

证券研究报告

业绩拐点即至，正迈步从头越

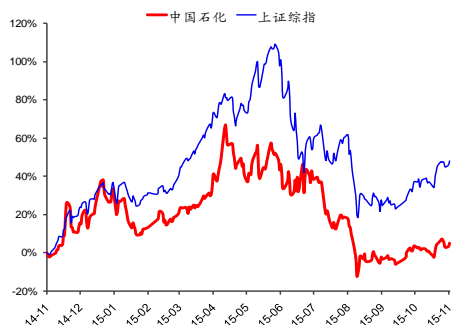
石油石化

2015年11月27日

——中国石化（600028.SH）深度报告

上调评级：强烈推荐

最近52周走势：



相关研究报告：

《A股的菲利普斯66：中石化攻守兼备，迎接炼化景气周期》2015/9/2

报告作者：

石亮

执业证书编号：S0590515090001

联系人：

马群星 石亮 陈猛 夏文奇

电话：0510-82832380

Email：maq@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。

投资要点：

- **公司估值长期和国际油气公司接轨。**公司长期 PE 处于 10 左右，基本和国际市场接轨，通常成熟市场给予石油公司估值 PE 8~14 倍，估值波动反映石油行业景气。受国际油价剧烈下跌冲击，2015 年石油巨头盈利快速下滑，公司股价提前反映，预计 PE 提高至 26 倍，已充分反映业绩的严重滑坡。
- **全球市场对石油的需求长期稳健。**能源是国民经济的重要物质基础，未来国家前景取决于能源的掌控。煤炭、石油和天然气三种能源是一次能源的核心，可归为全球能源的基础。从趋势上看，化石能源储量的天然限制、人类环保可持续发展的内在要求决定了石油总量增长放缓，在能源结构中比重会有所下降，可再生能源比重如生物质能权重上升，但预计未来十五年内，石油、煤炭和天然气始终占据主地位。
- **公司具备一系列比较优势。**公司作为中国最大的化工品生产商，世界第二大炼油商，一体化能源化工公司，比较优势明显：公司炼油产能占据国内半壁江山，炼厂分布贴近消费市场，具有战略地位；公司完整的一体化和多元化，均衡上下游产业链，具有抗周期波动的优势；炼油装置正规化，规模化迎接油品升级；石化产品受益于成本端，压制煤化工；借助加油站和既有客户群，大力发展非油综合服务。
- **公司未来业绩增长点大概率落地。**对油品升级国家落实优质优价政策，炼油负荷有效提升，炼油单位现金操作成本进一步降低；油品结构改善：【汽+煤】柴比例趋势处于提升中，多产销汽煤油盈利更好，静待炼油盈利正常化，逐步和国际接轨；当前油价跌破多数油田综合成本线，等待全球油价回暖，勘探扭亏并恢复盈利功能；预计国家天然气定价机制修正，消除盈利不确定性；多年布局的电商互联网业务产生贡献，并提供未来可持续增长保障。
- **调高评级至“强烈推荐”。**预计公司 2015~2017 的 EPS 分别为：0.20、0.57 和 0.65 元，对应目前 A 股 5.04 元，PE 为 25.2、8.84 和 7.75 倍，港股 4.8HK\$，PE 为 19.27、6.79 和 5.87 倍。考虑公司作为大型央企，占据国内炼油-成品油市场份额 No.1，同时公司未来还布局互联网+，给予公司 10~15 倍的 PE，合理股价范围 5.7~8.6 元。

目 录

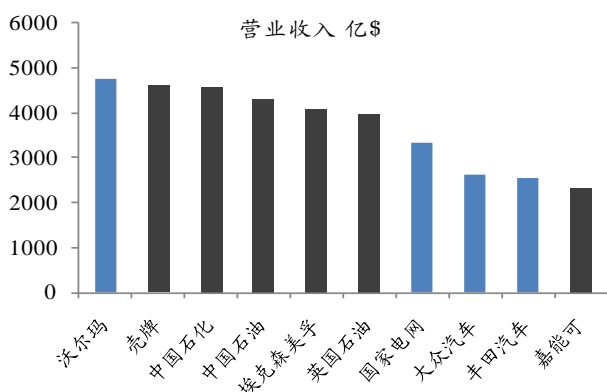
目 录	2
1、油价低迷冲击石油行业甚至国家经济	3
1.1、油价大跌侵蚀油企盈巨头利甚至拖累产油国GDP	3
1.2、全球油企股价整体跑输大市	4
1.3、储量资源支撑油企的市场估值	5
2、石油需求刚性，供给端暂时性的相对过剩	6
2.1、对石油需求刚性且持续	7
2.2、中国对石油需求持续，并具备战略意义	8
2.3、新能源汽车体量较小，长期共存而非挤出石油	10
2.4、供给端暂时过剩，局部产能存在中断或受损风险	11
2.5、石油低价促进替代应用增长	13
3、中国石化一系列比较优势，占据优胜地位	14
3.1、公司炼油产能占据半壁江山	14
3.2、公司炼油产能分布贴近消费市场华东华南	15
3.3、一体化和多元化，均衡上下游产业链	17
3.4、炼油正规军迎接油品升级：装置规模化，油品提前升级	18
3.5、石化产品受益于成本端，压制煤化工	19
3.6、借助加油站和既有客户群，大力发展综合服务	21
4、未来盈利增长点落地概率大	22
4.1、油品升级落实优质优价政策	22
4.2、炼油负荷有效提升：炼油单位现金操作成本降低	23
4.3、汽柴比趋势处于提升中：多产销汽煤油盈利更好	24
4.4、等待油价回暖，勘探扭亏	26
4.4、炼油盈利正常化，逐步接轨国际	27
4.5、天然气定价机制修正，消除盈利不确定性	28
4.6、电商业务产生贡献，并提供未来可持续增长保障	29
5、盈利预测	30
6、估值及投资建议	32
7、风险提示	32

1、油价低迷冲击石油行业甚至国家经济

2014 年全球石油需求保持约 45 亿吨，现货石油交易金额 3.21 万亿美元，国际期货交易金额超百万亿美元，大宗商品的核心品种，素有“黑色黄金”“工业血液”的说法。

因市场的庞大需求和价格的高弹性，石油对产油国、跨国公司至关重要。2014 年世界 500 强 TOP10 中石油类公司占据 6 席，中石化和中石油位列第三、第四。前十大产油国中，全球两大经济体美国和中国又位居第二、三。

图表 1: 2014 年世界 500 强前十石油类占六席



数据来源: 世界银行 国联证券研究所

图表 2: 2013 年前十大产油国

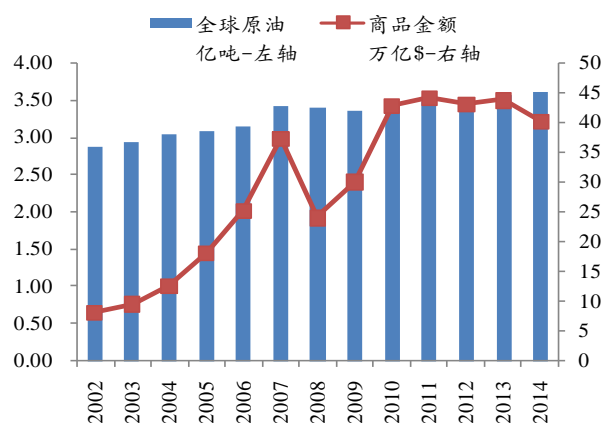


数据来源: OPEC 国联证券研究所

油价暴跌让人措手不及!

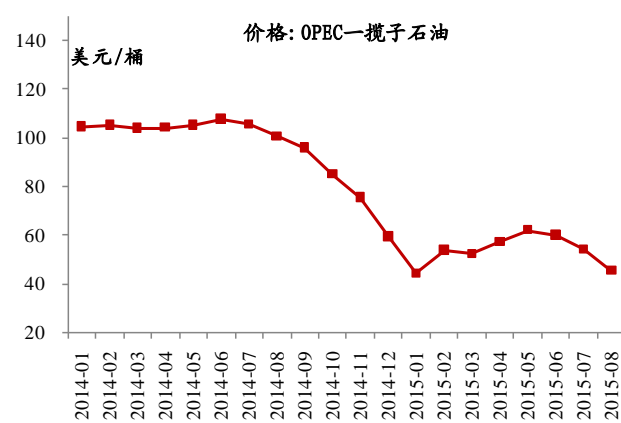
自去年下旬开始，国际油价下跌惨烈，OPEC 一揽子油价从 2014 年 9 月 95.98\$/桶，截止 2015 年 10 月，已经跌至 45.51\$/桶，跌幅 52.58%。

图表 3: 全球石油交易额高达 3.5 万亿美元



数据来源: Wind 国联证券研究所

图表 4: 国际油价大跌至低位震荡



数据来源: OPEC 国联证券研究所

1.1、油价大跌侵蚀油企巨头盈利甚至拖累产油国 GDP

油价疲弱拖累石油巨头的盈利，施压业绩，对比 BP、壳牌、雪佛龙、埃克

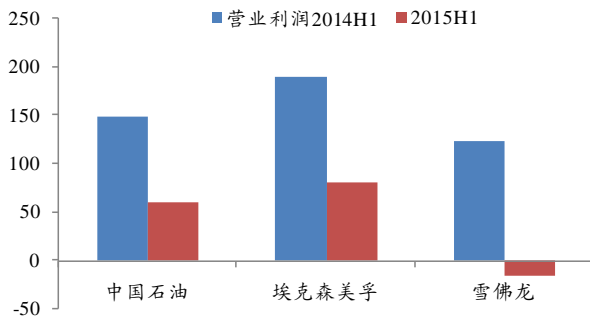
森美孚及道达尔业绩，壳牌和道达尔的利润下跌幅度相对较轻，但也都达到了两位数，美国最大石油公司埃克森美孚的利润跌幅近 50%，最惨的是雪佛龙，净利下降了 69%。国际油价跌幅造成石油公司的上游业务受伤严重，赢利大幅萎缩，埃克森美孚确认，油价疲软造成的上游大幅减收吞噬了下游和化工业务的利润

受伊朗解禁及产油国竞争市场份额等因素影响，石油供应过剩仍将维持一段时间，油价年内难有大幅反弹动力。石油公司还将面临业绩继续滑坡风险。

油价下降给主要产油国经济带来显著压力，尤其是以石油出口为主要经济来源的主权国家，油价暴跌侵蚀 GDP。IMF 预计巴西今年经济增速预计下滑 3%，俄罗斯将下滑近 4%。

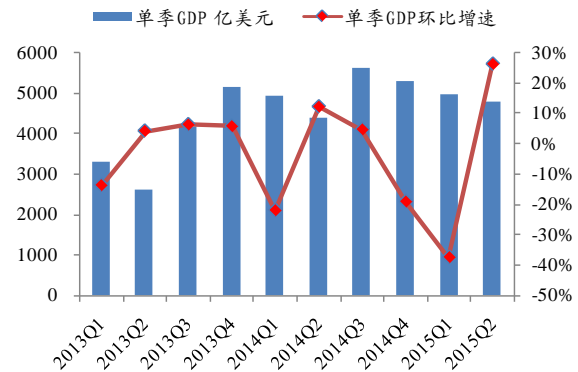
最大的“牺牲国”则要数沙特和俄罗斯。石油和天然气产值大约占沙特国内生产总值的 50%、占出口收入的 85%，政府约 90% 的财政收入来源于石油销售。外汇储备下降和国内债务，可能导致沙特 2015 年的预算赤字达到 GDP 的 20%，总额接近 1400 亿美元。俄罗斯同样惨痛，石油颓势导致其经济遭受惨烈打击，同时也使得卢布不断贬值，海外资金呈现持续流出迹象。全球市场流动性以及随之而来的信贷评级问题都可能浮出水面。

图表 5: 2015H1 石油巨头业绩变脸



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

图表 6: 2015Q1 俄罗斯 GDP 下滑超 30%



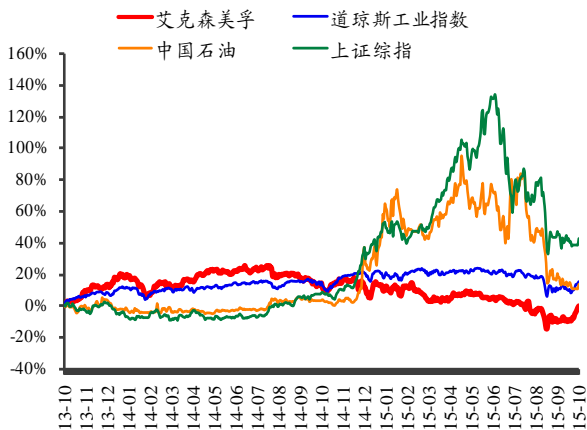
数据来源: 俄罗斯联邦统计局 国联证券研究所

1.2、全球油企股价整体跑输大市

受国际油价腰斩拖累，虽然众多石油巨头采取了大幅度的开支缩减举措，但还是无法抵抗石油价格的下滑，行业盈利跌幅明显，股价呈现正相关下挫。

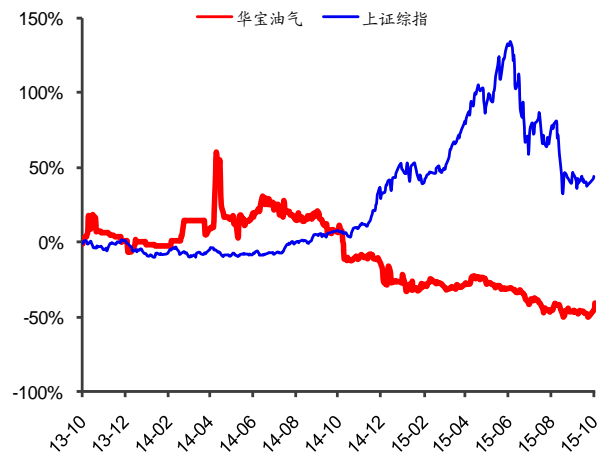
自 2014 年 6 月 30 日，截止 9 月 30 日，英国石油、皇家壳牌、埃克森美孚股价分别下挫 38%、24% 和 42%。主要跟踪油气行业景气的华宝油气指数远远跑输上证指数，录得小幅亏损。

图表 7: 石油巨头股价落后于大盘涨幅



数据来源: Wind 国联证券研究所

图表 8: 华宝油气行业指数跑输上证



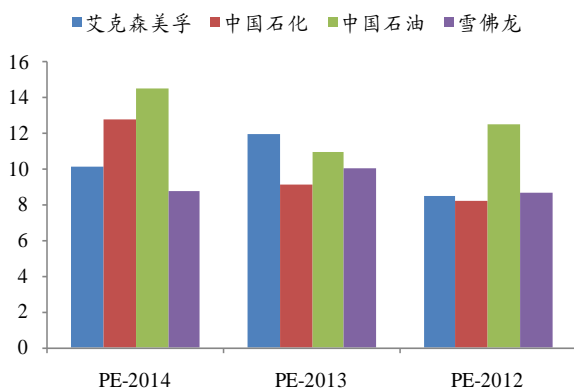
数据来源: Wind 国联证券研究所

1.3、储量资源支撑油企的市场估值

对比 2012~2014 年石油公司国际估值, 通常市场给予市盈率 8~14 倍, 估值反映了石油行业景气。2015 年 1-9 月份石油巨头盈利快速下滑, 中国石化和中国石油业绩同比分别下跌 49.5%、68.1%, 股价提前反映且幅度远小于业绩, 预计 2015 年市盈率提高至 26 倍、40 倍, 埃克森美孚因一体化程度、美国油气市场化和成本控制, 业绩下滑低于预期, 但 2015 年市盈率也将上升至 17 倍。显然市场并未直接参考历史估值。

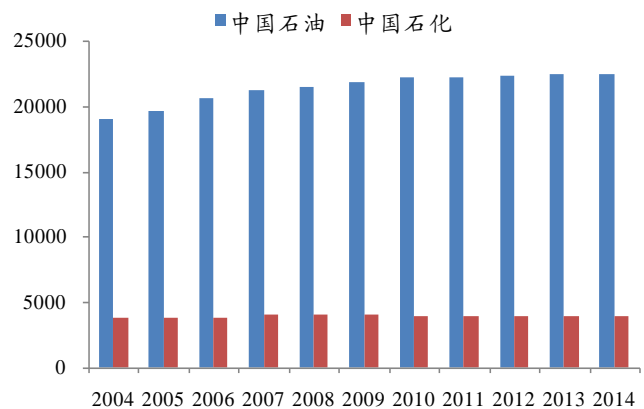
我们认为是石油资源作为能源大宗商品和内在价值支撑公司估值, 即使公司亏损, 市场仍然会预期未来石油价格反转, 将其作为禀赋价值进行资产重估。比较中石化和中石油的油气储存, 后者拥有的油气资源接近前者的 6 倍。所以这也能合理解释中石油市盈率为中石化的 1.6 倍, 总市值为近 3 倍。

图表 9: 市场给予石油巨头 PE 存在较大差异



数据来源: Wind 公司年报 国联证券研究所

图表 10: 中石油油气储存资源为中石化六倍



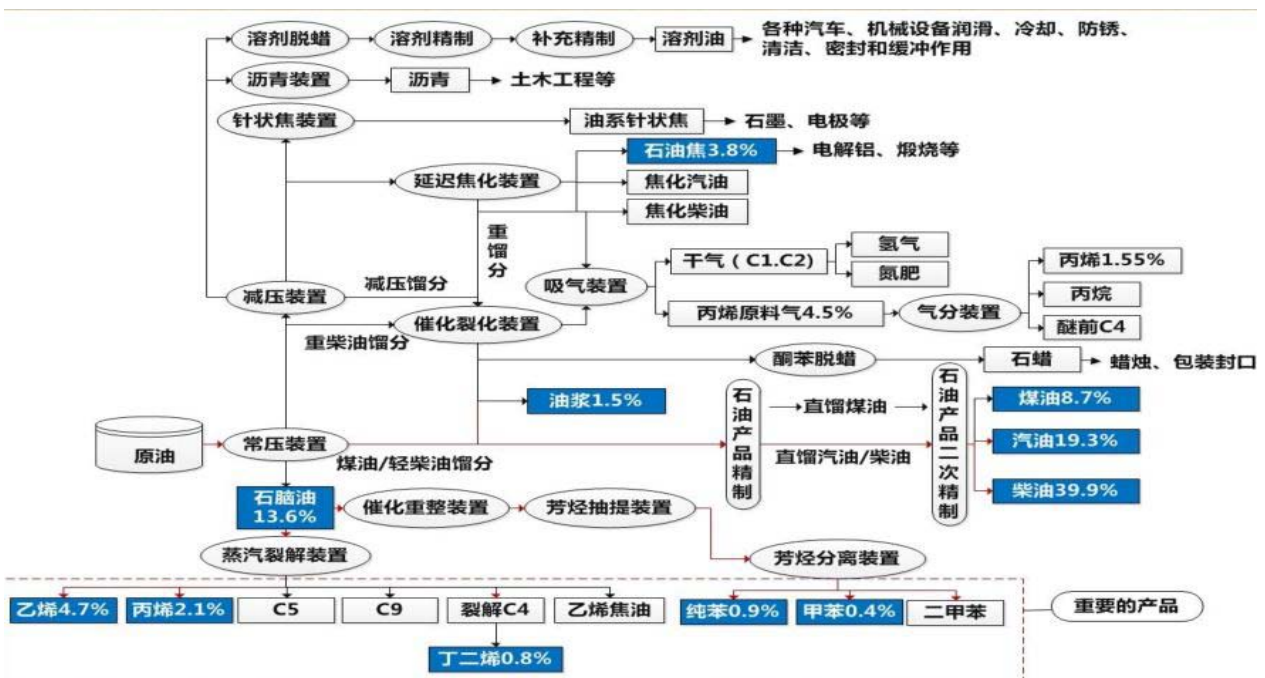
数据来源: 公司年报 国联证券研究所

2、石油需求刚性，供给端暂时性的相对过剩

全球石油总体需求刚性，自 2002 年 35 亿吨，增长至 2014 年 45 亿吨，2015 年预计超过 46 亿吨。商品金额高峰值 2011 年高达 3.5 万亿美元，2015 年因价格下跌，预计金额降至 1.8 万亿美元。

石油是工业社会的血液，应用广泛，主要分为石油燃料、石油溶剂与化工原料、润滑剂、石蜡、石油沥青、石油焦等 6 类。各种燃料产量最大，约占总产量的 90%，耗途径是作为化石能源，以汽柴油燃烧的形式，推动汽车、船舶和飞机等交通工具；其次是各种润滑剂品种最多，产量约占 5%。

图表 11：石油产业链下游应用包罗万象

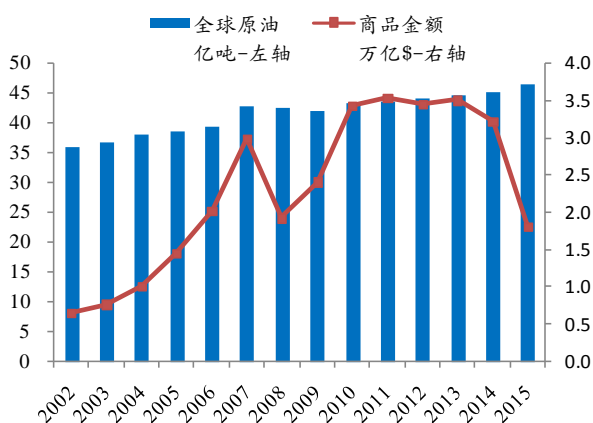


数据来源：金银岛 国联证券研究所

全球石油供给总体过剩，国际能源署(IEA)预计 2015 年非 OPEC 成员国的石油供应依旧保持增长，日产较 2014 年增加 300 万桶，尤其是美国页岩油带来的高产量，平均日产量预计会达到 1270 万桶，较去年增加 80 万桶。

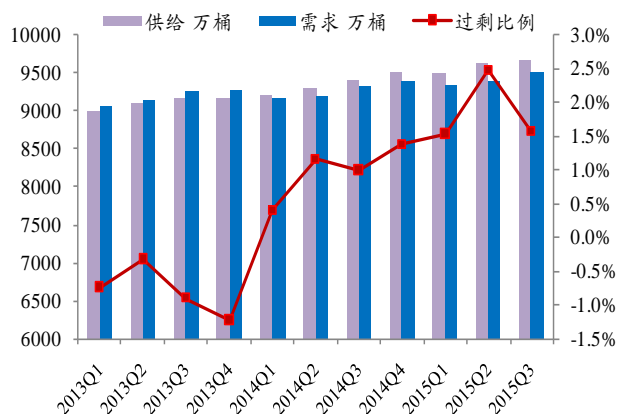
日均供给 9600 万桶，实际超需求在 200 万桶范围内，过剩率控制在 2.0% 以内。2015 年 10 月 15 日 IEA 最新预测全球石油产量增长在 2015 年达到 5 年来的最高位，日均增产 180 万桶，有望到 2016 年将降至每天 120 万桶，和需求增速相互匹配。考虑未来石油投资压缩，部分产能退出，甚至局部区域冲突造成产量急剧收敛，过剩和供应紧张之间的转化可能并不突然。

图表 12: 预计 2015 年全球石油需求超 46 亿吨



数据来源: IEA 国联证券研究所

图表 13: 2015 年全球供给过剩率仅 2.0%

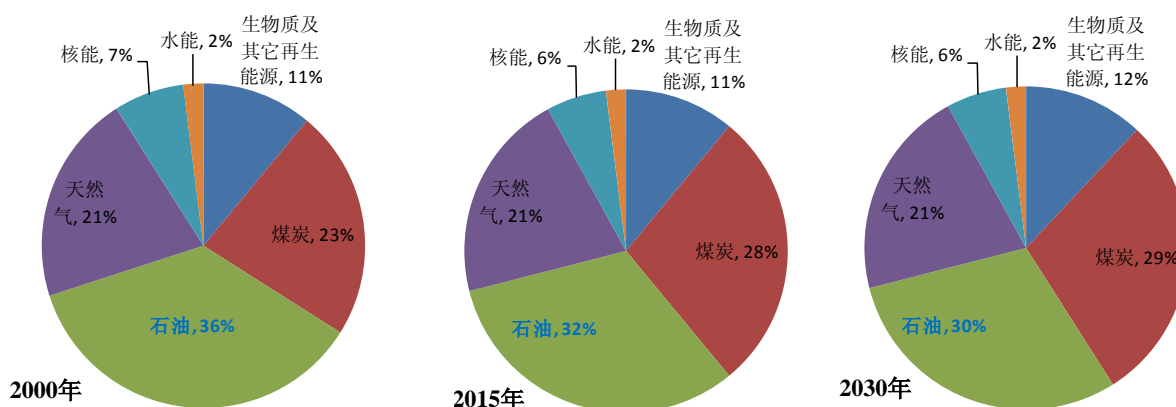


数据来源: IEA 国联证券研究所

2.1、对石油需求刚性且持续

能源是国民经济的重要物质基础,未来国家命运取决于能源的掌控。能源的开发和有效利用程度以及人均消费量是生产技术和生活水平的重要标志。能源分为可再生能源(水能、风能及生物质能)和非再生能源(煤炭、石油、天然气、油页岩等),煤炭、石油和天然气三种能源是一次能源的核心,归为全球能源的基础,太阳能、风能、地热能、海洋能、生物能以及核能等可再生能源作为补充。从趋势上看,化石能源储量限制、人类环保可持续发展的内在要求决定了石油总量增长,但在能源结构中比重有所下降,可再生能源比重如生物质能权重上升,但未来十五年内,石油、煤炭和天然气始终占据主导地位。

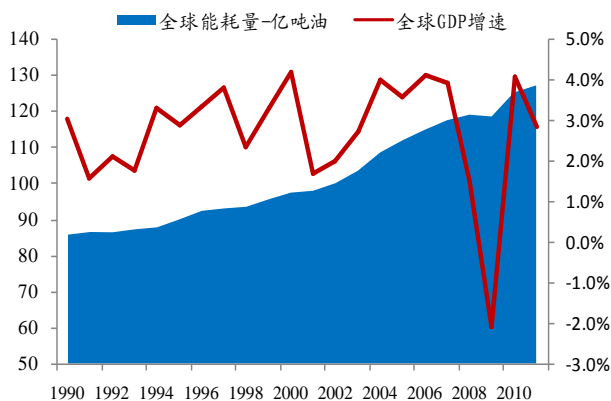
图表 14: 未来 15 年能源结构石油权重小幅下滑 2%



数据来源: Sinopec 国联证券研究所

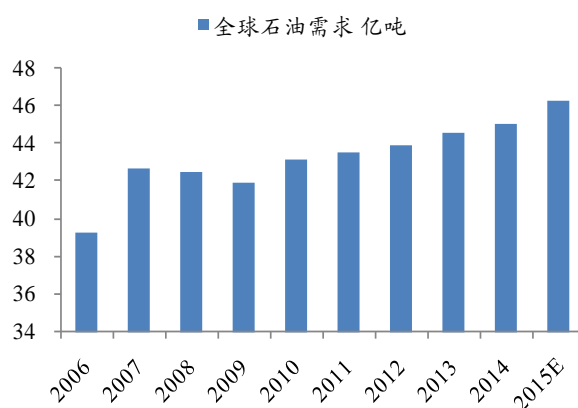
自 1990 年全球 GDP 缓慢增长,年均增长率 2.7%,因节能和 GDP 结构完善(第三产业权重提升)等因素,全球能耗增速略低于 GDP 增速,年均增长率 1.93%,但整体趋势是稳步上升,增速放缓。相应地石油总需求也保持统一趋势,截止 2015 年 10 月,预计全年总消耗超过 46 亿吨。

图表 15: 全球总能耗和 GDP 大趋势同步



数据来源: 世界银行 国联证券研究所

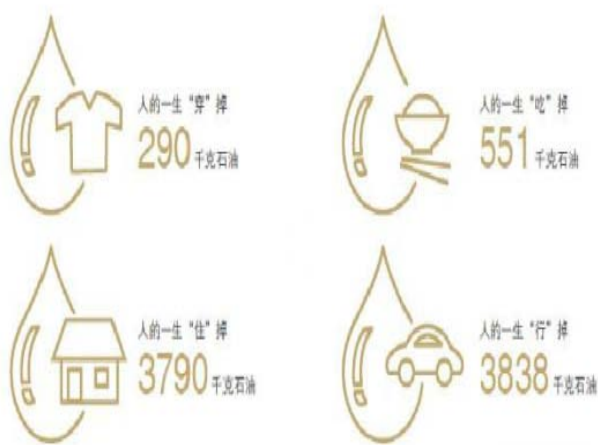
图表 16: 全球石油需求总量缓慢增长



数据来源: IEA 国联证券研究所

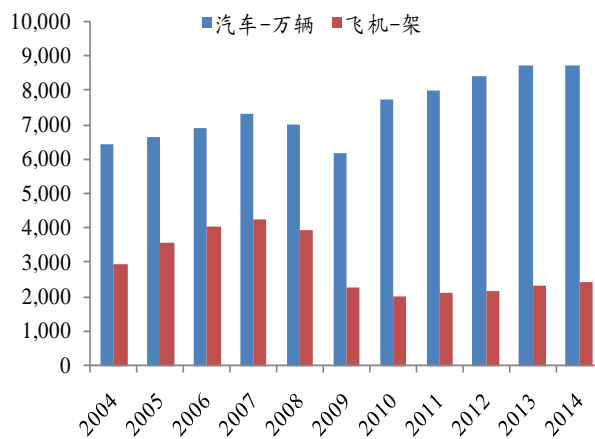
石油作为基础能源,也是上游原材料,同人口数量和消费结构密切相关,其中汽车、船舶和飞机又是主要消费去向。从全球主要交通工具的出货量看,支持对石油需求的维系增长,受节能减排、GDP 结构相关,从增速看略微小于 GDP。

图表 17: 石油消耗总量和人口数量有关



数据来源: 国联证券研究所

图表 18: 全球汽车和飞机出货量依然小幅增长



数据来源: 世界银行 国联证券研究所

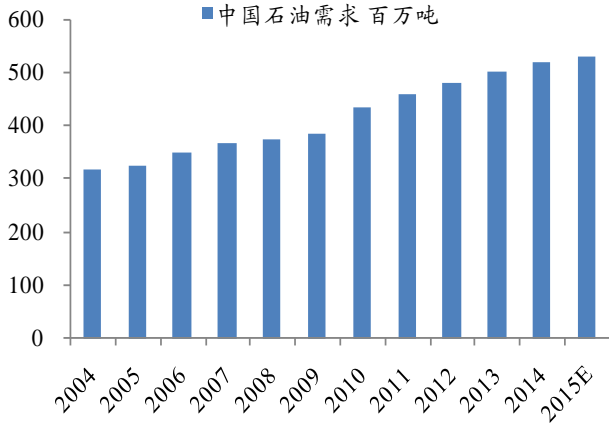
2.2、中国对石油需求持续,并具备战略意义

中国需求占全球石油需求的大约 12%,表观需求预计将稳定在 1,110 万桶/天。2015 年的整体增幅会降至 5%,除柴油和石脑油之外,2015 年 8 月中国所有其他主要成品油(汽油、液化石油气、航空燃料/煤油和燃料油)的表观需求都实现了两位数的同比增幅。

中国石油资源贫乏,属于人均拥有储量排名落后国家,进口依存度一直保

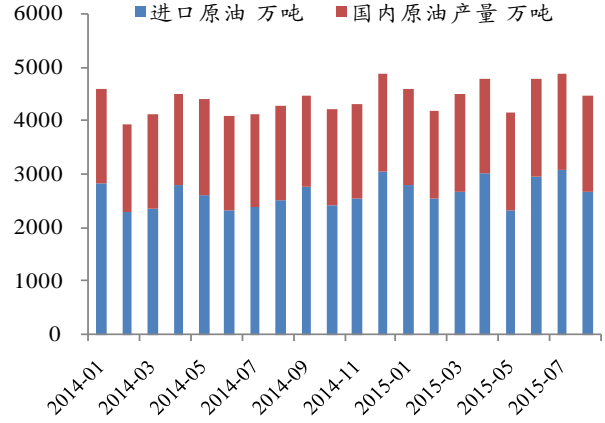
持 55%以上，不论从战略资源安全储备还是国民经济健康发展看，石油具备战略意义，重要性不言而喻。

图表 19: 中国石油需求维持缓慢正增长



数据来源: BP 国联证券研究所

图表 20: 中国石油每月生产和进口量保持稳健



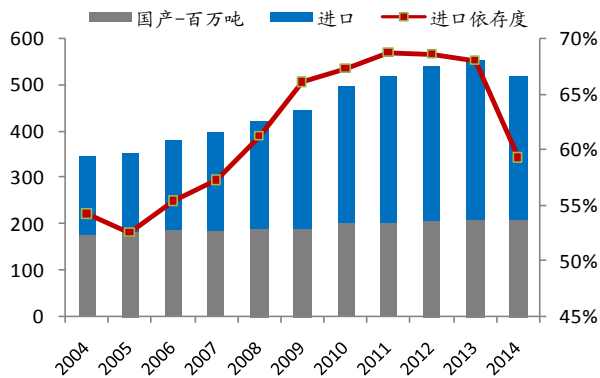
数据来源: 国家统计局 海关统计 国联证券研究所

中国石油战略储备低，截至 2013 年底，中国战略石油储备只够使用 8.9 天，商业石油储备可用 13.8 天，全国石油储备的静态能力总共约为 22.7 天，远低于国际能源署设定的 90 天的安全标准。

自 1993 年净出口停止，中国石油对外依赖度不断提高的同时，对中东石油依赖度也较大。中国石油对外依赖度 2014 年底达到 59.6%，中东进口石油占比 51%，假如中东以色列、沙特与伊朗发生战争，波斯湾封锁而石油运输中断，中国仅能正常供应石油 74.8 天，即 2 个半月。

中国进口的石油主要还是来自中东和西、北非地区，运输方式仍以海运为主，绝大部分进口石油要经过马六甲海峡。马六甲海峡存在自然条件和地缘战略两大类风险，在自然条件风险方面，一是海峡水深渐浅，易发生搁浅事故；二是海峡水道窄，交通秩序差。地缘战略风险则表现为美国、日本和印度等很多国家都在该地区派驻军事力量，使该地区的地缘政治变得更加复杂。过度依赖马六甲海峡，将使我国的石油进口面临突发性风险。中国 80% 的石油进口依赖马六甲海峡，每年约 2.1 亿吨石油经过这片海域，

图表 21: 中国石油对外依存度近 60%



数据来源: 国家统计局 国联证券研究所

图表 22: 马六甲海峡是中国原油运输的生命线



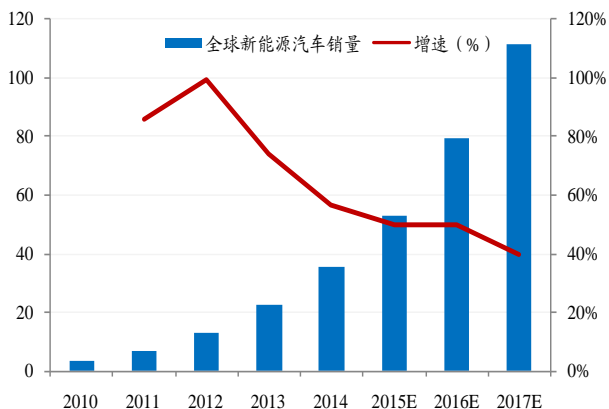
数据来源: 国联证券研究所

2.3、新能源汽车体量较小，长期共存而非挤出石油

普华永道预测, 2013 年中国新能源汽车(包括轻度及强混合动力、插电式混动、纯电动及燃料电池汽车)总产量为不足 10 万辆, 到 2020 年, 有望将提升至 50 万辆左右。

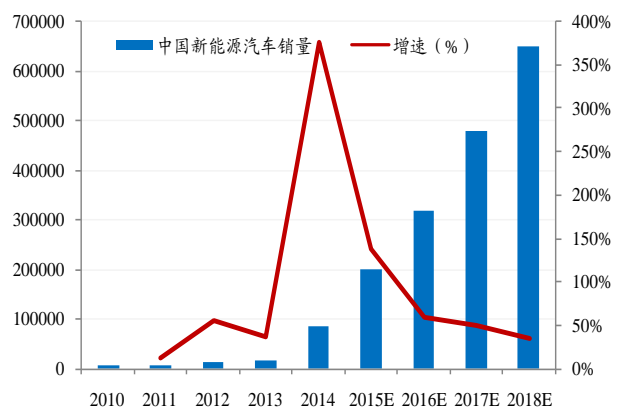
各国对新能源汽车的发展做出了规划, 2012 年中国政府发布了《节能与新能源汽车产业发展规划》, 至 2020 年, 纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达 200 万辆。德国规划到 2020 年前实现 100 万辆电动汽车上路的目标。各国也颁布了相关的补贴及税收优惠等政策, 趋势是加大政策鼓励的力度。

图表 2: 2015 年全球新能源汽车增速 50%



数据来源: 汽车工业协会 国联证券研究所

图表 3: 中国新能源汽车增速 100%



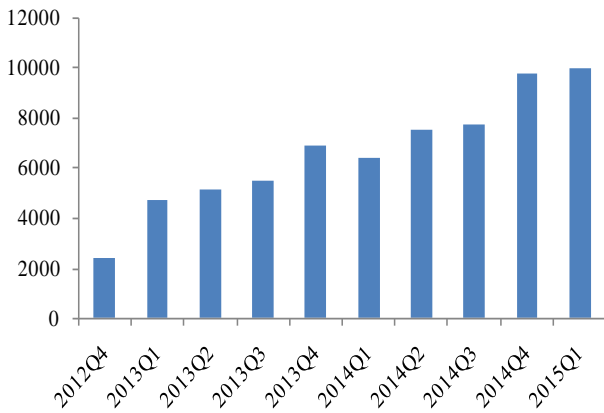
数据来源: 汽车工业协会 国联证券研究所

最新统计, 尽管国内汽车产销量同比下滑, 但中国新能源汽车产量逐季提高。从世界市场范围来看, 新能源汽车产量将由 2013 年的 252 万上升至 2020 年的 587 万辆, 而市场占有率也将有目前的约 3% 提升至 5.37%。

但需要注意的是, 虽然新能源汽车保持高速发展, 在车辆总体中权重还是很低, 预计 2020 年占比依旧不高。从市场份额来看, 2013 年中国新能源汽车

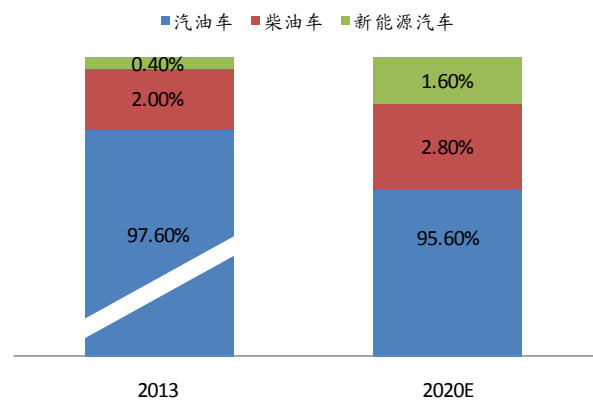
市场占有率仅为 0.4%，2020 年这一数字有望将提升至 1.6%，

图表 25: 中国新能源汽车产量逆市逐季提高



数据来源: 汽车工业协会 国联证券研究所

图表 26: 2020 年中国新能源车占比 1.6%



数据来源: 汽车工业协会 国联证券研究所

2.4、供给端暂时过剩，局部产能存在中断或受损风险

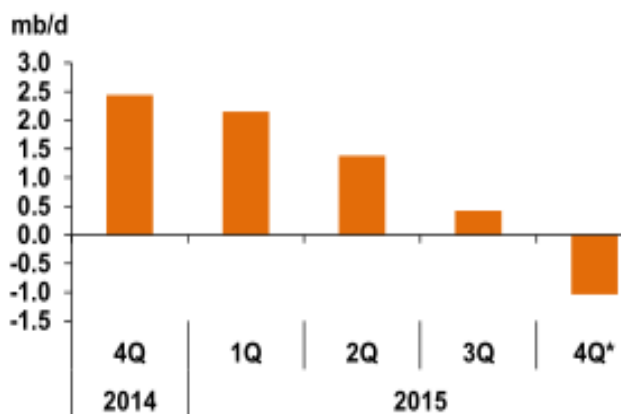
IEA 预期 2015 年全球石油日均产量为 9297 万桶，日均消耗量则为 9239 万桶。到了 2016 年，该机构预期全球石油日均产量为 9351 万桶，日均消耗量则为 9342 万桶。

油价下跌的推动作用逐渐减弱，需求增长预计在 2016 年将会明显显著放缓，预计伊朗石油供给提升，有可能使市场截止到 2016 年都会出现过剩。

由于油价暴跌，石油消耗量在今年急剧上涨。石油价格从 2014 年 6 月每桶 100 美元以上的高位下跌至 2015 年 8 月份的每桶 42 美元以下的低位，创 6 年半以来的最低水平。欧佩克(OPEC)成员国将其石油产量增加到接近其历史最高水平，这些国家试图捍卫其市场份额。欧佩克的石油总产量在 9 月份上涨至每天 3170 万桶，高于该组织每天 3000 万桶的官方目标。

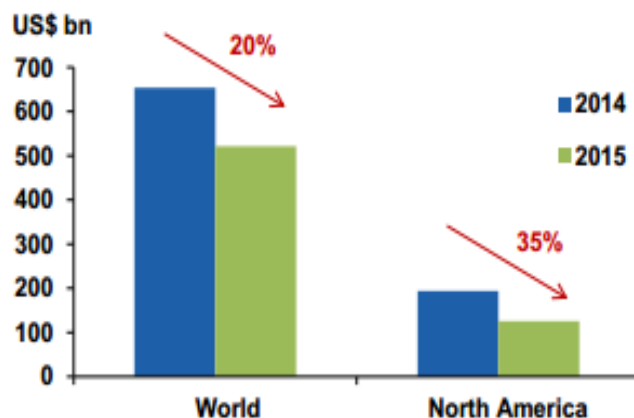
2015 年非欧佩克石油供应量增幅下调约 7.2 万桶/天，降至 88 万桶/天，原因是美国产量低于预期。油价大跌正在冲击美国页岩钻井商以及其他非欧佩克产油国。美国石油产量增长已出现放缓迹象，这或将有助减轻石油市场供需失衡的状况。

图表 27: 2015Q1 非欧佩克日均产量稳步下降



数据来源: OPEC 国联证券研究所

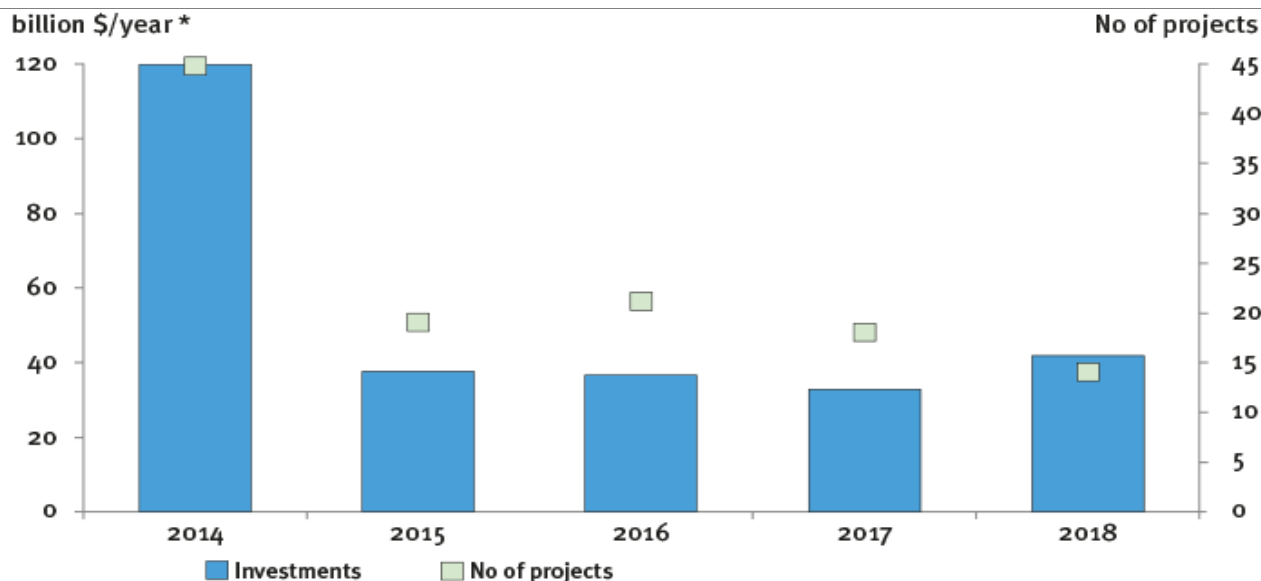
图表 28: 2015 年全球和北美勘探开支减少二成以上



数据来源: OPEC 国联证券研究所

2015 年欧佩克石油产量并未减少,但其对勘探环节投资开支已经急剧压缩。比较 2015 年,同比减少 2/3,从 1200 亿美元直接降至 400 亿美元,而且未来三年的资本开支维持相当水平。同样项目总数也成同比例砍掉过半,从 2014 年规划 45 个项目,降低至 20 个项目。这类措施下,预计三年后石油接力供应面不容乐观。

图表 29: OPEC 成员国 2015 年主动压缩石油投资开支 2/3

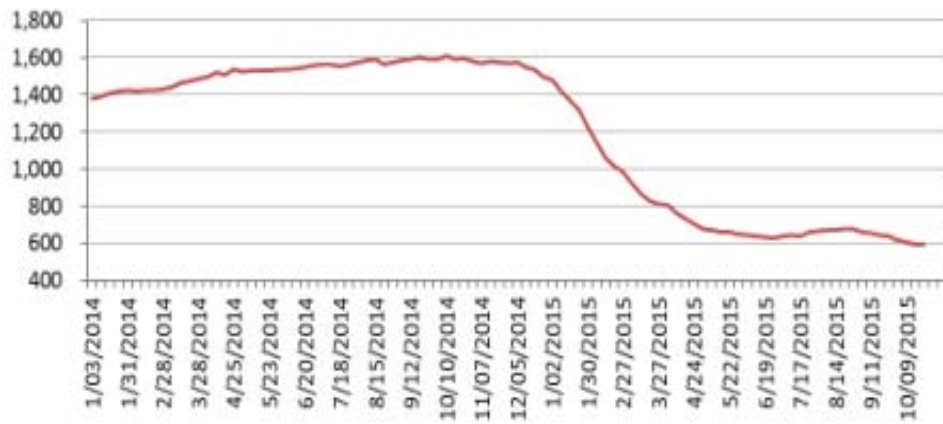


数据来源: OPEC 国联证券研究所

美国在线钻井连续第 9 周减少。油田服务机构贝克休斯公布的数据显示,截止 10 月 30 日的一周,美国在线钻探油井数量 578 座,为 2010 年 6 月份以来最低水平,比前周减少 16 座,比去年同期减少 1004 座。美国在线钻探油井总数比 2014 年 10 月高点低了约 64%。美国海上平台 33 座,比前周减少 2 座,比去年同期减少 20 座。贝克休斯公布的数据还显示,同期美国天然气井数 197 座,比前周增加 4 座,比去年同期减少 149 座。其中美国陆地石油和天然气平台共计 738 座,比前一周减少 11 座,比去年同期减少 1124 座。美国油气钻井平台

总计 775 座，比前周减少 12 座，比去年同期减少 1154 座。

图表 30: 美国钻机量持续下降



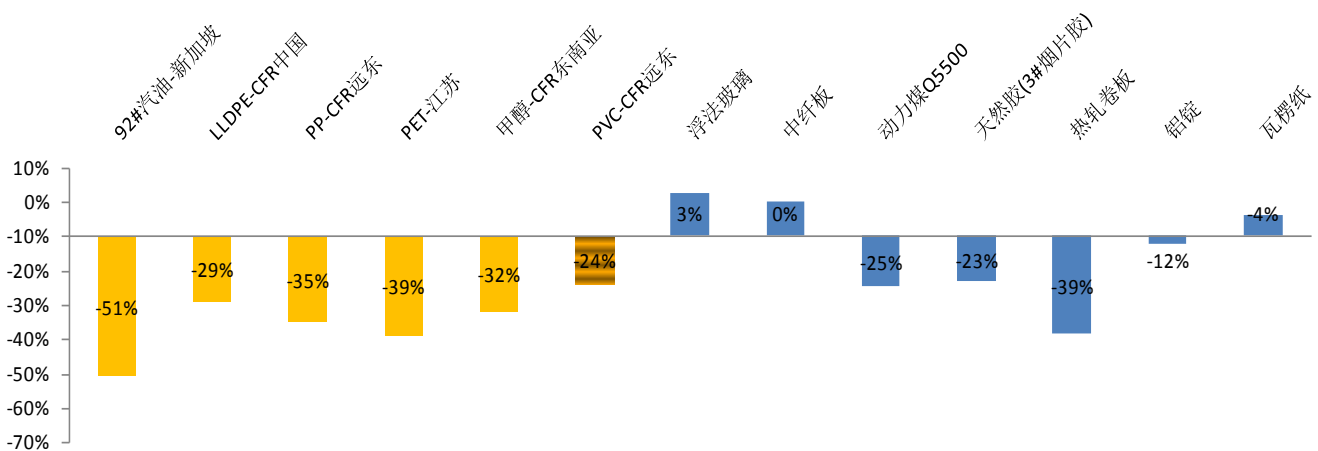
数据来源: EIA 海通证券 国联证券研究所

2.5、石油低价促进替代应用增长

石油维持低价刺激了替代需求增长，支持化学品增长。价格影响替代决策，聚合物和纤维 VS 常规原料，原生化学品 VS 回收料，减少替代原料的渗透。受限于加工能力或者性能要求，临时性质（价格回升后逆转）。燃料油刺激挤压其它能源，如天然气（中国），煤炭，电力等。

按照 2015 年以来截止 9 月 30 日，比较各种材料价格变化，以石油基础的汽油、线性聚乙烯，聚丙烯，聚酯和甲醇等价格跌幅远远超越木材、铝锭或者瓦楞纸包装，从而产生了积极的替代效应，推动石油的需求增长及未来更多的潜力应用扩张。

图表 31: 商品材料价格急剧波动形成替代效应



数据来源: Wind 国联证券研究所

3、中国石化一系列比较优势，占据优胜地位

中国石化是一家从事石油天然气的勘探开采和贸易，石油产品的炼制与销售及化工产品的生产与销售的上、下游一体化的能源、化工公司。中石化 2014 年世界 500 强亚军，中国最大的化工品生产商，世界第二大炼油商，一体化能源化工公司。

公司的比较优势主要体现为：中国成品油生产和销售中的主导地位；中国最大的石化产品生产商；中国经济发达区域拥有战略性的市场地位；拥有完善、高效、低成本的营销网络；一体化业务结构拥有抗行业周期波动的能力。

3.1、公司炼油产能占据半壁江山

公司和中石油是中国炼油行业的主要力量，加上大型央企中海油、中化工、延长集团、北方兵器工业集团、中国中化等大型国企近年纷纷加入，以及部分民营企业走向规模化，炼油行业显现出多元化发展的趋势。

截至 2014 年底，中国一次石油加工能力达到 7.14 亿吨，同比增长 3.03%。公司、中石油及中海油合计加工能力为 5.2 亿吨，占全国炼油能力的 72%。神华煤制油化工有限公司等 5 家煤制油企业的总产能为 173 万吨。2014 年中国炼油能力分企业构成情况。

图表 32: 非国有企业炼油产能比重显著提高

公司	2005	2014
中石化	45%	39%
中石油	33%	24%
中海油	5%	5%
延长集团	2%	3%
中国化工	3%	4%
中国中化	2%	2%
非国有企业	10%	23%

数据来源：中国化工信息 国联证券研究所

图表 33: 炼油总产能突破 7 亿吨

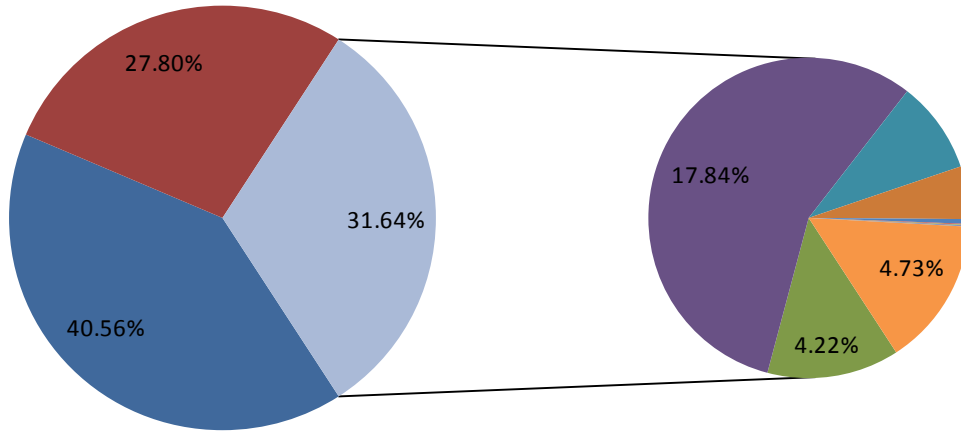
公司	炼油产能	公司	炼油产能
中石化	28960	神华煤制油	108
中石油	19850	山西潞安煤基	21
中海油	3010	伊泰煤制油	16
山东地炼	12735	神华中科	18
陕西地炼	2100	晋煤集团	10
中国中化	1200	其他产能	3375
合计 万吨	71403		

数据来源：中国化工信息 国联证券研究所

虽然非国有产能快速扩张，炼油总产能突破 7 亿吨，但中国石化还是占据 40% 能力，稳居产销量国内第一，除了排名第二的中石油外，其实其余炼油玩家均为配角，无法撼动整个炼油大格局。

图表 34: 中石化炼油占国内总产能超 40%

- 中石化
- 中石油
- 中海油
- 山东地炼
- 陕西地炼
- 中国中化
- 神华煤制油
- 山西潞安煤基
- 伊泰煤制油
- 神华中科
- 晋煤集团
- 其他产能



数据来源: 中国化工信息 国联证券研究所

除了产能占据第一, 公司炼油行业技术水平和装置规模领先, 自身与国外差距逐渐缩小, 国外先进炼油水平轻油收率超过 85%, 先进能耗水平低于 40 千克标准油/吨石油, 公司主营炼厂轻油平均收率达到了 76%~78%、石油加工平均能耗降低到了 58~60 千克标准油/吨石油。而地方小炼厂的轻油收率不足 60%, 石油加工能耗超过 80 千克标准油/吨石油, 小炼厂在资源利用效率、能耗、三废排放、国 IV 油品等方面与中石化的先进水平差距更为明显。

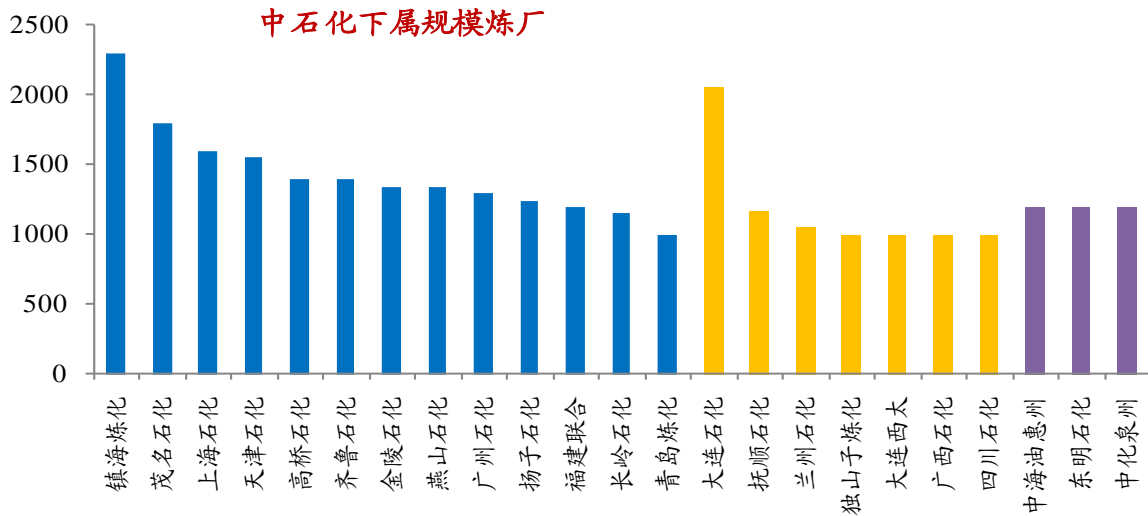
3.2、公司炼油产能分布贴近消费市场华东华南

中国炼油布局遵循靠近资源地、靠近市场、靠近沿海沿江建设的原则, 形成以东部为主、中西部为辅的梯次分布。所以中石油的炼厂主要分布在东北和西北地区, 但这些区域不是成品油的主要消费区。中国石化炼厂则主要分布在油品消费高度集中的华东和中南地区, 所产的成品油基本可在其传统销售区域消化。地方炼厂则主要分布在山东及陕西地区, 成品油资源除部分交中国石油、中国石化两大集团销售外, 其余自行销售。

中国成品油流向继续呈“西油东进、北油南运和东油向西南推进”的格局。炼油工业在扩能建设的同时逐步调整结构、合理布局、优化配置资源和市场, 中国炼油能力的区域分布构成有了一定的变化。截止 2014 年, 华中、华北所占比例同比有所上升, 东北能力占比下滑, 西南能力上升。其中环渤海湾(包括山东、辽宁等)、长三角和珠三角三大经济圈的能力分别为 2.63 亿吨/年、0.9 亿吨/年和 0.89 亿吨/年, 分别占全国炼油总能力的 42%、14%和 13%, 合计为

70%。

图表 35: 公司主力规模炼厂集中布局在经济发达区域

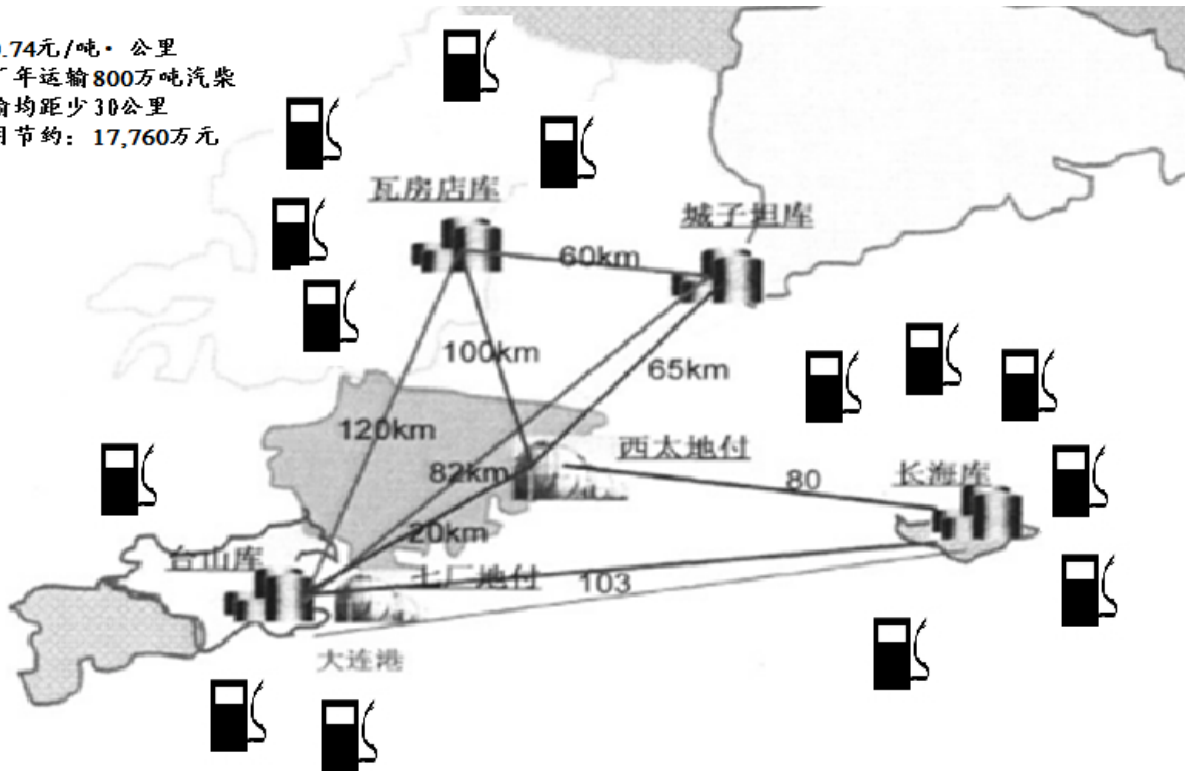


数据来源: 公司年报 中国化工信息 国联证券研究所

汽柴煤油属于易燃危险品, 必须使用危险品车辆或者船舶运输, 常规运费高于普货 30%。运输距离越长, 物流费用越高, 运输周期拉长, 周转效率低。贴近消费地区的优势就体现出来了, 通常发改委核定工厂出厂价, 对运输交付至客户的物流费用无任何规定, 距离短周转快的就能在运费占据效益, 从而更加多获取下游客户的需求订单。

图表 36: 炼厂贴近消费地, 物流费用显著节约

运费: 0.74元/吨·公里
某大炼厂年运输800万吨汽柴油, 运输均距少30公里
物流费用节约: 17,760万元



数据来源: 国联证券研究所

3.3、一体化和多元化, 均衡上下游产业链

中国石化 (Sinopec) 是上中下游一体化、石油石化主业突出、拥有比较完备销售网络、在香港、纽约、伦敦、上海四地上市的一体化能源化工公司。作为中国最大的一体化能源化工公司之一, 公司主要从事石油和天然气的勘探、开发、生产和贸易石油的加工, 石油产品的生产, 石油产品的贸易及运输、分销和营销石化产品的生产、分销和贸易中国石化是中国最大的石油产品 (包括汽油、柴油、航空煤油等) 和主要石化产品 (包括合成树脂、合成纤维单体及聚合物、合成纤维、合成橡胶、化肥和中间石化产品) 生产商和供应商, 是世界第四大乙烯生产商; 是中国第二大石油生产商; 是中国最大、全球第二大炼油公司; 加油站数量居国内第一、世界第二公司完整的产业链条有效地抵御了石油价格波动的风险, 几大业务板块在此消彼长中实现业绩的稳定增长, 中国石化的一体化优势充分显现。

图表 37: 公司具备完整的一体化产业链

数据来源: 公司网站 国联证券研究所整理

从公司自身的经营来看, 降本效应和规模优势使公司的经营风险明显下降, 避免了在行业周期中业绩大起大落, 特别是有效平滑了国际石油价格的剧烈波动带来的业绩冲击。

3.4、炼油正规军迎接油品升级: 装置规模化, 油品提前升级

国家标准委明确, 车用汽柴油国 V 标准的全国实施日期将提前至 2016 年底, 比国务院原制定的油品升级时间表缩短一年:

1. 将 2016 年 1 月起供应国 V 标准车用汽柴油的区域, 从原定的京津冀、长三角、珠三角等区域内重点城市扩大到整个东部地区 11 个省市全境;
2. 将全国供应国 V 标准车用汽柴油的时间由原定的 2018 年 1 月, 提前至 2017 年 1 月;
3. 增加高标准普通柴油供应, 分别从 2017 年 7 月和 2018 年 1 月起, 在全国全面供应国 IV、国 V 标准普通柴油。

图表 38: 2017 年全国境内实施国 V 汽柴油

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2017
北京	国I	国II	国III	国III	国III	国IV	国IV	国IV	国IV	国IV	国IV	国IV	国V	国V	国V
上海	国I	国II	国II	国II	国II	国II	国II	国II	国II	国IV	国IV	国V汽	国V柴	国V	国V
广州	国I	国II	国II	国II	国II	国II	国III	国III	国IV	国IV	国IV	国IV柴	国IV	国V	国V
全国	国II	国II	国III	国III	国III	国IV	国IV	国IV	国III-汽	国III-柴	国III-柴	国IV汽	国IV柴	国IV柴	国V
硫ppm<	500	500	150	150	150	50	50	50	10	10	10	10	10	10	10

炼厂主要升级加氢裂解装置, 脱除降低硫含量

数据来源: 国联证券研究所

2013 年 9 月, 国家发改委出台《关于油品质量升级价格政策有关意见的通知》, 决定对油品质量升级实行优质优价政策。各地车用汽、柴油质量升级至国 IV 每吨分别加价 290 元(约每升 0.21 元)、370 元(约每升 0.32 元); 2016 年底后

升级至国 V 时每吨分别加价 170 元和 160 元。预估炼油企业约承担三成升级成本，因公司提早布局，即装置升级成本已经产生，而收益尚未充分体现。

图表 39: 油品有望落实优质优价



数据来源：国联证券研究所

图表 40: 全国范围内国五实施比例



数据来源：Wind 中信证券 国联证券研究所

公司炼油能力国内最大，一直重视生产清洁产品以减少下游和消费环节污染物排放。截至 2014 年底，已有 70% 汽油产能、40% 车用柴油产能达国 V 标准，并已向北京、上海等 7 省市提前供应国 V 油品，下一步将实施 33 个国五油品升级项目，要求所属炼厂比国家规定早 3 个月完成升级项目，2016 年底前安排 22 个项目，旗下全部炼厂都具备国 V 生产能力。相比之下，近八成地炼企业尚不具备国五汽油生产能力，且炼油亏损严重、资金紧张，开工率一直维持在 40% 的低水平。

当前社会对大气污染的重视，我们判断在油品升级的问题上，政府还会出台刺激油企升级的财税政策，对低硫、低污染的油品实行降低税收或者加价的措施；其次对现有的油品定价机制进行进一步调整，逐步实现油价的市场化和自主化，促使油价更加全面准确地反映成本和供需变化，这也是未来油气改革的重要方向。

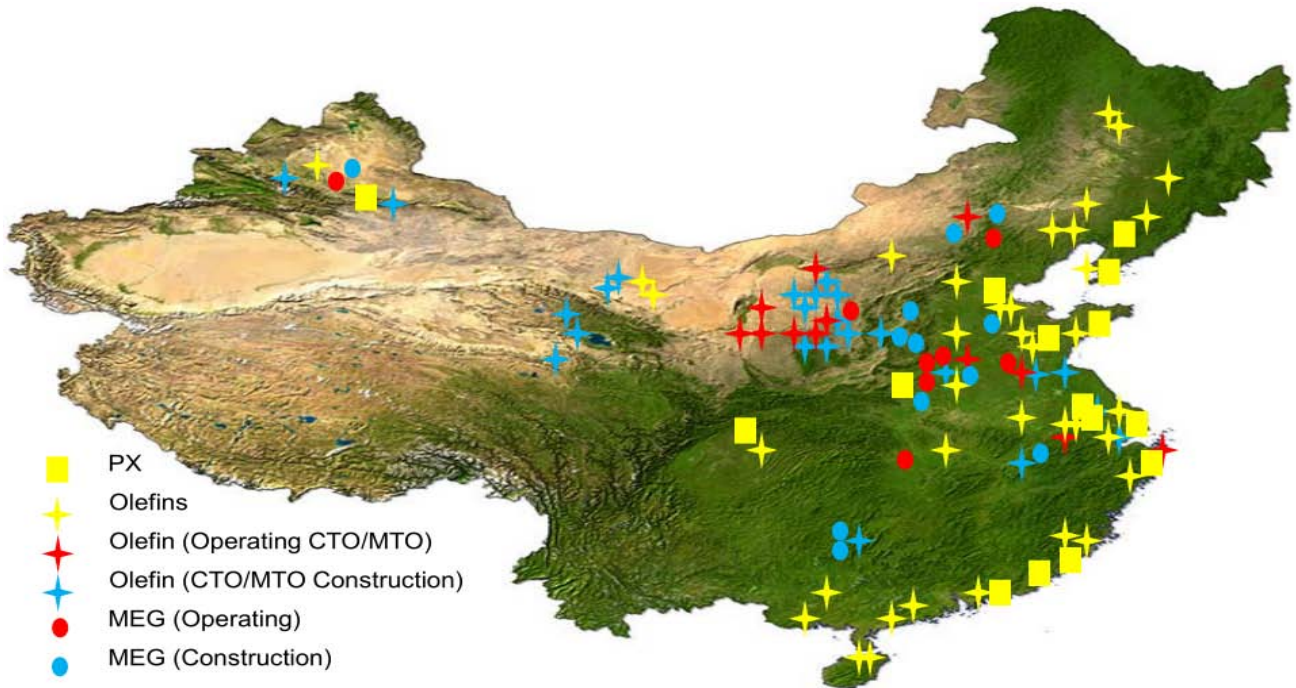
3.5、石化产品受益于成本端，压制煤化工

日益动荡与复杂的市场环境，全球化工企业必须考虑转型。中国化工尤其面临严峻的挑战，包括产能过剩、需求下行、全球竞争和环保压力。

对于传统石化行业而言，以往油价维持高位时，煤化工对石油基产品带来极大的压力。原油价格在 100 美元/桶时，煤化工行业一般都有较好的经济效益，中国规划了大量煤甲醇、煤制烯烃、煤制油、煤制乙二醇和 PX 产能，这部分新增产能沉淀了大量的投资，产能释放之时就直接和中石化的化工产品竞争。煤制气和煤制油产品的盈亏点分别在油价为 65-75 美元/桶和 75-85 美元/桶，烯烃和甲醇等化工产品的盈亏点约在油价为 65-70 美元/桶。当前的油价已低于煤化工产品的盈亏点，煤化工行业已无盈利可言。当油价跌至每桶 45 美元以下，

石油路线的石化装置就完全恢复了竞争力，甚至去反抢以往失去的应用领域。

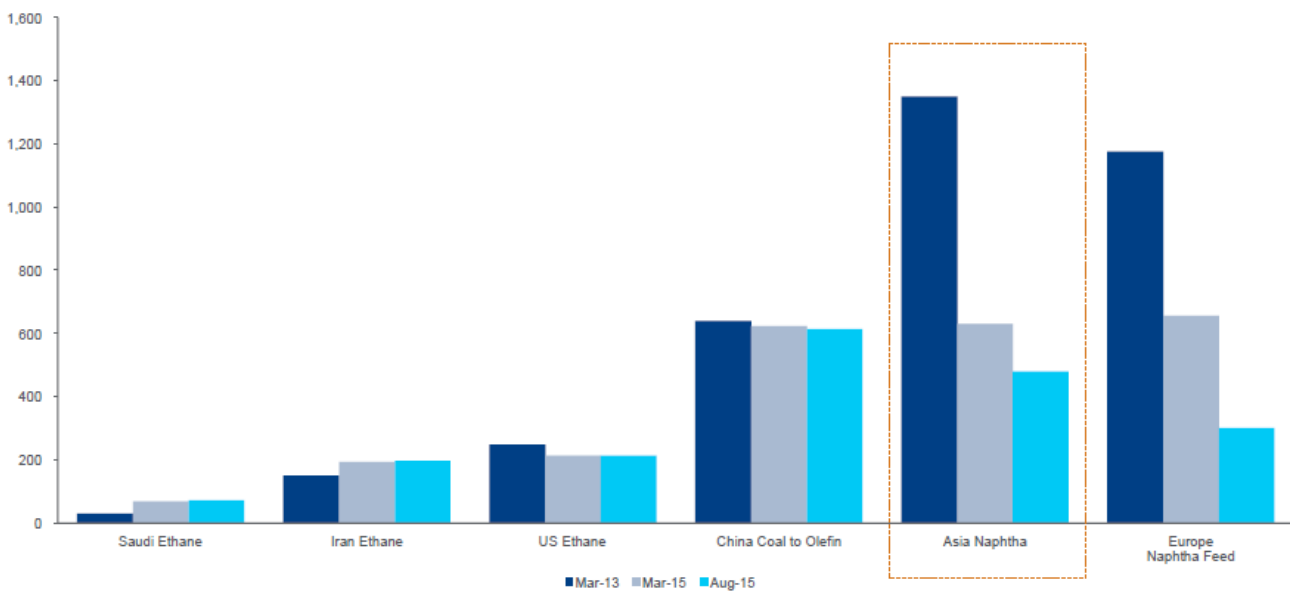
图表 41: 中国正释放大量的煤化工产能



数据来源: IHS 国联证券研究所

按照煤化工最主要的输出产品烯烃（乙烯和丙烯）为例子，石油价格下跌 50%，而同期煤炭下跌幅度小于 20%，综合环保成本，石油路线的烯烃可以和煤化工抗衡。相同成本下，油价和煤价成正相关，无论是煤制油、煤制二甲醚，还是煤制烯烃、煤制乙二醇，都随着油价的下跌，煤路线相应的成本压力增大，经济性降低。

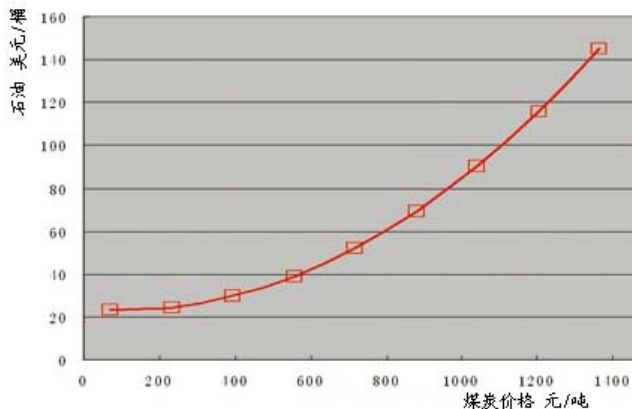
图表 42: 2015-8-15 中国煤制乙烯现金成本逊于石脑油（美元/吨）



数据来源: IHS 国联证券研究所

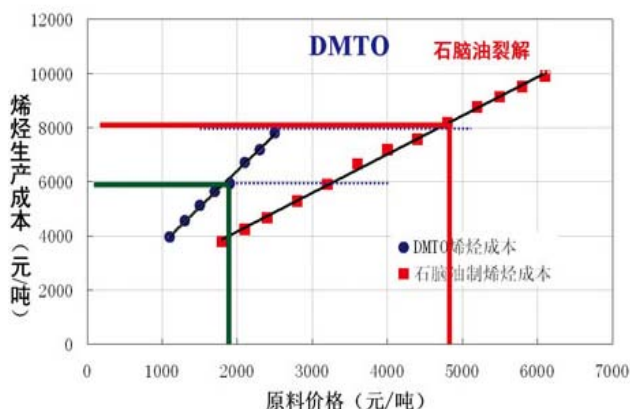
我们选择技术最为成熟的甲醇-烯烃和石脑油-烯烃比较，当甲醇 2000 元/吨，对应石脑油路线 3200 元/吨，也就是说当前石油每桶 42 美元（石脑油）对应石脑油 3000 元成本，成本上石油路线已经胜出。如果考虑环保成本，工艺成熟度，石油路线的竞争力更加明显。

图表 43: 生产聚烯烃煤炭和石油成本对比



数据来源: 化化网 国联证券研究所

图表 44: 低油价生产烯烃成本占比



数据来源: 化化网 中科院大化所 国联证券研究所

3.6、借助加油站和既有客户群，大力发展非油综合服务

中国石化自 2008 年起涉足非油品领域，已在全国 3 万多座加油站内开设易捷便利店 2.3 万家，未来更适合引用混合所有制模式发展，公司顺势将从油品供应商向综合服务商的转型。经过 5 年多时间的发展，易捷的销售额已由最初的十几亿元增长到 2013 年的 133 亿元，每天为客户提供服务 2000 万人次，成为便利店连锁行业开店最多的品牌。

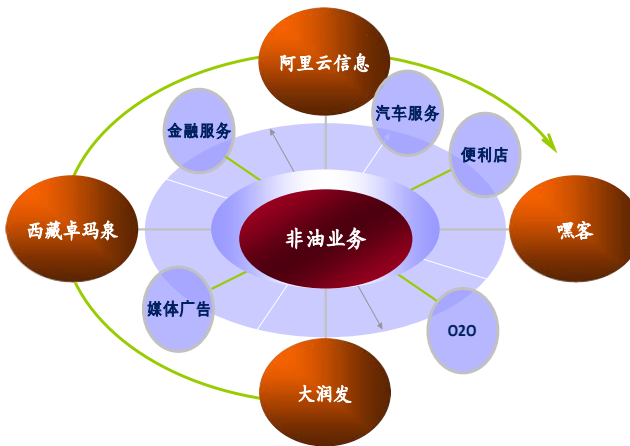
公司积极与国际知名品牌合作开发快餐及统一品牌统一形象的汽服业务站点 300 余座。继与大润发、西藏卓玛泉开展合作之后，公司又与顺丰速运有限公司签订业务合作框架协议，双方将主要在 O2O(线上与线下联动)业务、油品销售、物流配送、交叉营销等领域开展三方面业务合作。

图表 45: 公司旗下易捷试水电商业



数据来源: 易捷官网 国联证券研究所

图表 46: 非油业务雏形已初步形成



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

4、未来盈利增长点落地概率大

上游油气勘探业务遭国际油价大跌拖累。国际油价一年内从 100\$/桶以上下跌至 50\$/桶以下，跌破公司石油营业成本线约 51\$/桶。国际油价维持在 45\$/桶低位，负面拖累程度相当大，但已经充分反映在 2015Q3 当季业绩下滑之中。

石油加工盈利改善，进入景气周期。2015H1 公司石油加工量 1.19 亿吨，同比增长 2.7%，成品油产量同比增长 4.4%，航煤和高标号汽油产量分别+18.9%和 18.2%。炼油的吨毛利 347.8 元，同比+15.8%，利用多增产高标号汽油，增收 56 亿元。预示公司炼油盈利进入景气周期。

低油价支持石化产品盈利快速回升。对于石油-石脑油-烯烃-衍生物产业链，80\$/桶油价有助于公司强化对煤化工和北美页岩气化工品的竞争力，年初以来石油 50\$/桶，石油和烯烃产品价差扩大，产品毛利快速提升，预计石油未来 2~3 年的低价格运行态势，有利于公司化工业务保持景气新常态。

营销与分销盈利稳定，亮点在于非油业务。盈利相对稳定。今年上半年公司营销与分销实现经营收益 152 亿元，与去年基本持平。增长看点在于将加油站平台优势，拓展便利店、汽车服务、车联网、O2O、金融服务、广告等，非油业务潜力很大。

按照 2015 年经营业绩作为基准，我们认为未来三年盈利增长点确定性比较强。

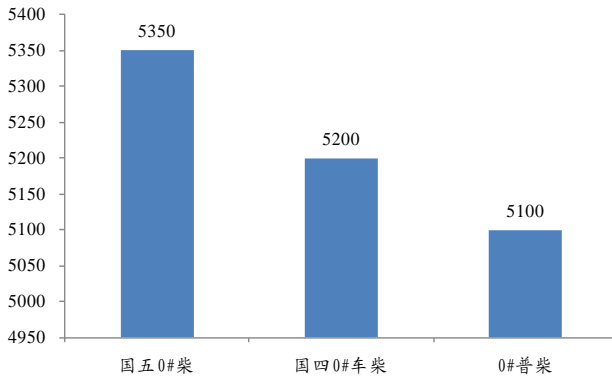
4.1、油品升级落实优质优价政策

按照优质优价政策，各地车用汽、柴油质量升级至国 IV 每吨分别加价 290 元(约每升 0.21 元)、370 元(约每升 0.32 元)，2016 年底后升级至国 V 时每吨分别加价 170 元和 160 元。全国 2014 年实行国 IV 汽油，2015 年实行国 IV 柴油，而京沪和江苏广东部分地区提前实行国五汽油。公司炼油厂主要布局在长三角和珠三角经济发达区域，油品升级率先实施，将率先受益于油品升级带来优价政策。

从具体价格跟踪看，完全加价至上限有难度，考察南京和南通地区实际批发价格存在较大折扣，加价幅度低于发改委规定的 50%。比较上海地区中石化和中石油 0#柴油出厂价，国 III 和国 V 差价也显示加价幅度低于 50%，特别是国 IV 升级为国 V 的补偿，仅为+50 元/吨。实际未到位补偿的原因，可能是发改委核准价格时兼顾了民生利益，采取分步调整，另一方面是石油企业之间的相互竞争，经销商、工业用户和加油站等购油品种、客户数量、支付方式有区别。预计从中长期来看，等待市场竞争格局固化后，当中石化和中石油具有能

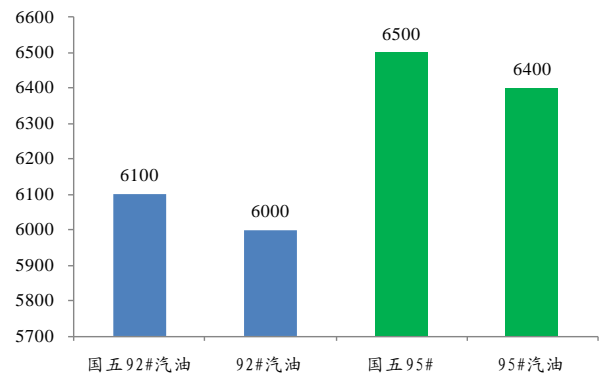
力规范市场，就可采取政策规定价格。

图表 47: 南京地区 2015-9-1 柴油批发加价



数据来源: 江苏物价局 国联证券研究所

图表 48: 南通地区 2015-9-1 汽油批发加价



数据来源: 江苏物价局 国联证券研究所

一旦全国范围内汽柴油全部实施国 V 标准，公司扣除 30% 升级成本，完全执行提高后的价格，初步覆盖 2015 年后价格调整的增量部分计算，初步测算，截止 2017 年，可以在 2015 年基础上提高经营利润 323 亿元。

图表 49: 公司区域范围 2015-11-12 柴油出厂价

市场	柴油规格	2015/11/12	差价元/吨
上海中石化0#	国III	5200	250
上海中石化沪四0#	国V	5450	
上海中石油0#	国III	5200	300
上海中石油沪四0#	国V	5500	
南京中石化0#	国V	5550	50
南京中石油0#	国IV	5500	

数据来源: 百川资讯 国联证券研究所

图表 50: 完全加价有望给公司带来显著收益

年份	2015	2016	2017
柴油销量 百万吨	74.3	73.2	72.468
汽油销量 百万吨	54.15	56	57.68
柴油升级加价	370	370	160
汽油升级加价	290	290	170
柴油-国IV比例	35%	100%	0%
汽油-国IV比例	40%	100%	0%
柴油-国V比例	10%	15%	100%
汽油-国V比例	15%	30%	100%
2017年增收收益			32,365
百万元			

数据来源: 国联证券研究所

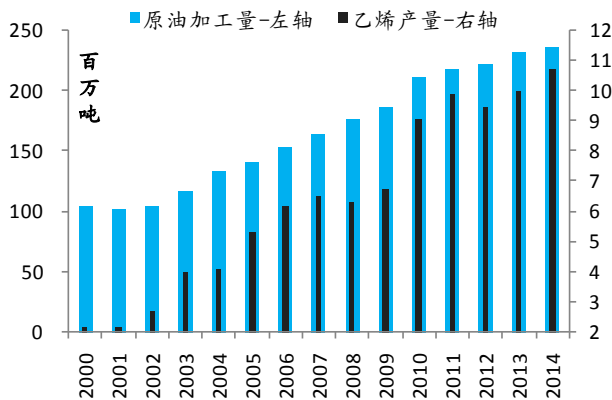
4.2、炼油负荷有效提升: 炼油单位现金操作成本降低

公司从 2005 年以来原油加工量逐年提高，2015 年计划完成加工石油 2.43 亿吨，增长 3%。乙烯产量从 2011 年起又恢复了增长的势头，2014 年产量 1,070 万吨，同比增长 7.2%，2015 年上半年完成 545.7 万吨，同比增长 7.3%。综合负荷逐年提升，对控制炼油成本有利。

公司炼油单位现金操作成本处于国内领先水平，自身强化内部管理，压缩各项费用，从 2013 年起连续三年下降改善，2015 年上半年已经降低至 158.4 元，低于中石油 17.24 元。发改委针对行业统一进行测算，核准汽柴煤油价格，中石油炼油环节成本更高，经营压力更大，从减负角度看，存在价格给予支持预

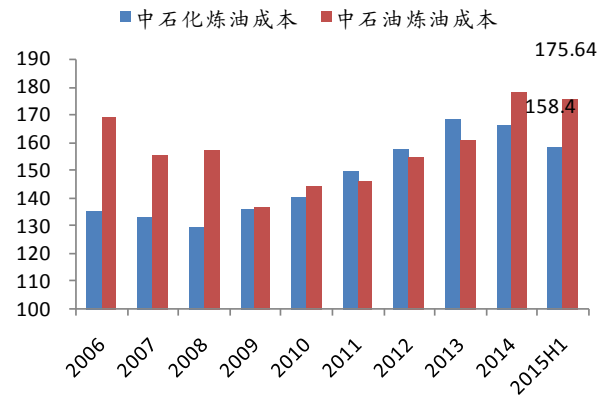
期，公司将从新价中受益。

图表 51: 公司炼油和乙烯负荷逐年提升



数据来源: 公司年报 国联证券研究所

图表 52: 公司炼油吨成本处于国内领先



数据来源: 公司年报 国联证券研究所

4.3、汽柴比趋势处于提升中：多产销汽煤油盈利更好

汽柴煤油全都源于石油，成分均为脂肪族碳氢化合物，它们之间的主要区别就是碳链的长度不一样。生产工艺一致，将石油催化裂解、蒸馏，分子链切割成较短的分子，再经过不同程度加氢，最终进入调和复配成不同等级牌号的油品。裂解工艺可能涉及二次加工，调和阶段的添加剂有所差别，产生成本差异，但综合来看，石化企业最倾向于销售汽油，依次是煤油，车用柴油，而且牌号越高越有动力销售。从新加坡和鹿特丹炼油厂销售挂牌价格，选取 2015 年 11 月新加坡和鹿特丹汽柴油价差，分别仅高 2.7% 和 0.45%，价格主要是下游需求和定位决定，而非生产成本。所以我们判断汽柴煤油制造成本差异并不大，至少没有售价差这么大，当石化企业销售更多汽煤油时，获益多于销售柴油。

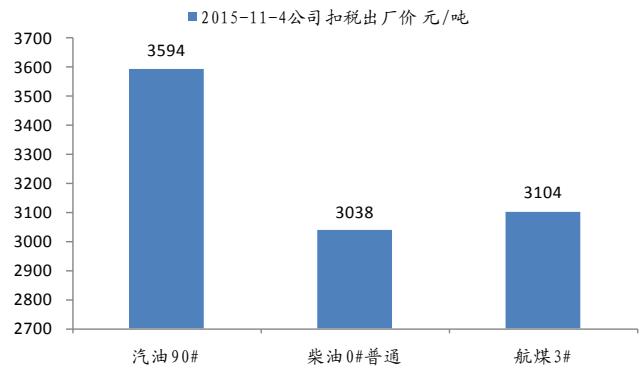
从公司 2014 年年报披露也能佐证，公司要求以市场为导向优化调整产品结构，增产市场需求旺盛的油品和高附加值产品，汽油(特别是高标号汽油)和航空煤油产量大幅增长，柴汽比进一步下降，积极生产国 IV 和 V 车用柴油。

图表 53: 汽柴煤油成分同为碳氢化合物

项目	内容		
	汽油	柴油	煤油
化学品名称:	汽油	柴油	煤油
定义	碳氢芳烃类混合物		
碳链	C4~C12	C12~C22	C11~C16
分子量:	72-170	210-240	180-200
密度:	0.67-0.75	0.80-0.87	0.8-1.0
爆炸极限:	0.76%-6.9%	1.5%-4.5%	0.7%-5.0%
闪点:	<23℃	50-90℃	43~72℃
自燃点(℃):	225-530℃	225-530℃	引燃温度210℃
沸点(℃):	50-150℃	350-380℃	175-325℃
溶解性:	不溶于水		
危险性类别:	第3类易燃液体		

数据来源: 国联证券研究所

图表 54: 汽柴煤油扣税后售价

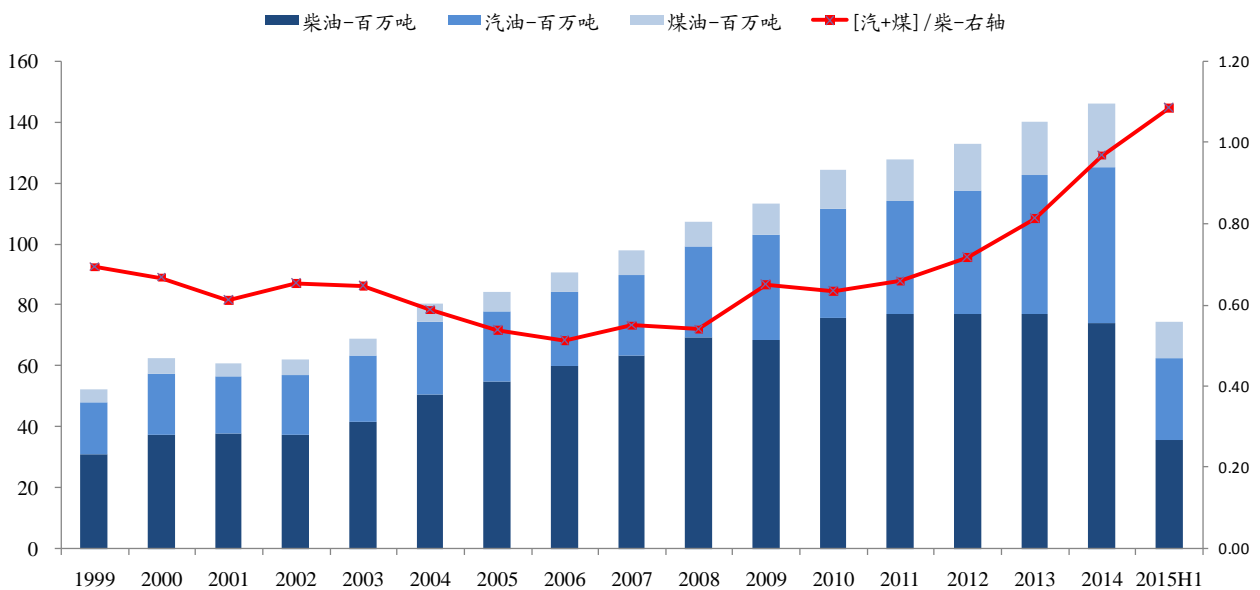


数据来源: Wind 国联证券研究所

中国成品油市场, 汽柴煤油比长期呈现上升趋势, 柴油消费增速下滑, 甚至出现负增长。造成这种情况的主要原因在于: 第一, 我国炼油企业汽柴比产量及消费地区不均衡, 地炼市场缺少石油, 大部分地炼以品质较差的燃料油作为一次装置生产的原料, 汽柴总体收率方面, 柴油收率要远远大于汽油; 第二, 柴油作为生产建设用油, 建设工程、进出口货物有关的公路运输方面不景气, 市场柴油消费水平大幅度走低; 第三, 成品油定价机制实施以来, 国内成品油市场调价周期缩短, 调价方式灵活, 下游终端和中间贸易商来说为规避不必要的商业风险, 多小单操作、按需订购为主, 使得柴油终端消费市场力度受阻。

应对这一趋势, 炼油装置新建和改扩建阶段已考虑汽柴煤油消费比的变化, 有针对性地提高生产汽柴比; 二是通过柴油出口等方式消化柴油资源; 三是利用价格杠杆调整汽柴油生产比例。

图表 55: 公司产品结构中【汽+煤】/柴的比例逐年走高



数据来源: 公司年报 国联证券研究所

消费汽柴油煤油比的变化与工业化发展阶段、居民收入水平和汽车行业发展趋势密切相关，工业化后期柴油消费增速低于汽油消费增速将成为常态，随着我国工业化发展进程加快、居民收入水平的提高和家庭用汽车日益普及，预测今后若干年内消费汽柴比将长期呈现上行趋势。

按照这一趋势，公司保持原油加工总量不变的情况下，多产汽煤油的增量部分，公司将从中受益。

4.4、等待油价回暖，勘探扭亏

公司勘探事业部生产油气，稳定年产石油 4000 万吨及天然气 200 亿立方，石油按照市场价主要用于本公司炼油、化工业务，绝大部分天然气及少部分原油外销给其他客户公司。石油价格对公司盈利极具敏感性，经过测算，特别收益金起征点 65 美元以下，国际油价每桶上涨 10 美元，将给公司每股收益增加 0.10 元。当前国际油价每桶低于 42 美元，而公司经营成本为每桶 51 美元，油价倘若一直保持该价位，将拖累公司每股收益 0.13 元。

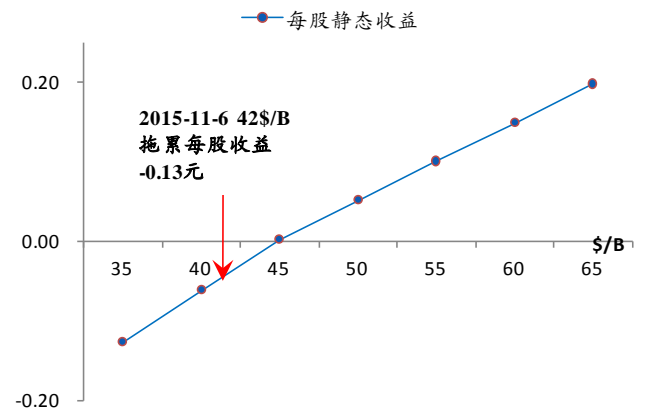
针对严峻的低油价，公司严格控制成本费用，2015 年上半年油气现金操作成本为人民币 771 元 / 吨，同比下降 2.5%，该作业成本已经连续三年下降。

图表 56: 公司油气操作成本控制有方



数据来源: IDC 国联证券研究所

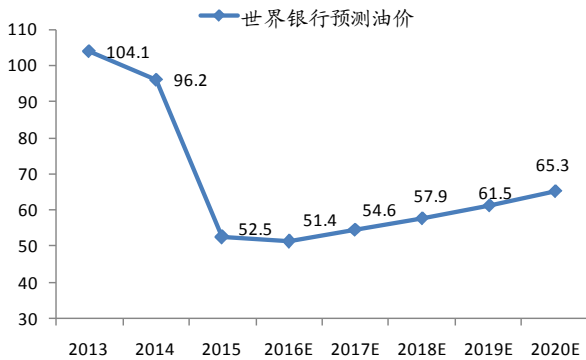
图表 57: 油价每涨 10 美\$/B 增每股收益 0.10 元



数据来源: 国联证券研究所

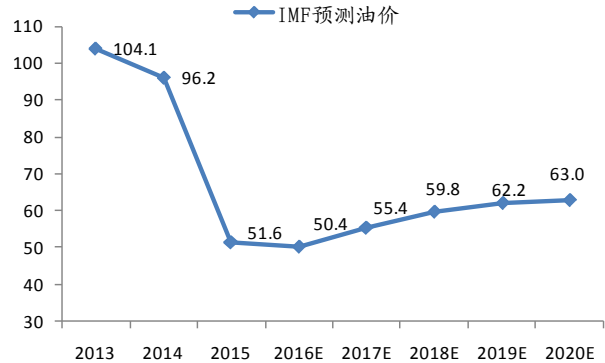
国际油价较难判断何时企稳回暖，我们依据世界银行和 IMF 的预测数据，认为石油价格将长期维持低位，但当前价格跌破多数油气企业的经营成本线，造成后续投资急剧下降，将会回归合理，预计未来三年国际油价介于每桶 50~55 美元，考虑国内定价模式，加上石油运输成本，公司勘探事业部将扭亏为盈。

图表 58: 世界银行对未来油价预测



数据来源: World Bank 国联证券研究所

图表 59: IMF 对未来油价预测

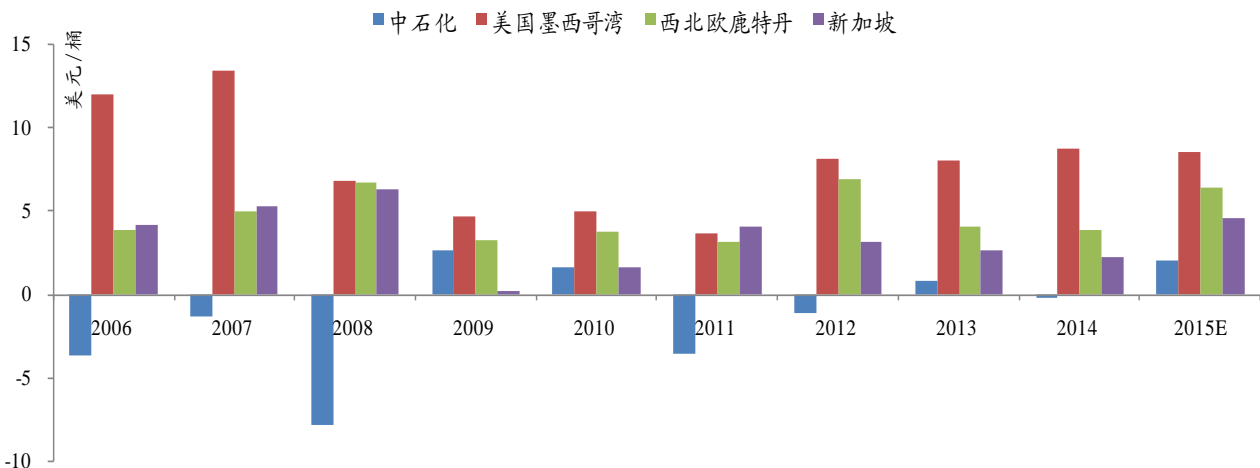


数据来源: IMF 国联证券研究所

4.4、炼油盈利正常化，逐步接轨国际

我们比较了历年公司炼油盈利，2008 年因政策性亏损，炼油板块经营利润亏损 636 亿，2011 年也亏损超 300 亿，其余年份盈亏平衡，近年来逐步改善，这个和油品升级加价、汽油消费增加、产能负荷提升有关。但比较国际炼油盈利水平，美国墨西哥湾、欧洲鹿特丹和新加坡这三地大型炼油装置的盈利水平，公司明显因价格管制，没有从炼油中受益。最新 2015 年的水平，三地的 EBIT 分别为 8.56, 6.44, 4.58 美元/桶，而公司已经到历史最好的水平，也仅为 2.02 美元/桶，其中除了石化炼油效率、人员成本等因素外，油品价格管制也是主要因素之一。

图表 60: 公司炼油 EBIT 明显低于国际水平



数据来源: BP 中石化年报 国联证券研究所

2015 年 9 月亚洲范围内炼油利润一度超过 11 美元/桶，随后逐渐回落至 7 美元/桶。原油价格走低支持全球原油需求提升每日 170 万桶，超国全球炼油产能每日 80 万桶的增长。油价持续低迷，亚洲地区汽油需求的提升将继续推高炼油产能。印度汽油需求增长了 14%，中国汽油需求则增长了 12%。石油巨头的

利润受油价大幅下滑打压，但如果配套一体化炼油装置，油价大幅下滑所带来的部分不利影响被炼油和营销部门盈利所抵消。

4.5、天然气定价机制修正，消除盈利不确定性

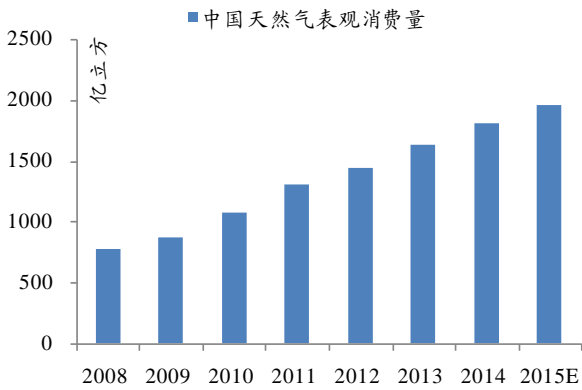
作为新兴的清洁能源，天然气在中国的发展增长大幅放缓，但未来仍有较大发展空间。2014年我国天然气人均消费量为135立方米，占一次能源消费的比重为6%，而全球平均水平为467立方米/人和23.7%。未来我国天然气最具发展潜力的领域将是发电和分散用煤领域，2014年燃气发电量仅占发电总量的2.1%，远低于世界20%的平均水平。政府正大力推进的大气污染防治与应对气候变化行动计划为气代煤提供了难得的历史机遇，以气代煤是促进我国能源结构向低碳、清洁、高效转型升级的重要途径。

国家发改委正推进价格机制改革，推动修订《中华人民共和国价格法》，在天然气等重点领域和关键环节，推动价格改革不断取得新的突破和新的成效。天然气价格改革向纵深推进，将加快由政府定价向市场定价过渡。2013年底全面推行“市场净回值法”形成各省门站价格，2014年4月起，各省份增量气最高门站价格每立方米降低0.44元，存量气最高门站价格提高0.04元，实现价格并轨，并放开直供用户（化肥企业除外）用气门站价格，供需双方协商确定，实现存量增量并轨。

2015年，受国际油价下跌带动，进口的天然气价格低至7美元/百万英热，为价改创造了很好的条件。天然气价格改革明显提速，完成非居民用天然气价格顺利并轨，放开大用户直供气价，实行市场调节价的天然气已占消费总量的40%。但定价机制距离完全市场化仍有相当距离，煤炭、石油等市场化定价程度更高的替代能源价格大幅下滑，天然气消费需求增速明显下降，凸显了天然气定价机制的短板。天然气价格调整已经出现了明显的迟滞，不利于消费需求的增长。亟须形成反映市场供需的天然气价格，国际市场也需要通过公开透明的市场了解我国真实的天然气需求。

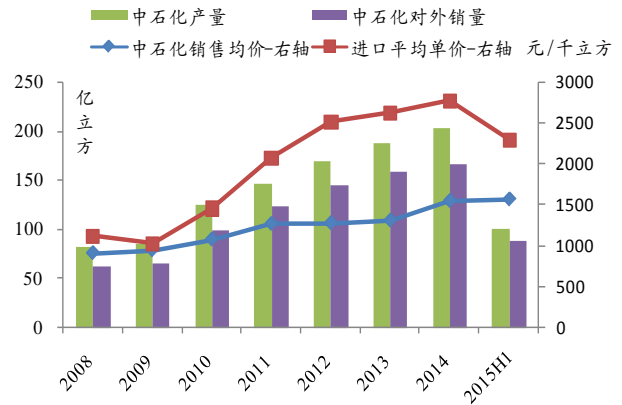
我们判断价格定价机制改革，表现为存量气和增量气价接轨，工业和居民用户价格市场化，公司天然气销售价格可能会部分下调，短期内影响天然气板块的盈利，长期看消除了政策不确定性。总的趋势来看，售价市场化对中石化年产200亿立方天然气的盈利空间，长期有了保障，价格和进口价格接轨。公司不同于中石油和中海油大量进口天然气，承担高位库存和价格倒挂，价格机制一旦理顺就可以受益。

图表 61: 天然气表观消费量保持增长



数据来源: Wind 国联证券研究所

图表 62: 进口天然气价长期倒挂



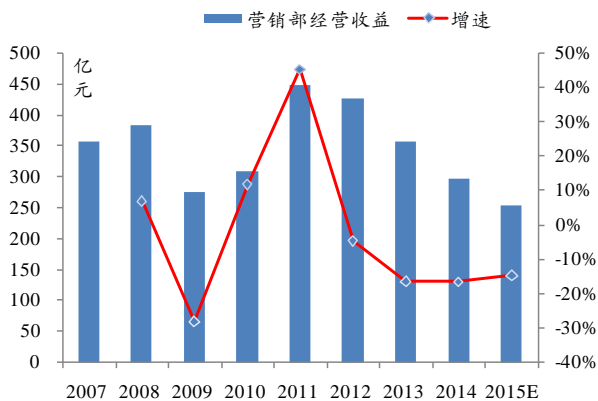
数据来源: Wind 国联证券研究所

4.6、电商业务有望产生贡献，并提供未来可持续增长保障

公司营销及分销事业部业务包括从炼油事业部和第三方采购石油产品，向国内用户批发、直接销售和通过该事业部零售分销网络零售、分销石油产品及提供相关的服务。因人力成本、新业务投入、消化高成本库存影响等因素，公司营销事业部经营利润连续五年保持下滑态势，兹需新业务和创新来摆脱下滑的颓势。

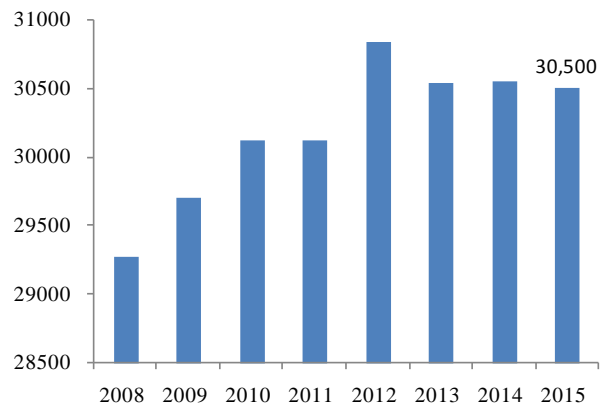
公司 2008 年起开始布局非油业务，成立易捷销售公司，借助自身 3 万座加油站开展便利店业务，重点发展非油业务，销售额快速增长，2013 年突破 133 亿，2014 年 171 亿，2015 年 1~6 月份同比又增长 50%。

图表 63: 营销事业部 EBIT 逐年下滑



数据来源: 公司年报 国联证券研究所

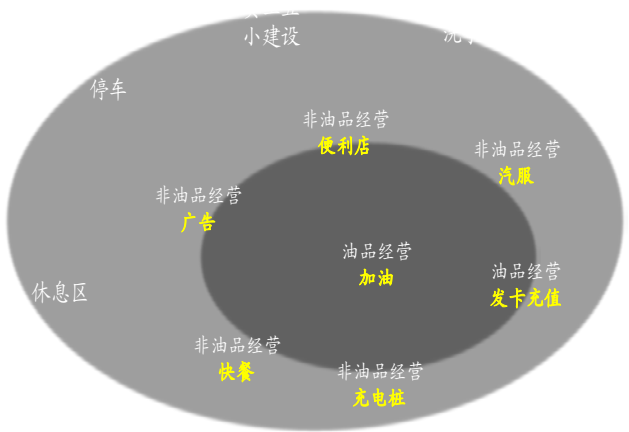
图表 64: 公司加油站数量超 3 万座



数据来源: 公司年报 国联证券研究所

加油站作为“汽车驿站”的一种定位来考虑，把油品、“五小建设”、便利店、汽服、快餐、停车等放在一个大系统来考虑，相互呼应，动线流畅。我们判断随着混改深入，联合互联网行业巨头，公司利用易捷来撬动广阔的市场，布局未来营销模式。

图表 65: 公司非油业务拓展有声有色



数据来源: 国联证券研究所

图表 66: 加油站发展成为生活驿站



数据来源: 国联证券研究所

5、盈利预测

我们预测未来三年公司勘探部分产量变化不大，产品结构中较大的变化是汽煤油维持较快增长，柴油出现负增长。而化工业务中乙烯和合成树脂保持和 GDP 同步增速，营销成品油销量变化不大，非油部分获得快速发展。

盈利预测主要的假设条件如下:

- 1) 国际原油三地均价按照 2015 年 46 美元，2016 年每桶 50 美元，2017 年 52 美元，2018 年 55 美元测算;
- 2) 公司原油加工量不变，油品升级落实优质优价政策，2016 年覆盖 50% 加价，2017 年覆盖 80% 加价，2018 年 100% 落实加价;
- 3) 按年化测算，对存货价格变动带来的盈利变化不予考虑;
- 4) 【汽+煤】/柴油比例逐年提升，2015 年 1.1，2016 年 1.12，2017 年 1.14，2018 年 1.16;
- 5) 考虑勘探板块亏损加剧，参考国内和国际盈利水平，发改委定价中给予适当调整，炼油单桶 EBIT 有望逐步提升，2015 年 2.0 美元，2016 年 3.0 美元，2017 年 3.6 美元，2018 年 4.0 美元。
- 6) 营销事业部天时（互联网+）地利(加油站零售)人和（人力成本企稳），逐步走出下滑困境，给予 2015 年经营利润基础上，逐年改善 15% 来测算。

图表 67: 未来三年主要产品产销量预估

		2013	2014	2015E	2016E	2017E
勘探	原油产量(百万桶)	332.54	360.73	348.14	351.62	362.17
	天然气产量(十亿立方英尺)	660.18	716.35	718.22	739.77	776.75
炼油	原油加工量	231.95	235.38	241.26	243.68	243.68
	汽油	45.56	51.22	54.81	57.00	58.71
	柴油	77.40	74.26	70.95	68.81	66.08
	煤油	17.43	20.75	24.07	25.51	26.53
化工	乙烯(千吨)	9,980.0	10,698.0	11,446.9	11,790.3	12,026.1
	合成树脂	13,726.0	14,639.0	15,663.7	16,133.6	16,456.3
	合成橡胶	960.0	939.0	910.8	929.0	975.5
	合成纤维单体及聚合物	9,227.0	8,383.0	8,718.3	8,805.5	8,893.6
	合成纤维	1,392.0	1,315.0	1,288.7	1,288.7	1,314.5
营销	成品油总经销量(百万吨)	180.0	189.2	196.7	202.6	204.7
	非油销售额(亿元)	133.0	171.0	265.1	360.5	479.4

数据来源: 国联证券研究所

公司勘探部分毛利将有很大的下滑, 特别是 2015 年油价维持在每桶 46 美元, 蚕食千亿毛利。炼油部分毛利上调主要是因为汽柴油消费税加收, 2016 年随着定价落实, 将有显著毛利改善, 有望弥补勘探损失。

图表 68: 主要事业部毛利动态预测

核心事业部	百万元	2013	2014	2015H1	2015E	2016E	2017E
勘探 开采	收入	242,107	227,597	70,401	130,175	142,993	148,457
	成本	115,697	115,575	54,748	110,389	116,882	118,098
	毛利	126,410	112,022	15,653	19,787	26,110	30,359
	CM%	52.21%	49.22%	22.23%	15.20%	18.26%	20.45%
炼油	收入	1,311,269	1,273,095	485,735	934,811	1,026,854	1,055,642
	成本	1,129,484	1,100,853	346,809	680,168	733,790	750,878
	毛利	181,785	172,242	138,926	254,642	293,064	304,764
	CM%	13.86%	13.53%	28.60%	27.24%	28.54%	28.87%
化工	收入	437,587	427,485	166,306	300,630	336,706	342,718
	成本	418,435	409,477	146,249	271,469	303,372	309,817
	毛利	19,152	18,008	20,057	29,161	33,334	32,901
	CM%	4.38%	4.21%	11.60%	9.70%	9.90%	9.60%
营销	收入	1,502,414	1,476,606	565,638	1,094,300	1,177,069	1,233,651
	成本	1,413,714	1,391,258	524,976	1,018,465	1,092,791	1,140,510
	毛利	88,700	85,348	40,662	75,835	84,278	93,141
	CM%	5.90%	5.78%	7.00%	6.93%	7.16%	7.55%
综合毛利					379,425	436,786	461,165

数据来源: Wind 国联证券研究所

6、估值及投资建议

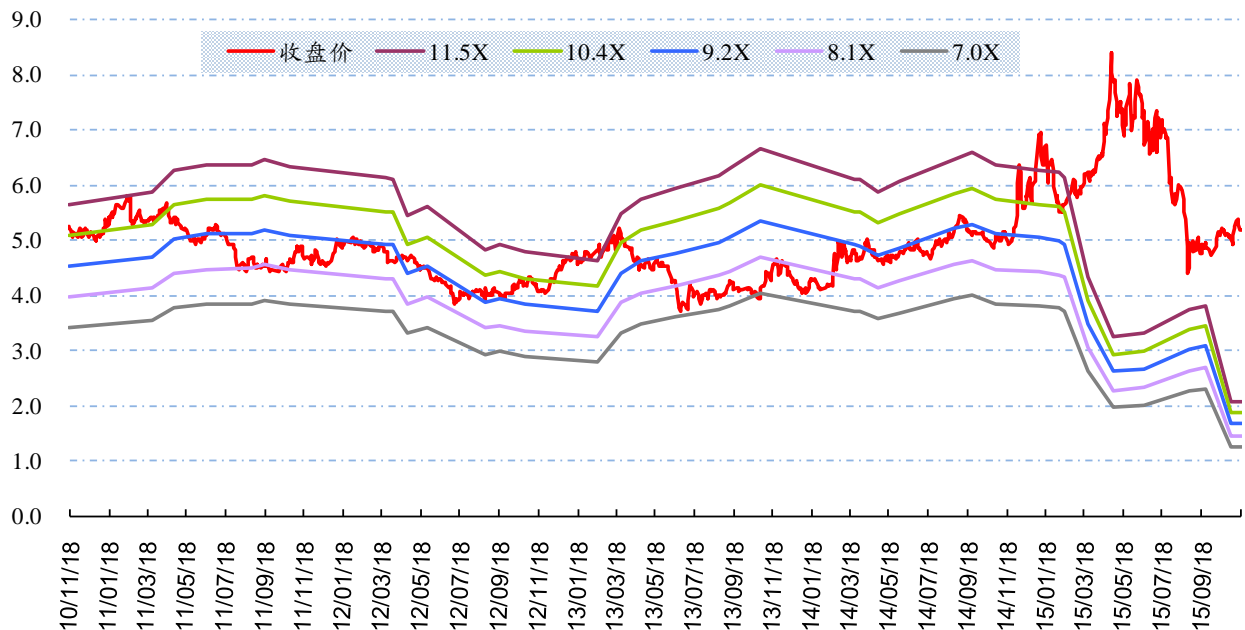
预计公司 2015~2017 的 EPS 分别为：0.20、0.57 和 0.65 元，对应目前 A 股 5.04 元，PE 为 25.2、8.84 和 7.75 倍，港股 4.8HK\$，PE 为 19.27、6.79 和 5.87 倍。考虑公司作为大型央企，占据国内炼油-成品油市场份额 No.1，同时公司未来还布局互联网+，给予公司 10~15 倍的 PE，合理股价范围 5.7~8.6 元。

单位：百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,825,914.0	2,091,176.4	2,296,111.64	2,647,416.7
YOY	-1.89%	-26.00%	0.10	15.30%
归属母公司净利润	47,430.0	24,125.1	68,503.66	79,177.9
EPS(元)	0.39	0.20	0.57	0.65
P/E	13.2	25.9	9.12	7.9
P/B	1.1	0.9	0.85	0.8

数据来源：国联证券研究所

公司历史 PE 多数时候处于 8~12 倍，估值处于合理区间。

图表 69：中石化 A 股历史 PE



数据来源：Wind 国联证券研究所

7、风险提示

- (1) 国际油价跌至 30 美元以下，并长期维持低位，将拖累公司盈利甚至亏损。
- (2) 政府继续深度管制汽柴油和天然气价格，控制其盈利水平。

财务报表预测与财务指标 单位: 百万

利润表						资产负债表					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
营业收入	2,880,311.0	2,825,914.0	2,091,176.4	2,296,111.6	2,647,416.7	现金	(25,441.0)	(20,257.0)	24,348.6	2,679.5	53,363.7
YOY(%)	3.4%	-1.9%	-26.0%	9.8%	15.3%	交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业成本	2,457,041.0	2,429,017.0	1,590,339.6	1,739,763.8	1,992,975.3	应收款项净额	114,618.0	137,825.0	136,057.0	133,391.0	133,591.0
营业税金及附加	190,672.0	191,202.0	322,402.0	370,762.3	456,037.6	存货	221,906.0	188,223.0	182,998.0	187,293.0	188,372.0
销售费用	44,359.0	46,274.0	45,234.0	48,331.0	53,432.0	其他流动资产	21,385.0	23,996.0	23,996.0	23,996.0	23,996.0
占营业收入比(%)	1.5%	1.6%	2.2%	2.1%	2.0%	流动资产总额	332,468.0	329,787.0	367,399.6	347,359.5	399,322.7
管理费用	73,572.0	70,500.0	69,433.0	70,256.0	70,655.0	固定资产净值	669,595.0	703,485.0	596,945.0	490,126.0	704,051.9
占营业收入比(%)	2.6%	2.5%	3.3%	3.1%	2.7%	减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	105,139.0	74,912.0	49,183.4	51,139.2	58,977.5	固定资产净额	669,595.0	703,485.0	596,945.0	490,126.0	704,051.9
财务费用	6,274.0	9,618.0	18,468.4	-34,105.3	-39,840.4	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	0.2%	0.3%	0.9%	-1.5%	-1.5%	在建工程	160,630.0	177,667.0	343,367.0	495,376.0	301,093.0
资产减值损失	4,044.0	6,839.0	7,644.0	7,923.0	7,654.0	固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	2,510.0	8,137.0	33.0	38.0	44.0	固定资产总额	830,225.0	881,152.0	940,312.0	985,502.0	1,005,144.9
营业利润	96,453.0	65,481.0	28,456.4	83,086.9	96,226.2	无形资产	66,518.0	84,962.0	82,899.5	80,837.0	78,774.4
营业外净收入	529.0	1,000.0	1,236.7	1,236.7	1,236.7	长期股权投资	77,078.0	80,593.0	80,593.0	80,593.0	80,593.0
利润总额	96,982.0	66,481.0	29,693.0	84,323.6	97,462.9	其他长期资产	31,944.0	37,538.0	36,122.2	34,706.4	33,290.6
所得税	25,605.0	17,571.0	4,449.0	12,642.8	14,612.8	资产总额	1,338,233	1,414,032	1,507,326	1,528,998	1,597,126
所得税率(%)	26.4%	26.4%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	118,121.0	166,688.0	166,700.0	166,718.0	166,739.0
净利润	71,377.0	48,910.0	25,244.0	71,680.7	82,850.0	应付款项	371,246.0	396,163.0	398,312.0	368,874.0	377,928.0
占营业收入比(%)	2.5%	1.7%	1.2%	3.1%	3.1%	预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	4,198.0	1,480.0	1,118.9	3,177.1	3,672.1	其他流动负债	11,890.0	11,890.0	11,890.0	11,890.0	0.0
归属母公司净利润	67,179.0	47,430.0	24,125.1	68,503.7	79,177.9	流动负债	501,257.0	574,741.0	576,902.0	547,482.0	544,667.0
YOY(%)	5.8%	-29.4%	-49.1%	184.0%	15.6%	长期借款	145,590.0	150,932.0	150,932.0	150,932.0	150,932.0
EPS (元)	0.55	0.39	0.20	0.57	0.65	应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	负债总额	714,973.0	766,937.0	769,098.0	739,678.0	748,753.0
成长能力						少数股东权益	37,227.0	52,914.0	52,612.0	53,730.9	56,907.9
营业收入	3.4%	-1.9%	-26.0%	9.8%	15.3%	股东权益	623,260.0	647,095.0	738,261.3	789,390.9	848,487.6
营业利润	153480.3%	-32.1%	-56.5%	192.0%	15.8%	负债和股东权益	1,338,233	1,414,032	1,507,359	1,529,069	1,597,241
净利润	5.8%	-29.4%	-49.1%	184.0%	15.6%						
获利能力						现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
毛利率(%)	14.7%	14.0%	24.0%	24.2%	24.7%	税后利润	71,377.0	48,910.0	25,244.0	71,680.7	82,850.0
净利率(%)	2.5%	1.7%	1.2%	3.1%	3.1%	加: 少数股东损益	4,198.0	1,480.0	1,118.9	3,177.1	3,672.1
ROE(%)	11.8%	8.0%	3.5%	9.4%	10.0%	公允价值变动	2,167.0	(4,151.0)	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	7.9%	5.3%	3.3%	3.3%	3.7%	折旧和摊销	90,097.0	0.0	102,374.3	102,374.3	125,265.5
偿债能力						营运资金的变动	(11,464.0)	100,624.0	35,192.2	(57,417.5)	(24,151.6)
流动比率	0.62	0.57	0.64	0.63	0.72	经营活动现金流	150,010.0	149,534.0	162,810.6	116,637.5	183,963.9
速动比率	0.17	0.20	0.28	0.25	0.34	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	53.4%	54.2%	51.0%	48.4%	46.9%	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运能力						固定资产投资	(178,740.0)	(132,633.0)	(91,489.0)	(150,957.8)	(148,032.8)
总资产周转率	215.2%	199.8%	138.7%	150.2%	165.8%	投资活动现金流	(178,740.0)	(132,633.0)	(91,489.0)	(150,957.8)	(148,032.8)
应收账款周转天数	12.3	13.5	17.9	15.7	13.5	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	33.0	28.3	42.0	39.3	34.5	长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	100.0	100.0	0.0
每股指标(元)						公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股收益	0.55	0.39	0.20	0.57	0.65	股利分配	0.0	0.0	7,237.5	20,551.1	23,753.4
每股净资产	4.71	4.91	5.65	6.05	6.51	计入循环贷款前融资活	(8,157.0)	(8,431.0)	(26,727.9)	12,633.3	14,732.0
估值比率						循环贷款的增加(减少)	39,676.0	(12,990.0)	12.0	18.0	21.0
P/E	9.3	13.2	25.9	9.1	7.9	融资活动现金流	31,519.0	(21,421.0)	(26,715.9)	12,651.3	14,753.0
P/B	1.1	1.1	0.9	0.9	0.8	现金净变动额	2,707.0	(4,504.0)	44,605.6	(21,669.0)	50,684.1

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。