

# 中国石化 (600028)

证券研究报告

2018 年 01 月 19 日

## 从 PB/ROE 国际比较，看中国石化估值

### 国际估值比较：中国石化 ROE 相对修复，PB 明显低估

从过去几年的情况看，中国石化 ROE 出现相对修复，向国际公司均值靠拢，而 PB 水平一直处于同行下限。国际巨头，埃克森美孚 ROE8.6%，PB2.0；BP 英国石油 ROE4.6%，PB1.56；道达尔 ROE6.9%，PB1.35；雪佛龙 ROE5.6%；PB1.73；壳牌 ROE6.4%，PB1.5。而中国石化 ROE7.2%，PB1.2 倍（以上 PB 均由 17Q1-3 年化）。

### ROE 修复来源之一：炼化板块盈利向国际靠拢

近年来，国内炼化企业（尤其是中国石化）与国际炼油企业盈利差异显著缩小。原因一方面是行业政策变化，主要是成品油质量升级优质优价政策；另一方面是公司自身进行结构优化，提高汽柴比。

中国石化 2010 年炼油单位 EBIT 为 75 元/吨（1.5 美金/桶），2016 年提高到 239 元/吨（4.9 美金/桶）。增加主要来自：1）裂解价差价差扩大（反映行业景气上行）；2）油品质量升级优质优价；3）产品结构调整（汽柴比优化）。

### ROE 修复来源之二：上游控产量降成本，油价上行打开空间

2016~2017 年低油价时期，中国石化通过控制上游原油产量，一定程度上实现了成本控制。尽管油价大跌后，成本存在刚性，但过去两年成本增幅非常小。随着油价上行，成本上升幅度不大。根据历史回归，油价上升 1 美金/桶，成本上升 0.5 美金/桶。

2018 年，按照中性假设，Dubai 油价均值同比+15 美金/桶，中国石化上游经营业绩减亏约 250 亿；稍微乐观假设，Dubai 油价均值同比+20 美金/桶，中国石化上游经营业绩实现盈亏平衡。

### 中国石化业绩预测与估值

维持业绩预测 17/18/19 年净利润 523/861/1007 亿元，对应 EPS 为 0.43/0.71/0.83 元/股，当前股价对应 16/10/8 倍 PE，对应 1.15/1.10/1.05 倍 PB。

中国石化相比国际同行，炼化定价政策优化、以及产品结构优化，使公司炼化板块盈利系统性修复，与国际趋同；上游勘探开发板块受益油价上行带来明显减亏，甚至存在扭亏的可能性。参考国际同行历史 PB 与 ROE 相关性，中国石化合理 PB 应在 1.3~1.6 倍，目标价区间 7.9~9.7 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**油价大幅下跌，炼油盈利下滑。

### 投资评级

行业	化工/石油化工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.00 元
目标价格	9.7 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	95,557.77
流通 A 股股本(百万股)	95,557.77
A 股总市值(百万元)	668,904.40
流通 A 股市值(百万元)	668,904.40
每股净资产(元)	5.92
资产负债率(%)	42.75
一年内最高/最低(元)	7.44/5.44

### 作者

张樨樨	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120003	
zhangxixi@tfzq.com	
刘子栋	联系人
liuzidong@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《中国石化-首次覆盖报告:已具备配置价值》2018-01-05

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,018,883.00	1,930,911.00	2,317,093.20	3,475,639.80	4,518,331.74
增长率(%)	(28.56)	(4.36)	20.00	50.00	30.00
EBITDA(百万元)	167,925.00	204,947.00	130,946.77	195,352.01	220,862.22
净利润(百万元)	32,207.00	46,416.00	52,252.78	86,146.42	100,679.34
增长率(%)	(32.10)	44.12	12.57	64.86	16.87
EPS(元/股)	0.27	0.38	0.43	0.71	0.83
市盈率(P/E)	26.31	18.26	16.22	9.84	8.42
市净率(P/B)	1.25	1.19	1.15	1.10	1.05
市销率(P/S)	0.42	0.44	0.37	0.24	0.19
EV/EBITDA	4.84	3.72	7.13	4.16	3.64

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 1. 中国石化 ROE 相对修复，PB 明显低估

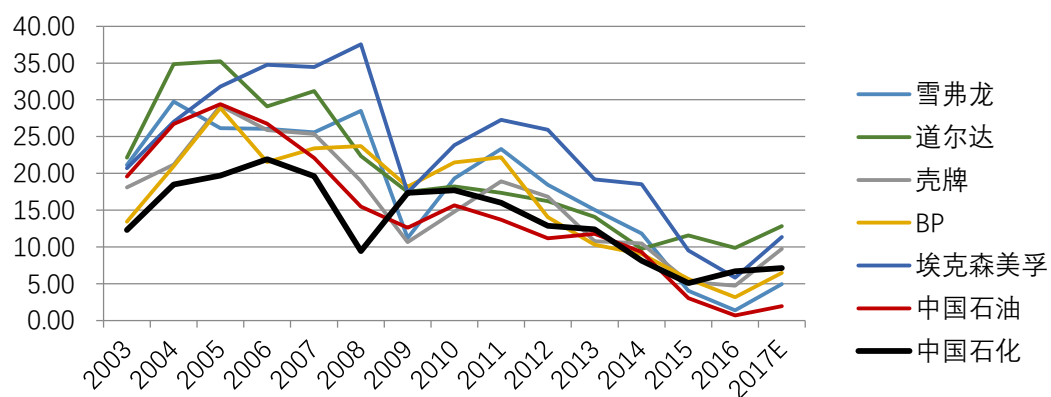
从过去几年的情况看，中国石化 ROE 出现相对修复，向国际公司均值靠拢，而 PB 水平一直处于同行下限。

国际巨头，埃克森美孚 ROE8.6%，PB2.0；BP 英国石油 ROE4.6%，PB1.56；道达尔 ROE6.9%，PB1.35；雪佛龙 ROE5.6%；PB1.73；壳牌 ROE6.4%，PB1.5。而中国石化 ROE7.2%，PB1.2 倍（以上 PB 均由 17Q1-3 年化）。

1) 参照目前国际公司 PB 估值水平简单平均，中国石化合理 PB=1.6 倍。

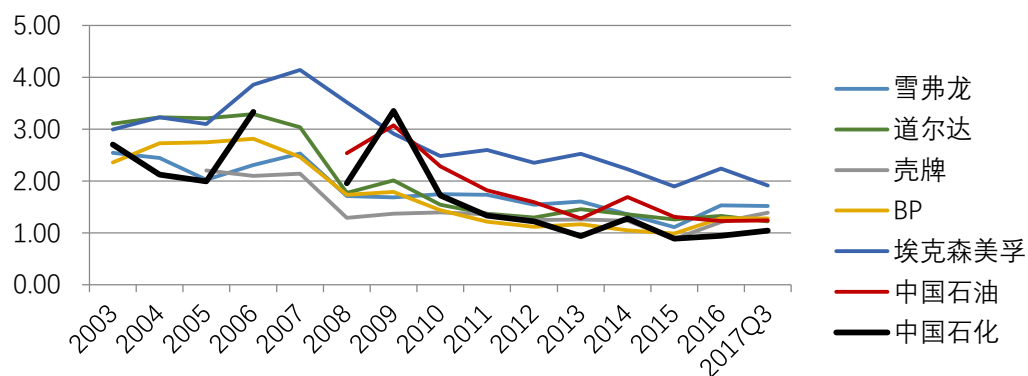
2) 用国际油公司和国内中国石油、中国石化历史 PB、ROE 回归：按照中国石化 2017 年预估 ROE 水平，对应合理 PB=1.3 倍；按照 2018 年预计 ROE 水平，对应合理 PB=1.5 倍。

图 1：中国石化与国际油公司 ROE 比较



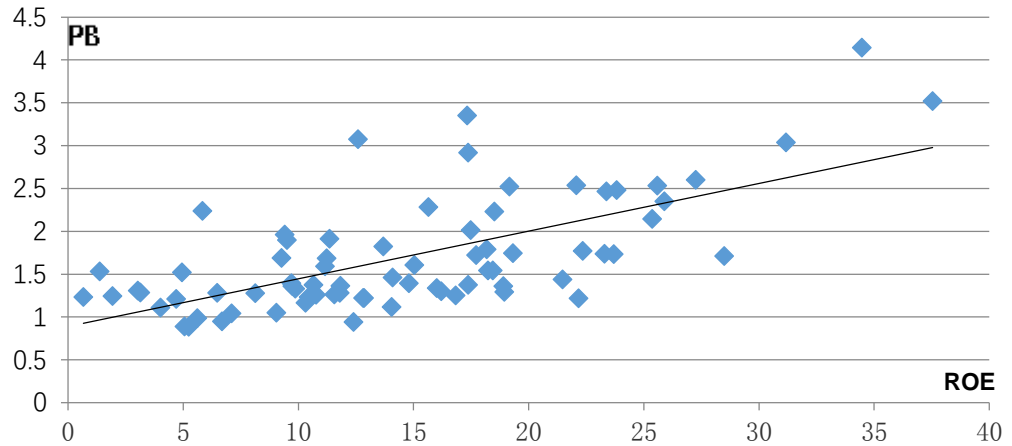
资料来源：Bloomberg，公司公告，天风证券研究所

图 2：中国石化与国际油公司 PB 比较



资料来源：Bloomberg，公司公告，天风证券研究所

图 3：国际油公司 PB、ROE 线性回归



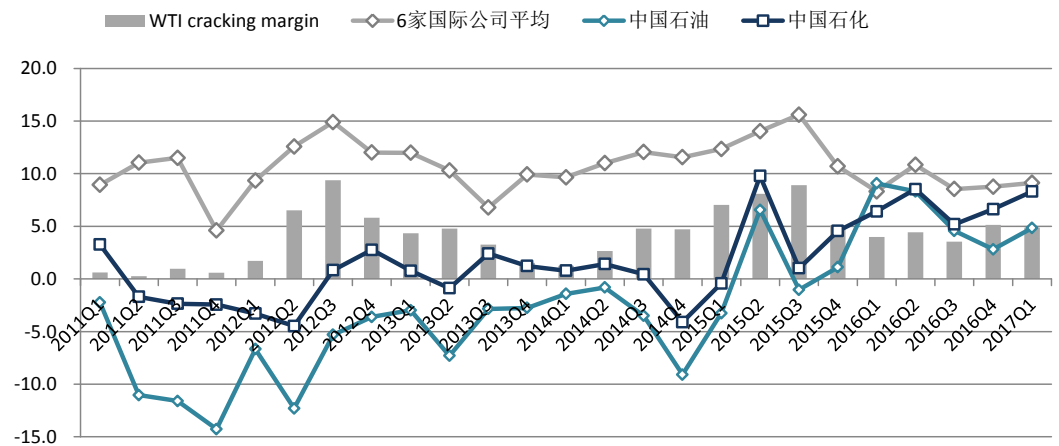
资料来源：Bloomberg，公司公告，天风证券研究所

## 2. ROE 修复来源之一：炼化板块盈利向国际靠拢

近年来，国内炼化企业（尤其是中国石化）与国际炼油企业盈利差异显著缩小。原因一方面行业政策变化，主要是成品油质量升级优质优价政策；另一方面是公司自身进行结构优化，提高汽柴比。

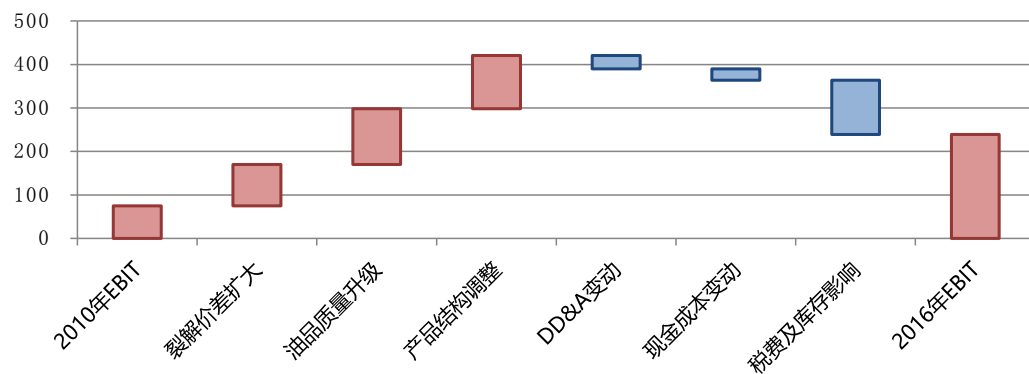
中国石化 2010 年炼油单位 EBIT 为 75 元/吨（1.5 美金/桶），2016 年提高到 239 元/吨（4.9 美金/桶）。增加主要来自：1）裂解价差价差扩大（反映行业景气上行）；2）油品质量升级优质优价；3）产品结构调整（汽柴比优化）。

图 4：中国石化、中国石油炼油毛利（\$/b）与国际比较



资料来源：Bloomberg，公司公告，天风证券研究所

图 5：中国石化炼油业务 2016 年相比 2010 年单位 EBIT 变化拆分（元/吨）



资料来源：Bloomberg，公司公告，天风证券研究所

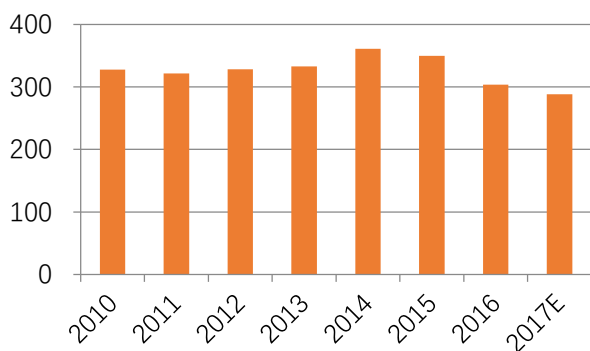
### 3. ROE 修复来源之二：上游控产量降成本，油价上行打开空间

2016~2017 年低油价时期，中国石化通过控制上游原油产量，一定程度上实现了成本控制。尽管油价大跌后，成本存在刚性，但过去两年成本增幅非常小。

随着油价上行，成本上升幅度不大。根据历史回归，油价上升 1 美金/桶，成本上升 0.5 美金/桶。

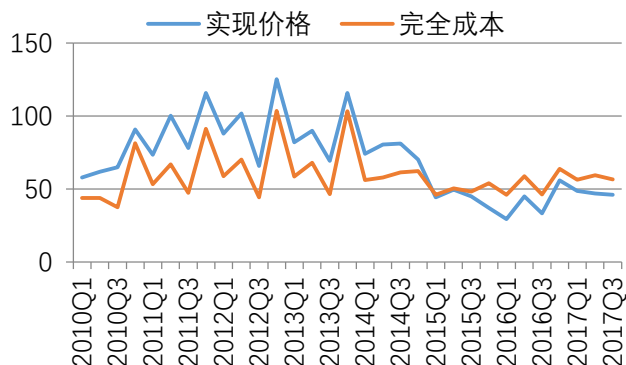
2018 年，按照中性假设，Dubai 油价均值同比+15 美金/桶，中国石化上游经营业绩减亏约 250 亿；稍微乐观假设，Dubai 油价均值同比+20 美金/桶，中国石化上游经营业绩实现盈亏平衡。

图 6：中国石化原油产量（百万桶）



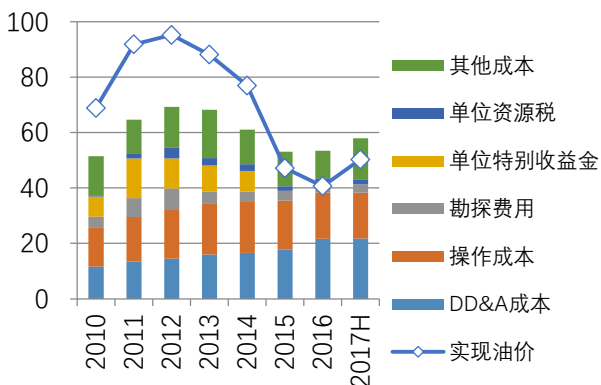
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：中国石化上游实现油价和完全成本（美元/桶）



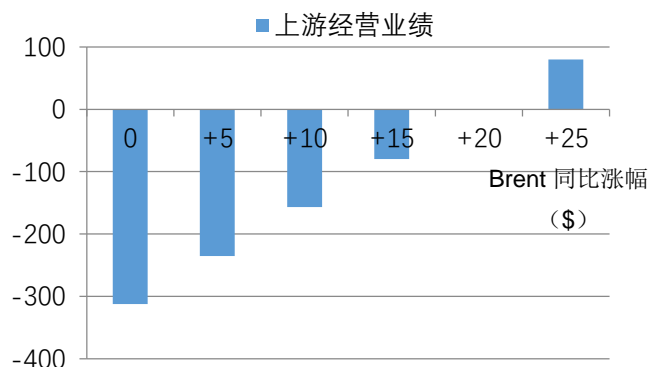
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：中国石化上游勘探开发业务成本变化（美元/桶）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：中国石化上游经营业绩对油价敏感性分析（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4. 中国石化业绩预测与估值

维持业绩预测 17/18/19 年净利润 523/861/1007 亿元，对应 EPS 为 0.43/0.71/0.83 元/股，当前股价对应 16/10/8 倍 PE，对应 1.15/1.10/1.05 倍 PB。

中国石化相比国际同行，炼油定价政策优化、以及产品结构优化，使公司炼化板块盈利系统性修复，与国际趋同；上游勘探开发板块受益油价上行带来明显减亏，甚至存在扭亏的可能性。参考国际同行历史 PB 与 ROE 相关性，我们认为中国石化合理 PB 应在 1.3~1.6 倍，目标价区间 7.9~9.7 元，维持“买入”评级。（1.3 倍下限计算根据图 3，1.6 倍上限计算根据表 1）

表 1：石化公司 17Q1-3 年化 PB

公司	PB
埃克森美孚	2.0
英国石油	1.56
道达尔	1.35
雪佛龙	1.73
壳牌	1.5
中国石化	1.2
平均	1.6

资料来源：bloomberg，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	68,557.00	142,497.00	185,367.46	374,434.46	454,236.21
应收账款	77,578.00	75,885.00	108,270.60	167,962.80	191,140.62
预付账款	2,919.00	3,749.00	4,252.60	7,749.80	7,853.32
存货	145,498.00	156,511.00	205,899.80	337,716.40	368,984.66
其他	37,853.00	33,619.00	36,200.20	48,106.60	49,239.04
<b>流动资产合计</b>	<b>332,405.00</b>	<b>412,261.00</b>	<b>539,990.66</b>	<b>935,970.06</b>	<b>1,071,453.8</b>
长期股权投资	82,970.00	116,812.00	116,812.00	116,812.00	116,812.00
固定资产	732,577.00	690,594.00	720,353.64	741,966.22	762,388.06
在建工程	152,276.00	129,581.00	92,823.92	72,277.21	61,607.47
无形资产	81,081.00	85,023.00	87,679.12	90,573.07	93,728.64
其他	61,820.00	64,338.00	73,630.60	84,123.20	95,335.80
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,110,724.0</b>	<b>1,086,348.0</b>	<b>1,091,299.2</b>	<b>1,105,751.7</b>	<b>1,129,871.9</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,443,129.0</b>	<b>1,498,609.0</b>	<b>1,631,289.9</b>	<b>2,041,721.7</b>	<b>2,201,325.8</b>
短期借款	74,729.00	30,374.00	62,914.61	102,914.61	142,914.61
应付账款	216,763.00	253,937.00	310,903.00	536,357.00	565,081.00
其他	171,150.00	201,232.00	235,285.20	320,014.60	342,189.54
<b>流动负债合计</b>	<b>462,642.00</b>	<b>485,543.00</b>	<b>609,102.81</b>	<b>959,286.21</b>	<b>1,050,185.1</b>
长期借款	56,493.00	62,461.00	38,526.51	40,526.51	44,526.51
应付债券	83,253.00	54,985.00	54,985.00	54,985.00	54,985.00
其他	55,118.00	63,095.00	63,095.00	63,095.00	63,095.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>194,864.00</b>	<b>180,541.00</b>	<b>156,606.51</b>	<b>158,606.51</b>	<b>162,606.51</b>
<b>负债合计</b>	<b>657,506.00</b>	<b>666,084.00</b>	<b>765,709.32</b>	<b>1,117,892.7</b>	<b>1,212,791.6</b>
少数股东权益	110,253.00	120,293.00	130,813.53	154,180.97	179,168.50
股本	121,071.00	121,071.00	121,071.00	121,071.00	121,071.00
资本公积	119,408.00	119,525.00	119,525.00	119,525.00	119,525.00
留存收益	561,671.00	591,328.00	613,696.08	648,577.07	688,294.67
其他	(126,780.00)	(119,692.00)	(119,525.00)	(119,525.00)	(119,525.00)
<b>股东权益合计</b>	<b>785,623.00</b>	<b>832,525.00</b>	<b>865,580.61</b>	<b>923,829.04</b>	<b>988,534.16</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,443,129.0</b>	<b>1,498,609.0</b>	<b>1,631,289.9</b>	<b>2,041,721.7</b>	<b>2,201,325.8</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	43,346.00	59,170.00	52,252.78	86,146.42	100,679.34
折旧摊销	96,368.00	108,425.00	46,385.77	50,289.07	54,366.11
财务费用	10,692.00	4,336.00	2,822.92	1,324.01	687.03
投资损失	(8,525.00)	(30,779.00)	(15,389.50)	(15,389.50)	(15,389.50)
营运资金变动	15,883.00	81,507.00	8,867.40	105,978.40	(2,075.70)
其它	8,054.00	(8,116.00)	10,520.53	23,367.44	24,987.53
<b>经营活动现金流</b>	<b>165,818.00</b>	<b>214,543.00</b>	<b>105,459.90</b>	<b>251,715.84</b>	<b>163,254.80</b>
资本支出	98,802.00	73,636.00	54,044.45	67,448.90	81,193.78
长期投资	2,377.00	33,842.00	0.00	0.00	0.00
其他	(218,131.00)	(173,695.00)	(92,699.40)	(119,508.29)	(146,998.07)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(116,952.00)</b>	<b>(66,217.00)</b>	<b>(38,654.95)</b>	<b>(52,059.40)</b>	<b>(65,804.28)</b>
债权融资	225,752.00	186,792.00	195,398.12	237,398.12	281,398.12
股权融资	63,877.00	711.00	(2,655.92)	(1,324.01)	(687.03)
其他	(280,319.00)	(280,550.00)	(216,676.70)	(246,663.55)	(298,359.86)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>9,310.00</b>	<b>(93,047.00)</b>	<b>(23,934.49)</b>	<b>(10,589.44)</b>	<b>(17,648.77)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>58,176.00</b>	<b>55,279.00</b>	<b>42,870.46</b>	<b>189,067.01</b>	<b>79,801.75</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>2,018,883.0</b>	<b>1,930,911.0</b>	<b>2,317,093.20</b>	<b>3,475,639.8</b>	<b>4,518,331.7</b>
营业成本	1,592,771.00	1,492,165.00	1,790,598.00	2,685,897.00	3,491,666.10
营业税金及附加	236,343.00	232,006.00	289,636.65	417,076.78	542,199.81
营业费用	46,872.00	49,550.00	60,244.42	86,891.00	112,958.29
管理费用	71,881.00	74,155.00	90,366.63	139,025.59	203,324.93
财务费用	9,017.00	6,611.00	2,822.92	1,324.01	687.03
资产减值损失	8,767.00	17,076.00	17,076.00	17,076.00	17,076.00
公允价值变动收益	735.00	(216.00)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8,573.00	30,779.00	15,389.50	15,389.50	15,389.50
其他	(8,157.00)	(50,091.00)	(30,779.00)	(30,779.00)	(30,779.00)
<b>营业利润</b>	<b>52,081.00</b>	<b>78,876.00</b>	<b>81,738.07</b>	<b>143,738.93</b>	<b>165,809.08</b>
营业外收入	6,945.00	4,964.00	5,539.67	5,816.22	5,439.96
营业外支出	3,067.00	3,963.00	3,580.00	3,536.67	3,693.22
<b>利润总额</b>	<b>55,959.00</b>	<b>79,877.00</b>	<b>83,697.74</b>	<b>146,018.48</b>	<b>167,555.82</b>
所得税	12,613.00	20,707.00	20,924.44	36,504.62	41,888.96
<b>净利润</b>	<b>43,346.00</b>	<b>59,170.00</b>	<b>62,773.31</b>	<b>109,513.86</b>	<b>125,666.87</b>
少数股东损益	11,139.00	12,754.00	10,520.53	23,367.44	24,987.53
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>32,207.00</b>	<b>46,416.00</b>	<b>52,252.78</b>	<b>86,146.42</b>	<b>100,679.34</b>
每股收益（元）	0.27	0.38	0.43	0.71	0.83

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-28.56%	-4.36%	20.00%	50.00%	30.00%
营业利润	-20.46%	51.45%	3.63%	75.85%	15.35%
归属于母公司净利润	-32.10%	44.12%	12.57%	64.86%	16.87%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.11%	22.72%	22.72%	22.72%	22.72%
净利率	1.60%	2.40%	2.26%	2.48%	2.23%
ROE	4.77%	6.52%	7.11%	11.19%	12.44%
ROIC	5.13%	6.90%	7.69%	13.17%	16.87%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	45.56%	44.45%	46.94%	54.75%	55.09%
净负债率	59.15%	40.02%	38.22%	41.02%	50.59%
流动比率	0.72	0.85	0.89	0.98	1.02
速动比率	0.40	0.53	0.55	0.62	0.67
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	20.43	25.16	25.16	25.16	25.16
存货周转率	12.10	12.79	12.79	12.79	12.79
总资产周转率	1.39	1.31	1.48	1.89	2.13
<b>每股指标（元）</b>					
每股收益	0.27	0.38	0.43	0.71	0.83
每股经营现金流	1.37	1.77	0.87	2.08	1.35
每股净资产	5.58	5.88	6.07	6.36	6.69
<b>估值比率</b>					
市盈率	26.31	18.26	16.22	9.84	8.42
市净率	1.25	1.19	1.15	1.10	1.05
EV/EBITDA	4.84	3.72	7.13	4.16	3.64
EV/EBIT	11.35	7.89	11.03	5.60	4.83



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com