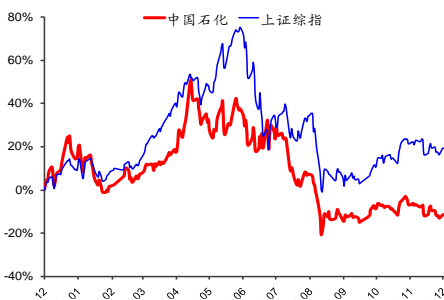


2015年12月15日

中国石化 (600028.SH)

维持评级：强烈推荐

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

2015-10-30

短期油价拖累，中长期趋好

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@glsc.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。

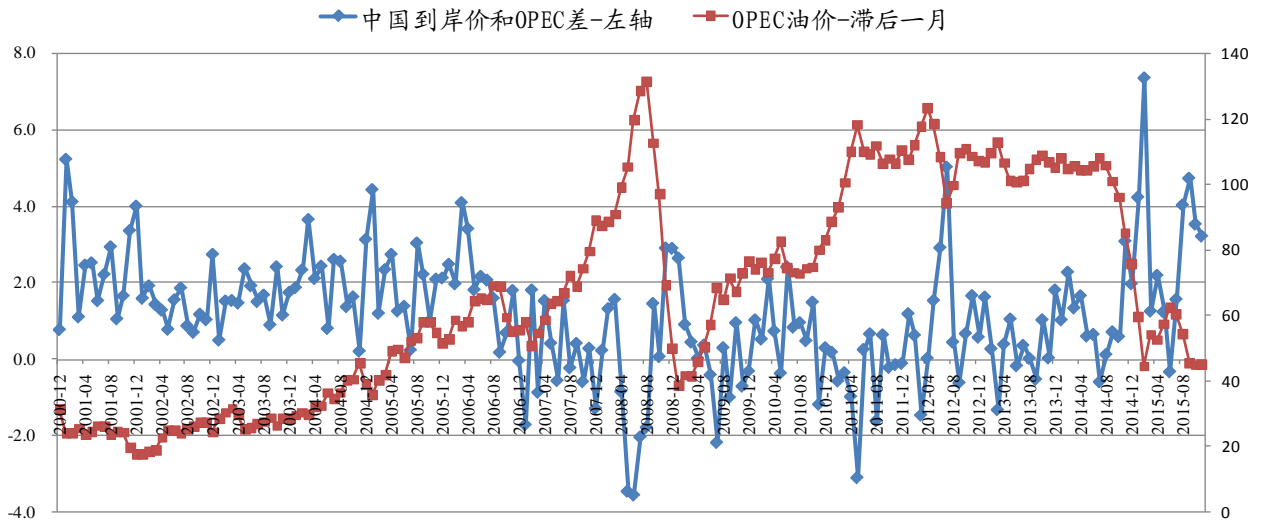
公司业绩和油价休戚相关：公司年产石油 4000 万吨及天然气 200 亿立方，油气价格对公司盈利极具敏感性。石油特别收益金起征点 65 美元以下，国际油价每桶上涨 10 美元，将给公司带来经营收益 188 亿元。最新国际油价 WTI 每桶低于 36 美元，而公司油气环节经营成本为每桶 50 美元，油价倘若一直保持该价位，拖累公司每股收益 -0.20 元。我们判断油价已进入底部区域，20 美元/桶说法并不充分，无需担忧对公司的进一步冲击。

► 期现差价割裂，显示主流供给加价销售。OPEC 主成员国沙特、委内瑞拉等售油给中国的运输周期约 30 天，比较 OPEC 一揽子每月报价和下个月中国到岸价价差，忽略油轮运费（0.3 美元/桶）影响，发现 80 美元为分界线，即高油价时中国实际采购价低于一揽子报价，而低油价期则必须溢价采购，当前已进入供给端抬高报价阶段，我们定义 40 美元/桶油价为安全低价区域，80 美元/桶为风险相对高价区域。

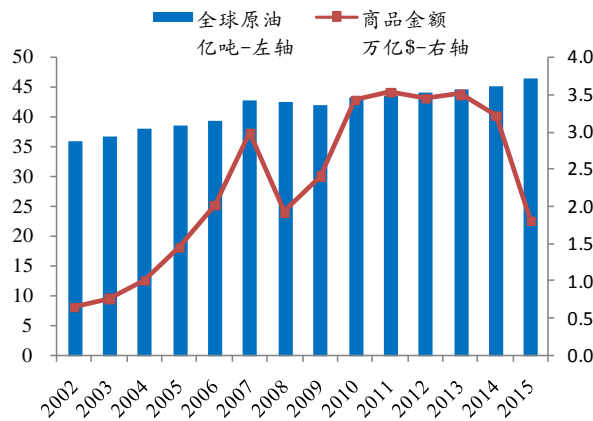
► 需求端稳健，供给端过剩仅 2%，供需随时逆转。全球石油供给总体过剩，国际能源署(IEA)预计 2015 年非 OPEC 成员国的石油供应依旧保持增长，日产较 2014 年增加 300 万桶，尤其是美国页岩油带来的高产量，平均日产量预计会达到 1270 万桶，较去年增加 80 万桶。当前全球日均供给 9600 万桶，实际超需求在 200 万桶范围内，过剩率控制在 2.0% 以内。考虑未来局部区域冲突造成某区域产量急剧收敛，过剩和供应紧张之间的逆转并不突然。

► 低油价抑制油气投资和新进入者。2015 年欧佩克石油产量并未减少，但其对勘探环节投资开支已经急剧压缩。比较 2015 年，同比减少 2/3，从 1200 亿美元直接降至 400 亿美元，而且未来三年的资本开支维持相当水平。同样项目总数也成同比例砍掉过半，从 2014 年规划 45 个项目，降低至 20 个项目。预计三年后石油接力供应面不容乐观。

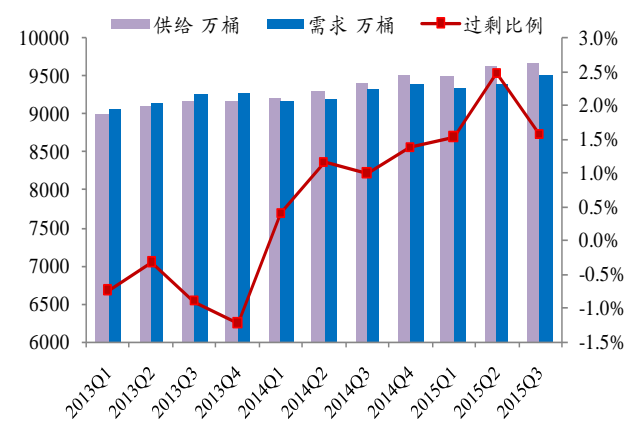
► 维持“强烈推荐”评级。预计公司 15-17 年 EPS 为 0.20、0.57 和 0.65 元。2016 年 8.7 倍的市盈率，维持目标价为 7.32 元和“强烈推荐”评级。

**图表 1: OPEC 每月一揽子和中国到岸价差进入明显溢价区域**


数据来源: OPEC 海关总署 国联证券研究所

**图表 2: 预计 2015 年全球石油需求超 46 亿吨**


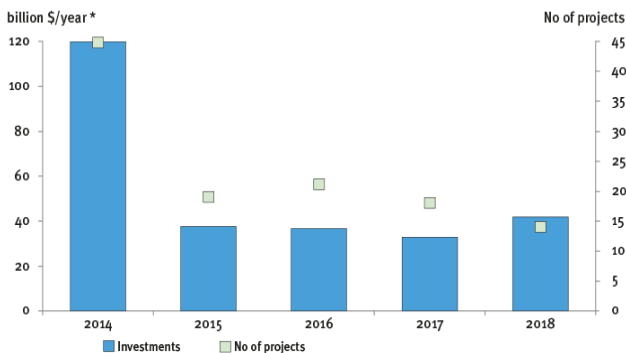
数据来源: IEA 国联证券研究所

**图表 3: 2015 年全球供给过剩率仅 2.0%**


数据来源: IEA 国联证券研究所

**图表 4: OPEC 油气开采未来资本投资急剧下降**

OPEC upstream investment plans



数据来源: OPEC 国联证券研究所

**图表 5: 公司盈利预测**

单位: 百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,825,914.0	2,091,176.4	2,296,111.64	2,647,416.7
YOY	-1.89%	-26.00%	0.10	15.30%
归属母公司净利润	47,430.0	24,125.1	68,503.66	79,177.9
EPS(元)	0.39	0.20	0.57	0.65
P/E	12.5	24.6	8.68	7.5
P/B	1.0	0.9	0.81	0.8

数据来源: 国联证券研究所

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						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)	24,348.6	2,679.5	53,363.7
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	1,590,339.6	1,739,763.8	1,992,975.3	应收款项净额	114,618.0	137,825.0	136,057.0	133,391.0	133,591.0
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	182,998.0	187,293.0	188,372.0
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>367,399.6</b>	<b>347,359.5</b>	<b>399,322.7</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	596,945.0	490,126.0	704,051.9
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>49,183.4</b>	<b>51,139.2</b>	<b>58,977.5</b>	固定资产净额	669,595.0	703,485.0	596,945.0	490,126.0	704,051.9
财务费用	6,274.0	9,618.0	18,468.4	-34,105.3	-39,840.4	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	0.2%	0.3%	0.9%	-1.5%	-1.5%	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	7,644.0	7,923.0	7,654.0	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>940,312.0</b>	<b>985,502.0</b>	<b>1,005,144.9</b>
<b>营业利润</b>	<b>96,453.0</b>	<b>65,481.0</b>	<b>28,456.4</b>	<b>83,086.9</b>	<b>96,226.2</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>29,693.0</b>	<b>84,323.6</b>	<b>97,462.9</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	4,449.0	12,642.8	14,612.8	<b>资产总额</b>	<b>1,338,233</b>	<b>1,414,032</b>	<b>1,507,326</b>	<b>1,528,998</b>	<b>1,597,126</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>25,244.0</b>	<b>71,680.7</b>	<b>82,850.0</b>	应付款项	371,246.0	396,163.0	398,312.0	368,874.0	377,928.0
占营业收入比(%)	2.5%	1.7%	1.2%	3.1%	3.1%	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	1,118.9	3,177.1	3,672.1	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>24,125.1</b>	<b>68,503.7</b>	<b>79,177.9</b>	<b>流动负债</b>	<b>501,257.0</b>	<b>574,741.0</b>	<b>576,902.0</b>	<b>547,482.0</b>	<b>544,667.0</b>
YOY(%)	5.8%	-29.4%	-49.1%	184.0%	15.6%	长期借款	145,590.0	150,932.0	150,932.0	150,932.0	150,932.0
<b>EPS (元)</b>	<b>0.55</b>	<b>0.39</b>	<b>0.20</b>	<b>0.57</b>	<b>0.65</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>769,098.0</b>	<b>739,678.0</b>	<b>748,753.0</b>
<b>成长能力</b>						少数股东权益	37,227.0	52,914.0	52,612.0	53,730.9	56,907.9
营业收入	3.4%	-1.9%	-26.0%	9.8%	15.3%	股东权益	623,260.0	647,095.0	738,261.3	789,390.9	848,487.6
营业利润	153480.3%	-32.1%	-56.5%	192.0%	15.8%	<b>负债和股东权益</b>	<b>1,338,233</b>	<b>1,414,032</b>	<b>1,507,359</b>	<b>1,529,069</b>	<b>1,597,241</b>
净利润	5.8%	-29.4%	-49.1%	184.0%	15.6%						
<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%	24.0%	24.2%	24.7%	税后利润	71,377.0	48,910.0	25,244.0	71,680.7	82,850.0
净利率(%)	2.5%	1.7%	1.2%	3.1%	3.1%	加: 少数股东损益	4,198.0	1,480.0	1,118.9	3,177.1	3,672.1
ROE(%)	11.8%	8.0%	3.5%	9.4%	10.0%	公允价值变动	2,167.0	(4,151.0)	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	7.9%	5.3%	3.3%	3.3%	3.7%	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	35,192.2	(57,417.5)	(24,151.6)
流动比率	0.62	0.57	0.64	0.63	0.72	<b>经营活动现金流</b>	<b>150,010.0</b>	<b>149,534.0</b>	<b>162,810.6</b>	<b>116,637.5</b>	<b>183,963.9</b>
速动比率	0.17	0.20	0.28	0.25	0.34	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	53.4%	54.2%	51.0%	48.4%	46.9%	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)	(91,489.0)	(150,957.8)	(148,032.8)
总资产周转率	215.2%	199.8%	138.7%	150.2%	165.8%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(178,740.0)</b>	<b>(132,633.0)</b>	<b>(91,489.0)</b>	<b>(150,957.8)</b>	<b>(148,032.8)</b>
应收账款周转天数	12.3	13.5	17.9	15.7	13.5	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	33.0	28.3	42.0	39.3	34.5	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	0.20	0.57	0.65	股利分配	0.0	0.0	7,237.5	20,551.1	23,753.4
每股净资产	4.71	4.91	5.65	6.05	6.51	计入循环贷款前融资活	(8,157.0)	(8,431.0)	(26,727.9)	12,633.3	14,732.0
<b>估值比率</b>						循环贷款的增加(减少)	39,676.0	(12,990.0)	12.0	18.0	21.0
P/E	8.8	12.5	24.6	8.7	7.5	<b>融资活动现金流</b>	<b>31,519.0</b>	<b>(21,421.0)</b>	<b>(26,715.9)</b>	<b>12,651.3</b>	<b>14,753.0</b>
P/B	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8	<b>现金净变动额</b>	<b>2,707.0</b>	<b>(4,504.0)</b>	<b>44,605.6</b>	<b>(21,669.0)</b>	<b>50,684.1</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。