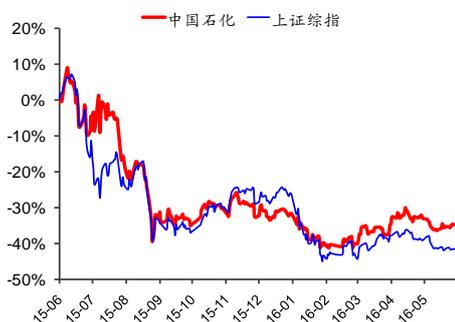


2016年6月1日

中国石化 (600028.SH 0386.HK)

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。

化工板块受乙烯价格疲弱，盈利放缓，原油开采扭亏成亮点：公司主要盈利五大板块，包括原油开采、炼油、化工、销售、工程服务等。经监测价差变化，除了化工品因乙烯价格滞涨，盈利放缓，其余板块均保持高景气度，特别是原油开采业务减亏。我们预判 2016Q2 业绩环比增长，不考虑库存升值影响，同比接近 2015Q2。

➤ **勘探及开发板块受油价回暖，减亏明显。** 2016 年 2 月布伦特原油期货从最低 27\$/桶，稳步上涨至 50\$/桶，价格有望维持。比较一季度开采板块亏损 127 亿，按照 16Q2 均价 44\$/桶，亏损预计减少至 30 亿，减亏明显。

➤ **炼油板块继续受益于油品升级加价、汽柴比提高和 S 形定价机制。** 4 月工业数据显示，石油加工、炼焦及核燃料加工工业利润 149 亿，略低于 3 月份 183 亿，远好于 1、2 月份合计 182 亿。2016 年以来，发改委严格按照成品油定价机制实现“三连涨”，我们认为半市场化已成型，未来继续深化市场化，油品升级加价、油品结构改善利润、40 美元地板价等利好因素继续，不考虑库存升值，Q2 将实现 EBIT 152 亿。

➤ **乙烯价格逆国际油价反跌，因需求疲弱价格逐步下挫，抑制化工板块盈利提升。** 进入 5 月份，受需求疲弱影响，亚洲 CFR 乙烯价格反跌，降至 1100\$/吨，主要是下游需求疲弱，而同期国际原油价格节节攀升，同期乙烯衍生化工品价格均无法覆盖原油价格上涨带来的额外成本，预测 16Q2 将实现 EBIT 60 亿。

➤ **营销及分销板块非油业务平稳增长。** 受实体经济疲弱拖累，柴油需求负增长，主要依靠折价出口来消耗过剩柴油，主力炼厂开工率环比小幅下降，增加了吨炼油成本。从地炼折价购买以增加盈利，从中石化和地炼挂牌价差缩小，经了解主要是加油站折扣取消，实际业绩没有影响。

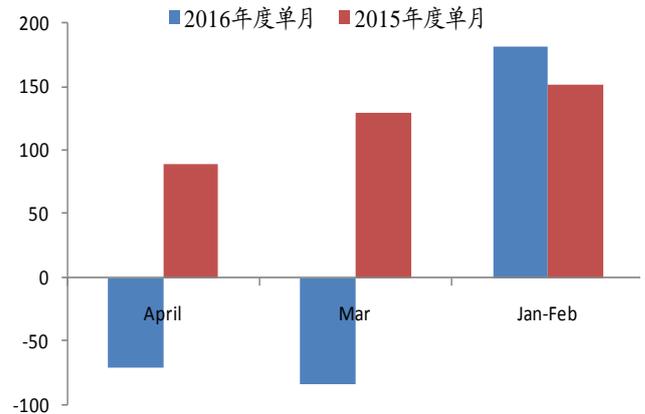
➤ **维持“强烈推荐”评级。** 预计公司 16-17 年 EPS 为 0.36 和 0.47 元。考虑非油业务增长潜力、3 万座加油站有待分拆上市等积极因素，给予 2017 年 15 倍的市盈率，目标价为 7.05 元和维持“强烈推荐”评级。

图表 1: 国际油价稳步回暖, 重返 50\$/桶



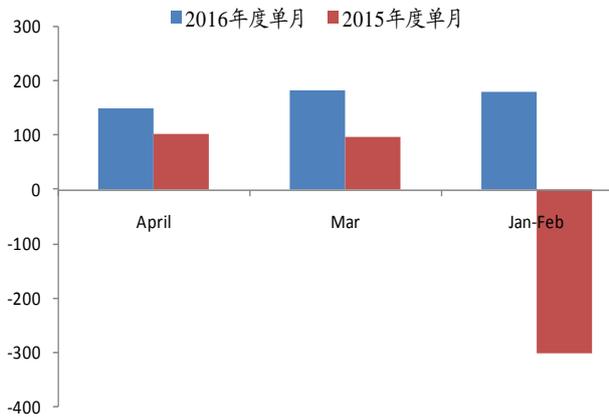
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 2: 2016 年 4 月原油开采业务减亏



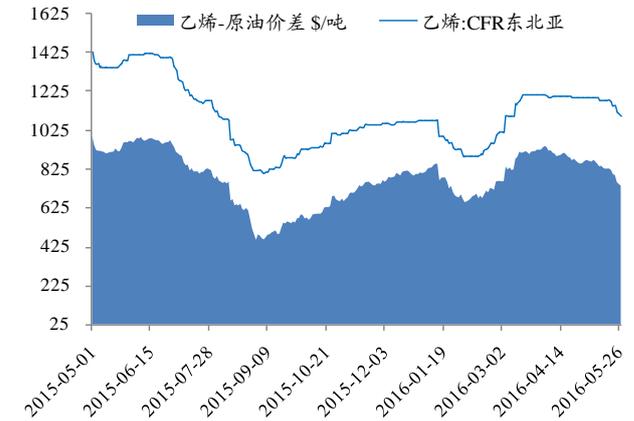
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 3: 石油加工盈利继续向好



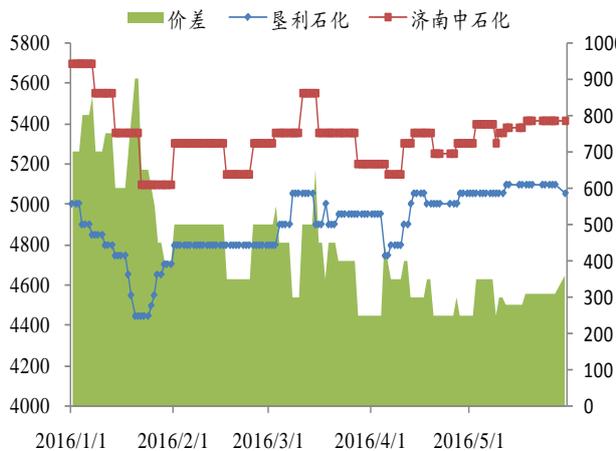
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 4: 乙烯和石脑油价差扩大



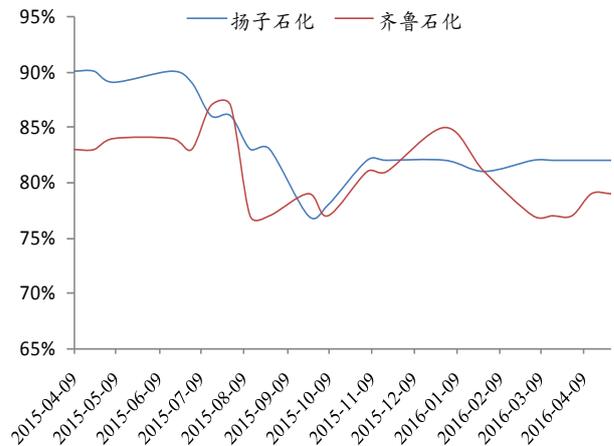
数据来源: 金银岛 国联证券研究所

图表 5: 地炼国五 92#汽油价差收敛



数据来源: 金银岛 国联证券研究所

图表 6: 华东主力炼厂开工率小幅下降



数据来源: WIND 国联证券研究所

风险提示

(1) 政府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					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,825,914.0	2,018,883.0	2,116,111.6	2,297,416.7	2,375,528.9	现金	(20,257.0)	34,109.0	1,904,500.5	2,067,675.1	2,137,976.0
YOY(%)	-1.9%	-28.6%	4.8%	8.6%	3.4%	交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业成本	2,429,017.0	1,592,771.0	1,640,621.4	1,779,119.5	1,829,632.4	应收款项净额	137,825.0	91,446.0	122,326.7	109,753.0	130,175.4
营业税金及附加	191,202.0	236,343.0	248,854.7	268,797.8	277,936.9	存货	188,223.0	145,498.0	198,248.7	174,516.4	208,832.3
销售费用	46,274.0	46,872.0	48,278.2	50,692.1	52,212.8	其他流动资产	23,996.0	26,904.0	26,904.0	26,904.0	26,904.0
占营业收入比(%)	1.6%	2.3%	2.3%	2.2%	2.2%	流动资产总额	329,787.0	297,957.0	2,251,979.9	2,378,848.5	2,503,887.7
管理费用	70,500.0	71,881.0	71,701.3	74,569.3	76,806.4	固定资产净值	703,485.0	732,577.0	617,312.5	507,138.1	677,983.9
占营业收入比(%)	2.5%	3.6%	3.4%	3.2%	3.2%	减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	74,912.0	61,254.0	83,251.1	111,615.0	113,832.4	固定资产净额	703,485.0	732,577.0	617,312.5	507,138.1	677,983.9
财务费用	9,618.0	9,017.0	19,800.8	25,742.2	27,014.3	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	0.3%	0.4%	0.9%	1.1%	1.1%	在建工程	177,667.0	152,276.0	304,285.0	453,369.0	313,076.4
资产减值损失	6,839.0	8,767.0	8,655.0	3,565.0	6,544.0	固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	8,137.0	8,573.0	0.0	0.0	0.0	固定资产总额	881,152.0	884,853.0	921,597.5	960,507.1	991,060.3
营业利润	65,481.0	52,081.0	63,200.3	84,330.9	88,382.1	无形资产	84,962.0	87,352.0	85,163.2	82,974.3	80,785.5
营业外净收入	1,000.0	3,878.0	2,350.0	2,200.0	1,200.0	长期股权投资	80,593.0	82,970.0	82,970.0	82,970.0	82,970.0
利润总额	66,481.0	55,959.0	65,550.3	86,530.9	89,582.1	其他长期资产	37,538.0	48,080.0	46,688.1	45,296.2	43,904.3
所得税	17,571.0	12,613.0	16,387.6	21,632.7	22,395.5	资产总额	1,414,032	1,401,212	3,388,399	3,550,596	3,702,608
所得税率(%)	26.4%	22.5%	25.0%	25.0%	25.0%	循环贷款	166,688.0	104,729.0	2,069,310.3	2,142,178.1	2,198,789.2
净利润	48,910.0	43,346.0	49,162.7	64,898.2	67,186.5	应付款项	396,163.0	312,978.0	286,420.6	310,852.1	339,066.2
占营业收入比(%)	1.7%	2.1%	2.3%	2.8%	2.8%	预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	1,480.0	11,139.0	5,671.0	7,486.1	7,750.0	其他流动负债	11,277.0	11,277.0	11,277.0	11,277.0	0.0
归属母公司净利润	47,430.0	32,207.0	43,491.7	57,412.1	59,436.5	流动负债	574,128.0	428,984.0	2,367,007.9	2,464,307.2	2,537,855.4
YOY(%)	-29.4%	-32.1%	35.0%	32.0%	3.5%	长期借款	150,932.0	139,746.0	139,746.0	139,746.0	139,746.0
EPS (元)	0.39	0.27	0.36	0.47	0.49	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	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	负债总额	766,937.0	615,589.0	2,553,612.9	2,650,912.2	2,735,737.4
成长能力						少数股东权益	52,914.0	52,612.0	110,253.0	115,924.0	123,410.0
营业收入	-1.9%	-28.6%	4.8%	8.6%	3.4%	股东权益	647,095.0	785,623.0	834,785.7	899,683.9	966,870.4
营业利润	104164.2%	-20.5%	21.3%	33.4%	4.8%	负债和股东权益	1,414,032	1,401,212	3,388,399	3,550,596	3,702,608
净利润	-29.4%	-32.1%	35.0%	32.0%	3.5%						
获利能力						现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
毛利率(%)	14.0%	21.1%	22.5%	22.6%	23.0%	税后利润	48,910.0	43,346.0	49,162.7	64,898.2	67,186.5
净利率(%)	1.7%	2.1%	2.3%	2.8%	2.8%	加: 少数股东损益	1,480.0	11,139.0	5,671.0	7,486.1	7,750.0
ROE(%)	8.0%	4.8%	6.1%	7.4%	7.1%	公允价值变动	(4,151.0)	735.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	5.3%	4.4%	2.5%	3.1%	3.1%	折旧和摊销	96,368.0	0.0	110,190.2	110,190.2	130,475.9
偿债能力						营运资金的变动	4,256.0	126,194.0	(85,595.5)	87,736.6	3,370.2
流动比率	0.57	0.69	0.95	0.97	0.98	经营活动现金流	149,534.0	169,540.0	73,757.5	262,825.0	201,032.7
速动比率	0.20	0.29	0.86	0.88	0.89	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	54.2%	43.9%	75.4%	74.7%	73.9%	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	(132,633.0)	(116,952.0)	(150,246.5)	(147,434.0)	(163,092.4)
总资产周转率	199.8%	144.1%	62.5%	64.7%	64.2%	投资活动现金流	(132,633.0)	(116,952.0)	(150,246.5)	(147,434.0)	(163,092.4)
应收账款周转天数	13.5	12.1	19.5	13.1	18.4	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	28.3	33.3	44.1	35.8	41.7	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	0.39	0.27	0.36	0.47	0.49	股利分配	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股净资产	4.91	5.58	5.94	6.41	6.90	计入循环贷款前融资活	(8,431.0)	(5,295.0)	(17,700.8)	(25,084.2)	(24,250.3)
估值比率						循环贷款的增加(减少)	(12,990)	14,605	1,964,581	72,868	56,611
P/E	12.1	17.9	13.2	10.0	9.7	融资活动现金流	(21,421)	9,310	1,946,881	47,784	32,361
P/B	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	现金净变动额	(4,504)	62,191	1,870,391	163,175	70,301

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。