

上半年炼化与成品油经销增长，柴汽比下降

投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年上半年生产经营业绩提示性公告，今年上半年上游勘探部分，油气当量产量完成 2.21 亿桶，同比增 1.09%，原油产量 1.46 亿桶，同比减少 5.31%，天然气产量 4521.2 亿立方英尺，同比增 16.32%。中游炼油部分，原油加工量 1.18 亿吨，同比增 1.63%，汽油产量 2841 万吨，同比增 1.36%，柴油产量 3267 万吨，同比减少 0.79%，煤油产量 1303 万吨，同比增 5.93%，化工轻油产量 1894 万吨，同比减少 2.22%。中游化工部分，乙烯产量 560.9 万吨，同比增 2.39%，合成树脂产量 780.2 万吨，同比增 4.03%，合成纤维产量 61.6 万吨，同比减少 3.30%，合成橡胶产量 41.2 万吨，同比增 0.24%。下游营销部分，境内成品油总经销量 8722 万吨，同比增 0.82%，其中零售 5868 万吨，同比减少 1.63%，直销及分销 2854 万吨，同比增 6.25%。
- **油价低位震荡，原油产量减少，天然气产量增加。**今年上半年，原油价格在 46-55 美元/桶的区间窄幅震荡，油价在公司油气开采成本以下，公司减少原油产量。
- **原油加工量上升，柴汽比继续下降至 1.2 以下。**随着中石化旗下有近 30 家炼化企业，原油加工能力 2.6 亿吨/年，今年原油加工量在经历两年的低速增长之后，今年再次回到 2014 年以前的水平。柴汽比的持续下滑可能与目前国内经济结构的调整有关，从今年上半年的数据来看，柴汽比已经下降至 1.15，略超预期，汽油产量增速仍在同比增长，柴油产量仍然显示负增长。随着柴汽比的持续下降，公司炼油业务盈利能力也相应提高。
- **乙烯产量同比增长 2.39%，化工行业景气度较好。**上半年原油价格低位震荡，炼化业务继续保持较高盈利。公司化工产品供需相对稳定，今年上半年公司乙烯产量 560.9 万吨，同比增长 2.39%；合成树脂产量 780.2 万吨，同比增长 4.03%，仅有化学纤维产量小幅下跌。
- **成品油经销量增速保持平稳。**今年上半年公司成品油总经销量增速与 2016 年增速基本一致（2016 年成品油经销量增速为 0.78%）。
- **盈利预测与投资建议。**由于从去年开始油价触底回升，带动化工业务板块盈利能力回升，同时公司的柴汽比持续下降，炼油板块盈利能力有一定保障，我们上调盈利预测，预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.48 元、0.51 元、0.55 元，未来三年归母净利润将保持 13.08% 的复合增长率，给予公司 2018 年 15 倍估值，对应目标价 7.65 元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 油价大幅波动的风险、宏观经济向下的风险、海外业务受政治动荡影响的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1930911.00	2105705.80	2272476.05	2460505.68
增长率	-4.36%	9.05%	7.92%	8.27%
归属母公司净利润(百万元)	46416.00	58403.88	62273.91	67118.64
增长率	44.12%	25.83%	6.63%	7.78%
每股收益 EPS(元)	0.38	0.48	0.51	0.55
净资产收益率 ROE	7.11%	7.76%	7.84%	7.96%
PE	16	13	12	11
PB	1.05	0.98	0.92	0.86

数据来源: Wind, 西南证券

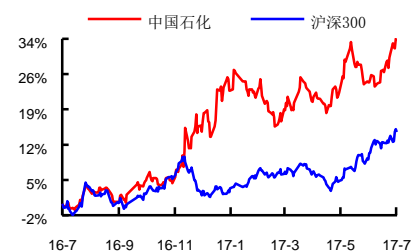
西南证券研究发展中心

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

联系人: 李海勇
 电话: 0755-23617478
 邮箱: lihay@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)	1210.71
流通 A 股(亿股)	955.58
52 周内股价区间(元)	4.77-6.33
总市值(亿元)	7494.31
总资产(亿元)	14789.17
每股净资产(元)	6.02

相关研究

1. 中国石化(600028): 业绩保持稳定, 低估值有待修复 (2016-10-31)

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，并进行混合所有制改革，预计营销及分销业务未来三年将保持稳定，毛利率逐年增长，分别为 9.0%、9.3%、9.6%；

假设 2：虽然原油价格长期来看将缓慢上升，但是由于柴汽比的持续下降，公司炼油板块的盈利能力得到保障，预计未来三年毛利率分别为 35.0%、35.2%和 35.3%；

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，化工板块景气度受到下游房地产等需求拉动开始回升，预计未来三年毛利率分别为 16.0%、17.0%、18.0%；

假设 4：受益于降本增效和油价同比回升，勘探及开采业务亏损将收窄并缓慢恢复，但页岩油对油价的压制作用仍在，因此油价未来上涨空间有限，预计未来三年毛利率分别为 -2%、3%和 7%。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 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		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	1930911.0	2105705.8	2272476.0	2460505.7
	增速	-4.4%	9.1%	7.9%	8.3%
	成本	1492165.0	1615236.0	1741599.1	1888434.1
	毛利率	22.7%	23.3%	23.4%	23.3%
营销及分销	收入	1052857.00	1073914.14	1095392.42	1117300.27
	增速	-4.9%	2.0%	2.0%	2.0%
	成本	961907.00	977261.87	993520.93	1010039.45
	毛利率	8.6%	9.0%	9.3%	9.6%
炼油	收入	855786.00	898575.30	943504.07	990679.27
	增速	-7.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	556081.00	584073.95	611390.63	640969.49
	毛利率	35.0%	35.0%	35.2%	35.3%
化工	收入	335114.00	361923.12	390876.97	422147.13
	增速	2.7%	8.0%	8.0%	8.0%
	成本	289572.00	304015.42	324427.88	346160.64
	毛利率	13.6%	16.0%	17.0%	18.0%
勘探及开发	收入	115939.00	112460.83	115834.65	119309.69
	增速	-16.4%	-3.0%	3.0%	3.0%
	成本	128469.00	114710.05	112359.62	110958.02
	毛利率	-10.8%	-2.0%	3.0%	7.0%
其他业务主营	收入	739947.00	850939.05	978579.91	1125366.89
	增速	-5.6%	15.0%	15.0%	15.0%
	成本	726449.00	829665.57	954115.41	1097232.72
	毛利率	1.8%	2.5%	2.5%	2.5%
内部抵消	收入	-1168732.00	-1192106.64	-1251711.97	-1314297.57
	增速	-7.5%	2.0%	5.0%	5.0%
	成本	-1170313.00	-1194490.85	-1254215.40	-1316926.17
	毛利率	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%

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）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1930911.00	2105705.80	2272476.05	2460505.68	净利润	59170.00	69297.20	74959.26	81625.05
营业成本	1492165.00	1615236.00	1741599.08	1888434.15	折旧与摊销	108425.00	107290.88	111490.55	112049.38
营业税金及附加	232006.00	249757.62	271292.26	292789.99	财务费用	6611.00	15435.63	14329.32	14124.34
销售费用	49550.00	52319.58	57080.52	61580.70	资产减值损失	17076.00	4000.00	4000.00	4000.00
管理费用	74155.00	78902.65	85858.63	92707.61	经营营运资本变动	61394.00	-32377.12	17422.50	13931.52
财务费用	6611.00	15435.63	14329.32	14124.34	其他	-38133.00	2174.17	-2073.38	1518.72
资产减值损失	17076.00	4000.00	4000.00	4000.00	经营活动现金流净额	214543.00	165820.77	220128.26	227249.00
投资收益	30779.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	58280.00	-10000.00	-10000.00	-10000.00
公允价值变动损益	-216.00	-554.83	-226.92	-334.40	其他	-124497.00	-554.83	-226.92	-334.40
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-66217.00	-10554.83	-10226.92	-10334.40
营业利润	78876.00	89499.48	98089.33	106534.49	短期借款	-44355.00	-29874.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1001.00	1959.83	1959.92	1800.07	长期借款	5968.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	79877.00	91459.32	100049.25	108334.56	股权融资	117.00	0.00	0.00	0.00
所得税	20707.00	22162.11	25089.99	26709.50	支付股利	0.00	-9283.20	-11680.78	-12454.78
净利润	59170.00	69297.20	74959.26	81625.05	其他	-54777.00	-46240.63	-6329.32	-6124.34
少数股东损益	12754.00	10893.33	12685.35	14506.41	筹资活动现金流净额	-93047.00	-85397.83	-18010.10	-18579.12
归属母公司股东净利润	46416.00	58403.88	62273.91	67118.64	现金流量净额	55535.00	69868.11	191891.24	198335.48
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	142497.00	212365.11	404256.35	602591.83	成长能力				
应收和预付款项	92831.00	101325.21	108874.76	118071.46	销售收入增长率	-4.36%	9.05%	7.92%	8.27%
存货	156511.00	167887.78	183745.56	198242.47	营业利润增长率	51.45%	13.47%	9.60%	8.61%
其他流动资产	20422.00	22270.69	24034.51	26023.18	净利润增长率	36.51%	17.12%	8.17%	8.89%
长期股权投资	116812.00	116812.00	116812.00	116812.00	EBITDA 增长率	23.15%	9.44%	5.51%	3.93%
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	820175.00	729571.57	634768.46	539406.54	毛利率	22.72%	23.29%	23.36%	23.25%
无形资产和开发支出	91376.00	82042.25	72708.50	63374.75	三费率	6.75%	6.96%	6.92%	6.84%
其他非流动资产	57985.00	56631.30	55277.60	53923.90	净利率	3.06%	3.29%	3.30%	3.32%
资产总计	1498609.00	1488905.91	1600477.75	1718446.13	ROE	7.11%	7.76%	7.84%	7.96%
短期借款	30374.00	500.00	500.00	500.00	ROA	3.95%	4.65%	4.68%	4.75%
应付和预收款项	330561.00	314954.68	348504.10	381465.70	ROIC	6.45%	8.99%	10.53%	13.18%
长期借款	62461.00	62461.00	62461.00	62461.00	EBITDA/销售收入	10.04%	10.08%	9.85%	9.46%
其他负债	242688.00	218284.23	233028.16	248864.66	营运能力				
负债合计	666084.00	596199.91	644493.26	693291.36	总资产周转率	1.31	1.41	1.47	1.48
股本	121071.00	121071.21	121071.21	121071.21	固定资产周转率	2.71	2.96	3.33	4.19
资本公积	119525.00	119524.79	119524.79	119524.79	应收账款周转率	35.88	38.35	37.50	37.89
留存收益	471803.00	520923.68	571516.81	626180.67	存货周转率	9.71	9.85	9.84	9.86
归属母公司股东权益	712232.00	761519.68	812112.81	866776.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.06%	—	—	—
少数股东权益	120293.00	131186.33	143871.68	158378.09	资本结构				
股东权益合计	832525.00	892706.00	955984.49	1025154.77	资产负债率	44.45%	40.04%	40.27%	40.34%
负债和股东权益合计	1498609.00	1488905.91	1600477.75	1718446.13	带息债务/总负债	23.09%	20.79%	19.23%	17.88%
					流动比率	0.85	1.24	1.61	1.93
					速动比率	0.53	0.82	1.20	1.53
					股利支付率	0.00%	15.89%	18.76%	18.56%
					每股指标				
					每股收益	0.38	0.48	0.51	0.55
					每股净资产	5.88	6.29	6.71	7.16
					每股经营现金	1.77	1.37	1.82	1.88
					每股股利	0.00	0.08	0.10	0.10
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	193912.00	212225.99	223909.21	232708.20					
PE	16.15	12.83	12.03	11.17					
PB	1.05	0.98	0.92	0.86					
PS	0.39	0.36	0.33	0.30					
EV/EBITDA	3.89	2.91	1.90	0.97					
股息率	0.00%	1.24%	1.56%	1.66%					

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 20 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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn