



2018年04月16日

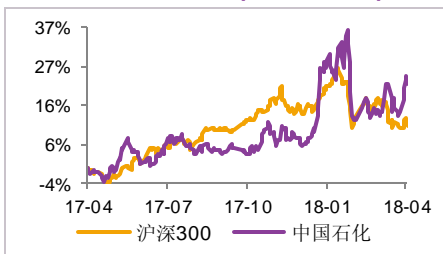
## 买入(首次评级)

当前价: 6.83 元  
 目标价: 9.15 元

分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001  
 邮箱: wangfenghua@lxsec.com

## 股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

## 盈利预测

亿元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	23602	26253	28200	30349
(+/-)	22.2%	11.2%	7.4%	7.6%
归母净利润	511	739	873	928
(+/-)	10%	44%	18%	6%
EPS(元)	0.42	0.61	0.72	0.77
P/E	16.18	11.20	9.48	8.91

资料来源: 联讯证券研究院

## 中国石化(600028.SH)

## 【联讯石化公司深度】中国石化：低估值、高分红、业绩持续改善

## 投资要点

## ◇ 公司业绩持续改善，分红超预期

受益于油价回暖，公司 2017 年实现经营收入 2.36 万亿元，同比增长 22.23%；实现归母净利润 511 亿元，同比增长 10.13%，业绩明显改善。近两年公司 ROE 逐步回升，2017 年达到 7.1%。2017 年公司资产减值约 220 亿元，为历史最高值，一定程度上拖累了业绩增长。2014-2016 连续三年保持高于 50% 的派息率。2017 年公司拟分红 605 亿元，分红比例高达 118%，股息率 7.3%，远超市市场预期。公司经营性现金流量充沛，账面未分配利润高达 2905 亿元，高分红比例有望持续。

## ◇ 油价上涨、天然气快速发展，勘探及开发有望扭亏为盈

2017 年，公司原油产量 2.94 亿桶，全年新增原油探明储量 3.41 亿桶，原油储量替代率达 116.0%。公司上游注重高效勘探、效益开发，2018 年原油产量有望稳定。随着国际油价预期上升，上游经营收入持续增加、折旧和摊销将减少，有助于降低成本。

公司同时大力发展天然气业务，2017 年实现天然气产量 258.4 亿立方米，创天然气产量新高，同比增长 19.11%，高于国内天然气产量增速。另外，LNG 业务也持续发展，积极谋划项目布局。截至目前，公司已投产三座 300 万吨 LNG 接收站，合计 900 万吨接收能力约占 2017 年全国的 16%，未来三个接收站都将扩建至 1000 万吨。同时，公司还筹建国内温州、江苏等新接收站项目，计划 2023 年 LNG 总接收能力达到 2600 万吨。天然气业务有望成为新的业绩增长点。

## ◇ 炼油高盈利，产能将继续扩充

2017 年，中国石化炼油能力达 2.6 亿吨/年，占全国炼油能力的 34%。公司目前筹建漕泾炼化、古雷炼化和中科炼化项目，产能将于 2020 年释放。公司不断优化产品结构，汽油产量增长 1.2%，煤油产量增长 5.5%，柴汽比降至 1.17。国际油价震荡上行，去年全年国内 90# 汽油、0# 柴油价格（含税）分别累计上调 435 元/吨、420 元/吨，公司实现炼油毛利 510.7 元/吨，同比增加 38.8 元/吨。2017 年公司炼油板块实现营业收入 1.01 万亿元，毛利率 8.7%，实现经营收益 650 亿元，同比增长 15.5%，再创历史新高。

## ◇ 化工板块盈利向好

2017 年，公司生产乙烯 1161 万吨，同比增长 5%。全年化工产品经营总量 7850 万吨，同比增长 12.2%，创历史新高。受益油价震荡回升，下游产品价格上升，公司化工板块实现经营收益 270 亿元，同比增长 30.8%。中科炼化一体化项目将于 2020 年投产，2018 年公司没有新投产乙烯产能和化工品产能，预计生产乙烯 1160 万吨。在当前油价区间内，化工业务有望保



持高盈利。

#### ◇ 油品销售稳健，非油业务发展迅猛

2017 年，营销及分销板块实现营业收入 1.22 万亿元，毛利率 7.6%，实现经营收益 315 亿元，连续多年保持高收益。公司 2017 年成品油经营总量达到 1.77 亿吨，同比增长 2.93%，其中零售量 1.22 亿吨，同比增长 1.18%。单站年均加油量持续增长，单站收益高。公司还不断拓展非油业务，探索新业态，非油品业务经营规模和效益年均增幅保持在 30%以上，2017 年收入达到 276 亿元，利润达到 22.2 亿元。

#### ◇ 盈利预测与估值

预计 2018-2020 年，公司营业收入分别为 26253 亿元、28200 亿元、30349 亿元；归母净利润 739 亿元、873 亿元、928 亿元；EPS 分别为 0.61 元、0.72 元、0.77 元，最新收盘价对应 PE 分别为 11.20 倍、9.48 倍、8.91 倍；BPS 分别为 6.62 元、7.34 元、8.10 元，最新收盘价对应 PB 分别为 1.03 倍、0.93 倍、0.84 倍。参考国内外八家一体化油公司估值，给予公司 2018 年 15 倍 PE，1.38 倍 PB，目标价 9.15 元，首次覆盖给予“买入”评级。

#### ◇ 风险提示

国际油价大幅下降、原油产能大幅下降、天然气需求不及预期、炼油行业竞争恶化。



## 投资案件

### 盈利预测与估值

预计 2018-2020 年，公司营业收入分别为 26253 亿元、28200 亿元、30349 亿元；归母净利润 739 亿元、873 亿元、928 亿元；EPS 分别为 0.61 元、0.72 元、0.77 元，最新收盘价对应 PE 分别为 11.20 倍、9.48 倍、8.91 倍；BPS 分别为 6.62 元、7.34 元、8.10 元，最新收盘价对应 PB 分别为 1.03 倍、0.93 倍、0.84 倍。参考国内外八家一体化油公司估值，给予公司 2018 年 15 倍 PE，1.38 倍 PB，目标价 9.15 元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 关键假设点

(1) 2018-2020 年，布伦特原油期货均价分别为 65 美元/桶、70 美元/桶、75 美元/桶，公司各产品实现价格以此为基础测算；美元兑人民币汇率年均值分别为 6.35、6.30、6.30。

(2) 公司原油产量、原油加工量、成品油经销量、乙烯产量等均保持稳定；受益于国内天然气快速发展，2018-2020 年，公司天然气产量分别为 974/1071/1179 十亿立方英尺，进口 LNG（气化+液态）销售量为 774/874/974 万吨。

(3) 2018-2020 年，公司分别实现投资收益 230 亿元、250 亿元、260 亿元，资产减值均为 100 亿元。

### 有别于大众的认识

我们认为，公司虽然需要外购原油，但自身拥有 300 万吨左右的原油产量，有足够的业绩弹性。在当前油价区间内，公司下游业务仍能保持高盈利，若油价的小幅上涨，公司还能获得库存收益；高油价时期，公司炼化板块盈利能力较差，但依靠上游业务的高收益，公司整体利润比低油价时期高。此外，未来几年国内天然气需求将保持高增长，公司前几年在常规及非常规天然气领域布局的成果将逐步显现，天然气产量快速增长；由于国内天然气总产量增速低于需求增速，进口需求增加，公司正在大力布局 LNG 接收站，预计 2023 年 LNG 接收能力达到 2600 万吨，天然气业务将成为公司新的业绩增长点。

### 股价表现的催化剂

国际油价上涨，公司勘探及开发板块有望扭亏，当前油价区间下炼化业务保持高盈利，公司业绩有望充分释放。

### 核心假设风险

国际油价大幅下降、原油产能大幅下降、天然气需求不及预期、炼油行业竞争恶化。



## 目 录

投资案件 .....	3
盈利预测与估值 .....	3
关键假设点 .....	3
有别于大众的认识 .....	3
股价表现的催化剂 .....	3
核心假设风险 .....	3
一、受益油价回暖，业绩持续改善，分红超预期 .....	7
（一）营业收入、净利润回升 .....	8
（二）分红超预期，股息率达 7.3% .....	9
（三）ROE 逐步回升 .....	10
（四）大幅计提资产减值拖累 2017 年业绩 .....	11
二、油价上涨、天然气快速发展，勘探及开发有望扭亏为盈 .....	12
（一）高效勘探夯实资源基础，原油产量有望稳产 .....	12
（二）天然气迎来发展黄金期 .....	12
1、行业供需矛盾长期存在，支持政策不断出台 .....	12
2、公司天然气产量快速增长，LNG 进口业务持续发展 .....	15
（三）油价上涨、成本降低，上游有望扭亏为盈 .....	16
三、炼油高盈利，产能将继续扩充 .....	18
（一）炼油能力全国首位，产能将继续扩充 .....	18
（二）成品油需求稳步增长 .....	21
四、化工板块盈利向好 .....	22
（一）“基础+高端”协调发展，产品结构持续优化 .....	22
（二）行业景气，盈利再创新高 .....	23
五、油品销售稳健，非油业务发展迅猛 .....	24
（一）单站年均加油量持续增长，单站收益高 .....	25
（二）拓宽发展视野，非油版图不断扩大 .....	26
六、盈利预测及估值 .....	27
七、风险提示 .....	29

## 图表目录

图表 1： 中国石化控股股东情况 .....	7
图表 2： 勘探及开发事业部 .....	7
图表 3： 炼油事业部 .....	7
图表 4： 化工事业部 .....	8
图表 5： 营销及分销事业部 .....	8
图表 6： 中国石化运营结构图 .....	8
图表 7： 营业收入与国际油价走势 .....	9
图表 8： 归母净利润与国际油价走势 .....	9



图表 9: 经营收入构成 .....	9
图表 10: 各板块毛利率 .....	9
图表 11: 公司股利与派息率.....	10
图表 12: 经营性现金流量 (亿元) .....	10
图表 13: 各板块资本支出 (亿元) .....	10
图表 14: 净资产收益 ROE .....	11
图表 15: ROE 分解.....	11
图表 16: 各版块资产减值 (亿元) .....	11
图表 17: 探明储量与储量替代率 .....	12
图表 18: 原油产量 .....	12
图表 19: 天然气表观消费量及其增速均高于产量 (亿立方米) .....	13
图表 20: 天然气对外依存度近三年快速增长.....	13
图表 21: 天然气分产品进口量.....	14
图表 22: 天然气进口量分产品占比.....	14
图表 23: 天然气相关政策.....	14
图表 24: 天然气产量.....	16
图表 25: 天然气实现价格与收入 .....	16
图表 26: 公司 LNG 接收站项目 .....	16
图表 27: 原油实现价格与 Brent 油价 (美元/桶) .....	17
图表 28: 经营收益 (亿元) .....	17
图表 29: 勘探及开发经营收入与 Brent 油价 .....	17
图表 30: 上游成本构成 (美元/桶) .....	18
图表 31: 全国炼油能力构成 .....	18
图表 32: 中石化主要炼油 (分) 子公司.....	19
图表 33: 筹建中的炼油项目 .....	19
图表 34: 炼油结构 .....	20
图表 35: 炼油加工量 (百万吨) .....	20
图表 36: 炼油现金操作成本与毛利 (元/吨) .....	20
图表 37: 成品油平均实现价格 (元/吨) 与 Brent 油价 (美元/桶) .....	20
图表 38: 炼油板块营业收入与毛利率 .....	21
图表 39: 炼油板块经营收益与同比.....	21
图表 40: 国内成品油消费量及增速.....	21
图表 41: 国内成品油产量及增速 .....	21
图表 42: 汽柴油表观消费量 (亿吨) 及增速.....	22
图表 43: 机动车、汽车保有量 (百万辆) 及增速.....	22
图表 44: 煤油表观消费量 (万吨) 及增速 .....	22
图表 45: 民航总周转量 (亿吨公里) 及增速.....	22
图表 46: 公司乙烯产量 (万吨) .....	23



图表 47: 公司化工品产量 (万吨) .....	23
图表 48: 化工板块减值与资本支出情况 (亿元) .....	23
图表 49: 化工产品平均实现价格 (元/吨) 与布伦特油价 (美元/桶) .....	24
图表 50: 化工板块营业收入与毛利率 .....	24
图表 51: 化工板块经营收益 .....	24
图表 52: 营销与分销营业收入与毛利率 .....	25
图表 53: 营销与分销经营收益与同比 .....	25
图表 54: 加油站数量与单站年均加油量 .....	25
图表 55: 单站收益 .....	25
图表 56: 经销量构成与同比 .....	26
图表 57: 非油业务重点合作内容 .....	26
图表 58: 非油业务收入 (亿元) .....	27
图表 59: 非油业务利润 (亿元) .....	27
图表 60: 公司部分产品实现价格预测 .....	27
图表 61: 中国石化分项毛利预测 (亿元) .....	28
图表 62: 可比公司估值 .....	29
图表 63: PE-Band (TTM) .....	30
图表 64: PB-Band (TTM) .....	30
附录: 公司财务预测表 (亿元) .....	31



## 一、受益油价回暖，业绩持续改善，分红超预期

中国石油化工股份有限公司是由中国石油化工集团公司于 2000 年 2 月设立的股份制企业，是中国最大的上中下游一体化石化能源企业之一，炼油能力排名中国第一位，全球第二位。公司主要从事石油天然气勘探开采、运输销售，石油炼制、石油化工及其它化工产品的生产与储运销售业务，石油、天然气、石化产品及其他服务与技术的进出口业务。

公司控股股东和实际控制人为中国石化集团公司，其通过 A 股和 H 股共持有公司 71.32% 股份。中国石化集团公司是国家在原中国石化总公司的基础上于 1998 年重组成立的特大型石油石化企业集团，是国家出资设立的国有公司和国家授权投资的机构。

图表1： 中国石化控股股东情况



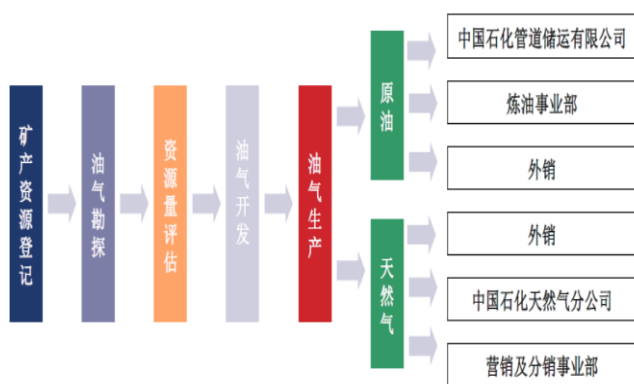
资料来源：公司公告、联讯证券

中国石化经营活动分为勘探及开发事业部、炼油事业部、营销及分销事业部、化工事业部四个事业部：

(1) 勘探及开发事业部主要负责上游油气勘探、开发与生产，生产的绝大部分原油及少量天然气用于本公司炼油、化工业务，绝大部分天然气及少部分原油外销给其他客户；

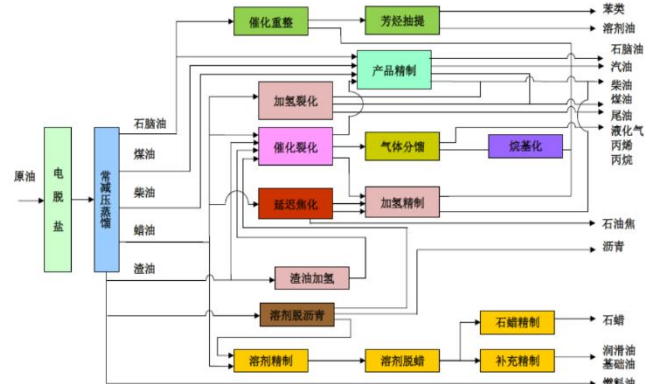
(2) 炼油事业部将原油加工成石油产品，汽油、柴油、煤油内部销售给营销及分销事业部，部分化工原料油内部销售给化工事业部，其他精炼石油产品外销给国内外客户；

图表2： 勘探及开发事业部



资料来源：2015 年中国石化债券募集说明书、联讯证券

图表3： 炼油事业部



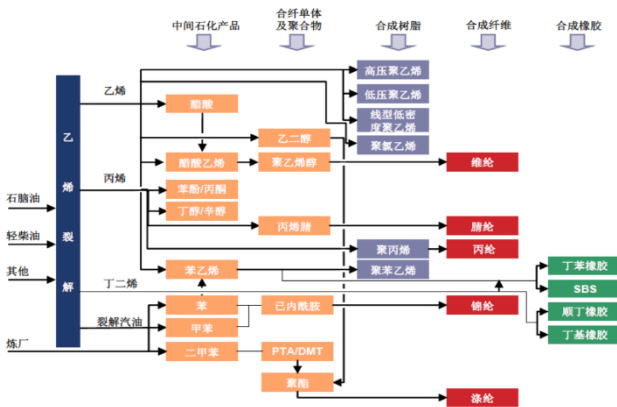
资料来源：2015 年中国石化债券募集说明书、联讯证券

(3) 营销及分销事业部从炼油事业部采购石油产品，通过零售分销网络对外销售并提供相关服务；



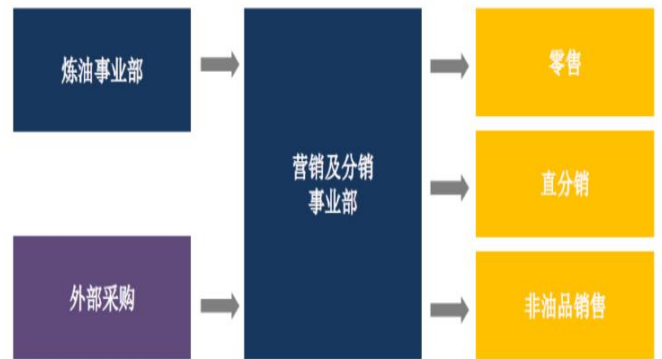
(4) 化工事业部从炼油事业部和第三方采购石油产品作为原料，生产、销售石化产品。

图表4： 化工事业部



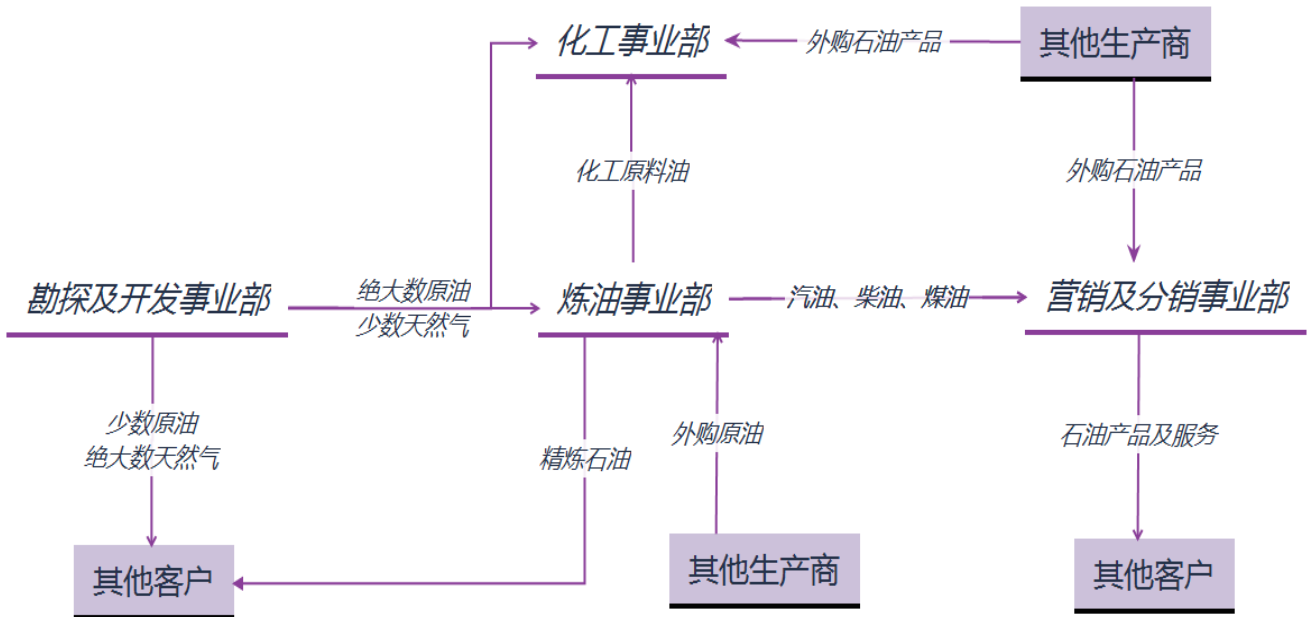
资料来源：2015 年中国石化债券募集说明书、联讯证券

图表5： 营销及分销事业部



资料来源：2015 年中国石化债券募集说明书、联讯证券

图表6： 中国石化运营结构图

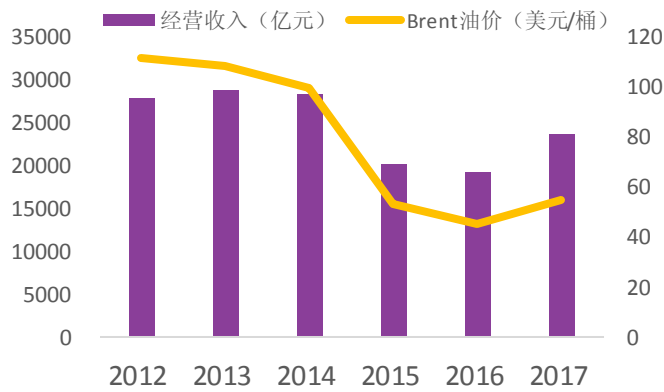


资料来源:公司公告、联讯证券

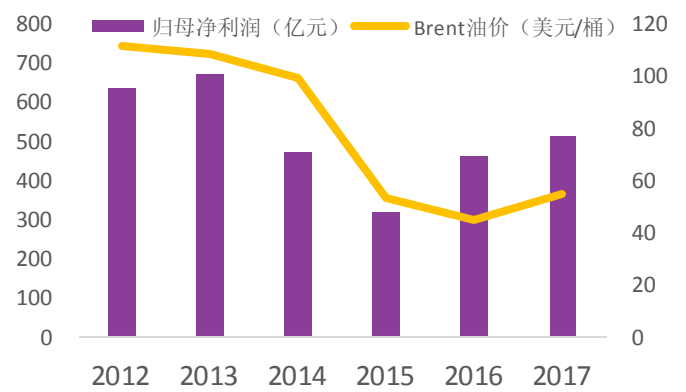
### (一) 营业收入、净利润回升

中国石化经营业绩与国际油价关联性强。受国际油价影响，2016 年营业收入与归母净利润双双走低。2017 年随着国际油价触底反弹，公司业绩改善明显，实现经营收入 2.36 万亿元，同比增长 22.23%，实现归母净利润 511 亿元，同比增长 10.13%。




**图表7： 营业收入与国际油价走势**


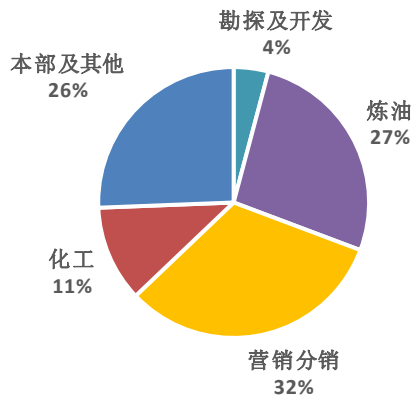
资料来源：公司公告、联讯证券

**图表8： 归母净利润与国际油价走势**


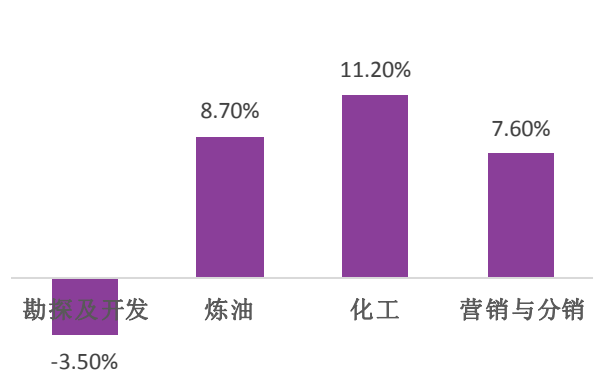
资料来源：公司公告、联讯证券

2017年，公司上游产品对外营业收入 797 亿元，同比增长 36%，占本公司营业额及其他经营收入的 3%，按（营业收入-营业成本、税金及附加）/营业收入计算毛利率，毛利率为-3.5%，毛利率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。

公司炼油事业部实现对外经营收入 1375 亿元，同比增长 26.84%，毛利率 8.7%，主要归因于产品价格上涨。营销及分销事业部对外销售石油产品实现经营收入 12202 亿元，同比增长 16.3%，占营业收入的 52%，毛利率 8.7%。汽油销售收入为 5829 亿元，同比增长 17.7%；柴油销售收入为 4492 亿元，同比增长 9.0%；煤油销售收入为 902 亿元，同比增长 27.8%。化工事业部对外销售收入为 3881 亿元，同比增长 30.9%，毛利率 11.2%，占本公司营业额及其他经营收入的 16%，主要由于化工产品的销量及价格同比均有较大增长。

**图表9： 经营收入构成**


资料来源：公司公告、联讯证券

**图表10： 各板块毛利率**


资料来源：公司公告、联讯证券

## （二）分红超预期，股息率达 7.3%

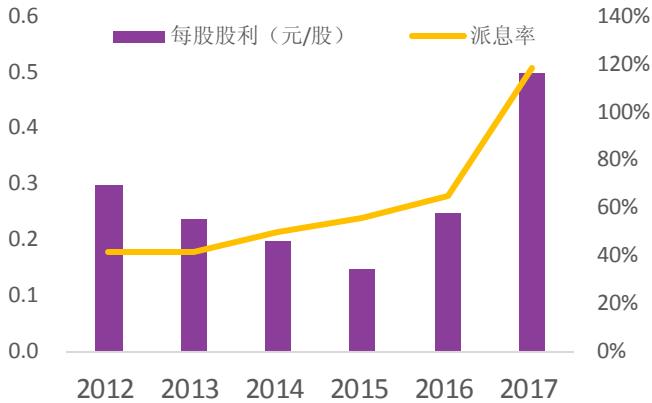
公司近几年派息率不断提升，2014-2016 连续三年保持高于 50%的派息率。2017 年，公司拟分红 605 亿，分红比例高达 118%，按当前市值折合股息率达 7.3%，远超市场预期。

公司经营性现金流量充沛，2016 年和 2017 年保持在 2000 亿元左右，而两年资本支出则在 1000 亿元以下，2018 年计划支出 1170 亿元。预计随着油价回升经营收益持续好转，公司现金流量有望继续增加。同时，目前公司账面未分配利润高达 2905 亿元，



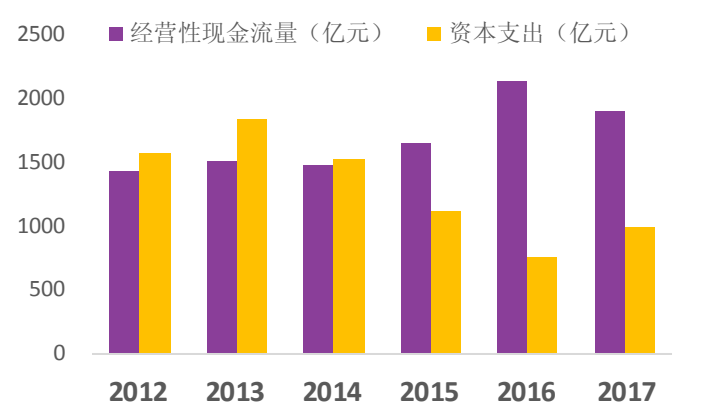
高分红比例有望持续。

图表11: 公司股利与派息率



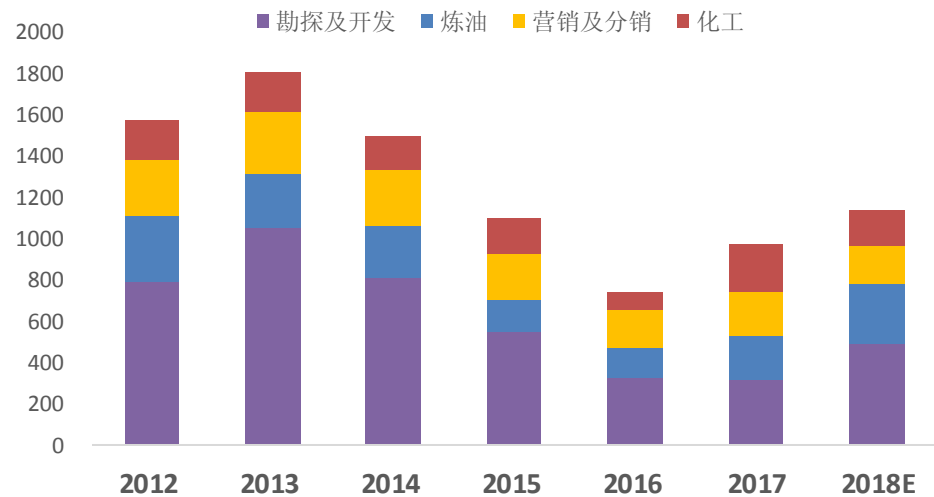
资料来源:公司公告、联讯证券

图表12: 经营性现金流量 (亿元)



资料来源:公司公告、联讯证券

图表13: 各板块资本支出 (亿元)



资料来源: 公司公告、联讯证券

### (三) ROE 逐步回升

前几年国际油价低迷, 公司净资产收益率在 2015 年处于 5.07% 的近期低谷, 近两年随着油价的企稳回升, 公司 ROE 开始回升, 2017 年公司 ROE 增长至 7.10%。

#### (1) 销售净利率同比下降 0.23 个百分点

2017 年, 中国石化销售净利率达到 2.17%, 同比下降 0.23 个百分点, 销售净利率下降主要归因于经营费用的大幅增长。2017 年, 公司经营费用为 2.29 万亿元, 同比增长 23.5%, 主要归因于原油价格上涨带来的采购原油、产品及经营供应品及费用、采购成品油费用、贸易采购费用及其他采购费用的大幅上涨。

#### (2) 资产周转率同比增长 0.22 个百分点

2017 年, 中国石化资产周转率为 1.53%, 同比增长 0.22 个百分点。2017 年, 公司

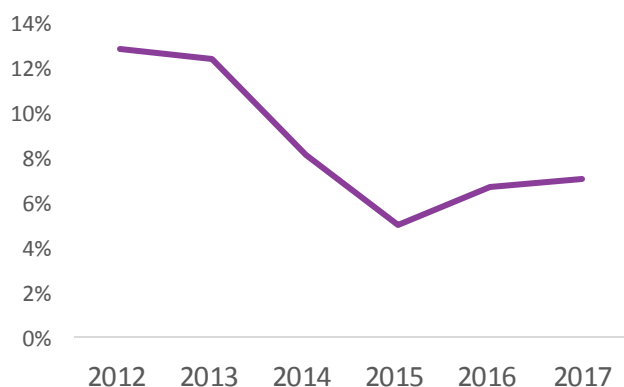


总资产 1.6 万亿元，比上年末增加 969 亿元。其中流动资产同比增加 1168 亿元，主要归因于受原油价格上涨影响，存货上升 302 亿元，应收账款上升 182 亿元；非流动资产总资产同比减少 199 亿元，主要归因于公司近两年优化投资规模，物业厂房及设备净额减少 398 亿元，在建工程减少 109 亿元；于联营公司的权益增加 136 亿元；长期预付款及其他非流动资产增加 118 亿元。

(3) 权益乘数同比增长 0.03 个百分点

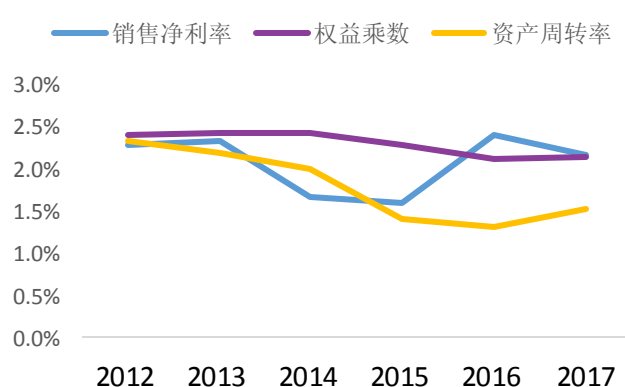
2017 年，中国石化权益乘数为 2.15%，同比增长 0.03 个百分点。2017 年，公司总负债 7426 亿元，比上年末增加 752 亿元。其中流动负债 5794 亿元，比上年末增加 939 亿元，主要归因于原油等原材料价格上涨；应付账款增加 258 亿元；预提费用及其他应付款增加 547 亿元。非流动负债 1632 亿元，比上年末减少 187 亿元，主要归因于长期债务减少 169 亿元。

图表14: 净资产收益 ROE



资料来源:公司公告、联讯证券

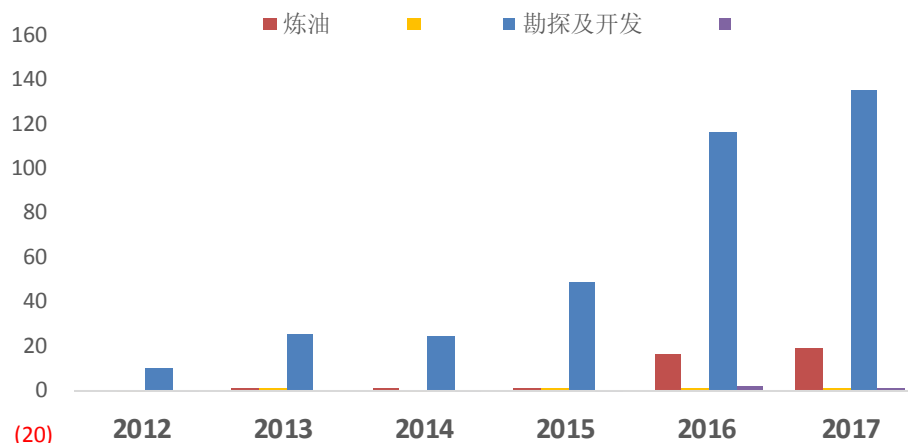
图表15: ROE 分解



资料来源:公司公告、联讯证券

(四) 大幅计提资产减值拖累 2017 年业绩

图表16: 各版块资产减值 (亿元)



资料来源:公司公告、联讯证券

2017 年，公司计提资产减值 217.91 亿元，较 2016 年增加 47.15 亿元，同比增长 27.6%。其中长期资产减值 212.58 亿元，较 2016 年增加 47.15 亿元，增长 29.42%。



分减值科目看，主要减值科目为固定资产和长期股权投资，分别减值 198.36 亿元和 9.36 亿元，同比增加 49.15 亿元和 9.35 亿元。随着落后产能的逐步淘汰，未来固定资产减值有望减少。

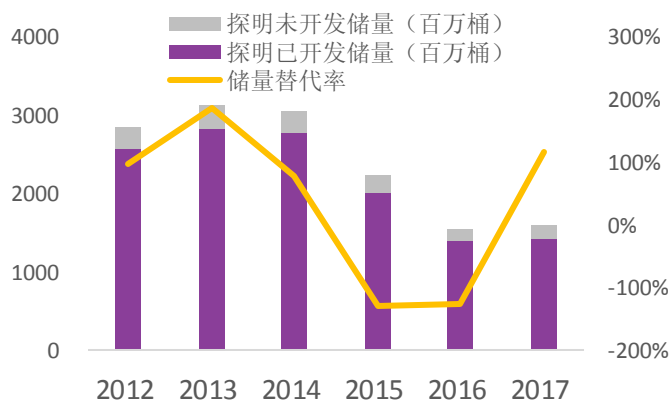
长期资产减值中，勘探与开采板块计提减值 135.56 亿元，同比增长 16.81%；化工板块计提减值 49.22 亿元，同比增长 69.84%；炼油板块计提减值 18.94 亿元，同比增长 14.44%，营销及分销板块计提减值 6.75 亿元，同比增长 152.81%。每个板块的长期资产减值均创下历史新高。

## 二、油价上涨、天然气快速发展，勘探及开发有望扭亏为盈

### （一）高效勘探夯实资源基础，原油产量有望稳产

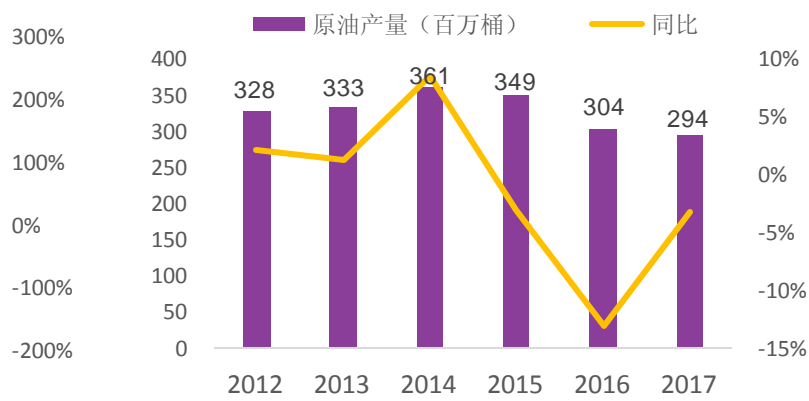
在低油价下，中国石化上游业务注重高效勘探、效益开发，在新疆塔河、四川盆地等地区取得勘探新发现，全年新增原油探明储量 3.41 亿桶，原油储量替代率达 116.0%。应对前期低油价，公司上游采取弹性安排原油生产、进口替代生产等措施，原油产量从 2014 年峰值 3.32 亿桶大幅下降至 2016 年 3.04 亿桶。随着油价回暖，公司经济可采储量不断增加，夯实资源基础。增加开采力度，开展停井复产确保原油产量。2017 年实现原油产量 2.94 亿桶，原油产量虽仍处于下降趋势，降幅明显收窄，同比仅降低 3.25%。2018 年原油价格回稳，原油产量有望稳产。

图表17：探明储量与储量替代率



资料来源:公司公告、联讯证券

图表18：原油产量



资料来源:公司公告、联讯证券

### （二）天然气迎来发展黄金期

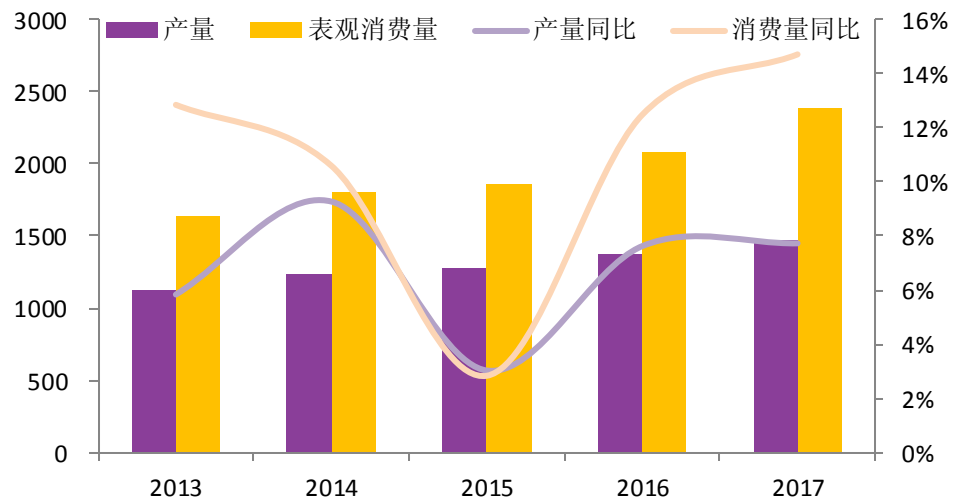
#### 1、行业供需矛盾长期存在，支持政策不断出台

##### （1）全国天然气消费量高于产量

近三年，我国天然气需求迅速回暖，2016 年、2017 年表观消费量分别为 2087 亿立方米、2393 亿立方米，同比增速分别达到 12.48%、14.71%。同期，国内天然气产量分别为 1368 亿立方米和 1474 亿立方米，分别同比增长 7.62%和 7.72%。天然气的产量和增速均低于表观消费量，且有拉大的趋势，这意味着未来我国的天然气消费量将会更多地依赖进口气来补足。



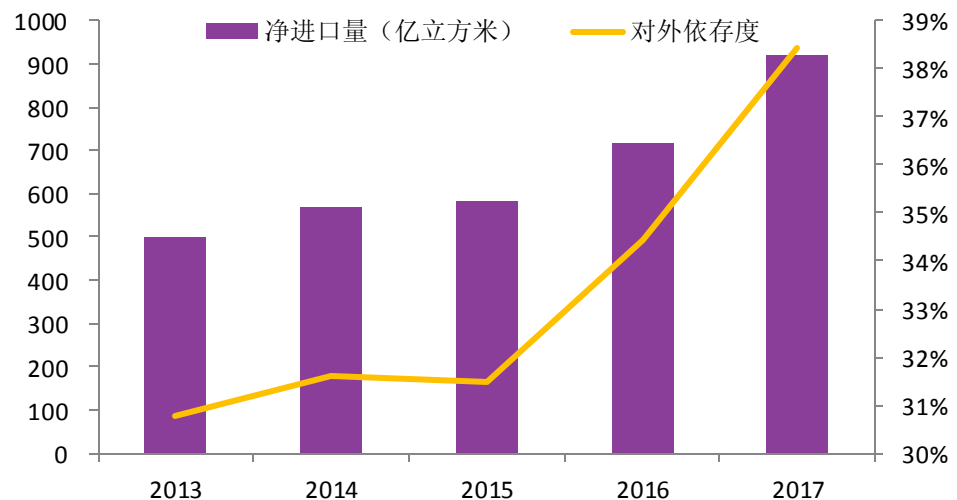
图表19: 天然气表观消费量及其增速均高于产量(亿立方米)



资料来源:Wind、联讯证券

我国天然气对外依存度由 2015 年的 31.48% 快速攀升至 2017 年的 38.43%，而能源局指出，我国力争在 2035 年前将石油、天然气对外依存度分别控制在 70% 和 50% 以下，为未来几年天然气进口量的持续增长保留了空间。

图表20: 天然气对外依存度近三年快速增长

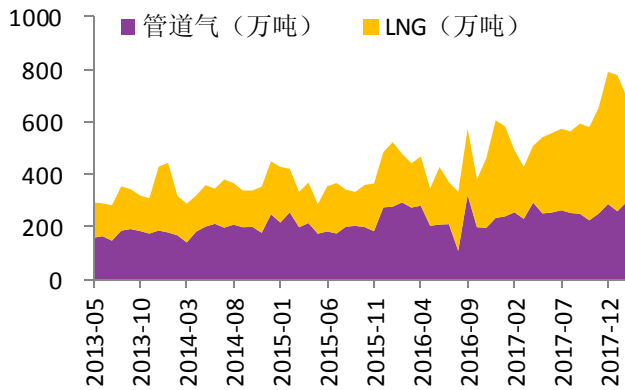


资料来源:Wind、联讯证券

供不应求的天然气市场意味着未来我国的天然气消费量将会更多地依赖进口气来补足。天然气进口可以通过管道气和 LNG 两种方式，由于国内对于天然气的需求增长迅速，而管道建设的时间较长，LNG 得益于运输便利的优势，LNG 进口量大于 PNG 的情况或将长期存在。

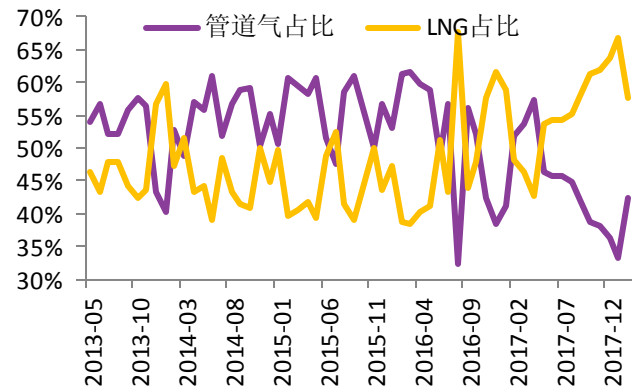


图表21: 天然气分产品进口量



资料来源:海关总署、联讯证券

图表22: 天然气进口量分产品占比



资料来源:海关总署、联讯证券

## (2) 支持政策不断出台, 天然气发展迎来黄金期

2017 年国家制定天然气发展目标, 多次推出促进天然气供给、价格改革、管网建设的政策。2017 年 1 月 17 日国家能源局公布《能源发展“十三五”规划》《天然气“十三五”规划》, 首次明确到 2020 年天然气综合保供能力应达到 3600 亿立方米以上。2017 年 6 月 23 日国家发改委印发《加快推进天然气利用的意见》, 总体目标为 2020 年天然气在一次能源消费结构中的占比力争达到 10%, 逐步将天然气培育成为我国现代能源体系的主体能源。两大文件进一步明确天然气在我国能源发展中的定位, 将天然气的发展定位于主体能源之一。

2017 年 5 月国家发改委、国家能源局印发《中长期油气管网规划》, 筹划油气管网规模发展计划; 8 月环保部联合其他部委及六省市地方政府下发《京津冀及周边地区 2017~2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》, 要求 10 月底前全部“2+26”城市完成以电代煤、以气代煤 300 万户以上; 12 月 10 部委共同发布《北方地区冬季清洁取暖规划(2017~2021)》, 其中提出宜气则气, 宜电则电, 尽可能利用清洁能源, 加快提高清洁供暖比重。

根据国家《能源发展“十三五”规划》, 到 2020 年天然气综合保供能力应达到 3600 亿立方米以上, 而 2017 年天然气产量为 1487 亿立方米, 距离目标仍有 2113 亿立方米。当前天然气供应只能满足全国 1/3 人口的需求, 还有 2/3 的市场需要开拓, 对外依存度达 39.91%, 创下新高。市场供需矛盾突出, 国家顶层布局, 部委政策支持, 天然气发展迎来黄金期。

图表23: 天然气相关政策

序号	时间	政策名称	相关内容	颁布单位
1	2016.12	《能源发展“十三五”规划》	积极推进天然气价格改革, 推动天然气市场建设, 探索建立合理气、电价格联动机制, 降低天然气综合使用成本, 扩大天然气消费规模。稳步推进天然气接收和储运设施公平开放, 鼓励大用户直供。合理布局天然气销售网络和服务设施, 以民用、发电、交通和工业等领域为着力点, 实施天然气消费提升行动。以京津冀及周边地区、长三角、珠三角、东北地区为重点, 推进重点城市“煤改气”工程。加快建设天然气分布式能源项目和天然气调峰电站。	国家发改委 国家能源局



序号	时间	政策名称	相关内容	颁布单位
2	2017.1	《天然气发展“十三五”规划》	“十三五”期间新增常规天然气探明地质储量 3 万亿立方米，到 2020 年累计探明地质储量 16 万亿立方米。“十三五”期间新增页岩气探明地质储量 1 万亿立方米，到 2020 年累计探明地质储量超过 1.5 万亿立方米。2020 年国内天然气综合保供能力达到 3600 亿立方米以上	国家能源局
3	2017.1	《国家发展改革委关于做好 2017 年天然气迎峰度冬工作的通知》	天然气稳定供应事关人民群众生产生活，中石油、中石化、中海油等企业要千方百计挖潜，努力增加资源供应	国家发改委
4	2017.5	《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》	深化石油天然气体制改革要坚持问题导向和市场化方向，体现能源商品属性；深化油气勘查开采、进出口管理、管网运营、生产加工、产品定价体制改革和国有油气企业改革，深化下游竞争性环节改革，完善油气储备体系。	国务院
5	2017.5	《中长期油气管网规划》	到 2020 年，全国油气管网规模达到 16.9 万公里，其中原油、成品油、天然气管道历程分别为 3.2、3.3、10.4 万公里；到 2025 年，全国油气管网规模达到 24 万公里，网络覆盖进一步扩大。	国家发改委 国家能源局
6	2017.6	《加快推进天然气利用的意见》	实施城镇燃气工程，实施天然气发电工程，实施工业、交通燃料升级工程，重视天然气产业链上中下游协调，构建从气田开发、国际贸易、接收站接转、管道输配、储气调峰、现期货交易到终端利用各环节协调发展产业链，以市场化手段为主，做好供需平衡和调峰应急。逐步将天然气培育成为我国现代清洁能源体系的主体能源之一。	国家发改委
7	2017.6	《关于加强配气价格监管的指导意见》	按照“管住中间、放开两头”的总体思路，加强城镇燃气配送环节价格监管，建议核定独立配气价格、确定配气价格成本收益，加强收费监管，促进行业健康发展	国家发改委
8	2017.8	《京津冀及周边地区 2017~2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	要求 10 月底前全部“2+26”城市完成以电代煤、以气代煤 300 万户以上；中石油于 2017 年 10 月底前确保完成陕西四线建设。中石油、中石化、中海油等要及早谋划部署，确保气源充足供应，加快推进储气库、沿海液化天然气（LNG）应急调峰站等设施建设。	环保部
9	2017.12	《北方地区冬季清洁取暖规划(2017~2021)》	提出宜气则气，宜电则电，尽可能利用清洁能源，加快提高清洁供暖比重。	发展改革委等十部委

资料来源：国家统计局、海关总署、发改委、联讯证券

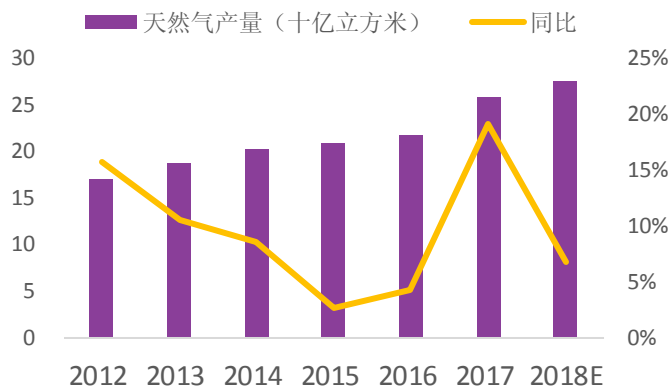
## 2、公司天然气产量快速增长，LNG 进口业务持续发展

中国石化近年来大力发展页岩气，持续推进天然气重点产能建设，重点建设涪陵页岩气、华北杭锦旗天然气产能，推进广西 LNG、天津 LNG、文 23 储气库以及川气东送管道增压工程及境外油气项目建设等，推进全产业链协同发展。目前涪陵页岩气田已如期建成 100 亿立方米年产能，累计探明储量 6008 亿立方米，不断扩大长江经济带、京津冀地区的天然气供应。2017 年公司实现天然气产量 258.4 亿立方米，创天然气年产新



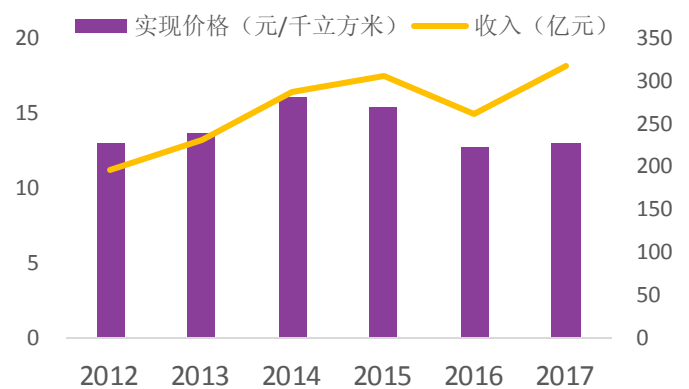
高，同比增长 19.11%，大于国内天然气产量增速，进一步巩固行业地位。2018 年公司计划生产天然气 275.9 亿立方米。

图表24: 天然气产量



资料来源:公司公告、联讯证券

图表25: 天然气实现价格与收入



资料来源:公司公告、联讯证券

2017 年，公司销售 LNG 574 万吨，同比增长 81%；实现收入 153.73 亿元，同比增长 100%。LNG 的大力发展不止来源于行业红利，也来自于公司 LNG 接业务的不断发展。截至目前，中国石化已在山东青岛、广西北海、天津南港三地各投产一座 300 万吨/年的 LNG 接收站，年接收能力共 900 万吨，约占 2017 年全国 LNG 接收能力的 16%。

中国石化正通过扩建现有产能、筹划增加新项目布点积极扩大 LNG 接收站能力。已投入运营的山东青岛、广西北海、天津南港 LNG 接收站后续建设，分别扩建至 1000 万吨/年；同时新筹建温州、江苏等 LNG 接收站项目。公司计划 2023 年 LNG 接收能力提高至 2600 万吨。

图表26: 公司 LNG 接收站项目

序号	项目名称	设计能力 (万吨/年)	状态	所在位置	扩建后产能
1	山东青岛 LNG	300	已投产	山东青岛胶南董家口	1000
2	广西北海 LNG	300	已投产	广西北海	1000
3	天津南港 LNG	300	已投产	天津南港	1000
4	浙江温州 LNG	300	在建	浙江温州	1000
5	江苏连云港 LNG	300	在建	江苏连云港	

资料来源:公司公告、公开信息整理、联讯证券

### (三) 油价上涨、成本降低，上游有望扭亏为盈

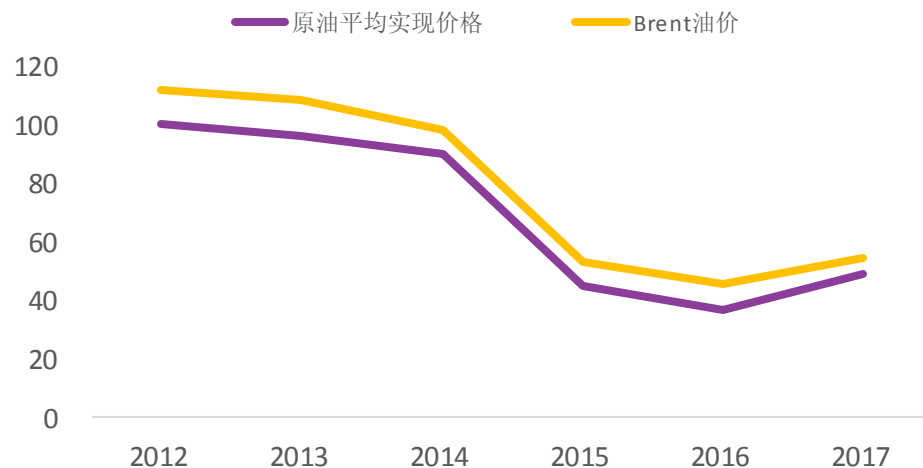
随着 2017 年 Brent 原油平均价格达到 55 美元/桶，公司原油实现价格回升至 48.9 美元/桶，增幅明显。经营收入达到 1575 亿元，同比增长 35.9%，主要归因于原油价格以及天然气和 LNG 业务规模同比增长。

受前期低油价影响，上游经营收益从 2012 年盈利 700 亿元持续下跌到 2016 年亏损 366 亿元。2017 年，公司上游实现经营收益亏损 459 亿元，同比增加亏损 93 亿元。2016 年 12 月，公司根据业务需要，将川气东送管道公司 50% 股权出售给中国人寿和国投交通，使得 2017 年公司权益收益下降。如果剔除出售川气东送管道公司股权收益的影响，2017 年上游经营收益同比减亏 113 亿元。



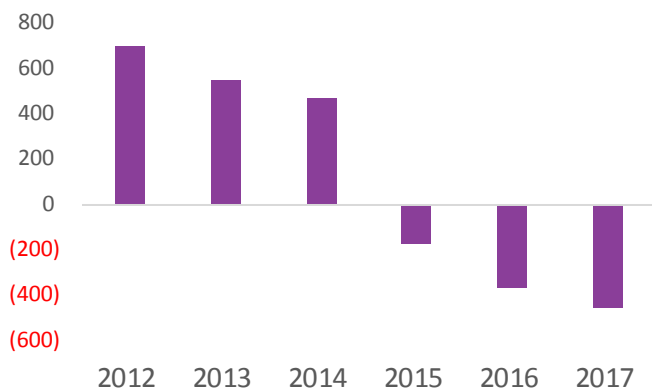


图表27: 原油实现价格与 Brent 油价 (美元/桶)



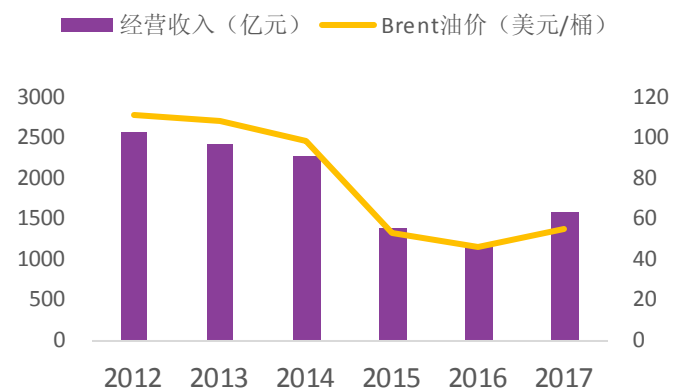
资料来源:公司公告、联讯证券

图表28: 经营收益 (亿元)



资料来源:公司公告、联讯证券

图表29: 勘探及开发经营收入与 Brent 油价

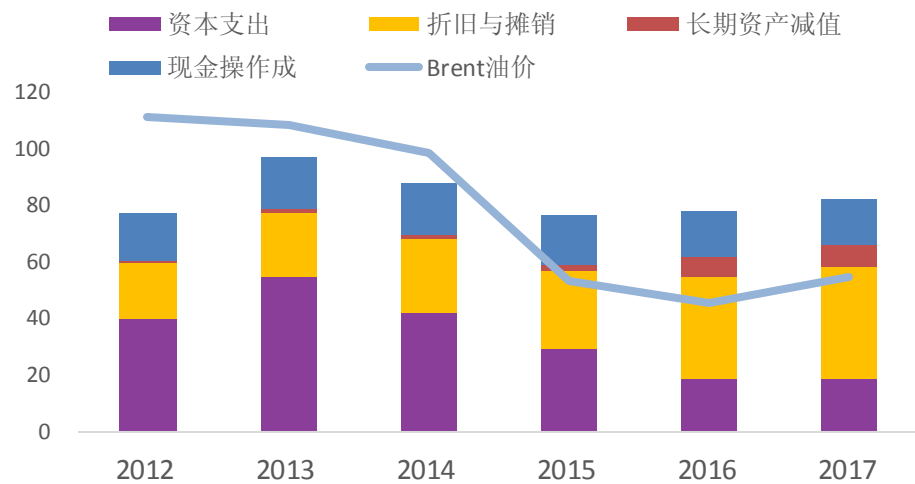


资料来源:公司公告、联讯证券

油价回暖一方面影响上游经营收入,另一方面也有助于降低成本。在其他条件不变、油价上升 4.8%的情况下,公司油气资产减值金额将减少约 31.45 亿元。此外,油价上涨也会使公司经济可采储量相应增加。由于公司油气资产使用产量法计提折旧,次年折旧=油气资产/油田储量\*当年产量,即次年折旧=油气资产/当年储采比。经济可采储量的增加将减少折旧和摊销。单桶折旧加长期资产减值将由 170 元/桶下降至 120 元/桶。加之公司主动降低现金操作成本(17 年创新低),未来油价站稳 60 美元以上后,勘探及开发板块有望扭亏为盈。



图表30: 上游成本构成(美元/桶)



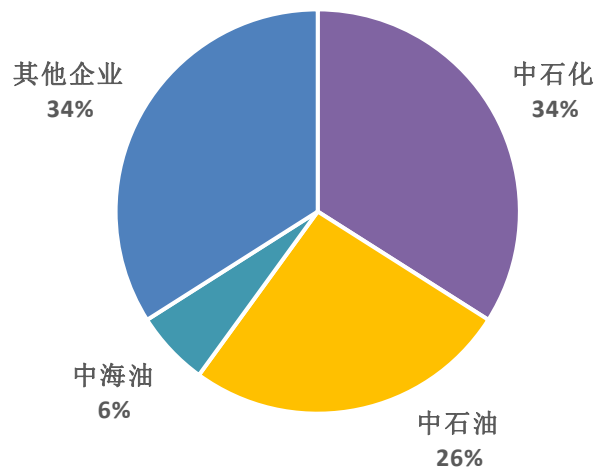
资料来源:公司公告、联讯证券

### 三、炼油高盈利，产能将继续扩充

#### (一) 炼油能力全国首位，产能将继续扩充

2017年，全国炼油能力达到7.72亿吨/年，其中中国石化的炼油能力为2.6亿吨/年，占全国炼油能力的34%，位居全国第一。

图表31: 全国炼油能力构成



资料来源:中石油经济技术研究院、联讯证券

公司拥有36家炼化企业，其中12家为千万吨级规模的炼化厂，石化装置均为世界级水平。



图表32: 中石化主要炼油(分)子公司

企业名称	所在地	原油加工能力(万吨/年)
茂名分公司	广东茂名	2500
镇海炼化	浙江宁波	2300
金陵分公司	江苏南京	1800
上海石化	上海金山	1400
广州分公司	广东广州	1320
天津分公司	天津大港	1250
高桥分公司	上海浦东	1250
扬子石化	江苏南京	1250
福建联合石化	福建泉州	1200
齐鲁分公司	山东淄博	1050
燕山分公司	北京	1000
青岛炼化	山东青岛	1000
合计		17320

资料来源: 公司公告、公开信息整理、联讯证券

公司目前正在筹建漕泾炼化、古雷炼化和中科炼化项目。中科炼化一体化项目将建设 1000 万吨/年炼油装置, 预计 2020 年 6 月投产; 古雷炼化一体化项目将建设 1500 万吨/年炼油装置, 其中一期工程主要包括 80 万吨/年乙烯和下游深加工 9 套化工装置, 计划 2020 年 6 月 30 日建成投产。

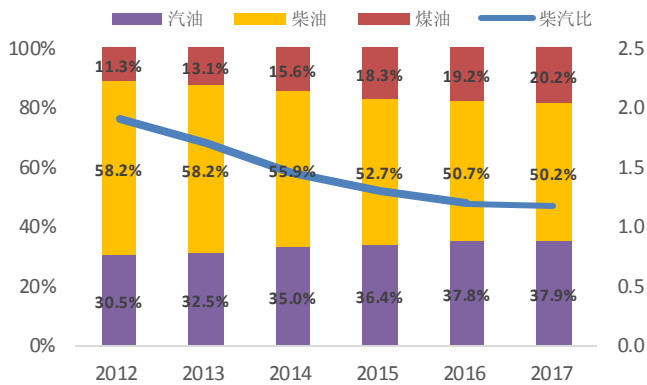
图表33: 筹建中的炼油项目

项目名称	项目规模	项目进度	预计投产时间
中科炼化一体化项目	1000 万吨/年炼油能力、80 万吨/年乙烯产能、30 万吨接卸规模的原油码头及配套公用工程。	2016 年 12 月 20 日开工, 截至 2017 年底, 累计完成投资人民币 69.90 亿元, 预计总投资 90 亿元。	2020 年 6 月
古雷炼化一体化项目	1500 万吨/年炼油能力。项目一期工程主要包括 80 万吨/年乙烯和下游 9 套深加工化工装置。	2017 年 12 月开工, 全面建设中, 预计总投资 278.8 亿元	2020 年 6 月
漕泾炼化一体化项目	2000 万吨/年炼油(1500 万吨/年炼油工程+500 万吨/年润滑油搬迁工程)、100 万吨/年乙烯及其下游配套	2013 年 10 月开展各项前期工作, 目前处于搁置状态。	

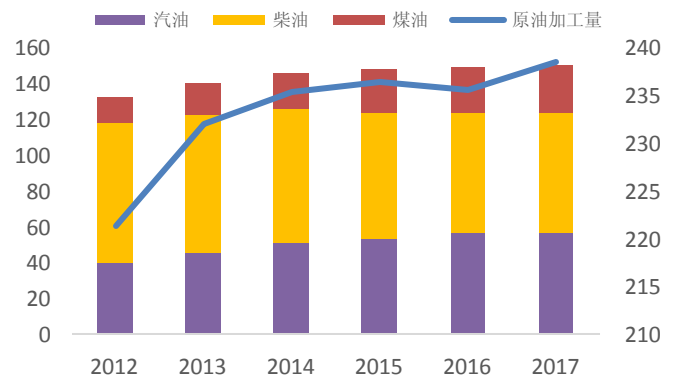
资料来源: 公司公告、公开信息整理、联讯证券

2017 年初, 环境保护部发布《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》, 要求“2+26”城市于 9 月底前全部供应符合国 6 标准的车用汽柴油。公司提前 3 个月完成国 6 油品质量升级, 具备 7 月达标出厂、9 月底市场供油的条件。中国石化提前布局, 积极推进, 享受优质优价政策红利。

公司原油加工量稳步提高, 2017 年加工原油 2.39 亿吨, 同比增长 1.3%。2017 年生产成品油 1.51 亿吨, 优化产品结构, 汽油产量增长 1.2%, 煤油产量增长 5.5%, 柴汽比降至 1.17。


**图表34: 炼油结构**


资料来源: 公司公告、联讯证券

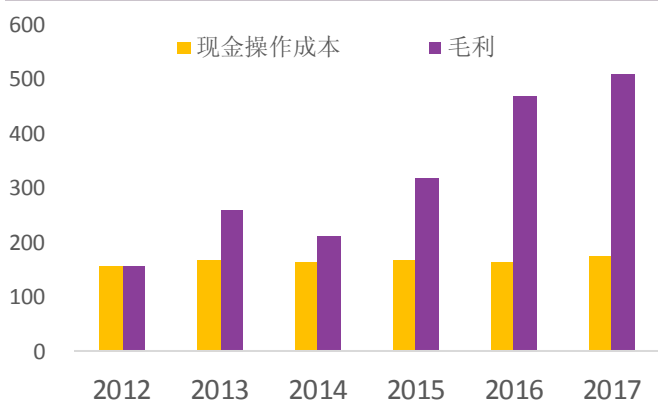
**图表35: 炼油加工量 (百万吨)**


资料来源: 公司公告、联讯证券

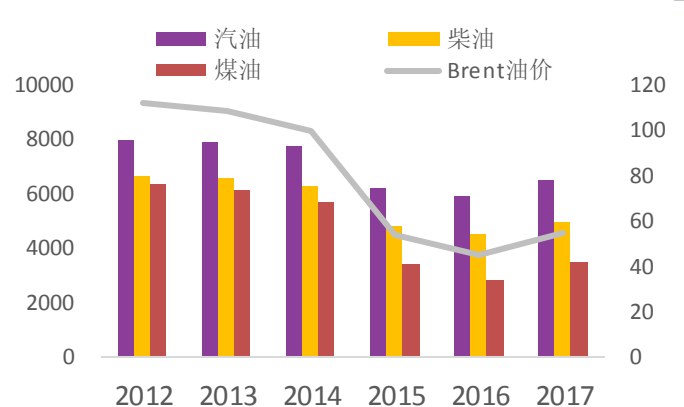
我国成品油调价机制与国际油价挂钩。2016年1月,国家发展改革委修改成品油调价机制,新增成品油调价地板价,当国际油价低于40美元/桶时,国内成品油价格不再下调。当油价处于40-80美元/桶时,按正常加工利润率计算成品油价格。当国际油价高于每桶80美元时,开始扣减加工利润率,直至按加工零利润计算成品油价格。当油价处于40-80美元/桶时,炼油企业处于高盈利状态。

2017年,国际油价震荡上行,布伦特均价54美元/桶,同比增长14.8%。随着布伦特油价不断走强,2017年国内汽柴油价格11次上调、6次下调,90#汽油价格(含税)累计上调435元/吨,0#柴油价格(含税)累计上调420元/吨。

公司2017年炼油板块现金操作成本保持稳定,实现炼油毛利510.7元/吨,同比增加38.8元/吨,主要归因于加大油品质量升级力度,国V标准以上汽柴油同比增长58%;高附加值产品产量不断提高,高标号汽油、航煤同比增长0.7%、5.6%;油品质量不断升级,产销衔接保持强化,液化气、沥青等其他精炼石油产品盈利能力持续提高。

**图表36: 炼油现金操作成本与毛利 (元/吨)**


资料来源: 公司公告、联讯证券

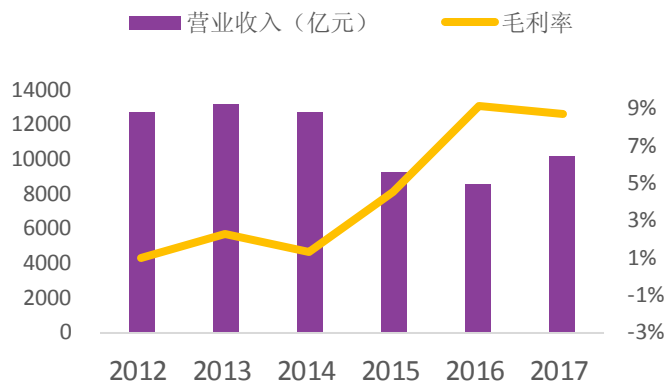
**图表37: 成品油平均实现价格 (元/吨) 与 Brent 油价 (美元/桶)**


资料来源: 公司公告、Wind、联讯证券

受益于以上因素,2017年公司炼油板块实现营业收入1.01万亿元,毛利率8.7%(毛利率=(营业收入-营业成本、税金及附加)/营业收入),实现经营收益650亿元,同比增长15.5%,再创历史新高。在当前油价区间内,炼油行业有望保持高盈利。

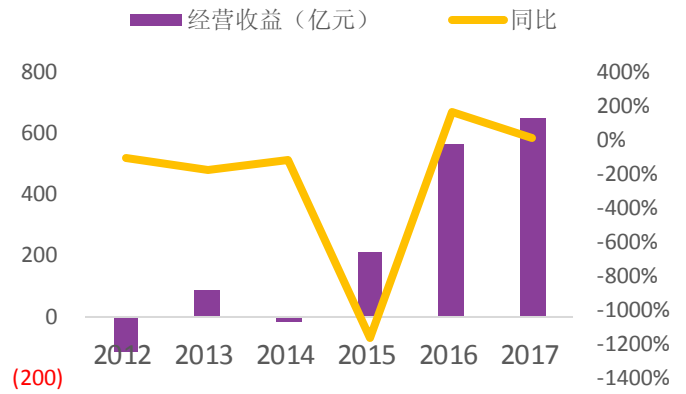


图表38: 炼油板块营业收入与毛利率



资料来源:公司公告、联讯证券

图表39: 炼油板块经营收益与同比

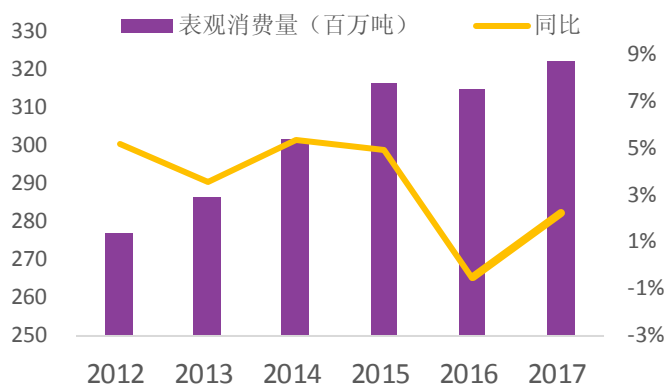


资料来源:公司公告、联讯证券

## (二) 成品油需求稳步增长

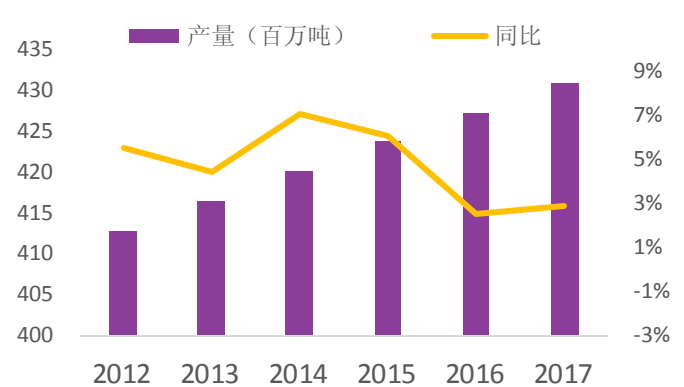
近年来,我国成品油产量、消费量稳步增长。截至2017年底,全国成品油产量4.31亿吨,同比增长2.85%;全国成品油表观消费量为3.22亿吨,同比增长2.25%。

图表40: 国内成品油消费量及增速



资料来源:Wind、联讯证券

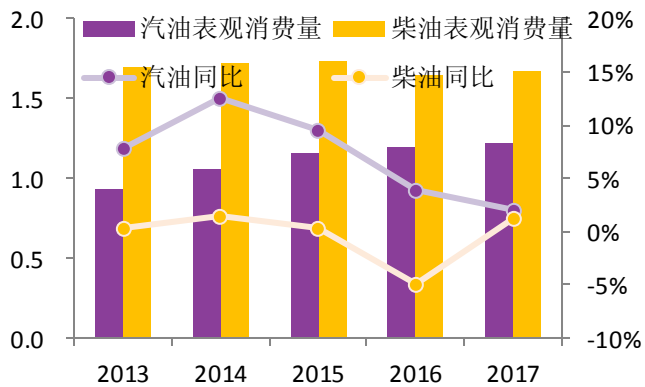
图表41: 国内成品油产量及增速



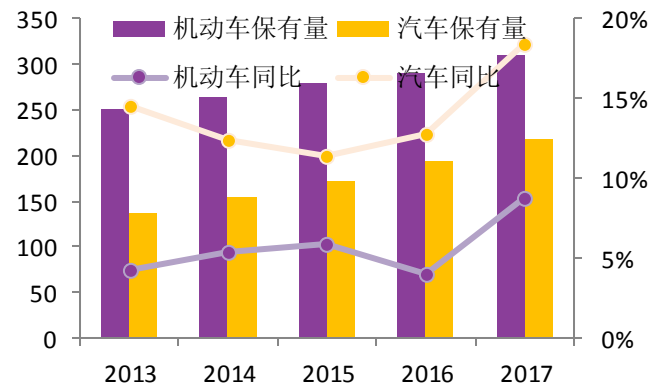
资料来源:Wind、联讯证券

2017年,国内汽油、柴油表观消费量分别为12226万吨、16674万吨,同比增速分别为2.03%、1.24%。2017年,国内机动车保有量达到3.10亿辆,同比增长8.77%;其中汽车保有量为2.17亿辆,同比增长18.40%;预计明年新增汽车保有量2800万辆,占2017年保有量的12.88%。

近几年汽油消费增速逐年下降至今年的2.03%,但考虑到汽车保有量增速维持10%以上,汽油消费增速进一步下降的空间不大。柴油经历了2016年的消费低谷之后,2017年消费增速开始由负转正,需求情况开始好转。

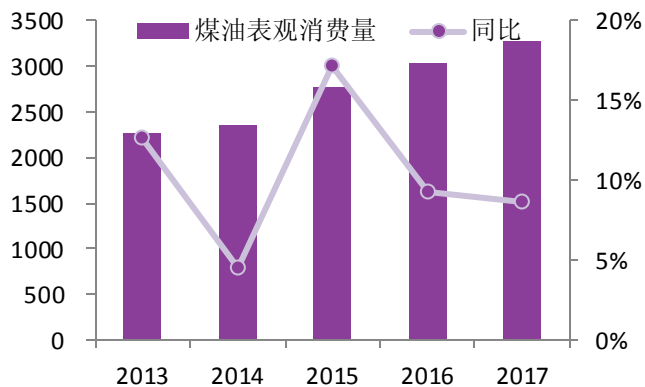

**图表42: 汽柴油表观消费量(亿吨)及增速**


资料来源:Wind、联讯证券

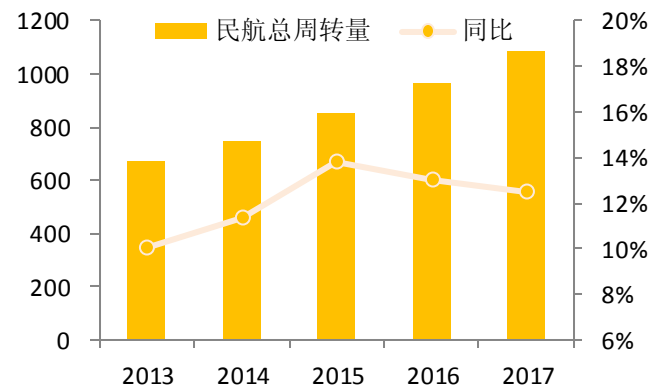
**图表43: 机动车、汽车保有量(百万辆)及增速**


资料来源:Wind、联讯证券

2017年国内煤油表观消费量达到3287万吨,同比增长8.63%。近几年煤油消费增速较高,一方面是相对于汽柴油来说基数低,另一方面是受益于航空业的发展,航空煤油需求良好。2017年全国民航总周转量为1083.10亿吨公里,同比增长12.53%,近两年同比增速有所回落,但仍保持在10%以上的高位,高于2013、2014年。

**图表44: 煤油表观消费量(万吨)及增速**


资料来源:Wind、联讯证券

**图表45: 民航总周转量(亿吨公里)及增速**


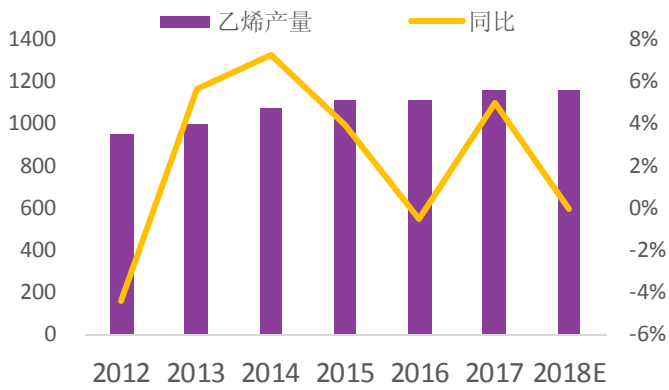
资料来源:Wind、联讯证券

## 四、化工板块盈利向好

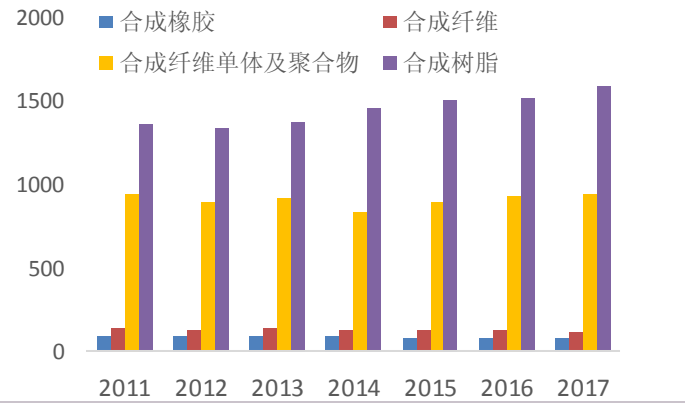
### (一) “基础+高端”协调发展,产品结构持续优化

公司化工业务坚持“基础+高端”发展,板块提高有效供给,2017年全年生产乙烯1161万吨,同比增长5%。全年化工产品经营总量7850万吨,同比增长12.2%,创历史新高。

2017年,公司合成树脂、合成纤维单体及聚合物产量分别达到1593.8万吨和943.9万吨,分别同比增长4.85%、1.77%;合成纤维、合成橡胶产量分别为122.0万吨和84.8万吨,同比增幅分别为-1.77%、-1.05%。


**图表46: 公司乙烯产量(万吨)**


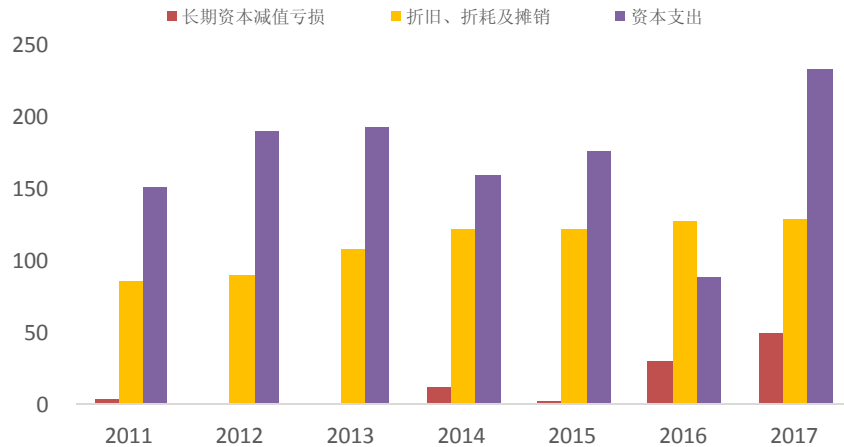
资料来源: 公司公告、联讯证券

**图表47: 公司化工品产量(万吨)**


资料来源: 公司公告、联讯证券

2017年, 公司化工板块长期资产减值 49.22 亿元, 比 2016 年增加 20 亿元。资产减值集中在部分乙烯和化肥装置, 近几年计提减值比较充分, 未来资产进一步大幅减值可能性较小。

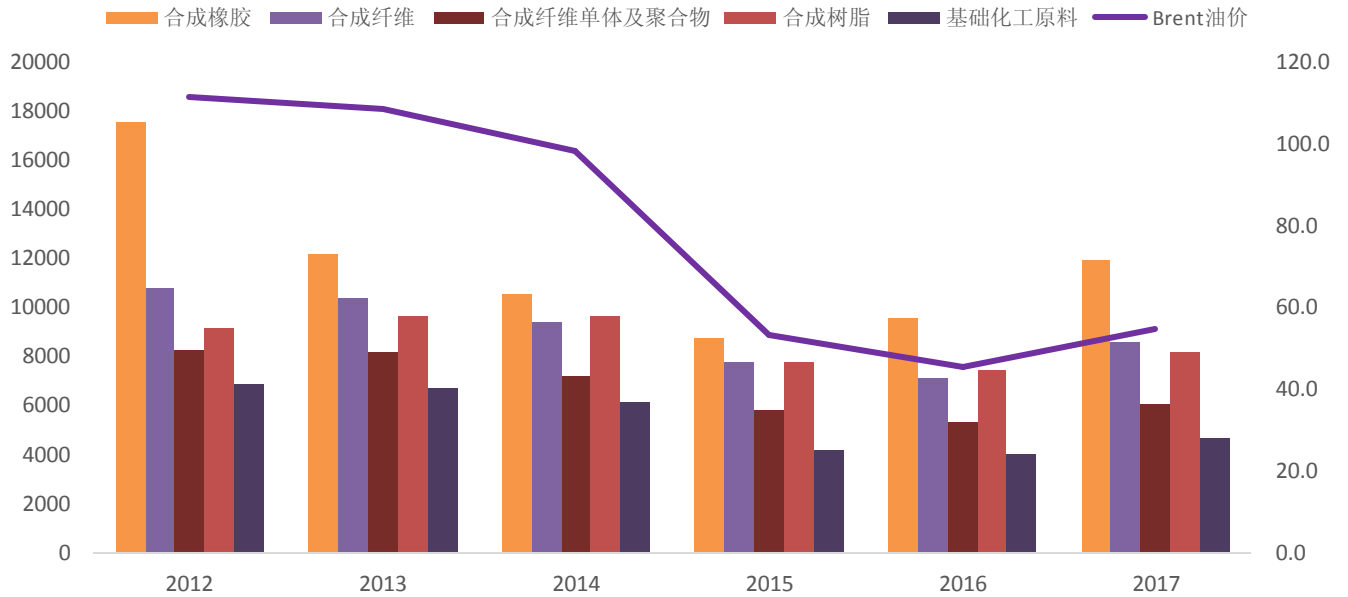
化工板块 2017 年资本支出 230.28 亿元, 主要用于中科炼化、海南高效环保芳烃(二期)等项目建设, 2018 年公司化工板块计划资本支出 177 亿元。中科炼化一体化项目将于 2020 年投产, 2018 年公司没有新投产乙烯产能和化工品产能, 预计生产乙烯 1160 万吨。

**图表48: 化工板块减值与资本支出情况(亿元)**


资料来源: 公司公告、联讯证券

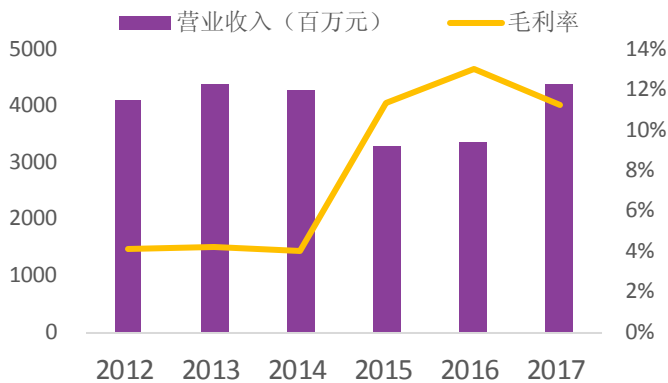
## (二) 行业景气, 盈利再创新高

化工品作为石油化工产业链下游产品, 价格受油价走势影响。随着 2017 年油价震荡回升, 下游产品价格上升, 行业景气。在油价企稳回升、石化行业景气向上的背景下, 化工业务显示较好盈利能力。

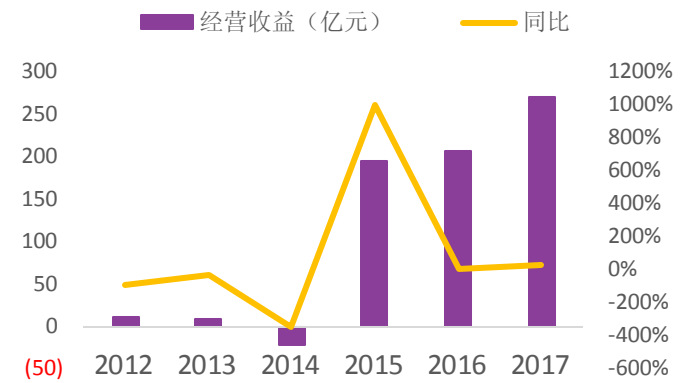

**图表49: 化工产品平均实现价格(元/吨)与布伦特油价(美元/桶)**


资料来源: 公司公告、Wind、联讯证券

2017年,公司化工板块实现经营收益270亿元,同比增加64亿元,同比增长30.8%,再创历史新高,主要归因于化工产品价格及销量同比提升。2018年,在当前油价区间内,公司化工业务有望保持高盈利。

**图表50: 化工板块营业收入与毛利率**


资料来源: 公司公告、联讯证券

**图表51: 化工板块经营收益**


资料来源: 公司公告、联讯证券

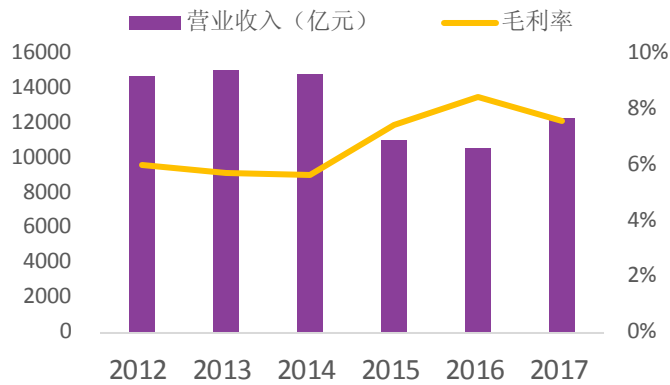
## 五、油品销售稳健, 非油业务发展迅猛

2017年,中国石化积极应对日益加剧的市场竞争,充分发挥一体化和营销网络优势,深化油非融合,实现了良好的经营效益,营销与分销板块实现营业收入1.22万亿元,同比增长16%;毛利率7.6%;实现经营收益315亿元,同比下降1.8%。



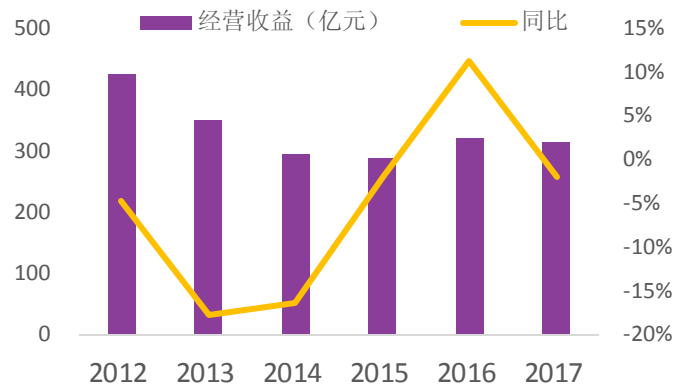


图表52: 营销与分销营业收入与毛利率



资料来源: 公司公告、联讯证券

图表53: 营销与分销经营收益与同比

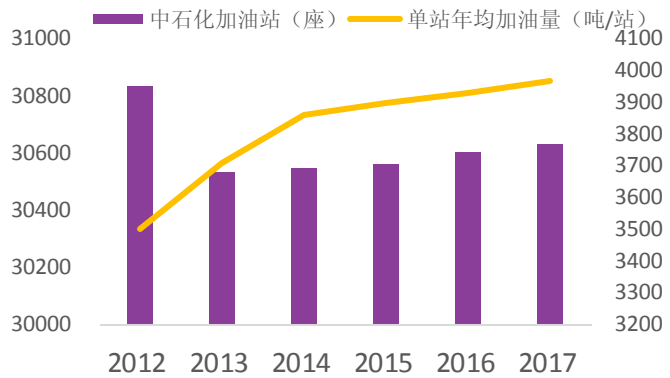


资料来源: 公司公告、联讯证券

### (一) 单站年均加油量持续增长, 单站收益高

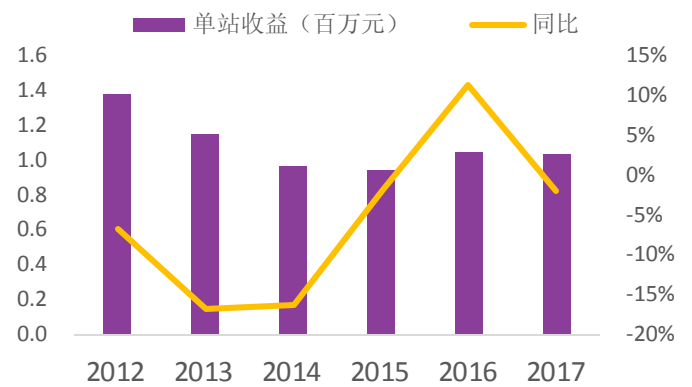
中国石化拥有 30 个省级销售分公司, 组成完善的零售网络, 控制 60% 以上的地区零售份额。公司主要炼油厂布局沿海, 靠近消费市场, 下属加油站重点分布于环渤海、长三角等经济发达地区、高速公路服务区及交通主干道路, 具有较强的区位优势。2017 年, 中国石化下属加油站数目达到 3.06 万座, 占全国 30% 以上。单站年均加油量达到 4000 吨/站, 经销能力不断增强; 2017 年单站收益下降 1.91%, 但仍保持在 100 万元以上。

图表54: 加油站数量与单站年均加油量



资料来源: 公司公告、联讯证券

图表55: 单站收益

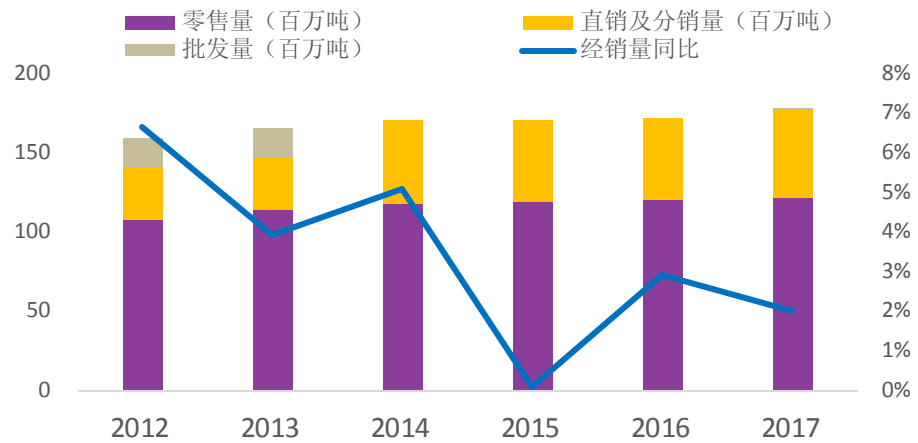


资料来源: 公司公告、联讯证券

公司成品油销售主要包括零售、直销两种方式。零售规模约占 68%, 直销约占 32%。2017 年, 面对成品油市场竞争加剧的形势, 公司充分发挥营销网络优势, 保持成品油经销总量和零售规模的连续六年增长, 成品油经营总量达到 1.77 亿吨, 同比增长 2.93%, 其中零售量 1.22 亿吨, 同比增长 1.18%。



图表56: 经销量构成与同比



资料来源: 公司公告、联讯证券

### (二) 拓宽发展视野，非油版图不断扩大

近年来，公司积极构建加油站实体服务、线上营销和金融服务“三大平台”，引入“互联网+”、跨界经营、平台战略等新理念，进一步拓宽非油新业务的发展视野和思路。

1、中国石化陆续与京东、阿里巴巴、顺丰等公司开展战略合作，合资西藏天然水公司，推出自主品牌“易捷卓玛泉”天然冰川饮用水；合资成立汽服合资公司，构建“易捷澳托猫”汽服平台；自主研发生产“悦泰海龙”尾气处理液等环保产品，丰富非油商品，打造非油品牌，拓宽非油版图。

2、适应互联网发展，积极探索推进“互联网+销售+服务”新商业模式。打造集采购、销售功能于一体的电商平台易派客，上架单品累计 4246 万个，启动“互联网+”的运营模式；结合微信、APP 等信息化渠道，拓宽销售渠道。

图表57: 非油业务重点合作内容

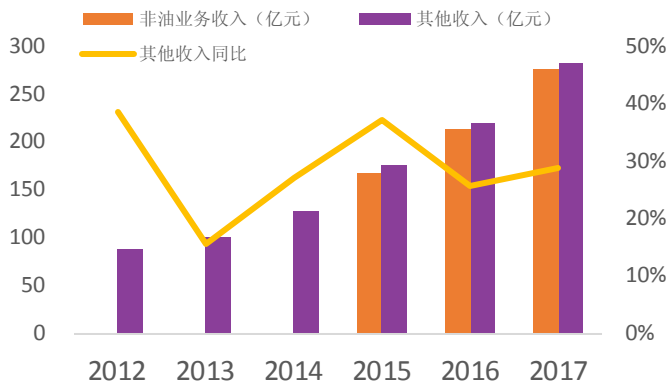
时间	合作企业	合作内容	推出非油产品(服务)
2012年10月	中国太平保险集团	加油站开始卖保险，二者共享车主数据信	
2014年8月	西藏高原天然水	双方将共同打造“易捷卓玛泉”天然冰川饮用水，利用易捷便利店向消费者提供高品质、放心安全的天然水	“易捷卓玛泉”天然冰川饮用水
2014年8月	腾讯	业务开发与推广、移动支付、媒介宣传、O2O业务、地图导航、用户忠诚度管理、大数据应用与交叉营销等领域探索开展合作	
2014年8月	顺丰	在O2O业务、油品销售、物流配送、交叉营销等领域开展多方面业务合作	
2014年10月	茅台	中石化易捷销售有限公司参股贵州赖茅酒业	茅台神州中石化纪念版等
2016年4月	阿里巴巴	实体+线上服务深度合作，创新营销模式	电子商务平台“易派客”
2016年6月	京东	商品联采、物流配送、金融、油品供应等方面的合作	
2017年6月	宝利德控股集团	成立汽服合资公司，建立长期战略合作伙伴关系，共同推进汽车后市场业务开发	汽服合资公司

资料来源: 公开信息整理、联讯证券



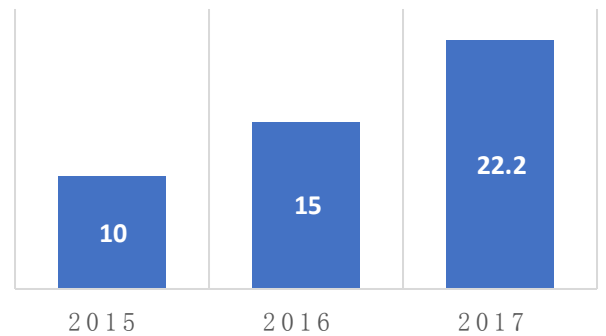
公司不断拓展非油业务、探索新业态，非油品业务经营规模和效益年均增幅保持在30%以上，2017年收入达到276亿元，利润达到22.2亿元。中国石化营销业务其他收入连续六年增长，2017年实现其他收入283亿元，同比增长28%，其中非油业务收入占其他收入90%以上。

图表58: 非油业务收入(亿元)



资料来源: 公司公告、联讯证券

图表59: 非油业务利润(亿元)



资料来源: 公司资料、联讯证券

## 六、盈利预测及估值

### 关键假设:

(1) 2018-2020年，布伦特原油期货均价分别为65美元/桶、70美元/桶、75美元/桶，公司各产品实现价格以此为基础测算；美元兑人民币汇率年均值分别为6.35、6.30、6.30。

(2) 公司原油产量、原油加工量、成品油经销量、乙烯产量等均保持稳定；受益于国内天然气快速发展，2018-2020年，公司天然气产量分别为974/1071/1179十亿立方英尺，进口LNG（气化+液态）销售量为774/874/974万吨。

(3) 2018-2020年，公司分别实现投资收益230亿元、250亿元、260亿元，资产减值均为100亿元。

图表60: 公司部分产品实现价格预测

产品名称	单位	2017A	2018E	2019E	2020E
布伦特原油	美元/桶	54.74	65	70	75
部分产品实现价格					
原油	元/吨	2341	2632	2831	3055
天然气	元/千立方米	1296	1300	1325	1350
气化 LNG	元/千立方米	1742	1740	1750	1760
液态 LNG	元/吨	3056	3300	3400	3500
基础有机化工品	元/吨	4684	5621	6183	6801
汽油营销及分销	元/吨	6941	7367	7610	7888
柴油营销及分销	元/吨	5039	5442	5670	5927
煤油营销及分销	元/吨	3531	3887	4127	4397

资料来源: 公司公告、联讯证券

基于以上假设，我们预计2018-2020年，公司营业收入分别为26253亿元、28200



亿元、30349 亿元；归母净利润 739 亿元、873 亿元、928 亿元；EPS 分别为 0.61 元、0.72 元、0.77 元，最新收盘价对应 PE 分别为 11.20 倍、9.48 倍、8.91 倍；BPS 分别为 6.62 元、7.34 元、8.10 元，最新收盘价对应 PB 分别为 1.03 倍、0.93 倍、0.84 倍。

图表61： 中国石化分项毛利预测（亿元）

项目	2017A	2018E	2019E	2020E
勘探及开发事业部				
营业收入	1575	1812	1995	2177
外部销售	797	924	1028	1132
事业部间销售	778	888	968	1045
营业成本	1542	1631	1696	1742
毛利	33	181	299	435
炼油事业部				
营业收入	10119	11581	12799	13988
外部销售	1376	1621	1792	1958
事业部间销售	8743	9959	11007	12030
营业成本	7037	8338	9471	10771
毛利	3081	3243	3328	3217
化工事业部				
营业收入	4377	5253	5778	6356
外部销售	3881	4675	5143	5657
事业部间销售	496	578	636	699
营业成本	3861	4675	5200	5784
毛利	516	578	578	572
营销及分销事业部				
营业收入	12242	13177	13794	14512
外部销售	12202	13135	13750	14465
事业部间销售	40	42	44	46
营业成本	11274	12104	12618	13197
毛利	968	1072	1177	1314
本部及其他				
营业收入	9749	10723	11796	12975
外部销售	5345	5898	6488	7136
事业部间销售	4403	4826	5308	5839
营业成本	9632	10595	11654	12820
毛利	116	129	142	156
合计（抵销事业部间销售）				
营业收入	23602	26253	28200	30349
营业成本	18887	21050	22677	24654
毛利	4715	5203	5523	5695

资料来源：公司公告、联讯证券

我们选取了国内外八家一体化油公司作为估值参考，剔除负值与最高值，得到 PE (TTM) 平均值为 24 倍，PB 为 1.43 倍。给予公司 2018 年 15 倍 PE，1.38 倍 PB，目



标价 9.15 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表62: 可比公司估值

股票代码	股票名称	总市值 (亿人民币)	PE(TTM)	PB	2017EPS (人民币元)	2017BPS (人民币元)
XOM.N	埃克森美孚(EXXON MOBIL)	20,747	17	1.76	30.25	289.31
RDSA.AS	壳牌 (ROYAL DUTCH SHELLA)	18,095	21	1.42	10.32	152.23
BP.N	英国石油(US)	9,587	45	1.55	1.12	30.23
CVX.N	雪佛龙(CHEVRON)	14,409	25	1.55	31.89	508.15
COP.N	康菲石油(CONOCOPHILLIPS)	4,795	-89	2.49	-4.57	169.90
TOT.N	道达尔	9,514	18	1.36	21.95	289.19
601857.SH	中国石油	13,302	61	1.17	0.12	6.52
0883.HK	中国海洋石油	4,400	19	1.21	0.55	8.51
平均值 (剔除负值与最高值)			23.99	1.43		

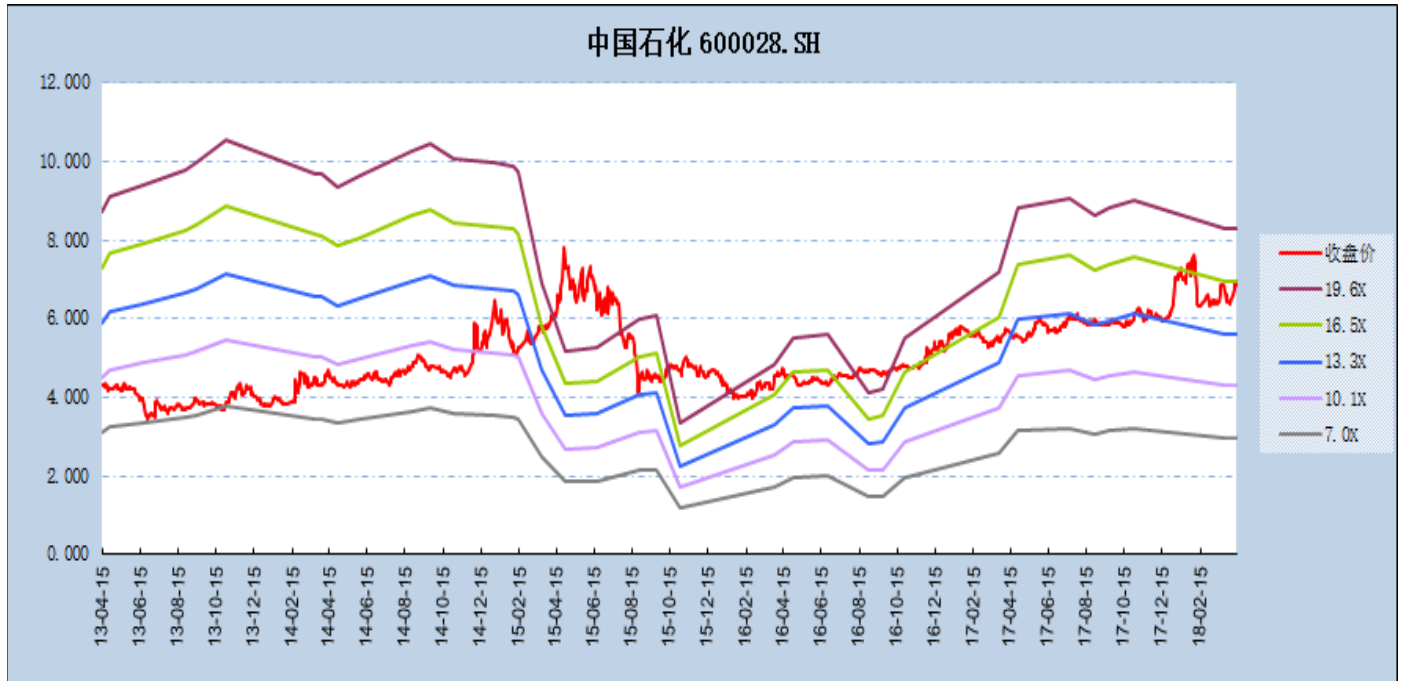
资料来源: wind、联讯证券

## 七、风险提示

国际油价大幅下降、原油产能大幅下降、天然气需求不及预期、炼油行业竞争恶化。

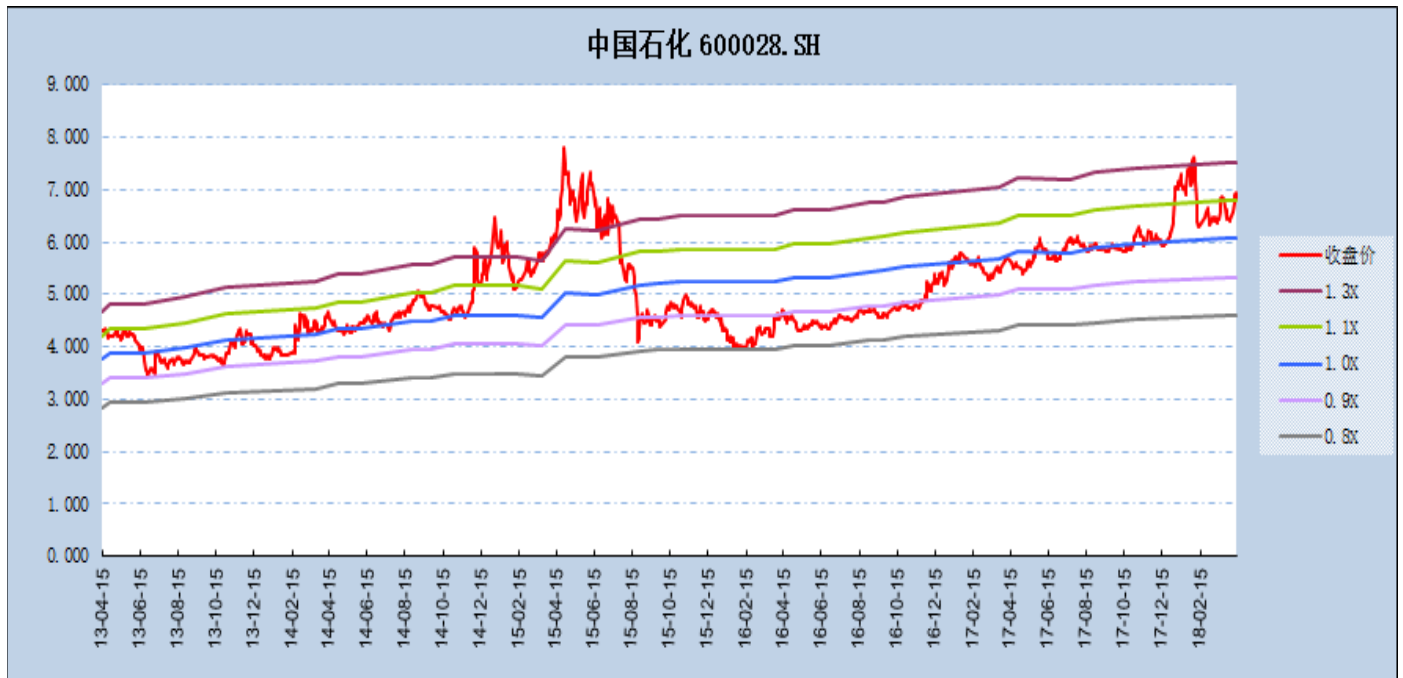


图表63: PE-Band (TTM)



资料来源: Wind、联讯证券

图表64: PB-Band (TTM)



资料来源: Wind、联讯证券



## 附录：公司财务预测表（亿元）

利润表	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	23602	26253	28200	30349	净利润	703	1026	1212	1289
营业成本	18904	21050	22677	24654	折旧摊销	1153	1135	1195	1186
营业税金及附加	2353	2494	2538	2580	财务费用	16	60	45	41
销售费用	561	583	620	662	经营性应收项目变动净额	326	259	225	306
管理费用	789	814	846	850	经营活动净现金流	1909	1917	2604	2160
财务费用	16	60	45	41	投资活动净现金流	-1453	-1087	-1137	-1187
资产减值损失	218	100	100	100	筹资活动净现金流	-565	-603	-41	-37
投资收益	191	230	250	260	现金净增加额	-113	228	1426	937
其他经营损益	-111	-109	-109	-109	<b>主要财务比率</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
营业利润	870	1273	1515	1614	成长能力				
利润总额	866	1288	1530	1629	营业收入增长率	22%	11%	7%	8%
所得税	152	263	318	340	营业利润增长率	10%	46%	19%	7%
净利润	703	1026	1212	1289	归属母公司净利润增长率	10%	44%	18%	6%
少数股东损益	192	287	339	361	获利能力				
归属母公司净利润	511	739	873	928	毛利率	19.90%	19.82%	19.59%	18.76%
EPS（元）	0.42	0.61	0.72	0.77	净利率	2.98%	3.91%	4.30%	4.25%
<b>资产负债表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	总资产净利率	4.41%	8.50%	9.11%	8.80%
货币资金	1650	1878	3304	4241	ROE	6.79%	9.22%	9.82%	9.46%
应收账款	1061	1099	1097	1181	偿债能力				
存货	1867	2282	2188	2671	资产负债率	43%	39%	37%	36%
流动资产合计	4518	5198	6529	8033	流动比率	92%	111%	133%	152%
固定资产	7694	7671	7598	7474	营运能力				
无形资产	1058	1020	1022	1059	总资产周转率	1.57	1.66	1.64	1.60
资产总计	15955	15807	17242	18920	应收账款周转率	27.86	29.07	30.78	30.95
应付账款	4121	4418	4642	5031	每股指标(元)				
短期借款	547	0	0	0	每股收益	0.41	0.61	0.72	0.77
流动负债合计	4668	4418	4642	5031	每股经营现金	1.58	1.58	2.15	1.78
长期借款	991	991	991	991	每股净资产	6.01	6.62	7.34	8.10
负债合计	7414	6240	6464	6853	估值比率				
所有者权益	8541	9566	10778	12066	P/E	16.18	11.20	9.48	8.91
负债和所有者权益合计	15955	15807	17242	18920	P/B	1.14	1.03	0.93	0.84

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。





## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)