

中国石化 (600028)

证券研究报告

2018年02月08日

良好的分红潜力，价值投资的生命线

现金流良好：自由现金流支撑分红潜力

2016年以来，受下游炼化板块复苏带动，公司经营净现金流明显改善。同时资本开支压减，自由现金流显著好转，分红潜力显著提升。2016年报，公司股利支付率达到65%。2017~2018年，尽管资本开支会有所增加，但经营现金流受经营业绩改善带动，预计自由现金流仍将维持较好水平。(图1、2)

ROE修复：公司ROE水平经历了过去几年下滑后，16年开始修复，17、18年有望恢复到7.3%、11.7% (图3)

ROE修复之一：上游勘探开发，受益油价上升，及成本下降

受前期油价下跌影响，中国石化2016年储量评估1552百万桶油当量，比2015年末大幅减少31%，导致公司2016年上游DDA成本比2015年增加了4美金/桶。2017年，考虑年末油价大幅上涨，储量评估有望增加，摊薄2018年上游单位DDA成本。(图4)

2018年，保守假设，油价均值同比+10美金/桶(相当于布油65美金/桶)，同时考虑中石化上游成本下降，上游经营业绩减亏约280亿。中性假设，油价均值同比+15美金/桶(相当于布油70美金/桶)，中国石化上游经营业绩增厚370亿，实现扭亏。(图5)

ROE修复之二：炼化板块受益成品油定价政策环境改善

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)。

2017~2018年，油价上行趋势将给公司炼化板块带来明显库存收益。假设油价上涨10美金/桶，估算炼化板块库存收益增厚经营收益200亿元。

中国石化业绩预测与估值

维持业绩预测17/18/19年EPS为0.43/0.71/0.83元/股，当前股价对应16/10/9倍PE，对应1.19/1.15/1.10倍PB。

此前报告中我们测算目前国际公司PB估值水平简单平均为1.6倍，参考国际同行历史PB与ROE相关性，按照我们对中国石化2017年预估ROE水平，对应合理PB=1.3倍，2018年预估ROE水平对应合理PB=1.5倍，综合判断2018年中国石化合理PB应在1.3~1.6倍，每股净资产使用2018年预计值进行重新测算，目标价区间由7.9~9.7元上升至8.1~10元，维持“买入”评级。

风险提示：油价大幅下跌，炼油盈利下滑。

| 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 | 2,664,657.18 | 2,931,122.90 |
| 增长率(%) | (28.56) | (4.36) | 20.00 | 15.00 | 10.00 |
| EBITDA(百万元) | 167,925.00 | 204,947.00 | 181,625.69 | 243,000.55 | 270,516.69 |
| 净利润(百万元) | 32,207.00 | 46,416.00 | 52,502.83 | 86,375.96 | 101,063.21 |
| 增长率(%) | (32.10) | 44.12 | 13.11 | 64.52 | 17.00 |
| EPS(元/股) | 0.27 | 0.38 | 0.43 | 0.71 | 0.83 |
| 市盈率(P/E) | 26.88 | 18.65 | 16.49 | 10.02 | 8.57 |
| 市净率(P/B) | 1.28 | 1.22 | 1.19 | 1.15 | 1.10 |
| 市销率(P/S) | 0.43 | 0.45 | 0.37 | 0.32 | 0.30 |
| EV/EBITDA | 4.84 | 3.72 | 4.95 | 3.13 | 2.26 |

资料来源：wind，天风证券研究所

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 | 7.15元 |
| 目标价格 | 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) | 683,238.06 |
| 流通A股市值(百万元) | 683,238.06 |
| 每股净资产(元) | 5.92 |
| 资产负债率(%) | 42.75 |
| 一年内最高/最低(元) | 7.72/5.44 |

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

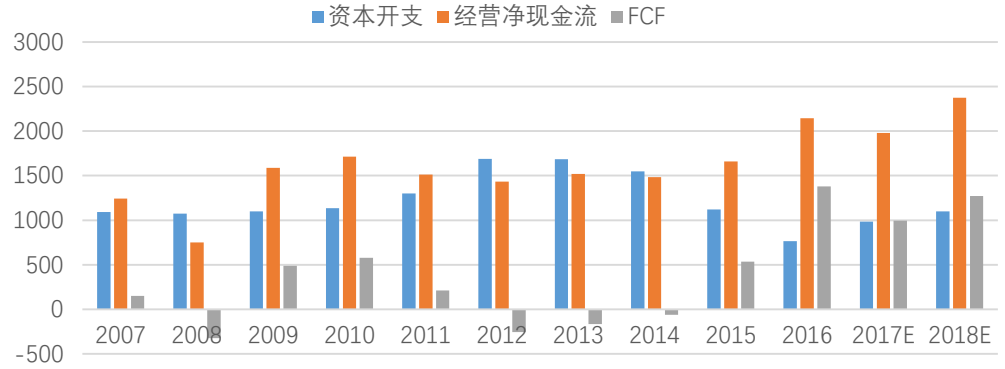


资料来源：贝格数据

相关报告

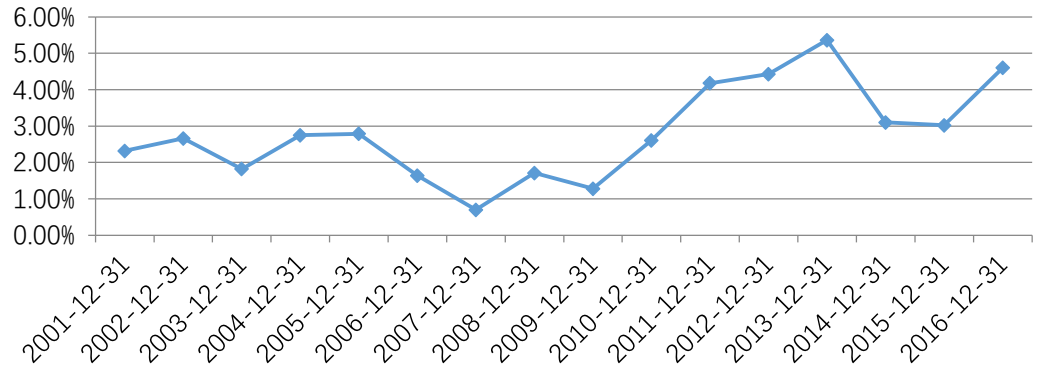
- 1 《中国石化-公司研究简报:从PB/ROE国际比较，看中国石化估值》2018-01-19
- 2 《中国石化-首次覆盖报告:已具备配置价值》2018-01-05

图 1：中国石化自由现金流（亿元）



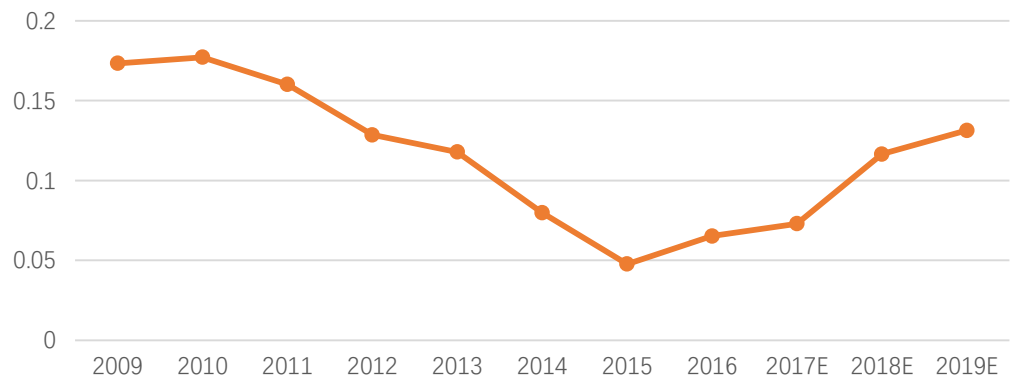
资料来源：公司公告，天风证券研究所预测

图 2：中国石化股息率



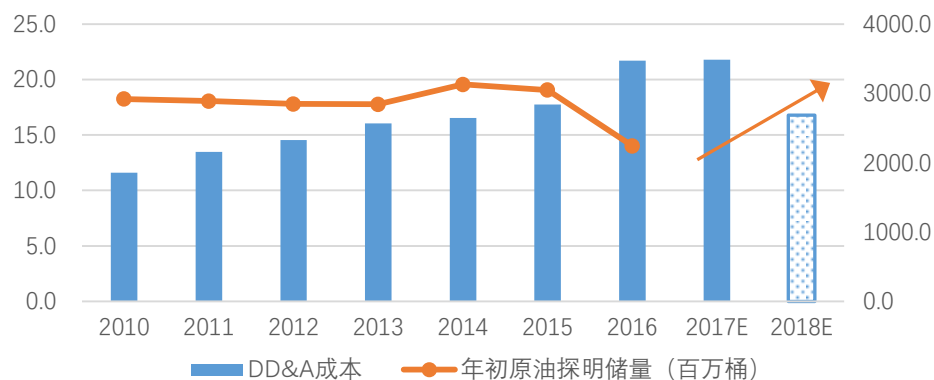
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：中国石化 ROE 修复



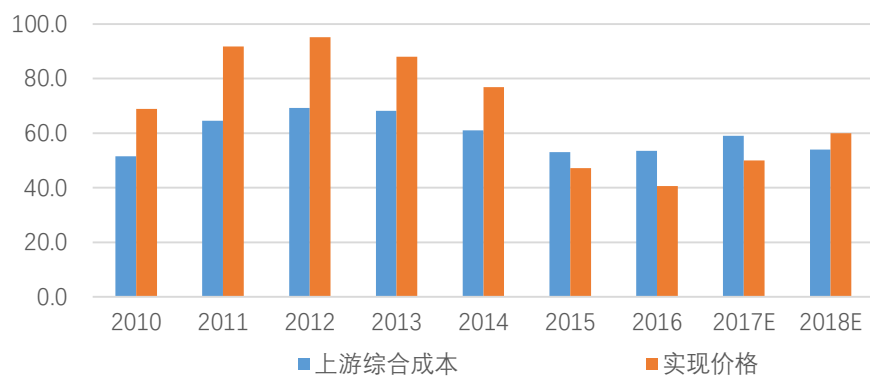
资料来源：公司公告，天风证券研究所预测

图 4：中国石化上游业务有望增加储量、降成本（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所预测

图 5：中国石化上游业务 2018 年有望扭亏（美元/桶）



资料来源：公司公告，天风证券研究所预测

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 | 232,515.51 | 398,562.27 | 576,494.67 |
| 应收账款 | 77,578.00 | 75,885.00 | 91,460.62 | 100,986.84 | 110,705.37 |
| 预付账款 | 2,919.00 | 3,749.00 | 4,252.60 | 4,844.72 | 5,070.64 |
| 存货 | 145,498.00 | 156,511.00 | 205,899.80 | 206,138.64 | 242,950.90 |
| 其他 | 37,853.00 | 33,619.00 | 36,200.20 | 37,965.28 | 39,532.35 |
| 流动资产合计 | 332,405.00 | 412,261.00 | 570,328.73 | 748,497.75 | 974,753.93 |
| 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 | 680,230.65 | 658,471.02 | 632,163.06 |
| 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 | 82,199.17 | 79,040.88 | 75,514.69 |
| 其他 | 61,820.00 | 64,338.00 | 73,630.60 | 84,123.20 | 95,335.80 |
| 非流动资产合计 | 1,110,724.00 | 1,086,348.00 | 1,045,696.30 | 1,010,724.30 | 981,433.02 |
| 资产总计 | 1,443,129.00 | 1,498,609.00 | 1,616,025.00 | 1,759,222.00 | 1,956,186.90 |
| 短期借款 | 74,729.00 | 30,374.00 | 30,374.00 | 30,374.00 | 30,374.00 |
| 应付账款 | 216,763.00 | 253,937.00 | 310,903.00 | 331,284.80 | 368,649.47 |
| 其他 | 171,150.00 | 201,232.00 | 235,285.20 | 236,719.53 | 262,461.30 |
| 流动负债合计 | 462,642.00 | 485,543.00 | 576,562.20 | 598,378.33 | 661,484.77 |
| 长期借款 | 56,493.00 | 62,461.00 | 62,461.00 | 62,461.00 | 62,461.00 |
| 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 |
| 非流动负债合计 | 194,864.00 | 180,541.00 | 180,541.00 | 180,541.00 | 180,541.00 |
| 负债合计 | 657,506.00 | 666,084.00 | 757,103.20 | 778,919.33 | 842,025.77 |
| 少数股东权益 | 110,253.00 | 120,293.00 | 134,719.51 | 158,453.55 | 186,223.29 |
| 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 | 607,078.85 | 632,991.64 | 663,310.60 |
| 其他 | (126,780.00) | (119,692.00) | (119,525.00) | (119,525.00) | (119,525.00) |
| 股东权益合计 | 785,623.00 | 832,525.00 | 862,869.36 | 912,516.19 | 970,604.89 |
| 负债和股东权益总 | 1,443,129.00 | 1,498,609.00 | 1,619,972.50 | 1,691,435.50 | 1,812,630.60 |

| 现金流量表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|---------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 净利润 | 43,346.00 | 59,170.00 | 66,929.34 | 110,110.00 | 128,832.95 |
| 折旧摊销 | 96,368.00 | 108,425.00 | 91,988.70 | 99,713.53 | 107,777.68 |
| 财务费用 | 10,692.00 | 4,336.00 | 2,357.54 | (1,246.76) | (7,291.51) |
| 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 | 25,677.38 | 12,401.26 | 17,490.07 |
| 其它 | 8,054.00 | (8,116.00) | 26,426.51 | 31,734.04 | 35,769.74 |
| 经营活动现金流 | 165,818.00 | 214,543.00 | 197,989.97 | 237,322.57 | 267,189.42 |
| 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) |
| 投资活动现金流 | (116,952.00) | (66,217.00) | (38,654.95) | (52,059.40) | (65,804.28) |
| 债权融资 | 225,752.00 | 186,792.00 | 186,792.00 | 186,792.00 | 186,792.00 |
| 股权融资 | 63,877.00 | 711.00 | (2,190.54) | 1,246.76 | 7,291.51 |
| 其他 | (280,319.00) | (280,550.00) | (253,917.98) | (207,255.17) | (217,536.25) |
| 筹资活动现金流 | 9,310.00 | (93,047.00) | (69,316.52) | (19,216.41) | (23,452.74) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 58,176.00 | 55,279.00 | 90,018.51 | 166,046.76 | 177,932.40 |

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 |
|------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 营业收入 | 2,018,883.00 | 1,930,911.00 | 2,317,093.20 | 2,664,657.10 | 2,931,122.90 |
| 营业成本 | 1,592,771.00 | 1,492,165.00 | 1,790,598.00 | 2,035,798.09 | 2,218,860.03 |
| 营业税金及附加 | 236,343.00 | 232,006.00 | 289,636.65 | 319,758.86 | 351,734.75 |
| 营业费用 | 46,872.00 | 49,550.00 | 60,244.42 | 66,616.43 | 73,278.07 |
| 管理费用 | 71,881.00 | 74,155.00 | 90,366.63 | 106,586.29 | 131,900.53 |
| 财务费用 | 9,017.00 | 6,611.00 | 2,357.54 | (1,246.76) | (7,291.51) |
| 资产减值损失 | 8,767.00 | 17,076.00 | 12,000.00 | 8,000.00 | 8,000.00 |
| 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) |
| 营业利润 | 52,081.00 | 78,876.00 | 87,279.45 | 144,533.78 | 170,030.52 |
| 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 |
| 利润总额 | 55,959.00 | 79,877.00 | 89,239.12 | 146,813.33 | 171,777.26 |
| 所得税 | 12,613.00 | 20,707.00 | 22,309.78 | 36,703.33 | 42,944.32 |
| 净利润 | 43,346.00 | 59,170.00 | 66,929.34 | 110,110.00 | 128,832.95 |
| 少数股东损益 | 11,139.00 | 12,754.00 | 14,426.51 | 23,734.04 | 27,769.74 |
| 归属于母公司净利润 | 32,207.00 | 46,416.00 | 52,502.83 | 86,375.96 | 101,063.21 |
| 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 |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | -28.56% | -4.36% | 20.00% | 15.00% | 10.00% |
| 营业利润 | -20.46% | 51.45% | 10.65% | 65.60% | 17.64% |
| 归属于母公司净利润 | -32.10% | 44.12% | 13.11% | 64.52% | 17.00% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 21.11% | 22.72% | 22.72% | 23.60% | 24.30% |
| 净利率 | 1.60% | 2.40% | 2.27% | 3.24% | 3.45% |
| ROE | 4.77% | 6.52% | 7.29% | 11.66% | 13.14% |
| ROIC | 5.13% | 6.90% | 8.15% | 14.00% | 18.66% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 45.56% | 44.45% | 46.74% | 46.05% | 46.45% |
| 净负债率 | 59.15% | 40.02% | 38.34% | 36.36% | 19.32% |
| 流动比率 | 0.72 | 0.85 | 0.99 | 1.25 | 1.47 |
| 速动比率 | 0.40 | 0.53 | 0.63 | 0.91 | 1.11 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 20.43 | 25.16 | 27.69 | 27.69 | 27.69 |
| 存货周转率 | 12.10 | 12.79 | 12.79 | 12.93 | 13.05 |
| 总资产周转率 | 1.39 | 1.31 | 1.49 | 1.58 | 1.58 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 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 | 1.64 | 1.96 | 2.21 |
| 每股净资产 | 5.58 | 5.88 | 6.01 | 6.23 | 6.48 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 26.88 | 18.65 | 16.49 | 10.02 | 8.57 |
| 市净率 | 1.28 | 1.22 | 1.19 | 1.15 | 1.10 |
| EV/EBITDA | 4.84 | 3.72 | 4.95 | 3.13 | 2.26 |
| EV/EBIT | 11.35 | 7.89 | 10.03 | 5.30 | 3.76 |

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