0.52/0.13/0.19 元，公司每股估值可能降为 3.8 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

Rmb7.05

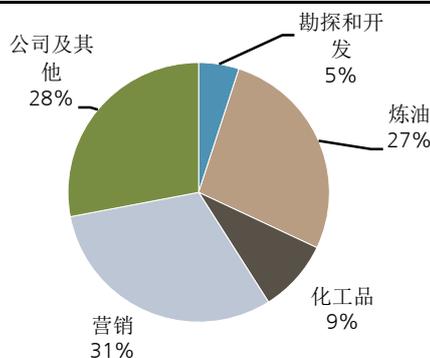
公司简介

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	51,943	(3,516)	20,923
炼油	(11,444)	8,599	8,334	23,506	33,595
化工品	1,178	868	33,665	39,666	41,962
营销	1,178	868	(3,452)	3,683	3,867
公司及其他	(3,778)	(2,618)	(1,139)	(1,601)	(1,600)
总计	98,662	96,785	89,351	61,738	98,747

来源：公司数据，瑞银证券估算

下调 15-16E 盈利预测

由于瑞银将 15-16 年布伦特油价预测大幅下调至 52.5/67.5 美元/桶（之前预测为 69.75/80 美元/桶），15 年原油市场仍将供过于求 130 万桶/天。我们将此纳入中石化业绩预测。

我们预计如果油价全年均价仅为 52 美元，15 年公司勘探开发板块 EBIT 将亏损 35 亿元，16 年随着供需逐步调整，油价回升，勘探开发板块有望扭亏为盈。

考虑到库存损失风险，同时我们还略下调了 14-15E 年炼油 EBIT，下调幅度分别为 27.8/58.8 亿元。综上，我们将 15-16E EPS 预测由 0.43/0.51 元/股下调至 0.25/0.47 元/股。

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	51,943	(3,516)	20,923	42,395	58,766
炼油	15,855	(35,780)	(11,444)	8,599	8,334	23,506	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)	(1,600)	(1,600)	(1,800)	(2,000)
总计	106,459	104,639	99,997	95,991	88,990	61,738	98,747	128,199	154,869
旧	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
变化					14E	15E	16E	17E	18E
勘探开发					3,000	(24,893)	(8,811)	2,928	8,398
炼油					(2,778)	(5,876)	0	0	0
营销					0	0	0	0	0
化工					0	0	0	0	0
其他					0	400	400	200	0
总计					222	(30,369)	(8,411)	3,128	8,398

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 2: 中石化 EPS 对布伦特油价的敏感性分析 (元/股)

	2015E	2016E	2017E
基础估算	0.25	0.47	0.63
+10 美元/桶	0.35	0.56	0.70
% 变化	40%	19%	11%

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	0.25	0.47
万得一致预期	0.58	0.62	0.71
瑞银证券 vs 一致预期	-10.3%	-59.7%	-33.8%

来源: 瑞银证券预测, 万得, 市场一致预期截至 2015 年 1 月 26 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	0.54	0.52	0.25	0.47	0.63	0.77
Brent(美元/桶)	79.6	111.1	111.7	108.9	99.7	52.5	67.5	80.0	90.0
实现油价(美元/桶)	72.1	98.7	100.4	96.1	87.7	46.7	60.8	72.0	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	46.0	53.8	61.6	67.3
采收成本(美元/桶当量)	13.7	15.4	16.8	17.5	18.2	17.9	17.7	18.3	18.9
勘探开发成本(美元/桶当量)	4.1	5.1	5.8	4.6	4.3	3.8	4.0	4.1	4.2
折旧(美元/桶当量)	11.8	13.5	14.6	16.2	16.9	16.5	16.1	16.3	16.1
原油产量(千桶/天)	898	881	899	911	1,005	960	961	963	964
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	1,383	1,444	1,524	1,610
增速(%)		1.6%	5.0%	3.4%	10.7%	3.0%	4.4%	5.5%	5.7%
炼油 EBIT(美元/桶)	1.44	(3.64)	(1.12)	0.82	0.75	2.00	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	74.1	75.5	86.4	93.3
变化	10A	11A	12A	13A	14E	15E	16E	17E	18E
每股收益(元/股)					0.0%	-40.7%	-8.7%	4.9%	9.2%
Brent(美元/桶)					0.0%	-24.7%	-15.6%	-5.9%	0.0%
实现油价(美元/桶)					0.0%	-24.7%	-15.6%	-5.9%	0.0%
天然气井口价(美元/千立方英尺)					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ASP(美元/桶当量)					0.0%	-18.6%	-12.4%	-4.8%	-0.6%
采收成本(美元/桶当量)					0.0%	0.0%	-3.6%	-2.6%	-1.7%
勘探开发成本(美元/桶当量)					0.0%	-11.6%	-8.8%	-7.9%	-7.0%
折旧(美元/桶当量)					0.0%	0.0%	-3.7%	-2.8%	-2.1%
原油产量(千桶/天)					0.0%	-4.6%	-4.6%	-4.6%	-4.6%
天然气产量(百万立方英尺/天)					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
天然气产量(千桶当量/天)					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
油气产量(千桶当量/天)					0.0%	-3.2%	-3.1%	-3.0%	-2.8%
炼油 EBIT(美元/桶)					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营销 EBIT(元/吨,国内)					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
化工 EBIT(美元/吨)					0.0%	-9.5%	-15.4%	-8.8%	-5.0%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

推进转型策略 优化资产结构

我们认为在低油价时代开启之际, 公司将加强资产结构优化, 加速改革:

- 在低油价时期, 对于资产负债表良好的公司反而是实现跨越式发展的最佳机会。我们认为通过引入外部增资营销板块的资金(约 1000 亿), 将帮助公司提高资产质量, 如果再加上一路一带政策的信贷政策支持, 如果油价较低, 可以通过低价并购资源, 降低平均生产成本。
- 根据中石化新闻网, 中石化未来的发展目标在于创新和发展: ①发展天然气业务, 延伸天然气产业链。②发展非油品业务, 推进跨界融合经营。③布局节能环保产业, 成立专业公司。④有计划地发展新能源, 形成新能源产业体系。⑤布局发展新材料, 研究探索开展 3D 打印业务, 为开发 3D 打印材料创造条件。

估值：上调目标价至 7.05 元，维持“中性”评级

上调目标价：采用 16 年 15XPE

- 我们采用 PE 估值法，基于 16 年 15 倍 PE（之前为 15 年 14.9 倍），上调目标价至 7.05 元/股。维持“中性”评级。
- 因为我们预计 2015 年的油价是未来几年的低点，随着全球产量增速放缓价格将逐步上升，而 16 年的油价假设为 67.5 美元/桶，比较接近正常油价；且对于处于周期底部的股票来说，通常会使用更正常的商品价格作为参照。

估值基本合理

我们采用分部估值法作为参照，与我们的目标价基本一致，我们认为公司目前估值合理。

- 对中石化上游资产采用 NAV 估值法，基于 90 美元/桶的长期油价，公司上游 NAV 折价率为 25%，NAV 为 3531 亿元。目前国际市场给到油公司的估值的 NAV 折价率为 10%-20% 左右。
- 炼化和营销分别参考 6.8X/8.8x EV/EBITDA（之前预测均为 6.1x），和亚洲同业一样。

从 2014 年 10 月以来公司股价不断上行，基本已经脱离了基本面。如果市场中对蓝筹品种看好的投资人不断增加，继续指数投资热情，可能导致公司股价被动上行。

图表 7: 中石化分部估值法新旧对比

	新		旧		注释
	百万元	元/股	百万元	元/股	
勘探开发 NPV	353,100	2.89	353,809	2.9	25% 相对 NAV 折价，90 美元长期油价，10% 贴现率
炼油与化工	390,633	3.20			6.8x EV/EBITDA (15E)
营销	315,784	2.59	693,819	5.68	8.8x EV/EBITDA (15E)，去掉 30% 的少数股权
其他投资	82,275	0.67	57,546	0.47	15E 账面价值
企业价值	1,141,792	9.35	1,105,174	9.05	
净债务(14E)	-227,398	-1.86	-316,941	-2.6	
其它少数股东权益	-52,914	-0.43	-52,914	-0.43	2013 年账面价值，除去营销板块的 30% 的股权
权益价值	861,480		735,319		
股本 (完全稀释)	122,111		122,111		
每股估值(元 / 股)	7.05		6.02		

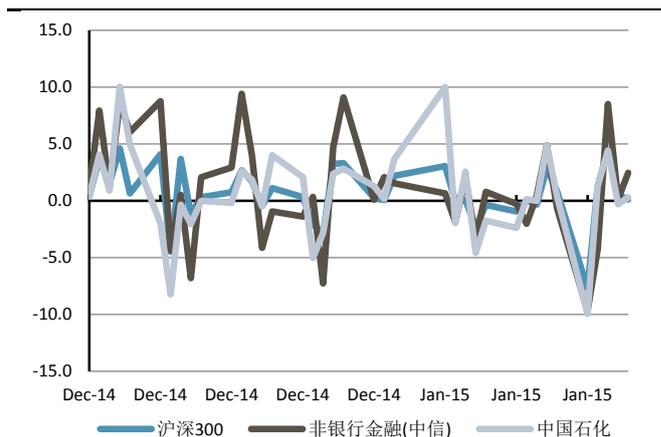
来源:瑞银证券估算

图表 4: 中石化股价 vs Brent



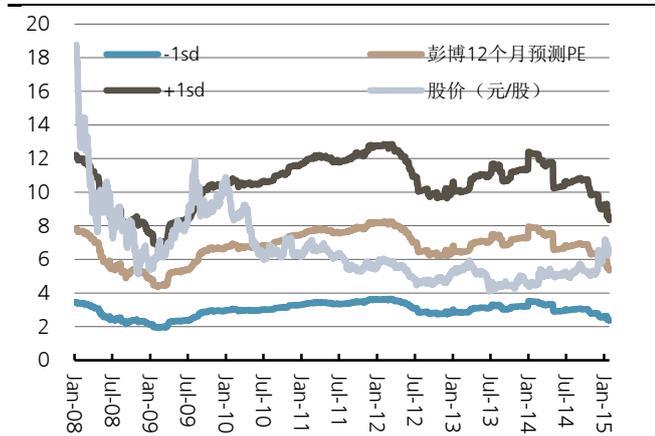
来源: 彭博, 注: 数据截至 2015 年 1 月 26 日

图表 5: 中石化 vs 沪深 300 vs 非银金融股涨幅(%)



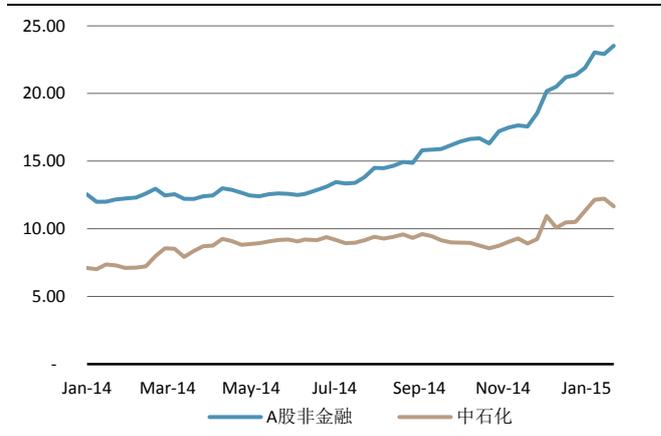
来源: WIND, 注: 数据截至 2015 年 1 月 26 日

图表 8: 中石化历史 PE BAND



来源: 万得一致预期, 注: 数据截至 2015 年 1 月 26 日

图表 6: 中石化 vs 非金融 A 股 PE



来源: WIND, 朝阳永续, 注: A股非金融 (GICS 金融, 包括银行, 非银, 地产)

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	3,067,936	6.5	2,909,428	-5.2	3,393,142	3,891,022	4,401,870
息税折旧摊销前利润(UBS)	187,007	186,512	193,136	198,030	2.5	169,357	-14.5	211,510	248,537	281,806
折旧、折耗、摊销及勘探	(81,477)	(87,850)	(96,351)	(108,679)	-12.8	(107,619)	1.0	(112,764)	(120,338)	(126,937)
息税前利润(UBS)	105,530	98,662	96,785	89,351	-7.7	61,738	-30.9	98,747	128,199	154,869
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)	(10,222)	-13.1	(8,984)	12.1	(9,252)	(9,749)	(10,265)
其他税前项目	1,259	0	0	0	-	0	-68.6	0	0	0
税前利润(UBS)	103,452	90,560	90,264	86,029	-4.7	55,363	-35.6	92,435	121,506	147,777
税项(UBS)	(26,120)	(23,846)	(24,763)	(19,227)	22.4	(13,841)	28.0	(23,109)	(30,377)	(36,944)
税后利润(UBS)	77,332	66,714	65,501	66,802	2.0	41,522	-37.8	69,326	91,130	110,833
少数股东权益	(5,220)	(2,917)	(4,157)	(3,500)	15.8	(10,676)	-205.0	(12,528)	(14,389)	(16,606)
股息(优先)	(1,259)	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(UBS)	70,853	63,797	61,344	63,302	3.2	30,846	-51.3	56,798	76,741	94,226
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	57,458	-19.0	30,846	-46.3	56,798	76,741	94,226
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	0.25	-48.9	0.47	0.63	0.77
每股收益(UBS, 基本)	0.63	0.57	0.61	0.54	-11.1	0.26	-51.3	0.49	0.63	0.77
每股收益(UBS 稀释后)	0.61	0.54	0.54	0.52	-4.5	0.25	-51.3	0.47	0.63	0.77
每股股息净值(Rmb)	0.23	0.23	0.24	0.21	-13.6	0.10	-51.3	0.19	0.25	0.31
每股现金收益(UBS, 稀释后)	1.17	1.13	1.21	1.23	1.5	1.02	-16.9	1.26	1.48	1.66
每股账面价值	4.01	4.40	4.68	4.94	5.5	5.40	9.4	5.71	6.10	6.56
平均股数(稀释后)	118,412	116,734	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	22,658	50.0	37,853	67.1	40,196	33,942	33,473
其他流动资产	302,391	333,887	357,909	378,698	5.8	361,135	-4.6	414,731	469,897	526,500
流动资产总额	327,588	344,751	373,010	401,356	7.6	398,989	-0.6	454,927	503,840	559,973
有形固定资产净值	677,247	757,946	830,225	915,031	10.2	944,016	3.2	983,224	1,041,515	1,104,247
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	1,496,068	8.2	1,522,685	1.8	1,617,833	1,725,035	1,843,901
应付账款和其他短期负债	348,700	407,127	417,952	458,407	9.7	444,759	-3.0	483,133	523,305	564,987
短期债务	80,373	85,982	153,870	123,972	-19.4	119,662	-3.5	131,780	144,466	157,628
流动负债总额	429,073	493,109	571,822	582,379	1.8	564,420	-3.1	614,913	667,770	722,615
长期债务	154,457	162,116	145,590	215,590	48.1	145,590	-32.5	145,590	145,590	145,590
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	840,213	10.6	752,254	-10.5	802,747	855,604	910,449
普通股股东权益	474,399	513,374	570,346	602,941	5.7	659,466	9.4	697,797	745,285	801,602
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	1,496,068	8.2	1,522,685	1.8	1,617,833	1,725,035	1,843,901
运用资本总额	719,158	787,835	907,619	972,759	7.2	997,829	2.6	1,052,260	1,125,544	1,203,197
净(债务)现金	(209,633)	(237,234)	(284,359)	(316,904)	-11.4	(227,398)	28.2	(237,174)	(256,114)	(269,745)
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	60,958	-19.0	41,522	-46.3	69,326	91,130	110,833
记入费用的折旧、折耗、摊销及勘探	77,157	85,989	93,838	101,779	8.46	105,010	3.17	109,823	117,282	123,763
营运资本变动净值	(33,991)	9,746	(14,475)	19,666	-	3,915	-80.1	(15,222)	(14,994)	(14,921)
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	187,547	27.0	150,447	-19.8	163,927	193,418	219,675
资本支出	(130,184)	(158,722)	(185,126)	(161,600)	12.7	(143,473)	11.2	(144,883)	(155,784)	(162,701)
权益自由现金流量	(9,832)	3,871	(37,502)	25,947	-	6,974	-73.1	19,044	37,634	56,974
(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)	(28,288)	0.0	(23,270)	17.7	(18,467)	(29,253)	(37,909)
股份发行/回购	0	0	19,234	0	-	0	-	0	0	0
Net other cash flows	11,431	(5,986)	(559)	(30,204)	NM	105,802	-	(10,353)	(27,321)	(32,697)
净债务的现金流(增加)/减少	(17,870)	(27,601)	(47,125)	(32,545)	30.9	89,505	-	(9,776)	(18,939)	(13,632)
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)	(31,845)	36.2	89,505	-	(9,776)	(18,939)	(13,632)

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	1,289	1,349	1,428	1,513
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	13.5	26.4	14.3	10.6	8.6
市盈率 (UBS, 稀释后)	10.0	9.5	9.0	12.9	26.4	14.3	10.6	8.6
股价/每股现金收益(稀释后)	5.2	4.5	4.1	5.4	6.5	5.3	4.5	4.0
权益自由现金流(UBS) 收益率 %	(1.5)	0.7	(6.7)	3.5	0.9	2.6	5.1	7.7
净股息收益率(%)	3.8	4.5	4.9	3.1	1.5	2.8	3.8	4.6
市净率	1.5	1.2	1.0	1.4	1.2	1.2	1.1	1.0
企业价值/息税折旧摊销前利润	4.5	4.2	4.2	5.2	6.0	4.6	4.0	3.5
企业价值/债务调整后现金流	5.2	4.8	4.9	5.9	6.6	5.2	4.6	4.1
企业价值/息税前利润	7.9	7.9	8.5	11.6	16.3	9.8	7.7	6.4
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	60,958	41,522	69,326	91,130	110,833
记入费用的折旧、折耗、摊销及勘探	77,157	85,989	93,838	101,779	105,010	109,823	117,282	123,763
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	7,877	6,738	6,939	7,311	7,699
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	175,758	153,270	186,088	215,723	242,295
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	736,156	736,156	736,156	736,156	736,156
净债务(现金)	200,698	223,434	260,797	300,631	272,151	232,286	246,644	253,460
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	1,036,787	1,008,307	968,442	982,800	989,616
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	1,036,787	1,008,307	968,442	982,800	989,616
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	3.2	4.7	5.8	6.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	3.4	(0.3)	3.6	2.5	(14.5)	24.9	17.5	13.4
息税前利润(UBS)	0.5	(6.5)	(1.9)	(7.7)	(30.9)	59.9	29.8	20.8
EPS (UBS, diluted)	(3.0)	(11.2)	0.7	(4.5)	(51.3)	84.1	35.1	22.8
每股股息净值	85.7	0.0	4.0	(13.6)	(51.3)	84.1	35.1	22.8
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	3.5	6.1	7.7	9.1
净股东权益回报率(UBS)	15.8	12.9	11.3	10.8	4.9	8.4	10.6	12.6
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	1.3	1.1	1.0	1.0
净债务/总权益 %	44.2	46.2	49.9	52.6	34.5	34.0	34.4	33.7
净债务/(净债务+总权益) %	30.6	31.6	33.3	34.5	25.6	25.4	25.6	25.2
净债务/企业价值	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
资本支出/折旧 %	204.0	225.3	227.8	180.5	153.2	148.9	150.3	149.4
资本支出/经营性现金流 %	108.2	97.6	125.4	86.2	95.4	88.4	80.5	74.1
息税前利润/净利息	13.8	9.9	10.7	8.7	6.9	10.7	13.2	15.1
股息保障倍数(UBS)	2.7	2.4	2.5	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5
股息支付率(UBS) %	36.7	40.8	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	51,943	(3,516)	20,923	42,395	58,766
下游	35,648	32,386	44,610	38,547	66,854	79,424	87,604	98,102
其他	(1,749)	(3,778)	(2,618)	(1,139)	(1,600)	(1,600)	(1,800)	(2,000)
总计	105,530	98,662	96,785	89,351	61,738	98,747	128,199	154,869

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。