

化工材料

2016年1月27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。

成品油价 40 美元保护价助力公司 2015Q4 业绩: 上海石化公告预计 2015 年归属于母公司股东的净利润预计为 31.4 亿元到 33.4 亿元, 超预期 +5 亿元。主要超盈利来自发改委设定 40 美元地板价, 保护成品油售价机制, 不仅抵消了原油高价库存拖累, 反额外增加贡献。上海石化作为公司旗下炼厂之一, 我们判断公司也同样受益于该政策, 推动 2015 年盈利超预期 (2015 年原预测 240 亿左右)。

➢ **40 美元的地板价将给公司业绩兜底。** 下限水平定为每桶 40 美元, 即当国内成品油价格挂靠的国际市场原油价格低于每桶 40 美元时, 国内成品油价格不再下调。而当国际市场油价高于每桶 130 美元时, 汽、柴油最高零售价不提或少提。公司每年自产原油 4000 万吨, 合计约 3 亿桶, 采取 40 美元兜底制, 当前中石化静态采油经营成本高于中石油, 约 43 美元/桶, 即 2016 全年勘探部分亏损限制在 9 亿美元以内 (上限)。

➢ **2015 年 12 月至今成品汽柴油价下跌幅度显著小于国际油价跌幅。** 根据生意社最新月度统计, 柴油、汽油跌幅分别为 12.40% 和 10.97%, 远远小于其它石油基化工品, 也显著低于国际 WTI 油价跌幅 32.37%, 证明发改委的地板价 40 美元机制, 确实产生保护作用, 也显示当前低油价, 炼油盈利大幅度攀升, 并没有出现两桶油和地炼展开成品油价格战, 市场格局相对理性。

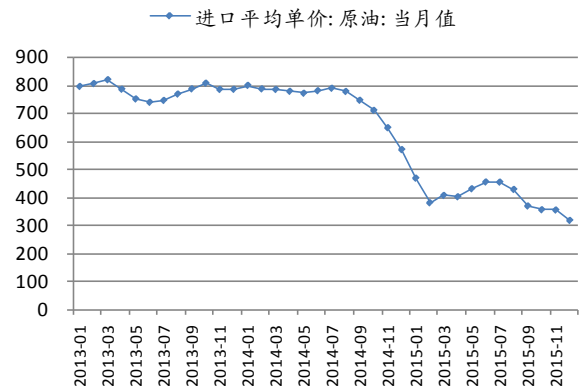
➢ **除了原油勘探开采业务受损, 公司其余事业部包括化工品、销售事业部保持正面增长。** 50\$/桶油价有助于公司化工品的竞争力, 烯烃特别是乙烯类产品毛利快速提升, 根据 PDH 丙烷脱氢和 MTP 盈利状况看, 后期丙烯有望一起发力, 对化工品板块继续维持乐观增长。预计石油未来 2~3 年的低价格运行态势重点发展的非油业务, 呈现快速增长势头, 全国范围内易捷便利 2.3 万家。2013 年营业额突破 133 亿, 2014 年 171 亿, 2015 年 1~9 月份 192 亿。

➢ **维持“强烈推荐”评级。** 预计公司 15-17 年 EPS 为 0.29、0.56 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。

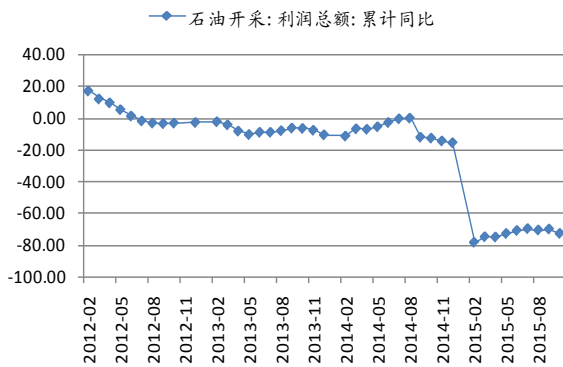
图表 1: 汽柴油价格跌幅明显小于同类 2016-1-24

商品	月初价格	月末价格	单位	月涨跌	同比涨跌
柴油	5462.65	5550.29	元/吨	1.60%	-12.40%
甲醇汽油	5050	4990	元/吨	-1.19%	-29.32%
二甲醚	2971.88	2931.25	元/吨	-1.37%	-12.82%
燃料油	2605	2550	元/吨	-2.11%	-34.78%
液化天然气	3500	3420.77	元/吨	-2.26%	-32.06%
汽油	6538.64	6364.43	元/吨	-2.66%	-10.97%
溶剂油(200#)	5816.67	5641.11	元/吨	-3.02%	-22.73%
基础油	5886	5667.86	元/吨	-3.71%	-22.22%
白油(10#)	6531.25	6231.25	元/吨	-4.59%	-26.79%
MTBE(工业级)	5200	4956.67	元/吨	-4.68%	-3.99%
船用油(180)	2590	2458	元/吨	-5.10%	-37.39%
甲醇	1826	1718	元/吨	-5.91%	-17.80%
液化气	3815	3579.71	元/吨	-6.17%	-5.53%
石脑油	4672.94	4212.94	元/吨	-9.84%	-23.15%
沥青(70#)	2606.24	2304.12	元/吨	-11.59%	-37.49%
WTI原油	41.85	36.6	美元/桶	-12.54%	-32.37%
Brent原油	44.44	36.46	美元/桶	-17.96%	-37.03%

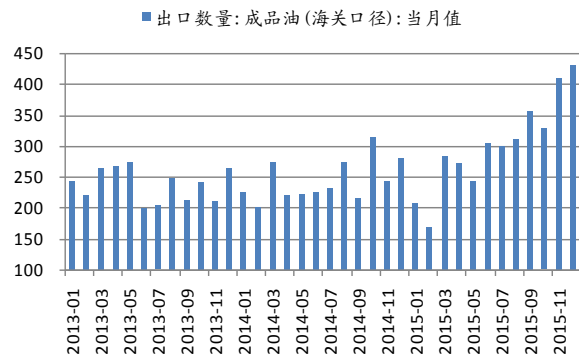
数据来源: 生意社 国联证券研究所

图表 2: 中国进口油价屡创新低


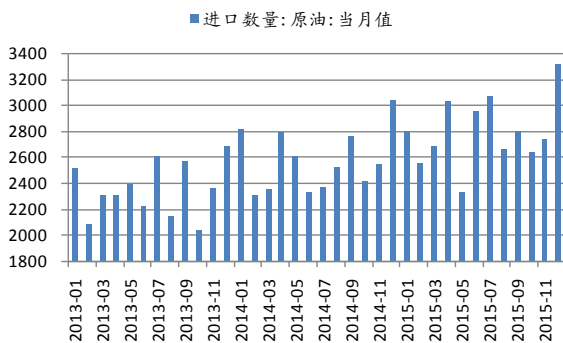
数据来源: 海关总署 国联证券研究所

图表 3: 国内石油开采利润下挫 8 成


数据来源: 国家统计局 国联证券研究所

图表 4: 成品油出口攀升, 提升国内装置利用率


数据来源: 海关总署 国联证券研究所

图表 5: 国内 2015 年 12 月原油进口量突破新高


数据来源: 海关总署 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。

图表 6: 公司 2015 年盈利上调至 350 亿

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	34,942.0	68,034.71	78,874.7
EPS(元)	0.39	0.29	0.56	0.65
P/E	10.9	14.8	7.62	6.6
P/B	0.9	0.7	0.70	0.7

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						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)	29,422.1	7,403.0	57,860.8
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	1,585,111.7	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	372,473.1	352,083.0	403,819.8
管理费用	73,572.0	70,500.0	68,433.0	70,256.0	70,655.0	固定资产净值	669,595.0	703,485.0	599,945.0	493,126.0	707,051.9
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	62,417.7	50,567.6	58,607.8	固定资产净额	669,595.0	703,485.0	599,945.0	493,126.0	707,051.9
财务费用	6,274.0	9,618.0	18,386.7	-34,099.7	-39,836.8	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	4,644.0	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	943,312.0	988,502.0	1,008,144.9
营业利润	96,453.0	65,481.0	39,766.0	83,081.3	96,222.6	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	3,243.0	665.0	867.0	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	43,009.0	83,746.3	97,089.6	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	6,446.4	12,556.2	14,556.8	资产总额	1,338,233	1,414,032	1,515,400	1,536,721	1,604,623
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	36,562.6	71,190.0	82,532.7	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%	1.7%	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	1,620.5	3,155.3	3,658.1	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	34,942.0	68,034.7	78,874.7	流动负债	501,257.0	574,741.0	576,902.0	547,482.0	544,667.0
YOY(%)	5.8%	-29.4%	-26.3%	94.7%	15.9%	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	0.29	0.56	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	54,232.5	57,387.9
营业收入	3.4%	-1.9%	-26.0%	9.8%	15.3%	股东权益	623,260.0	647,095.0	746,334.8	797,114.4	855,984.7
营业利润	153480.3%	-32.1%	-39.3%	108.9%	15.8%	负债和股东权益	1,338,233	1,414,032	1,515,433	1,536,792	1,604,738
净利润	5.8%	-29.4%	-26.3%	94.7%	15.9%						
获利能力						现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
毛利率(%)	14.7%	14.0%	24.2%	24.2%	24.7%	税后利润	71,377.0	48,910.0	36,562.6	71,190.0	82,532.7
净利率(%)	2.5%	1.7%	1.7%	3.1%	3.1%	加: 少数股东损益	4,198.0	1,480.0	1,620.5	3,155.3	3,658.1
ROE(%)	11.8%	8.0%	5.0%	9.2%	9.9%	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%	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	30,405.2	(56,926.0)	(23,833.7)
流动比率	0.62	0.57	0.65	0.64	0.73	经营活动现金流	150,010.0	149,534.0	169,342.1	116,638.4	183,964.5
速动比率	0.17	0.20	0.29	0.26	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%	50.8%	48.1%	46.7%	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)	(89,783.7)	(151,443.8)	(148,347.1)
总资产周转率	215.2%	199.8%	138.0%	149.4%	165.0%	投资活动现金流	(178,740.0)	(132,633.0)	(89,783.7)	(151,443.8)	(148,347.1)
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	42.1	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	0.29	0.56	0.65	股利分配	0.0	0.0	10,482.6	20,410.4	23,662.4
每股净资产	4.71	4.91	5.72	6.11	6.57	计入循环贷款前融资活	(8,157.0)	(8,431.0)	(29,891.3)	12,768.3	14,819.4
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	7.7	10.9	14.8	7.6	6.6	融资活动现金流	31,519.0	(21,421.0)	(29,879.3)	12,786.3	14,840.4
P/B	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7	现金净变动额	2,707.0	(4,504.0)	49,679.1	(22,019.1)	50,457.8

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。