

中国石化(600028)

营销事业部是中流砥柱，炼油事业部效益低于预期 ——三季度报点评

✍️ : 范飞 执业证书编号: S1230512030001
☎️ : 021-80106029
✉️ : fanfei@stocke.com.cn

投资要点

□ 三季度业绩：符合预期

中国石化前三季度扣非净利润 415 亿元，同比下滑 27.3%；营业收入同比增长 7.73%；单季度看，三季度扣非净利润 110.9 亿元，同比下滑 36%；环比下滑 31%；总体业绩符合预期。

□ 分部门拆分：营销事业部是中流砥柱

勘探及开发事业部：油气当量产量变动不大，主要是原油和天然气价格波动引起；勘探事业部同比扭亏主要是天然气价格同比上涨 4.7%所致，原油实现价格比去年同期降低 9.7%；

炼油事业部：低于预期，且下行风险尚未完全结束

炼油事业部经营效益三季度单季度仅 34 亿元，同比下滑 78%；可能是由于原油价格下跌，导致的炼油库存损失所致。考虑到 2019 年浙石化、恒逸石化文莱项目等项目尚未完全投产，公司的炼油部门下行风险并未完全释放。

营销和分销：中流砥柱、好于预期；公司成品油零售量 9180 万吨，同比增长 1.1%；实现经营收益人民币 232.45 亿元，其中第三季度经营收益为 85.36 亿元，环比增加 24.7%。我们估计是公司外采成品油成本降低所致。

□ 风险提示

- 原油价格大幅下跌的风险；炼油业务受到冲击的风险；
- 安全事故，以及贸易战影响原油供应的风险；

□ 盈利预测及估值

维持 2019-2021 年盈利预测分别 525 亿、555 亿和 632 亿元；PE 为 11.43 倍、10.81 倍和 9.49 倍；维持公司的增持评级。未来潜在超预期的可能的是：原油价格向上的波动弹性；以及公司镇海炼化、中科炼化等有竞争力的装置投产；

财务摘要

(百万元)	2,018	2019E	2020E	2021E
主营收入	2,891,179	2,949,870	3,008,277	3,098,526
(+/-)	22.50%	2.03%	1.98%	3.00%
净利润	63,089	52,551	55,576	63,257
(+/-)	23.42%	-16.70%	5.76%	13.82%
每股收益(元)	0.52	0.43	0.46	0.52
P/E	9.52	11.43	10.81	9.49

评级

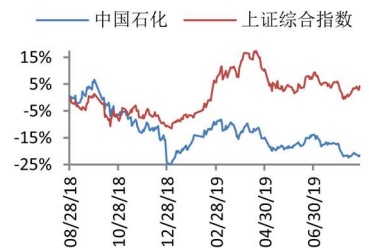
增持

上次评级 增持
当前价格 ¥4.96

单季度业绩

元/股

3Q/2019	0.13
2Q/2019	0.17
1Q/2019	0.15
4Q/2018	0.04



公司简介

相关报告

1 《历史形成的重资产本身就是护城河》
2019.04.29

报告撰写人: 范飞

数据支持人: 范飞

正文目录

1. 整体业绩情况：复合预期.....	3
2. 分部门拆分看：营销事业部是中流砥柱.....	3
3. 其他影响利润的因素.....	4
4. 盈利预测与投资评级.....	4
5. 风险提示：.....	5

图表目录

表 1: 分部门的经营收益.....	3
图 1: 估计的理论炼油吨毛利.....	3
表 2: 主要化工品价差.....	4
表附录: 三大报表预测值.....	6

1. 整体业绩情况：复合预期

中国石化前三季度扣非净利润 415 亿元，同比下滑 27.3%；营业收入同比增长 7.73%；

单季度看，三季度扣非净利润 110.9 亿元，同比下滑 36%；环比下滑 31%；

总体业绩符合预期。

2. 分部门拆分看：营销事业部是中流砥柱

勘探及开发事业部：油气当量产量变动不大，主要是原油和天然气价格波动引起；勘探事业部同比扭亏主要是天然气价格同比上涨 4.7%所致，原油实现价格比去年同期降低 9.7%；

表 1：分部门的经营收益

	2019Q3	2018Q3	2019Q2	同比	环比
勘探事业部	24.75	-6.69	41	470%	-40%
炼油事业部	34.1	157.48	71.27	-78%	-52%
营销事业部	85.36	62.03	68.43	38%	25%
化工事业部	46.65	81.8	49.42	-43%	-6%

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

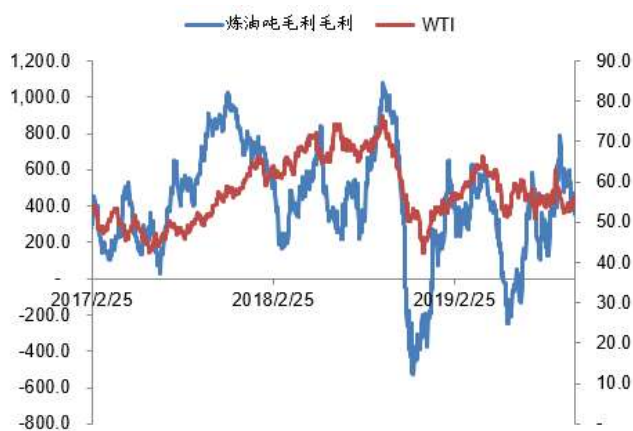
炼油事业部：低于预期

炼油事业部经营效益三季度单季度仅 34 亿元，同比下滑 78%；严重缩水，也低于我们估计。

我们估计的炼油吨毛利，在三季度 301.95 元/吨，环比二季度 267 元/吨要好转，但从公司实际盈利看，环比下跌 52%，可能是由于原油价格下跌，导致的炼油库存损失所致。

考虑到 2019 年浙石化、恒逸石化文莱项目等项目尚未完全投产，公司的炼油部门下行风险并未完全释放。

图 1：估计的理论炼油吨毛利



资料来源：百川资讯、wind、浙商证券研究所

据中国石油集团经济技术研究院发布《2018年国内外油气行业发展报告》，随着地方民营大型炼化项目相继投产，2019年全国原油一次加工能力将净增3200万吨/年，全国炼油总能力将达到8.63亿吨/年。

2019年炼油新增能力主要来自恒力石化、中科炼化、浙江石化及山东地方炼厂。其中，恒力石化2000万吨/年炼化一体化项目、中科炼化新增产能1000万吨/年，浙江石化（一期）为2000万吨/年。山东地方炼厂中的神驰化工新增产能500万吨/年，鑫岳燃化和鑫泰石化分别新增350万吨/年。

营销和分销：中流砥柱、好于预期

公司成品油零售量9180万吨，同比增长1.1%；

实现经营收益人民币232.45亿元，其中第三季度经营收益为85.36亿元，环比增加24.7%。我们估计是公司外采成品油成本降低所致。

化工事业部：

前三季度，乙烯产量929.5万吨，同比增长5.8%；化工产品经营总量7,154万吨，同比增长10.1%。化工板块经营收益为人民币165.60亿元；单季度环比效益基本持平。

化工事业部效益低于预期。乙烯价差环比持平；丙烯和纯苯价差明显恢复，但是PX利润大幅下跌。总的来说，化工产品目前定价仍然是石脑油定价，PX盈利目前暂看不到恢复的迹象，乙烯、丙烯价差维持。

表 2：主要化工品价差

	2018Q3	2019Q2	2019Q3
乙烯-石脑油	3,194.7	1,370.98	1,328.76
丙烯-石脑油	2,165.9	1,549.45	2,232.74
纯苯-石脑油	614.6	-133.24	529.22
PX-石脑油	1,442.4	451.85	205.73

资料来源：百川资讯、wind、浙商证券研究所

3. 其他影响利润的因素

公允价值变动损益：非套期衍生金融工具浮亏增加，三季度损失11.2亿元；

4. 盈利预测与投资评级

公司在营销板块上维持了竞争优势，但是在炼化板块效益下滑幅度较大，且短期看，炼油板块的竞争加剧趋势尚未结束，综合看，我们维持公司的盈利预测

预计2019-2021年三年的净利润分别525亿、555亿和632亿元；对应的PB 0.78、0.73、0.68倍；PE为11.43倍、10.81倍和9.49倍；

维持公司的增持评级。

未来潜在超预期的可能是：原油价格向上的波动弹性；以及公司镇海炼化、中科炼化等有竞争力的装置投产；

5. 风险提示：

- 原油价格大幅下跌的风险；
- 炼油业务受到冲击的风险；
- 化工需求及乙烯、PX 受到新增产能冲击的可能；
- 安全事故，以及贸易战影响原油供应的风险；

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
会计年度	2,018	2019E	2020E	2021E	单位: 百万元	2,018	2019E	2020E	2021E
流动资产	504,120	765,924	894,667	1,037,467	营业收入	2,891,179	2,949,870	3,008,277	3,098,526
现金	167,015	384,196	531,878	698,985	营业成本	2,401,012	2,449,753	2,495,740	2,572,341
交易性金融资产	25,732	25,643	34,190	28,522	营业税金及附加	246,498	251,502	256,482	264,176
应收账款	64,879	68,770	48,546	27,390	营业费用	59,396	68,787	67,799	68,581
其它应收款	0	19,895	13,759	11,690	管理费用	73,390	74,880	84,442	81,427
预付账款	5,937	6,188	6,315	6,456	研发费用	7,956	8,118	8,278	8,527
存货	184,584	229,072	223,905	223,022	财务费用	(1,001)	5,125	2,426	136
其他	55,973	32,161	36,074	41,402	资产减值损失	11,605	21,721	20,667	18,847
非流动资产	1,088,188	979,627	911,277	843,158	公允价值变动损益	2,656	809	1,151	1,539
金额资产类	0	4,361	2,012	2,125	投资净收益	11,428	11,428	11,428	11,428
长期投资	145,721	131,207	136,005	137,644	其他经营收益	5,952	2,941	4,169	4,354
固定资产	617,762	567,252	512,856	456,071	营业利润	101,474	85,164	89,191	101,812
无形资产	103,855	101,947	101,033	98,833	营业外收支	(972)	(972)	(972)	(972)
在建工程	136,963	105,487	84,997	71,724	利润总额	100,502	84,192	88,219	100,840
其他	83,887	69,373	74,374	76,761	所得税	20,213	17,313	17,491	20,337
资产总计	1,592,308	1,745,551	1,805,944	1,880,624	净利润	80,289	66,878	70,728	80,503
流动负债	565,098	652,675	646,112	637,371	少数股东损益	17,200	14,327	15,152	17,246
短期借款	44,692	43,256	47,550	45,166	归属母公司净利润	63,089	52,551	55,576	63,257
应付款项	192,757	253,348	243,712	241,243	EBITDA	213,893	136,892	138,534	149,053
预收账款	0	99,150	85,000	63,899	EPS (最新摊薄)	0.52	0.43	0.46	0.52
其他	327,649	256,922	269,851	287,063	主要财务比率				
非流动负债	169,551	168,339	164,567	167,486	会计年度	2,018	2019E	2020E	2021E
长期借款	61,576	61,576	61,576	61,576	成长能力				
其他	107,975	106,763	102,991	105,910	营业收入增长率	22.50%	2.03%	1.98%	3.00%
负债合计	734,649	821,014	810,679	804,856	营业利润增长率	16.68%	-16.07%	4.73%	14.15%
少数股东权益	139,304	153,631	168,783	186,029	归属于母公司净利润	23.42%	-16.70%	5.76%	13.82%
归属母公司股东权益	718,355	770,906	826,482	889,739	获利能力				
负债和股东权益	1,592,308	1,745,551	1,805,944	1,880,624	毛利率	16.95%	16.95%	17.04%	16.98%
现金流量表					净利率	2.78%	2.27%	2.35%	2.60%
会计年度	2,018	2019E	2020E	2021E	ROE	7.37%	5.90%	5.79%	6.11%
经营活动现金流	175,868	145,450	126,613	131,691	ROIC	9.55%	7.64%	7.37%	7.70%
净利润	80,289	66,878	70,728	80,503	偿债能力				
折旧摊销	109,967	48,110	48,332	48,519	资产负债率	46.14%	47.03%	44.89%	42.80%
财务费用	(1,001)	5,125	2,426	136	净负债比率	16.84%	16.14%	16.41%	16.12%
投资损失	(11,428)	(11,428)	(11,428)	(11,428)	流动比率	89.21%	117.35%	138.47%	162.77%
营运资金变动	13,944	53,230	(4,594)	(3,333)	速动比率	56.55%	82.25%	103.82%	127.78%
其它	(15,903)	(16,466)	21,149	17,294	营运能力				
投资活动现金流	(66,422)	58,277	27,382	39,155	总资产周转率	1.81	1.77	1.69	1.68
资本支出	14,644	43,409	36,270	31,441	应收账款周转率	46.08	45.20	40.82	42.64
长期投资	(12,958)	10,153	(2,449)	(1,751)	应付账款周转率	12.43	11.35	10.38	10.96
其他	(68,108)	4,714	(6,439)	9,465	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	(111,260)	13,455	(6,312)	(3,739)	每股收益(最新摊薄)	0.52	0.43	0.46	0.52
短期借款	(10,009)	(1,436)	4,294	(2,384)	每股经营现金流(最	1.45	1.20	1.05	1.09
长期借款	(6,178)	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.93	6.37	6.83	7.35
其他	(95,073)	14,891	(10,606)	(1,355)	估值比率				
现金净增加额	(1,814)	217,181	147,682	167,107	P/E	9.52	11.43	10.81	9.49
					P/B	0.84	0.78	0.73	0.67
					EV/EBITDA	3.30	3.63	2.58	1.42

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路世纪金融广场 1 号楼 29 楼

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>