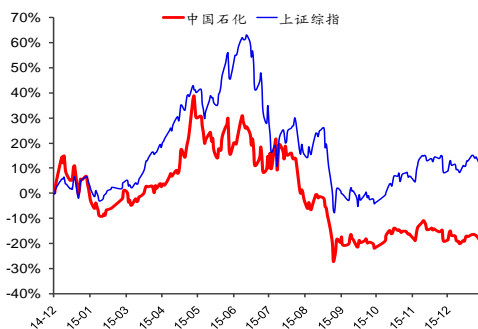


2015年12月29日

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：

2015-10-30

短期油价拖累，中长期趋好

2015-11-27

业绩拐点即至，正迈步从头越

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：0510-85613163

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。

销售公司正式成立多元化董事会，市场等待更多惊喜：根据中国证券网报道，公司旗下的中国石化销售有限公司正式组建了首届董事会和监事会，开启规范化、市场化、专业化之路，实现了董事会多元化。其中社会投资方嘉实基金，华夏基金，中国人保资产管理公司各自占据一席位。

➤ **新兴业务初见成效。**公司坚定拓展新兴业务，商业模式灵活，通过引入外部投资者和众多零售相关业务的战略合作伙伴，实施跨界融合，运用互联网思维，探索开展 O2O 业务，预计 2015 年交易额 248 亿元，同比增幅达 45%，利润同比增长 163%，保持快速增长势头。

➤ **非油业务快速发展，助力公司营销。**公司 2008 年起布局非油业务，借助自身 3 万座加油站开展便利店业务，重点发展非油业务，呈现快速增长势头，全国范围内易捷便利 2.3 万家。2013 年营业额突破 133 亿，2014 年 171 亿，2015 年 1~9 月份 192 亿。公司既定战略明确，加快非油品业务发展，实现油非互促，提高经营规模和效益，从油品销售商向综合服务商转变。我们判断非油后期即将进入收获期，实现营收和盈利比翼齐飞，给公司整个营销事业板块带来新的经济增长点。

➤ **成品油销售领域稳居主导地位。**虽然国内成品油消费低迷，1~10 月成品油表观增长仅 5.5%，2015Q4 继续回落，但公司自 2014 年 2 月油品销售业务改革重组以来，油气业务继续稳步发展，预计 2015 年油气经营总量将超过 2.1 亿吨，保持较好的盈利能力。

➤ **销售单独上市大方向不变，2016 年也许开花结果。**按照设立销售公司的既定策划方向，遵循深化国有企业改革的指导意见，综合公司和各社会股东方的期望，推进内部市场化体制机制创新，实现专业化发展，最终单独上市。一旦销售公司上市，中国石化将形成中石化股份、炼化工程、石油工程公司和销售公司四足鼎立的上市格局，也许 2016 年这一雏形就能终成成果。

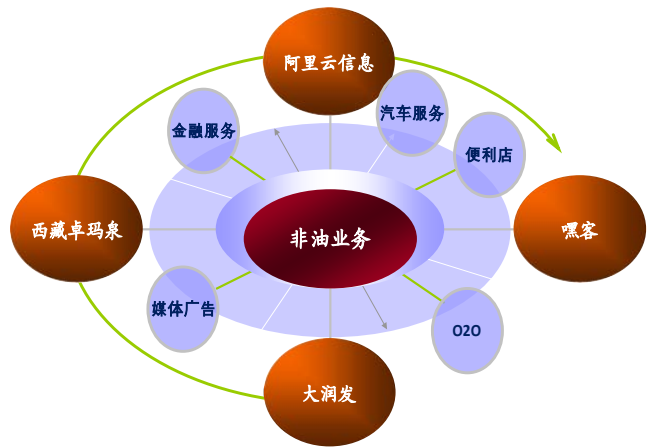
➤ **维持“强烈推荐”评级。**预计公司 15-17 年 EPS 为 0.20、0.57 和 0.65 元。2016 年 8.7 倍的市盈率，维持目标价为 7.32 元和“强烈推荐”评级。

图表 1: 公司旗下易捷试水电商业务



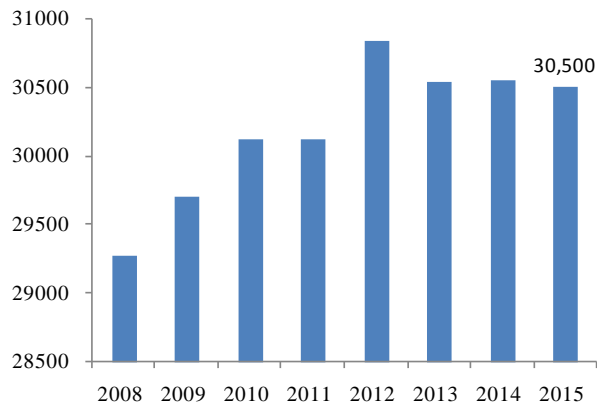
数据来源: 易捷官网 国联证券研究所

图表 2: 非油业务雏形已初步形成



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

图表 3: 公司加油站数量超 3 万座



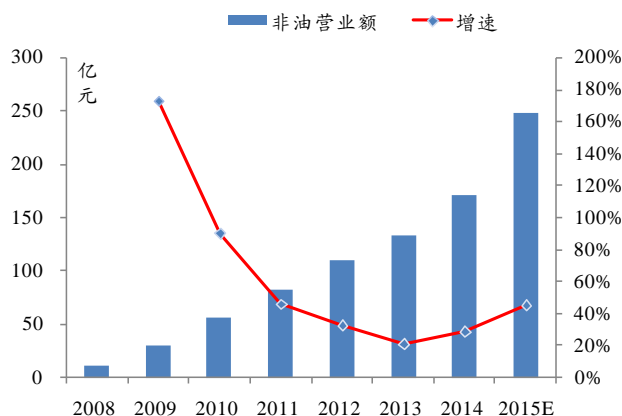
数据来源: 公司年报 国联证券研究所

图表 4: 加油站发展成为生活驿站



数据来源: 国联证券研究所

图表 5: 非油业务增速强劲



数据来源: 国联证券研究所

图表 6: 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	12.6	24.7	8.70	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

风险提示

- (1) 国际油价跌至 30 美元以下, 并长期维持低位, 将拖累公司盈利甚至亏损。
- (2) 政府继续深度管制汽柴油和天然气价格, 控制其盈利水平。

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
营业收入	2,880,311.0	2,825,914.0	2,091,176.4	2,296,111.6	2,647,416.7	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%	流动资产总额	332,468.0	329,787.0	367,399.6	347,359.5	399,322.7
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
EBIT	105,139.0	74,912.0	49,183.4	51,139.2	58,977.5	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	固定资产总额	830,225.0	881,152.0	940,312.0	985,502.0	1,005,144.9
营业利润	96,453.0	65,481.0	28,456.4	83,086.9	96,226.2	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
利润总额	96,982.0	66,481.0	29,693.0	84,323.6	97,462.9	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	资产总额	1,338,233	1,414,032	1,507,326	1,528,998	1,597,126
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
净利润	71,377.0	48,910.0	25,244.0	71,680.7	82,850.0	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
归属母公司净利润	67,179.0	47,430.0	24,125.1	68,503.7	79,177.9	流动负债	501,257.0	574,741.0	576,902.0	547,482.0	544,667.0
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
EPS (元)	0.55	0.39	0.20	0.57	0.65	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
主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	负债总额	714,973.0	766,937.0	769,098.0	739,678.0	748,753.0
成长能力						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%	负债和股东权益	1,338,233	1,414,032	1,507,359	1,529,069	1,597,241
净利润	5.8%	-29.4%	-49.1%	184.0%	15.6%						
获利能力						现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
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
偿债能力						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	经营活动现金流	150,010.0	149,534.0	162,810.6	116,637.5	183,963.9
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
营运能力						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%	投资活动现金流	(178,740.0)	(132,633.0)	(91,489.0)	(150,957.8)	(148,032.8)
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
每股指标(元)						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
估值比率						循环贷款的增加(减少)	39,676.0	(12,990.0)	12.0	18.0	21.0
P/E	8.9	12.6	24.7	8.7	7.5	融资活动现金流	31,519.0	(21,421.0)	(26,715.9)	12,651.3	14,753.0
P/B	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8	现金净变动额	2,707.0	(4,504.0)	44,605.6	(21,669.0)	50,684.1

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。