

油价上涨，龙头上游弹性将显现

——中国石化（600028）



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ 勘探开发业务利润弹性最强，油价上涨趋势有利减亏

2017 年中国石化上游勘探开发板块毛利率由负转正达到 2%，距离历史高点 63% 有极大的成长空间，经营利润相比历史高点差额接近 1200 亿元。剔除 2016 年川气东送股权转让收益，2017 年上游同比减亏 113 亿元。该板块作为中国石化利润弹性最强部分，我们预计在今年 65 美元/桶的油价下，减亏空间更大。一体化运营抵御油价波动风险。中国石化具备石油天然气产业一体化运营优势，是国内最大的炼油和乙烯等化工品制造公司，油价与公司营收正相关而与下游毛利率负相关使得公司具备平抑原油价格波动的优势。

❖ 炼化、销售盈利持续改善

公司营业收入最大的两个板块为炼油和销售，因油品质量升级及柴气比降低，中低油价下炼油业务毛利率处于历史高位。公司拥有国内最多的加油站，达到 3 万多座，若该板块上市将实现价值重估。

❖ 年报业绩超预期，估值具有全球优势

公司分红大幅增长达到 605 亿人民币，为 10 年来最高，分红增长率大幅超过利润总额和资本支出增长率，股息率也达到历史高点超过 7%。2017 年归属于上市公司股东的净利润接近 700 亿，公司市净率不到 1.1 倍，低于国际石油公司 1.3 倍的平均水平，低估值具备吸引力。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

公司为国内最大的炼油、乙烯公司，拥有国内最多的加油站资源，在国际油价的大幅波动中凭借一体化优势，使得市盈率和市净率在国际公司中均具有估值优势。预计 2018-2020 年营业收入分别为 26315、28126、30055 亿元，净利润有望达到 698、796、887 亿元，实现 EPS 分别为 0.58、0.66、0.73 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

❖ **风险提示：** OPEC 限产协议执行率过低、美国页岩油气增产远超预期、国际成品油需求大幅下滑和油气改革方案未得到实质落实。

盈利预测与估值

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	2360193	2631562	2812630	3005523
+/-%	22%	11%	7%	7%
归属母公司净利润(百万)	51119	69774	79597	88733
+/-	10%	36%	14%	11%
EPS(元/股)	0.42	0.58	0.66	0.73
PE	16.03	11.75	10.3	9.24

资料来源：公司公告、川财证券研究所

证券研究报告

所属部门 | 股票研究部
报告类别 | 公司深度
所属行业 | 石油化工
报告时间 | 2018/4/11
前收盘价 | 16.38 元
公司评级 | 增持评级

分析师

杨欧雯

证书编号：S1100517070002
010-66495651
yangouwen@cczq.com

联系人

白竣天

证书编号：S1100116070002
010-66495962
baijuntian@cczq.com

川财研究所

北京 | 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 | 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 | 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 | 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

投资摘要

关键催化剂：

油价处于长期上涨区间，上游勘探开发业务减亏空间大。从 2016 年开始油价触底回升，2017 年勘探开发业务营收同比增长 36%，达到 1575 亿元，仅为 2013 年高油价时期营收的 60%。勘探开发业务从历史上看在高油价时期毛利率超过 50% 远高于下游业务。从 2014 年开始油价下滑，2015-2016 年油价触底毛利率大幅下降，到了 2017 年毛利率转负为正达到 2%，勘探开发业务仍然大幅亏损 459 亿元。由此我们预计当油价达到 65 美元/桶左右，勘探开发毛利率在 15% 附近时，上游业务将大幅减亏。

65 美元以下的低油价有利于公司下游炼油、化工及销售板块发挥高毛利率优势。中石化下游业务按规模排序为销售、炼油、化工，因油价与下游营收正相关，2017 年油价上涨 24%，3 个板块营业收入均实现 20% 左右的正向增长；而油价的增长与这些板块的毛利率负相关，炼油、化工和销售板块因油品质量升级、柴气比降低以及高附加值化工品的投产，经营收益仍将维持 2017 年的高位。

低市净率及较高的分红使得公司在全球石油公司中具备吸引力。公司 2017 年市净率仅为 1.02 倍，低于国际石油公司 1.3 倍的平均水平，并且公司今年全年实现分红 0.5 元/股，大幅超过去年 0.249 元/股的股息，同比增加超过 1 倍。股息率也达到历史高点超过 7%，大幅超过大多数国内大型国企上市公司。

盈利假设与估值：

首次覆盖给予“增持”评级。综合上述，我们认为公司随着油价不断攀升，高股息回报率有望维持，并且上游业务减亏空间大、未来三年营业规模也将扩大；炼油板块油品质量升级、柴气比降低；销售网点价值将凸显等因素，价值性将进一步体现，迎来投资的最佳时点。预计 2018-2020 年营业收入分别为 26315、28126、30055 亿元，实现 EPS 分别为 0.58、0.66、0.73 元/股。对应 PE 分别为 12、10、9 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

正文目录

投资摘要	2
一、公司概况	6
1.公司简介：炼油化工龙头	6
2.业务简介：综合石油公司	7
2.1 勘探开发	8
2.2 炼油业务	12
2.3 化工业务	15
2.4 销售业务	20
3.财务状况：营业收入及利润保持增长	21
二、投资看点	23
1.油价上涨，勘探开发业务利润弹性最大	23
2.加油站数量最多，估值优势明显	25
3.一体化公司抵御油价波动	26
3.分红比例大幅提高，投资回报提升	26
3.1 分红	26
3.2 ROE 开始回升	27
4.估值具备全球优势	27
5.炼油及化工板块将继续处于高景气区间	28
三、估值评级	28
风险提示	31

图表目录

图 1:	中国石化组织结构图	6
图 2:	公司业务简图	8
图 3:	油田和炼厂分布	8
图 4:	勘探开发业务流程	9
图 5:	国内油田分布	9
图 6:	勘探开采业务营收及增速	10
图 7:	勘探开采业务毛利润	10
图 8:	剩余可采储量变化	10
图 9:	季度平均实现天然气价格	11
图 10:	中石化天然气产量与国内需求量	11
图 11:	中石化原油产量与国内需求量	12
图 12:	炼油物流简图	13
图 13:	炼化厂分布	13
图 14:	炼油业务营收及增速	15
图 15:	炼油业务毛利润	15
图 16:	化工物流简图	15
图 17:	化工厂分布图	16
图 18:	化工业务营收及增速	17
图 19:	化工业务毛利率	17
图 20:	乙烯产量占消费量的比例	18
图 21:	合成树脂产量占消费量的比例	18
图 22:	合成橡胶产量占消费量的比例	19
图 23:	合成纤维产量占消费量的比例	19
图 24:	销售业务物流简图	20
图 25:	销售业务营收及增速	21
图 26:	销售业务毛利润	21
图 27:	分业务营业收入占比	21
图 28:	分业务毛利率	22
图 29:	三费占营业总收入的比总	22
图 30:	资本支出相对利润变小	23
图 31:	费用按性质构成	23
图 32:	布伦特原油平均价格	24
图 33:	勘探开发板块经营收益	25
图 34:	中石化加油站在国内的比例	25
图 35:	营业收入滞后油价一年左右	26
图 36:	净利率与油价负相关	26
图 37:	分红与利润总额、资本支出	27
图 38:	净资产收益率 ROE 回升	27
图 39:	中石化与国际石化公司的 PB 比较	28

表格 1: 发展历程	7
表格 2: 主要油田的油气产量	9
表格 3: 炼油分公司生产能力统计	13
表格 4: 2016 年主要化工品及权益产量	16
表格 5: 石油特别收益金	25
表格 3. 中国石化可比公司	29

一、公司概况

1. 公司简介：炼油化工龙头

中国石油化工股份有限公司（以下简称“中国石化”）是一家境内外上市的、中国最大的上中下游一体化能源化工股份制企业。公司总股本近 1211 亿股，其中 A 股 956 亿股，H 股 255 亿股。

公司由中国石油化工集团公司（以下简称集团公司）以独家发起方式于 2000 年设立，注册资本 1210 亿，员工总数 45 万人，集团公司持股比例达 70.86%。

图 1：中国石化组织结构图



资料来源：公司网站，川财证券研究所

表格1： 发展历程

内容	
1983 年	中国石油化工总公司成立
1998 年 5 月	胜利石油管理局、中原石油勘探局、江汉石油管理局、河南石油勘探局、江苏石油勘探局、华东输油管理局等 12 个油田和输油企业划入中国石油石化总公司； 大庆石化总厂、抚顺石化公司、锦州石化公司、大连石化公司、兰州石化公司、乌鲁木齐石化总厂等 14 家炼化企业划入中国石油天然气总公司
1998 年 6 月-9 月	北京、天津、山东、江苏、浙江、广东、湖南、湖北等 18 个省（区、市）及青岛、宁波、厦门、深圳等 4 个计划单列市石油公司先后划入石化总公司
1998 年 7 月	中国石油化工集团公司、中国石油天然气集团公司成立大会在人民大会堂举行
2000 年 2 月	中国石油化工股份有限公司成立
2000 年 10 月	中国石化的 167.8 亿股 H 股股票分别在香港、纽约、伦敦三地交易所上市
2001 年 8 月	28 亿股 A 股股票在上海证券交易所上市
2001 年 8 月	收购新星公司
2004 年 12 月	收购集团公司化工类资产、催化剂资产和加油站资产，并向其出售油田井下作业资产
2006 年 10 月	完成 A 股股权分置改革
2006 年 10 月	增资海南炼化化工有限公司并持有其 75% 股份
2006 年 12 月	收购集团公司胜利石油管理局采油资产
2007 年 4 月	境外发行 117 亿港元可转换债券
2007 年 12 月	收购集团公司湛江东兴等五家炼油企业
2008 年 2 月	境内发行 300 亿分离交易可转债，2001 年债券和权证在上海证券交易所上市

资料来源：公司网站，川财证券研究所

2. 业务简介：综合石油公司

公司为国际知名、国内最大的一体化能源化工公司之一，主要从事上游石油天然气勘探开发；中游管道运输、储存、LNG 接收站和液化站；下游石油炼制、石油化工、煤化工、化纤及其他化工产品的生产与销售等相关业务。中国石化主营业务分为 4 大板块：勘探开发、炼油、化工和销售。

图 2：公司业务简图



资料来源：公司网站，川财证券研究所

图 3：油田和炼厂分布

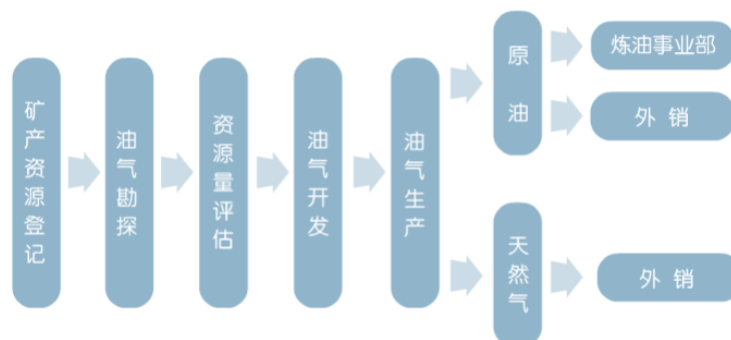


资料来源：公司网站，川财证券研究所

2.1 勘探开发

公司在全球 26 个国家拥有 50 多个油气勘探开发项目，在国内有 12 家油气生产企业，主要是胜利油田分公司、西北油田分公司、中原油田分公司、西南油气分公司、河南油田分公司、华北分公司、江汉油田分公司、江苏油田分公司、东北油气分公司、华东分公司、上海海洋油气分公司、勘探南方分公司。

图 4：勘探开发业务流程



资料来源：公司网站，川财证券研究所

图 5：国内油田分布



资料来源：公司网站，川财证券研究所

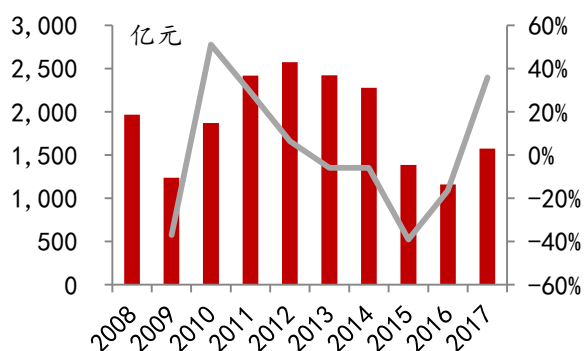
表格2：主要油田的油气产量

内容	
胜利油田	2016 年原油产量 2400 万吨
中原油田	年产油气当量 1300 万吨。2015 年原油产量 183 万吨
河南油田	2014 年原油产量 240 万吨
江汉油田	2012 年原油产量 163 万吨
江苏油田	2013 年原油产量 171 万吨
华北	2014 年原油产量 420 万吨
西北	2014 年原油产量 735 万吨
西南	440 万吨油气当量

资料来源：公司网站，川财证券研究所

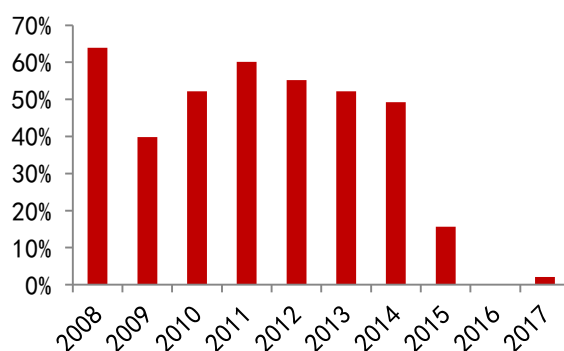
勘探开发营业收入最小，毛利率波动最大。从 2016 年开始油价触底回升，公司降低油气开采成本，针对储采比持续下降的趋势采取高效勘探，并着重提高了天然气的勘探和开采。2017 年勘探开发业务营收同比增长 36%，实现 1575 亿元，达到 2013 年高油价时期营收的 60%。勘探开发业务从历史上看在高油价时期毛利率远高于下游业务，多年超过 50%，随着 2014 油价下滑，2015-2016 年毛利率大幅下降并于 2016 年触底毛利率为负、2017 年毛利率转负为正达到 2%，但勘探开发业务仍然大幅亏损 459 亿元。由此我们预计中石化勘探开发的毛利率在接近 15%、油价达到 65 美元时实现大幅减亏。

图 6：勘探开采业务营收及增速



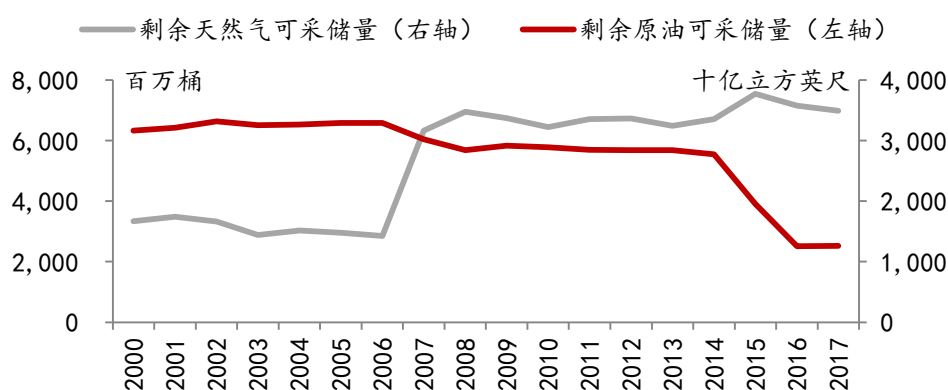
资料来源：公司网站，川财证券研究所

图 7：勘探开采业务毛利润



资料来源：公司网站，川财证券研究所

图 8：剩余可采储量变化



资料来源：公司网站，川财证券研究所

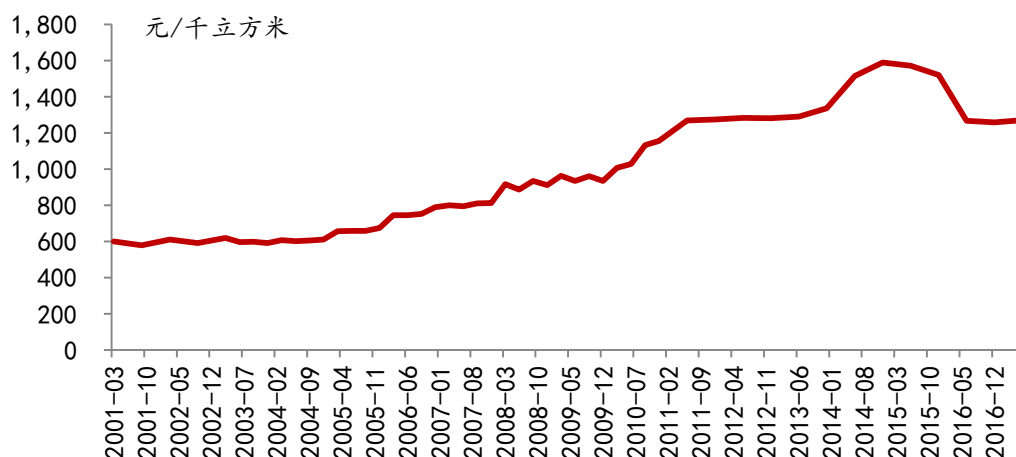
剩余原油可采储量从 2014 年油价大幅下滑后近乎腰斩，从 60 亿桶下降到 30 亿桶，是上游减值的一个主要原因。天然气剩余可采储量没有受到油价的影响，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

但 2015 年开始受国家清洁能源政策影响，储量略有增长，但因实际勘探开发资本支出不足，近 2 年有所下滑。

从图 9 中可以看出，最近 10 年中石化天然气实现价格一直在抬升，并且国家政策在逐渐放开对天然气的定价，预计在清洁能源政策影响下，天然气价格仍然会增长，增加公司上游利润。

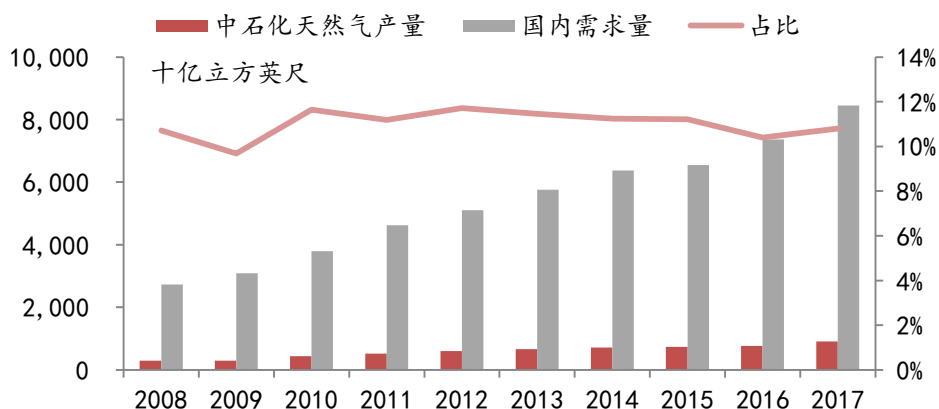
图 9：季度平均实现天然气价格



资料来源：公司网站，川财证券研究所

公司最近几年下大力度提高国内天然气产量，尤其是四川、重庆等地页岩气产能建设，即使在国内天然气需求爆发式增长的情况下，天然气产量占国内需求量的比例依然维持在 4%-5% 之间。

图 10：中石化天然气产量与国内需求量

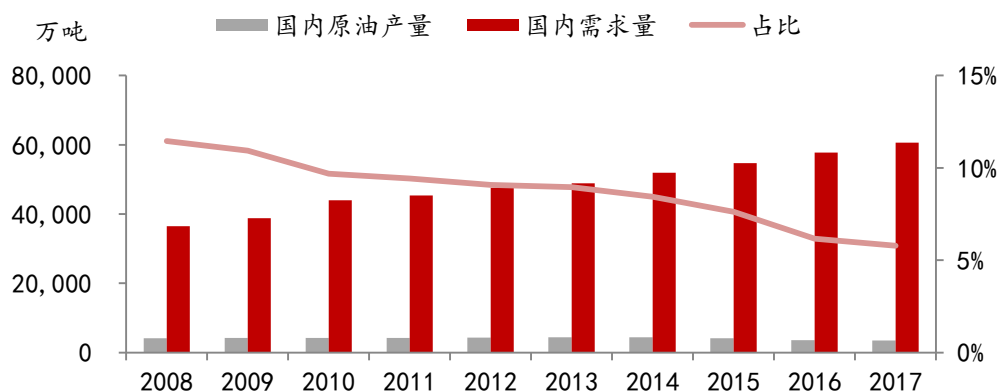


资料来源：公司网站，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

国内原油产量在低油价下逐年下滑，而国内原油需求量却仍在提升，在国家稳油增气的政策下，公司国内原油产量占国内需求量的比例由 10 年前的 12% 下滑到 5%。下游炼油和化工板块所使用的原油更加向进口方向转移。

图 11：中石化原油产量与国内需求量



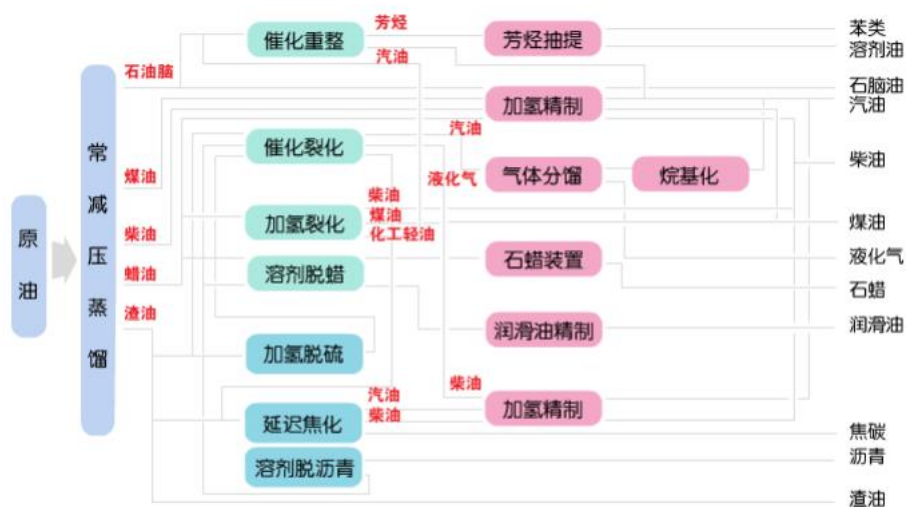
资料来源：公司网站，川财证券研究所

2.2 炼油业务

2017 年国内成品油需求持续增长，但总体仍供大于求。国内成品油表观消费量为 3.06 亿吨，同比增长 6.6%。汽油增长 10.1%，煤油增长 11.7%，柴油扭转了下滑趋势，同比增长 2.9%。

中国石化是国内最大的石油炼制商，也是最大的石油产品生产商，石油炼制能力位居世界第二，主要产品有汽油、煤油、柴油、润滑油等。公司着重打造 4 个世界级的炼化基地，包括湛江中科和茂名炼化、镇海炼化、上海基地和南京基地，将实现炼油产能 1.3 亿吨，接近中石化产能的一半。其中茂名和中科石化有望实现炼油 3500 万吨、乙烯 180 万吨的产量规模。产业的规模化和集群化有助于竞争力的提升。

图 12：炼油物流简图



资料来源：公司网站，川财证券研究所

图 13：炼化厂分布



资料来源：公司网站，川财证券研究所

表格3： 炼油分公司生产能力统计

	内容
镇海炼化分公司	年炼油加工能力 2300 万吨（配套 100 万吨/年乙烯），其中进口高硫原油加工能力 1500 万吨/年，高酸原油加工能力 400 万吨/年，拥有 25 万吨级码头，是本公司主要的高硫、高酸原油加工企业和炼化一体化企业之一；
茂名分公司	年炼油加工能力 1350 万吨（配套 100 万吨/年乙烯），其中进口高硫原油加工能力 900 万吨/年，高酸原油加工能力 200 万吨/年，炼厂专用的单点系泊系统可停泊 25 万吨级的油轮，是本公司主要的高硫、

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

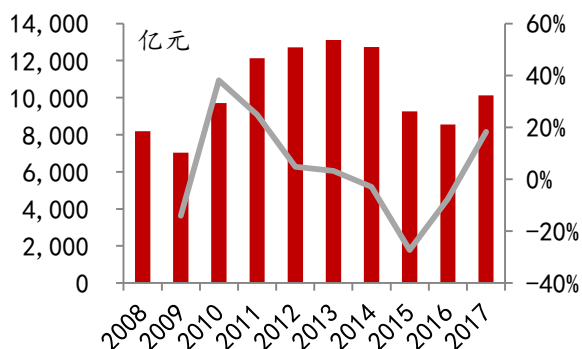
	高酸原油加工企业之一，也是集燃料、化工原料、润滑油一体的综合型炼化一体企业之一；
金陵分公司	年炼油加工能力 1350 万吨，其中进口高硫原油加工能力 800 万吨/年，高酸原油加工能力 200 万吨/年，是本公司加工高硫、高酸原油的重点企业之一；
广州分公司	年炼油加工能力 1320 万吨（配套 21 万吨/年乙烯），其中进口高硫原油加工能力 800 万吨/年，高酸原油加工能力 200 万吨/年，地处珠江三角洲中心，水陆交通十分便利，是本公司加工高硫、高酸原油的重点企业之一；
天津分公司	年炼油加工能力 1250 万吨（配套 120 万吨/年乙烯），全部为进口高硫原油，位于天津市滨海新区，是本公司主要的高硫原油加工企业和炼化一体化企业之一；
上海高桥分公司	年炼油加工能力 1250 万吨，其中进口高硫原油加工能力 600 万吨/年。2010 年实施了润滑油系统改造，解决加工高硫原油后润滑油原料不足的问题。该企业是生产润滑油、石蜡等燃料-润滑油-化工原料的综合型炼油企业；
福建联合石化	年炼油加工能力 1200 万吨（配套 80 万吨/年乙烯），其中进口高硫原油加工能力 800 万吨/年，是中国石化与福建省、Exxon-Mobil 及沙特阿美共同出资兴建的特大型油化一体化企业；
上海石化公司	年炼油加工能力 1150 万吨（配套 91 万吨/年乙烯），其中进口高硫原油加工能力 800 万吨/年，拥有独立的海运、内河航运码头和铁路、公路等设施，是本公司重要的高硫原油加工企业和炼化一体化企业之一；
北京燕山分公司	年炼油加工能力 1100 万吨（配套 71 万吨/年乙烯），是本公司生产润滑油、石蜡产品的燃料-润滑油-化工原料综合型炼化一体企业之一；
齐鲁分公司	年炼油加工能力 1050 万吨（配套 80 万吨/年乙烯），其中进口高硫原油加工能力 450 万吨/年，胜利高硫高酸加工能力 600 万吨。该厂临近胜利油田和青岛港，是本公司重要的高硫、高酸原油加工企业和炼化一体企业之一；
青岛炼化公司	年炼油加工能力 1000 万吨，全部为进口高硫原油，是国家批准建设的第一套单系列千万吨级炼油项目，对于优化调整炼油布局、提升炼油竞争能力、保障油品市场供应等都具有重要的意义和作用。

资料来源：公司网站，川财证券研究所

中石化炼油板块为其第二大业务，因成品油销售价格发改委调控下随国际原油价格变化而正向变化，2017 年营业收入实现 18% 的正向增长达到 10120 亿元；而炼油业务毛利率则随油价呈现负相关，2016 年当油价处于 45 美元时，毛利率最高。2017 年毛利率相对在 2016 年历史最高毛利率 35% 左右略有下滑，仍位于高景气度区间，炼油板块经营收益仍然实现正向增长达到 15%。

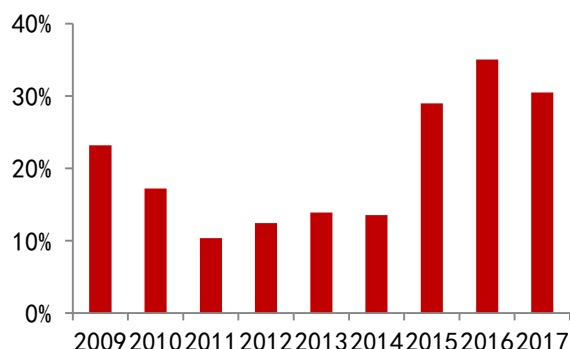
我们假设 2018 年平均油价 65 美元/桶，炼油板块营收仍将实现 18% 左右正向增长，而毛利率将出现一定下滑，炼油板块经营收益将与 2017 年的经营收益持平。

图 14：炼油业务营收及增速



资料来源：公司网站，川财证券研究所

图 15：炼油业务毛利润

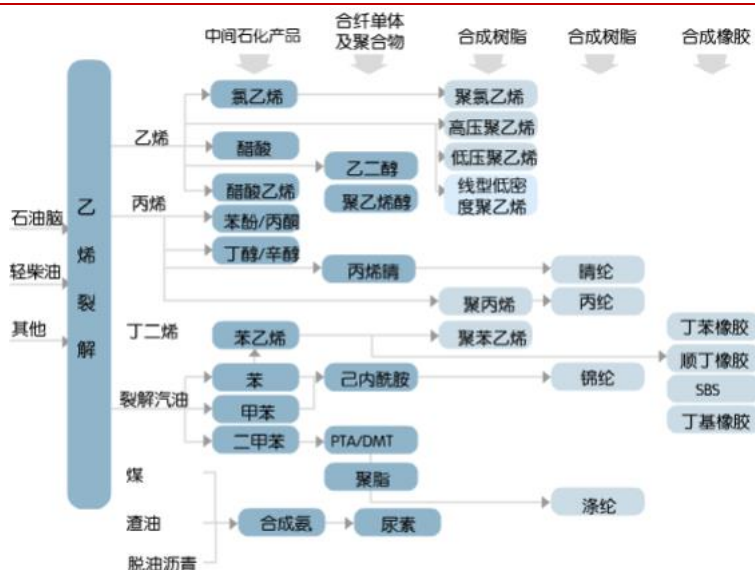


资料来源：公司网站，川财证券研究所

2.3 化工业务

2017 年，国内化工市场需求保持快速增长，国内乙烯当量消费量同比增长 11.3%，合成树脂、合成纤维、合成橡胶三大合成材料表观消费量同比分别增长 8.6%、5% 和 6.4%。国内化工产品全年平均价格同比上涨，与国际市场走势相同。

图 16：化工物流简图



本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

资料来源：公司网站，川财证券研究所

中石化化工板块主要产品包括乙烯、合成树脂、合成橡胶、合成纤维等，2017年全年化工产品经营总量达到 7850 万吨，同比增长 12.2%创历史新高，但国内对化工产品的需求增加更快，随着公司炼化一体化等化工设施投产，主要化工产品国内市场占比处于缓慢下降趋势。

图 17：化工厂分布图



资料来源：公司网站，川财证券研究所

表格4： 2016 年主要化工品及权益产量

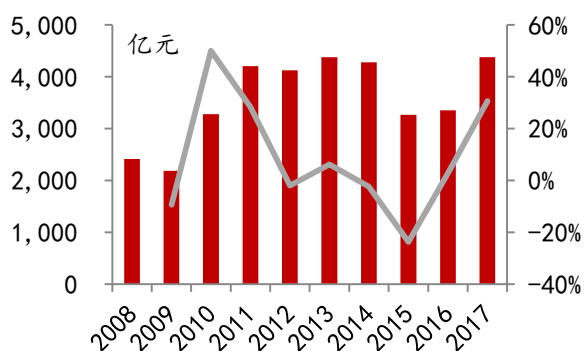
大类	细分品种	产量（万吨）
乙烯	-	843
丙烯	-	910
合成树脂	聚乙烯（PE）	727
	聚丙烯（PP）	652
	聚苯乙烯	58
	聚氯乙烯（PVC）	23
合成橡胶	顺丁橡胶	36
	丁苯橡胶	36
	丁基橡胶	1
	SBS	27
合成纤维原料	精对苯二甲酸（PTA）	250
	丙烯晴	95
	乙二醇（MEG）	243
	己内酰胺	56
合成纤维聚合物	聚酯	270

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

	聚乙烯醇	18
合成纤维	涤纶	100
	晴纶	23
合成氨	-	115
氮肥（折合氮 100%）	-	18

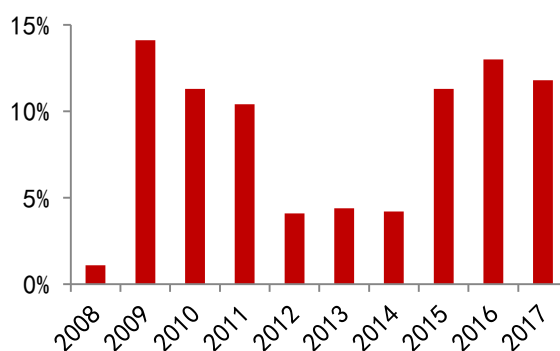
资料来源：公司网站，川财证券研究所

图 18：化工业务营收及增速



资料来源：公司网站，川财证券研究所

图 19：化工业务毛利率



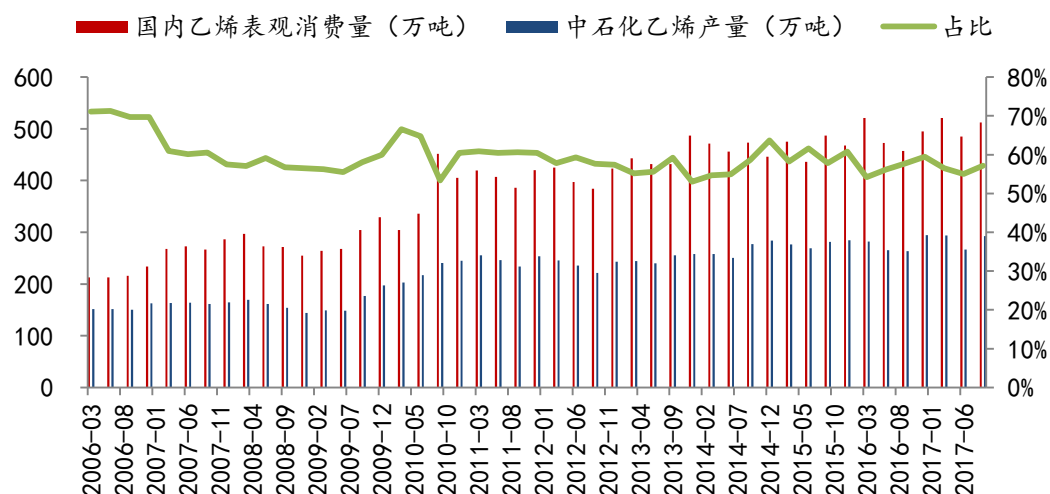
资料来源：公司网站，川财证券研究所

化工板块增速最快。因中石化在 2016 年和 2017 年投产了一些化工生产能力，增加盈利能力较强的树脂类、橡胶类及部分有机类产品的生产量，即使在低油价情况下化工板块营业收入仍然连续 2 年实现正向增长，2017 年化工产品经销量和盈利创历史最好水平。2017 年营业收入同比增长 30%，达到了历史最大营收 4377 亿元。化工板块毛利率与炼油板块一样与油价负相关，2017 年油价同比上升、毛利相对下滑 7.7%，低于炼油板块 14% 的下滑速度，主要与化工板块更好的供求情况相关。

我们假设 2018 年平均油价 65 美元/桶，随着中科炼化、海南芳烃（二期）等项目投产，化工板块营业收入仍将实现较大正向增长，而毛利率将出现下滑，化工板块经营收益或与 2017 年持平。

乙烯是国内需求增量较大的石化产品，且盈利情况较好，2017 年公司生产乙烯 1161 万吨，同比增长 5%，乙烯产量占国内需求量的比例由 10 年前的 70% 左右缓慢下降到 60% 左右，仍然具有绝对优势。

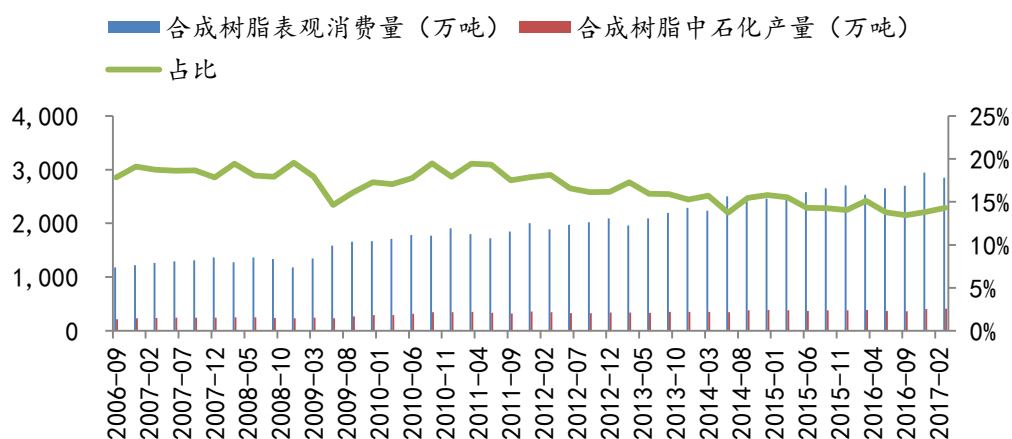
图 20： 乙烯产量占消费量的比例



资料来源：WIND，川财证券研究所

公司合成树脂产量占国内需求量的比例由 10 年前的 20% 左右缓慢下降到 15%，市场占有率仍然较大。

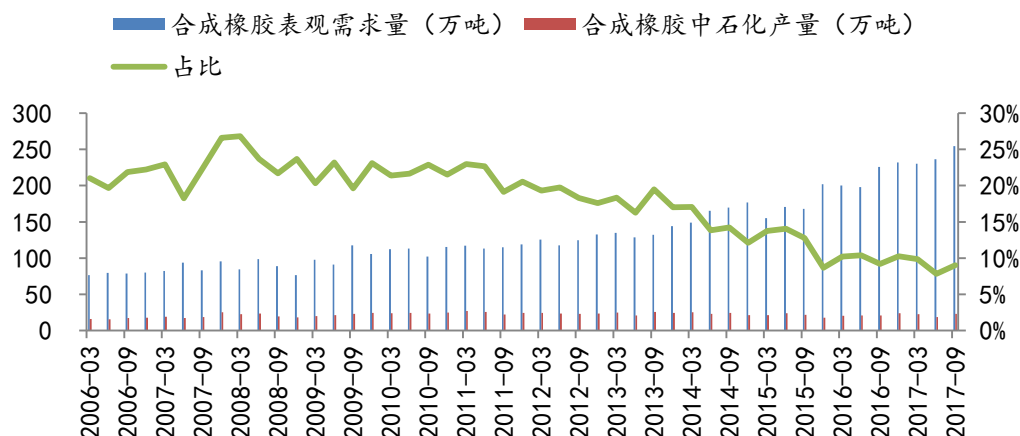
图 21： 合成树脂产量占消费量的比例



资料来源：德勤-全球化工行业并购展望，川财证券研究所

公司合成橡胶产量占国内需求量的比例下降较快，由 10 年前最高的 25% 左右缓慢下降到 10% 左右，也与国内轮胎企业受美国“双反”调查、橡胶下游产业持续低迷、橡胶价格处于低位徘徊等因素有关。

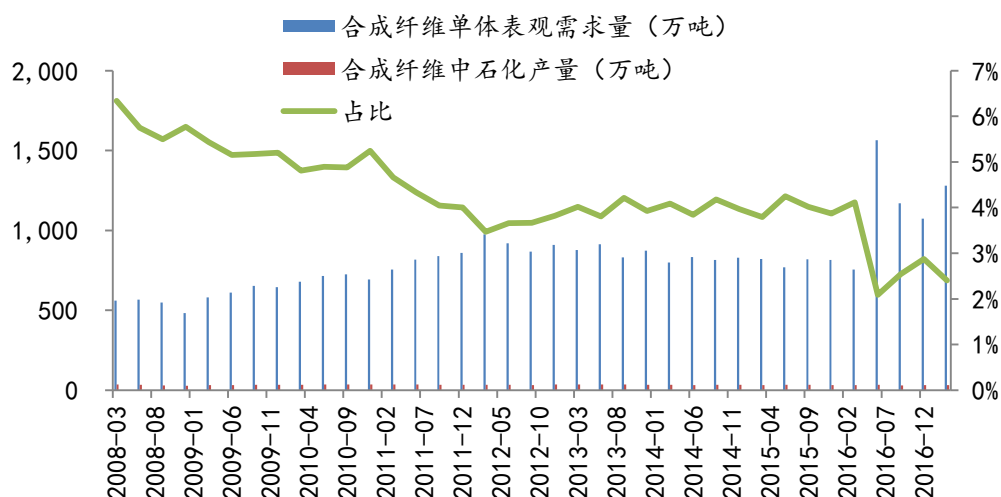
图 22：合成橡胶产量占消费量的比例



资料来源：WIND，川财证券研究所

公司合成纤维产量占国内需求量的比例下降较快，不过过去总体占比一直较低，并由 10 年前的 6% 左右缓慢下降到 2.5%，国内合成纤维生产以民营大炼化企业为主，包括恒利股份、恒逸石化、桐昆股份、荣盛石化、海利得等。

图 23：合成纤维产量占消费量的比例



资料来源：WIND，川财证券研究所

公司化工业务营收也与油价成正相关，在油价上涨后，该业务营收规模将增加。由于最近多年公司强化炼化一体化建设，提高盈利较好的化工产品的产量，使

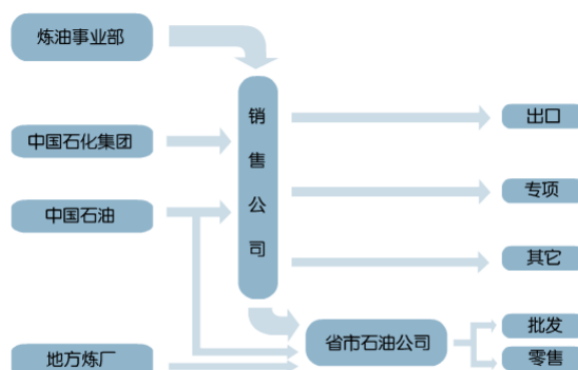
得化工总产能不断增长，油价对营收的影响减弱。

化工业务毛利率也与油价呈现负相关，当油价高于 65 美元时，油价上涨，成本的上涨无法完全转嫁，毛利率下滑明显。当油价低于 65 美元时，由于成本足够低，成品油的销售价格能够完全转嫁，能够实现较高的毛利率。当油价上涨，毛利率的小幅下滑不足以改变毛利率相对高的位置。

2.4 销售业务

2017 年报显示，公司共拥有加油站 30633 座，全国数量最多，而且占比达到国内总量的三分之一。公司继续创新加油站运营模式，优化加油站布局，加快成品油储运设施优化改造，进一步完善营销网络，全年成品油总经销量 1.99 亿吨，其中境内成品油总经销量 1.78 亿吨，同比增长 2.9%。

图 24：销售业务物流简图

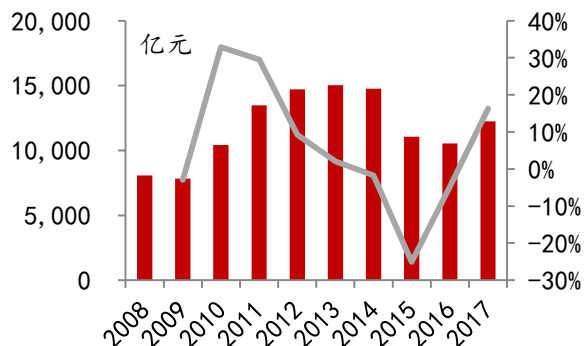


资料来源：公司网站，川财证券研究所

销售板块收入规模最大，毛利率最低。中石化销售板块为其最大的营业收入来源，并且与油价正相关，2017 年同比增长 16% 达到 12242 亿元。销售板块毛利率与炼油板块一样与油价呈负相关，2017 年油价同比上升毛利相对下滑 6% 低于炼油和化工板块的下滑速度，这与该板块在加油站领域的龙头地位和提高加油站高毛利的附加业务相关，符合中石化销售板块的改革方向。

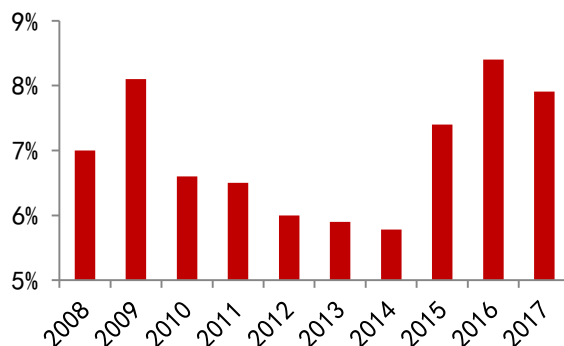
我们假设 2018 年平均油价 65 美元/桶，销售板块营收将实现较大正向增长，而毛利率的下滑将逐渐收窄，经营收益或将超过 2017 年的水平。

图 25：销售业务营收及增速



资料来源：公司网站，川财证券研究所

图 26：销售业务毛利润

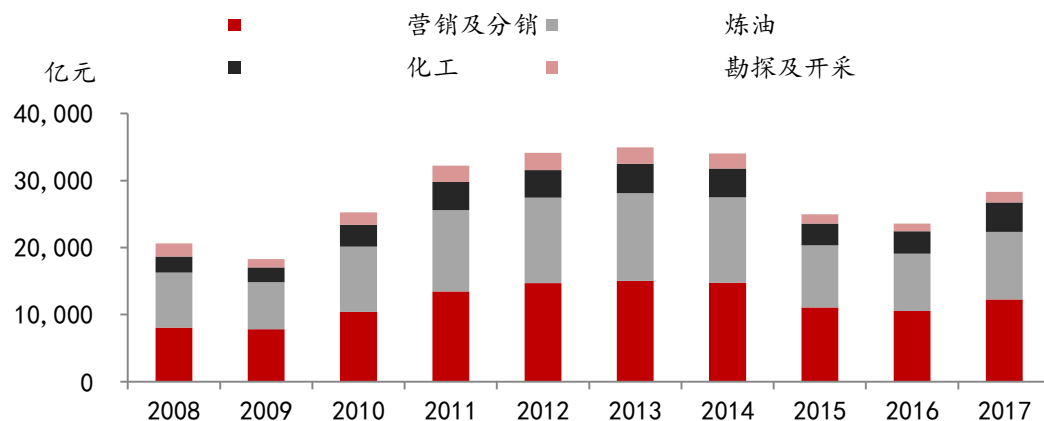


资料来源：公司网站，川财证券研究所

3. 财务状况：营业收入及利润保持增长

公司发布2017年年度报告，实现营业收入2.36万亿，较上年同期增长22.2%；归属于上市公司股东的净利润511亿元，较上年同期增长10%。

图 27：分业务营业收入占比



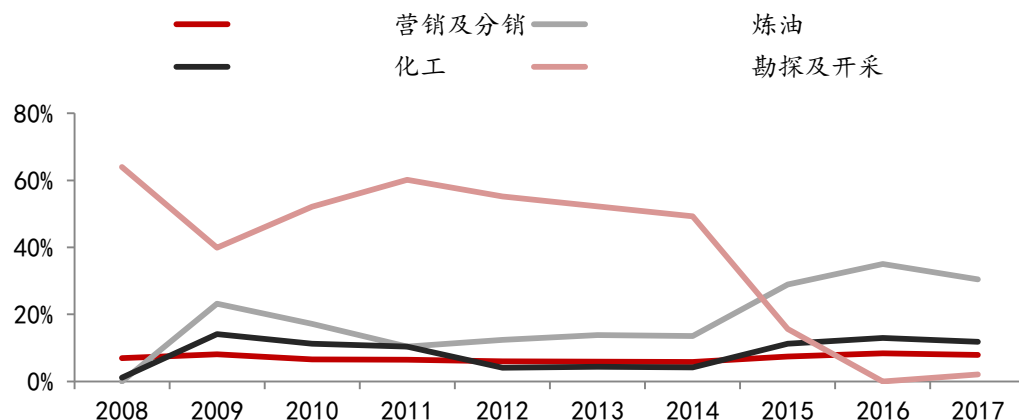
资料来源：WIND，川财证券研究所

由下图可知在2015年前，除2009年国际油价从140美元大幅回落之外，油价都处于较高位置，勘探开发业务毛利率远高于下游业务，随着2014年油价大幅下跌，毛利率形势发生逆转，与2009年毛利率变化趋势基本相同，上游与下游业务毛利率呈现负相关。并且2011-2014年持续的高油价使得勘探开发资本支出逐年大幅增加，导致成本抬升毛利率缓慢下降。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

自 2016 年开始，勘探开发业务毛利率触底回升，下游炼油、化工、销售毛利率由高位开始回落。

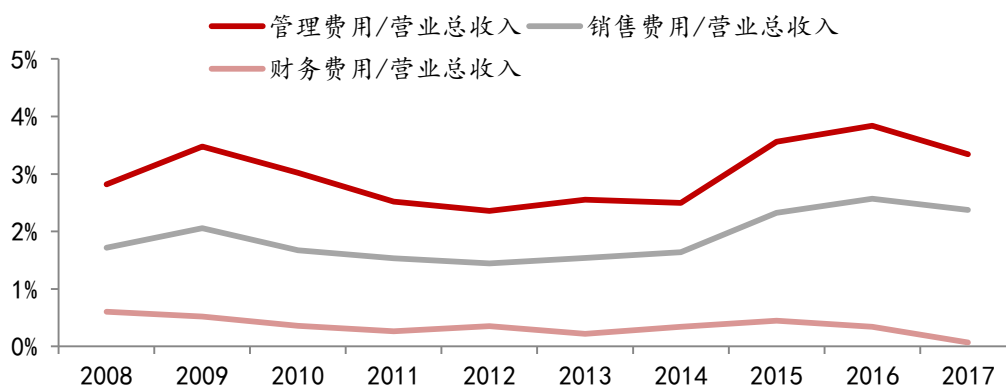
图 28：分业务毛利率



资料来源：WIND，川财证券研究所

油价上涨，营业收入规模增长更快，管理费用、销售费用和财务费用占营业收入的比重相对减少，公司利润率上升。

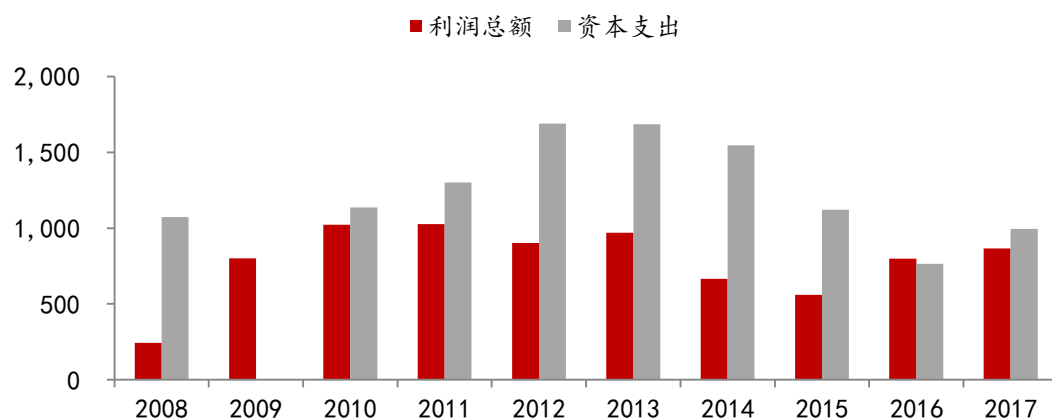
图 29：三费占营业总收入的比总



资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司在资本支出中勘探开发业务占比最大，并且其资本支出与油价正相关，低油价时期较低的投资使得利润总额得到维持。

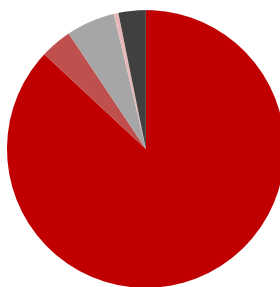
图 30：资本支出相对利润变小



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 31：费用按性质构成

■ 采购原油、产品 ■ 职工费用 ■ 折旧、折耗、摊销 ■ 勘探费用 ■ 其他

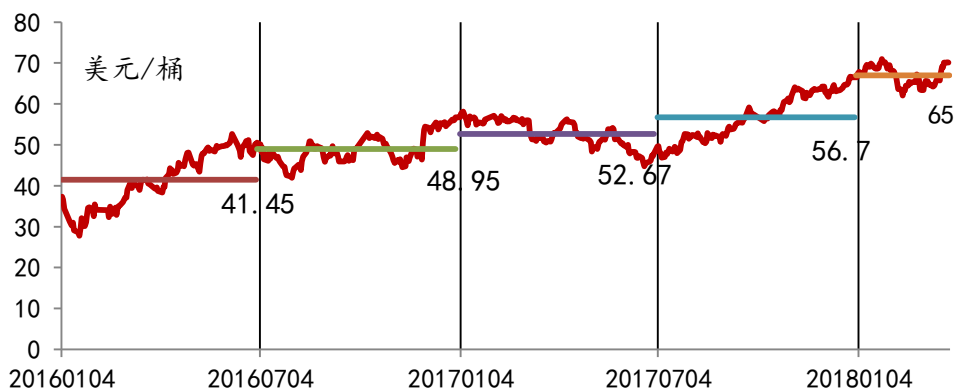


资料来源：公司公告，川财证券研究所

二、投资看点

1. 油价上涨，勘探开发业务利润弹性最大

图 32：布伦特原油平均价格



资料来源：WIND，川财证券研究所

2018 年一季度油价同比 2017 年一季度增长 22%，将大幅提高中石化营业收入，尤其对于上游勘探开发业务，其对于油价弹性最强。2017 年油价均值 55 美元/桶，勘探开发业务毛利率仅为 2%，而历史最高毛利率超过 60%。2016 年公司勘探开发业务经营亏损 572 亿元相比 2011 年经营收益 716 亿元差距最大，接近 1300 亿元人民币。

2017 年上游勘探开发业务经营收益亏损 459 亿元，若剔除 2016 年川气东送管道股权收益则同比减亏 113 亿元。若 2018 年油价均值 65 美元接近公司上游业务盈亏平衡线，毛利率将达到 10%-15%，则勘探开发业务减亏空间将大幅超过 2017 年的 113 亿。

根据我们的《2018 年石化行业年度策略：油价上涨弹性大，把握油气开采板块机会（20171228）》对原油价格的深度分析：原油价格从 2016 年开始每半年抬升 4 美元左右，历年来波动主要在均价上下 10 美元，预计明年均价 65 美元/桶，参考 2016 年布伦特油价在均价 54.3 美元/桶上下波动 20%左右，则明年油价区间在 55 美元/桶-75 美元/桶之间。

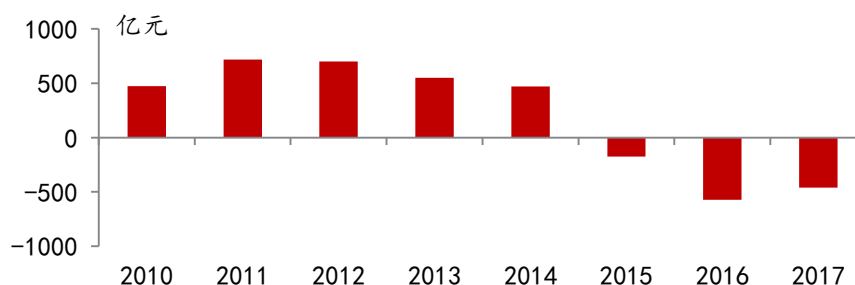
65 美金的平均油价是上下游利润分配的分水岭，下游板块处于景气度最高的区间，且免于征收“石油特别收益金”。

表格5: 石油特别收益金

原油价格 (美元/桶)	征收比率	速算扣除数 (美元/桶)
65-70	20%	0
70-75	25%	0.25
75-80	30%	0.75
80-85	35%	1.5
85 以上	40%	2.5

资料来源: 公司网站, 川财证券研究所

图 33: 勘探开发板块经营收益

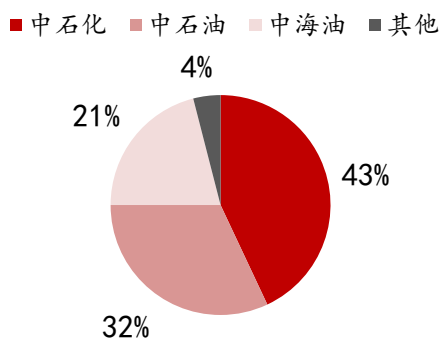


资料来源: 公司年报, 川财证券研究所, 剔除 2016 年川气东送管道股权收益

2. 加油站数量最多, 估值优势明显

中石化的加油站在国内公司中数量最多, 截至 2017 年 12 月 31 日共有中国石化品牌加油站共计 3.06 万座, 多数地理位置十分优越。若后期销售板块分拆上市, 加油站的价值重估将带来巨大收益。

图 34: 中石化加油站在国内的比例

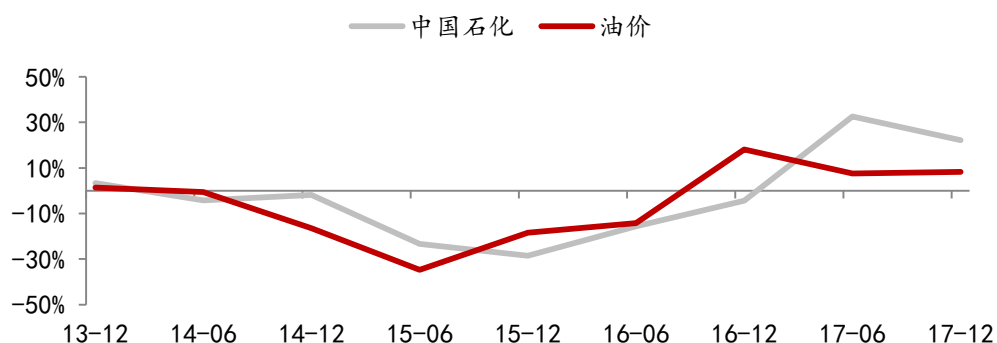


资料来源: WIND, 川财证券研究所

3. 一体化公司抵御油价波动

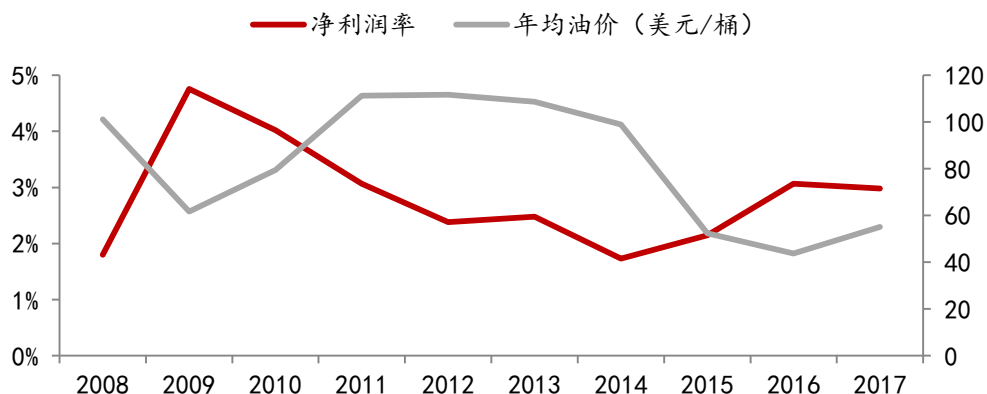
公司四大主营业务的营业收入与原油价格都是正相关，四大主营业务中只有营业收入占比最小的勘探开发业务毛利率与油价正相关，其他都是负相关。公司在低油价时期享受高比例下游业务的高毛利，高油价时期享受营业收入提高带来的总量优势，即使在油价大幅波动时也能够保证一定的利润。

图 35：营业收入滞后油价一年左右



资料来源：WIND，川财证券研究所

图 36：净利润率与油价负相关



资料来源：公司公告，川财证券研究所

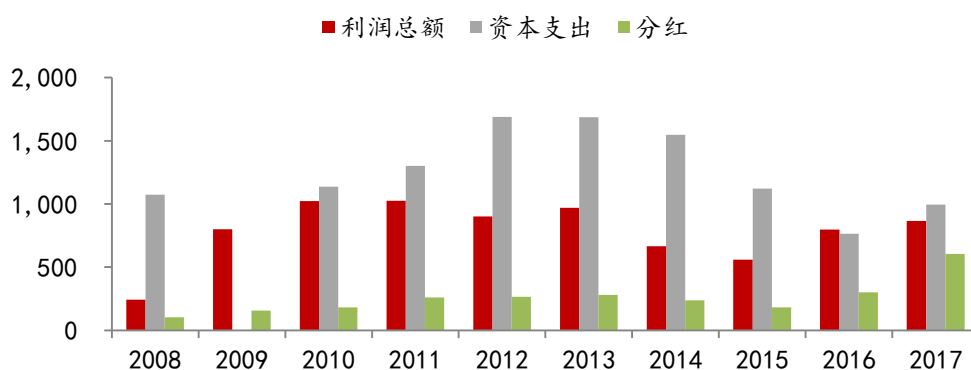
3. 分红比例大幅提高，投资回报提升

3.1 分红

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

公司过去 10 年分红数额一直在 100 亿元—300 亿元之间，2017 年分红数额超预期增长达到 605 亿元，为过去 10 年最大，分红比率超过 100%，股息回报率将达到 7.5%。

图 37：分红与利润总额、资本支出

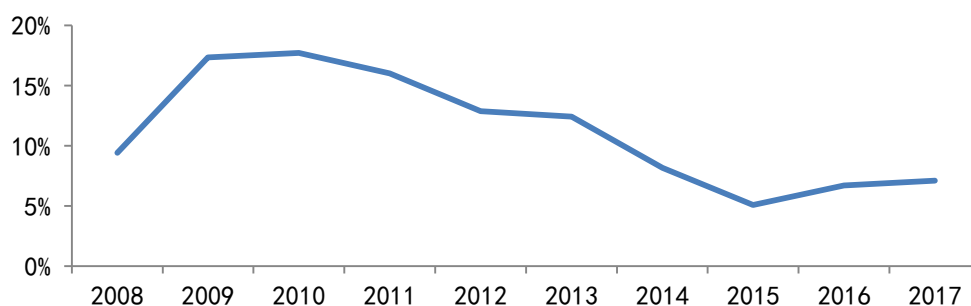


资料来源：公司公告，川财证券研究所

3.2 ROE 开始回升

公司净资产收益率在 2009、2010 年达到高点 17%，略滞后于 2008 年的历史油价高点 1-2 年时间，主要源自于降低成本的手段相对滞后。2017 年公司净资产收益率达到 7.1%，伴随着油价回升而提高，并因成本的优化而滞后。

图 38：净资产收益率 ROE 回升

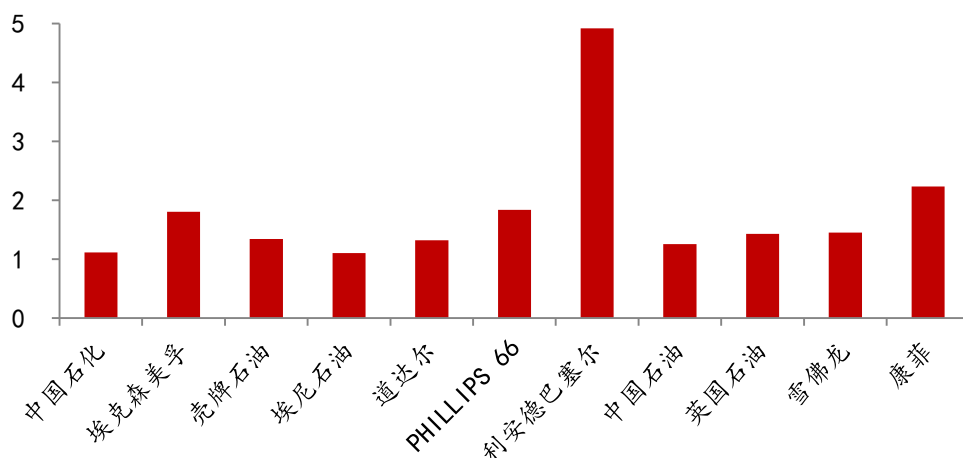


资料来源：公司公告，川财证券研究所

4. 估值具备全球优势

公司 2017 年市净率不到 1.1 倍，低于国际石油公司平均 1.3 倍的市净率。

图 39：中石化与国际石化公司的 PB 比较



资料来源：WIND，川财证券研究所

5. 炼油及化工板块将继续处于高景气区间

近年来，世界油气消费中心正在向“一带一路”沿线的亚太和中东地区转移，世界原油和石化产品贸易也更多地向“一带一路”区域流动，从而推进沿线炼化产业发展，带来了更多投资机会，也为炼化工程服务创造了广阔发展空间。

2017 年公司最大的业务部门—炼油板块营业收入继续增长达到 10120 亿元，集团公司经营总量、乙烯产量、三大合成材料高附加值产品比例等均创历史新高，镇海炼化、上海赛科、福建联合石化、中沙石化、茂名石化等 11 家企业化工盈利均创新纪录。公司 2017 年毛利率小幅下降但仍保持 30% 高位，叠加营业收入较大增长使得毛利小幅增加，公司炼油业务经营收益达到 650 亿元，实现炼油毛利 511 元/吨。预计公司将继续降低柴气比，油价中枢对炼油毛利影响有限，随着油价上涨营业收入增加，2018 年炼油板块仍能够处于景气区间。

三、估值评级

油价处于长期上涨区间，上游勘探开发业务将扭亏为盈。从 2016 年开始油价触底回升，2017 年勘探开发业务营业收入同比增长 36%，达到 1575 亿元，达到 2013 年高油价时期营收的 60%。勘探开发业务从历史上看在高油价时期毛利率远高于下游业务，甚至超过 50%。我们预计中石化勘探开发的毛利率

在接近 15%、油价达到 65 美元/桶左右时将大幅减亏，65 美元即为我们今年判断的平均油价。

65 美元以下的低油价有利于公司下游炼油、化工及销售板块发挥高毛利率优势。中石化下游业务按规模排序为销售、炼油、化工，因油价与下游业务营业收入正相关，2017 年营业收入均实现 20% 左右的正向增长；而这些板块毛利率则与油价负相关，预计 2018 年炼油板块经营收益将于 2017 年持平，化工和销售板块因炼化一体化投产以及高毛利率附加值业务的扩大使得经营收益略有增长。

低市净率及较高的分红使得公司在全球石油公司中具备吸引力。公司 2017 年市净率不到 1.1 倍，低于国际石油公司 1.3 倍的平均水平，并且公司今年全年实现分红 0.5 元/股，超过去年 0.249 元/股的股息，同比增加超过 1 倍，分红数额 605 亿元，达到 10 年来最大。

综合上述，我们认为公司随着油价不断攀升、上游业务减亏、未来三年行业规模扩大、炼化一体化设施投产等因素，价值性将进一步体现，迎来投资的最佳时点。预计 2018-2020 年营业收入分别为 26315、28126、30055 亿元，实现 EPS 分别为 0.58、0.66、0.73 元/股。对应 PE 分别为 12、10、9 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表格 3. 中国石化可比公司

代码	简称	收盘价 20180327 (人民币：元)	总市值 20180328 (人民币：亿元)	PB(元/股)	净资产收益率 ROE (%)	PE(2017) (倍)
600028.SH	中国石化	6.64	8039	1.1071	7.13	15.69
601857.SH	中国石油	7.79	14257	1.1946	1.91	62.54
XOM.N	埃克森美孚	73.7	19617	1.6639	11.1	15.84
RDS_A.N	壳牌石油	64.07	16788	1.3751	6.81	20.59
TOT.N	道达尔	56.56	8955	1.278	8.21	16.52
BP.N	英国石油	39.97	8808	1.4237	3.49	41.38
CVX.N	雪佛龙	114.66	13758	1.4787	6.29	23.82

资料来源：Wind, 川财证券研究所

四、盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E					
流动资产	529049	634197	793808	886589					
现金	165004	234729	273416	404300					
应收账款	68494	72830	80069	83573					
其他应收款	16467	25352	26237	27150					
预付账款	4901	5321	35507	33157					
存货	186693	207272	222917	237071					
其他流动资产	87490	88694	155662	101338					
非流动资产	1066455	1042519	1009642	1049885					
长期投资	131087	133903	141693	149594					
固定资产	650774	667686	644100	604714					
无形资产	97126	105176	115160	124109					
其他非流动资产	187468	135754	108689	171467					
资产总计	1595504	1676716	1803450	1936474					
流动负债	579446	569424	607340	638961					
短期借款	54701	54701	54701	54701					
应付账款	200073	211358	230956	248807					
其他流动负债	324672	303364	321683	335452					
非流动负债	161988	160213	158734	158602					
长期借款	67754	73047	78340	83633					
其他非流动负债	94234	87166	80394	74969					
负债合计	741434	729636	766073	797563					
少数股东权益	126826	150358	177392	207987					
股本	121071	121071	121071	121071					
资本公积	119557	119557	119557	119557					
留存收益	490141	556390	620440	691496					
归属母公司股东权	727244	796722	859984	930924					
负债和股东权益	1595504	1676716	1803450	1936474					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E					
经营活动现金流	190935	144122	133500	382281					
净利润	70294	93305	106632	119328					
折旧摊销	115310	100987	113030	123140					
财务费用	1560	3411	1582	-1514					
投资损失	-19060	-21269	-22118	-21325					
营运资金变动	3708	-39927	-74177	77141					
其他经营现金流	19123	7614	8551	85510					
投资活动现金流	-145323	-72378	-75080	-235781					
资本支出	70948	70000	70000	70000					
长期投资	52898	5543	6919	8360					
其他投资现金流	-21477	3165	1838	-157420					
筹资活动现金流	-56509	-2019	-19733	-15616					
短期借款	24327	0	0	0					
长期借款	5293	5293	5293	5293					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	32	0	0	0					
其他筹资现金流	-86161	-7312	-25026	-20909					
现金净增加额	-11250	69725	38687	130884					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E					
营业收入	2360193	2631562	2812630	3005523					
营业成本	1890398	2073671	2219165	2368352					
营业税金及附加	235292	287878	303633	321761					
营业费用	56055	65015	68144	73536					
管理费用	78928	94533	97548	106102					
财务费用	1560	3411	1582	-1514					
资产减值损失	21791	10000	9000	8000					
公允价值变动收益	-13	-296	-788	-116					
投资净收益	19060	21269	22118	21325					
营业利润	86965	118028	134888	150495					
营业外收入	1317	3385	2916	2806					
营业外支出	1709	2111	1995	1986					
利润总额	86573	119302	135809	151315					
所得税	16279	25997	29177	31987					
净利润	70294	93305	106632	119328					
少数股东损益	19175	23532	27035	30595					
归属母公司净利润	51119	69774	79597	88733					
EBITDA	203835	222426	249500	272121					
EPS (元)	0.42	0.58	0.66	0.73					

主要财务比率					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E					
成长能力									
营业收入	22.2%	11.5%	6.9%	6.9%					
营业利润	12.4%	35.7%	14.3%	11.6%					
归属于母公司净利	10.1%	36.5%	14.1%	11.5%					
获利能力									
毛利率(%)	19.9%	21.2%	21.1%	21.2%					
净利率(%)	2.2%	2.7%	2.8%	3.0%					
ROE(%)	7.0%	8.8%	9.3%	9.5%					
ROIC(%)	12.0%	15.5%	16.9%	23.2%					
偿债能力									
资产负债率(%)	46.5%	43.5%	42.5%	41.2%					
净负债比率(%)	20.11%	21.10%	20.75%	20.72%					
流动比率	0.91	1.11	1.31	1.39					
速动比率	0.59	0.75	0.94	1.01					
营运能力									
总资产周转率	1.53	1.61	1.62	1.61					
应收账款周转率	39	37	36	36					
应付账款周转率	10.10	10.08	10.03	9.87					
每股指标 (元)									
每股收益(最新摊)	0.42	0.58	0.66	0.73					
每股经营现金流	1.58	1.19	1.10	3.16					
每股净资产(最新)	6.01	6.58	7.10	7.69					
估值比率									
P/E	16.03	11.75	10.30	9.24					
P/B	1.13	1.03	0.95	0.88					
EV/EBITDA	4	3	3	3					

风险提示

OPEC 限产协议执行率过低

限产协议执行率过低将导致 OPEC 原油产量超出限产协议要求，降低对国际原油库存的影响，并削弱 OPEC 对国际油价的影响，降低市场对国际油价复苏的信心。

乌克兰地区形势发生重大转变

公司钻井服务地点在乌克兰中东部地区，若俄罗斯与乌克兰发生军事冲突且进一步升级，或将影响公司钻井合同完成情况及公司财产安全。

美国页岩油气增产远超预期

美国页岩油是最近几年国际原油市场上的最大增量，对最近几年的国际油价的变化起到了至关重要的影响。如果页岩油气增产远超预期将大幅提高美国原油库存，并极大的削弱 OPEC 对国际原油市场的影响力。

国际成品油需求大幅下滑

国际原油的最大需求来自于成品油，如果需求大幅下滑，将导致成品油过剩，减少对国际原油的需求。国际油价大幅下挫。

油气改革方案未得到实质落实

国内的油气改革将对未来若干年的油气行业产生重大影响，其以简政放权、打破垄断为主要出发点。若改革未得到实质落实，民间资本将难以进入到行业中，影响行业发展前景。

分析师声明

本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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明