

油价上涨逻辑正在兑现

核心观点

我们在前期报告《看好中石化的两点逻辑》中曾指出，由于当时 45 美元/桶属于中期偏低水平，未来上涨的概率很大，相应中石化作为业绩与油价高度正相关的企业，未来存在着很大的周期反弹的逻辑，而近期随着油价及烯烃价格的持续反弹，该逻辑正在兑现。

- **原油价格反弹：**今年 6 月以来，Brent 油价已从不足 45 美元/桶涨至逼近 60 美元/桶附近。展望未来，由于美元的趋势性走弱和 4 季度需求好转带来的北美库存持续下降，油价有望持续强势。随着人民币升值，中石化进口原油的成本还有望下降，整个上游勘探和中游炼油板块的盈利都在改善，以中石化 16 年 4.3 亿桶的年产量计算，10 美金对应年化业绩为 185 亿元。
- **化工品价格上涨：**7 月至今，中石化主要化工业务的产品价格都在大幅上涨，中石化年产量超过 200 万吨的化工产品包括乙烯、丙烯、苯、苯乙烯、PX、聚乙烯、聚丙烯、PTA、乙二醇和 PET。各产品价格较 7 月初均取得同步上涨，然而价差变化却是有涨有跌，对应其产量，我们计算了其年化的业绩弹性总计为 80 亿元，这部分盈利也较为可观。

财务预测与投资建议

- 考虑到中石化在本轮油价和烯烃价格反弹前的市场一致预期业绩为 570 亿元，对应 PE 为 12.5 倍，PB 为 1 倍，处于历史较低水平。如果下半年油价持续强势，其业绩大概率能够在我们此前预测的 630 亿的基础上进一步上涨，股价有望追随业绩的上涨而同步上涨，继续维持看好。同时如果中石化销售公司启动海外 IPO，将成为估值重估逻辑的直接催化事件。我们预计 2017-2019 年公司每股盈利 EPS 为 0.53/0.59/0.59 元，维持目标价 7.3 元和买入评级。

风险提示

- 1) 原油价格快速下跌；
- 2) 石化产品景气度下行；
- 3) 销售公司海外 IPO 进度低于预期，海外 IPO 低估值发行。

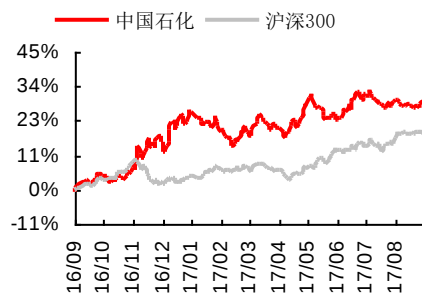


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2017 年 09 月 26 日)	5.96 元
目标价格	7.30 元
52 周最高价/最低价	6.33/4.77 元
总股本/流通 A 股 (万股)	12,107,121/9,555,777
A 股市值 (百万元)	721,584
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2017 年 09 月 27 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	0.2	-1.2	-0.7	24.2
相对表现 (%)	0.5	-1.8	-4.8	5.5
沪深 300 (%)	-0.3	0.7	4.2	18.7



资料来源：WIND、东方证券研究所

公司主要财务信息

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,018,883	1,930,911	2,219,475	2,257,401	2,302,046
同比增长	-28.6%	-4.4%	14.9%	1.7%	2.0%
营业利润 (百万元)	52,081	78,876	105,905	117,934	111,179
同比增长	-20.5%	51.4%	34.3%	11.4%	-5.7%
归属母公司净利润 (百万元)	32,207	46,416	63,639	71,659	71,277
同比增长	-32.1%	44.1%	37.1%	12.6%	-0.5%
每股收益 (元)	0.27	0.38	0.53	0.59	0.59
毛利率	21.1%	22.7%	22.8%	22.2%	21.8%
净利率	1.6%	2.4%	2.9%	3.2%	3.1%
净资产收益率	5.1%	6.7%	8.6%	9.1%	8.5%
市盈率 (倍)	23.0	16.0	11.6	10.3	10.4
市净率 (倍)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

证券分析师

赵辰

021-63325888*5101

zhaochen1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511120005

联系人

贾广博

021-63325888-7540

jiaguangbo@orientsec.com.cn

相关报告

中报符合预期，17 年业绩有望超 600 亿	2017-08-28
看好中石化的两点逻辑	2017-07-12
拟收购赛科，加速打造炼化基地	2017-06-06

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

1. 油价+烯烃价格上涨

我们在前期报告《看好中石化的两点逻辑》中曾指出，由于当时 45 美元/桶属于中期偏低水平，未来上涨的概率很大，相应中石化作为业绩与油价高度正相关的企业，未来存在着很大的周期反弹的逻辑，而近期随着油价及烯烃价格的持续反弹，该逻辑正在兑现：

- 1) **原油价格反弹**：今年 6 月以来，Brent 油价已从不足 45 美元/桶涨至逼近 60 美元/桶附近，展望未来，由于美元的趋势性走弱和 4 季度需求好转带来的北美库存持续下降，油价有望继续维持在当前水平。而随着人民币升值，中石化进口原油的成本还有望下降，因此整个上游勘探和中游炼油板块的盈利都在改善。人民币升值对进口原油成本的影响难以量化，仅考虑上游勘探板块业绩增厚，以中石化 16 年 4.3 亿桶的年产量计算，10 美金对应年化业绩为 185 亿元。

表 1 中石化上游勘探板块业绩弹性（亿元）

油价变化	5 美元/桶	10 美元/桶	15 美元/桶
上游板块利润弹性	92	185	277

资料来源:东方证券研究所，计算利润时所得税按 25%计算

- 2) **化工品价格上涨**：7 月至今，中石化主要化工业务的产品价格都在大幅上涨，中石化年产量超过 200 万吨的化工产品包括乙烯、丙烯、苯、苯乙烯、PX、聚乙烯、聚丙烯、PTA、乙二醇和 PET（其产能列示于表 2）。各产品价格较 7 月初均取得同步上涨，然而价差变化却是涨有跌，对应其产量，我们计算了其年化的业绩弹性总计为 80 亿元，这部分盈利也较为可观。

表 2 中石化主要化工产品 7 月初至 9 月末价格、价差变化情况（元/吨）

产品	产量(万吨)	7 月初价格	9 月底价格	7 月初价差	9 月底价差	7 月 vs 9 月价差变化	利润变化
乙烯	1106	7491	10183	4176	6258	2082	148
丙烯	899	6923	7920	3609	3995	387	22
苯	400	6067	6183	2803	2258	-544	-14
苯乙烯	212	9570	11750	1741	2792	1051	14
PX	433	6450	6580	3136	2655	-480	-13
聚乙烯	727	11234	11833	3744	1651	-2093	-98
聚丙烯	649	8359	9191	1436	1271	-165	-7
PTA	249	4925	5270	261	927	667	11
乙二醇	243	6842	7684	813	1574	761	12
PET	280	6950	7825	525	834	309	6
合计							80

资料来源:百川资讯，东方证券研究所，计算利润时所得税按 25%计算

2. 投资建议

考虑到中石化在本轮油价和烯烃价格反弹前的市场一致预期业绩为 570 亿元, 对应 PE 为 12.5 倍, PB 为 1 倍, 处于历史较低水平。如果下半年油价持续强势, 其业绩大概率能够在我们此前预测的 630 亿的基础上进一步上涨, 股价有望追随业绩的上涨而同步上涨, 继续维持看好。同时如果中石化销售公司启动海外 IPO, 将成为估值重估逻辑的直接催化事件。我们预计 2017-2019 年公司每股盈利 EPS 为 0.53/0.59/0.59 元, 维持目标价 7.3 元和买入评级。

3. 风险提示

- 1) 原油价格快速下跌;
- 2) 石化产品景气度下行;
- 3) 销售公司海外 IPO 进度低于预期, 海外 IPO 低估值发行。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	68,557	142,497	287,859	371,041	458,446	营业收入	2,018,883	1,930,911	2,219,475	2,257,401	2,302,046
应收账款	56,126	50,289	63,615	64,702	65,982	营业成本	1,592,771	1,492,165	1,714,476	1,755,793	1,800,509
预付账款	2,919	3,749	3,496	3,555	3,626	营业税金及附加	236,343	232,006	266,678	250,168	255,287
存货	145,498	156,511	156,433	160,203	164,283	营业费用	46,872	49,550	49,417	49,911	50,803
其他	59,305	59,215	61,158	61,809	62,574	管理费用	71,881	74,155	80,033	80,834	82,278
流动资产合计	332,405	412,261	572,561	661,310	754,910	财务费用	9,017	6,611	4,925	4,221	3,450
长期股权投资	82,970	116,812	58,560	58,560	58,560	资产减值损失	8,767	17,076	8,000	8,000	8,000
固定资产	732,577	690,594	698,284	702,629	703,254	公允价值变动收益	735	(216)	(216)	(216)	(216)
在建工程	152,276	129,581	131,381	133,384	135,010	投资净收益	8,573	30,779	19,676	19,676	19,676
无形资产	81,081	85,023	76,521	68,018	59,516	其他	(10,459)	(11,035)	(9,500)	(10,000)	(10,000)
其他	61,820	64,338	27,095	27,095	27,095	营业利润	52,081	78,876	105,905	117,934	111,179
非流动资产合计	1,110,724	1,086,348	991,841	989,686	983,435	营业外收入	6,945	4,964	4,964	4,964	4,964
资产总计	1,443,129	1,498,609	1,564,401	1,650,995	1,738,345	营业外支出	3,067	3,963	3,963	3,963	3,963
短期借款	74,729	30,374	30,000	30,000	30,000	利润总额	55,959	79,877	106,906	118,935	112,180
应付账款	130,446	174,301	160,232	164,093	168,272	所得税	12,613	20,707	26,726	29,734	28,045
其他	257,467	280,868	222,300	224,021	226,037	净利润	43,346	59,170	80,179	89,201	84,135
流动负债合计	462,642	485,543	412,532	418,114	424,309	少数股东损益	11,139	12,754	16,541	17,542	12,857
长期借款	56,493	62,461	121,464	173,453	214,956	归属于母公司净利润	32,207	46,416	63,639	71,659	71,277
应付债券	83,253	54,985	71,500	36,000	20,000	每股收益 (元)	0.27	0.38	0.53	0.59	0.59
其他	55,118	63,095	55,766	56,542	56,724						
非流动负债合计	194,864	180,541	248,730	265,995	291,680						
负债合计	657,506	666,084	661,262	684,110	715,989						
少数股东权益	110,253	120,293	136,834	154,376	167,233						
股本	121,071	121,071	121,071	121,071	121,071						
资本公积	119,408	119,525	119,525	119,525	119,525						
留存收益	442,263	471,803	525,877	572,081	614,694						
其他	(7,372)	(167)	(167)	(167)	(167)						
股东权益合计	785,623	832,525	903,140	966,886	1,022,357						
负债和股东权益	1,443,129	1,498,609	1,564,401	1,650,995	1,738,345						
现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	43,346	59,170	80,179	89,201	84,135	成长能力					
折旧摊销	91,851	95,821	60,278	64,290	68,317	营业收入	-28.6%	-4.4%	14.9%	1.7%	2.0%
财务费用	9,017	6,611	4,925	4,221	3,450	营业利润	-20.5%	51.4%	34.3%	11.4%	-5.7%
投资损失	(8,573)	(30,779)	(19,676)	(19,676)	(19,676)	归属于母公司净利润	-32.1%	44.1%	37.1%	12.6%	-0.5%
营运资金变动	6,440	61,012	(68,120)	(44)	(69)	获利能力					
其它	23,737	22,708	26,281	1,338	451	毛利率	21.1%	22.7%	22.8%	22.2%	21.8%
经营活动现金流	165,818	214,543	83,867	139,331	136,608	净利率	1.6%	2.4%	2.9%	3.2%	3.1%
资本支出	(92,470)	(41,760)	(61,813)	(62,421)	(62,052)	ROE	5.1%	6.7%	8.6%	9.1%	8.5%
长期投资	(12,491)	(34,969)	62,815	0	0	ROIC	4.7%	6.1%	7.6%	7.7%	6.8%
其他	(11,991)	10,512	19,460	19,460	19,460	偿债能力					
投资活动现金流	(116,952)	(66,217)	20,462	(42,961)	(42,592)	资产负债率	45.6%	44.4%	42.3%	41.4%	41.2%
债权融资	18,201	(18,605)	55,897	16,489	25,503	净负债率	23.8%	6.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股权融资	73,496	117	0	0	0	流动比率	0.72	0.85	1.39	1.58	1.78
其他	(82,387)	(74,559)	(14,864)	(29,677)	(32,113)	速动比率	0.39	0.52	1.01	1.20	1.39
筹资活动现金流	9,310	(93,047)	41,033	(13,188)	(6,611)	营运能力					
汇率变动影响	293	256	0	0	0	应收账款周转率	27.3	35.9	38.4	34.7	34.8
现金净增加额	58,469	55,535	145,362	83,182	87,405	存货周转率	9.3	9.7	10.9	11.0	11.0
						总资产周转率	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4
						每股指标 (元)					
						每股收益	0.27	0.38	0.53	0.59	0.59
						每股经营现金流	1.37	1.77	0.69	1.15	1.13
						每股净资产	5.58	5.88	6.33	6.71	7.06
						估值比率					
						市盈率	23.0	16.0	11.6	10.3	10.4
						市净率	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
						EV/EBITDA	5.1	4.3	4.6	4.2	4.3
						EV/EBIT	12.8	9.2	7.1	6.4	6.8

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

