

# 中国石化 (600028) \ 化工

## ——油价回暖助上游减亏，化工板块仍或景气

投资建议: **强烈推荐**  
 上次建议: **强烈推荐**  
 当前价格: 6.06元  
 目标价格: 元

### 事件:

公司发布2017年半年报: 2017上半年公司实现营收1.17万亿元, 同比增长32.6%; 归母净利、扣非归母净利分别录得270.92和260.99亿元, 分别同比增加40.7%和42.7%。

### 投资要点:

#### ➤ 油价回升助力勘探与生产经营收益减亏

公司上半年油气当量产量2.21亿桶, 同比增加1.1%; 原油产量1.46亿桶, 同比下滑5.3%, 天然气产量4521.2亿立方英尺, 同比上涨16.3%。受益于国际原油价格的上涨, 上半年公司原油销售均价大幅上涨50.5%, 但同时折耗、资产减值增加, 该板块较去年同期减亏36亿元。

美国飓风哈维对墨西哥湾、Eagle Ford油田基础设施影响有限, 现停产油田逐步恢复供应; 目前休斯顿地区仍有8座炼厂停产, 5座炼厂降负运行, 影响产能共计270万桶/天, 占全美产能的15%左右, 尚未有证据表明该地区炼油设置严重受损, 预计短期美原油库存承压、出口增多。伴随后期进入需求旺季, OPEC减产延续、沙特减少出口以及库存的下滑, 下半年WTI原油价格仍或站致50~55美元/桶。

#### ➤ 地板价保护、库存收益减少, H1炼油业绩下滑

炼油事业部上半年录得经营收益293.93亿元, 同比下滑9.8%。公司上半年原油加工量1.11亿吨, 同比增长1.7%, 经营收益较去年同期下滑, 主因炼油部门地板价以及油价上行通道中所带来的库存收益相对减少; Q2单季收益环比减少约42亿元, 主因库存收益降低。

#### ➤ 化工景气较Q1回落, 低油价背景下盈利能力仍可期

化工事业部上半年经营收益121.57亿元, 较去年同期增加25.6%; Q2经营收益约为36.49亿元, 较Q1下滑48亿元之多, 主因Q1多数化工产品处于景气周期, 价格高位。

### 基本数据

总股本/流通股(百万股)	95,558/95,558
流通A股市值(百万元)	579,080
每股净资产(元)	5.94
资产负债率(%)	43.14
一年内最高/最低(元)	6.24/4.61

### 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: maqx@glsc.com.cn

### 相关报告

- 《中国石化 (600028) \ 化工行业》  
《油价中枢向上, 拆分上市助资产重估》
- 《中国石化 (600028) \ 化工行业》  
《炼油化工短期承压, 油价上行助上游显著减亏》

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	2,331,674.00	2,455,428.20	2,583,613.61
增长率(%)	-28.56%	-4.36%	20.76%	5.31%	5.22%
EBITDA(百万元)	157,622.00	194,105.00	215,983.47	232,778.37	246,889.93
净利润(百万元)	32,207.00	46,416.00	47,897.48	53,026.66	57,042.85
增长率(%)	-32.10%	44.12%	3.19%	10.71%	7.57%
EPS(元/股)	0.27	0.38	0.40	0.44	0.47
市盈率(P/E)	22.59	15.68	15.19	13.72	12.76
市净率(P/B)	1.08	1.02	0.96	0.89	0.84
EV/EBITDA	6.80	5.10	5.29	4.52	4.33

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

飓风哈维造成的炼厂停产致部分化工装置关停，为保成品油供应，化工装置重启或延后，短期乙烯、丙烯等产品价格或上扬。中长期看，美页岩油增产及原油库存高企压制下，国际油价难以大幅快速上涨，而据我们测算低油价背景下化工品盈利能力较高油价背景下改善，利好公司化工事业部。

➤ **国内成品油经销竞争激烈，油气改为或助国内市场再平衡**

营销和分销事业部上半年录得经营利润165.66亿元，同比增加5%。进口原油使用权的开放致地炼大批成品油流入市场，目前国内成品油分销市场竞争激烈，中石化汽油经销价与国际市场倒挂。伴随油气改革的推进，成品油出口权的进一步开放，国内成品油经销市场再平衡，预计汽油分销市场竞争将有所缓解。

➤ 预计公司2017~2019年归母净利分别为478.97、530.27和570.43亿元，EPS分别为0.40、0.44和0.47元/股，对应当前股价PE分别为15.19X、13.72X和12.76X，维持“强烈推荐”评级。

➤ **风险提示**

国际原油价格大幅波动的风险。

**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	233,167.4	245,542.8	258,361.3	营业收入	2,018,883	1,930,911	2,331,674	2,455,428	2,583,613
应收账款+票据	88,527.00	89,082.00	96,000.00	103,529.0	105,080.0	营业成本	1,592,771	1,492,165	1,888,204	2,002,727	2,125,943
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	236,343.0	232,006.0	233,128.0	234,621.0	234,213.0
存货	145,498.0	156,511.0	205,766.1	178,483.8	229,406.8	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
<b>流动资产合计</b>	<b>297,957.0</b>	<b>357,310.0</b>	<b>558,919.5</b>	<b>551,746.6</b>	<b>617,091.2</b>	财务费用	9,017.00	6,611.00	9,039.59	8,073.42	5,497.12
长期股权投资	82,970.00	116,812.0	116,812.0	116,812.0	116,812.0	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	0.00	0.00	0.00
无形资产	81,081.00	85,023.00	82,403.00	79,783.00	77,163.00	其他	-	-	-	-	-
其他非流动资产	54,351.00	57,124.00	55,484.67	54,167.33	53,529.00	<b>营业利润</b>	<b>43,508.00</b>	<b>48,097.00</b>	<b>57,660.41</b>	<b>64,918.48</b>	<b>70,982.81</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,103,255</b>	<b>1,079,134</b>	<b>1,083,115</b>	<b>1,091,023</b>	<b>1,106,314</b>	营业外净收益	12,451.00	31,780.00	23,751.00	25,211.00	25,973.00
<b>资产总计</b>	<b>1,401,212</b>	<b>1,436,444</b>	<b>1,642,035</b>	<b>1,642,769</b>	<b>1,723,405</b>	<b>利润总额</b>	<b>55,959.00</b>	<b>79,877.00</b>	<b>81,411.41</b>	<b>90,129.48</b>	<b>96,955.81</b>
短期借款	104,729.0	36,374.00	176,641.6	72,431.67	74,736.48	所得税	12,613.00	20,707.00	20,352.85	22,532.37	24,238.95
应付账款+票据	134,012.0	180,129.0	187,736.7	202,440.7	211,742.1	<b>净利润</b>	<b>43,346.00</b>	<b>59,170.00</b>	<b>61,058.56</b>	<b>67,597.11</b>	<b>72,716.85</b>
其他	190,243.0	214,536.0	211,193.0	233,836.5	230,149.1	少数股东损益	11,139.00	12,754.00	13,161.08	14,570.45	15,674.00
<b>流动负债合计</b>	<b>428,984.0</b>	<b>431,039.0</b>	<b>575,571.5</b>	<b>508,709.0</b>	<b>516,627.7</b>	<b>归属于母公司</b>	<b>32,207.00</b>	<b>46,416.00</b>	<b>47,897.48</b>	<b>53,026.66</b>	<b>57,042.85</b>
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						
<b>非流动负债合计</b>	<b>186,605.0</b>	<b>172,880.0</b>	<b>172,880.0</b>	<b>172,880.0</b>	<b>172,880.0</b>						
<b>负债合计</b>	<b>615,589.0</b>	<b>603,919.0</b>	<b>748,451.5</b>	<b>681,589.0</b>	<b>689,507.7</b>						
少数股东权益	110,253.0	120,293.0	133,454.0	148,024.5	163,698.5						
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	519,533.4	572,560.1	629,602.9						
<b>股东权益合计</b>	<b>785,623.0</b>	<b>832,525.0</b>	<b>893,583.5</b>	<b>961,180.6</b>	<b>1,033,897</b>						
<b>负债和股东权</b>	<b>1,401,212</b>	<b>1,436,444</b>	<b>1,642,035</b>	<b>1,642,769</b>	<b>1,723,405</b>						

  

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	34,807.00	30,135.00	43,245.31	48,688.86	53,237.10
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	8,231.59	7,265.42	4,689.12
存货减少	39,072.00	-	-	27,282.35	-
营运资金变动	-	59,302.00	-2,468.13	29,613.50	4,010.94
其它	17,245.00	24,517.00	8,196.00	7,827.00	7,552.00
<b>经营活动现金</b>	<b>169,540.0</b>	<b>215,351.0</b>	<b>134,290.0</b>	<b>256,060.6</b>	<b>163,811.1</b>
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	0.00	0.00	0.00
其他	13,044.00	40,898.00	14,940.25	15,713.25	15,605.75
<b>投资活动现金</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
债权融资	-	-	140,267.6	-	2,304.81
股权融资	105,477.0	343.00	0.00	0.00	0.00
其他	-	-	-8,231.59	-7,265.42	-4,689.12
<b>筹资活动现金</b>	<b>9,310.00</b>	<b>-</b>	<b>132,036.1</b>	<b>-</b>	<b>-2,384.31</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>62,191.00</b>	<b>56,343.00</b>	<b>145,621.4</b>	<b>12,375.42</b>	<b>12,818.54</b>

  

主要财务比					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-28.56%	-4.36%	20.76%	5.31%	5.22%
EBIT	-18.23%	39.88%	4.63%	8.65%	4.36%
EBITDA	-4.48%	23.15%	11.27%	7.78%	6.06%
归属于母公司	-29.40%	44.12%	3.19%	10.71%	7.57%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.11%	22.72%	19.02%	18.44%	17.71%
净利率	2.15%	3.06%	2.62%	2.75%	2.81%
ROE	4.77%	6.52%	6.30%	6.52%	6.56%
ROIC	4.53%	6.18%	5.07%	4.61%	4.99%
<b>偿债能力</b>					
资产负债	43.93%	42.04%	45.58%	41.49%	40.01%
流动比率	0.69	0.83	0.97	1.08	1.19
速动比率	0.29	0.42	0.58	0.69	0.71
<b>营运能力</b>					
应收账款周转	30.10	30.41	33.56	32.13	30.82
存货周转率	10.95	9.53	9.18	11.22	9.27
总资产周转率	1.44	1.34	1.42	1.49	1.50
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.27	0.38	0.40	0.44	0.47
每股经营现金	1.40	1.78	1.11	2.11	1.35
每股净资产	5.58	5.88	6.28	6.72	7.19
<b>估值比率</b>					
市盈率	22.59	15.68	15.19	13.72	12.76
市净率	1.08	1.02	0.96	0.89	0.84
EV/EBITDA	6.80	5.10	5.29	4.52	4.33
EV/EBIT	17.50	11.56	12.75	10.81	10.52

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/或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门、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/或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

