

业绩保持稳定, 低估值有待修复

投资要点

- **事件:** 公司发布三季报, 前三季度共实现营业收入 13639.4 亿元, 同比下降 11.3%; 实现归母净利润 291.7 亿元, 同比增长 12.6%, 基本每股收益 0.24 元, 符合预期。公司前三季度经营现金流净额 1317 亿元, 同比增长 13.3%, 表现十分强劲。
- **上游板块强化成本费用管控。** 公司大幅压减低效原油产量来控制成本, 前三季度油气当量产量 322 百万桶, 同比下降 8.1%, 原油实现价格从 49 美元/桶降低至 35 美元/桶, 成效显著。勘探和开发板块前三季度 EBIT 亏损 308.6 亿元, 虽然比去年同期的亏损 34.4 亿元大幅扩大, 但环比减亏十分明显(2016 前三季度亏损额分别为 125.3、93.7 和 89.7 亿元)。
- **炼油板块景气度高企。** 炼油板块受益于油价反弹和供给侧改革盈利能力良好, 前三季度 EBIT 为 435 亿元, 同比大增 183%。公司优化调整产品结构, 提高汽油和煤油产量, 减少柴油产量, 柴汽比从去年同期的 1.3 进一步降低至 1.2。
- **化工板块盈利保持稳定。** 公司深入调整原料、产品和装置结构, 乙烯原料成本进一步下降, 前三季度乙烯产量 811 万吨, 同比略降 1.9%, 化工产品经营总量 5046 万吨, 同比增长 11.2%; 板块的 EBIT 为 191.3 亿元, 同比增长 9%。
- **销售业务表现良好。** 目前国内成品油市场竞争激烈, 公司继续保持经营总量的持续增长, 提高高标号油品的销售比例。前三季度成品油总销量 1.46 亿吨, 同比增长 3.5%, 板块的 EBIT 为 258.4 亿元, 同比增长 14.5%。
- **公司估值低, 未来将受益于油价升高。** 我们认为油价短期内保持宽幅震荡, 长期则是缓步向上, 预计 2017 年底油价中枢将接近 53 美元/桶, 公司的勘探开采和炼油等业务将直接受益油价反弹。另外, 以乙烯和丙烯为主的化工品价格未来仍有强劲支撑, 公司的化工业务将保持稳定。公司目前 PB 仅为 0.88, 对标埃克森美孚的 2.06 和 BP 的 1.23 明显被低估, 安全边际充足。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.31 元、0.40 元、0.44 元, 对应动态 PE 为 16 倍、13 倍和 11 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原油价格大幅回落的风险; 宏观经济严重恶化的风险; 海外业务受政治动荡影响的风险。

| 指标/年度 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元) | 2018883.00 | 1785908.76 | 1997855.63 | 2215990.16 |
| 增长率 | -28.56% | -11.54% | 11.87% | 10.92% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 32207.00 | 37807.69 | 47941.34 | 52852.87 |
| 增长率 | -32.10% | 17.39% | 26.80% | 10.24% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.27 | 0.31 | 0.40 | 0.44 |
| 净资产收益率 ROE | 5.52% | 6.03% | 7.10% | 7.26% |
| PE | 19 | 16 | 13 | 11 |
| PB | 0.77 | 0.72 | 0.67 | 0.62 |

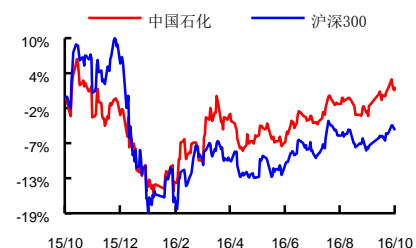
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩
电话: 010-57631196
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|-----------|
| 总股本(亿股) | 1,210.71 |
| 流通 A 股(亿股) | 955.58 |
| 52 周内股价区间(元) | 4.27-5.39 |
| 总市值(亿元) | 6,065.67 |
| 总资产(亿元) | 14,131.48 |
| 每股净资产(元) | 5.72 |

相关研究

关键假设：

假设 1：国内成品油市场整体保持稳定，同时公司统筹优化内外部资源，灵活调整营销策略，预计营销及分销业务未来三年将保持稳定，毛利率维持在 8%；

假设 2：原油价格长期来看将缓慢上升，2017 年年底油价中枢有望上移至 53 美元/桶，因此，炼油业务景气度将逐步提升，未来三年毛利率分别为 33.5%、34.5%和 35.5%；

假设 3：以乙烯和丙烯为代表的化工品的供需格局保持良好，化工板块景气度稳中略升，未来三年毛利率保持在 14%左右；

假设 4：受益于降本增效和油价反弹，勘探及开采业务亏损将收窄并缓慢恢复，未来三年毛利率分别为-11.5%、5%和 10%。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------|-----|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营销及分销 | 收入 | 1106666.00 | 995999.40 | 1045799.37 | 1098089.34 |
| | 增速 | -25.05% | -10.00% | 5.00% | 5.00% |
| | 毛利率 | 7.59 | 8.00 | 8.00 | 8.00 |
| 炼油 | 收入 | 926616.00 | 787623.60 | 850633.49 | 918684.17 |
| | 增速 | -27.22% | -15.00% | 8.00% | 8.00% |
| | 毛利率 | 28.95 | 33.50 | 34.50 | 35.50 |
| 化工 | 收入 | 326308.00 | 300203.36 | 318215.56 | 337308.50 |
| | 增速 | -23.67% | -8.00% | 6.00% | 6.00% |
| | 毛利率 | 11.79 | 14.00 | 14.00 | 14.00 |
| 勘探及开采 | 收入 | 138653.00 | 102603.22 | 107733.38 | 113120.05 |
| | 增速 | -39.08% | -26.00% | 5.00% | 5.00% |
| | 毛利率 | 15.63 | (11.50) | 5.00 | 10.00 |
| 其他 | 收入 | 783874.00 | 799551.48 | 815542.51 | 831853.36 |
| | 增速 | -40.17% | 2.00% | 2.00% | 2.00% |
| | 毛利率 | 1.16 | 1.60 | 1.60 | 1.60 |
| 合计 | 收入 | 2,018,883.00 | 1,785,908.76 | 1,997,855.63 | 2,215,990.16 |
| | 增速 | -28.56% | -11.54% | 11.87% | 10.92% |
| | 毛利率 | 21.11% | 21.90% | 22.24% | 22.11% |

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|
| | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 营业收入 | 2018883.0 | 1785908.7 | 1997855.6 | 2215990.1 | 净利润 | 43346.00 | 50883.72 | 64522.17 | 71132.37 |
| 营业成本 | 1592771.0 | 1394852.9 | 1553437.5 | 1726065.2 | 折旧与摊销 | 96368.00 | 58558.13 | 61843.89 | 64626.47 |
| 营业税金及附加 | 236343.00 | 209129.92 | 233948.89 | 259492.45 | 财务费用 | 9017.00 | 9505.88 | 8157.96 | 6489.92 |
| 销售费用 | 46872.00 | 41433.08 | 46350.25 | 51410.97 | 资产减值损失 | 8767.00 | 9000.00 | 9000.00 | 9000.00 |
| 管理费用 | 71881.00 | 63578.35 | 71123.66 | 78889.25 | 经营营运资本变动 | 6679.00 | -13351.24 | 5954.31 | 9224.95 |
| 财务费用 | 9017.00 | 9505.88 | 8157.96 | 6489.92 | 其他 | 1641.00 | -12694.88 | -11239.67 | -11413.03 |
| 资产减值损失 | 8767.00 | 9000.00 | 9000.00 | 9000.00 | 经营活动现金流净额 | 165818.00 | 101901.62 | 138238.66 | 149060.68 |
| 投资收益 | 8573.00 | 6000.00 | 6000.00 | 6000.00 | 资本支出 | -30041.00 | -30000.00 | -30000.00 | -30000.00 |
| 公允价值变动损益 | 735.00 | 700.00 | 700.00 | 700.00 | 其他 | -86911.00 | -4787.00 | 4887.00 | 4887.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -116952.00 | -34787.00 | -25113.00 | -25113.00 |
| 营业利润 | 52081.00 | 65108.55 | 82537.27 | 91342.28 | 短期借款 | -91959.00 | -24729.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 3878.00 | 1700.00 | 1700.00 | 1700.00 | 长期借款 | -10933.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 55959.00 | 66808.55 | 84237.27 | 93042.28 | 股权融资 | 73496.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 12613.00 | 15924.83 | 19715.10 | 21909.91 | 支付股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 净利润 | 43346.00 | 50883.72 | 64522.17 | 71132.37 | 其他 | 38706.00 | 3866.12 | -2157.96 | -489.92 |
| 少数股东损益 | 11139.00 | 13076.03 | 16580.82 | 18279.51 | 筹资活动现金流净额 | 9310.00 | -20862.88 | -2157.96 | -489.92 |
| 归属母公司股东净利润 | 32207.00 | 37807.69 | 47941.34 | 52852.87 | 现金流量净额 | 58469.00 | 46251.74 | 110967.70 | 123457.75 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 货币资金 | 68557.00 | 114808.74 | 225776.44 | 349234.20 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 91446.00 | 79790.80 | 91120.87 | 100200.31 | 销售收入增长率 | -28.56% | -11.54% | 11.87% | 10.92% |
| 存货 | 145498.00 | 127579.56 | 142283.48 | 158522.37 | 营业利润增长率 | -20.46% | 25.01% | 26.77% | 10.67% |
| 其他流动资产 | 26904.00 | 23799.34 | 26623.79 | 29530.69 | 净利润增长率 | -11.38% | 17.39% | 26.80% | 10.24% |
| 长期股权投资 | 82970.00 | 82970.00 | 82970.00 | 82970.00 | EBITDA 增长率 | -4.68% | -15.43% | 14.54% | 6.50% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 884853.00 | 857610.17 | 827414.91 | 794770.41 | 毛利率 | 21.11% | 21.90% | 22.24% | 22.11% |
| 无形资产和开发支出 | 87352.00 | 83370.60 | 79055.87 | 74407.80 | 三费率 | 6.33% | 6.41% | 6.29% | 6.17% |
| 其他非流动资产 | 55549.00 | 65644.10 | 66065.20 | 66486.30 | 净利率 | 2.15% | 2.85% | 3.23% | 3.21% |
| 资产总计 | 1443129.00 | 1435573.30 | 1541310.50 | 1656122.00 | ROE | 5.52% | 6.03% | 7.10% | 7.26% |
| 短期借款 | 74729.00 | 50000.00 | 50000.00 | 50000.00 | ROA | 3.00% | 3.54% | 4.19% | 4.30% |
| 应付和预收款项 | 260319.00 | 223962.36 | 250583.26 | 278907.20 | ROIC | 5.12% | 6.36% | 8.09% | 9.17% |
| 长期借款 | 56493.00 | 56493.00 | 56493.00 | 56493.00 | EBITDA/销售收入 | 7.80% | 7.46% | 7.64% | 7.33% |
| 其他负债 | 265965.00 | 261239.23 | 275833.41 | 291188.61 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 657506.00 | 591694.59 | 632909.66 | 676588.81 | 总资产周转率 | 1.39 | 1.24 | 1.34 | 1.39 |
| 股本 | 121071.00 | 121071.00 | 121071.00 | 121071.00 | 固定资产周转率 | 2.81 | 2.38 | 2.55 | 2.78 |
| 资本公积 | 119408.00 | 119408.00 | 119408.00 | 119408.00 | 应收账款周转率 | 27.28 | 33.05 | 36.44 | 36.28 |
| 留存收益 | 442263.00 | 480070.69 | 528012.03 | 580864.90 | 存货周转率 | 9.32 | 9.92 | 11.20 | 11.18 |
| 归属母公司股东权益 | 675370.00 | 720549.69 | 768491.03 | 821343.90 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 114.18% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 110253.00 | 123329.03 | 139909.86 | 158189.37 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 785623.00 | 843878.72 | 908400.89 | 979533.26 | 资产负债率 | 45.56% | 41.22% | 41.06% | 40.85% |
| 负债和股东权益合计 | 1443129.00 | 1435573.30 | 1541310.50 | 1656122.00 | 带息债务/总负债 | 37.18% | 37.14% | 34.72% | 32.48% |
| | | | | | 流动比率 | 0.72 | 0.89 | 1.14 | 1.37 |
| | | | | | 速动比率 | 0.40 | 0.56 | 0.81 | 1.03 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 业绩和估值指标 | | | | | 每股指标 | | | | |
| | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| EBITDA | 157466.00 | 133172.56 | 152539.12 | 162458.67 | 每股收益 | 0.27 | 0.31 | 0.40 | 0.44 |
| PE | 18.83 | 16.04 | 12.65 | 11.48 | 每股净资产 | 6.49 | 6.97 | 7.50 | 8.09 |
| PB | 0.77 | 0.72 | 0.67 | 0.62 | 每股经营现金 | 1.37 | 0.84 | 1.14 | 1.23 |
| PS | 0.30 | 0.34 | 0.30 | 0.27 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| EV/EBITDA | 4.78 | 5.03 | 3.65 | 2.66 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|--------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 机构销售 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 邵亚杰 | 机构销售 | 02168416206 | 15067116612 | syj@swsc.com.cn |
| | 沈怡蓉 | 机构销售 | 021-68415897 | 18351306226 | syrong@swsc.com.cn |
| | 郎珈艺 | 机构销售 | 021-68416921 | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
| | 赵晨阳 | 机构销售 | 021-68416926 | 15821921712 | zcy@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 机构销售 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| 北京 | 赵佳 | 地区销售总监 | 010-57631179 | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn |
| | 王雨珩 | 机构销售 | 010-88091748 | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn |
| | 徐也 | 机构销售 | 010-57758595 | 18612694479 | xye@swsc.com.cn |
| 广深 | 刘娟 | 地区销售总监 | 0755-26675724 | 18665815531 | liuj@swsc.com.cn |
| | 刘宁 | 机构销售 | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn |
| | 张婷 | 机构销售 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 罗聪 | 机构销售 | 0755-26892557 | 15219509150 | luoc@swsc.com.cn |
| | 任骁 | 机构销售 | 0755-26820395 | 18682101747 | rxiao@swsc.com.cn |
| | 刘予鑫 | 机构销售 | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn |