



股票代码	600028.CH	0386.HK
评级	持有	持有
收盘价	人民币 5.87	港币 6.17
目标价	人民币 6.23	港币 6.39
原目标价	人民币 4.77	港币 6.58
上/下浮比例	+6%	+4%
目标价格基础	较H股折让	市净率
板块评级	中立	中立

股价表现 — A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(9.6)	(15.3)	12.0	29.6
相对新华富时A50指数	(2.3)	(3.1)	(25.8)	(24.8)

发行股数(百万)	118,280
流通股(%)	8
流通股市值(人民币 百万)	694,306
3个月日均交易额(人民币 百万)	3,202
净负债比率(%) (2014E)	54
主要股东(%)	
中石化集团	71

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2015年2月16日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

能源：石油及天然气

刘志成, CFA
(852) 3988 6418
lawrence.lau@bocigroup.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300510120019

中国石化

短期盈利较差

我们将2014-16年每股收益预测下调25-63%，以反映我们下调原油、天然气价格和原油产量的预期。鉴于库存亏损严重，我们预计14年4季度公司将出现亏损，且15年1季度仍将延续惨淡的业绩表现。增量气价格可能下调也会影响公司页岩气项目的盈利能力。由于短期内盈利前景欠佳，我们对中国石化H股和A股重申持有评级。

支撑评级的主要因素

- 中国石化通常储备了相当数量的原油和成品油库存以保证其炼油和营销业务的正常运转。近期石油和成品油价格大跌不可避免地导致了数额庞大的库存亏损。我们预测14年4季度亏损额达到了190亿人民币。加上30亿人民币左右的剩余A股可转债期权部分浮亏，我们预计4季度的净亏损额约为50亿人民币。
- 虽然涪陵页岩气项目的成本很高（每立方米1.82人民币），但是该项目出产的天然气以增量气价格销售，因此一直保持着较为可观的盈利。但是，未来增量气价格可能下调给该项目的盈利前景蒙上了一层阴影。
- 当前估值缺乏吸引力。

评级面临的主要风险

- 油价大幅上涨拉动成品油价格上涨；
- 成本控制好于预期，尤其是上游业务。

估值

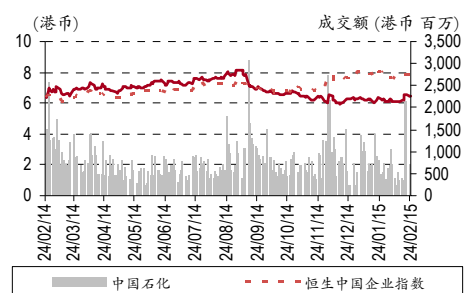
- 在大幅下调盈利预测的基础上，我们将H股目标价从6.58港币下调至6.38港币。我们仍然以1倍市盈率对该股估值，但是将估值基础从2014年业绩调整为2015年业绩。
- 我们将A股目标价从4.77人民币上调至6.23人民币。A股可转债的赎回，逼使大部分可转债变成了A股。我们简单的以3个月A-H股溢价(21%)对A股估值。我们无须再理会可转债的行权价。

投资摘要 — A股

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	2,786,045	2,880,311	2,649,680	2,125,075	2,432,377
变动(%)	11	3	(8)	(20)	14
净利润(人民币 百万)	63,496	67,179	48,073	26,641	50,183
全面摊薄每股收益(人民币)	0.563	0.579	0.402	0.221	0.401
变动(%)	(10.2)	2.8	(30.5)	(45.1)	81.6
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.593	0.578	0.575
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.534	0.584	0.542
调整幅度(%)	-	-	(24.7)	(62.3)	(26.1)
全面摊薄市盈率(倍)	10.4	10.1	14.6	26.6	14.7
每股现金流量(人民币)	1.38	1.40	1.26	0.94	1.50
价格/每股现金流量(倍)	4.3	4.2	4.7	6.3	3.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.6	5.3	5.9	7.0	5.5
每股股息(人民币)	0.228	0.240	0.160	0.090	0.170
股息率(%)	3.9	4.1	2.7	1.5	2.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现—H股



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(1.3)	(0.3)	(3.0)	2.3
相对恒生中国企业指数	(0.9)	0.9	(13.9)	(17.8)

发行股数(百万)	118,280
流通股(%)	22
流通股市值(港币 百万)	729,790
3个月日均交易额(港币 百万)	766
净负债比率(%) (2014E)	54
主要股东(%)	
中石化集团	71

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2015年2月16日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	2,786,045	2,880,311	2,698,017	2,161,149	2,473,291
变动(%)	11	3	(6)	(20)	14
净利润(人民币 百万)	63,879	66,132	47,026	25,594	49,136
全面摊薄每股收益(人民币)	0.566	0.570	0.393	0.212	0.392
变动(%)	(12.9)	0.6	(31.0)	(46.1)	85.1
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.551	0.490	0.579
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.525	0.576	0.533
调整幅度(%)	-	-	(25.1)	(63.2)	(26.5)
全面摊薄市盈率(倍)	8.8	8.7	12.6	23.4	12.7
每股现金流量(人民币)	1.35	1.39	1.26	0.94	1.50
价格/每股现金流量(倍)	3.7	3.6	3.9	5.3	3.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.9	4.8	5.4	6.5	5.1
每股股息(人民币)	0.228	0.240	0.160	0.090	0.170
股息率(%)	4.6	4.8	3.2	1.8	3.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

2014 年终业绩预测

公司将于2015年3月23日披露14年业绩。我们预计国际会计准则下每股收益将同比下滑31%至0.393人民币，中国会计准则下为0.402人民币。盈利大幅下滑主要是因为油价大跌导致库存亏损（共190亿人民币）。同时，我们预测A股可转债期权部分将出现浮亏。单看4季度业绩，预计净亏损50亿人民币，相比3季度的净利润190-200亿人民币下滑明显。

图表 1. 分部经营利润预测 (H股)

年结日 12月31日 (人民币, 十亿)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
勘探与生产	70.1	54.8	49.2	5.2	25.9
炼油	(11.4)	8.6	1.5	11.3	25.1
市场和营销	42.7	35.1	28.4	34.0	38.6
化工	1.2	0.9	(0.2)	9.7	4.7
总部及其他	(3.8)	(2.6)	(0.4)	(3.3)	(3.7)
总计	98.7	96.8	78.7	56.8	90.6

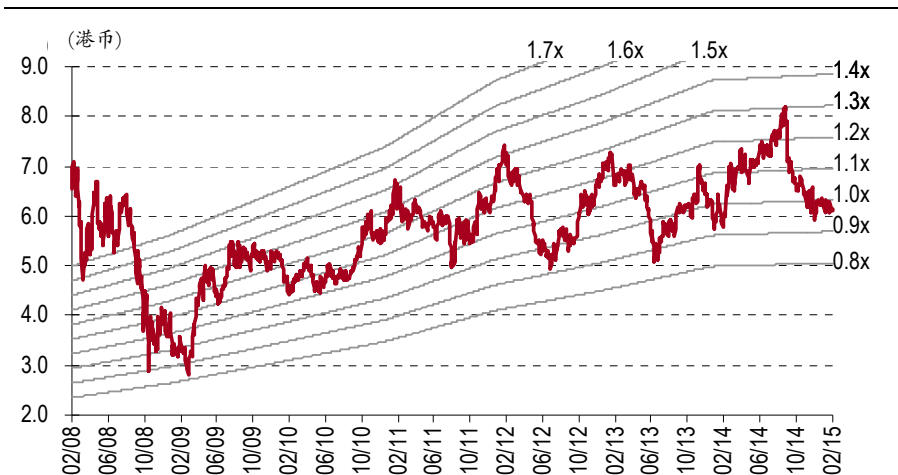
资料来源：公司数据、中银国际研究预测

图表 2. 主要假设调整

	调整前			调整后		
	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
勘探与生产						
原油产量(百万桶)	364.0	367.3	370.7	360.9	353.8	357.3
可售天然气产量(十亿立方英尺)	706.0	754.9	807.4	716.3	859.6	921.4
实现油价(美元/桶)	90.0	76.6	78.5	89.7	48.0	62.0
实现气价(美元/立方英尺)	7.19	8.57	9.49	7.18	7.92	7.96
现金操作成本(美元/桶油当量)	18.5	18.6	18.6	18.6	18.4	18.4
总生产成本(美元/桶油当量)	60.0	55.6	57.4	59.8	45.7	47.8
炼油						
原油加工量(百万桶)	1,793.5	1,865.2	1,939.8	1,730.0	1,799.2	1,871.2
经营利润(人民币/桶)	8.3	23.7	18.0	0.9	6.3	13.4

资料来源：中银国际研究预测

图表 3. 市净率趋势图(H股)



资料来源：中银国际研究

损益表-A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	2,786,045	2,880,311	2,649,680	2,125,075	2,432,377
销售成本	(2,372,235)	(2,457,041)	(2,266,558)	(1,816,343)	(2,058,758)
经营费用	(247,149)	(241,788)	(218,655)	(159,958)	(187,319)
息税折旧前利润	96,205	100,217	75,981	54,517	87,799
折旧及摊销	(70,456)	(81,265)	(88,486)	(94,257)	(98,501)
经营利润(息税前利润)	166,661	181,482	164,467	148,774	186,300
净利息收入/(费用)	(9,963)	(9,034)	(12,477)	(14,149)	(14,049)
其他收益/(损失)	3,865	5,799	3,135	4,535	6,411
税前利润	90,107	96,982	66,640	44,903	80,161
所得税	(23,696)	(25,605)	(16,660)	(11,226)	(20,040)
少数股东权益	(2,915)	(4,198)	(1,907)	(7,036)	(9,938)
净利润	63,496	67,179	48,073	26,641	50,183
核心净利润	63,496	67,179	48,073	26,641	50,183
每股收益(人民币)	1	1	0	0	0
核心每股收益(人民币)	1	1	0	0	0
每股股息(人民币)	0	0	0	0	0
收入增长(%)	11	3	(8)	(20)	14
息税前利润增长(%)	(7)	4	(24)	(28)	61
息税折旧前利润增长(%)	0	9	(9)	(10)	25
每股收益增长(%)	(10)	3	(31)	(45)	82
核心每股收益增长(%)	(10)	3	(31)	(45)	82

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表-A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	10,864	15,101	8,615	13,060	6,223
应收帐款	81,395	68,466	62,984	50,514	57,818
库存	218,262	221,906	204,703	164,042	185,935
其他流动资产	34,230	67,537	50,063	42,700	44,105
流动资产总计	344,751	373,010	326,365	270,315	294,082
固定资产	757,946	830,225	911,948	963,422	1,010,474
无形资产	56,091	66,518	65,272	64,026	62,780
其他长期资产	88,483	113,163	115,519	117,875	120,231
长期资产总计	902,520	1,009,906	1,092,739	1,145,323	1,193,485
总资产	1,247,271	1,382,916	1,419,104	1,415,639	1,487,566
应付帐款	353,304	371,246	336,706	246,565	280,868
短期债务	115,982	163,870	221,517	181,442	211,514
其他流动负债	23,823	36,706	36,706	46,911	61,879
流动负债总计	493,109	571,822	594,929	474,917	554,261
长期借款	162,116	145,590	80,544	69,443	17,645
其他长期负债	41,445	42,244	42,244	42,244	42,244
股本	112,866	116,565	116,795	116,795	116,795
储备	400,508	453,781	529,770	543,289	577,732
股东权益	513,374	570,346	646,565	660,084	694,527
少数股东权益	37,227	52,914	54,821	168,951	178,889
总负债及权益	1,247,271	1,382,916	1,419,104	1,415,639	1,487,566
每股帐面价值(人民币)	4.4	4.89	5.47	5.45	5.74
每股有形资产(人民币)	3.92	4.32	4.91	4.92	5.22
每股净负债/(现金)(人民币)	2.29	2.53	2.48	1.96	1.84

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表-A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	90,107	96,982	66,640	44,903	80,161
折旧与摊销	70,456	81,265	88,486	94,257	98,501
净利息费用	9,963	9,034	12,477	14,149	14,049
运营资本变动	(16,530)	(17,200)	(10,800)	(34,613)	3,700
税金	(23,696)	(25,605)	(16,660)	(11,226)	(20,040)
其他经营现金流	25,554	17,594	6,963	5,969	5,322
经营活动产生的现金流	155,854	162,070	147,106	113,439	181,693
购买固定资产净值	(158,148)	(154,946)	(161,600)	(137,300)	(137,300)
投资减少/增加	(9,921)	(31,937)	2,486	0	0
其他投资现金流	2,219	6,647	0	0	0
投资活动产生的现金流	(165,850)	(180,236)	(159,114)	(137,300)	(137,300)
净增权益	0	19,406	0	0	0
净增债务	41,750	37,433	46,129	(51,517)	(21,442)
支付股息	(30,024)	(28,424)	(28,130)	(13,122)	(15,739)
其他融资现金流	(16,061)	(5,930)	(12,477)	92,945	(14,049)
融资活动产生的现金流	(4,335)	22,485	5,522	28,305	(51,230)
现金变动	(14,331)	4,319	(6,486)	4,445	(6,837)
期初现金	25,197	10,864	15,101	8,615	13,060
公司自由现金流	(8,742)	(16,598)	(11,658)	(23,541)	44,678
权益自由现金流	21,791	10,233	21,644	(89,527)	8,903

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率-A股

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6	6.3	6.2	7	7.7
息税前利润率(%)	3.5	3.5	2.9	2.6	3.6
税前利润率(%)	3.2	3.4	2.5	2.1	3.3
净利率(%)	2.3	2.3	1.8	1.3	2.1
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.7	0.5	0.6	0.5
利息覆盖率(倍)	8.6	9.5	5.9	3.8	6.1
净权益负债率(%)	48.5	47.2	41.8	28.7	25.5
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
估值					
市盈率(倍)	10.4	10.1	14.6	26.6	14.7
核心业务市盈率(倍)	10.4	10.1	14.6	26.6	14.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	11.1	10.8	15.5	28.3	15.6
市净率(倍)	1.3	1.2	1.1	1.1	1
价格/现金流(倍)	4.3	4.2	4.7	6.3	3.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.6	5.3	5.9	7	5.5
周转率					
存货周转天数	32.4	32.7	34.3	37.1	31
应收帐款周转天数	9.2	9.5	9.1	9.7	8.1
应付帐款周转天数	34.7	45.9	48.8	50.1	39.6
回报率					
股息支付率(%)	41.9	41.6	39.4	40.9	41
净资产收益率(%)	12.9	12.4	7.9	4.1	7.4
资产收益率(%)	6	5.6	4.1	2.9	4.5
已运用资本收益率(%)	12.4	11.6	7.9	5.3	8.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表—H股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	2,786,045	2,880,311	2,698,017	2,161,149	2,473,291
销售成本	(2,556,982)	(2,630,456)	(2,443,010)	(1,941,414)	(2,214,860)
经营费用	(59,945)	(71,805)	(87,847)	(68,644)	(69,351)
息税折旧前利润	98,662	96,785	78,675	56,834	90,579
折旧及摊销	(70,456)	(81,265)	(88,486)	(94,257)	(98,501)
经营利润(息税前利润)	169,118	178,050	167,161	151,091	189,080
净利息收入/(费用)	(9,963)	(9,034)	(12,477)	(14,149)	(14,049)
其他收益/(损失)	1,943	7,301	(52)	1,348	3,224
税前利润	90,642	95,052	66,147	44,033	79,754
所得税	(23,846)	(24,763)	(17,233)	(11,471)	(20,778)
少数股东权益	(2,917)	(4,157)	(1,888)	(6,968)	(9,841)
净利润	63,879	66,132	47,026	25,594	49,136
核心净利润	63,879	66,132	47,026	25,594	49,136
每股收益(人民币)	1	1	0	0	0
核心每股收益(人民币)	1	1	0	0	0
每股股息(人民币)	0	0	0	0	0
收入增长(%)	11	3	(6)	(20)	14
息税前利润增长(%)	(7)	(2)	(19)	(28)	59
息税折旧前利润增长(%)	0	5	(6)	(10)	25
每股收益增长(%)	(13)	1	(31)	(46)	85
核心每股收益增长(%)	(13)	1	(31)	(46)	85

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表—H股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	10,864	15,101	8,615	13,060	6,223
应收帐款	81,395	68,466	62,984	50,514	57,818
库存	218,262	221,906	207,862	166,500	190,548
其他流动资产	54,494	67,537	63,263	50,674	57,993
流动资产总计	365,015	373,010	342,724	280,748	312,583
固定资产	757,946	830,225	903,276	946,272	983,923
无形资产	6,257	6,255	6,255	6,255	6,255
其他长期资产	128,726	173,426	179,507	183,882	188,904
长期资产总计	892,929	1,009,906	1,089,038	1,136,408	1,179,082
总资产	1,257,944	1,382,916	1,431,762	1,417,157	1,491,664
应付帐款	215,628	202,724	185,393	135,025	157,094
短期债务	115,982	163,870	275,581	235,506	265,578
其他流动负债	181,763	205,228	202,775	163,182	194,108
流动负债总计	513,373	571,822	663,749	533,712	616,780
长期借款	162,116	145,590	80,544	69,443	17,645
其他长期负债	34,419	43,878	43,878	43,878	43,878
股本	86,820	116,565	116,795	116,795	116,795
储备	424,094	452,238	472,085	484,556	517,952
股东权益	510,914	568,803	588,880	601,351	634,748
少数股东权益	37,122	52,823	54,711	168,773	178,613
总负债及权益	1,257,944	1,382,916	1,431,762	1,417,157	1,491,664
每股帐面价值(人民币)	4.38	4.88	4.98	4.97	5.24
每股有形资产(人民币)	4.33	4.83	4.93	4.92	5.19
每股净负债(现金)(人民币)	2.29	2.53	2.94	2.41	2.29

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表—H股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	90,642	95,052	66,147	44,033	79,754
折旧与摊销	70,456	81,265	88,486	94,257	98,501
净利息费用	9,963	9,034	12,477	14,149	14,049
运营资本变动	(13,000)	(12,460)	(10,811)	(34,168)	5,402
税金	(22,678)	(25,992)	(17,233)	(11,471)	(20,778)
其他经营现金流	16,960	14,028	8,040	6,640	4,764
经营活动产生的现金流	152,343	160,927	147,105	113,439	181,692
购买固定资产净值	(157,066)	(154,946)	(161,600)	(137,300)	(137,300)
投资减少/增加	(8,537)	(27,739)	2,486	0	0
其他投资现金流	3,264	3,592	0	0	0
投资活动产生的现金流	(162,339)	(179,093)	(159,114)	(137,300)	(137,300)
净增权益	0	19,406	0	107,094	0
净增债务	41,750	37,433	46,129	(51,517)	(21,442)
支付股息	(25,486)	(28,298)	(28,130)	(13,122)	(15,739)
其他融资现金流	(20,599)	(6,056)	(12,477)	(14,149)	(14,049)
融资活动产生的现金流	(4,335)	22,485	5,522	28,305	(51,230)
现金变动	(14,331)	4,319	(6,486)	4,445	(6,838)
期初现金	25,197	10,864	15,101	8,615	13,060
公司自由现金流	(8,742)	(16,598)	(11,658)	(23,540)	44,677
权益自由现金流	21,791	10,233	21,644	(89,527)	8,902

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率—H股

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.1	6.2	6.2	7	7.6
息税前利润率(%)	3.5	3.4	2.9	2.6	3.7
税前利润率(%)	3.3	3.3	2.5	2	3.2
净利率(%)	2.3	2.3	1.7	1.2	2
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
利息覆盖率(倍)	8.8	9.1	6.1	3.9	6.3
净权益负债率(%)	48.8	47.4	54	37.9	34.1
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
估值					
市盈率(倍)	8.8	8.7	12.6	23.4	12.7
核心业务市盈率(倍)	8.8	8.7	12.6	23.4	12.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	9.1	9	13.1	24.3	13.1
市净率(倍)	1.1	1	1	1	0.9
价格/现金流(倍)	3.7	3.6	3.9	5.3	3.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.9	4.8	5.4	6.5	5.1
周转率					
存货周转天数	30.1	30.5	32.1	35.2	29.4
应收帐款周转天数	9.2	9.5	8.9	9.6	8
应付帐款周转天数	25.7	26.5	26.3	27.1	21.6
回报率					
股息支付率(%)	41.7	42.3	40.2	42.6	41.9
净资产收益率(%)	13	12.2	8.1	4.3	8
资产收益率(%)	6.1	5.4	4.1	3	4.6
已运用资本收益率(%)	12.7	11.2	8.2	5.5	8.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测