

中国石化 (600028)

证券研究报告

2018年03月29日

年报分红超预期，利润表修复刚开始

归母净利 511 亿，同比+10%，分红比例 118%超预期

2018 年，公司实现归母净利润 511 亿，同比+10%，因计提减值较多略低于预期（我们原预测 523 亿）；EPS0.422 元。全年计提减值 218 亿，同比+40 亿；四季度计提资产减值损失 147 亿，环比+117 亿。2017 年拟分红 605 亿，分红比例高达 118%，超出我们预期，远超市场预期。

上游勘探开发：减值幅度较大，2018 年有望扭亏为盈

2017 年上游勘探开发板块经营亏损 459 亿，剔除 2016 年管道收益，同比减亏 118 亿。亏损幅度超过之前预期，主因该板块计提减值损失 126 亿幅度超出预期。2017 年，公司原油成本以 Brent 为基准相当于约 68 美金/桶。预计 2018 年公司上游 DDA 成本有望下降 3~5 美金/桶，原因是，油气资产折旧和计提减值的影响 2017 年底比 2016 年底大幅下降 20%。即 2018 年公司原油成本有望下降至 65 美金/桶或以下（以 Brent 基准）。结合我们对 2018 年油价相对乐观的判断，公司上游业务扭亏概率很大。

炼油&化工：库存收益致经营业绩超预期

2017 年炼油板块经营收益 650 亿，同比+87 亿；化工板块经营收益 270 亿，同比+64 亿。炼油和化工板块单位经营收益分别 5.6 和 2.3 美金/桶（2016 年为 4.9 和 1.8 美金/桶），盈利均超之前预期，主要受四季度益油价上涨带来的库存收益，以及四季度化工品产销两旺。加工量和产量方面，原油加工量+1.8%，柴汽比继续小幅调整至 1.17（2016 年为 1.19）。

销售板块：价格战结束，盈利恢复正常

2017 年营销分销事业部经营收益 316 亿，同比-1.8%；其中非油业务贡献 22 亿，同比+47%。该板块经营收益 Q1/2/3/4 分别 90/76/67/83 亿。Q2/3 较低，主要受华北地区价格战影响明显，Q4 已经有所恢复。

资本开支：2018 年上游拟+55%，天然气和西北油田是重点

2017 年公司实现资本开支总计 994 亿，同比+30%，基本完成年初目标。2018 年计划资本开支 1170 亿元，同比 18%。主要增加的是上游勘探开发板块，计划达到 485 亿，同比+55%，重点安排西南页岩气、华北天然气以及西北原油产能建设，推进天然气管道和储气库以及境外油气项目建设等。

公司盈利预测、估值、及投资评级

中国石化过去两年现金流量表显著修复，未来两年将迎来利润表修复。现金流量表修复向资产负债表修复传导的两个路径：1）资本开支减少和计提减值较多带来的 DDA 减少；2）有息负债减少带来的财务费用下降。估值便宜是基础，2017 年分红是催化，2018 年业绩有望超预期，三重逻辑继续重点推荐。维持业绩预测 18/19 年净利润 861/1007 亿元，增加 2020 年净利润预测 1104 亿，对应 18/19/20 年 EPS 为 0.71/0.83 元/0.91 元，当前股价对应 9/8/7 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：国际油价大幅下跌风险；炼化板块受国内扩能冲击的风险。

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	6.62 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)	632,592.44
流通 A 股市值(百万元)	632,592.44
每股净资产(元)	6.01
资产负债率(%)	46.47
一年内最高/最低(元)	7.72/5.53

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-公司深度研究:基本面坚实，利润表修复刚开始》 2018-03-19
- 《中国石化-公司点评:良好的分红潜力，价值投资的生命线》 2018-02-08
- 《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

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,930,911.00	2,360,193.00	2,832,231.60	3,115,454.76	3,427,000.24
增长率(%)	(4.36)	22.23	20.00	10.00	10.00
EBITDA(百万元)	204,947.00	212,086.00	195,875.75	222,918.37	244,752.65
净利润(百万元)	46,416.00	51,119.00	86,138.04	100,706.79	110,384.42
增长率(%)	44.12	10.13	68.50	16.91	9.61
EPS(元/股)	0.38	0.42	0.71	0.83	0.91
市盈率(P/E)	17.27	15.68	9.30	7.96	7.26
市净率(P/B)	1.13	1.10	1.03	0.97	0.89
市销率(P/S)	0.42	0.34	0.28	0.26	0.23
EV/EBITDA	3.72	3.65	3.95	3.29	2.74

资料来源：wind，天风证券研究所



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	142,497.00	165,004.00	226,578.53	344,393.13	492,060.52
应收账款	75,885.00	84,961.00	108,054.20	104,262.52	129,285.87
预付账款	3,749.00	4,901.00	4,987.18	5,847.05	6,070.60
存货	156,511.00	186,693.00	205,637.79	224,229.24	248,624.49
其他	33,619.00	87,490.00	90,360.80	91,018.48	94,242.13
流动资产合计	412,261.00	529,049.00	635,618.49	769,750.42	970,283.62
长期股权投资	116,812.00	131,087.00	131,087.00	131,087.00	131,087.00
固定资产	690,594.00	650,774.00	678,477.11	699,914.15	721,289.05
在建工程	129,581.00	118,645.00	86,262.32	68,340.25	59,245.29
无形资产	85,023.00	97,126.00	98,975.25	101,062.34	103,411.04
其他	64,338.00	68,823.00	77,879.00	88,135.00	99,111.00
非流动资产合计	1,086,348.00	1,066,455.00	1,072,680.60	1,088,538.70	1,114,143.30
资产总计	1,498,609.00	1,595,504.00	1,708,299.10	1,858,289.10	2,084,427.00
短期借款	30,374.00	54,701.00	92,496.17	132,496.17	172,496.17
应付账款	253,937.00	284,923.00	331,070.32	343,858.14	398,563.16
其他	201,232.00	239,822.00	259,473.61	267,165.60	289,612.33
流动负债合计	485,543.00	579,446.00	683,040.10	743,519.91	860,671.67
长期借款	62,461.00	67,754.00	457.54	2,457.54	6,457.54
应付债券	54,985.00	31,370.00	31,370.00	31,370.00	31,370.00
其他	63,095.00	62,864.00	62,864.00	62,864.00	62,864.00
非流动负债合计	180,541.00	161,988.00	94,691.54	96,691.54	100,691.54
负债合计	666,084.00	741,434.00	777,731.64	840,211.45	961,363.21
少数股东权益	120,293.00	126,826.00	155,299.78	188,083.67	225,986.27
股本	121,071.00	121,071.00	121,071.00	121,071.00	121,071.00
资本公积	119,525.00	119,557.00	119,557.00	119,557.00	119,557.00
留存收益	591,328.00	609,698.00	654,196.75	708,923.04	776,006.53
其他	(119,692.00)	(123,082.00)	(119,557.00)	(119,557.00)	(119,557.00)
股东权益合计	832,525.00	854,070.00	930,567.53	1,018,077.70	1,123,063.80
负债和股东权益总	1,498,609.00	1,595,504.00	1,708,299.10	1,858,289.10	2,084,427.00

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	59,170.00	70,294.00	86,138.04	100,706.79	110,384.42
折旧摊销	108,425.00	115,310.00	44,874.77	48,646.83	52,645.14
财务费用	4,336.00	676.00	(319.12)	(3,014.48)	(5,006.77)
投资损失	(30,779.00)	(19,060.00)	(9,530.00)	(9,530.00)	(9,530.00)
营运资金变动	81,347.00	17,657.00	23,747.96	7,106.49	27,229.95
其它	(7,956.00)	6,058.00	28,473.78	32,783.89	37,902.60
经营活动现金流	214,543.00	190,935.00	173,385.43	176,699.52	213,625.33
资本支出	73,636.00	93,444.00	54,044.45	67,448.90	81,193.78
长期投资	33,842.00	14,275.00	0.00	0.00	0.00
其他	(173,695.00)	(253,042.00)	(98,558.90)	(125,367.79)	(152,857.57)
投资活动现金流	(66,217.00)	(145,323.00)	(44,514.45)	(57,918.90)	(71,663.78)
债权融资	186,792.00	180,506.00	151,004.72	193,004.72	237,004.72
股权融资	711.00	1,957.00	10,687.12	9,857.48	11,849.77
其他	(280,550.00)	(238,972.00)	(228,988.29)	(203,828.22)	(243,148.64)
筹资活动现金流	(93,047.00)	(56,509.00)	(67,296.46)	(966.02)	5,705.84
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	55,279.00	(10,897.00)	61,574.53	117,814.61	147,667.39

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,930,911.00	2,360,193.00	2,832,231.60	3,115,454.70	3,427,000.20
营业成本	1,492,165.00	1,890,398.00	2,160,992.71	2,367,745.62	2,604,520.18
营业税金及附加	232,006.00	235,292.00	354,028.95	389,431.85	428,375.03
营业费用	49,550.00	56,055.00	67,407.11	75,549.78	83,104.76
管理费用	74,155.00	78,928.00	94,713.60	104,367.73	114,804.51
财务费用	6,611.00	1,560.00	(319.12)	(3,014.48)	(5,006.77)
资产减值损失	17,076.00	21,791.00	13,618.25	13,618.25	13,618.25
公允价值变动收益	(216.00)	(13.00)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	30,779.00	19,060.00	9,530.00	9,530.00	9,530.00
其他	(50,091.00)	(29,843.00)	(19,060.00)	(19,060.00)	(19,060.00)
营业利润	78,876.00	86,965.00	151,320.10	177,286.02	197,114.28
营业外收入	4,964.00	1,317.00	4,408.67	3,563.22	3,096.30
营业外支出	3,963.00	1,709.00	2,913.00	2,861.67	2,494.56
利润总额	79,877.00	86,573.00	152,815.76	177,987.57	197,716.02
所得税	20,707.00	16,279.00	38,203.94	44,496.89	49,429.01
净利润	59,170.00	70,294.00	114,611.82	133,490.68	148,287.02
少数股东损益	12,754.00	19,175.00	28,473.78	32,783.89	37,902.60
归属于母公司净利润	46,416.00	51,119.00	86,138.04	100,706.79	110,384.42
每股收益(元)	0.38	0.42	0.71	0.83	0.91

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-4.36%	22.23%	20.00%	10.00%	10.00%
营业利润	51.45%	10.26%	74.00%	17.16%	11.18%
归属于母公司净利润	44.12%	10.13%	68.50%	16.91%	9.61%
获利能力					
毛利率	22.72%	19.90%	23.70%	24.00%	24.00%
净利率	2.40%	2.17%	3.04%	3.23%	3.22%
ROE	6.52%	7.03%	11.11%	12.13%	12.30%
ROIC	6.90%	8.71%	14.94%	17.51%	18.93%
偿债能力					
资产负债率	44.45%	46.47%	45.53%	45.21%	46.12%
净负债率	40.02%	38.73%	42.55%	39.30%	26.96%
流动比率	0.85	0.91	0.93	1.04	1.13
速动比率	0.53	0.59	0.63	0.73	0.84
营运能力					
应收账款周转率	25.16	29.35	29.35	29.35	29.35
存货周转率	12.79	13.75	14.44	14.49	14.49
总资产周转率	1.31	1.53	1.71	1.75	1.74
每股指标(元)					
每股收益	0.38	0.42	0.71	0.83	0.91
每股经营现金流	1.77	1.58	1.43	1.46	1.76
每股净资产	5.88	6.01	6.40	6.86	7.41
估值比率					
市盈率	17.27	15.68	9.30	7.96	7.26
市净率	1.13	1.10	1.03	0.97	0.89
EV/EBITDA	3.72	3.65	3.95	3.29	2.74
EV/EBIT	7.89	7.99	5.12	4.20	3.49

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 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com