



2018-02-04

公司深度报告

买入/维持

中国石化(600028)

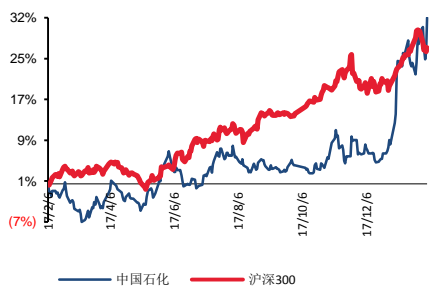
目标价: 9.6

昨收盘: 7.54

能源 能源 II

进可攻，退可守，万亿市值才起步

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|--------------|-----------------|
| 总股本/流通(百万股) | 121,071/121,071 |
| 总市值/流通(百万元) | 912,877/912,877 |
| 12个月最高/最低(元) | 7.54/5.51 |

相关研究报告:

证券分析师: 杨伟

电话: 010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030005

联系人: 柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190117120012

报告摘要

前言: 经历了3年低油价，我们认为全球迈入“中油价”时代，预计2018年Brent油价至少上涨5-10美元/桶以上，建议重视原油产业链配置机会，“三桶油”有望迎来“业绩+估值”双修复，其中中国石化极具配置价值。

1. 油气全产业链巨无霸，下游优势更突出

公司为世界能源巨头，2017年世界《财富》500强排名第三。截止2016年度，采矿权面积2.8万平方千米（18%，国内第二）、累计石油探明地质储量88亿吨（23%，国内第二）、累计天然气探明地质储量2.8万亿立方米（21%，国内第二）；原油产量3.03亿桶（21%，国内第二）。2017年炼能2.60亿吨（33.73%，国内第一；5.31%，世界第一）、乙烯产能1084万吨（44.10%，国内第一；6.41%，世界第四）、加油站3.07万座（31.5%，国内第一）。2017年1-9月份实现归母净利润383.73亿元，同比+31.57%。

2. 全球迈入“中油价”时代，上游减亏弹性大

2017年全球石油供小于求30万桶/天，而2014-2016年分别供过于求80万桶/天、170万桶/天、70万桶/天。我们判断国际原油供需再平衡震荡中修复，处于销库存阶段，国际油价温和上涨，不排除地缘政治及突发事件催化这一上涨过程加速。自2014年6月油价暴跌以来，全球经历2015-2017年的低油价，目前进入“中油价”时代。预计2018年Brent中枢在60-70美元/桶，同比提高至少5-10美元/桶。Brent在60-64美元/桶油价时，上游预计扭亏为盈。油价上涨10美元，预计增加税后净利润149亿元，EPS增加0.12元。

3. “中油价”时代，炼化处于舒适区

炼厂盈利主要由炼油和化工两部分组成，2013年3月以来，炼油部分采用成本加成模式，调价周期缩短，可更快转嫁上游成本；而我国化工品需求增速较快，部分产品对外依存度高，叠加2016年以来，环保趋严造成供给收缩，顺油价周期化工品轮番上涨，一体化优势的化工企业盈利大幅好转。我们认为，在中油价时代，油价处于60-80美元/桶震荡上行过程中时，炼化一体化企业炼油板块盈利稳定叠加库存

收益；化工板块普遍顺油价，叠加环保去产能，弹性十足。

4. 公司盈利水平中上，而估值处于低估

2017年1-9月份，公司ROA和ROE分别为3.48%、5.37%，对比Exxon Mobil (3.33%/6.48%)、BP (1.26%/3.47%)、Shell (2.22%/4.81%)、Chevron (2.36%/4.16%)、Total (3.26%/7.30%)、中国石油 (1.23%/1.46%)，处于中上水平。而公司目前PE和PB分别为16.41、1.27，对比Exxon Mobil (18.17/1.96)、BP (37.43/1.47)、Shell (21.20/1.42)、Chevron (24.49/1.54)、Total (17.51/1.30)、中国石油 (72.31/1.43)、中国海油 (19.92/1.27)，处于低估水平。另，深化改革持续推进，公司销售板块有望价值重估。

5. 盈利预测与评级

假设油价处于中油价时代，温和上涨，我们测算60美元/桶、65美元/桶、70美元/桶、75美元/桶、80美元/桶油价体系下公司盈利水平，分别为693亿元、778亿元、864亿元、949亿元和1034亿元。

假设2018年油价水平为65美元/桶，2019年为70美元/桶，我们预计公司2017-2019年归母净利润分别为533.08亿元、778.35亿元、864.29亿元，对应EPS 0.44元、0.64元、0.71元，PE 17X、12X、11X。若以IOC平均估值水平PE 24X、PB 1.54考虑，给予公司2018年PE 15倍，PB 1.38倍估值，目标价9.6元，目标市值1.16万亿元，目前还有27%空间，“买入”评级。

风险提示：宏观经济不及预期、油价大幅下降、炼能过剩竞争加剧

■ 盈利预测和财务指标：

| | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 1,930,911 | 2,215,608 | 2,477,755 | 2,628,280 |
| (+/-%) | -4.4% | 14.7% | 11.8% | 6.1% |
| 净利润(百万元) | 46,416 | 53,308 | 77,835 | 86,429 |
| (+/-%) | 44.1% | 14.8% | 46.0% | 11.0% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.38 | 0.44 | 0.64 | 0.71 |
| 市盈率(PE) | 19.7 | 17.1 | 11.7 | 10.6 |

资料来源：Wind，太平洋证券

目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 一、 油气全产业链巨无霸，业绩明显改善 | 6 |
| (一) 世界能源化工巨头 | 6 |
| (二) 业绩改善明显 | 7 |
| 二、 原油供需再平衡持续改善，全球迈入“中油价”时代 | 9 |
| (一) 原油再平衡震荡中修复 | 9 |
| (二) 继续看好油价温和上涨，进入“中油价”时代 | 11 |
| 三、 油价上涨，上游有望扭亏 | 13 |
| 四、 中油价时代，炼化板块盈利提升 | 18 |
| 五、 营销及分销板块盈利稳定 | 25 |
| 六、 公司估值水平具有空间 | 26 |
| 七、 盈利预测及评级 | 28 |
| 八、 风险提示 | 29 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1: 公司股权结构图 | 6 |
| 图表 2: 油气全产业链 | 7 |
| 图表 3: 2011-2017Q3 公司营业收入 | 8 |
| 图表 4: 2011-2017Q3 公司归母净利润 | 8 |
| 图表 5: 公司资产负债率及权益收益率水平 | 8 |
| 图表 6: 2011-2017Q3 公司毛利率水平 | 8 |
| 图表 7: 2016 年公司各业务板块营收占比 | 9 |
| 图表 8: 2016 年公司各业务板块毛利占比 | 9 |
| 图表 9: 原油多重属性 | 10 |
| 图表 10: OPEC 减产执行率高 | 10 |
| 图表 11: 2017 年非 OPEC 国家石油供应同比变化 | 10 |
| 图表 12: 石油消费国需求变化情况 | 10 |
| 图表 13: 2017 年全球石油供需首现缺口 | 10 |
| 图表 14: 全球石油供需震荡修复 | 10 |
| 图表 15: OECD 国家商业石油库存下降 | 11 |
| 图表 16: 美国商业原油库存下降 | 11 |
| 图表 17: 国际油价走势 | 12 |
| 图表 18: 美国原油产量与钻机数走势图 | 12 |
| 图表 19: 国际油价与美元指数走势图 | 12 |
| 图表 20: 美国页岩油开采成本下降 | 13 |
| 图表 21: OPEC 国家低油价时期石油收入大幅下降 | 13 |
| 图表 22: 油价上涨 10 美元/桶, 公司业绩弹性测算表 | 14 |
| 图表 23: 公司原油产量稳定 | 14 |
| 图表 24: 公司天然气产量大幅增长 | 14 |
| 图表 25: 勘探及开发板块经营效益与油价高度相关 | 15 |
| 图表 26: 勘探及开发板块单桶油气当量经营效益 | 15 |
| 图表 27: 单桶油气当量折摊及减值情况 | 16 |
| 图表 28: 油气现金操作成本略有下降 | 16 |
| 图表 29: 油价大幅下跌, 勘探及开发板块减值增加 | 17 |
| 图表 30: 勘探及开发板块资本开支与储采比 | 17 |
| 图表 31: 低油价时公司原油折价下降 | 18 |
| 图表 32: 我国成品油调价机制发展历程 | 20 |
| 图表 33: 我国成品油调价机制, 80 美元以下为舒适区 | 20 |
| 图表 34: 2017 年中国炼能分布 (万吨/年, %) | 21 |
| 图表 35: 2017 年中国乙烯产能分布 (万吨/年, %) | 21 |
| 图表 36: 中国汽油供需情况 | 21 |
| 图表 37: 中国汽油进出口情况 | 21 |
| 图表 38: 中国柴油供需情况 | 22 |
| 图表 39: 中国柴油进出口情况 | 22 |
| 图表 40: 2016 年我国部分主要化工品供需情况 | 22 |
| 图表 41: 公司乙烯产量稳定 | 23 |
| 图表 42: 中油价时代, 炼化处于舒适区 | 23 |
| 图表 43: 中油价时代, 炼化处于舒适区 | 24 |
| 图表 44: 公司柴汽比水平领先 | 24 |
| 图表 45: 上海石化营业收入走势图 | 25 |
| 图表 46: 上海石化归母净利润走势图 | 25 |

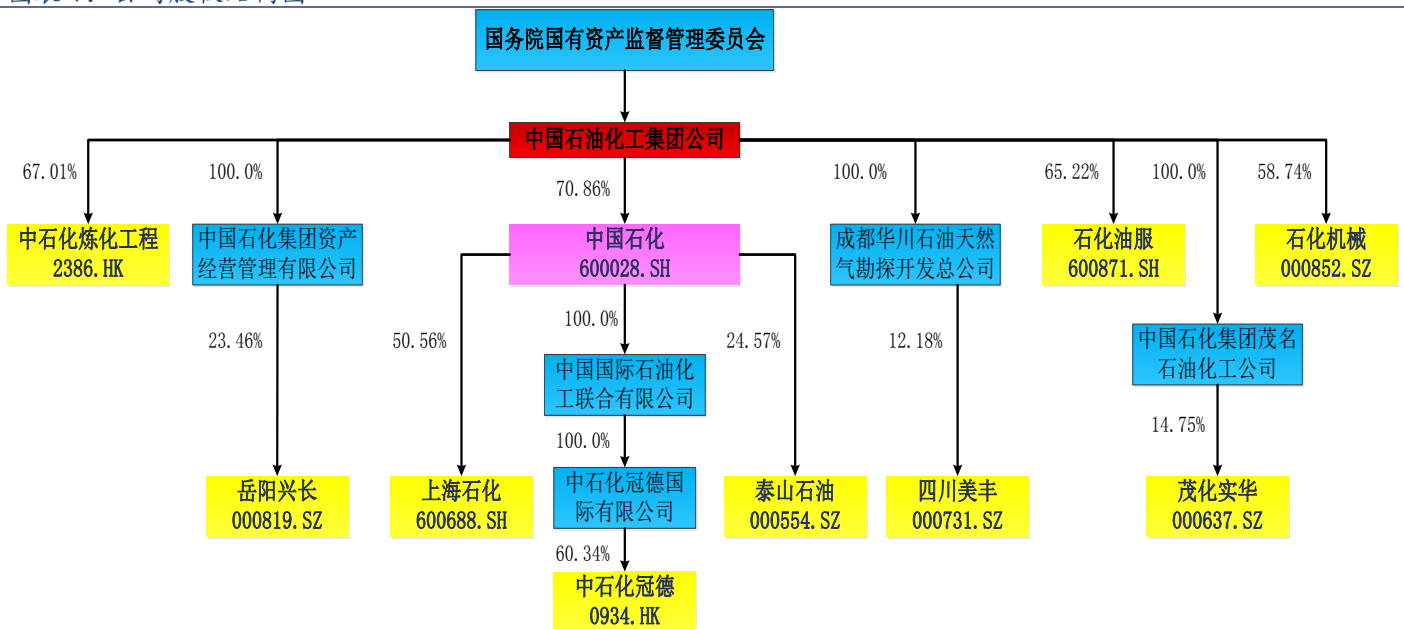
| | |
|----------------------------------|----|
| 图表 47: 公司营销及分销板块盈利稳定 | 26 |
| 图表 48: 中国加油站数量 (万个) | 26 |
| 图表 49: 2016 年中国加油站分布情况 | 26 |
| 图表 50: 中国石化 ROA 及 ROE 水平中上 | 27 |
| 图表 51: 中国石化估值水平中下 | 27 |
| 图表 52: 公司股息率稳定 | 28 |
| 图表 53: 中国石化历史 PE-BAND | 28 |
| 图表 54: 中国石化历史 PB-BAND | 29 |

一、油气全产业链巨无霸，业绩明显改善

(一) 世界能源化工巨头

中国石油化工股份有限公司（以下简称“中国石化”或“公司”），其母公司中国石油化工集团是1998年7月国家在原中国石油化工总公司基础上重组成立的特大型石油石化企业集团。中国石化集团主要资产基本均已实现上市，分布于石油天然气产业链的各个板块。公司是中国最大的一体化能源化工公司之一，主要从事石油与天然气勘探开采、管道运输、销售；石油炼制、石油化工、煤化工、化纤及其他化工产品的生产与销售、储运；石油、天然气、石油产品、石油化工及其他化工产品和其他商品、技术的进出口、代理进出口业务；技术、信息的研究、开发、应用。公司是中国最大的成品油和石化产品供应商、第二大油气生产商，是世界第一大炼油公司，加油站总数位居世界第二，在2017年《财富》世界500强企业中集团公司排名第2位。

图表 1：公司股权结构图



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

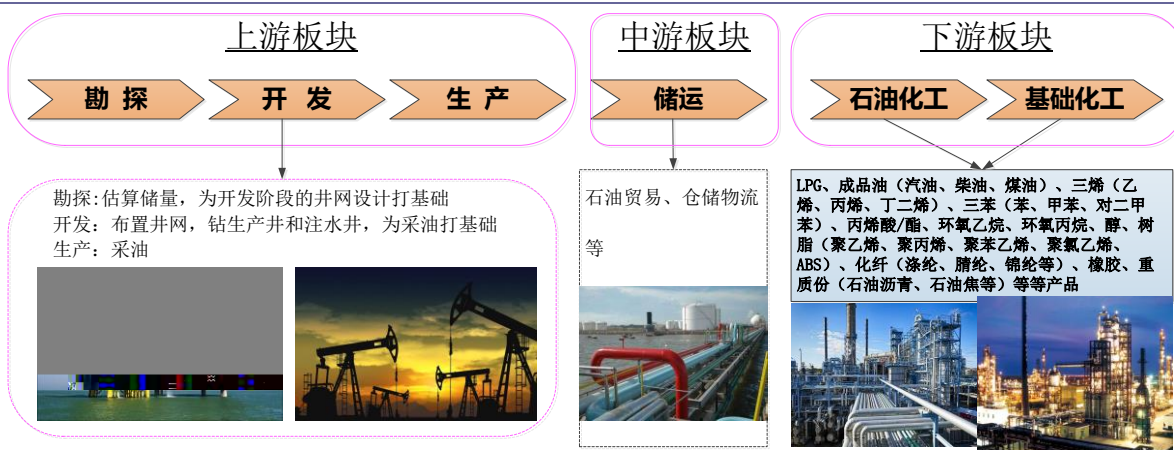
在上游勘探开发板块，公司拥有1家专业勘探分公司和6家专业油气分公司。勘探分公司是中国石化唯一的专业化油气勘探队伍，全面负责中国石化南方新区风险勘探，先后发现了普光、元坝、河坝、马路背、兴隆五个大中型气田，以及涪陵焦石坝页岩气田；胜利油田分公司为公司最大油气生产公司，上海海洋油气分公司为公司专业从事海洋油气勘探和开发的公司；华东油气分公司是公司专门从事页岩气、页岩油、煤层气等非常规油气资源勘探开发的上游企业。

在中游油气储运板块，根据集团发布的《中国石化油气管网设施开放相关信息公开公告》等信息，公司现有原油管道6074.4千米，输送能力3.07亿吨/年；天然气管道5610千米，输送能力507亿方/年；LNG接收站2座、设计接卸能力600万吨/年，另在建的天津LNG接收站投产在即。

在下游炼化板块，公司旗下共有4家技术研究机构、6家专业公司、10家炼化子公司及20家炼化分公司。公司现有炼油能力2.6亿吨/年，世界第二（5.31%），国内第一（33.73%）；乙烯能力，1084万吨/年，世界第四（6.41%），国内第一（44.10%）。

在下游销售板块，负责最终产品销售的子公司主要为中石化销售有限公司、中石化炼油销售有限公司和中国石化化工销售有限公司。其中，中石化销售有限公司在境内成品油销售领域占据主导地位，是中国最大的成品油供应商，拥有境内最完善的成品油销售网络和储运设施。

图表 2：油气全产业链



资料来源：太平洋证券整理

（二）业绩改善明显

受低油价影响，2014年以来公司盈利情况明显下滑，2014年实现归母净利润474.30亿元，同比-29.40%；2015年实现归母净利润322.07亿元，同比-32.10%。而随着油价温和复苏，特别是2016年化工品景气周期，炼油“地板价”保护政策，公司炼油板块盈利大幅改善，实现经营收益562.65亿元，同比+168.45%；全年实现归母净利润464.16亿元，同比+44.12%。

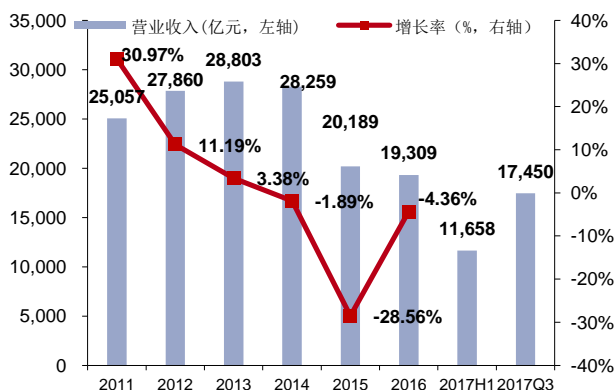
2017年上半年，外销原油、天然气及其他上游产品营业额为331亿元，同比+44.0%，占本公司营业额及其他经营收入的2.8%，主要归因于原油价格同比大幅回升以及天然气销量同比增加。

公司炼油事业部和营销及分销事业部对外销售石油产品（主要包括成品油及其他精炼石油产品）实现的对外销售收入为6,538亿元，同比增长21.4%，占营业收入的56.1%，主要由于成品油价格随原油价格回升同比增长的影响。汽油、柴油及煤油的销售收入为5,534亿元，同比增长18.5%，占石油产品销售收入的84.6%；其他精炼石油产品销售收入为1,004亿元（占石油产品销售收入的15.4%），同比增长40.5%。

公司化工产品对外销售收入为人民币1,787亿元，同比增长41.5%，占本公司营业额及其他经营收入的15.3%。主要由于化工产品的销量及价格同比均有较大增长。2017年H1，公司实现营业收入11,658.37亿元，同比增长32.60%；实现归母净利润270.92亿元，同比+40.74%。2017年1-9月份，实现归母净利润383.73亿元，同比+31.57%。

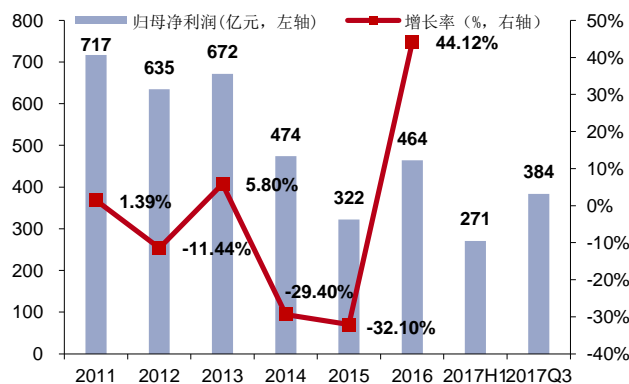
盈利改善的同时，公司资产负债率持续下降，从高油价时代的54%-56%下降至2017年Q3的42.75%。

图表 3：2011-2017Q3 公司营业收入



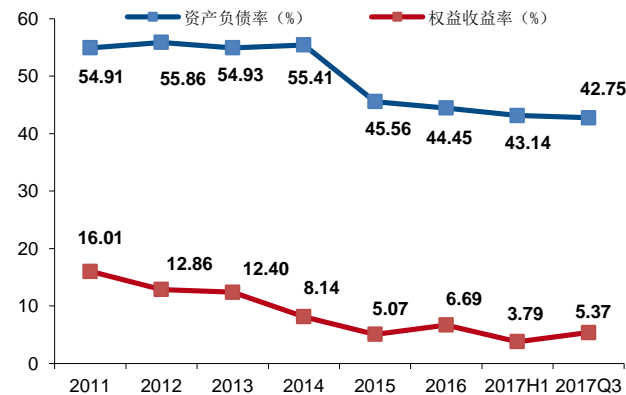
资料来源：Wind、太平洋研究院整理

图表 4：2011-2017Q3 公司归母净利润



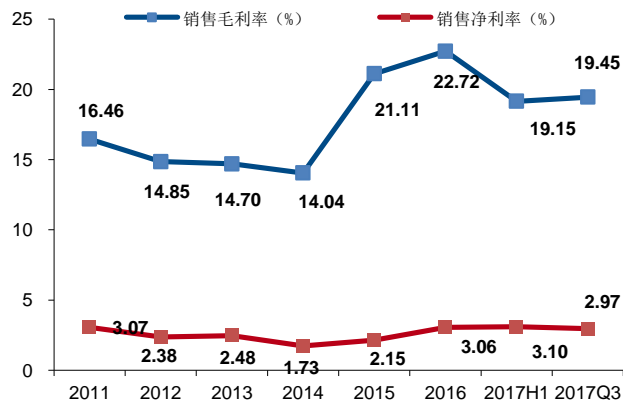
资料来源：Wind、太平洋研究院整理

图表 5：公司资产负债率及权益收益率水平



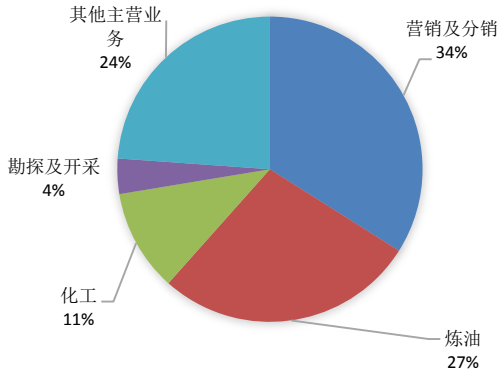
资料来源：Wind、太平洋研究院整理

图表 6：2011-2017Q3 公司毛利率水平



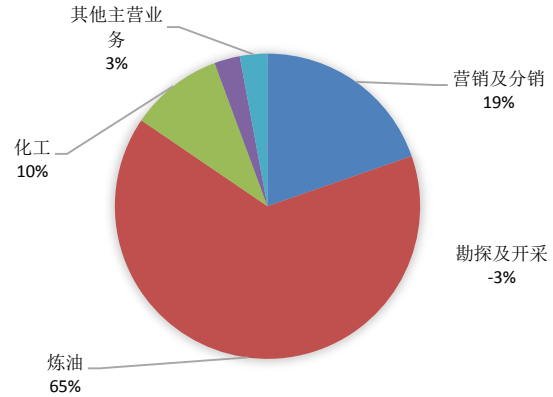
资料来源：Wind、太平洋研究院整理

图表 7: 2016 年公司各业务板块营收占比



资料来源: Wind、太平洋研究院整理

图表 8: 2016 年公司各业务板块毛利占比



资料来源: Wind、太平洋研究院整理

二、原油供需再平衡持续改善，全球迈入“中油价”时代

(一) 原油再平衡震荡中修复

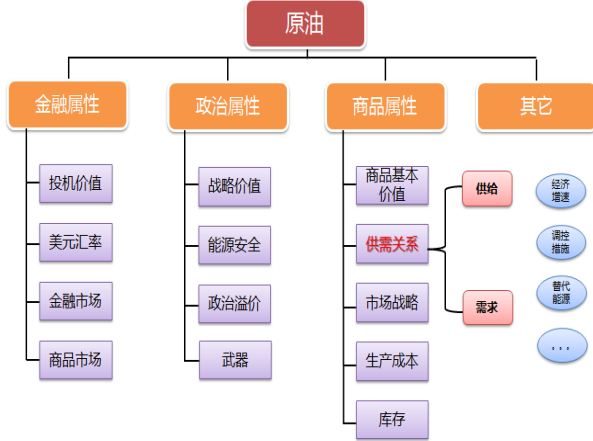
需求端: 受益低油价以及全球经济复苏，2017年全球石油需求同比增长160万桶/天，至9730万桶/天，而2016年增量为130万桶/天。其中增量主要来自中国、美国、印度等。预计2018年全球石油需求同比持续增长。

供给端: 2017年OPEC平均减产执行率达100%，非OPEC减产国减产执行率达83%。全球石油供给同比增长60万桶/天，至9700万桶/天，2016年增量为50万桶/天。其中OPEC石油供给减少10万桶/天，非OPEC供给增加70万桶/天。沙特超额减产20%，减产量达59万桶/天。

库存端: 2017年OECD国家商业石油库存降至29.42亿桶，相比2016年高点减少1.5亿桶，但相比过去5年平均水平仍高出1.8亿桶(6.6%)。美国商业原油库存降至4.24亿桶，相比2016年高点减少0.88亿桶，已降至2015年平均水平以下，但相比过去5年平均水平仍高出0.35亿桶(9.0%)。

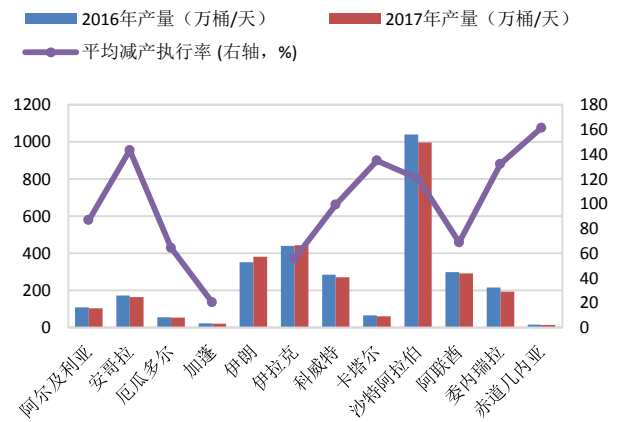
供给平衡: 2017年全球石油供小于求30万桶/天，而2014-2016年分别供过于求80万桶/天、170万桶/天、70万桶/天，造成大量库存累积。预计未来几年，全球仍处于销库存阶段，石油供给平衡震荡中修复。

图表 9：原油多重属性



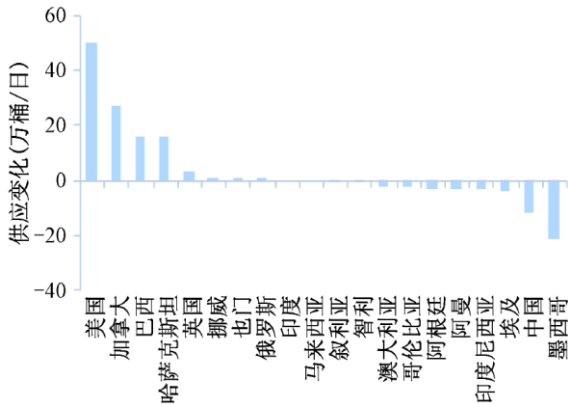
资料来源：太平洋证券整理

图表 10：OPEC 减产执行率高



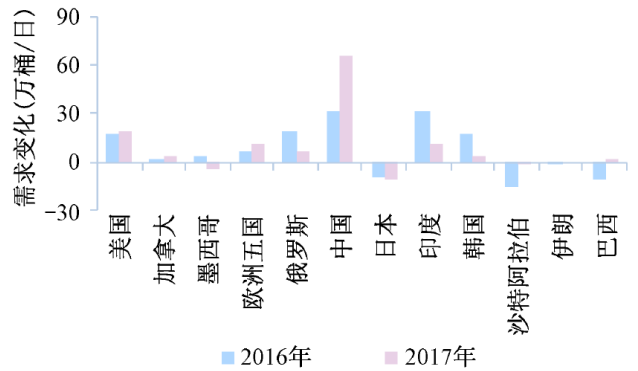
资料来源：OPEC、ETRI、太平洋证券整理

图表 11：2017 年非 OPEC 国家石油供应同比变化



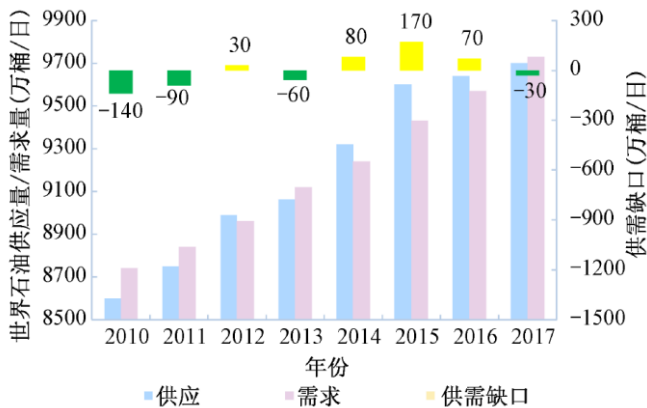
资料来源：EIA、ETRI、太平洋证券整理

图表 12：石油消费国需求变化情况



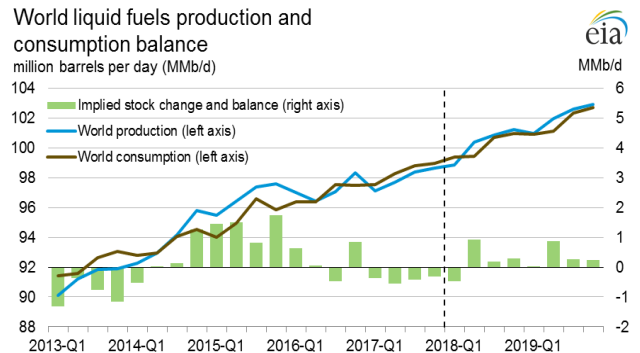
资料来源：IEA、ETRI、太平洋证券整理

图表 13：2017 年全球石油供需首现缺口



资料来源：IEA、ETRI、太平洋证券整理

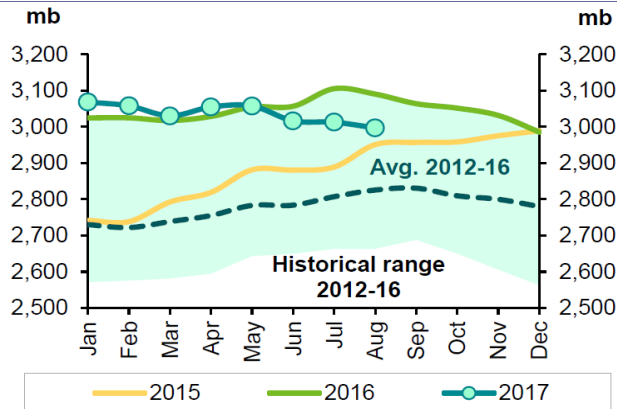
图表 14：全球石油供需震荡修复



Source: Short-Term Energy Outlook, January 2018.

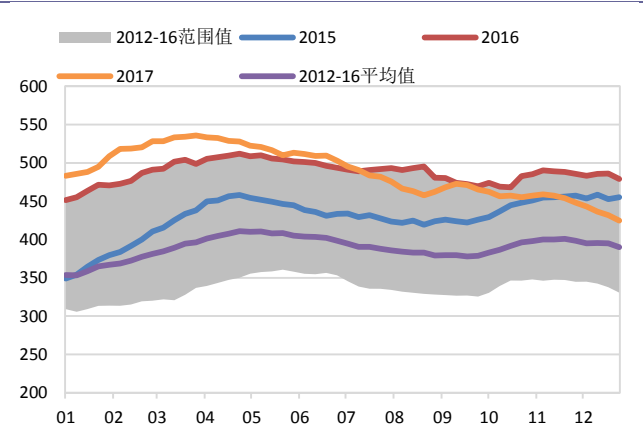
资料来源：EIA、太平洋证券整理

图表 15: OECD 国家商业石油库存下降



资料来源: OPEC、太平洋证券整理

图表 16: 美国商业原油库存下降



资料来源: EIA、太平洋证券整理

(二) 继续看好油价温和上涨，进入“中油价”时代

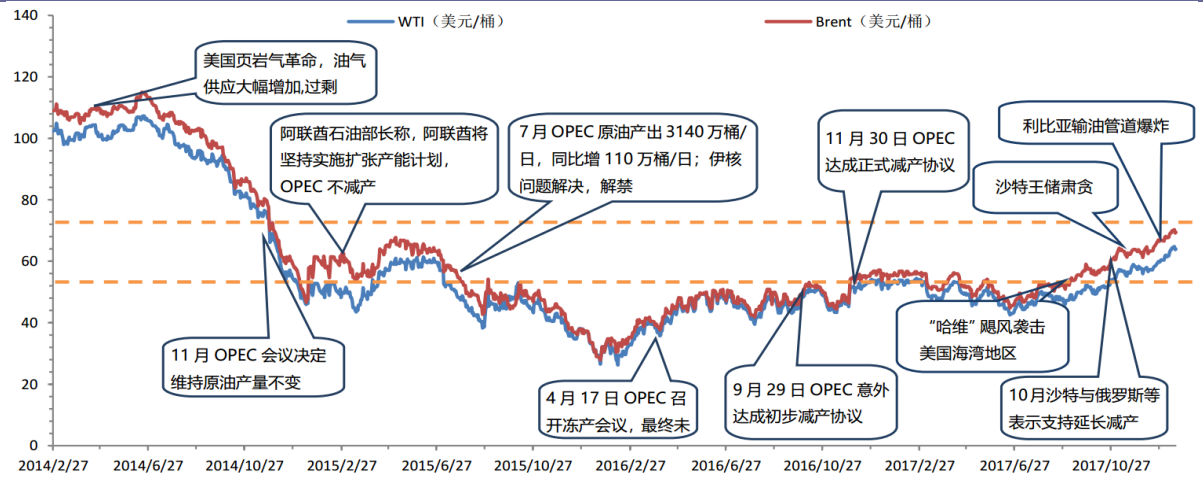
石油作为大宗之王，兼具金融、政治、商品三重属性，其影响因素众多，复杂而离散，不同因素在不同时期主导着油价走势，难以预测。油价短期走势往往会受到金融、库存、特殊事件、消息面、市场情绪等因素影响，而原油期货的市场表现又会左右油气生厂商的实际投资与生产，进而影响市场供给，两者相互交织影响。中长期看，我们认为油价主要由其商品属性主导，当原油供给紧缺时，其价格主要受边际需求影响；当原油供给过剩时，其价格主要受边际成本影响。而金融和政治属性往往会阶段性加速改变其走势。

2017年Brent均价54.74美元/桶，同比21.35%；WTI均价50.89美元/桶，同比17.20%，呈“V”型走势。2018年以来，受益政治及突发事件催化，国际油价更是延续强势，Brent盘中突破70美元/桶，WTI突破64美元/桶。我们分析未来的博弈的重点依然是OPEC减产的持续时间及力度，美国页岩油的成本下降空间及增产速度。2017年11月30日，OPEC轮值主席、沙特阿拉伯石油大臣法利赫宣布，欧佩克与非欧佩克产油国同意按180万桶/天将石油减产协议延长至2018年底，仍由沙特阿拉伯和俄罗斯监督执行。2018年6月，各国将根据基本面情况评估并调整减产协议。由于技术革新及成本下降，尽管美国钻机数没有大的增长，但单机产量明显提升，在油价回暖的刺激下，预计石油总产量将进一步提升。这也是压制国际油价上涨的主要因素，但页岩油衰竭较快，一年衰减率约在40%-70%，第二年再衰减率约30%-40%，需持续投资，平均开采成本在40-45美元/桶，边际成本有支撑。同时，持续低油价不符合各方利益。另外需要密切关注的一个现象是2017年全球地缘政治事件频发，伊拉克库尔德独立公投、伊朗骚乱、沙特王室反腐、委内瑞拉经济异常困难、美国与伊朗紧张关系等，任何一个问题的深化，势必

造成边际供需平衡的变化，进而催化国际油价中枢进一步上移。

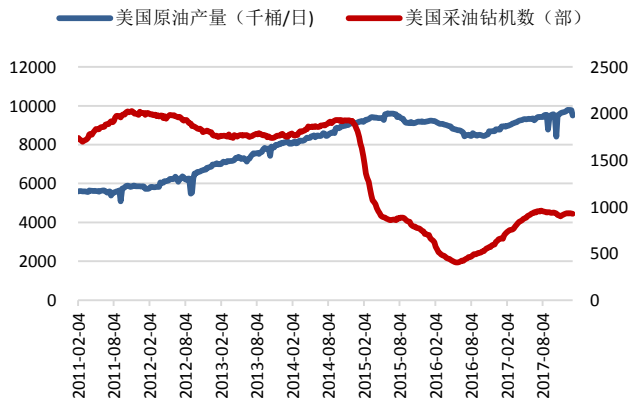
展望未来，我们判断国际原油供需再平衡震荡中修复，处于销库存阶段，国际油价温和上涨，不排除地缘政治及突发事件催化这一上涨过程加速。自2014年6月油价暴跌以来，全球经历2015-2017年的低油价，目前进入“中油价”时代。我们预计2018年Brent中枢在60-70美元/桶，同比提高至少5-10美元/桶。

图表 17：国际油价走势



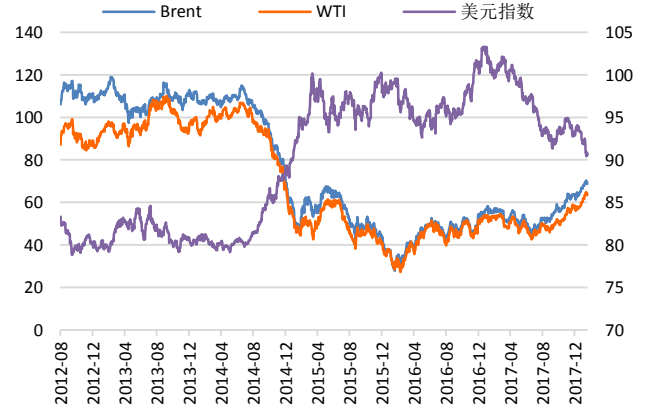
资料来源：Wind、太平洋证券整理

图表 18：美国原油产量与钻机数走势图



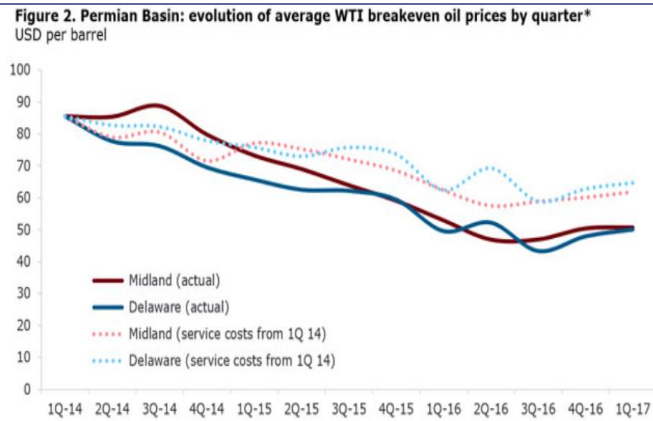
资料来源：Wind、太平洋证券整理

图表 19：国际油价与美元指数走势图



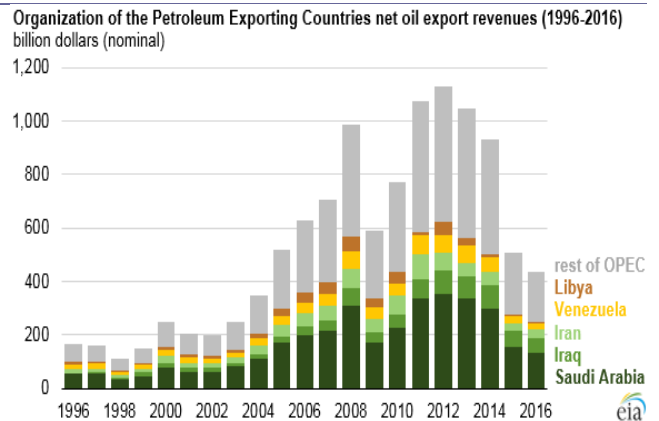
资料来源：Wind、太平洋证券整理

图表 20: 美国页岩油开采成本下降



资料来源: Rystad Energy、太平洋证券整理

图表 21: OPEC 国家低油价时期石油收入大幅下降



资料来源: EIA、太平洋证券整理

三、油价上涨，上游有望扭亏

石油产业链一般可划分为 (1) 上游: 石油勘探、开发与生产; (2) 中游: 石油贸易、仓储物流; (3) 下游: 石油化工、基础化工、成品油营销、化工品营销等三个板块。油价上涨, 对于上游生产企业, 最先受益。由于勘探及开发板块的经营收入主要来自原油和天然气的销售收入, 根据公司已披露的数据, 我们简化处理, 以单桶油气当量的各项指标变化情况复盘了公司过去10年来的上游板块盈利情况。

油价暴跌, 储量下降, 折摊及减值大幅增加, 上游板块亏损。由于公司储量下降, 储采比由2008年的11.6下降至2016年的6.1, 导致公司折旧和摊销加大。2014年-2017H1, 公司勘探及开发板块的折旧和摊销费用分别为489.02亿元、521.55亿元、619.29亿元和320.97亿元。油价暴跌, 带来勘探及开发板块的长期资产减值损失增加, 2014年-2017H1分别为24.36亿元、48.64亿元、116.05亿元和34.87亿元。尽管过去10年, 公司原油产量基本保持在3亿桶-3.5亿桶, 天然气产量从2008年的83亿立方米增长至2017年的258亿立方米, CAGR高达13.45%。天然气收入占比也从2008年的不足4%提高至2017H1的28%, 主要由于2014年以来油价的暴跌以及天然气产量的增加。2014年-2017H1, 公司勘探及开发板块收益下滑明显, 分别为470.57亿元、-174.18亿元、-366.41亿元、-183.34亿元; 同期Brent油价分别为100.80美元/桶、53.86美元/桶、44.97美元/桶、和52.81美元/桶。

低油价时, 公司原油实现价格与Brent价格差距缩小。2014年-2017H1, 公司原油平均实现价格分别为88.55美元/桶、44.61美元/桶、36.02美元/桶和46.49美元/桶, 较同期Brent均价分别让利12.25美元/桶、9.25美元/桶、8.95美元/桶和6.32美元/桶。

油价上涨10美元/桶, 预计增厚税后净利润149亿元。根据财政部《关于提高石油

特别收益金起征点的通知》(财税2014年115号), 财政部决定从2015年1月1日起, 将石油特别收益金起征点提高至65美元/桶。石油特别收益金列入企业成本费用, 准予在所得税前扣除。考虑到中油价时代油价水平为60-80美元/桶, 为简化计算, 这里暂不考虑石油特别收益金。经测算, 油价上涨10美元/桶, 预计增加税后净利润149亿元。

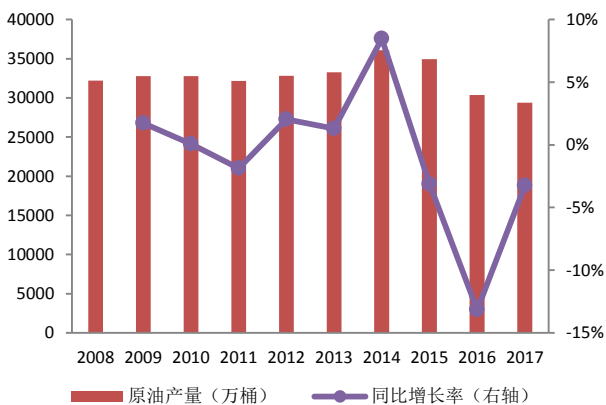
图表 22: 油价上涨 10 美元/桶, 公司业绩弹性测算表

| 项目 | 金额 | 备注 |
|-------------------|--------|--------------------|
| 油价上涨 10 美元/桶 (含税) | 10 | 对应 8.55 美元/桶 (不含税) |
| 汇率 (美元兑人民币) | 6.67 | |
| 原油产量 (亿桶) | 3 | |
| 资源税 (亿元) | 10.26 | 6% |
| 城建及教育费附加 (亿元) | 2.33 | 暂按 VAT 的 5% 和 3% |
| 长期资产减值损失减少额 (亿元) | 40 | 预计值 |
| 利润总额增加额 (亿元) | 198.44 | |
| 税后净利润增加额 (亿元) | 148.83 | 所得税暂按 25% 考虑 |

资料来源: 太平洋证券, 暂未考虑高油价时石油特别收益金

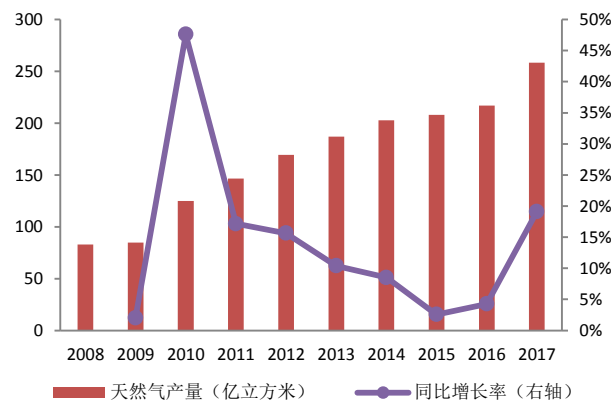
Brent在60-64美元/桶油价时, 上游预计扭亏为盈。随着油价的复苏, 公司该板块长期资产减值损失将减少。受低油价影响, 为改善现金流, 公司该板块资本开支有所缩减, 2014年-2017H1, 分别为801.96亿元、547.10亿元、321.87亿元和68.7亿元, 公司储采比下滑, 折旧和摊销增加。未来随着油价回暖, 预计公司探秘经济可采储量增加。同时, 盈利改善, 上游资本开支增加, 探明储量有望增加, 折旧和摊销减少。2009年受金融危机影响, Brent暴跌至62.56美元/桶, 勘探及开发板块经营收益为196.44亿元。综合考虑, 我们预计Brent油价在60-64美元/桶油价时, 公司勘探及开发板块将实现盈利。

图表 23: 公司原油产量稳定



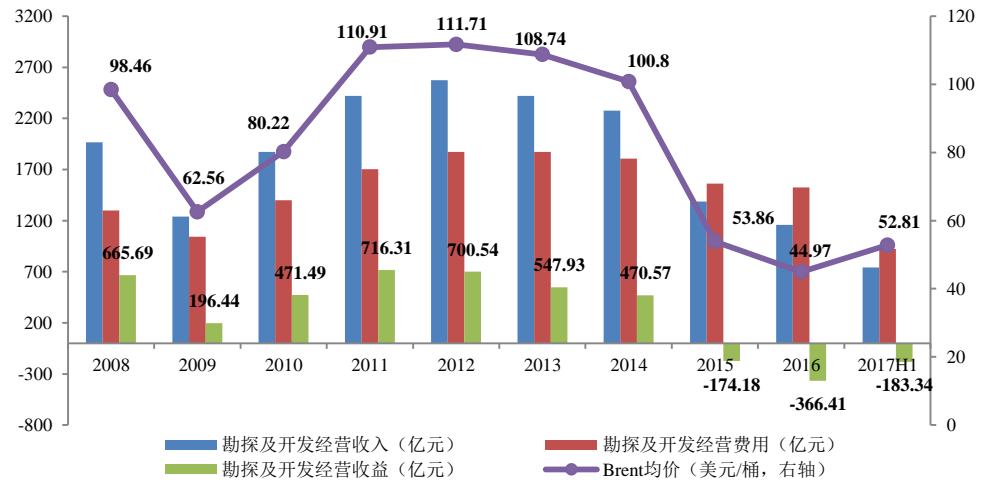
资料来源: 公司公告、太平洋证券整理

图表 24: 公司天然气产量大幅增长



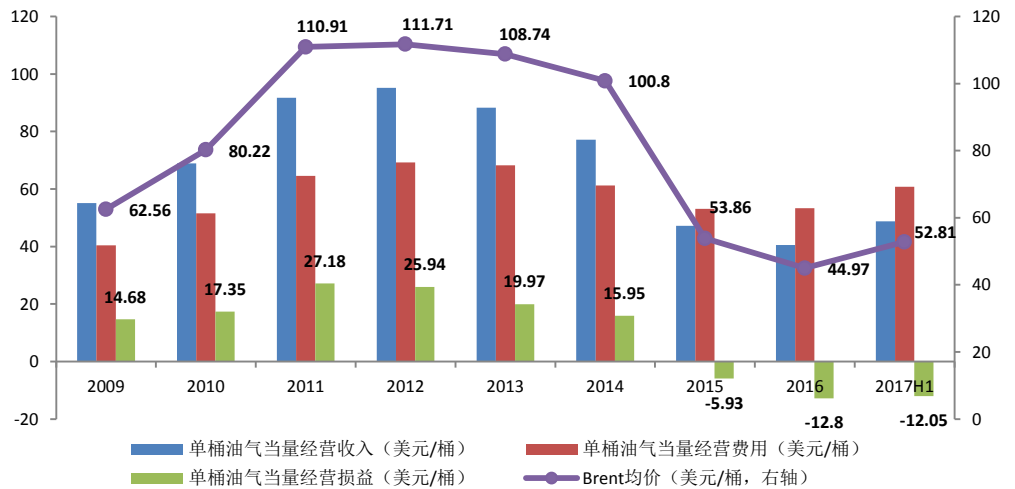
资料来源: 公司公告、太平洋证券整理

图表 25: 勘探及开发板块经营效益与油价高度相关



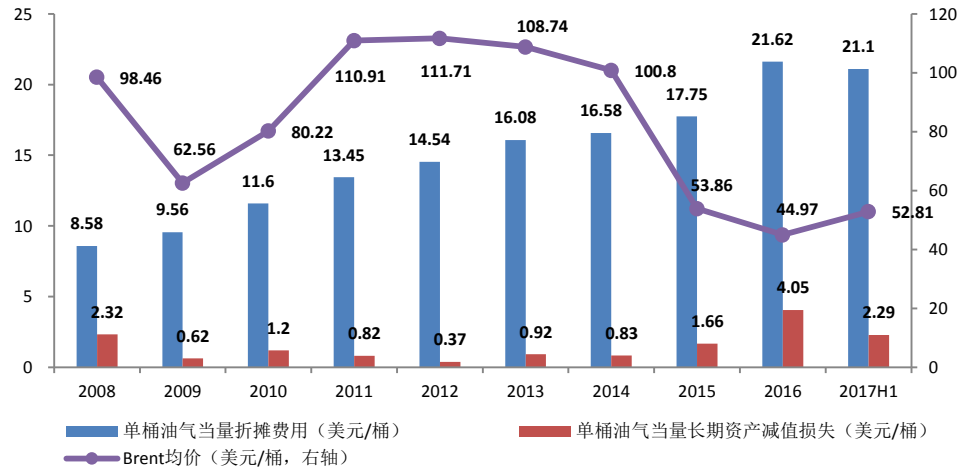
资料来源: 公司公告、太平洋证券整理

图表 26: 勘探及开发板块单桶油气当量经营效益



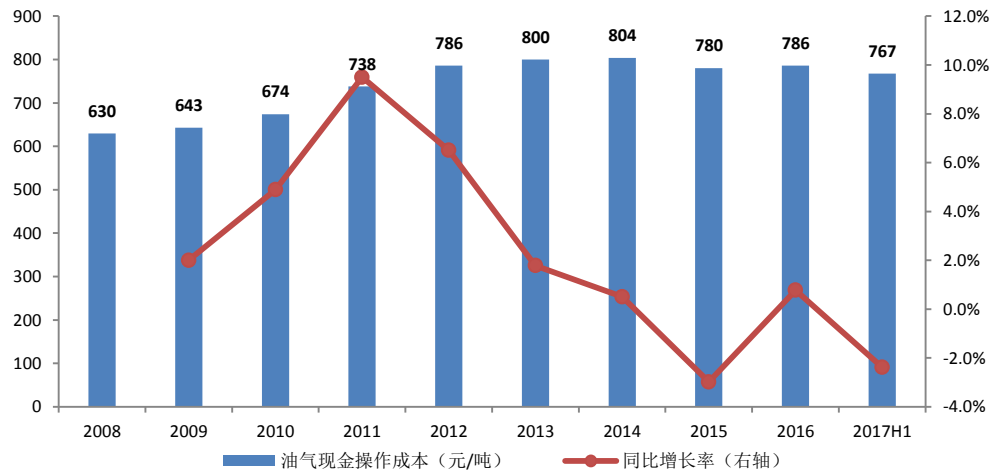
资料来源: 公司公告、太平洋证券整理

图表 27: 单桶油气当量折摊及减值情况



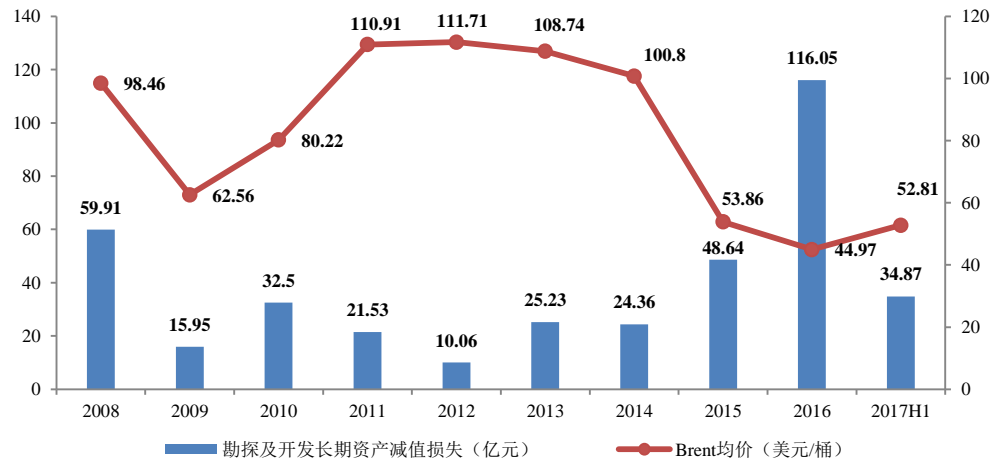
资料来源: 公司公告、太平洋证券整理

图表 28: 油气现金操作成本略有下降



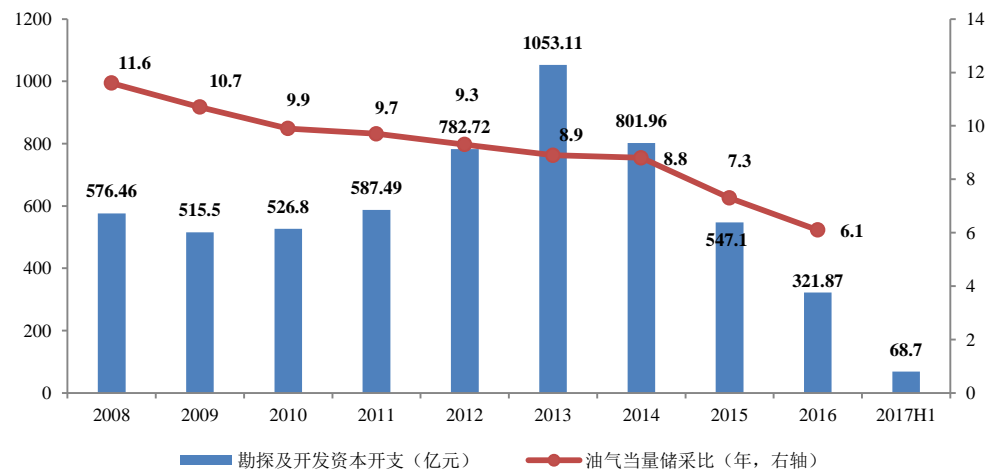
资料来源: 公司公告、太平洋证券整理

图表 29: 油价大幅下跌, 勘探及开发板块减值增加



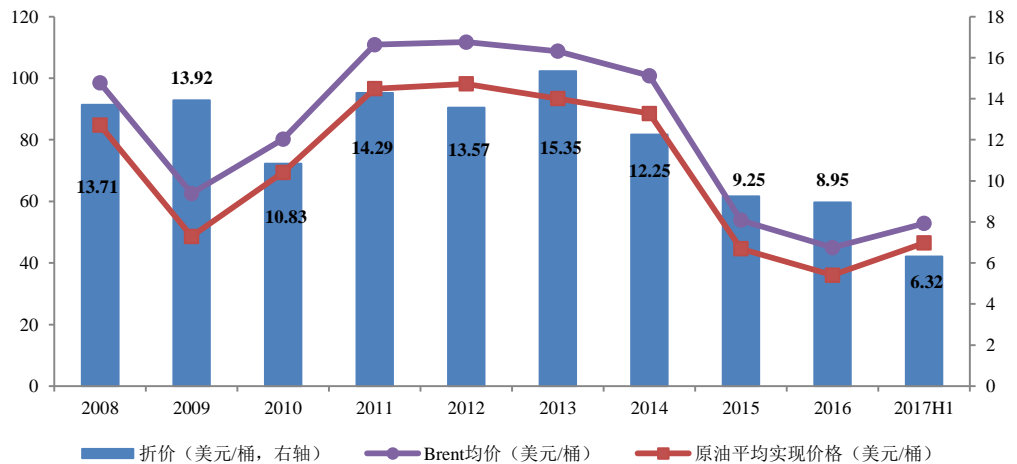
资料来源: 公司公告、太平洋证券整理

图表 30: 勘探及开发板块资本开支与储采比



资料来源: 公司公告、太平洋证券整理

图表 31：低油价时公司原油折价下降



资料来源：公司公告、太平洋证券整理

四、中油价时代，炼化板块盈利提升

据统计，2017年世界炼油能力49亿吨，新增炼能7849万吨/年，同时淘汰4947万吨/年，净增加炼能2900万吨/年。亚太地区炼能占比高达35%，排名第一，其次为欧洲24%、北美21%，维持三足鼎立格局。世界炼厂总数650座，平均规模754万吨/年。CR25公司炼能27.3亿吨，占比56.1%；CR10炼能17.4亿吨，占比39.8%，呈现寡头格局。

2017年我国炼能7.72亿吨/年，2010-2015年CAGR6.7%，近年来有所放缓，但在建及规划产能较多。假设成品油消费量CAGR3%，预计2020年国内炼能过剩1.67亿吨。成品油供过于求，化工品供应不足，倒逼炼厂转型升级，由“燃料型”炼厂转向“化工型”炼厂。而且我国炼厂平均规模仅为413万吨/年，与世界754万吨/年平均水平差距明显。主要为地方炼油企业规模较小，1.73亿吨地炼中，500万吨以下占比73%。预计未来我国炼油行业存量转型升级，落后产能淘汰，增量统一规划布局，“六化”发展，稳步推进市场化改革，三权放开，由炼油大国走向炼油强国。

公司现有炼能2.60亿吨/年，国内占比33.73%，世界占比5.31%，均排名第一；乙烯产能1084万吨/年，国内占比44.1%，排名第一；世界占比6.41%，排名第四。对于一个炼厂的盈利主要有两部分组成，分别为炼油部分和化工部分。炼油部分采用成本加成模式。2013年3月26日，国家再次调整成品油定价机制，将调价周期从22个工作日缩短为10个工作日，对于炼油企业能够更快地转嫁上游成本的增加。而我国化工品需求增速较快，部分产品对外依存度高，具有较大的进口替代空间。自2016年以来，由于上游原料涨价，对于顺油价周期化工品，普遍涨价，叠加环保趋严造成供给收缩，多个化工品轮番上涨，化工企业盈利普遍大幅好转。

2015年-2017年H1，公司原油加工量（不包括来料加工原油量）分别为2.23亿吨、2.21亿吨、1.11亿吨（2017年为2.39亿吨），乙烯产量1112万吨、1106万吨、1161万吨，对应炼油毛利318.1元/吨、471.9元/吨、473.7元/吨，炼油板块经营收益209.59亿元、562.65亿元、293.93亿元，化工板块经营收益196.82亿元、206.23亿元、121.57亿元。

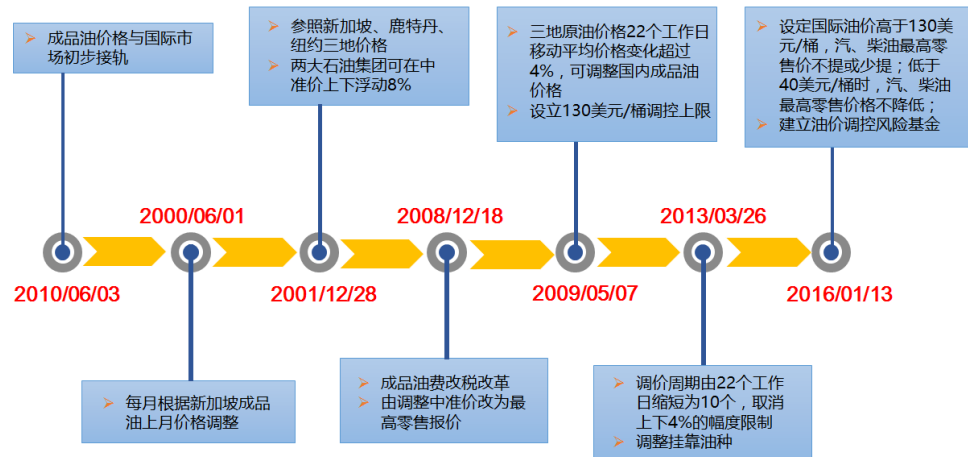
我们认为，在中油价时代，油价处于60-80美元/桶震荡上行过程中时，炼化一体化企业炼油部分成本加成模式，盈利稳定叠加库存收益；化工部分普遍顺油价，叠加环保去产能，弹性十足。

再以上海石化为例，公司前身上海石油化工总厂，1972年成立，是我国最早的炼厂之一，1993年股份制改革。2012年底，公司完成了六期工程，实现炼油能力扩张，从1100万吨炼油能力增至1550万吨，同时进行了升级改造。在2010-2012年间，主要建设390万吨/年渣油加氢装置、350万吨/年催化裂化装置等炼油改造项目。公司为国内大型炼化一体化企业，拥有1550万吨/年炼油、900万吨/年成品油（柴汽比明显低于全国平均水平）、80万吨/年乙烯、428万吨/年有机化学品、100万吨/年合成树脂、109万吨/年合纤原料、59万吨/年合纤聚合物，产业链完整。

2013年以前，我国成品油调价机制尚未完善，存在炼油公司补贴消费终端的现象，特别是高油价时代。油价的暴跌，更是会加剧炼油企业库存损失造成更大的亏损，如2008年和2014年。而在油价温和上涨的过程中，且未超过80美元/桶时，是炼油企业的舒适区，盈利良好。

2016全年上海石化实现营业收入778.94亿元，同比-3.6%；归母净利润59.56亿元，同比+83.48%。2017H1半年报，实现营业收入431.07亿元，同比+16.53%；归母净利润25.75亿元，同比-16.83%。主要受2017Q2检修影响，公司1-6月份加工原油680.42万吨，同比-7.48%。2017Q3业绩持续提升，前三季度实现营业收入681.58亿元，同比+24.87%；归母净利润41.01亿元，同比-0.69%；Q3单季度归母净利15.26亿元。我们预计炼化企业Q4业绩环比提升。

图表 32：我国成品油调价机制发展历程



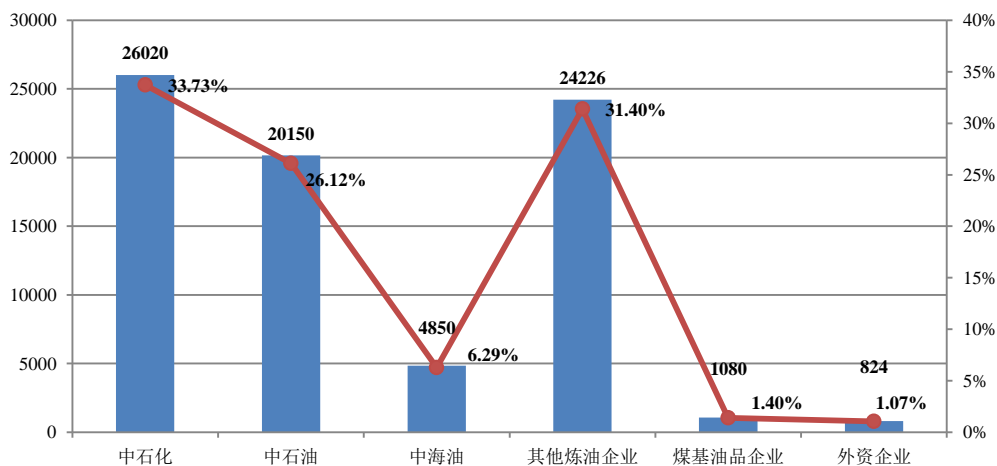
资料来源：太平洋证券整理

图表 33：我国成品油调价机制，80 美元以下为舒适区

| 项目 | 执行时间 | | |
|------|---------------|--|--------------------------------|
| | 2009 年 5 月 | 2013 年 3 月 | 2016 年 1 月 |
| 调价周期 | 22 个工作日 | 10 个工作日 | 新增：原油价格低于 40 美元/桶时，国内成品油价格不再下调 |
| 调价幅度 | 原油价格变化超过 4% 时 | 汽柴油调价幅度大于 50 元/吨时 | |
| 价格区间 | ≤40 美元/桶 | 不再调整，而是按原油价格 40 美元/桶的正常加工利润率计算成品油价格；成品油价格未调金额全部纳入风险准备金 | |
| | 40-80 美元/桶 | 按正常加工利润率计算成品油价格 | |
| | 80-130 美元/桶 | 开始扣减加工利润率，直至按零加工利润计算成品油价格 | |
| | ≥130 美元/桶 | 采取适当财税政策保证成品油生产和供应，汽、柴油价格原则上不提或少提 | |

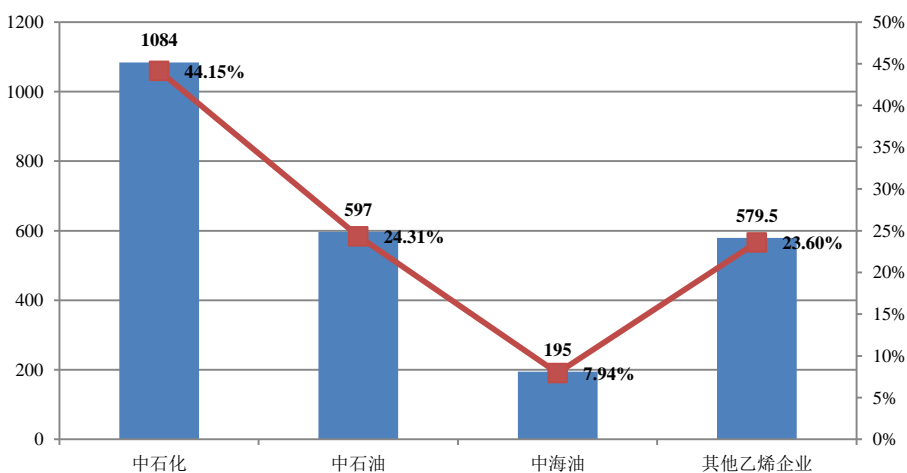
资料来源：国家发改委，太平洋证券整理

图表 34: 2017 年中国炼能分布 (万吨/年, %)



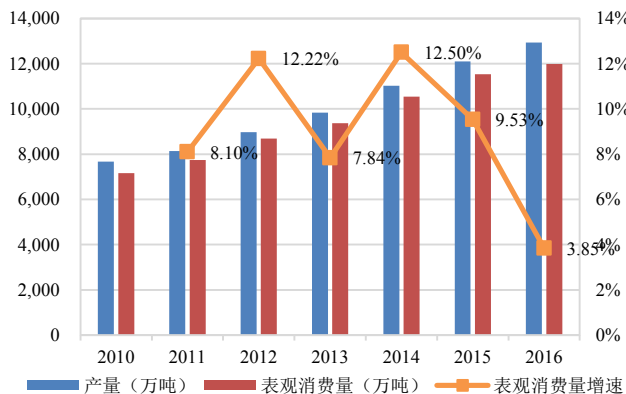
资料来源: ETRI、太平洋证券整理

图表 35: 2017 年中国乙烯产能分布 (万吨/年, %)

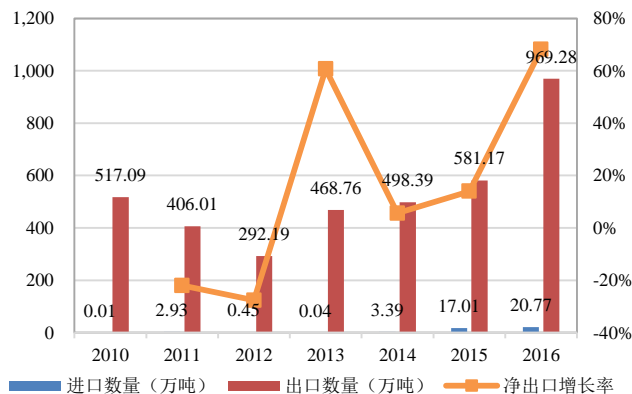


资料来源: ETRI、太平洋证券整理

图表 36: 中国汽油供需情况

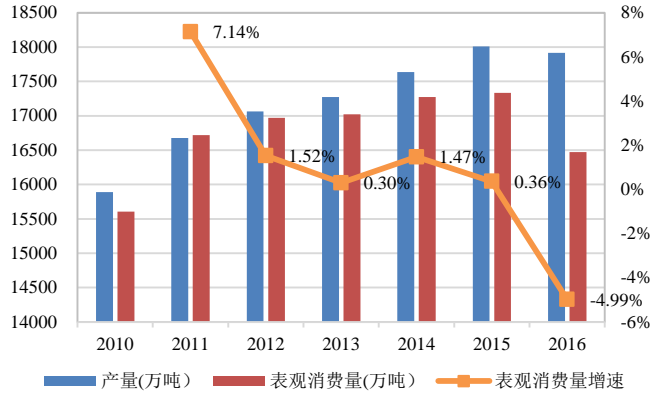


图表 37: 中国汽油进出口情况



资料来源: Wind、太平洋证券整理

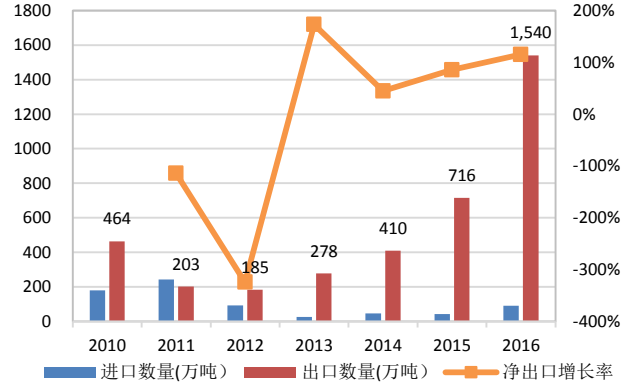
图表 38: 中国柴油供需情况



资料来源: Wind、太平洋证券整理

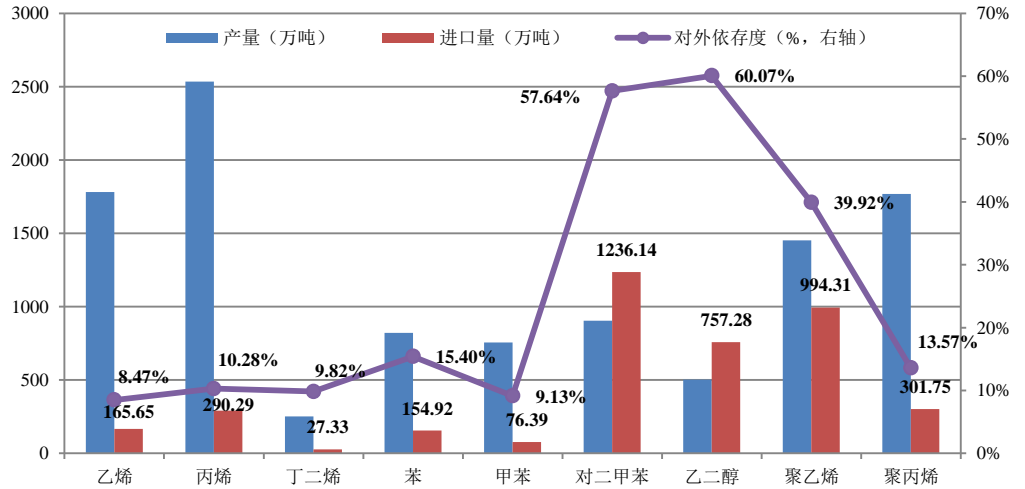
资料来源: Wind、太平洋证券整理

图表 39: 中国柴油进出口情况



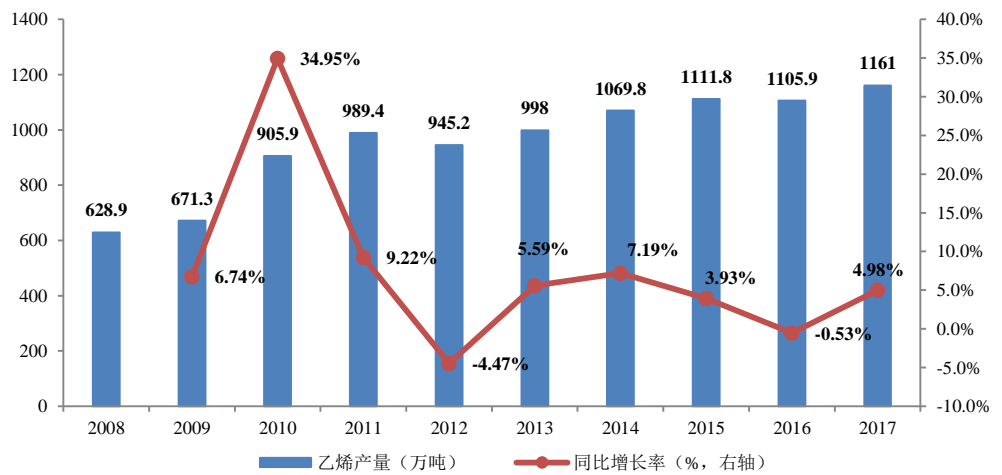
资料来源: Wind、太平洋证券整理

图表 40: 2016 年我国部分主要化工品供需情况



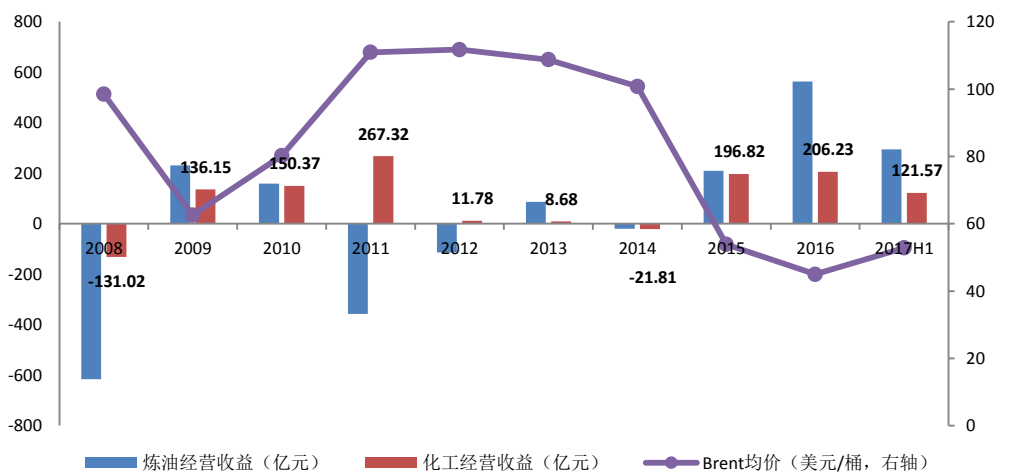
资料来源: 卓创资讯、太平洋证券整理

图表 41: 公司乙烯产量稳定



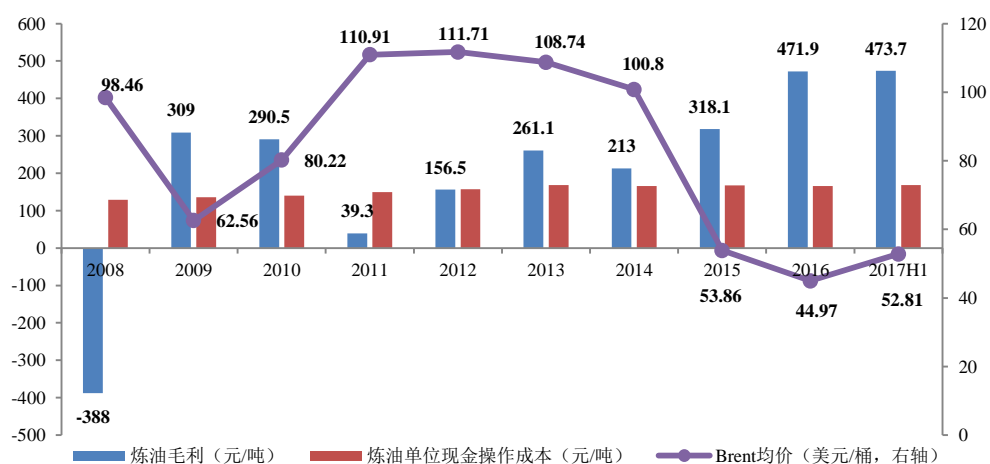
资料来源: 公司公告、太平洋证券整理

图表 42: 中油价时代, 炼化处于舒适区



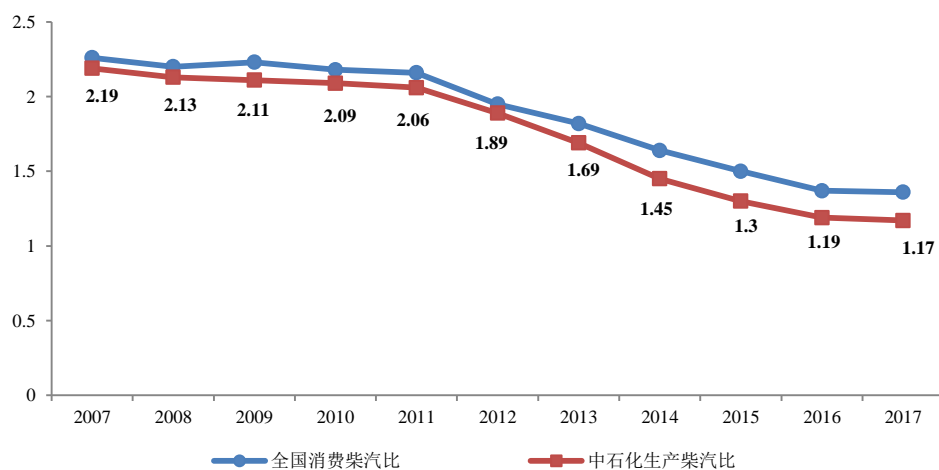
资料来源: 公司公告、太平洋证券整理

图表 43: 中油价时代，炼化处于舒适区



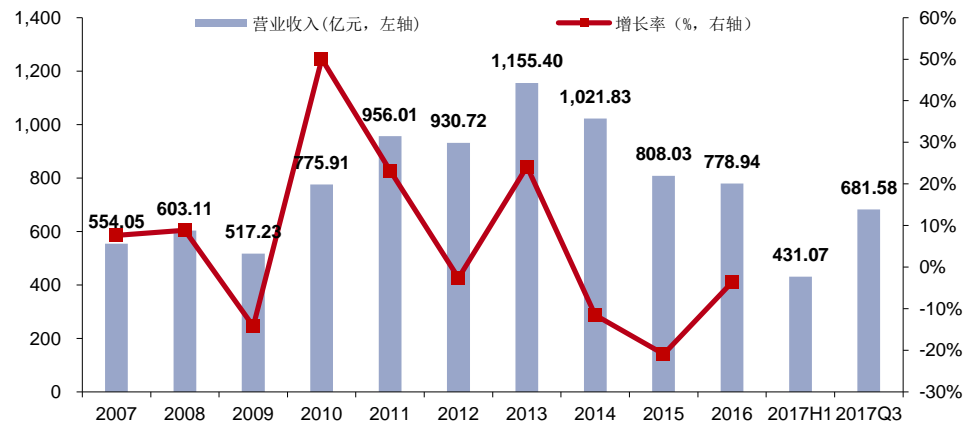
资料来源: 公司公告、太平洋证券整理

图表 44: 公司柴汽比水平领先



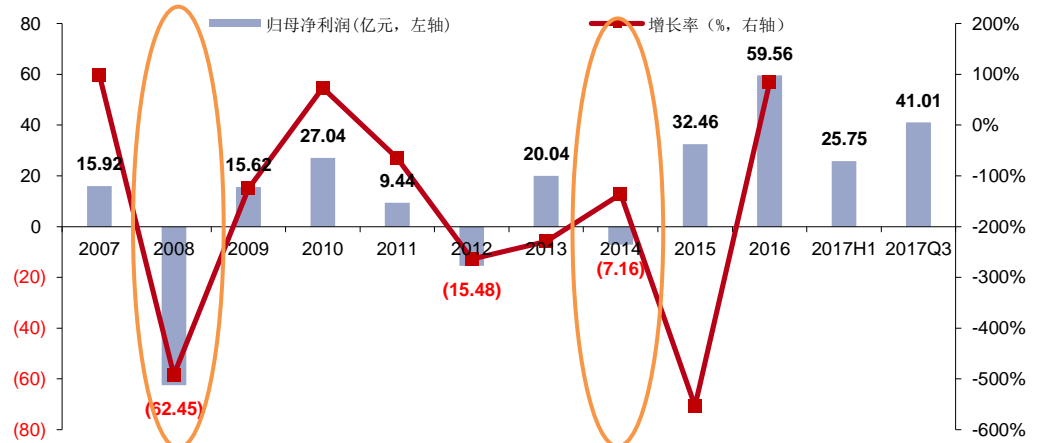
资料来源: 公司公告、ETRI、太平洋证券整理

图表 45: 上海石化营业收入走势图



资料来源: Wind、太平洋证券整理

图表 46: 上海石化归母净利润走势图

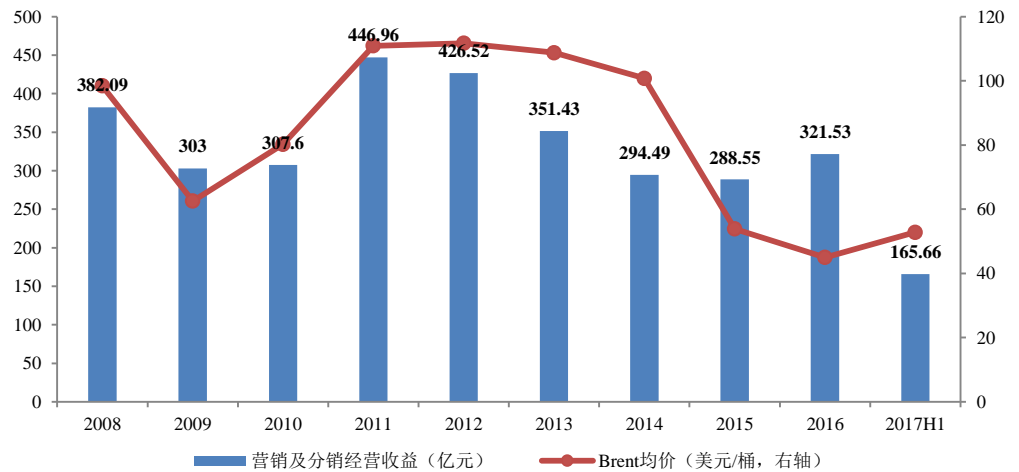


资料来源: Wind、太平洋证券整理

五、营销及分销板块盈利稳定

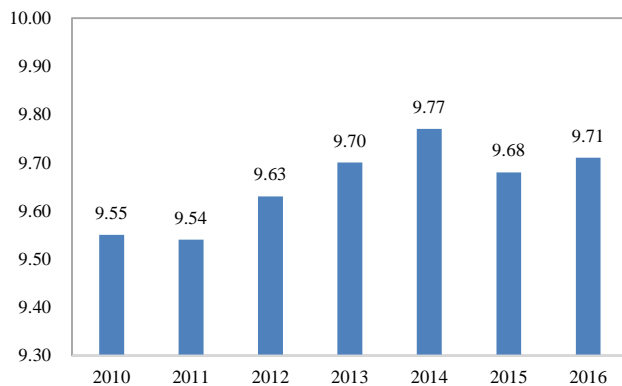
2017年公司境内成品油总经销量1.78亿吨，同比+2.93%，其中零售量1.22亿吨，同比+1.18%。总体而言，公司营销及分销板块盈利稳定，2008-2016年实现年均经营收益347亿元。2016年-2017年H1，营销及分销板块经营收益分别为321.63亿元和165.66亿元。公司拥有加油站30728座，国内占比约31.5%，排名第一，日均单站加油量为10.78吨。

图表 47：公司营销及分销板块盈利稳定



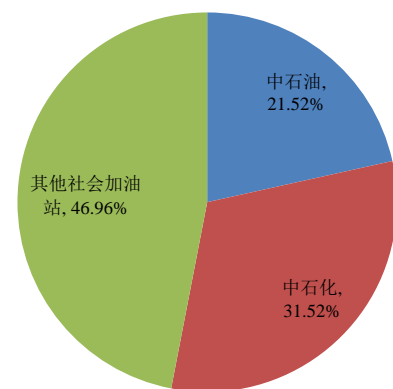
资料来源：公司公告、太平洋证券整理

图表 48：中国加油站数量（万个）



资料来源：《中国加油站行业分析报告》、太平洋证券整理

图表 49：2016 年中国加油站分布情况



资料来源：《中国加油站行业分析报告》、太平洋证券整理

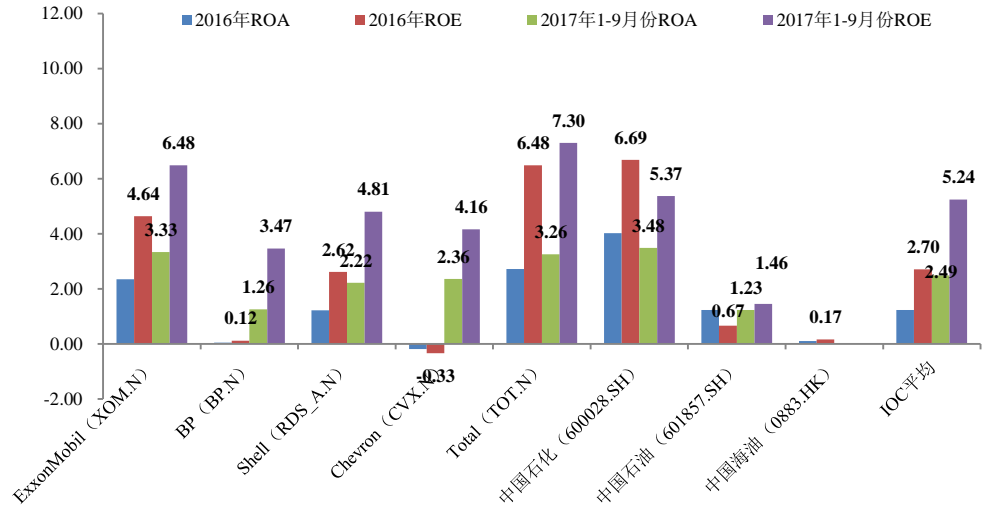
六、公司估值水平具有空间

对比国际五大石油公司，公司估值水平较低。2016年Exxon Mobil、BP、Shell、Chevron、Total、中国石化、中国石油、中国海油油气当量产量分别为14.79亿桶、8.06亿桶、13.39亿桶、9.47亿桶、8.95亿桶、4.31亿桶、14.67亿桶、4.77亿桶，ROE分别为4.64%、0.12%、2.62%、-0.33%、6.48%、6.69%、0.67%、0.17%。2017年1-9月份，各大公司盈利能力同比提升。其中，中国石化ROA和ROE分别为3.48%、5.37%，处于中上水平。以2018年2月2日收盘价计，Exxon Mobil、BP、Shell、Chevron、Total、中国石化、中国石油、中国海油的PE分别为18.17、37.43、21.20、24.49、17.51、16.41、72.31、19.92，PB分别为1.96、1.47、1.42、1.54、1.30、1.27、1.43、1.27。中国石化PE和PB分别为16.41、1.27，处于低估水平。

另外，深化改革持续推进，公司销售板块有望价值重估。

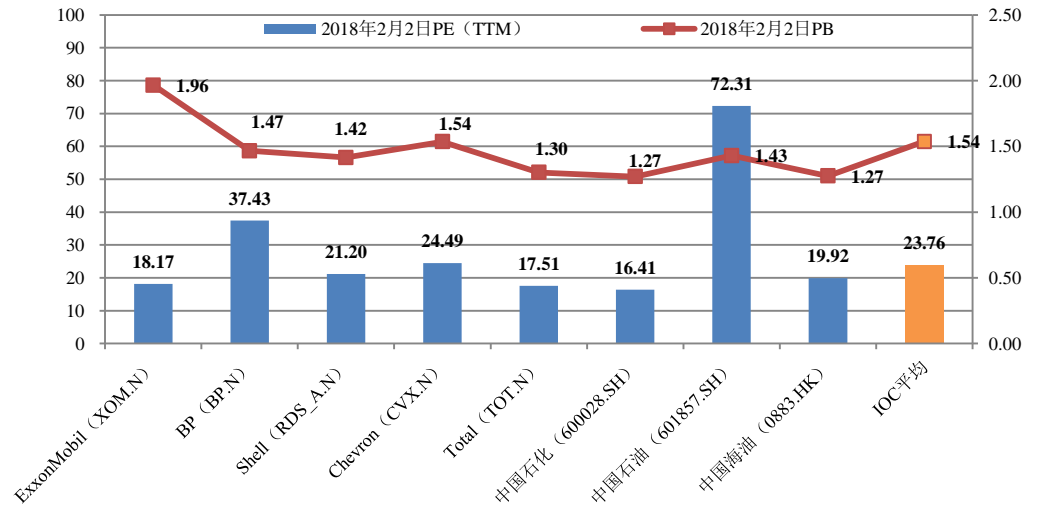
2014-2016年公司分红率均处于50%以上，股息率分别为3.08%、3.02%和4.60%。

图表 50：中国石化 ROA 及 ROE 水平中上



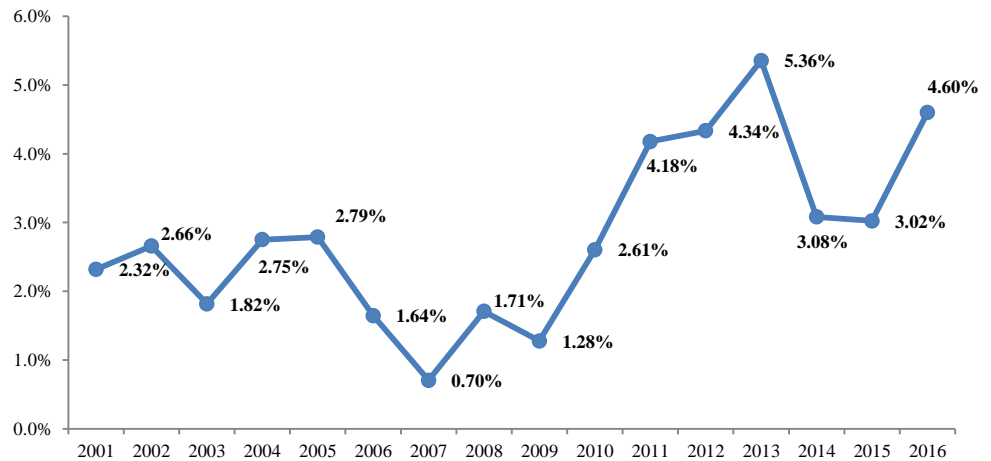
资料来源：Wind、太平洋证券整理；IOC 平均为五大国际石油公司算术平均值

图表 51：中国石化估值水平中下



资料来源：Wind、太平洋证券整理；IOC 平均为五大国际石油公司算术平均值

图表 52: 公司股息率稳定



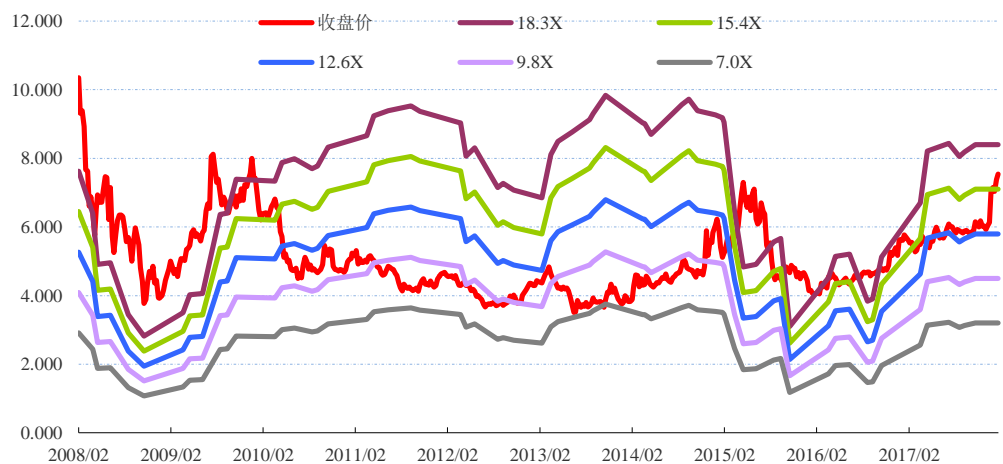
资料来源: 公司公告、太平洋证券整理

七、盈利预测及评级

假设油价处于中油价时代，温和上涨，我们测算了60美元/桶、65美元/桶、70美元/桶、75美元/桶、80美元/桶油价体系下公司盈利水平，分别为693亿元、778亿元、864亿元、949亿元和1034亿元，弹性大。

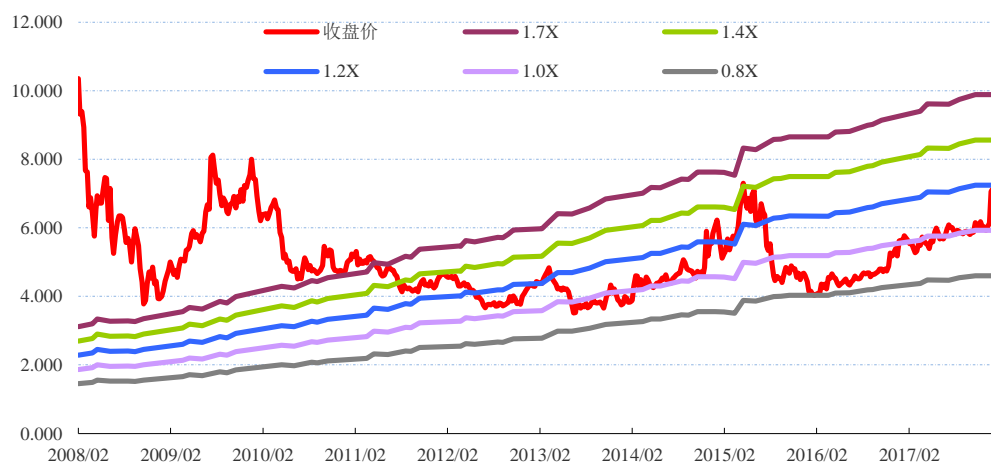
假设2018年油价水平为65美元/桶，2019年为70美元/桶，我们预计公司2017-2019年归母净利润分别为533.08亿元、778.35亿元、864.29亿元，对应EPS 0.44元、0.64元、0.71元，PE 17X、12X、11X。若以100平均估值水平PE 24X、PB 1.54考虑，给予公司2018年PE 15倍，PB 1.38倍估值，目标价9.6元，“买入”评级。

图表 53: 中国石化历史 PE-Band



资料来源: Wind、太平洋证券整理

图表 54：中国石化历史 PB-Band



资料来源：Wind、太平洋证券整理

八、风险提示

宏观经济不及预期、油价大幅下降、炼能过剩竞争加剧。

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 会计年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 货币资金 | 142,497 | 261,246 | 449,842 | 664,709 | 营业收入 | 1,930,911 | 2,215,608 | 2,477,755 | 2,628,280 |
| 应收票据 | 13,197 | 200 | 200 | 230 | 营业成本 | 1,492,165 | 1,731,784 | 1,917,318 | 2,026,187 |
| 应收账款 | 50,289 | 18,463 | 20,648 | 21,902 | 营业税金及附加 | 232,006 | 266,213 | 297,430 | 315,788 |
| 预付账款 | 3,749 | 4,351 | 15,978 | 16,885 | 销售费用 | 49,550 | 50,959 | 56,988 | 60,450 |
| 存货 | 156,511 | 168,368 | 213,035 | 225,132 | 管理费用 | 74,155 | 73,115 | 79,288 | 84,105 |
| 其他流动资产 | 46,018 | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 财务费用 | 6,611 | 3,344 | 3,100 | 4,600 |
| 流动资产合计 | 412,261 | 455,128 | 702,203 | 931,358 | 资产减值损失 | 17,076 | 13,300 | 4,530 | 3,260 |
| 其他长期投资 | 11,408 | 11,408 | 11,408 | 11,408 | 公允价值变动收益 | -216 | -156 | -156 | -156 |
| 长期股权投资 | 116,812 | 116,812 | 116,812 | 116,812 | 投资收益 | 30,779 | 14,000 | 14,000 | 14,000 |
| 固定资产 | 690,594 | 548,383 | 427,219 | 323,989 | 营业利润 | 78,876 | 90,737 | 132,945 | 147,734 |
| 在建工程 | 129,581 | 1,600 | 1,500 | 1,500 | 营业外收入 | 4,964 | 4,964 | 4,964 | 4,964 |
| 无形资产 | 85,023 | 500 | 600 | 600 | 营业外支出 | 3,963 | 3,963 | 3,963 | 3,963 |
| 其他非流动资产 | 52,930 | 52,930 | 52,930 | 52,930 | 利润总额 | 79,877 | 91,738 | 133,946 | 148,735 |
| 非流动资产合计 | 1,086,348 | 731,633 | 610,469 | 507,239 | 所得税 | 20,707 | 23,782 | 34,724 | 38,558 |
| 资产合计 | 1,498,609 | 1,186,761 | 1,312,672 | 1,438,597 | 净利润 | 59,170 | 67,956 | 99,222 | 110,178 |
| 短期借款 | 30,374 | 1,800 | 2,000 | 2,400 | 少数股东损益 | 12,754 | 14,648 | 21,387 | 23,749 |
| 应付票据 | 5,828 | 1,650 | 1,650 | 1,650 | 归属母公司净利润 | 46,416 | 53,308 | 77,835 | 86,429 |
| 应付账款 | 174,301 | 125,073 | 138,473 | 146,336 | NOPLAT | 61,509 | 69,288 | 93,878 | 105,004 |
| 预收款项 | 95,928 | 110,072 | 123,095 | 130,573 | EPS (摊薄) | 0.38 | 0.44 | 0.64 | 0.71 |
| 其他应付款 | 79,636 | 50 | 65 | 65 | | | | | |
| 一年内到期的非流动 | 38,972 | 38,972 | 38,972 | 38,972 | | | | | |
| 其他流动负债 | 54,504 | 1,182 | 1,182 | 1,182 | 主要财务比率 | | | | |
| 流动负债合计 | 479,543 | 278,799 | 305,437 | 321,178 | 会计年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 长期借款 | 62,461 | 100 | 100 | 100 | 成长能力 | | | | |
| 应付债券 | 54,985 | 1,350 | 1,395 | 1,395 | 营业收入增长率 | -4.4% | 14.7% | 11.8% | 6.1% |
| 其他非流动负债 | 63,095 | 31 | 37 | 43 | EBIT增长率 | 16.9% | 12.6% | 35.5% | 11.9% |
| 非流动负债合计 | 180,541 | 1,481 | 1,532 | 1,538 | 归母公司净利润增长率 | 44.1% | 14.8% | 46.0% | 11.0% |
| 负债合计 | 660,084 | 280,280 | 306,969 | 322,716 | 获利能力 | | | | |
| 归属母公司所有者权 | 712,232 | 765,540 | 843,375 | 929,804 | 毛利率 | 22.7% | 21.8% | 22.6% | 22.9% |
| 少数股东权益 | 120,293 | 134,941 | 156,328 | 180,077 | 净利率 | 3.1% | 3.1% | 4.0% | 4.2% |
| 所有者权益合计 | 832,525 | 900,481 | 999,703 | 1,109,881 | ROE | 6.5% | 7.0% | 9.2% | 9.3% |
| 负债和股东权益 | 1,492,609 | 1,180,761 | 1,306,672 | 1,432,597 | ROIC | 7.5% | 8.5% | 10.3% | 10.3% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 44.2% | 23.7% | 23.5% | 22.5% |
| | | | | | 债务权益比 | 30.0% | 4.7% | 4.3% | 3.9% |
| | | | | | 流动比率 | 86.0% | 163.2% | 229.9% | 290.0% |
| | | | | | 速动比率 | 53.3% | 102.9% | 160.2% | 219.9% |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 1.3 | 1.9 | 1.9 | 1.8 |
| | | | | | 应收账款周转天数 | 9 | 3 | 3 | 3 |
| | | | | | 应付账款周转天数 | 42 | 26 | 26 | 26 |
| | | | | | 存货周转天数 | 38 | 35 | 40 | 40 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.38 | 0.44 | 0.64 | 0.71 |
| | | | | | 每股经营现金流 | 1.75 | 0.52 | 1.14 | 1.36 |
| | | | | | 每股净资产 | 5.88 | 6.32 | 6.97 | 7.68 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 19.7 | 17.1 | 11.7 | 10.6 |
| | | | | | P/B | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| | | | | | EV/EBITDA | 6.1 | 5.9 | 5.6 | 5.7 |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|---------|----------|---------|---------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 经营活动现金流 | 212,323 | 63,379 | 137,601 | 165,217 |
| 现金收益 | 170,753 | 171,966 | 173,171 | 166,423 |
| 存货影响 | -11,013 | -11,857 | -44,667 | -12,096 |
| 经营性应收影响 | -14,317 | 30,921 | -18,341 | -5,452 |
| 经营性应付影响 | 42,715 | -118,848 | 26,438 | 15,341 |
| 其他影响 | 24,185 | -8,803 | 1,001 | 1,001 |
| 投资活动现金流 | -53,486 | 266,348 | 53,844 | 53,844 |
| 资本支出 | -47,689 | 252,504 | 40,000 | 40,000 |
| 股权投资 | -3,063 | 14,000 | 14,000 | 14,000 |
| 其他长期资产变化 | -2,734 | -156 | -156 | -156 |
| 融资活动现金流 | -49,862 | -210,978 | -2,849 | -4,194 |
| 借款增加 | -38,960 | -144,570 | 245 | 400 |
| 财务费用 | -6,611 | -3,344 | -3,100 | -4,600 |
| 股东融资 | -12,268 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债变化 | 7,977 | -63,064 | 6 | 6 |

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---------|-----|-------------|-------------------------|
| 销售负责人 | 王方群 | 13810908467 | wangfq@tpyzq.com |
| 北京销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 北京销售 | 李英文 | 18910735258 | liyew@tpyzq.com |
| 北京销售 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 北京销售 | 袁进 | 15715268999 | yuanjin@tpyzq.com |
| 北京销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 北京销售 | 张小永 | 18511833248 | zhangxiaoyong@tpyzq.com |
| 上海销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 上海销售 | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com |
| 上海销售 | 张梦莹 | 18605881577 | zhangmy@tpyzq.com |
| 上海销售 | 洪绚 | 13916720672 | hongxuan@tpyzq.com |
| 上海销售 | 沈颖 | 13636356209 | shenyling@tpyzq.com |
| 上海销售 | 宋悦 | 13764661684 | songyue@tpyzq.com |
| 广深销售副总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 广深销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 广深销售 | 王佳美 | 18271801566 | wangjm@tpyzq.com |
| 广深销售 | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com |
| 广深销售 | 查方龙 | 18520786811 | zhafli@tpyzq.com |



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。