



中国石化(600028)

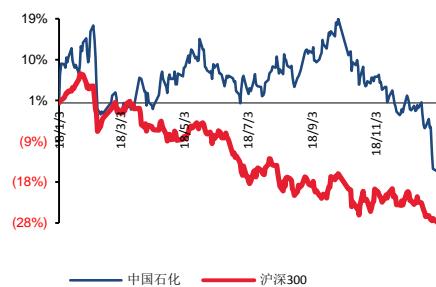
目标价: 6.89

昨收盘: 5.01

能源 能源 II

市场或对联合石化损失事件反应过度，PB 低位，维持“买入”

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	121,071/121,071
总市值/流通(百万元)	606,567/606,567
12 个月最高/最低(元)	7.63/5.01

相关研究报告:

中国石化(600028)《【太平洋化工】

中国石化 2018 中报点评: 业绩好, 分红高, 稳健投资标的, 维持“买入”》—2018/08/27

中国石化(600028)《【太平洋化工】

中国石化 2018 一季报点评: 中油价时代, 炼化舒适区, 维持“买入”》—2018/04/27

中国石化(600028)《【太平洋化工】

中国石化年报点评: 业绩好转趋势明显, 分红超预期》—2018/03/25

证券分析师: 柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

证券分析师: 杨伟

电话: 010-88695130

事件: 2018 年 12 月 28 日, 公司发布关于媒体报道的澄清公告, 联合石化在某些原油交易过程中因油价下跌产生部分损失, 公司正在评估具体情况。受此事件影响, 公司近期股价大幅调整。

主要观点:

1. 一次性损益, 具体损失额度尚在评估

2015–2017 年, 中国石化原油加工量分别为 2.365 亿吨、2.355 亿吨、2.385 亿吨, 2018 年计划加工原油 2.39 亿吨, 其中约 80% 需要进口。联合石化为中国石化全资子公司, 主要从事原油及石化产品贸易。2017 年中国进口原油 4.2 亿吨, 其中联合石化进口原油 1.85 亿吨, 占中国原油进口总量的 44%。我们认为其应用金融衍生品工具进行套期保值实为职责所在。据部分媒体报道, 对本次亏损金额多有臆测, 实际公司尚在评估。从事件爆发至今, 公司市值下滑超 700 亿元。我们认为市场担心的或许是联合石化内部流程及风控制度是否有漏洞, 本次交易是否合规, 公司未来治理及研判水平是否改善。

2. 炼油战国, 强者胜, 中油价利好炼化行业

2018 年 10 月份以来, 国际油价大幅调整, 滑入中低油价水平。展望未来, 我们维持前期判断, 当前决定油价的核心因素依然为供给侧, 从产油国的利益出发, 油价上涨符合产油国利益, 对于寡头市场, 具备上涨动力。从成本端出发, 考虑页岩油成本在 45 美元/桶以上, 油价下有底。

随着民营大炼化的投产, 我们认为竞争在所难免。影响炼化项目盈利水平的因素, 除了外部油价波动, 宏观经济增长速度, 关键在于项目本身的产品结构、炼化一体化程度、经营管理及抗风险能力等。规范成品油税收后, 预计缺乏竞争力的小规模炼厂逐步淘汰。公司拥有 2.6 亿吨炼油、1150 万吨乙烯、1000 万吨丙烯、100 万吨丁二烯、670 万吨聚丙烯, 3 万多座加油站, 资产优良, 具备竞争力。

3. 高分红, 低估值

公司 2017 年分红 605.4 亿元, 2018 年中期每股股利 0.16 元, 同比+60%。目前公司 PB 为 0.84, 接近历史最低值 0.8。同时, 深化改革持续推进, 公司销售板块有望价值重估。

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030005

4. 盈利预测及评级

考虑 2018 年 Q4 油价大幅下行，公司勘探及开发板块预计亏损、库存损失以及预计减值，我们下调公司盈利预测。暂不考虑联合石化损失影响，预计公司 2018–2020 年归母净利分别为 658.46 亿元、636.56 亿元和 621.93 亿元，对应 EPS 0.54 元、0.53 元和 0.51 元，PE 9.2X、9.5X 和 9.8X。考虑公司资产优良、高分红、低估值，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济不及预期、油价大幅波动、炼能过剩竞争加剧、产品价格大幅波动、联合石化损失

■ 盈利预测和财务指标:

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,360,193	2,625,100	2,446,441	2,593,839
(+/-%)	22.2%	11.2%	-6.8%	6.0%
净利润(百万元)	51,119	65,846	63,656	62,193
(+/-%)	10.1%	28.8%	-3.3%	-2.3%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.54	0.53	0.51
市盈率(PE)	11.9	9.2	9.5	9.8

资料来源: Wind, 太平洋证券

资产负债表					利润表				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	165,004	274,011	443,487	632,803	营业收入	2,360,193	2,625,100	2,446,441	2,593,839
应收票据	16,207	200	200	230	营业成本	1,890,398	2,096,174	1,955,664	2,083,900
应收账款	68,494	21,876	20,387	21,615	营业税金及附加	235,292	261,701	243,890	258,585
预付账款	4,901	5,434	16,297	17,366	销售费用	56,055	60,377	58,715	60,955
存货	186,693	203,795	217,296	231,544	管理费用	78,928	86,628	80,733	85,597
其他流动资产	87,750	53,696	53,696	53,696	财务费用	1,560	1,600	1,700	1,800
流动资产合计	529,049	559,012	751,364	957,254	资产减值损失	21,791	18,700	10,530	10,270
其他长期投资	1,676	1,676	1,676	1,676	公允价值变动收益	-13	-13	-13	-13
长期股权投资	131,087	131,087	131,087	131,087	投资收益	19,060	12,000	13,000	13,000
固定资产	650,774	502,113	378,274	275,113	营业利润	86,965	111,906	108,197	105,719
在建工程	118,645	1,600	1,500	1,500	营业外收入	1,317	1,317	1,317	1,317
无形资产	97,126	500	600	600	营业外支出	1,709	1,709	1,709	1,709
其他非流动资产	67,147	67,147	67,147	67,147	利润总额	86,573	111,514	107,805	105,327
非流动资产合计	1,066,455	704,123	580,284	477,123	所得税	16,279	20,969	20,271	19,806
资产合计	1,595,504	1,263,135	1,331,648	1,434,377	净利润	70,294	90,545	87,534	85,522
短期借款	54,701	1,800	2,000	2,400	少数股东损益	19,175	24,699	23,878	23,329
应付票据	6,462	1,650	1,650	1,650	归属母公司净利润	51,119	65,846	63,656	62,193
应付账款	200,073	151,390	141,242	150,504	NOPLAT	80,806	97,614	87,237	85,096
预收款项	120,734	134,285	125,146	132,686	EPS (摊薄)	0.42	0.54	0.53	0.51
其他应付款	84,850	50	65	65					
一年内到期的非流动	26,681	26,681	26,681	26,681					
其他流动负债	85,945	1,182	1,182	1,182					
流动负债合计	579,446	317,038	297,966	315,168					
长期借款	67,754	100	100	100					
应付债券	31,370	1,350	1,395	1,395					
其他非流动负债	62,864	31	37	43					
非流动负债合计	161,988	1,481	1,532	1,538					
负债合计	741,434	318,519	299,498	316,706					
归属母公司所有者权益	727,244	793,090	856,746	918,939					
少数股东权益	126,826	151,525	175,403	198,732					
所有者权益合计	854,070	944,615	1,032,149	1,117,671					
负债和股东权益	1,595,504	1,263,135	1,331,648	1,434,377					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	221,150	58,357	117,938	137,722	成长能力				
现金收益	198,551	207,912	171,008	148,158	营业收入增长率	22.2%	11.2%	-6.8%	6.0%
存货影响	-30,182	-17,102	-13,501	-14,248	EBIT增长率	19.9%	20.8%	-10.6%	-2.5%
经营性应收影响	-44,158	43,392	-19,904	-12,597	归母公司净利润增长率	10.1%	28.8%	-3.3%	-2.3%
经营性应付影响	56,426	-124,744	-19,272	16,802	获利能力				
其他影响	40,513	-51,101	-392	-392	毛利率	19.9%	20.1%	20.1%	19.7%
投资活动现金流	-127,566	265,658	52,987	52,987	净利率	3.0%	3.4%	3.6%	3.3%
资本支出	-76,657	253,671	40,000	40,000	ROE	7.0%	8.3%	7.4%	6.8%
股权投资	4,785	12,000	13,000	13,000	ROIC	9.6%	11.7%	9.5%	8.5%
其他长期资产变化	-55,694	-13	-13	-13	偿债能力				
融资活动现金流	-56,826	-215,008	-1,449	-1,394	资产负债率	46.5%	25.2%	22.5%	22.1%
借款增加	-6,286	-150,575	245	400	债务权益比	28.5%	3.2%	2.9%	2.7%
财务费用	-1,560	-1,600	-1,700	-1,800	流动比率	91.3%	176.3%	252.2%	303.7%
股东融资	-48,749	0	0	0	速动比率	59.1%	112.0%	179.2%	230.3%
其他长期负债变化	-231	-62,833	6	6	营运能力				
					总资产周转率	1.5	2.1	1.8	1.8
					应收账款周转天数	10	3	3	3
					应付账款周转天数	38	26	26	26
					存货周转天数	36	35	40	40
					每股指标(元)				
					每股收益	0.42	0.54	0.53	0.51
					每股经营现金流	1.83	0.48	0.97	1.14
					每股净资产	6.01	6.55	7.08	7.59
					估值比率				
					P/E	11.9	9.2	9.5	9.8
					P/B	0.8	0.8	0.7	0.7
					EV/EBITDA	4.0	3.7	4.4	5.1

资料来源：WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	li yangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

粤
美

13554982912

zhangzy@tpyzq.com

18271801566

wangjm@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566



重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。