

# 中国石化 (600028)

证券研究报告

2019年03月25日

## 2018 年报点评：业绩分红符合预期，资本开支将明显增加

### 2018 年净利润 631 亿，全年分红 508 亿，符合预期

2018 年，公司营业收入 28912 亿元，同比+23%；归母净利润 631 亿元，同比+23%；EPS0.52 元；Q4 归母净利润 31 亿。公司拟就下半年盈利分红 0.26 元/股，加上中期分红 0.16 元/股，相当于全年分红 0.42 元/股，分红金额 508 亿，分红比例 82.5%，分红收益率 7%（税前）。年报业绩和分红均符合预期。四季度业绩环比下滑，原因是：1）炼油板块库存损失明显；2）计提减值损失 55.5 亿；3）联合石化经营亏损 46.5 亿。

**上游勘探开发：储量替代率达到 137%，单位 DDA 下降，完全成本平稳**  
储量产量方面，公司 2018 年原油、天然气产量分别-1.8%、+7.1%。年末原油储量 1367 百万桶，比 17 年底+5.7%，境内原油储量替代率达到 132%。开发井数量同比大幅增长。

价格和盈利方面，受益国际原油均价上行，2018 年原油平均实现价格 67 美金/桶，同比+20 美金/桶。受益国内天然气定价改革持续推进，居民天然气提价，天然气实现价格 1.4 元/方，同比+0.11 元/方。2018 年该板块经营亏损 101 亿，同比显著缩窄，扣除减值因素实际经营亏损 58 亿。成本分项来看，DDA、操作成本、特别收益金、资源税分别同比-1.5、+0.8、+0.5、+0.5 美金/桶，完全成本总体平稳。

### 炼油&化工：Q4 库存损失 Q1 将有修复，未来两年供给压力加大

公司 2018 年原油加工量 2.44 亿吨，同比+2.3%。产品结构继续优化，柴油比从 1.17 下降到 1.06。盈利方面，全年炼油、化工经营利润分别 548、270 亿元，Q4 分别 19、37 亿。根据行业价差变化，我们简单估算板块四季度库存损失约 228 亿元。

展望未来，19Q1 随之油价回升，应产生一定库存收益，炼化盈利预计有所恢复。中长期来看，19-20 年，大炼化项目投产，以及两桶油的炼化一体化项目投产，将对行业盈利形成一定压力。

### 销售公司：2018 年净利润 220 亿有所下降，预计未来有望恢复

销售板块 2018 年经营利润 235 亿，同比减少 81 亿；Q4 经营亏损 3 亿，原因可能也是库存损失。中石化销售公司 2018 年净利润 220 亿（2017 年 264 亿），分红 134 亿（2017 年 323 亿）。我们认为，2018 年利润分红下降与四季度经营业绩意外下滑有关。未来随着国内炼能较快增长，而加油站的格局稳定，销售公司盈利能力有望回升。

### 资本开支：上游增幅超预期

计划 2019 年资本开支 1363 亿，同比+16%。其中，勘探开发、炼油、化工、销售板块分别 596、279、233、218 亿，分别同比+41%、0%、+19%、+2%。上游板块的增幅超出我们预期，除油气勘探开发项目外，储气库和新疆天然气管道亦有较大投资。

**盈利预测与估值：维持业绩预测 19/20 年归母净利润 590/600 亿，维持“买入”评级。**

**风险提示：**油价大幅下跌的风险；天然气进口亏损扩大的风险；销售公司盈利受终端市场低迷影响不能恢复的风险；管道资产作价低于预期的风险。

| 财务数据和估值     | 2017         | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入(百万元)   | 2,360,193.00 | 2,891,179.00 | 2,492,363.81 | 2,616,982.00 | 2,747,831.10 |
| 增长率(%)      | 22.23        | 22.50        | (13.79)      | 5.00         | 5.00         |
| EBITDA(百万元) | 205,201.00   | 228,672.00   | 145,465.80   | 150,546.35   | 159,844.04   |
| 净利润(百万元)    | 51,119.00    | 63,089.00    | 59,017.77    | 59,965.77    | 60,834.22    |
| 增长率(%)      | 10.13        | 23.42        | (6.45)       | 1.61         | 1.45         |
| EPS(元/股)    | 0.42         | 0.52         | 0.49         | 0.50         | 0.50         |
| 市盈率(P/E)    | 14.16        | 11.48        | 12.27        | 12.07        | 11.90        |
| 市净率(P/B)    | 1.02         | 1.00         | 0.98         | 0.98         | 0.97         |
| 市销率(P/S)    | 0.31         | 0.25         | 0.29         | 0.28         | 0.26         |
| EV/EBITDA   | 3.71         | 3.38         | 5.20         | 5.03         | 4.89         |

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   | 5.98 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)   | 571,435.47 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 571,435.47 |
| 每股净资产(元)      | 5.93       |
| 资产负债率(%)      | 46.14      |
| 一年内最高/最低(元)   | 7.45/4.96  |

### 作者

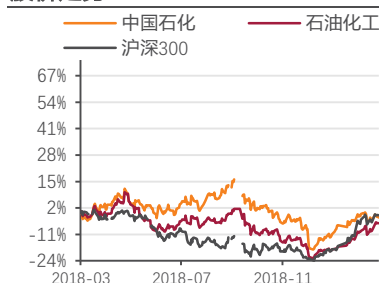
**张樨樨** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517120003  
zhangxixi@tfzq.com

**贾广博** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519010002  
jiaguangbo@tfzq.com

**刘子栋** 联系人  
liuzidong@tfzq.com

**郑小兵** 联系人  
zhengxiaobing@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《中国石化-公司点评:重大事项点评:联合石化事件落地,年度预告符合预期》2019-01-27
- 《中国石化-公司点评:联合石化亏损事件尚待定论,低估值高分红仍具价值》2019-01-01
- 《中国石化-季报点评:18Q3 点评:上游有望向好,炼化、销售承压》2018-10-31



## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)      | 2017                | 2018                | 2019E               | 2020E               | 2021E               |
|-----------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 货币资金            | 142,497.00          | 165,004.00          | 199,389.10          | 264,192.36          | 307,428.05          |
| 应收账款            | 75,885.00           | 84,961.00           | 84,892.38           | 93,453.67           | 93,809.68           |
| 预付账款            | 3,749.00            | 4,901.00            | 4,108.51            | 5,363.45            | 4,582.11            |
| 存货              | 156,511.00          | 186,693.00          | 170,775.37          | 205,041.53          | 189,566.21          |
| 其他              | 33,619.00           | 87,490.00           | 86,126.62           | 89,042.53           | 87,756.78           |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>412,261.00</b>   | <b>529,049.00</b>   | <b>545,291.99</b>   | <b>657,093.55</b>   | <b>683,142.84</b>   |
| 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           |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>1,086,348.00</b> | <b>1,066,455.00</b> | <b>1,072,680.60</b> | <b>1,088,538.70</b> | <b>1,114,143.30</b> |
| <b>资产总计</b>     | <b>1,498,609.00</b> | <b>1,595,504.00</b> | <b>1,617,972.60</b> | <b>1,745,632.20</b> | <b>1,797,286.20</b> |
| 短期借款            | 30,374.00           | 54,701.00           | 99,957.30           | 139,957.30          | 179,957.30          |
| 应付账款            | 253,937.00          | 284,923.00          | 276,333.30          | 313,731.79          | 305,836.55          |
| 其他              | 201,232.00          | 239,822.00          | 227,025.87          | 251,918.81          | 239,710.51          |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>485,543.00</b>   | <b>579,446.00</b>   | <b>603,316.47</b>   | <b>705,607.90</b>   | <b>725,504.36</b>   |
| 长期借款            | 62,461.00           | 67,754.00           | 36,392.68           | 38,392.68           | 42,392.68           |
| 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           |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>180,541.00</b>   | <b>161,988.00</b>   | <b>130,626.68</b>   | <b>132,626.68</b>   | <b>136,626.68</b>   |
| <b>负债合计</b>     | <b>666,084.00</b>   | <b>741,434.00</b>   | <b>733,943.15</b>   | <b>838,234.58</b>   | <b>862,131.04</b>   |
| 少数股东权益          | 120,293.00          | 126,826.00          | 146,038.53          | 166,628.92          | 186,893.62          |
| 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          | 616,919.99          | 619,697.79          | 627,190.57          |
| 其他              | (119,692.00)        | (123,082.00)        | (119,557.00)        | (119,557.00)        | (119,557.00)        |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>832,525.00</b>   | <b>854,070.00</b>   | <b>884,029.52</b>   | <b>907,397.71</b>   | <b>935,155.19</b>   |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>1,498,609.00</b> | <b>1,595,504.00</b> | <b>1,617,972.60</b> | <b>1,745,632.20</b> | <b>1,797,286.20</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2017               | 2018                | 2019E              | 2020E              | 2021E              |
|----------------|--------------------|---------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 净利润            | 59,170.00          | 70,294.00           | 59,017.77          | 59,965.77          | 60,834.22          |
| 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              | (3,014.48)         | (4,906.95)         | 0.00               |
| 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           | (299.72)           | 18,237.13          | 26.86              |
| 其它             | (7,956.00)         | 6,058.00            | 19,212.53          | 20,590.39          | 20,264.70          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>214,543.00</b>  | <b>190,935.00</b>   | <b>110,260.88</b>  | <b>133,003.17</b>  | <b>124,240.92</b>  |
| 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)       |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(66,217.00)</b> | <b>(145,323.00)</b> | <b>(44,514.45)</b> | <b>(57,918.90)</b> | <b>(71,663.78)</b> |
| 债权融资           | 186,792.00         | 180,506.00          | 194,400.98         | 236,400.98         | 280,400.98         |
| 股权融资           | 5,762.00           | 4,518.00            | 13,382.48          | 11,749.95          | 6,843.00           |
| 其他             | (285,601.00)       | (241,533.00)        | (239,144.78)       | (258,431.95)       | (296,585.42)       |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(93,047.00)</b> | <b>(56,509.00)</b>  | <b>(31,361.32)</b> | <b>(10,281.02)</b> | <b>(9,341.44)</b>  |
| 汇率变动影响         | 0.00               | 0.00                | 0.00               | 0.00               | 0.00               |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>55,279.00</b>   | <b>(10,897.00)</b>  | <b>34,385.10</b>   | <b>64,803.26</b>   | <b>43,235.69</b>   |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2017                | 2018                | 2019E               | 2020E               | 2021E               |
|------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>2,360,193.00</b> | <b>2,891,179.00</b> | <b>2,492,363.81</b> | <b>2,616,982.00</b> | <b>2,747,831.10</b> |
| 营业成本             | 1,890,398.00        | 2,401,012.00        | 1,968,967.41        | 2,070,032.76        | 2,173,534.40        |
| 营业税金及附加          | 235,292.00          | 246,498.00          | 274,160.02          | 287,868.02          | 302,261.42          |
| 营业费用             | 56,055.00           | 59,396.00           | 61,062.91           | 65,424.55           | 68,695.78           |
| 管理费用             | 78,928.00           | 73,390.00           | 83,494.19           | 87,668.90           | 92,052.34           |
| 财务费用             | 1,560.00            | (1,001.00)          | (3,014.48)          | (4,906.95)          | 0.00                |
| 资产减值损失           | 21,791.00           | 11,605.00           | 13,618.25           | 13,618.25           | 13,618.25           |
| 公允价值变动收益         | (13.00)             | 2,656.00            | 0.00                | 0.00                | 0.00                |
| 投资净收益            | 19,060.00           | 11,428.00           | 9,530.00            | 9,530.00            | 9,530.00            |
| 其他               | (29,843.00)         | (15,279.00)         | (19,060.00)         | (19,060.00)         | (19,060.00)         |
| <b>营业利润</b>      | <b>86,965.00</b>    | <b>101,474.00</b>   | <b>103,605.51</b>   | <b>106,806.47</b>   | <b>107,198.91</b>   |
| 营业外收入            | 1,317.00            | 2,070.00            | 3,563.22            | 3,096.30            | 3,689.40            |
| 营业外支出            | 1,709.00            | 3,042.00            | 2,861.67            | 2,494.56            | 2,756.41            |
| <b>利润总额</b>      | <b>86,573.00</b>    | <b>100,502.00</b>   | <b>104,307.07</b>   | <b>107,408.21</b>   | <b>108,131.90</b>   |
| 所得税              | 16,279.00           | 20,213.00           | 26,076.77           | 26,852.05           | 27,032.97           |
| <b>净利润</b>       | <b>70,294.00</b>    | <b>80,289.00</b>    | <b>78,230.30</b>    | <b>80,556.16</b>    | <b>81,098.92</b>    |
| 少数股东损益           | 19,175.00           | 17,200.00           | 19,212.53           | 20,590.39           | 20,264.70           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>51,119.00</b>    | <b>63,089.00</b>    | <b>59,017.77</b>    | <b>59,965.77</b>    | <b>60,834.22</b>    |
| 每股收益(元)          | 0.42                | 0.52                | 0.49                | 0.50                | 0.50                |

| 主要财务比率         | 2017   | 2018   | 2019E   | 2020E  | 2021E  |
|----------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |         |        |        |
| 营业收入           | 22.23% | 22.50% | -13.79% | 5.00%  | 5.00%  |
| 营业利润           | 10.26% | 16.68% | 2.10%   | 3.09%  | 0.37%  |
| 归属于母公司净利润      | 10.13% | 23.42% | -6.45%  | 1.61%  | 1.45%  |
| <b>获利能力</b>    |        |        |         |        |        |
| 毛利率            | 19.90% | 16.95% | 21.00%  | 20.90% | 20.90% |
| 净利率            | 2.17%  | 2.18%  | 2.37%   | 2.29%  | 2.21%  |
| ROE            | 7.18%  | 8.68%  | 8.00%   | 8.10%  | 8.13%  |
| ROIC           | 7.84%  | 9.73%  | 9.95%   | 9.92%  | 10.39% |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |         |        |        |
| 资产负债率          | 44.45% | 46.47% | 45.36%  | 48.02% | 47.97% |
| 净负债率           | 40.02% | 38.73% | 44.79%  | 37.49% | 36.11% |
| 流动比率           | 0.85   | 0.91   | 0.90    | 0.93   | 0.94   |
| 速动比率           | 0.53   | 0.59   | 0.62    | 0.64   | 0.68   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |         |        |        |
| 应收账款周转率        | 30.76  | 35.95  | 29.35   | 29.35  | 29.35  |
| 存货周转率          | 15.63  | 16.85  | 13.94   | 13.93  | 13.93  |
| 总资产周转率         | 1.60   | 1.87   | 1.55    | 1.56   | 1.55   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |         |        |        |
| 每股收益           | 0.42   | 0.52   | 0.49    | 0.50   | 0.50   |
| 每股经营现金流        | 1.77   | 1.58   | 0.91    | 1.10   | 1.03   |
| 每股净资产          | 5.88   | 6.01   | 6.10    | 6.12   | 6.18   |
| <b>估值比率</b>    |        |        |         |        |        |
| 市盈率            | 14.16  | 11.48  | 12.27   | 12.07  | 11.90  |
| 市净率            | 1.02   | 1.00   | 0.98    | 0.98   | 0.97   |
| EV/EBITDA      | 3.71   | 3.38   | 5.20    | 5.03   | 4.89   |
| EV/EBIT        | 7.87   | 6.82   | 7.52    | 7.43   | 7.29   |

### 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        |