

中国石化 (600028) \ 化工

——业绩稳健，中石化资本孕育新动能

投资建议:	推荐
上次建议:	推荐
当前价格:	6.65元
目标价格:	7.65元

事件:

7月18日，中国石化资本作为布局新兴产业的投资平台，落户雄安新区，注册资本100亿元。

7月25日，公司发布2018年上半年生产数据与业绩预增公告，净利同比增长50%左右。

7月26日公司石化可交换债券的发行获得中国证券监督管理委员会核准。

投资要点:

➤ 油价攀升助力勘探开采板块，公司上半年盈利同比增长50%

2018年上半年国际油价稳步上扬，在需求增长、OPEC 减产落实和地缘政治多重影响下，OPEC月度一揽子油价从1月份的66.85美元/桶，7月份升至73.27美元/桶，涨幅约为9.6%，公司上游勘探开采板块业绩大幅改善，且公司上下游一体化优势继续巩固，2018H1实现净利约406 亿，同比增长50%左右，符合业绩预测。

➤ 一体化优势继续，勘探开采扭亏为盈

从2018H1主要产品生产及销售数据来看，上半年实际开采原油1956万吨，同比下降 1.52%，天然气产量135亿立方米，同比增加5.33%。原油加工量1.21亿吨，同比增加2.49%，汽油产量3004 万吨，同比上升 5.74%，柴油产量为 3209 万吨，同比减少 1.78%。境内成品油总经销量为 8845 万吨，同比上升 1.41%。

化工板块中乙烯产量579万吨，同比增长3.16%。比较一季度开采、炼油、销售、化工分别实现EBIT -3.2亿、190.1亿、89.3亿、84.5亿，预计二季度勘探开采扭亏为盈25亿，受益于原油库存炼油板块增加至220亿，销售和化工板块则相对持平。公司继续发挥一体化优势，原油价格低位，则勘探开采亏损，但更大体量的炼油规模和化工品成本下降，原油和成品油售价差扩大，低油价刺激销量提升，预计油价处于55~65美元/桶，公司业绩相对更优。

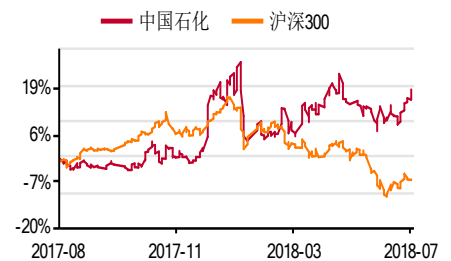
财务数据估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营收(百万元)	1930911.00	2360193.00	2504477.64	2482350.20	2547448.80
增长率	-4.36%	22.23%	6.11%	-0.88%	2.62%
EBITDA (百万元)	194105.00	202997.00	204694.24	198241.18	193477.14
净利润(百万元)	46416.00	51119.00	60614.76	55310.18	51084.59
增长率(%)	44.12%	10.13%	18.58%	-8.75%	-7.64%
EPS (元/股)	0.38	0.42	0.50	0.46	0.42
市盈率(P/E)	17.35	15.75	13.28	14.56	15.76
市净率(P/B)	1.13	1.11	1.02	0.95	0.90

数据来源：公司公告，国联证券研究所

基本数据

总股本/A股流通股(亿股)	1211/956
流通A股市值(亿元)	6460
每股净资产(元)	6.16
资产负债率(%)	44.21
一年内最高/最低(元)	7.72/5.77

一年内股价相对走势



马群星 分析师

执业证书编号：S0590516080001

电话：0510-85613163

邮箱：maqx@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《中国石化 (600028) \ 化工行业》
《油价上行助业绩改善，Q4 值得期待》
- 2、《中国石化 (600028) \ 化工行业》
《油价回暖助上游减亏，化工板块仍或景气》
- 3、《中国石化 (600028) \ 化工行业》
《油价中枢向上，拆分上市助资产重估》
- 4、《中国石化 (600028) \ 化工行业》
《一体化助推业绩，油价攀升利好有限》

➤ 基础石化品近虑远忧，中长期内存在压力

石化产品定价主要受供需面决定，当前价格保持在需求景气区间内。公司年产近8000万吨化工品，其中乙烯1200万吨产能规模，考虑石脑油和乙烯价差，化工板块近270亿的经营收益中，乙烯占80%以上，如果撇除乙烯业务贡献，近乎陷入无利可图。过去五年来全球乙烯受需求增速3~5%，供给存在缺口的正面推动，东北亚价格有效维持1200美元/吨以上，但测算亚洲乙烯与石脑油季度平均价差正在收窄，从2018Q1的660美元/吨缓慢跌至2018Q2的598美元/吨。截止2020年，北美地区总规划1500万吨乙烷制乙烯投放，国内1200万吨煤制烯烃，中东地区也将有部分新增产能释放，中长期来看乙烯新增产能增速将高于实际需求增速，未来一旦拐点来临，乙烯供需平衡打破，价格回归至1000美元/吨以下，测算化工板块EBIT预计将减半至150亿。

➤ 中国石化资本孕育新动能

公司最新公告于雄安新区成立中石化资本，将其作为公司布局新兴产业的投资平台，其中集团出资51亿元，占股51%，股份公司出资49亿元，占股49%。平台主要投资新能源、新材料、节能环保及智能制造等战略性新兴产业，担负着支持公司寻找和培育发展新动能的使命。中国石化资本除了直接投资外，还将发起设立具有明显市场化特征的基金，包括科技创新基金、新兴产业基金和混合所有制改革引导基金，并推动部分非主营业务通过混合所有制改革提质增效。结合公司石化可交换债券项目，发行期限不超过5年，拟募集资金总额不超过人民币500亿元，已获得中国证券监督管理委员会核准。预示着公司将资本和金融板块作为潜在主业之一，加以培育发展，承担未来新动能的职责。

➤ 预计公司2018~2020年归母净利分别为606.14、553.10和510.85亿元，EPS分别为0.50、0.46和0.42元/股，对应当前股价PE分别为13.28X、14.56X和15.76X，给予公司（600028.SH，00386.HK）目标价人民币7.65元，维持“推荐”评级。

➤ 风险提示

油价大幅度上涨至天花板，触发成品油限价；成品油行业竞争加剧。

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	87546	87724	106676	189355	281112	营业收入	193091	236019	250447	248235	254744
应收账款+票据	89082	101168	100712	99384	105960	营业成本	149216	189039	201113	200072	207312
预付账款	3749	4901	3971	4855	4290	营业税金及附加	232006	235292	239998	241198	242404
存货	156511	186693	178431	184803	191575	营业费用	49550	56055	58297	58006	59166
其他	20422	20087	20087	20087	20087	管理费用	74155	78928	77349	76811	77696
流动资产合计	357310	451769	461074	549681	654220	财务费用	6611	1560	3401	737	(1867)
长期股权投资	116812	131087	131087	131087	131087	资产减值损失	17076	21791	11800	11400	10400
固定资产	690594	650774	552575	567489	571157	公允价值变动收益	(216)	(13)	0	0	0
在建工程	129581	118645	230645	213000	194560	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	85023	97126	94366	91606	88846	其他	(11035)	(11089)	(10861)	(10861)	(10861)
其他非流动资产	57124	53692	52220	50748	49276	营业利润	48097	65067	91636	82610	75662
非流动资产合计	107913	105132	106089	105392	103492	营业外净收益	31780	21506	19500	18800	18000
资产总计	143644	150309	152196	160361	168914	利润总额	79877	86573	111136	101410	93662
短期借款	36374	54701	0	0	0	所得税	20707	16279	27784	25352	23416
应付账款+票据	180129	206535	204825	204406	219633	净利润	59170	70294	83352	76057	70247
其他	214536	232265	224198	230203	230265	少数股东损益	12754	19175	22737	20747	19162
流动负债合计	431039	493501	429023	434609	449898	归属于母公司净利	46416	51119	60615	55310	51085
长期带息负债	117446	99124	99124	99124	99124						
长期应付款	0	0	0	0	0						
其他	55434	56398	56398	56398	56398						
非流动负债合计	172880	155522	155522	155522	155522						
负债合计	603919	649023	584545	590131	605420	成长能力					
少数股东权益	120293	126826	149563	170310	189472	营业收入	-4.36%	22.23%	6.11%	-0.88%	2.62%
股本	121071	121071	121071	121071	121071	EBIT	39.88%	2.34%	30.08%	-10.86	-10.19
资本公积	119525	119557	119557	119557	119557	EBITDA	23.15%	4.58%	0.84%	-3.15%	-2.40%
留存收益	471636	486616	547231	602541	653626	归属于母公司净利	-32.10	10.13%	18.58%	-8.75%	-7.64%
股东权益合计	832525	854070	937422	101347	108372	获利能力					
负债和股东权益总计	143644	150309	152196	160361	168914	毛利率	22.72%	19.90%	19.70%	19.40%	18.62%
						净利率	3.06%	2.98%	3.33%	3.06%	2.76%
						ROE	6.52%	7.03%	7.69%	6.56%	5.71%
						ROIC	6.18%	7.48%	7.76%	6.70%	5.98%
						偿债能力					
						资产负债率	42.04%	43.18%	38.41%	36.80%	35.84%
						流动比率	0.83	0.92	1.07	1.26	1.45
						速动比率	0.42	0.50	0.61	0.79	0.98
						营运能力					
						应收账款周转率	30.41	27.86	34.52	29.80	33.24
						存货周转率	9.53	10.13	11.27	10.83	10.82
						总资产周转率	1.34	1.57	1.65	1.55	1.51
						每股指标(元)					
						每股收益	0.38	0.42	0.50	0.46	0.42
						每股经营现金流	1.78	1.58	1.44	1.40	1.40
						每股净资产	5.88	6.01	6.51	6.96	7.39
						估值比率					
						市盈率	17.35	15.75	13.28	14.56	15.76
						市净率	1.13	1.11	1.02	0.95	0.90
						EV/EBITDA	5.25	4.89	4.61	4.45	4.19
						EV/EBIT	11.89	11.32	8.28	8.67	8.88

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

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。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810