

# 高比例分红，油价上行和销售公司 IPO 成催化——中国石化 2016 年年报点评

中国石化 (600028.SH)

**推荐** 维持评级

## 投资要点:

### 1. 事件

公司披露 2016 年报，实现营收 1.93 万亿，同比下滑 4.4%；净利 464 亿元，同比增长 43.8%；实现每股收益 0.383 元。另外，公司披露 2017 年一季度业绩预告，预计净利同比增长 150%左右，原因为今年第一季度国际原油价格同比大幅增长，上游板块同比减亏；中下游产品市场需求稳定，盈利能力同比增长。

### 2. 我们的观点

- (一) 利润回升明显，高分红比例，投资价值显著
- (二) 勘探及开采业务：原油储量成公司发展隐忧
- (三) 炼油业务：以市场为导向，盈利能力好
- (四) 营销及分销业务：销量利润齐增长，新兴业务发展良好
- (五) 化工业务：下半年产品价格上涨，盈利有所复苏
- (六) 未来展望：油价回暖上游望复苏，加大炼化投资增强核心竞争力
- (七) 投资建议

目前公司的 pb 仅为 1.01 倍，随着国际原油价格的回暖，公司的业绩中枢有望进一步上移，并且销售公司年内在香港 IPO 的概率很大，公司价值凸显。我们预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 0.49 元和 0.58 元，维持“推荐”评级。

- (八) 风险提示：国际油价下行超预期；炼化产业投资不及预期。

### 分析师

袁孝锋

☎：(8621) 20252676

✉：qiuxiaofeng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511050001

赵乃迪

☎：(8610) 66568641

✉：zhaonaidi@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130516070001

### 市场数据

时间 2017.03.24

A 股收盘价(元)	5.80
A 股一年内最高价(元)	6.09
A 股一年内最低价(元)	4.37
上证指数	3269.45
市净率	1.01
总股本(亿股)	1211
实际流通 A 股(亿股)	956
流通 A 股市值(亿元)	5542

### 相关研究

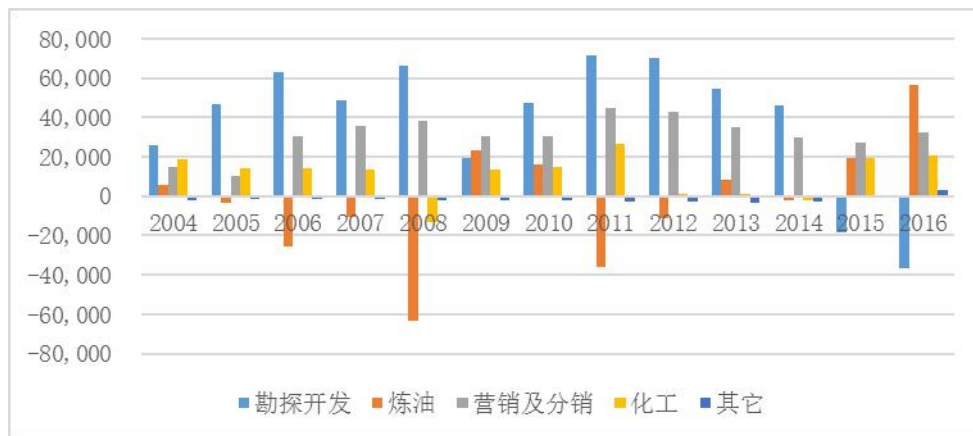
- 《中国石化(600028)油价低位，上游持续亏损，下游盈利好转\_20160829》
- 《原油周报：产油国稳定油价预期助力油价大涨 6%\_20160813》
- 《中国石化(600028)上游煎熬，炼油受益成品油“地板价”\_20160429》
- 《中国石化(600028)油价下跌，炼化好转、上游亏损\_20160330》
- 《中国石化(600028)油价二次探底导致炼油大幅库存跌价\_20151030》

## （一）利润回升明显，高分红比例，投资价值显著

2016 年报，中石化实现营业收入 1.93 万亿，同比下滑 4.4%；净利润 464 亿元，同比增长 43.8%；实现每股收益 0.383 元。2016 年，世界经济复苏乏力，油价维持低位震荡攀升，中国经济稳定发展，面对复杂多变的外部环境，公司积极主动调整战略应对市场变化，重点关注效益，控制成本，转方向调结构，取得了好于预期的经营成果，利润水平有较大的回升。

具体来看，2016 年勘探开发分部实现营业收入 1159.39 亿元，较上年增长 16.4%，发生亏损 366.4 亿元，较上年增加 181.3 亿亏损；炼油分部实现收入 8557.86 亿元，较上年减少 7.6%，经营收益 562.65 亿元，较上年增长 168%；营销分部收入 10528.57 亿元，利润 321.53 亿元，较上年增长 11.4%；化工分部营业收入 3351.14 亿元，经营收益 206.23 亿元，较上年增加 5.9%。

图 1：各分部营业收益状况（百万元）



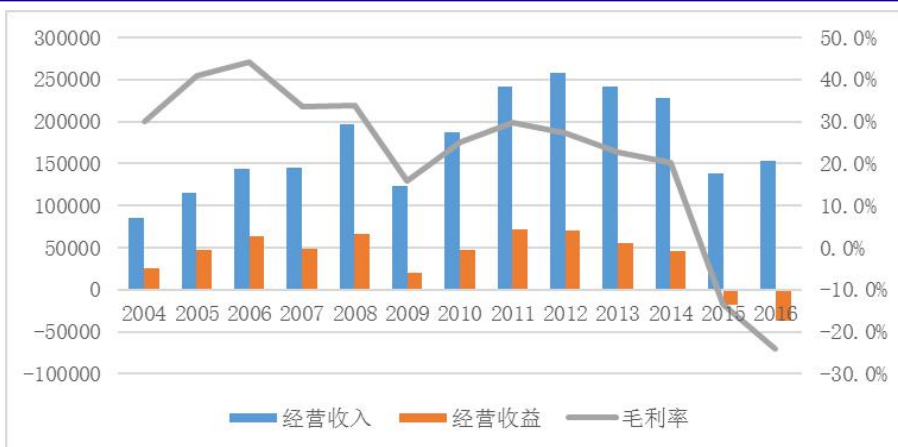
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

董事会建议派发末期股息每股人民币 0.17 元，加上中期已派发股息每股人民币 0.079 元，全年每股人民币 0.249 元，派息率达到 64.6%，股息率达到 4.29%。全年现金分红总额为 301 亿元人民币，为上市以来最高，分红比例高达 64.87%，充分显示了公司对股东回报和未来发展信心。

## （二）勘探及开采业务：原油储量成公司发展隐忧

2016 年勘探开发分部实现营业收入 1159.39 亿元，较上年增长 16.4%；发生亏损 366.4 亿元，较上年增加 181.3 亿亏损。全年油气当量产量 4.31 亿桶，其中，境内原油产量同比下降 14.6%，天然气产量同比增加 4.3%。

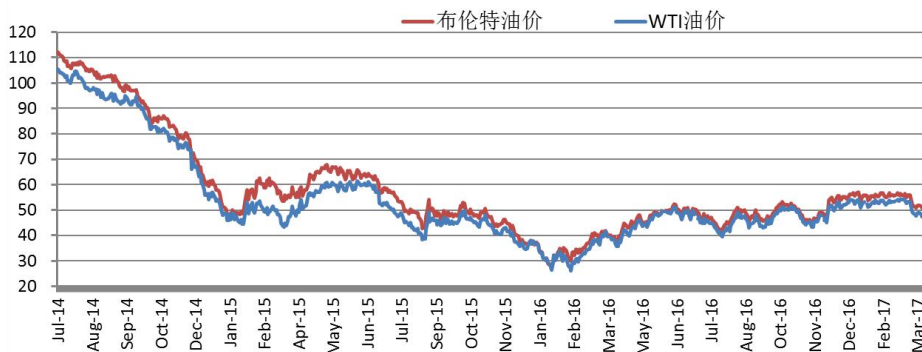
图 2：勘探及开发业务各年收入和盈利情况（百万元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

勘探及开采业务亏损加剧主要受到国际油价影响。2016 年 1 季度，油价触底反弹，逐步涨至 40 美元/桶左右，2-4 季度油价进一步回升，在 40-50 美元/桶之间波动。总体而言，2016 年油价基本维持在 50 美元/桶之下，是十分严峻的低油价形势。

图 1：布伦特和 WTI 油价（美元/桶）



资料来源：wind，中国银河证券研究部

受国际原油价格低迷的影响，2016 年公司原油和天然气的实现价格都较 2015 年有所下降，其中原油的实现价格位于自 2004 年以来的最低点，天然气实现价格也下降至 2010 年左右的价格水平。公司勘探及开发板块的亏损主要受价格下降的影响。

图 4：原油产量（万吨）及实现价格（元/吨）

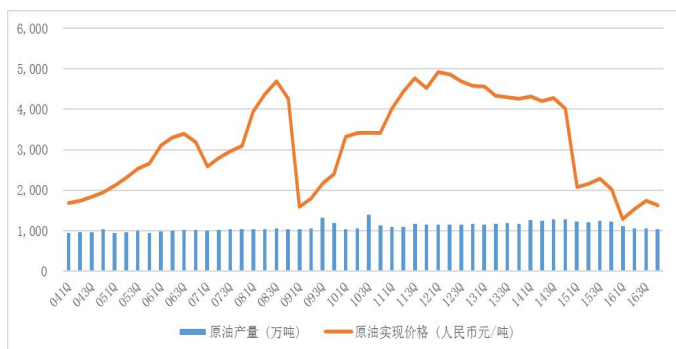
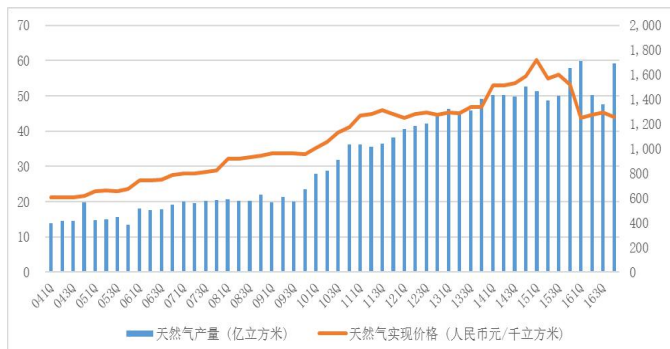


图 5：天然气产量（亿立方米）及实现价格（元/千立方米）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

在过去一年中，针对低油价的严峻形势，公司及时调整战略，着力优化能源结构，大力控制成本，弥补短板，提高效率。

在勘探方面，主攻低成本优质规模储量的油气资源，保持勘探力度，在新疆塔河、广西北部湾海域及内蒙古银额盆地等地区取得石油勘探新发现；在四川盆地永川探区取得页岩气勘探新发现。

在开发方面，更加注重效益，调整油气开发结构，强化成本控制，大力压减低效原油产量和高成本措施。公司全面推进涪陵页岩气二期产能建设项目，中国首个大型页岩气田—涪陵气田建成 70 亿立方米/年产能，提高天然气产量，扩大长江经济带、京津冀地区的天然气供应。同时，完成川气东送管道公司混合所有制改革，提高资产运营效益。

具体来看，在产量方面，2016 年全年油气当量产量 431.29 百万桶，较上年下降 8.6%，主要是由于国内原油产量的下降导致，天然气产量上升 4.3%，占油气总产量的比重也较上年增加。油减气增的局面，和公司在低油价压力下对能源结构的优化密不可分。2017 年公司计划全年生产原油 294 百万桶，其中境外 46 百万桶；计划生产天然气 8,799 亿立方英尺。根据公司公布的 2017 年生产计划来看，公司将继续缩减原油产量，增加天然气产量，坚持调整结构，控制成本的策略。

在成本控制方面，2016 年公司油气现金操作成本为人民币 786.0 元/吨，在原油产量下降 13.2%的情况下，单位成本仅小幅上升 0.8%，说明公司及时调整方针战略，在低油价背景下，取得显著成效。

**图 3：勘探及开发产量情况**

	2015 年	2016 年	同比变动 (%)
油气当量产量 (百万桶)	471.91	431.29	-8.6
原油产量 (百万桶)	349.47	303.51	-13.2
中国	296.34	253.15	-14.6
海外	53.13	50.36	-5.2
天然气产量 (十亿立方英尺)	734.79	766.12	4.3

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

在储量方面，原油储量整体下降，而天然气探明未开发储量有明显的增加。同时，勘探开业务板块的资本支出在 2016 年为 321.87 亿，较上年下降 225.23 亿。这和公司调整能源结构，控制成本注重效益的策略是一致的。预计随着未来油价回暖，资本支出增加，未来储量有望回升。

油气储量的变动对板块的利润也有影响。公司 2016 年资产减值损失高达 170.76 亿元，较上年增加 94.8%。其中勘探及开发分部的固定资产减值亏损人民币 105.94 亿元（2015 年：42.13 亿元）。这一亏损与价格变动导致的油气储量下降及过高的生产及开发成本有关。

**图 6：原油储量情况 (百万桶)**

	2015 年底	2016 年底
探明储量：	2243	1552
探明已开发储量：	2013	1393
中国	1701	1080
海外	312	313
探明未开发储量：	230	159
中国	201	136
海外	29	23

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

**图 7：天然气储量情况 (十亿立方英尺)**

	2015 年底	2016 年底
探明储量：	7570	7178
探明已开发储量：	6457	6454
中国	6439	6436
海外	18	18
探明未开发储量：	1113	724
中国	1112	724
海外	1	0

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

综上所述，面对低油价的压力，公司的战略调整是及时而有力的，随着调整的效果逐步释放，能源结构的进一步优化，成本得到控制，效益得到提高，再加上未来油价还有一定的上升空间，勘探开发板块的亏损情况会得到明显改善。

### (三) 炼油业务：以市场为导向，盈利能力好

2016 年，炼油业务实现营业收入 8557.86 亿元，利润 562.65 亿元，较上年增长 190%，实现了近十年最好的盈利。全年加工原油 2.36 亿吨，生产成品油 1.49 亿吨，同比增长 0.53%，其中，

汽油产量增长 4.4%，煤油产量增长 4.6%。

图 8：炼油业务各年收入和盈利情况（百万元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

**积极调整产品结构，炼油业绩盈利佳。**公司炼油业务以市场为导向，一方面在保持较高生产符合率的情况下，积极调整产品结构，提高汽油（特别是高标号汽油）和煤油产量，柴汽比进一步下降到 1.19；另一方面推广应用一批新技术，努力推进成品油质量升级。公司提前完成国 V 标准车用汽柴油质量升级，保障了全国范围内国 V 标准车用汽柴油以及北京地区京 VI 标准成品油的质量升级和供应。在销售方面，一方面通过国际贸易的方式，降低原油采购成本，适度增加成品油出口；另一方面，充分发挥集中营销优势，进一步提升液化气、沥青等产品盈利能力。

2016 年炼油板块资本支出人民币 143.47 亿元，主要用于汽柴油质量升级、炼油结构调整及挖潜增效改造项目建设。2017 年计划增加板块资本支出，至 228 亿元，重点用于炼油产业基地建设，炼油结构调整及挖潜增效改造，推进国 VI 油品质量升级，推进落后和低效产能退出。

图 9：炼油生产情况（百万吨）

	2015 年	2016 年	同比变动 (%)
原油加工量	236.49	235.53	-0.4
汽、柴、煤油产量	148.38	149.17	0.5
汽油	53.98	56.36	4.4
柴油	70.05	67.34	-3.9
煤油	24.35	25.47	4.6
化工轻油产量	38.81	38.54	-0.7
轻油收率 (%)	76.5	76.33	(0.17) 个百分点
综合商品率 (%)	94.75	94.7	(0.05) 个百分点

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部



图 10: 炼油业务各年原油加工量、轻油收率及商品率

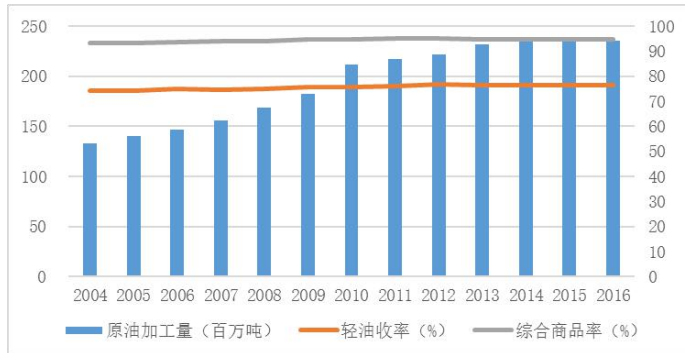
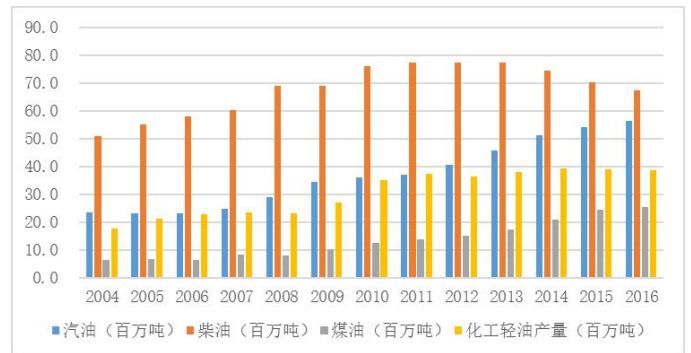


图 11: 各类炼油产品产量 (百万吨)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

#### (四) 营销及分销业务: 销量利润齐增长, 新兴业务发展良好

2016 年, 营销及分销业务实现营业收入 10528.57 亿元, 利润 321.53 亿元, 较上年增长 18%。全年成品油总经销量 1.95 亿吨, 其中境内成品油总经销量 1.73 亿吨。新兴业务交易额人民币 351 亿元, 同比增长 41.4%。

图 12: 营销及分销业务各年收入和盈利情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

2016 年, 境内成品油市场需求保持增长, 消费结构进一步分化, 市场资源供大于求。据统计, 成品油表观消费量 (包括汽油、柴油和煤油) 为 2.88 亿吨, 同比增长 4.3%。其中, 汽油增长 11.9%, 煤油增长 11.0%, 柴油下降 2.2%。

在传统成品油的销售上, 公司充分发挥一体化和营销网络优势, 保持了经营总量和零售规模

的持续增长，实现了良好的经营效益。根据市场变化，公司积极调整营销策略，扩大清洁友好的高标号汽油的零售比例。同时，继续完善加油站、成品油管道等营销网络的建设。

同时公司注重新兴业务的推广，提高新兴业务经营规模和效益，通过不断丰富的业态和服务，向打造综合服务商迈出新步伐。大力发展车用天然气业务，推进加气站建设和投运，车用天然气经营量同比增长 25%。

图 13：营销及分销营运情况

	2015 年	2016 年	同比变动 (%)
成品油总经销量 (百万吨)	189.33	194.84	2.9
境内成品油总经销量 (百万吨)	171.37	172.7	0.8
零售量 (百万吨)	119.03	120.14	0.9
直销及分销量 (百万吨)	52.34	52.56	0.4
单站年均加油量 (吨/站)	3896	3926	0.8
中国石化品牌加油站总数 (座)	30560	30603	0.1
自营加油站数 (座)	30547	30597	0.2

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## (五) 化工业务：下半年产品价格上涨，盈利有所复苏

2016 年，化工分部营业收入 3351.14 亿元，经营收益 206.23 亿元，较上年增加 5.9%。化工板块主要包括六大类产品，基本有机化工品、合成树脂、合成纤维单体及聚合物、合成纤维、合成橡胶和化肥，六大产品销售额约为人民币 3162 亿元，同比上升 2.1%，占该部分经营收入的 94.3%。2016 年全年乙烯产量 1,105.9 万吨，合成纤维差别化率达到 86.5%，合成树脂新产品和专用料比例达到 61.4%。

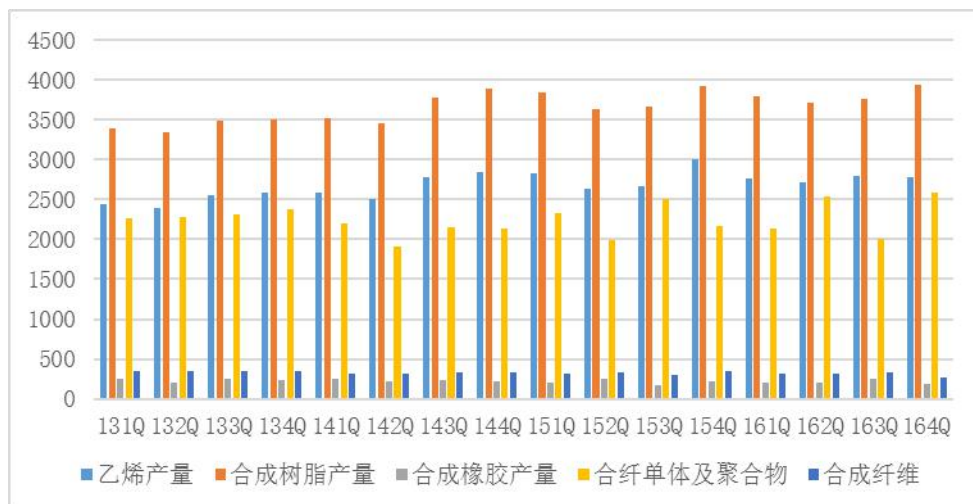
图 14：化工业务各年收入和盈利情况 (百万元)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部



图 15: 各化工产品单季生产情况 (千吨)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

在原料采购方面, 公司抓住原料价格低位的有利时机, 优化原料结构, 严格控制成本费用; 在生产方面, 坚持“基础+高端”的发展思路, 根据市场需求、边际效益贡献和毛驴水平安排生产, 同时加大高附加值产品的研发、生产和推广力度; 在销售方面, 坚持低库存, 密切产销衔接, 实施差别化营销策略, 全年化工产品经营总量为 6,996 万吨, 同比增长 11.3%, 实现了全产全销, 取得了良好的效益。

## (六) 未来展望

### 1. 中石化投资 2000 亿建四大炼化基地, 预计成国企大规模炼化标杆项目

3 月 2 日, 中国石化宣布十三五期间, 公司计划投资 2000 亿元, 优化升级打造茂湛、镇海、上海和南京四个世界级炼化基地。四大基地优化升级后, 总炼油能力将达到 1.3 亿吨/年, 乙烯能力将达到 900 万吨/年, 分别约占国内产能的 17%、31%。

中石化项目将大幅度提高我国石化产业集中度, 实现规模化、基地化布局, 增强我国石化产业国际竞争力和市场抗风险能力, 推动石化产业由大到强, 从根本上推进产业实现提质增效、转型升级。其中, 茂湛基地将形成年炼油能力 3500 万吨, 乙烯 180 万吨; 镇海炼化基地将形成炼油能力 3300-3800 万吨, 乙烯 180-220 万吨; 上海基地将形成年炼油能力 2600 万吨, 乙烯 259 万吨; 南京基地将形成年炼油能力 3600 万吨、乙烯 240 万吨。其他国企炼化项目也在建设中,

大多是千万吨级以上的项目。

图 16: 中石化四大炼化基地基本情况

炼化基地	基地构成	炼油能力 (万吨)	乙烯产能 (万吨)
茂湛基地	茂名石化、湛江炼化	3500	180
镇海基地	镇海炼化	3300-3800	180-220
上海基地	上海石化、上海赛科、高桥石化	2600	260
南京基地	金陵石化、扬子石化	3600	240

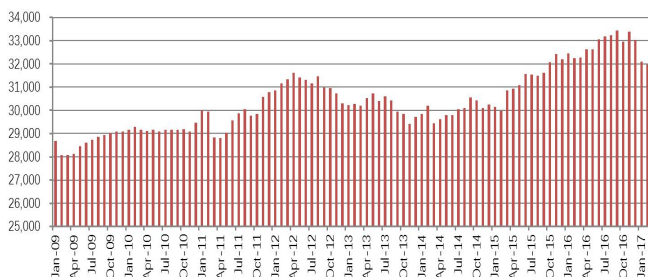
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 2. 油价中期依然乐观, 勘探开采业务盈利有望改善

短期来看, 美国商业原油库存创新高、钻井数持续增加、美元走强等因素使油价短期面临不确定性。但从中期来看, 油价依然乐观。中期依然乐观的关键理由之一: 全球二、三季度原油需求都是环比增加, 平均二季度环比增长 0.5 百万桶/天, 三季度环比增长 1.2 百万桶/天; 中期依然乐观的关键理由之二: 全年原油供需变化关键变量也指向较大幅度去库存。目前国际能源署对 2017 年非 OPEC 产量的增长是预期 0.4 百万桶/天, 2017 年的全球需求增长是在 1.4 百万桶/天。OPEC 如果保持目前减产力度的话, 2017 年的产量会比 2016 年低 0.6 百万桶每天。

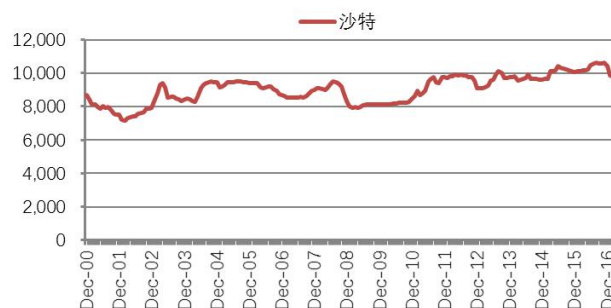
此外, OPEC 减产力度理想为油价带来支撑。2017 年 2 月份减产执行效果较 1 月份继续提高, 兑现率接近 100%, 主要原因是伊拉克、阿联酋、安哥拉和委内瑞拉等国减产力度进一步加大。沙特能源部官员表示, 3 月沙特出口至美国的原油料减少约 30 万桶/日, 并称之后数月的出口数据也将保持在 3 月水平, 可见减产成效显著。

图 17: 欧佩克国家的原油产量 (千桶/日)



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 18: 沙特的原油产量 (千桶/日)



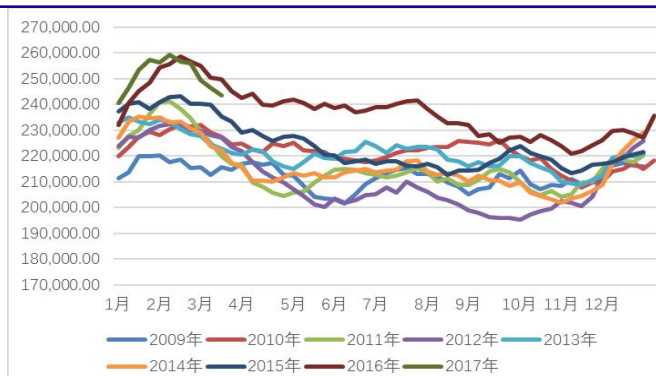
资料来源: wind, 中国银河证券研究部

原油需求端也正在恢复。虽然减产一直在持续, 但是 EIA 数据却显示美国原油库存呈走高趋

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

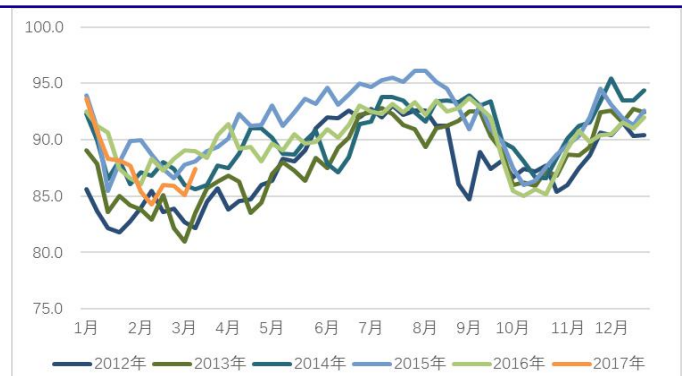
势，这很大程度上是由于需求具有季节性，一般来说一季度是需求最低的一个季度，二季度、三季度逐季上行，四季度只要不是暖冬，一般是需求最旺的季节，然而今年北半球较暖。此外，由于下游需求走强，汽油和精炼油库存保持持续跌势，上周分别减少 281.1 万桶和 191 万桶。与此同时，炼厂产能利用率上升 2.3 个百分点，至 87.4%，日炼油量增加 32.9 万桶，可见美国原油库存消化速度也正在加快。

图 19: 美国汽油库存 (千桶)



资料来源: EIA, 中国银河证券研究部

图 20: 美国炼厂开工率 (%)



资料来源: EIA, 中国银河证券研究部

因此，虽然钻井数增加以及美元企稳反弹暂时令油价承压，但是长期来看，供给端积极的变化，以及全球经济增长预期的改善，将逐步推升原油价格越过 60-65 美元/桶。中石化勘探开采业务也将从油价回暖中受益，有望改变亏损局面，预计这部分业务盈利会有所改善。

## (七) 投资建议

目前公司的 pb 仅为 1.01 倍，随着国际原油价格的回暖，公司的业绩中枢有望进一步上移，并且销售公司年内在香港 IPO 的概率很大，公司价值凸显。我们预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 0.49 元和 0.58 元，维持“推荐”评级。

## (八) 风险提示:

国际油价下行超预期；炼化产业投资不及预期。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**裘孝锋、赵乃迪，石化和化工行业证券分析师。**2 人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)  
北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)