

## 证券研究

## 中长期受益于一路一带和煤化工

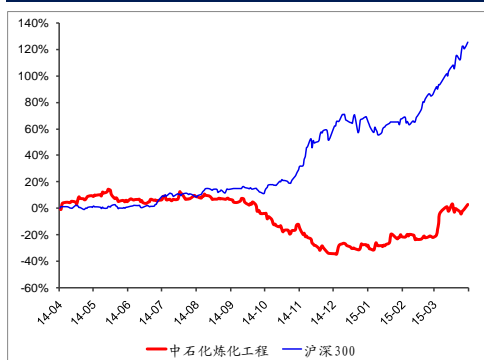
## 化工新材料

2015年4月28日

## 中石化炼化 (02386.HK)

评级: 给予“强烈推荐”评级

## 最近52周走势:



## 相关研究报告:

## 报告作者:

皮斌

执业证书编号: S0590514040001

## 联系人:

马群星 石亮

电话: 0510-82833337

Email: maqx@glsc.com.cn

## 独立性声明:

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。

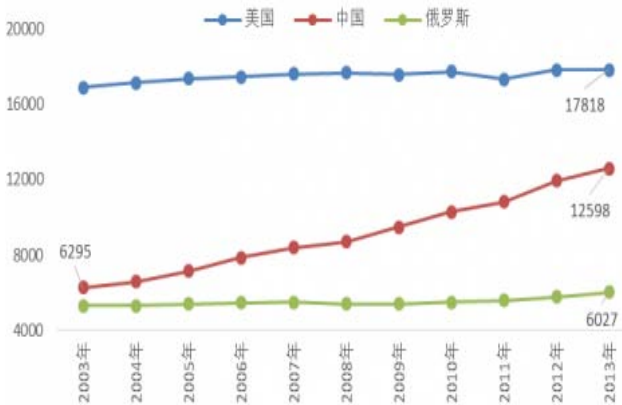
- **国内领先、拓展海外的专业工程服务商、技术专利商和工程建设公司。** 公司拥有专业的经验, 包括石油炼制和石油化工、煤化工、天然气化工、环境工程与公用工程等诸多领域。公司除了深度耕耘国内炼油厂、油品升级改造、石油化工、煤化工、天然气化工、医药化工、基础设施、工业与民用建筑等工程的承包外, 近年来海外项目也快速发展, 业务平台覆盖了中东、中亚、亚太、非洲、南美等全球炼油和石油化工增长区域。
- **炼油厂建设放缓和低油价压制煤化工新增投资给公司业绩带来拖累。** 国内汽柴油需求增速放缓, 而既有炼油产能 7.3 亿吨, 处于 85% 的充裕状态, 预计未来国内中石化和中石油的炼油投资削减, 公司核心业务炼油厂工程设计、服务和承建营收增速下滑。2014 年油价下滑至 60 美元/桶以下, 又极大侵蚀了煤化工项目的经济性, 公司擅长的 MTO 新增订单量短期受冲击, 长期业务无虞。
- **油品升级带来炼油厂扩改建和设施改造业务。** 国内雾霾治理措施力度加大, 国五号汽柴油提前全面推广, 现有炼油厂装置多数不符合油品硫含量要求, 须进行加氢裂解改造, 包括众多山东地炼, 公司将攫取更多外部客户 EPC 服务收入。国内环保法规更趋严格, 推动石化设施改造以符合排放要求, 相应带来新增业务。
- **预计一路一带和低油价双重影响, 照亮海外业务增长之路。** 中亚地区炼化工业基础薄弱, 规模小, 俄罗斯炼油设备陈旧, 存在升级换代要求, 中东产油大国正继续发展炼油, 公司专业的工程服务刚好可以从中发挥巨大作用。低油价也推动产油国加强深加工提升价值, 即单一售油转向下游炼油、聚烯烃、化工品, 公司早先的海外业务平台正有望进入收获期。
- **给予“推荐”评级。** 预计公司 15-16 年 EPS 分别为 0.68、0.89 元, 对应国际同类公司 10 倍的市盈率 8.9CNY 或 11.3HK\$, 给予“强烈推荐”评级。

图表 1: 公司主要涉及业务领域



数据来源: 公司投资者推介 国联证券研究所

图表 3: 中国炼油产能增速高于美俄



数据来源: 安迅思 国联证券研究所

图表 5: 全球炼油与石化工程市场 (十亿美元)



数据来源: 公司招股书 国联证券研究所

图表 2: 国家规定中国汽油最晚升级时间表

### 我国汽油质量升级时间表:

12月18日, 国家标准化委员会发布第五阶段车用汽油国家标准

从2018年1月1日起  
全国范围内将供应第五阶段车用汽油



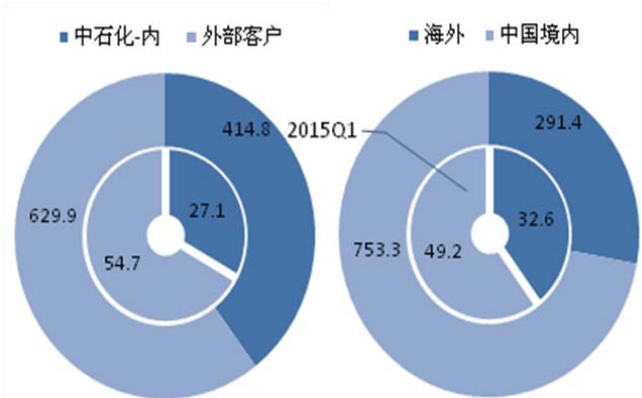
时间	汽油中硫含量
第一步 2003年1月1日起	由不大于1500ppm, 降至800ppm以下
第二步 2005年7月1日起	降低至500ppm以下
第三步 2010年1月1日起	降低至150ppm以下
第四步 过渡期截止到2013年年底	降低至50ppm
第五步 过渡期截止到2017年年底	降低至10ppm

ppm为浓度计量单位, 1ppm为百万分之一

目前, 北京、上海、江苏等部分地方已先期实施相当于国五标准汽油。据了解, 国五汽油标准中汽油牌号相对比国四标准有所降低, 但与国际上发达国家及发展中国家汽油牌号仍处于同一水平

数据来源: 和讯网 国联证券研究所

图表 4: 2015Q1 外部客户和海外订单占比提高



数据来源: 2015 公司一季报 国联证券研究所

图表 6: 公司估值显著低于同类公司

公司代码	名称	股价 RMB	总市值 亿	市净率	PE 2014	PE 2015E	PE 2016E
601117.SH	中国化学	13.05	643.0	2.66	20.3	16.1	14.3
2386.HK	中石化炼化	6.50	287.6	1.26	8.2	8.0	7.8
600871.SH	石化油服	10.55	1352.0	6.05	109.0	55.9	50.8
601808.SH	中海油服	29.94	1131.0	3.02	19.1	21.0	18.2
1186.HK	中国铁建	12.96	2931.7	1.76	14.1	25.3	22.6

数据来源: Wind 国联证券研究所

财政年度	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业收入估算	2989749	3060068	3852649	4357185	4934596	5181326	5803085
工程总承包业务	1632780	1500558	2008244	2350553	3013225	3208640	3754672
施工服务	1135515	1411846	1629683	1521493	1532453	1563102	1578733
设计, 咨询和技术	323332	341871	412183	435420	364517	382743	440154
设备制造业务	76043	78730	62496	49720	24401	26841	29525
分部间抵消	(177921)	(272937)	(259957)				
地区	2989749	3060068	3852649	4357185	4934596	5181326	5803085
中国大陆	2636455	2635963	3201116	3654073	4250701	3928902	4139045
海外	353294	424105	651533	703112	683895	1252424	1664040

财政年度	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业收入	2989749	3060068	3852649	4357185	4934596	5181326	5803085
营业成本	(2535879)	(2552634)	(3299838)	(3716566)	(4305535)	(4520812)	(5063309)
毛利	453870	507434	552811	640619	629061	594463	724980
其他收入-经营	7496	7890	8539	7829	17379	16333	21564
销售费用	(6888)	(7536)	(9055)	(10061)	(12183)	(12670)	(12290)
管理费用	(68035)	(81526)	(94708)	(108853)	(112499)	(118124)	(124030)
研发费用	(41175)	(50432)	(54756)	(62970)	(93425)	(97162)	(101048)
其他支出-经营	(14611)	(3835)	(15456)	(25632)	(26181)	(24000)	(26000)
其他经营净收益	3152	466	(4173)	416	1748	1600	1903
营业利润	333808	372459	383202	441349	403900	360439	485078
财务收入	46539	67186	52597	42839	60580	45029	42304
财务费用	(14592)	(14329)	(12130)	(10412)	(10911)	(11400)	(12876)
财务收入/(费用)净额	31947	52856	40467	32427	49670	33629	29428
应占共同控制实体损益	201	74	175	132	84	96	88
应占联营公司损益	1845	(994)	1363	1196	1415	1221	1450
除税前溢利	367801	424396	425207	475104	455070	395385	516044
所得税	(78754)	(86885)	(93480)	(109388)	(106075)	(92163)	(120288)
净利润(含少数股东权益)	289047	337511	331727	365716	348995	303223	395756
每股收益-基本	0.93	1.09	1.07	0.93	0.79	0.68	0.89
同比		17.20%	-0.02%	-13.08%	-15.05%	-13.32%	30.52%
每股净资产				4.74	5.16	5.53	6.13
每股派息				0.32	0.31	0.30	0.35
每股留存收益			1.02	1.38	1.76	2.14	2.69

**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

**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%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	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。