

2019年01月29日

罗健

H70406@capital.com.tw

目标价(人民币/港元)

7/8.1

公司基本信息

产业别	化工
A 股价(2019/1/28)	5.55
上证指数(2019/1/28)	2596.98
股价 12 个月高/低	7.14/4.96
总发行股数(百万)	121071.21
A 股数(百万)	95557.77
A 市值(亿元)	5303.46
主要股东	中国石油化工集团有限公司 (68.81%)
每股净值(元)	5.92
股价/账面净值	0.94
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	5.7 -12.6 -18.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

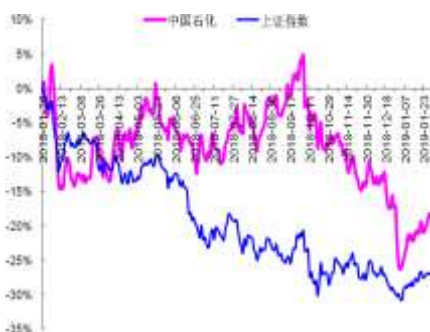
产品组合

营销及分销	51.2%
炼油	5.5%
化工	17.4%
勘探及开发	3.5%
本部及其他	22.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.0%
一般法人	93.2%

股价相对大盘走势



中国石化 (600028. SH/00386. HK)

Buy 买入

全年业绩同比增两成，联合石化事件拖累业绩增幅

结论与建议：

公司发布 18 年业绩快报，全年公司实现营业收入 2.88 万亿元，yoy+22.1%，录得归母净利润 623.9 亿元，yoy+22.0%，扣非后归母净利润 580.3 亿元，yoy+27.3%，折合每股收益 0.515 元，其中四季度实现营业收入 0.81 万亿元，yoy+31.4%，录得归母净利润 24.1 亿元，yoy-81.0%，业绩低于预期。18 年四季度油价大跌之后已出现反弹迹象，反弹幅度达 25%，19 年油价中枢有望好于前期，子公司销售公司有望 19 年港股上市，带动公司整体估值提升，另外公司现金流充足，延续高分红的可能性大，维持“买入”评级。

■ **联合石化事件，库存损失等多因素致业绩不及预期：**公司四季度业绩低于预期，主要由以下几个方面引起，一是四季度国际油价从高点快速回落，四季度布伦特原油累计跌幅达 37%，其中均价环比下跌 10%，油价下跌致公司盈利能力降，同时导致公司一部分的库存损失；二是公司全资子公司联合石化在采购进口原油过程中，对国际油价走势判断失误，部分套期保值业务的交易策略失当，造成某些场内原油套期保值业务的期货端在油价下跌过程中产生损失，使得联合石化 2018 年全年经营亏损约 46.5 亿元（15-17 年联合石化净利润分别为 25.2、61.7、38.5 亿元）；三是预计四季度资产处置净损失将比上年同期增加，在一定程度上加剧四季度业绩同比下滑幅度。

■ **全年原油均价上移，上游大幅减亏，下游业绩稳增长：**18 年布伦特原油均价为 71.69 美元/桶，同比上涨 31%，原油价格上涨使得上游盈利能力提升，公司勘探及开发板块同比大幅减亏，其中前三季度该板块大幅减亏 254.4 亿元。具体方面，公司 18 年实现原油产量 288.5 百万桶，yoy-1.75%，天然气产量 977.1 十亿立方英尺，yoy+7.08%，合计实现油气当量产量 451.4 百万桶，yoy+0.59%。受油价上涨带动，公司下游炼油和销售板块继续实现较好业绩。18 年公司原油加工量为 244 百万吨，yoy+2.31%，其中汽油、柴油、煤油、化工轻油产量分别为 61、65、29、39 百万吨，yoy+7.24%、-3.06%、+7.55%、yoy-0.21%，境内成品油总经销量为 180 百万吨，yoy+1.40%，据国家发改委统计 18 年汽油均价为 7632 元/吨，yoy+11.2%，柴油均价为 6622 元/吨，yoy+12.3%，整体上量价齐升，下游盈利能力稳健，带动公司全年业绩稳增长。

■ **销售公司有望价值重估，高分红值得期待：**19 年 1 月 14 日据彭博等媒体报道，公司子公司中国石化销售有限公司已经获得中国国务院批准计划今年在港进行 IPO，销售公司是公司核心资产，公司持股 70.42%，18 年中报显示销售公司营收占总公司的 50%，净利润占总公司的 34%。18 年中石化全年成品油零售经销量 122 百万吨，同比持平，截止三季度销售公司拥有中国石化品牌加油（气）站 30643 座，便利店 26981 家。销售公司 19 年成功上市概率大，资产价值重估有望带动公司整体估值提升。公司 16 年股息率为 4.49%，17 年股息率为 9.01%，18 年中报分红每股 0.16 元，同比增 60%，截止三季度公司每股未分配利润为 2.33 元，有望保持高分红风格。

■ **盈利预测：**我们预测 2019/2020 年净利润为 681/735 亿元，同比增长 9.2%、7.9%，折合每股收益为 0.56、0.61 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 9.9、9.1 倍，对应的 PB 为 0.90、0.87 倍，H 股股价对应的 PE 为 9.8、9.1 倍，对应的 PB 为 0.90、0.86 倍。考虑公司资产优良、高分红，其中 17 年股息率为 9.01%、加上估值较低，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1、国际油价大跌；2、公司生产经营不及预期。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018E	2019E	2020E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	46,416	51,119	62,386	68,095	73,470
同比增减	%	44.12%	10.13%	22.04%	9.15%	7.89%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.38	0.42	0.52	0.56	0.61
同比增减	%	44.12%	10.13%	22.04%	9.15%	7.89%
A 股市盈率(P/E)	X	14.5	13.1	10.8	9.9	9.1
H 股市盈率(P/E)	X	14.4	13.1	10.7	9.8	9.1
股利 (DPS)	RMB 元	0.249	0.5	0.5	0.4	0.4
股息率 (Yield)	%	4.49%	9.01%	9.01%	7.21%	7.21%

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,930,911	2,360,193	2,881,582	2,939,214	2,997,998
经营成本	1,492,165	1,890,398	2,336,292	2,393,153	2,429,280
营业税金及附加	232,006	235,292	261,041	266,261	271,587
销售费用	49,550	56,055	63,651	66,222	69,573
管理费用	74,155	78,928	81,560	78,384	82,350
财务费用	6,611	1,560	982	1,975	2,075
资产减值损失	17,076	21,791	37,228	15,635	15,947
投资收益	30,779	19,060	16,039	12,831	12,362
营业利润	78,876	86,965	101,290	114,780	123,594
营业外收入	4,964	1,317	1,100	1,317	1,317
营业外支出	3,963	1,709	2,070	1,709	1,709
利润总额	79,877	86,573	100,320	114,388	123,202
所得税	20,707	16,279	21,469	25,797	27,704
少数股东损益	12,754	19,175	16,465	20,496	22,028
归属于母公司股东权益	46,416	51,119	62,386	68,095	73,470

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	142,497	165,004	166,965	201,514	248,477
应收账款	50,289	68,494	76,713	83,617	87,798
存货	156,511	186,693	190,427	196,140	188,294
流动资产合计	412,261	529,049	498,687	551,665	598,483
长期股权投资	116,812	131,087	111,424	129,252	135,714
固定资产	690,594	650,774	728,867	750,733	788,270
在建工程	129,581	118,645	137,752	153,072	160,726
非流动资产合计	1,086,348	1,066,455	1,121,668	1,132,118	1,164,747
资产总计	1,498,609	1,595,504	1,620,355	1,683,783	1,763,230
流动负债合计	485,543	579,446	579,376	592,617	616,064
非流动负债合计	180,541	161,988	168,593	178,617	187,548
负债合计	666,084	741,434	747,970	771,234	803,613
少数股东权益	120,293	126,826	143,291	163,787	185,815
股东权益合计	832,525	854,070	872,385	912,548	959,618
负债及股东权益合计	1,498,609	1,595,504	1,620,355	1,683,783	1,763,230

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动产生的现金流量净额	214,543	190,935	200,482	208,501	218,926
投资活动产生的现金流量净额	-66,217	-145,323	-146,776	-124,760	-122,265
筹资活动产生的现金流量净额	-93,047	-56,509	-51,423	-48,852	-49,341
现金及现金等价物净增加额	55,535	-11,250	1,961	34,549	46,963

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。