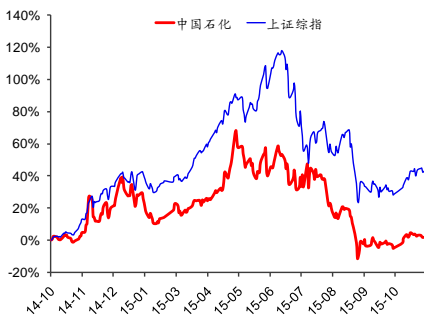


2015年10月30日

## 中国石化（600028.SH）三季报点评

维持评级：推荐

### 最近52周走势：



### 相关研究报告：

2015-9-1

A股的菲利普斯66：中石化攻守兼备，迎接炼化景气周期

### 报告作者：

分析师：石亮

执业证书编号：S0590515090001

### 联系人：

马群星 石亮

电话：0510-82833337

Email：maqx@gjisc.com.cn

### 独立性申明

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。

**2015Q3 业绩略微超预期下滑：**公司 2015 年 1~9 月实现营业收入

15368.37 亿元，同比下降 27.36%；归属于母公司股东的净利润为 258.48 亿元，同比下降 49.49%；EPS 0.21 元。其中 2015Q3 仅实现 14.21 亿净利，低于 40 亿市场预期，环比更远低于 2015Q2 的 227.42 亿。

### 点评：

➤ **上游油气勘探业务遭国际油价大跌拖累。**报告期内实现油气当量产量 350.82 百万桶，YOY-1.8%，其中原油产量下降 2.4%。勘探及开发板块经营亏损 34.44 亿元；炼油板块实现经营收益 149.05 亿元，同比增长 34.3%；营销及分销板块实现经营收益 215 亿元，同比降低 18.7%；化工板块实现经营收益 150.08 亿元，同比增加 185.24 亿元。业绩下滑主因是国际油价暴跌至低位运行，布伦特油价从 107\$/桶跌至 47\$/桶以下，而公司原油营业成本线约 51\$/桶。

➤ **原油加工盈利改善，进入景气周期。**报告期内公司原油加工量同比+1.4%，汽油+7.1%，航煤+17.2%，柴油-3.9%。受益于结构调整以及成品油定价机制的完善，炼油板块实现经营收益人民币 149.05 亿元，同比增长 34.3%。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，75\$/桶以下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，公司烯烃类石化品和石脑油价差扩大。预计未来 2~3 年低油价态势，公司石化业务保持景气新常态。

➤ **营销与分销盈利小幅下滑，亮点在于非油业务。**盈利相对稳定。较去年同期下滑，在于市场推广。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。

➤ **维持“推荐”评级。**预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.23、0.61 和 0.64 元，2016 年 8.3 倍的市盈率，目标价下调为 7.32 元，维持“推荐”评级。

**财务报表预测与财务指标** 单位: 百万

利润表						资产负债表					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		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>	现金	(25,441.0)	(20,257.0)	27,405.3	446,368.8	527,510.4
YOY(%)	3.4%	-1.9%	-26.0%	9.8%	15.3%	交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业成本	2,457,041.0	2,429,017.0	1,594,312.9	1,743,437.6	1,987,680.5	应收款项净额	114,618.0	137,825.0	66,000.2	143,908.2	93,935.8
营业税金及附加	190,672.0	191,202.0	322,402.0	370,762.3	456,037.6	存货	221,906.0	188,223.0	132,998.0	142,993.0	143,372.0
销售费用	44,359.0	46,274.0	45,234.0	48,331.0	53,432.0	其他流动资产	21,385.0	23,996.0	23,996.0	23,996.0	23,996.0
占营业收入比(%)	1.5%	1.6%	2.2%	2.1%	2.0%	<b>流动资产总额</b>	<b>332,468.0</b>	<b>329,787.0</b>	<b>250,399.5</b>	<b>757,266.0</b>	<b>788,814.3</b>
管理费用	73,572.0	70,500.0	69,433.0	70,256.0	70,655.0	固定资产净值	669,595.0	703,485.0	601,132.0	500,883.0	720,103.9
占营业收入比(%)	2.6%	2.5%	3.3%	3.1%	2.7%	减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<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>	固定资产净额	669,595.0	703,485.0	601,132.0	500,883.0	720,103.9
财务费用	6,274.0	9,618.0	22,713.3	-27,122.2	-16,396.7	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	0.2%	0.3%	1.1%	-1.2%	-0.6%	在建工程	160,630.0	177,667.0	343,367.0	495,376.0	301,093.0
资产减值损失	4,044.0	6,839.0	3,457.0	1,353.0	2,359.0	固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	2,510.0	8,137.0	33.0	38.0	44.0	<b>固定资产总额</b>	<b>830,225.0</b>	<b>881,152.0</b>	<b>944,499.0</b>	<b>996,259.0</b>	<b>1,021,196.9</b>
<b>营业利润</b>	<b>96,453.0</b>	<b>65,481.0</b>	<b>33,657.2</b>	<b>89,132.0</b>	<b>93,693.3</b>	无形资产	66,518.0	84,962.0	82,899.5	80,837.0	78,774.4
营业外净收入	529.0	1,000.0	1,236.7	1,236.7	1,236.7	长期股权投资	77,078.0	80,593.0	80,593.0	80,593.0	80,593.0
<b>利润总额</b>	<b>96,982.0</b>	<b>66,481.0</b>	<b>34,893.9</b>	<b>90,368.7</b>	<b>94,930.0</b>	其他长期资产	31,944.0	37,538.0	36,122.2	34,706.4	33,290.6
所得税	25,605.0	17,571.0	5,229.1	13,549.6	14,232.9	<b>资产总额</b>	<b>1,338,233</b>	<b>1,414,032</b>	<b>1,394,513</b>	<b>1,949,661</b>	<b>2,002,669</b>
所得税率(%)	26.4%	26.4%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	118,121.0	166,688.0	166,700.0	166,718.0	166,739.0
<b>净利润</b>	<b>71,377.0</b>	<b>48,910.0</b>	<b>29,664.7</b>	<b>76,819.1</b>	<b>80,697.1</b>	应付款项	371,246.0	396,163.0	195,505.4	432,678.8	256,148.6
占营业收入比(%)	2.5%	1.7%	1.4%	3.3%	3.0%	预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	4,198.0	1,480.0	1,314.8	3,404.8	3,576.7	其他流动负债	11,890.0	11,890.0	11,890.0	11,890.0	0.0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>67,179.0</b>	<b>47,430.0</b>	<b>28,349.9</b>	<b>73,414.3</b>	<b>77,120.4</b>	<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>
YOY(%)	5.8%	-29.4%	-40.2%	159.0%	5.0%	长期借款	145,590.0	150,932.0	310,932.0	574,132.0	746,132.0
<b>EPS (元)</b>	<b>0.55</b>	<b>0.39</b>	<b>0.23</b>	<b>0.61</b>	<b>0.64</b>	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>主要财务比率</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>负债总额</b>	<b>714,973.0</b>	<b>766,937.0</b>	<b>726,291.4</b>	<b>1,226,682.8</b>	<b>1,222,173.6</b>
<b>成长能力</b>						少数股东权益	37,227.0	52,914.0	52,612.0	53,926.8	57,331.6
营业收入	3.4%	-1.9%	-26.0%	9.8%	15.3%	股东权益	623,260.0	647,095.0	668,254.8	723,049.6	780,610.5
营业利润	153480.3%	-32.1%	-48.6%	164.8%	5.1%	<b>负债和股东权益</b>	<b>1,338,233</b>	<b>1,414,032</b>	<b>1,394,546</b>	<b>1,949,732</b>	<b>2,002,784</b>
净利润	5.8%	-29.4%	-40.2%	159.0%	5.0%						
<b>获利能力</b>						<b>现金流量表</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
毛利率(%)	14.7%	14.0%	23.8%	24.1%	24.9%	税后利润	71,377.0	48,910.0	29,664.7	76,819.1	80,697.1
净利率(%)	2.5%	1.7%	1.4%	3.3%	3.0%	加: 少数股东损益	4,198.0	1,480.0	1,314.8	3,404.8	3,576.7
ROE(%)	11.8%	8.0%	4.6%	11.0%	10.7%	公允价值变动	2,167.0	(4,151.0)	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	7.9%	5.3%	4.1%	3.3%	4.0%	折旧和摊销	90,097.0	0.0	102,374.3	102,374.3	125,265.5
<b>偿债能力</b>						营运资金的变动	(11,464.0)	100,624.0	(48,287.7)	122,834.0	(140,712.7)
流动比率	0.62	0.57	0.67	1.24	1.81	<b>经营活动现金流</b>	<b>150,010.0</b>	<b>149,534.0</b>	<b>83,751.4</b>	<b>302,027.4</b>	<b>65,249.9</b>
速动比率	0.17	0.20	0.25	0.97	1.43	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	53.4%	54.2%	52.1%	62.9%	61.0%	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>营运能力</b>						固定资产投资	(178,740.0)	(132,633.0)	(164,648.8)	(150,957.8)	(148,032.8)
总资产周转率	215.2%	199.8%	150.0%	117.8%	132.2%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(178,740.0)</b>	<b>(132,633.0)</b>	<b>(164,648.8)</b>	<b>(150,957.8)</b>	<b>(148,032.8)</b>
应收账款周转天数	12.3	13.5	7.8	19.0	9.6	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	33.0	28.3	30.4	29.9	26.3	长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	100.0	100.0	0.0
<b>每股指标 (元)</b>						公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股收益	0.55	0.39	0.23	0.61	0.64	股利分配	0.0	0.0	8,505.0	22,024.3	23,136.1
每股净资产	4.71	4.91	5.07	5.50	5.94	计入循环贷款前融资活	(8,157.0)	(8,431.0)	(31,452.3)	4,676.0	(8,096.4)
<b>估值比率</b>						循环贷款的增加(减少)	39,676.0	(12,990.0)	160,012.0	263,218.0	172,021.0
P/E	9.1	12.9	21.7	8.4	8.0	<b>融资活动现金流</b>	<b>31,519.0</b>	<b>(21,421.0)</b>	<b>128,559.7</b>	<b>267,894.0</b>	<b>163,924.6</b>
P/B	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	<b>现金净变动额</b>	<b>2,707.0</b>	<b>(4,504.0)</b>	<b>47,662.3</b>	<b>418,963.6</b>	<b>81,141.6</b>

### 无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

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%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	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。