



中国石化(600028)

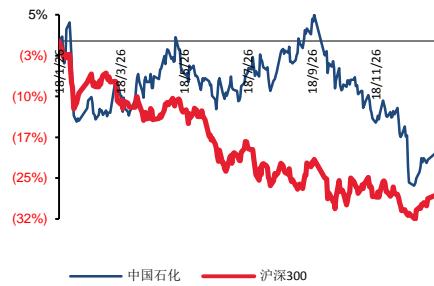
目标价: 6.89

昨收盘: 5.47

能源 能源 II

## 瑕不掩瑜, 2018 可圈可点, 迎接 2020 炼化景气后周期

### ■ 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)	662,260/662,260
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: 市场或对联合石化损失事件反应过度, PB 低位, 维持“买入”》--2019/01/03

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

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

**事件:** 1、公司发布业绩快报, 2018 年实现营业收入 28816 亿元, 同比+22%; 归母净利润 624 亿元, 同比+22%。其中 2018 年 Q4 实现营业收入 8086 亿元, 同比+31%, 环比+5%; 归母净利润 24 亿元, 同比-81%, 环比-87%。2、2018 年联合石化经营亏损约 46.5 亿元。

#### 主要观点:

##### 1. 鞍子落地, 2018 可圈可点

**联合石化事件瑕不掩瑜:** 2014-2018 年联合石化净利润分别为 40.7 亿元、25.2 亿元、61.7 亿元、38.5 亿元、-46.5 亿元。2018 年四季度, 国际油价短时间大幅下跌, Brent 最高超 86 美元/桶, 最低约 50 美元/桶, 由于联合石化对国际油价走势判断失误, 部分套期保值业务交易策略失当, 造成原油套期保值业务的期货端产生损失。同期, 与国际标杆油价相比, 联合石化为公司所属炼油企业采购进口原油实货节省成本约 64 亿元。通过金融衍生品工具进行套期保值乃联合石化职责所在。我们认为, 实现超额收益与控制风险敞口较难平衡, 通过本次经验教训, 预计其未来操作更加稳健。

**经营总体稳中略升:** 2018 年公司油气当量产量 4.5 亿桶, 同比+0.59%, 其中原油同比-1.75%, 天然气+7.08%。原油加工量 2.44 亿吨, 同比+2.31%, 增速提升; 汽油产量同比+7.24%, 柴油产量-3.06%, 柴汽比进一步优化, 煤油产量+7.55%; 境内成品油经销量 1.8 亿吨, 同比+1.4%。乙烯产量 1151.2 万吨、合成树脂产量 1592.3 万吨、合成纤维产量 121.8 万吨, 基本持平; 合成橡胶产量 89.6 万吨, 同比+5.66%。

**财务表现:** 受 2018 年 Q4 库存损失、联合石化损失事件影响, 公司四季度依然实现盈利 24 亿元, 全年 624 亿元, 同比+22%, 可圈可点。

##### 2. 迎接 2020 炼化景气后周期

**景气周期, 产能扩张:** 2015-2018 年, 我国炼油规模分别为 7.8 亿吨、7.9 亿吨、8.3 亿吨、8.4 亿吨, 其中 2018 年新增 1200 万吨/年。2018 年, 全国原油加工量 6.08 亿吨, 同比+7.3%, 主要由于 2017 年底新增投产中石油云南炼厂及中海油惠州二期炼厂带来的增量主要体现在 2018 年。由于国际油价处于“中油价”时代, 震荡上行, 叠加经济平稳发展, 消费中低速增长, 供给侧改革, 成品油市场监管逐步从严, 炼化从 2015 年的低点, 已走过 2016-2018 年的景气周期, 公司 ROE

电话：010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030005

从 2015 年的 4.77% 提升至 2018 年的 8.64%。

**竞争加剧，三分天下，考验一体化水平：**随着民营大炼化的投产，预计 2019 年国内新增炼能 4500 万吨/年，总计 8.8 亿吨/年，新增成品油供应 1000 万吨，高于成品油消费需求增量，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，宏观经济增速，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持续淘汰。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，销售板块分拆上市持续推进

公司 2017 年分红 605.4 亿元，2018 年中期每股股利 0.16 元，同比 +60%。2018 年公司每股净资产 5.925 元，目前股价对应 PB 0.92，依然处于同行低位。尽管公司销售板块分拆上市，市场已预期许久，但从各公开报道观察到，2019 年有望大概率提速。

### 4. 盈利预测及评级

预计公司 2019-2020 年归母净利分别为 640.81 亿元和 625.13 亿元，对应 EPS 0.53 元和 0.52 元，PE 10.3X 和 10.6X。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

#### ■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,360,193	2,881,560	2,651,035	2,812,748
(+/-%)	22.2%	22.1%	-8.0%	6.1%
净利润(百万元)	51,119	62,387	64,081	62,513
(+/-%)	10.1%	22.0%	2.7%	-2.4%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.52	0.53	0.52
市盈率(PE)	13.0	10.6	10.3	10.6

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	274,028	440,151	629,794	营业收入	2,360,193	2,881,560	2,651,035	2,812,748
应收票据	16,207	200	200	230	营业成本	1,890,398	2,321,154	2,123,479	2,267,075
应收账款	68,494	24,013	22,092	23,440	营业税金及附加	235,292	287,268	264,287	280,408
预付账款	4,901	6,018	17,696	18,892	销售费用	56,055	66,276	63,625	66,100
存货	186,693	225,668	235,942	251,897	管理费用	78,928	95,091	87,484	92,821
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	583,622	769,777	977,950	资产减值损失	21,791	16,110	14,530	11,270
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	106,047	108,917	106,262
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	105,655	108,525	105,870
非流动资产合计	1,066,455	704,123	580,284	477,123	所得税	16,279	19,867	20,407	19,908
资产合计	<b>1,595,504</b>	<b>1,287,745</b>	<b>1,350,061</b>	<b>1,455,072</b>	净利润	70,294	85,788	88,119	85,962
短期借款	54,701	1,800	2,000	2,400	少数股东损益	19,175	23,402	24,037	23,449
应付票据	6,462	1,650	1,650	1,650	归属母公司净利润	51,119	62,387	64,081	62,513
应付账款	200,073	167,639	153,362	163,733	NOPLAT	80,806	90,753	91,070	86,348
预收款项	120,734	147,404	135,612	143,884	EPS (摊薄)	0.42	0.52	0.53	0.52
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	346,406	320,552	339,595					
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	<b>741,434</b>	<b>347,887</b>	<b>322,084</b>	<b>341,133</b>					
归属母公司所有者权益	727,244	789,631	853,712	916,225					
少数股东权益	126,826	150,228	174,265	197,714					
<b>所有者权益合计</b>	<b>854,070</b>	<b>939,858</b>	<b>1,027,977</b>	<b>1,113,939</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,595,504</b>	<b>1,287,745</b>	<b>1,350,061</b>	<b>1,455,072</b>					
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	58,374	114,585	138,050	<b>成长能力</b>				
现金收益	198,551	200,564	175,592	149,599	营业收入增长率	22.2%	22.1%	-8.0%	6.1%
存货影响	-30,182	-38,975	-10,274	-15,955	EBIT增长率	19.9%	12.3%	0.3%	-5.2%
经营性应收影响	-44,158	43,261	-24,287	-13,844	归母公司净利润增长率	10.1%	22.0%	2.7%	-2.4%
经营性应付影响	56,426	-95,376	-26,054	18,643	<b>获利能力</b>				
其他影响	40,513	-51,101	-392	-392	毛利率	19.9%	19.4%	19.9%	19.4%
<b>投资活动现金流</b>	<b>-127,566</b>	<b>265,658</b>	<b>52,987</b>	<b>52,987</b>	净利率	3.0%	3.0%	3.3%	3.1%
资本支出	-76,657	253,671	40,000	40,000	ROE	7.0%	8.6%	7.5%	6.8%
股权投资	4,785	12,000	13,000	13,000	ROIC	9.6%	11.0%	9.9%	8.6%
其他长期资产变化	-55,694	-13	-13	-13	<b>偿债能力</b>				
<b>融资活动现金流</b>	<b>-56,826</b>	<b>-215,008</b>	<b>-1,449</b>	<b>-1,394</b>	资产负债率	46.5%	27.0%	23.9%	23.4%
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%	168.5%	240.1%	288.0%
股东融资	-48,749	0	0	0	速动比率	59.1%	103.3%	166.5%	213.8%
其他长期负债变化	-231	-62,833	6	6	<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.5	2.2	2.0	1.9
					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
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.42	0.52	0.53	0.52
					每股经营现金流	1.83	0.48	0.95	1.14
					每股净资产	6.01	5.93	7.05	7.57
					<b>估值比率</b>				
					P/E	13.0	10.6	10.3	10.6
					P/B	0.9	0.9	0.8	0.7
					EV/EBITDA	4.2	4.1	4.6	5.3

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	zhaf l@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wang jm@tpyzq.com



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES



## 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。