

销售板块业绩回升，终端网络布局优势凸显

——中国石化(600028.SH) 2019年三季度报点评

跨市场公司简报

A股：买入（维持）

当前价：4.96元

H股：买入（维持）

当前价：4.58港元

分析师

吴裕 (执业证书编号：S0930519050005)
010-58452014
wuyu1@ebscn.com

裘孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)
021-52523535
qiuxf@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：1210.71

总市值(亿元)：6005.13

一年最低/最高(元)：4.62/5.93

近3月换手率：3.07%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.49	-4.22	-41.08
绝对	0.00	-2.76	-14.00

资料来源：Wind

事件：

公司发布2019年三季度公告，报告期内实现营业收入2.2万亿元，同比增加7.7%，实现归母公司净利润432.8亿元，折EPS 0.36元/股，同比下降27.8%。其中Q3单季实现营收7343亿元，同比下降5%，环比下降6%；归母净利润119.4亿元，折EPS 0.1元/股，同比下降35%，环比下降28%。

点评：

◆上游盈利持续良好

公司自2019年上游板块扭亏为盈后，整体经营情况良好，2019 Q3上游板块经营利润24.75亿元，同比增加31.44亿元，环比减少16.25亿元。公司2019 Q3原油平均实现价格51.61美元/桶，天然气平均实现价格6.74美元/千立方英尺；桶油EBIT 4.97美元/桶，同比增加6.32美元/桶，环比减少3.50美元/桶。公司大力提升油气勘探开发力度，在济阳、四川、鄂尔多斯等地获得油气勘探新发现，持续推进川渝地区产能建设，公司另持续推进天然气产供储销体系建设，稳油增气降本取得较好成效：公司2019 Q3实现原油产量7110万桶，同比降低2.42%，环比增加0.32%；天然气产量2639.1亿立方英尺，环比增加4%。

◆原油采购成本上升拉低炼油板块业绩

公司炼油板块Q3单季经营利润34.1亿元，同比下降78.4%，环比下降52.2%。主要还是由人民币贬值和原油贴水升高等因素提升公司原油采购成本，以及库存损失导致。公司以市场需求为导向，充分发挥一体化优势，动态调整产品结构，适度增加成品油出口，扩大航煤市场，维持炼油装置平稳和较高负荷运行：Q3单季加工原油6234万吨，环比增加0.32%；分别生产汽、柴、煤油1587、1677和796万吨，环比分别增加2.65%、3.45%和1.66%，生产柴汽比环比增加0.01至1.06，柴油生产比例小幅增加。

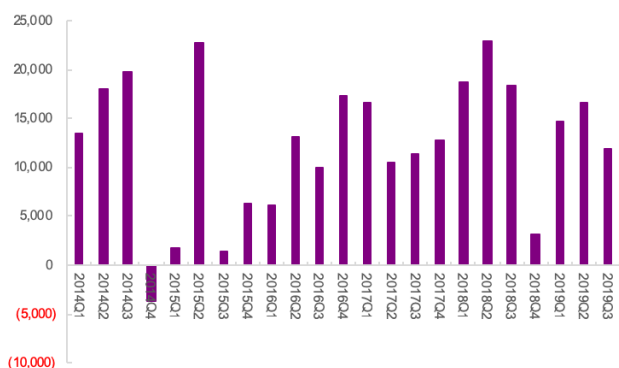
◆化工板块产量稳健

公司化工板块Q3单季经营利润46.65亿元，同比降低43%，环比降低5.6%，主要是由于化工品价格下降、毛利空间收窄导致。公司依旧坚持“基础+高端”的发展思路，提高有效供给，深化原料结构调整，根据市场需求合理安排装置负荷和排产，加快先进产能建设，实现产品经营总量的稳步提升。公司2019Q3生产乙烯313.5万吨，环比增加0.77%，分别生产合成树脂、合成橡胶、合成单体和聚合物、合成纤维432、26.5、248.1和33.5万吨，环比分别增加1.62%、2.71%、1.06%和7.72%。此外，公司密切产、销、研、用结合，提高高端产品比例，合成树脂新产品和专用料比例达到64.7%，合成橡胶高附加值产品比例达28.4%，合成纤维差别化率达到90.1%。

◆销售业务盈利好转，终端布局成效显著

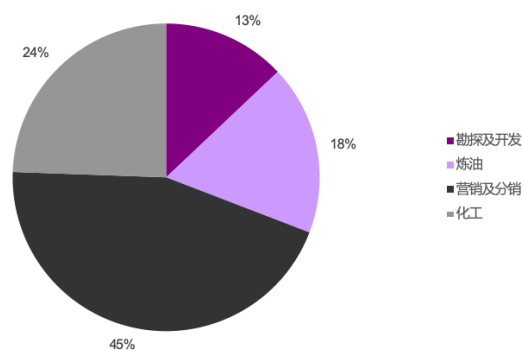
公司 Q3 单季经营利润 85.4 亿元，同比增加 37.6%，环比增加 24.7%，尽管市场竞争激烈，但公司坚持“量效兼顾、量价双收”的经营思路，充分发挥国内成品油销售龙头企业的产销协同和营销网络优势，灵活调整营销策略，进一步优化终端网络布局，实现了境内成品油总经销量的持续增长以及单站加油量的提升：公司 2019Q3 境内成品油总经销量同比增加 1.95%至 4748 万吨，零售量同比增加 0.63%至 3174 万吨，直销分销量同比增加 4.6%至 1573 万吨，单站加油量同比提升 0.96%至 3991 吨/站。此外，公司加大重点商品销售力度和自主品牌培育力度，推动非油业务持续快速发展，便利店数量同比增加 1.34%至 27343 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 2019Q3 板块 EBIT 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

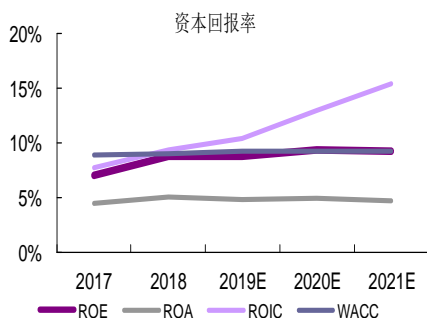
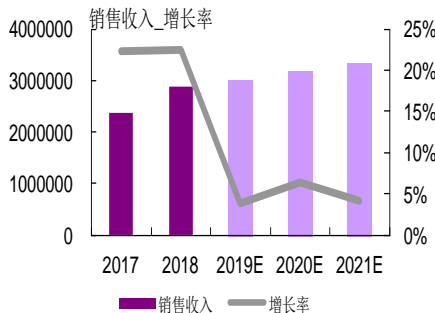
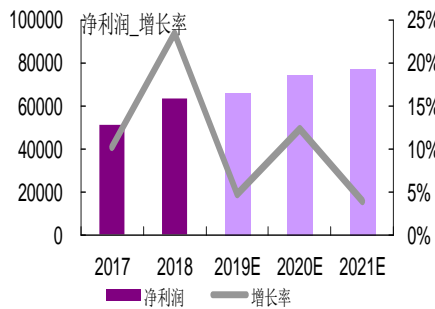
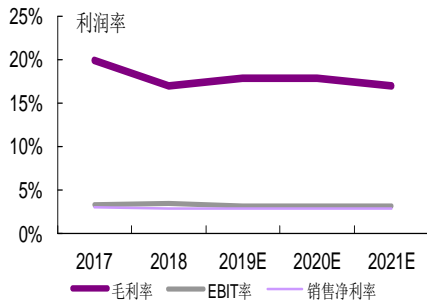
由于炼化行业新增产能显著增多，行业趋势下行超预期影响公司业绩，故我们下调了对公司未来 3 年盈利预测，预计公司 2019-2021 年净利润为 582 亿、668 亿、720 亿元，对应 EPS 分别为 0.48、0.55、0.59 元。考虑到公司作为行业龙头，虽然面临炼化和成品油的激烈竞争，但市场份额相对比较稳定，长期仍然向好，故我们维持 A 股和 H 股“买入”评级。

◆风险提示：油价大幅上升风险；炼油和化工景气度下行风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,360,193	2,891,179	3,000,996	3,191,861	3,325,282
营业收入增长率	22.23%	22.50%	3.80%	6.36%	4.18%
净利润（百万元）	51,119	63,089	58,169	66,840	71,984
净利润增长率	10.13%	23.42%	-7.80%	14.91%	7.70%
EPS（元）	0.42	0.52	0.48	0.55	0.59
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.03%	8.78%	7.81%	8.54%	8.76%
P/E（A 股）	12	10	10	9	8
P/E（H 股）	11	9	9	8	8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019.10.30，港股汇率为 0.88



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,360,193	2,891,179	3,000,996	3,191,861	3,325,282
营业成本	1,890,398	2,401,012	2,472,041	2,631,222	2,760,768
折旧和摊销	115,310	109,967	151,103	160,974	171,934
营业税费	235,292	246,498	278,192	295,886	301,936
销售费用	56,055	59,396	66,022	67,667	67,171
管理费用	78,928	73,390	100,954	105,970	95,768
财务费用	1,560	(1,001)	(1,276)	(2,923)	(2,935)
公允价值变动损益	(13)	2,656	0	0	0
投资收益	19,060	11,428	11,428	11,428	11,428
营业利润	86,965	101,474	96,412	107,392	113,906
利润总额	86,573	100,502	95,440	106,420	112,934
少数股东损益	19,175	17,200	17,200	17,200	17,200
归属母公司净利润	51,119	63,089	58,169	66,840	71,984

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	1,595,504	1,592,308	1,707,439	1,859,146	1,979,384
流动资产	529,049	504,120	613,991	739,184	827,388
货币资金	165,004	167,015	261,175	356,132	421,701
交易型金融资产	51,196	25,732	25,732	25,732	25,732
应收账款	68,494	56,993	59,158	62,920	65,550
应收票据	16,207	7,886	8,186	8,706	9,070
其他应收款	16,467	0	0	0	0
存货	186,693	184,584	190,233	202,893	213,197
可供出售投资	1,676	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	131,087	145,721	145,721	145,721	145,721
固定资产	650,774	617,762	629,709	655,547	682,033
无形资产	97,126	103,855	98,662	93,729	89,043
总负债	741,434	734,649	805,889	903,106	967,109
无息负债	560,928	578,980	689,912	782,129	841,132
有息负债	180,506	155,669	115,977	120,977	125,977
股东权益	854,070	857,659	901,550	956,040	1,012,275
股本	121,071	121,071	121,071	121,071	121,071
公积金	319,239	322,870	322,870	322,870	322,870
未分配利润	290,459	279,482	306,173	343,463	382,498
少数股东权益	126,826	139,304	156,504	173,704	190,904

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	190,935	175,868	306,160	285,664	279,686
净利润	51,119	63,089	58,169	66,840	71,984
折旧摊销	115,310	109,967	151,103	160,974	171,934
净营运资金增加	(19,984)	24,306	(86,048)	(46,039)	(25,224)
其他	44,490	(21,494)	182,936	103,889	60,992
投资活动产生现金流	(145,323)	(66,422)	(144,935)	(173,997)	(192,540)
净资本支出	(69,635)	(93,348)	(154,521)	(185,425)	(203,968)
长期投资变化	131,087	145,721	0	0	0
其他资产变化	(206,775)	(118,795)	9,586	11,428	11,428
融资活动现金流	(56,509)	(111,260)	(67,065)	(16,710)	(21,577)
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	(12,286)	(24,837)	(39,692)	5,000	5,000
无息负债变化	87,636	18,052	110,932	92,217	59,002
净现金流	(11,250)	(1,296)	94,160	94,956	65,569

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	22.23%	22.50%	3.80%	6.36%	4.18%
净利润增长率	10.13%	23.42%	-7.80%	14.91%	7.70%
EBITDA 增长率	10.70%	8.40%	12.22%	8.18%	6.87%
EBIT 增长率	17.84%	27.72%	-15.68%	11.15%	6.99%
估值指标					
PE	12	10	10	9	8
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	4	4	3	3	3
EV/EBIT	11	9	9	8	7
EV/NOPLAT	13	11	12	10	9
EV/Sales	0	0	0	0	0
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	19.90%	16.95%	17.63%	17.56%	16.98%
EBITDA 率	8.18%	7.24%	7.82%	7.96%	8.16%
EBIT 率	3.29%	3.43%	2.79%	2.91%	2.99%
税前净利润率	3.67%	3.48%	3.18%	3.33%	3.40%
税后净利润率 (归属母公司)	2.17%	2.18%	1.94%	2.09%	2.16%
ROA	4.41%	5.04%	4.41%	4.52%	4.51%
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.03%	8.78%	7.81%	8.54%	8.76%
经营性 ROIC	7.68%	9.42%	8.72%	10.01%	10.66%
偿债能力					
流动比率	0.91	0.89	0.98	1.03	1.07
速动比率	0.59	0.57	0.67	0.75	0.80
归属母公司权益/有息债务	4.03	4.61	6.42	6.47	6.52
有形资产/有息债务	8.09	9.27	13.47	14.21	14.64
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.42	0.52	0.48	0.55	0.59
每股红利	0.40	0.26	0.24	0.27	0.29
每股经营现金流	1.58	1.45	2.53	2.36	2.31
每股自由现金流(FCFF)	1.24	0.69	1.23	0.77	0.59
每股净资产	6.01	5.93	6.15	6.46	6.78
每股销售收入	19.49	23.88	24.79	26.36	27.47

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、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, 本公司的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, 本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。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。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述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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見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, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼