

中国石化 (600028) \ 化工

——炼油化工短期承压，油价上行助上游显著减亏

事件：

中国石化发布2016年年报，公司2016年全年实现营业收入1.93万亿，同比下滑4.4%，录得上市公司股东净利润464.16亿元，同比增长43.8%。2016年Q4，公司实现营业收入5669.66亿元，同比增长17.62%，实现归属母公司股东净利润172.50亿元，同比增长171.27%。

投资要点：

➤ 投资收益、长期资产减值大幅增长，扣非净利低于预期

公司扣非净利为297.13亿元，同比仅微增2.8%。由于公司引入战略投资者，公司丧失对川气东输管道公司的控制权，因此录得丧失控制及重新计算管道公司权益投资收益205亿元人民币；同时由于2016年国际原油均价大幅下滑、关停部分炼油、化工装置，公司计提长期资产减值损失164.25亿元，其中油气资产减值损失同比大幅增加67亿元。

➤ 炼油、营销、化工板块助长业绩，但或短期承压

炼油板块2016年录得经营收益562.65亿元，同比上涨168%，除却油价Q2、Q4上行通道所带来的库存收益外，Q1的地板价保护亦有利于减少油价下行时所带来的收益减少。地炼原油的大幅进口，致国内市场成品油充盈，地炼成品油外采价低，助力营销及分销板块收益增长11%，至321亿元。2016年下半年以来化工品一路走高助力化工板块业绩增5.9%，经营收益为206亿元。

近期成品油呈现出季节性的需求疲弱，市场中成品油充足情况下，中石化炼厂成品油出厂价有所下滑，与地炼成品油出厂价的价差有所收窄。伴随成品油需求旺季的到来，以及中石化华北销售公司的统一外采，炼油板块业绩或有所改善。目前化工品自年初高点以来不断回调，我们认为化工板块收益或受压制，将短期承压。

投资建议：

强烈推荐

当前价格：

5.69 元

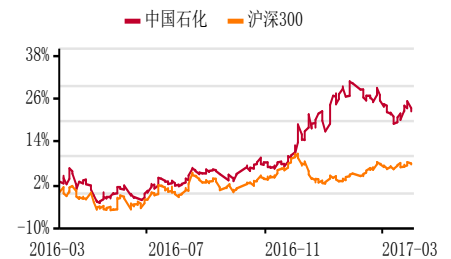
目标价格：

元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	95,558/95,558
流通 A 股市值 (百万元)	543,724
每股净资产 (元)	5.88
资产负债率 (%)	44.45
一年内最高/最低 (元)	6.09/4.38

一年内股价相对走势



马群星 分析师

执业证书编号：S0590516080001

电话：0510-85613163

邮箱：maq@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,018,883.00	1,930,911.00	2,031,315.81	2,135,594.57	2,245,277.18
增长率 (%)	-28.56%	-4.36%	5.20%	5.13%	5.14%
EBITDA (百万元)	157,622.00	194,105.00	216,851.35	234,634.33	248,916.06
净利润 (百万元)	32,207.00	46,416.00	48,020.02	53,284.91	56,665.73
增长率 (%)	-32.10%	44.12%	3.46%	10.96%	6.34%
EPS (元/股)	0.27	0.38	0.40	0.44	0.47
市盈率 (P/E)	21.39	14.84	14.35	12.93	12.16
市净率 (P/B)	1.02	0.97	0.91	0.85	0.79
EV/EBITDA	6.56	4.90	5.16	4.40	4.42

数据来源：公司公告，国联证券研究所

➤ 油价下滑致勘探及开采板块亏幅扩大，未来中枢上移助减亏

2016年中石化原油产量303.5百万桶，同比下滑13.2%，同时普氏布伦特原油均价43.69美元/桶，同比下滑16.7%，上游板块经营收益亏幅扩大致366亿元，去年同期亏损174亿元，严重拖累业绩。我们认为完全成本50美元/桶以上北美页岩油投资并未真正打开，伴随低油价时期资本支出的减少将带来油田产量综合递减，全球供需将渐入平衡，油价中枢未来或上移至50~55美元/桶，这将助力上游板块减亏明显。同时油价的回暖将助力公司原油产量下滑的幅度减少，并促进上游资本支出的增长，未来公司原油产量大幅下滑的可能性较小。

➤ 预计公司2017~2018年EPS分别为0.40、0.44和0.47元/股，对应当前股价PE分别为14.35X、12.93X和12.16X，维持“强烈推荐”评级。

➤ 风险提示

国际原油价格剧烈波动的风险；勘探及开发板块因原油储采比下滑而造成的开采成本大幅增长的风险

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	34,109.00	87,546.00	203,131.5	213,559.4	224,527.7	营业收入	2,018,883	1,930,911	2,031,315	2,135,594	2,245,277
应收账款+票据	88,527.00	89,082.00	96,000.00	102,529.0	101,080.0	营业成本	1,592,771	1,492,165	1,590,024	1,673,529	1,765,756
预付账款	2,919.00	3,749.00	3,564.00	3,769.00	3,821.00	营业税金及附加	236,343.0	232,006.0	206,435.9	217,033.4	228,180.1
存货	145,498.0	156,511.0	148,556.3	172,532.6	166,251.2	营业费用	46,872.00	49,550.00	50,180.00	51,435.00	53,178.00
其他	26,904.00	20,422.00	20,422.00	20,422.00	20,422.00	管理费用	71,881.00	74,155.00	74,231.00	74,791.00	75,212.00
流动资产合计	297,957.0	357,310.0	471,673.9	512,812.0	516,102.0	财务费用	9,017.00	6,611.00	9,734.19	9,528.76	8,202.58
长期股权投资	82,970.00	116,812.0	116,917.0	117,032.0	117,147.0	资产减值损失	8,767.00	17,076.00	8,196.00	7,827.00	7,552.00
固定资产	732,577.0	690,594.0	692,770.8	692,337.7	694,596.0	公允价值变动	735.00	-216.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	152,276.0	129,581.0	135,645.0	147,923.0	164,214.0	投资净收益	0.00	0.00	105.00	115.00	115.00
无形资产	81,081.00	85,023.00	82,403.00	79,783.00	77,163.00	其他	-10,459.00	-11,035.00	-11,035.00	-11,035.00	-11,035.00
其他非流动资产	54,351.00	57,124.00	76,719.67	103,598.3	134,283.0	营业利润	43,508.00	48,097.00	81,584.69	90,530.10	96,276.48
非流动资产合计	1,103,255	1,079,134	1,104,455	1,140,674	1,187,403	营业外净收益	12,451.00	31,780.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1,401,212	1,436,444	1,576,129	1,653,486	1,703,505	利润总额	55,959.00	79,877.00	81,584.69	90,530.10	96,276.48
短期借款	104,729.0	36,374.00	192,495.1	90,250.39	144,251.9	所得税	12,613.00	20,707.00	20,369.92	22,603.78	24,040.37
应付账款+票据	134,012.0	180,129.0	129,644.4	196,397.7	147,612.3	净利润	43,346.00	59,170.00	61,214.77	67,926.33	72,236.11
其他	190,243.0	214,536.0	187,370.1	232,291.8	204,858.6	少数股东损益	11,139.00	12,754.00	13,194.75	14,641.41	15,570.38
流动负债合计	428,984.0	431,039.0	509,509.7	518,940.0	496,722.8	归属于母公司	32,207.00	46,416.00	48,020.02	53,284.91	56,665.73
长期带息负债	139,746.0	117,446.0	117,446.0	117,446.0	117,446.0						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	46,859.00	55,434.00	55,434.00	55,434.00	55,434.00						
非流动负债合计	186,605.0	172,880.0	172,880.0	172,880.0	172,880.0						
负债合计	615,589.0	603,919.0	682,389.7	691,820.0	669,602.8						
少数股东权益	110,253.0	120,293.0	133,487.7	148,129.1	163,699.5						
股本	121,071.0	121,071.0	121,071.0	121,071.0	121,071.0						
资本公积	119,408.0	119,525.0	119,525.0	119,525.0	119,525.0						
留存收益	434,891.0	471,636.0	519,656.0	572,940.9	629,606.6						
股东权益合计	785,623.0	832,525.0	893,739.7	961,666.0	1,033,902						
负债和股东权益	1,401,212	1,436,444	1,576,129	1,653,486	1,703,505						

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	34,807.00	30,135.00	61,109.77	67,811.33	72,121.11
折旧摊销	96,368.00	108,425.00	126,340.47	135,383.47	145,245.00
财务费用	10,692.00	4,336.00	8,926.19	8,720.76	7,394.58
存货减少	39,072.00	-11,364.00	7,954.64	-23,976.24	6,281.31
营运资金变动	-28,644.00	59,302.00	-84,383.45	104,941.09	-74,821.70
其它	17,245.00	24,517.00	8,196.00	7,827.00	7,552.00
经营活动现金流	169,540.00	215,351.00	128,143.62	300,707.40	163,772.30
资本支出	102,657.00	72,847.00	135,645.00	147,923.00	164,214.00
长期投资	27,339.00	34,268.00	21,235.00	28,196.00	31,323.00
其他	13,044.00	40,898.00	-2,873.00	-3,195.00	-3,874.00
投资活动现金流	-116,952.00	-66,217.00	-159,753.00	-179,314.00	-199,411.00
债权融资	-62,596.00	-62,994.00	156,121.16	-102,244.76	54,001.54
股权融资	105,477.00	343.00	0.00	0.00	0.00
其他	-33,571.00	-30,396.00	-8,926.19	-8,720.76	-7,394.58
筹资活动现金流	9,310.00	-93,047.00	147,194.96	-110,965.53	46,606.96
现金净增加额	62,191.00	56,343.00	87,546.00	203,131.58	213,559.46

主要财务比					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-28.56%	-4.36%	5.20%	5.13%	5.14%
EBIT	-18.23%	39.88%	5.64%	9.66%	4.45%
EBITDA	-4.48%	23.15%	11.72%	8.20%	6.09%
归属于母公司	-29.40%	44.12%	3.46%	10.96%	6.34%
获利能力					
毛利率	21.11%	22.72%	21.72%	21.64%	21.36%
净利率	2.15%	3.06%	3.01%	3.18%	3.22%
ROE	4.77%	6.52%	6.32%	6.55%	6.51%
ROIC	4.53%	6.18%	6.97%	6.25%	6.73%
偿债能力					
资产负债率	43.93%	42.04%	43.30%	41.84%	39.31%
流动比率	0.69	0.83	0.93	0.99	1.04
速动比率	0.29	0.42	0.59	0.62	0.66
营运能力					
应收账款周转	30.10	30.41	29.23	28.32	28.12
存货周转率	10.95	9.53	10.70	9.70	10.62
总资产周转率	1.44	1.34	1.29	1.29	1.32
每股指标(元)					
每股收益	0.27	0.38	0.40	0.44	0.47
每股经营现金	1.40	1.78	1.06	2.48	1.35
每股净资产	5.58	5.88	6.28	6.72	7.19
估值比率					
市盈率	21.39	14.84	14.35	12.93	12.16
市净率	1.02	0.97	0.91	0.85	0.79
EV/EBITDA	6.56	4.90	5.16	4.40	4.42
EV/EBIT	16.87	11.11	12.37	10.39	10.61

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

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

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 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

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

