

中国石化 (600028) \ 化工

——油价中枢向上，拆分上市助资产重估

事件：

公司发布2017年一季报，2017Q1公司共实现营业收入5821.85亿元人民币，同比增长40.6%，公司录得归属于上市公司股东的净利润166.33亿元，同比增长168.7%。同时公司董事会同意销售公司整体变更为中国石化销售股份有限公司后在境外上市，此次拟发行的境外上市外资股股数占发行后总股本的10%。

投资要点：

➤ 各版块业表现良好，助力业绩大幅增长

一季度WTI原油均价51.78美元/桶，较去年同期增长18美元/桶。炼油板块经营亏损57.64亿元，同比减亏67.62亿元。一季度油价相对平稳，炼油板块经营收益167.54亿元，同比增长24.6%。营销分销板块经营收益91.61亿元，同比增19.1%。化工板块，一季度化工品均价高位维持，该部门产品量价齐升，经营业绩85.09亿元，同比增长87.0%。

➤ 化工品短期承压，油价未来趋势向上

化工品价格高位有所回调，目前有企稳迹象，短期或承压。二季度为原油需求淡季，价格呈现震荡走势，6月份后原油将进入需求旺季，OPEC减产有望持续，油田化学品数据显示美页岩油勘探投资尚未打开，原油价格中枢向上，有助上游板块减亏。

➤ 销售公司拆分上市，油改预期强烈

混改为引入社会资本、破除垄断的重要措施，符合油气改革大方针。销售公司境外上市已渐行渐近，此举有利于公司自身的资产重估。

➤ 预计公司2017~2019年EPS分别为0.40、0.44和0.47元/股，对应当前股价PE分别为14.57X、13.13X和12.35X，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；开采成本大幅增长的風險

投资建议：**强烈推荐**
 上次建议：**强烈推荐**
 当前价格：5.78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)	552,324
每股净资产 (元)	5.88
资产负债率 (%)	44.45
一年内最高/最低 (元)	6.09/4.44

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

张志扬联系人

电话：0510-85611779

邮箱：zhangzhy@glsc.com.cn

相关报告

1、《中国石化 (600028) 年报点评：炼化化工短期承压，油价上行助上游显著减亏》2017.03.30

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)	21.73	15.08	14.57	13.13	12.35
市净率 (P/B)	1.04	0.98	0.92	0.86	0.80
EV/EBITDA	6.62	4.96	5.21	4.44	4.46

数据来源：公司公告，国联证券研究所

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	108,425.0	126,340.4	135,383.4	145,245.0
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	169,540.0	215,351.0	128,143.6	300,707.4	163,772.3
资本支出	102,657.0	72,847.00	135,645.0	147,923.0	164,214.0
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	203,131.5	213,559.4

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	21.73	15.08	14.57	13.13	12.35
市净率	1.04	0.98	0.92	0.86	0.80
EV/EBITDA	6.62	4.96	5.21	4.44	4.46
EV/EBIT	17.05	11.23	12.49	10.50	10.72

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

