CMS 招商证券

**审慎推荐-A（维持）**

# 中国石化 600028.SH

目标估值：6-6.4 元
当前股价：5.78 元
2017 年 04 月 28 日

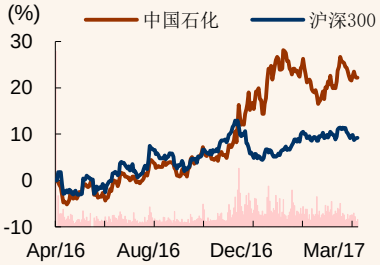
## Q1业绩可能是2017年盈利高点，关注销售公司境外上市

**基础数据**

| | |
|---|---|
| 上证综指 | 3152 |
| 总股本（万股） | 12107121 |
| 已上市流通股（万股） | 9555777 |
| 总市值（亿元） | 6998 |
| 流通市值（亿元） | 5523 |
| 每股净资产（MRQ） | 5.9 |
| ROE（TTM） | 6.5 |
| 资产负债率 | 44.4% |
| 主要股东 | 中国石油化工集团公 |
| 主要股东持股比例 | 70.86% |

**股价表现**

| % | 1m | 6m | 12m |
|---|---|---|---|
| 绝对表现 | -0 | 16 | 21 |
| 相对表现 | 1 | 13 | 13 |




资料来源：贝格数据、招商证券

**相关报告**

1、《中国石化（600028）—2017 年盈利同比将出现上游和炼油的跷跷板效应》2017-03-27

**王强**
wangqiang4@cmschina.com.cn
S1090517030001

研究助理
**李舜**
lishun2@cmschina.com.cn

**事件：**

（1）公司发布 2017 年报，实现营业收入 5821.85 亿元，同比增长 40.6%；按中国会计准则，实现归属于母公司净利润 166.3 亿元，同比增长 168.7%；按国际财务准则，实现归属于母公司净利润 172 亿元，同比增长 157.9%，实现每股收益 0.14 元，略超业绩快报和市场预期。

（2）子公司高桥石化以 16.8 亿美元总对价有条件同意购买 BP 化工持有的上海赛科 50%股权，收购完成后，上海赛科将由高桥石化持有 50%权益、由中国石化持有 30%权益及由上海石化持有 20%权益。

（3）为进一步深化体制机制改革，激活新兴业务（非油品)巨大发展潜力，推动控股子公司中国石化销售有限公司做强、做大油气销售业务和新兴业务(非油品)，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%。

**评论：**

**1、受益油价上涨和烯烃景气，各板块业绩同比和环比都上升**

分结构来看：上游受益 Q1 油价相对较高，EBIT 亏损 57.6 亿，为 15Q4 以来单季亏损最少；炼油板块 EBIT 为 167.5 亿受益去年 12 月以来油价带来的库存收益；销售板块 EBIT 约 91.6 亿略超预期；化工板块 EBIT 约 85 亿大超预期，受益 Q1 烯烃景气，后面单季预计会回落到 50 亿。

**2、炼油 Q1 受益去年底以来油价上涨的库存收益**

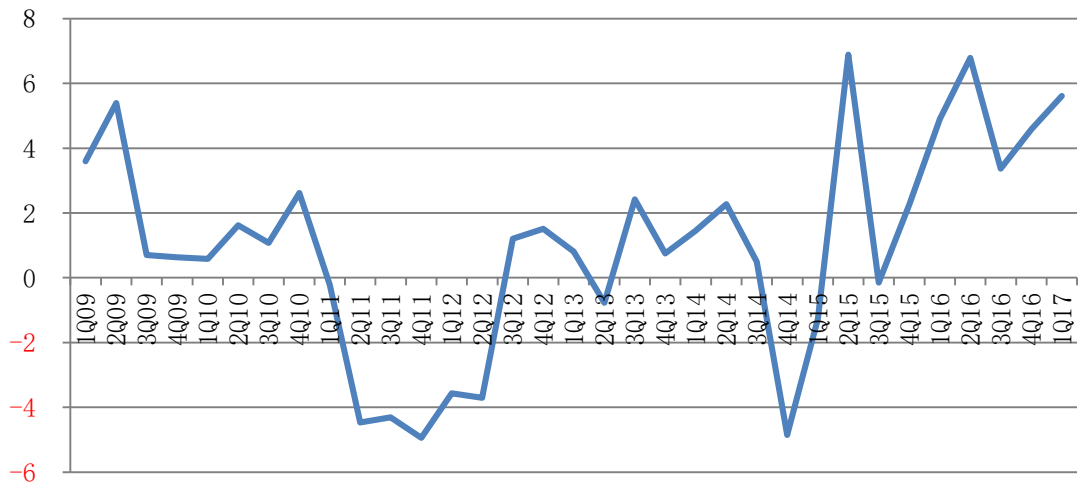
由于 OPEC 减产协议后，油价主要是在 12 月开始上涨，结合去年 Q2 以来业绩，说明去年 12 月油价上涨的库存收益主要体现在 17Q1。

基本没有库存收益 2016Q3 炼油 EBIT 为 98 亿，单桶炼油 EBIT 为 3.37 美元/桶；完整享受库存收益的 2016Q2 炼油 EBIT 为 191.5 亿，单桶炼油 EBIT 为 6.79 美元/桶；2016Q4 库存收益只享受了一部分，炼油 EBIT 为 139 亿，单桶炼油 EBIT 为 4.58 美元/桶；去年底今年初油价上涨的库存收益大部分体现在 2017Q1，炼油 EBIT 为 167.5 亿，单桶炼油 EBIT 为 5.62 美元/桶；我们认为 Q2 单桶炼油 EBIT 会回落到 3.5 美元/桶左右。

**3、石化板块 Q1 盈利创 5 年来新高，维持石脑油裂解石化好日子将过去的观点**

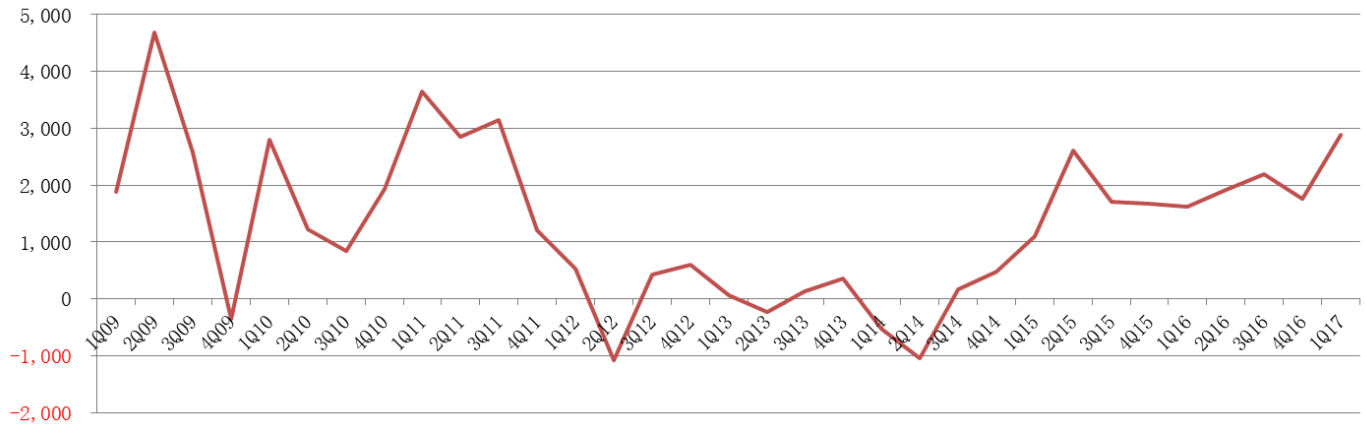
2016 年以来由于新增产能比较少，烯烃持续景气，17Q1 石化化工业务盈利创 2011 年以来最佳；2015-2016 年吨乙烯 EBIT 分别为 1770 和 1865 元/吨，今年一季度吨乙烯 EBIT 更是接近 2900 元/吨。但我们认为石脑油裂解石化景气的好日子可能即将过去，随着下半年美国大量气头乙烯的投放，盈利将明显回落。

**图 1：公司单季度炼油单桶 EBIT（美元/桶）**




资料来源：公司公告，招商证券

**图 2：公司单季度吨乙烯 EBIT（元/吨）**




资料来源：公司公告，招商证券

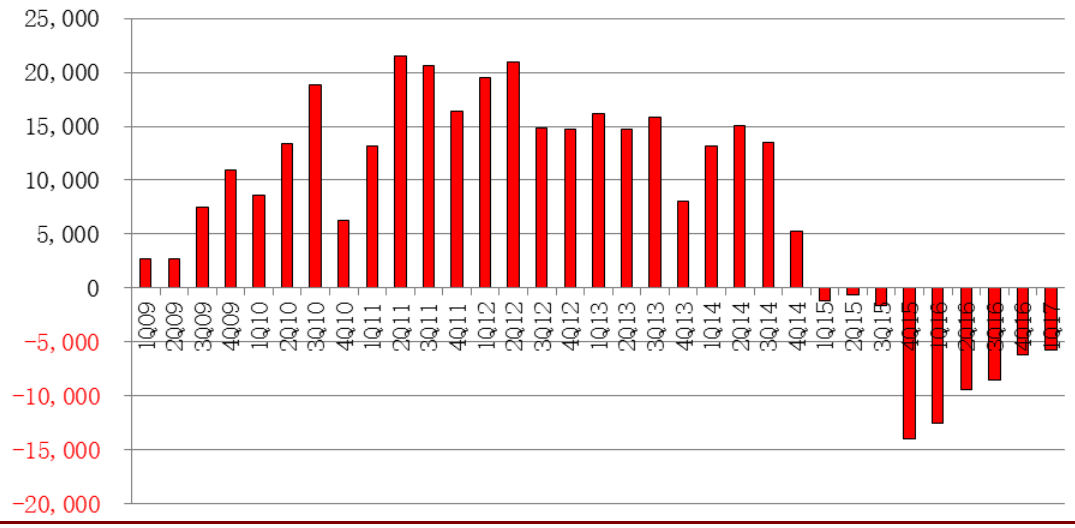
## 4、油价回升，上游明显减亏

2016 年油价触底回升，特别是 OPEC 减产之后 2017Q1 的 Brent 油价为 54 美元/桶，相比 2016 年上半年 Brent 油价均价只有 40 美元/桶显著回升；上游板块 2016 全年 EBIT 为亏损 366 亿，而 2017Q1 上游 EBIT 亏损已收窄至 57.6 亿，为 15Q4 以来单季亏损最少。

我们判断未来一年，Brent 油价将主要在 50-60 美元价格区间上下波动。页岩油目前完全成本已基本落入 45-50 美元区间，部分“甜点”产油区甚至下降到 40 美元左右；50 美元为美国页岩油的“生命线”，因此去年下半年减产协议以来油价站上 50 美元的时间段里，页岩油大量的套期保值出现。而全球原油平均成本在 37 美元/桶左右，油价也很难低于 40 美元。我们从 2016 年下半年开始判断进入“中油价”时代；OPEC 减产很难长时间执行，不然会为页岩油作嫁衣裳。因此，油价较难系统性冲破目前的中油价区间，减产只是封杀下跌的下限区间，维持 2017 年 Brent 油价 54 美元的均价不变。

公司上游接近 55 美元/桶打平，若假设 2017 年油价均价 54 美元/桶，上游总体还将亏损，有望收窄至 140-150 亿。

**图 3：公司单季度上游勘探生产板块 EBIT（百万元）**




资料来源：公司公告，招商证券

## 投资建议

中石化 2017 年业绩相比 2016 年，由于上游和炼油的跷跷板效应而增长不会太多，上游将显著减亏，而炼油由于库存收益大量减少而将盈利回落。我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 548 亿、653 亿和 714 亿，EPS 分别为 0.45 元、0.54 元和 0.59 元。公司目前 PB 约 1 倍，处于非牛市时期的估值中枢位置，不贵但也不显著低估，给予“审慎推荐”评级；建议关注销售公司境外上市带来的价值重估。

## 风险提示

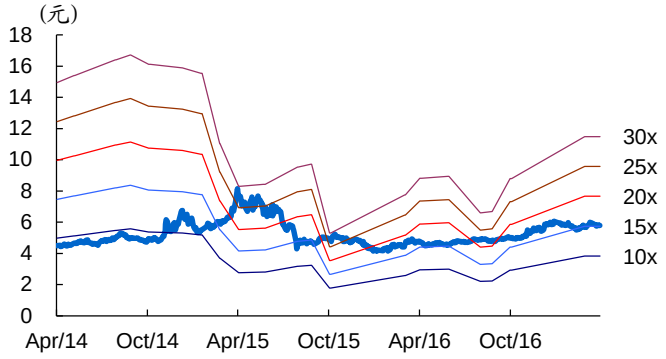
国际油价大幅下跌。

**表 1：中国石化业绩预测（百万元）**

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 2,020,375 | 1,930,911 | 2,309,368 | 2,519,311 | 2,771,242 |
| Yoy（%） | -28.5% | -4.4% | 19.6% | 9.1% | 10.0% |
| 经营费用 | 1,963,553 | 1,853,718 | 2,218,336 | 2,413,282 | 2,659,002 |
| 经营收益 | 56,822 | 77,193 | 91,032 | 106,029 | 112,240 |
| 税前利润 | 56,411 | 80,151 | 97,504 | 116,146 | 127,000 |
| 所得税 | (12,613) | (20,707) | (24,376) | (29,037) | (31,750) |
| 税后利润 | 43,798 | 59,444 | 73,128 | 87,110 | 95,250 |
| 少数股东权益 | (11,286) | (12,772) | (18,282) | (21,777) | (23,812) |
| 归母净利润 | 32,512 | 46,672 | 54,846 | 65,332 | 71,437 |
| EPS（元/股） | 0.275 | 0.395 | 0.453 | 0.539 | 0.590 |

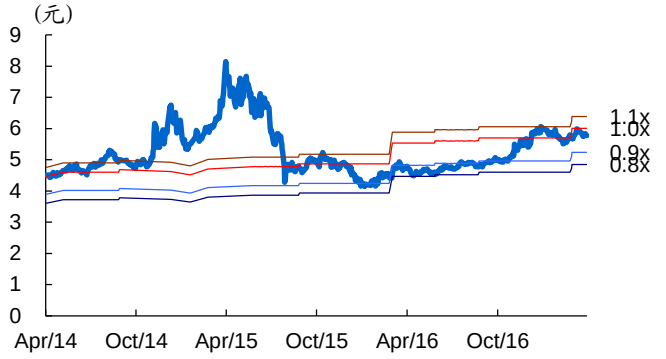
资料来源：招商证券

**图 4: 中国石化历史 PE Band**




资料来源：贝格数据、招商证券

**图 5: 中国石化历史 PB Band**




资料来源：贝格数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**王　强**，石化行业首席分析师。浙江大学工学学士、硕士，意大利管理硕士；2 年石化企业运营经验、7 年证券研究经验。曾就职于湘财证券、银河证券、中信建投证券研究部，2017 年 2 月加入招商证券。所在团队 2011-2016 年获得新财富石油化工行业 3 年第 1 名、3 年第 2 名，2012-2015 年连续 4 年获得水晶球石油化工行业第 1 名。

## 投资评级定义

**公司短期评级**

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：　　公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：　　公司股价表现弱于基准指数 5%以上

**公司长期评级**

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

**行业投资评级**

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。