

## 上游改善不明显，炼油板块不及预期

### ——中国石化(600028.SH) 2018年三季度报点评

公司简报

#### 买入(维持)

当前价/目标价: 6.31/7.4元

目标期限: 12个月

#### 分析师

裴孝锋 (执业证书编号: S0930517050001)

021-52523174

[qiuxf@ebsec.com](mailto:qiuxf@ebsec.com)

#### 联系人

吴裕

010-58452014

[wuyu1@ebsec.com](mailto:wuyu1@ebsec.com)

#### 市场数据

总股本(亿股): 1210.71

总市值(亿元): 7639.59

一年最低/最高(元): 5.89/7.72

近3月换手率: 5.73%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.08	5.94	36.08
绝对	-11.37	-4.40	14.79

资料来源: Wind

#### 相关研报

油价上涨提振二季度业绩，未来收益可期——中国石化(600028.SH) 2018年半年度报告点评

..... 2018-08-27

#### 事件:

公司发布 2018 年三季度公告，报告期内实现营业收入 2.07 万亿元，同比增长 18.8%，实现归母公司净利润 599.8 亿元，折 EPS0.495 元/股，同比增长 56.3%。其中 Q3 单季实现营收 7727 亿元，同比增长 33.43%，环比增长 13.8%；归母净利润 183.8 亿元，折 EPS0.15 元/股，同比增长 66.67%，环比下降 21.05%，略低于预期。

#### 点评:

##### ◆上游亏损改善不明显

公司 2018Q3 上游板块经营亏损 6.69 亿元，较去年同期大幅减亏 75.2 亿元，但环比增亏 5.75 亿元，上游亏损改善不明显。我们认为公司 Q3 上游经营亏损环比增大主要是由于业绩受国际油价上涨推动较少，且天然气亏损增大导致。公司 Q3 原油产量 7286 万桶，环比增加 0.80%，其中境内产量增加 0.92%至 6282 万桶，境外减少 1.60%至 987 万桶；天然气产量 2376 亿立方英尺，环比增加 0.51%；Q3 原油平均实现价格 67.98 美元/桶，环比提升 0.73%，天然气实现价格 5.62 美元/千立方英尺，环比下降 3.51%。此外，公司加大国内油气田勘探开发力度，在四川盆地、塔里木盆地等地区取得油气勘探新发现，并加快推进新区产能建设，未来仍有盈利空间。

##### ◆炼油业绩不及预期

公司炼油板块 2018 前三季度营业利润 547 亿元，同比提升 24.69%，其中 Q1, Q2 单季经营收益分别为 190 和 199 亿元，但 Q3 经营收益较前两季有所下降，仅 157 亿元，环比减少 20.96%。公司 2018Q3 单季原油加工量 6202 万吨，环比增长 2.41%；成品油产量 3976 万吨，环比增长 3.57%，其中汽、柴、煤油分别生产 1570、1653 和 752 万吨，环比分别增加 4.25%、2.29%和 4.74%。公司持续优化产品结构，统筹优化资源配置，Q3 生产柴汽比环比进一步下降 1.88%至 1.05。另外，公司库存收益大幅减少也制约了板块的盈利能力。

##### ◆化工板块量价齐升

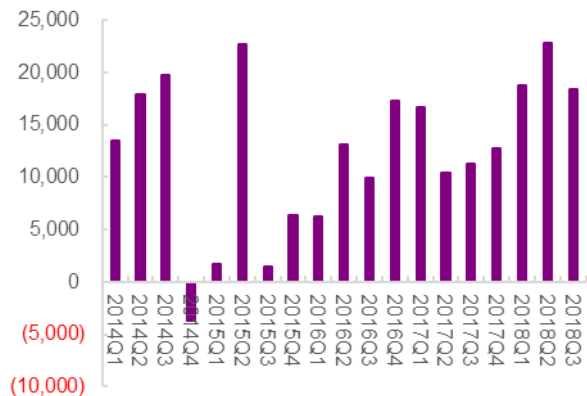
公司化工板块 2018 前三季度营业利润 239 亿元，同比上升 43.15%，Q3 单季 82 亿元，环比增加 11.87%，主要得益于公司持续优化原料结构，降低原料成本，在油价上涨的环境下实现化工品量价齐升。公司 Q3 乙烯和合成树脂产量分别 299.8 和 410.3 万吨，环比增加 7.42%和 3.85%，合成单体和聚合物产量 249.9 万吨，环比增加 6.11%；生产合成橡胶 24.1 万吨，环比大幅提升 16.99%。

##### ◆成品油销量下滑影响销售板块业绩

公司 2018 前三季度销售板块经营利润 234 亿元，同比降低 0.4%；Q3 单季经营利润 62.03 亿元，同比降低 10.31%。我们认为国内成品油市场竞争日

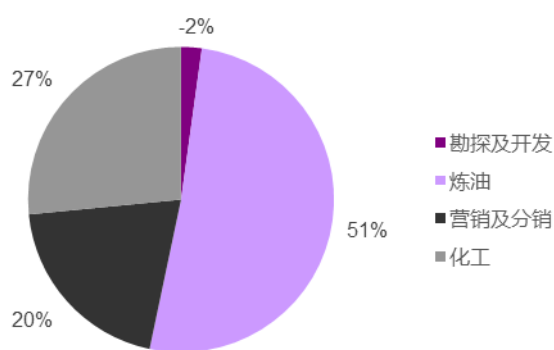
愈激烈降低公司成品油零售量是影响公司销售板块业绩的主要原因。公司 Q3 单季境内成品油总经销量同比上升 1.15% 至 4657 万吨，但作为主要盈利来源的零售量同比减少 1.41% 至 3154 万吨，直销分销量同比增加 6.97% 至 1504 万吨。此外，公司加大重点商品销售力度和自主品牌培育力度，推动非油业务持续快速发展，便利店同比提升 4.68% 至 26981 家。

图 1：中国石化单季净利润（百万元）



资料来源：中国石化公司公告，光大证券研究所整理

图 2：中国石化 2018Q3 板块经营利润占比



资料来源：中国石化公司公告，光大证券研究所整理

#### ◆ 盈利预测、估值与评级

由于美国退出伊核协议以及委内瑞拉局势紧张可能加剧全球原油供应紧张，原油价格有望迈向高油价时代，油价上涨带来的成本提升一定程度上会影响公司炼油、化工板块的盈利能力。而且国内成品油市场竞争日愈激烈，公司成品油销量将面临一定的压力。基于以上原因，我们略微下调公司 2018-2020 年的盈利预测，预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 788、854、918 亿元，对应 EPS 分别为 0.65、0.71、0.76 元。但由于公司乃国内炼化及成品油市场巨头，市场竞争力显著，长期依然向好，故维持 1.3 倍行业平均 PB，目标价 7.4 元，维持“买入”评级。

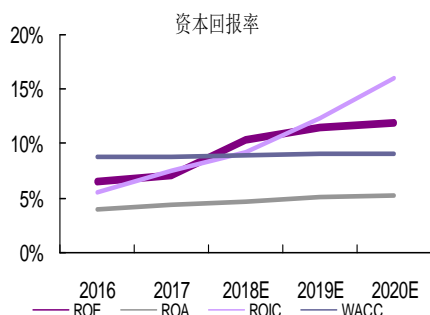
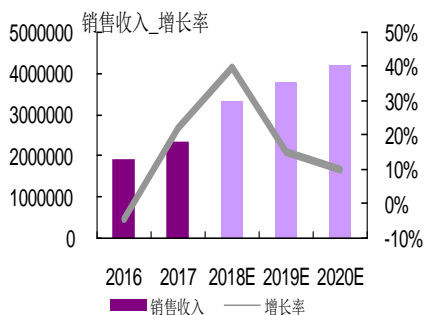
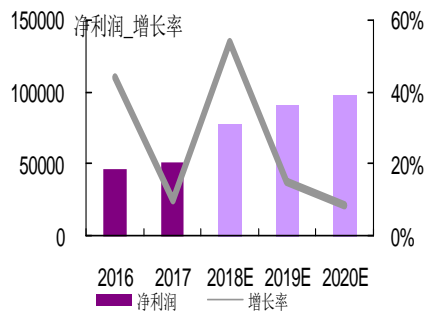
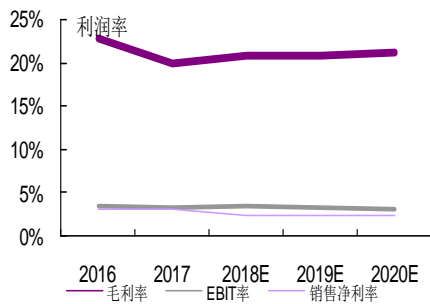
#### ◆ 风险提示：

油价上涨不及预期；炼油和化工景气度下行。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,930,911	2,360,193	3,304,279	3,800,996	4,191,861
营业收入增长率	-4.36%	22.23%	40.00%	15.03%	10.28%
净利润（百万元）	46,416	51,119	78,802	85,430	91,793
净利润增长率	44.12%	10.13%	54.15%	15.34%	8.70%
EPS（元）	0.38	0.42	0.65	0.71	0.76
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.52%	7.03%	10.40%	10.84%	11.18%
P/E	16	15	10	9	8
P/B	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 11 月 3 日



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1,930,911</b>	<b>2,360,193</b>	<b>3,304,279</b>	<b>3,800,996</b>	<b>4,191,861</b>
营业成本	1,492,165	1,890,398	2,615,110	3,009,007	3,306,291
折旧和摊销	108,425	115,310	142,593	144,063	145,124
营业税费	232,006	235,292	396,183	382,000	444,337
销售费用	49,550	56,055	129,032	138,356	149,649
管理费用	74,155	78,928	129,528	145,198	158,872
财务费用	6,611	1,560	90	-2,229	-7,050
公允价值变动损益	-216	-13	0	0	0
投资收益	30,779	19,060	400	300	300
<b>营业利润</b>	<b>78,876</b>	<b>86,965</b>	<b>111,653</b>	<b>120,830</b>	<b>129,839</b>
<b>利润总额</b>	<b>79,877</b>	<b>86,573</b>	<b>111,803</b>	<b>120,980</b>	<b>129,989</b>
少数股东损益	12,754	19,175	500	500	500
<b>归属母公司净利润</b>	<b>46,416</b>	<b>51,119</b>	<b>78,802</b>	<b>85,430</b>	<b>91,793</b>

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>总资产</b>	<b>1,498,609</b>	<b>1,595,504</b>	<b>1,718,531</b>	<b>1,806,667</b>	<b>1,906,879</b>
流动资产	412,261	529,049	709,630	939,830	1,183,165
货币资金	142,497	165,004	231,006	400,139	596,714
交易型金融资产	0	51,196	51,196	51,196	51,196
应收帐款	50,289	68,494	95,892	110,307	121,650
应收票据	13,197	16,207	22,690	26,101	28,785
其他应收款	25,596	16,467	23,054	26,519	29,246
存货	156,511	186,693	259,662	298,804	328,345
可供出售投资	11,408	1,676	1,676	1,676	1,676
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	116,812	131,087	131,087	131,087	131,087
固定资产	690,594	650,774	618,434	503,395	381,445
无形资产	85,023	97,126	93,156	88,498	84,073
<b>总负债</b>	<b>666,084</b>	<b>741,434</b>	<b>833,587</b>	<b>890,512</b>	<b>957,723</b>
无息负债	473,292	560,928	679,384	763,907	830,718
有息负债	192,792	180,506	154,203	126,605	127,005
<b>股东权益</b>	<b>832,525</b>	<b>854,070</b>	<b>884,944</b>	<b>916,155</b>	<b>949,156</b>
股本	121,071	121,071	121,071	121,071	121,071
公积金	316,165	319,239	319,239	319,239	319,239
未分配利润	275,163	290,459	320,833	351,544	384,045
少数股东权益	120,293	126,826	127,326	127,826	128,326

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>214,543</b>	<b>190,935</b>	<b>146,540</b>	<b>249,895</b>	<b>249,472</b>
净利润	46,416	51,119	78,802	85,430	91,793
折旧摊销	108,425	115,310	142,593	144,063	145,124
净营运资金增加	-63,795	-14,770	64,245	12,385	8,154
其他	123,497	39,276	-139,100	8,018	4,403
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-66,217</b>	<b>-145,323</b>	<b>-7,837</b>	<b>-1,700</b>	<b>-1,700</b>
净资本支出	-72,407	-69,635	-2,000	-2,000	-2,000
长期投资变化	116,812	131,087	0	0	0
其他资产变化	-110,622	-206,775	-5,837	300	300
<b>融资活动现金流</b>	<b>-93,047</b>	<b>-56,509</b>	<b>-72,701</b>	<b>-79,062</b>	<b>-51,197</b>
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-62,960	-12,286	-26,303	-27,598	400
无息负债变化	71,538	87,636	118,456	84,523	66,811
<b>净现金流</b>	<b>55,535</b>	<b>-11,250</b>	<b>66,002</b>	<b>169,133</b>	<b>196,575</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-4.36%	22.23%	40.00%	15.03%	10.28%
净利润增长率	44.12%	10.13%	54.15%	8.41%	7.45%
EBITDA 增长率	9.94%	10.70%	31.55%	3.35%	2.05%
EBIT 增长率	5.96%	17.84%	43.24%	6.33%	3.66%
<b>估值指标</b>					
PE	16	15	10	9	8
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	6	5	4	3	2
EV/EBIT	16	13	9	7	5
EV/NOPLAT	22	16	13	10	8
EV/Sales	1	0	0	0	0
EV/IC	1	1	1	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	22.72%	19.90%	20.86%	20.84%	21.13%
EBITDA 率	9.03%	8.18%	7.69%	6.90%	6.39%
EBIT 率	3.42%	3.29%	3.37%	3.11%	2.93%
税前净利润率	4.14%	3.67%	3.38%	3.18%	3.10%
税后净利润率 (归属母公司)	2.40%	2.17%	2.38%	2.25%	2.19%
ROA	3.95%	4.41%	4.61%	4.76%	4.84%
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.52%	7.03%	10.40%	10.84%	11.18%
经营性 ROIC	5.49%	7.42%	9.23%	11.61%	14.80%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.85	0.91	1.06	1.30	1.50
速动比率	0.53	0.59	0.67	0.88	1.08
归属母公司权益/有息债务	3.69	4.03	4.91	6.23	6.46
有形资产/有息债务	7.19	8.09	10.29	13.27	14.05
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.38	0.42	0.65	0.71	0.76
每股红利	0.17	0.40	0.45	0.49	0.53
每股经营现金流	1.77	1.58	1.21	2.06	2.06
每股自由现金流(FCFF)	1.37	1.20	0.65	1.77	1.84
每股净资产	5.88	6.01	6.26	6.51	6.78
每股销售收入	15.95	19.49	27.29	31.39	34.62

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、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, 并对本报告的内容和观点负责。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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 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客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
私募业务部	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
		王涵洲		18601076781