

## 证券研究

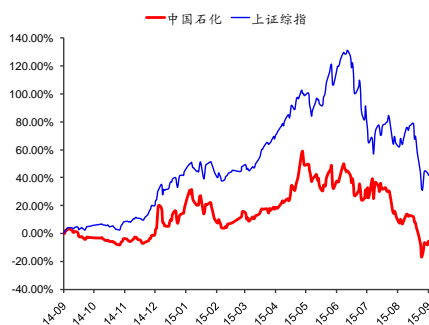
**中石化攻守兼备，迎接炼化景气周期**

## 化工新材料

2015年9月1日

**中国石化 (600028.SH)**

评级: 给予“推荐”评级

**最近 52 周走势:**

**相关研究报告:**
**报告作者:**

皮斌

执业证书编号: S0590514040001

**联系人:**

马群星 石亮

电话: 0510-82833337

Email: maqx@glsc.com.cn

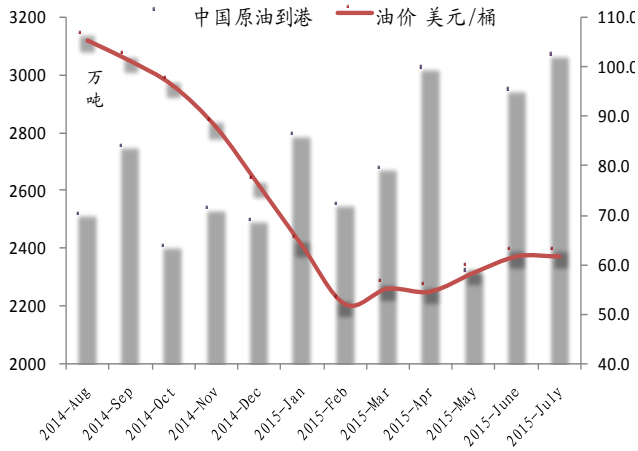
**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

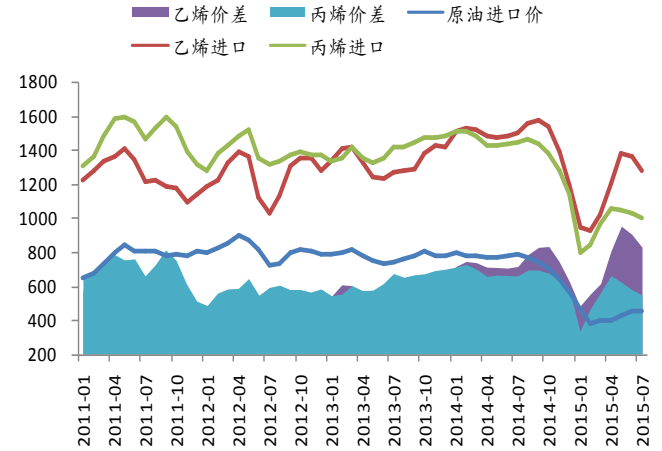
- **事件: 巴菲特大举增持美国炼油企业菲利普斯 66。**至 8 月 28 日，伯克希尔哈撒韦持有菲利普斯 66 (美股代码: PSX) 股份近 5800 万股，市值 45 亿美元，占总股本的 10.8%。从股价看，巴菲特的入股综合成本价格约每股 76 美元，消息公布后，PSX 股价从最低的 8 月 26 日 70 美元上涨至 8 月 31 日的 79 美元，上涨 10%。  
我们认为 A 股中国石化 (600028.SH) 具有类似业务结构，同样组合包括炼油、石化、管输和分销，加 30% 的上游油气业务:
- **上游油气勘探业务遭国际油价大跌拖累。**国际油价一年内从 100\$/桶以上下跌至 50\$/桶以下，跌破公司原油营业成本线约 51\$/桶。8 月 31 日原油价格三天反弹 27%，接近 49 美元，比较公司原油营业成本 51\$/桶，负面拖累程度已很小。
- **原油加工盈利改善，进入景气周期。**2015H1 公司原油加工量 1.19 亿吨，同比增长 2.7%，成品油产量同比增长 4.4%，航煤和高标号汽油产量分别+18.9%和 18.2%。炼油的吨毛利 347.8 元，同比+15.8%，利用多增产高标号汽油，增收 56 亿元。公司炼油盈利进入景气周期。
- **低油价支持石化产品盈利快速回升。**对于石油-石脑油-烯烃-衍生物产业链，80\$/桶油价有助于公司强化对煤化工和北美页岩气化工品的竞争力，年初以来石油 50\$/桶价差扩大，产品毛利快速提升，我们预计石油未来 2~3 年的低价格运行态势，有利于公司保持景气新常态。
- **营销与分销盈利稳定，亮点在于非油业务。**盈利相对稳定。今年上半年公司营销与分销实现经营收益 152 亿元，与去年基本持平。增长看点在于将加油站平台优势，拓展便利店、汽车服务、车联网、O2O、金融服务、广告等，非油业务潜力很大。
- **给予“推荐”评级。**预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.26、0.73 和 0.87 元，2016 年 6.8 倍的市盈率，目标价 8.76 元，给予“推荐”评级。

图表 1: 中国原油进口价格显著下跌



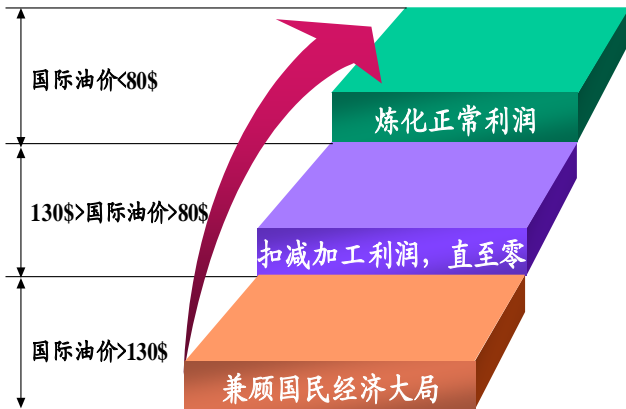
数据来源: 海关总署 国联证券研究所

图表 2: 原油和烯烃进口价差扩大



数据来源: 海关总署 国联证券研究所

图表 3: 发改委的炼化油品定价政策



数据来源: 国家发改委 国联证券研究所

图表 4: 2015 年公司炼化产品仍有增长

产品产量 千吨	2015H1	2014H1	增长
原油 (外销)	4874	4450	9.53%
汽油	34626	31583	9.63%
柴油	46714	46956	-0.52%
煤油	11410	9787	16.58%
天然气 (百万立方)	8777	8288	5.90%
基础化工料	13983	13083	6.88%
合成纤维及聚合物	45	48	-6.25%
合成纤维原料	2887	3249	-11.14%
合成树脂	5851	5501	6.36%
合成纤维	689	709	-2.82%
合成橡胶	579	615	-5.85%

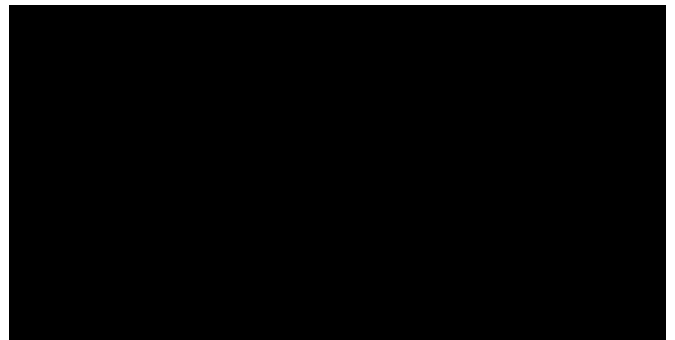
数据来源: 2015 年公司半年报 国联证券研究所

图表 5: 易捷电商平台



数据来源: 石化易捷网 国联证券研究所

图表 6: 预计公司 2016 年市盈率 PE<7



数据来源: 国联证券研究所

**财务报表预测与财务指标** 单位: 百万

利润表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>2,880,311.0</b>	<b>2,825,914.0</b>	<b>2,091,176.4</b>	<b>2,296,111.6</b>	<b>2,647,416.7</b>
YOY(%)	3.4%	-1.9%	-26.0%	9.8%	15.3%
营业成本	2,457,041.0	2,429,017.0	1,594,312.9	1,743,437.6	1,987,680.5
营业税金及附加	190,672.0	191,202.0	322,402.0	370,762.3	456,037.6
销售费用	44,359.0	46,274.0	45,234.0	48,331.0	53,432.0
占营业收入比(%)	1.5%	1.6%	2.2%	2.1%	2.0%
管理费用	73,572.0	70,500.0	69,433.0	70,256.0	70,655.0
占营业收入比(%)	2.6%	2.5%	3.3%	3.1%	2.7%
<b>EBIT</b>	<b>105,139.0</b>	<b>74,912.0</b>	<b>57,841.2</b>	<b>63,668.4</b>	<b>79,890.3</b>
财务费用	6,274.0	9,618.0	18,683.3	-45,552.6	-51,698.2
占营业收入比(%)	0.2%	0.3%	0.9%	-2.0%	-2.0%
资产减值损失	4,044.0	6,839.0	3,457.0	1,353.0	2,359.0
投资净收益	2,510.0	8,137.0	33.0	38.0	44.0
<b>营业利润</b>	<b>96,453.0</b>	<b>65,481.0</b>	<b>37,687.2</b>	<b>107,562.4</b>	<b>128,994.8</b>
营业外净收入	529.0	1,000.0	1,236.7	1,236.7	1,236.7
<b>利润总额</b>	<b>96,982.0</b>	<b>66,481.0</b>	<b>38,923.9</b>	<b>108,799.1</b>	<b>130,231.4</b>
所得税	25,605.0	17,571.0	5,833.6	16,314.2	19,528.1
所得税率(%)	26.4%	26.4%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>71,377.0</b>	<b>48,910.0</b>	<b>33,090.3</b>	<b>92,484.9</b>	<b>110,703.3</b>
占营业收入比(%)	2.5%	1.7%	1.6%	4.0%	4.2%
少数股东损益	4,198.0	1,480.0	1,466.6	4,099.2	4,906.6
<b>归属母公司净利润</b>	<b>67,179.0</b>	<b>47,430.0</b>	<b>31,623.6</b>	<b>88,385.7</b>	<b>105,796.7</b>
YOY(%)	5.8%	-29.4%	-33.3%	179.5%	19.7%
<b>EPS (元)</b>	<b>0.55</b>	<b>0.39</b>	<b>0.26</b>	<b>0.73</b>	<b>0.87</b>

**主要财务比率**

主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>					
营业收入	3.4%	-1.9%	-26.0%	9.8%	15.3%
营业利润	153480.3%	-32.1%	-42.4%	185.4%	19.9%
净利润	5.8%	-29.4%	-33.3%	179.5%	19.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	14.7%	14.0%	23.8%	24.1%	24.9%
净利率(%)	2.5%	1.7%	1.6%	4.0%	4.2%
ROE(%)	11.8%	8.0%	5.1%	13.0%	14.1%
ROA(%)	7.9%	5.3%	4.7%	4.1%	5.5%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.62	0.57	0.72	1.13	1.63
速动比率	0.17	0.20	0.44	0.74	1.29
资产负债率%	53.4%	54.2%	45.8%	52.2%	43.5%
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	215.2%	199.8%	169.1%	149.1%	183.5%
应收账款周转天数	12.3	13.5	7.8	19.0	9.6
存货周转天数	33.0	28.3	18.5	44.7	22.4
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.55	0.39	0.26	0.73	0.87
每股净资产	4.71	4.91	5.09	5.60	6.22
<b>估值比率</b>					
P/E	8.9	12.6	19.0	6.8	5.7
P/B	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8

资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
现金	(25,441.0)	(20,257.0)	115,650.5	294,280.6	481,096.1
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收款项净额	114,618.0	137,825.0	48,314.0	156,043.2	79,506.6
存货	221,906.0	188,223.0	80,969.8	213,402.1	122,209.2
其他流动资产	21,385.0	23,996.0	23,996.0	23,996.0	23,996.0
<b>流动资产总额</b>	<b>332,468.0</b>	<b>329,787.0</b>	<b>268,930.3</b>	<b>687,721.9</b>	<b>706,807.9</b>
固定资产净值	669,595.0	703,485.0	766,954.5	656,220.9	543,024.3
减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	669,595.0	703,485.0	766,954.5	656,220.9	543,024.3
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	160,630.0	177,667.0	1,457.0	0.0	0.0
固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>固定资产总额</b>	<b>830,225.0</b>	<b>881,152.0</b>	<b>768,411.5</b>	<b>656,220.9</b>	<b>543,024.3</b>
无形资产	66,518.0	84,962.0	82,899.5	80,837.0	78,774.4
长期股权投资	77,078.0	80,593.0	80,593.0	80,593.0	80,593.0
其他长期资产	31,944.0	37,538.0	36,122.2	34,706.4	33,290.6
<b>资产总额</b>	<b>1,338,233</b>	<b>1,414,032</b>	<b>1,236,957</b>	<b>1,540,079</b>	<b>1,442,490</b>
循环贷款	118,121.0	166,688.0	166,700.0	166,718.0	166,739.0
应付款项	371,246.0	396,163.0	195,505.4	432,678.8	256,148.6
预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	11,890.0	11,890.0	11,890.0	11,890.0	0.0
<b>流动负债</b>	<b>501,257.0</b>	<b>574,741.0</b>	<b>374,095.4</b>	<b>611,286.8</b>	<b>422,887.6</b>
长期借款	145,590.0	150,932.0	150,932.0	150,932.0	150,932.0
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>负债总额</b>	<b>714,973.0</b>	<b>766,937.0</b>	<b>566,291.4</b>	<b>803,482.8</b>	<b>626,973.6</b>
少数股东权益	37,227.0	52,914.0	52,612.0	54,078.6	58,177.8
股东权益	623,260.0	647,095.0	670,698.2	736,667.4	815,631.7
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,338,233</b>	<b>1,414,032</b>	<b>1,236,990</b>	<b>1,540,150</b>	<b>1,442,605</b>

**现金流量表**

现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
税后利润	71,377.0	48,910.0	33,090.3	92,484.9	110,703.3
加: 少数股东损益	4,198.0	1,480.0	1,466.6	4,099.2	4,906.6
公允价值变动	2,167.0	(4,151.0)	0.0	0.0	0.0
折旧和摊销	90,097.0	0.0	114,218.8	114,315.9	114,315.9
营运资金的变动	(11,464.0)	100,624.0	17,396.6	(47,854.8)	(57,878.1)
<b>经营活动现金流</b>	<b>150,010.0</b>	<b>149,534.0</b>	<b>164,705.7</b>	<b>158,946.1</b>	<b>167,141.2</b>
短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产投资	(178,740.0)	(132,633.0)	(405.8)	1,051.2	1,051.2
<b>投资活动现金流</b>	<b>(178,740.0)</b>	<b>(132,633.0)</b>	<b>(405.8)</b>	<b>1,051.2</b>	<b>1,051.2</b>
股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	100.0	100.0	0.0
公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	0.0	0.0	9,487.1	26,515.7	31,739.0
计入循环贷款前融资活	(8,157.0)	(8,431.0)	(28,404.4)	18,614.9	18,602.2
循环贷款的增加(减少)	39,676.0	(12,990.0)	12.0	18.0	21.0
<b>融资活动现金流</b>	<b>31,519.0</b>	<b>(21,421.0)</b>	<b>(28,392.4)</b>	<b>18,632.9</b>	<b>18,623.2</b>
<b>现金净变动额</b>	<b>2,707.0</b>	<b>(4,504.0)</b>	<b>135,907.5</b>	<b>178,630.1</b>	<b>186,815.5</b>

**无锡**

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

**上海**

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

**北京**

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

**深圳**

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

**国联证券投资评级:**

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级, 提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

**免责声明:**

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写, 本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会, 还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。