

中国石化 (600028)

证券研究报告

2018年10月31日

18Q3 点评：上游有望向好，炼化、销售承压

Q3 业绩略低于预期

Q1-3, 公司实现营业收入 20730 亿元, 同比+18.8%; 归母净利润 600 亿, 同比+56.3%; 扣非净利润 572 亿, 同比+56.6%; EPS0.495 元。Q3 单季, 实现归母净利润 184 亿, EPS0.15 元, 略低于我们之前预期。低于预期主要原因: 1) 上游勘探开发三季度经营亏损约 16 亿, 环比小幅扩大; 2) 炼油板块受库存因素影响, 盈利不及预期; 3) 内部抵消环比增加约 26 亿。

上游勘探开发：亏损环比小幅增加，降本趋势尚待观察

前三季度, 公司原油产量 2.16 亿桶, 同比-1.7%; 其中国内原油产量 1.87 亿桶, 同比+0.2%; 天然气产量 202 亿方, 同比+5.9%。三季度天然气产量有所提速, 同比+7.0%。

实现价格, 前三季度原油平均实现价格 65.1 美金/桶, Q3 环比小幅上升约 2 美金/桶, 与国际油价趋势相符。Q3 勘探开发亏损 16 亿, 环比小幅增加, 可能因为成本上升。展望四季度, 预计受益油价均值上行, 经营利润有望扭亏, 关注是否计提减值。

炼化：炼油剔除库存收益因素总体平稳，化工未来面临压力

炼油 Q3 经营利润 147 亿, 环比下滑 52 亿; 单位利润 4.7 美金/桶, 环比下滑 2.2 美金/桶。主要是 Q3 库存收益环比减少的因素。行业层面, 根据国内成品油调价情况, 已经对国际原油涨价、人民币汇率贬值因素考虑在内, 成品油裂解价差 Q3 维持良好水平, 进入 10 月份之后仍维持高位。

化工板块 Q3 经营利润 75 亿, 环比基本持平。行业层面, 三季度乙烯价差环比扩大 263 元/吨, 芳烃因 7~8 月 PX 暴涨更是处于暴利状态。展望四季度和明年, 乙烯受轻质化冲击价格近期大幅回落, 从前期高点下滑 27%; 芳烃仍维持较高利润, 但明年上半年存在风险。预计未来 2~3 个季度, 化工品盈利面临风险。

销售：国内成品油消费承压，非油业务继续较快增长

销售板块 Q3 经营利润 66 亿, 环比减少 17 亿。国内成品油消费增速呈现下滑趋势, 1~9 月国内汽油消费+2.9%, 柴油消费-3.6%, 增速均呈现下降趋势。在此背景下, 公司销售端呈现一定压力。值得注意的是, Q1~3, 公司成品油产量+3.5%, 成品油销量仅+1.3%; Q1~3, 公司成品油产量+4.4%, 成品油销量仅+1.1%。反映了在终端需求低迷的情况下, 主营对地炼挤压的加剧。

非油业务收入为 242.5 亿元, 同比增长 13.4%。截至三季度末, 便利店数量 26981 个, 比 2017 年底增加 4.7%。

盈利预测及估值：基于 Q3 业绩低于预期, 我们下调 18/19 年业绩预测至 800.7、850.2 亿 (前值 861.4、1007.1 亿元), 维持 2020 年不变, 当前股价对应 18/19/20 年 PE9.54/8.99/6.92 倍, 维持“买入”评级。

风险提示：后期国际油价大跌的风险; 天然气勘探开发不及预期的风险; 成品油过剩带来业绩承压的风险。

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	185,113.27	195,190.82	244,752.65
净利润(百万元)	46,416.00	51,119.00	80,071.53	85,018.32	110,328.69
增长率(%)	44.12	10.13	56.64	6.18	29.77
EPS(元/股)	0.38	0.42	0.66	0.70	0.91
市盈率(P/E)	16.46	14.94	9.54	8.99	6.92
市净率(P/B)	1.07	1.05	1.02	1.01	1.00
市销率(P/S)	0.40	0.32	0.27	0.25	0.22
EV/EBITDA	3.72	3.65	4.12	3.92	3.14

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	6.31 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)	602,969.54
流通 A 股市值(百万元)	602,969.54
每股净资产(元)	5.97
资产负债率(%)	48.11
一年内最高/最低(元)	7.72/5.89

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-半年报点评:业绩略超预期, 全年分红可期》2018-09-02
- 《中国石化-季报点评:业绩符合预期, 两点基本面逻辑得到验证》2018-04-27
- 《中国石化-年报点评报告:年报分红超预期, 利润表修复刚开始》2018-03-29



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	295,617.23	377,715.67
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	5,036.42	5,924.68	5,992.97
存货	156,511.00	186,693.00	207,591.73	227,309.26	245,544.47
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	637,621.68	724,132.18	852,781.10
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	1,710,302.30	1,812,670.90	1,966,924.40
短期借款	30,374.00	54,701.00	114,849.33	154,849.33	194,849.33
应付账款	253,937.00	284,923.00	334,138.17	348,694.05	393,727.25
其他	201,232.00	239,822.00	259,543.58	267,275.89	289,502.04
流动负债合计	485,543.00	579,446.00	708,531.09	770,819.28	878,078.62
长期借款	62,461.00	67,754.00	7,394.76	9,394.76	13,394.76
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	101,628.76	103,628.76	107,628.76
负债合计	666,084.00	741,434.00	810,159.85	874,448.04	985,707.38
少数股东权益	120,293.00	126,826.00	153,294.43	180,971.13	218,854.59
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	625,777.08	636,180.75	641,291.51
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	900,142.51	938,222.88	981,217.11
负债和股东权益总	1,498,609.00	1,595,504.00	1,710,302.30	1,812,670.90	1,966,924.40

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	59,170.00	70,294.00	80,071.53	85,018.32	110,328.69
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)	(4,906.95)
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	24,882.60	7,760.40	23,652.85
其它	(7,956.00)	6,058.00	26,468.43	27,676.69	37,883.47
经营活动现金流	214,543.00	190,935.00	166,448.21	156,557.77	210,073.19
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	180,295.10	222,295.10	266,295.10
股权融资	711.00	1,957.00	10,687.12	9,857.48	11,749.95
其他	(280,550.00)	(238,972.00)	(251,341.45)	(261,752.75)	(334,356.02)
筹资活动现金流	(93,047.00)	(56,509.00)	(60,359.24)	(29,600.17)	(56,310.97)
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	69,038.71	82,098.43

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	1,930,911.0	2,360,193.0	2,832,231.60	3,115,454.7	3,427,000.2
营业成本	1,492,165.00	1,890,398.00	2,171,755.19	2,395,473.16	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)	(4,906.95)
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	140,557.62	149,558.47	197,014.46
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	142,053.28	150,260.02	197,616.20
所得税	20,707.00	16,279.00	35,513.32	37,565.01	49,404.05
净利润	59,170.00	70,294.00	106,539.96	112,695.02	148,212.15
少数股东损益	12,754.00	19,175.00	26,468.43	27,676.69	37,883.47
归属于母公司净利润	46,416.00	51,119.00	80,071.53	85,018.32	110,328.69
每股收益(元)	0.38	0.42	0.66	0.70	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%	61.63%	6.40%	31.73%
归属于母公司净利润	44.12%	10.13%	56.64%	6.18%	29.77%
获利能力					
毛利率	22.72%	19.90%	23.32%	23.11%	24.00%
净利率	2.40%	2.17%	2.83%	2.73%	3.22%
ROE	6.52%	7.03%	10.72%	11.23%	14.47%
ROIC	6.90%	8.71%	13.87%	14.74%	18.97%

偿债能力	2016	2017	2018E	2019E	2020E
资产负债率	44.45%	46.47%	47.37%	48.24%	50.11%
净负债率	40.02%	38.73%	43.98%	42.98%	36.34%
流动比率	0.85	0.91	0.90	0.94	0.97
速动比率	0.53	0.59	0.61	0.64	0.69
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	14.37	14.33	14.49
总资产周转率	1.31	1.53	1.71	1.77	1.81

每股指标(元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.38	0.42	0.66	0.70	0.91
每股经营现金流	1.77	1.58	1.37	1.29	1.74
每股净资产	5.88	6.01	6.17	6.25	6.30

估值比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率	16.46	14.94	9.54	8.99	6.92
市净率	1.07	1.05	1.02	1.01	1.00
EV/EBITDA	3.72	3.65	4.12	3.92	3.14
EV/EBIT	7.89	7.99	5.44	5.23	4.00

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com