

# 利润增长23%维持高分红 管网建设将加速页岩气发展

——中国石化（600028）2018年度财报点评

2019年03月29日

强烈推荐/首次

中国石化

财报点评

刘宇卓	分析师	执业证书编号：S1480516110002
	liuyuzhuo@dxzq.net.cn	010-66554030
张明烨	分析师	执业证书编号：S1480517120002
	zhang_my@dxzq.net.cn	0755-82832017
罗四维	研究助理	
	luosw@dxzq.net.cn	010-66554047
洪翀	研究助理	
	HONGCHONG@dxzq.net.cn	010-66554012
徐昆仑	研究助理	
	xukl@dxzq.net.cn	010-66554050

## 事件：

2019年3月25日，公司发布2018年度报告。报告期内公司实现营业总收入为28911.8亿元，较上年同期增长22.5%；实现归属于上市公司股东的净利润为630.89亿元，较上年同比增长23.4%。归属于母公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为596.3亿元，较上年同比增长30.8%。其中四季度受到原油价格下跌和联化事件影响，单季度盈利仅有31.09亿元，对全年业绩形成拖累。

## 公司分季度财务指标

指标	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
营业收入（百万元）	583652	579118	615238	621251	679001	772718	818209
增长率（%）	25.47%	19.47%	8.51%	6.71%	16.34%	33.43%	32.99%
毛利率（%）	18.40%	20.06%	21.19%	19.31%	19.08%	16.40%	13.92%
期间费用率（%）	5.02%	5.73%	5.93%	5.29%	4.27%	4.43%	4.36%
营业利润率（%）	2.92%	3.49%	3.55%	5.07%	5.37%	3.79%	0.52%
净利润（百万元）	14434.00	15712.00	18465.00	24522.00	28759.00	22498.00	4510.00
增长率（%）	-16.79%	14.78%	-03.32%	13.09%	99.24%	43.19%	-75.58%
每股盈利（季度，元）	0.09	0.09	0.11	0.16	0.19	0.15	0.03
资产负债率（%）	43.14%	42.75%	46.47%	44.21%	46.99%	48.11%	46.14%
净资产收益率（%）	1.71%	1.86%	2.16%	2.80%	3.35%	2.61%	0.53%
总资产收益率（%）	0.97%	1.06%	1.16%	1.56%	1.78%	1.35%	0.28%

## 观点：

➤ 净利润增幅逾两成，2018交出满意答卷。Brent原油现货价格2018年平均为71.03美元/

桶, 同比增长 31.1%, 受国际原油价格走高的影响, 上游勘探业务同时加强成本管控, 同比减亏 358 亿元; 受到四季度原油价格下跌影响, 库存和成品油因计价时间差造成的存货跌价损失大约在 150 亿元, 导致炼油业务和营销业务效益同比下降 15.7% 与 25.7%; 化工业务效益维持稳定。公司 ROE、ROCE 连续四年保持增长, 在成本管控、升级油品等方面取得明显进展, 在竞争激烈的化工能源市场中, 仍具有领先地位和盈利优势。

- **联合石化损失有限, 对冲策略仍有信心。**2018 年子公司联合石化由于部分套期保值业务的交易策略失当, 导致经营亏损约人民币 46.5 亿元; 同期联合石化交易对冲策略为公司节省原油成本 64 亿元, 联合石化前三季度盈利, 第四季度亏损。但联合石化事件非损失巨大的“黑天鹅”事件, 相关利空影响已全部释放, 不影响公司 2019 年对原油展开套期保值的对冲策略。
- **加大资本开支, 维持高分红率。**2018 年公司资本支出 1180 亿元, 2019 年预计支出 1363 亿元, 勘探板块预计支出 596 亿元, 重点安排油气田开发建设以及管网建设, 炼油、化工板块预计支出 279 亿元和 233 亿元, 用于推进炼化项目建设, 营销板块预计支出 218 亿元, 重点用于成品油库及非油项目建设; 公司持续投入资本支出有利于稳固其在页岩气勘探、炼化、加油站营等方面的地位, 增强可持续发展能力。董事会建议派发 2018 年股息 0.26 元/股, 中期已派息 0.16 元/股, 预计全年派息 0.42 元/股, 派息率达到 82.5%, 维持公司一贯的高分红率回报股东。
- **天然气市场化迫在眉睫, 国家油气管网建设呼之欲出。**国家发改委发布的《关于 2018 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2019 年国民经济和社会发展计划草案的报告》提出, 将组建国家管网公司, 推动油气干线管道独立, 实现管输和销售分开。中石化现已投资建设涪陵页岩气田项目、天津液化天然气 (LNG) 项目、新气管道项目、鄂安沧输气管道项目、文 23 储气库项目, 其中上游开采与下游运输均具有头部优势。天然气项目打破垄断、激活市场更有利于中国石化联通页岩气田和 LNG 接收站, 提高市场占有率和竞争优势, 同时油气管道剥离可以有效配合上游勘探改革同步推进。

### 结论：

在油价中枢上行背景下，公司18年经营业绩有了较大增长。四季度虽因油价下跌和联化事件业绩受损，但影响有限。公司一直保持着极高的分红率，坐拥优质油气资源和加油站优势，具备长期投资价值。我们预计公司19-21年营业收入分别为29833亿元、31038亿元和32500亿元，归属于上市公司股东净利润分别为670亿元、734亿元和760亿元；每股收益分别为0.55元、0.61元和0.63元，对应PE分别为11倍、10倍和10倍；我们看好公司长期投资价值，首次覆盖，予以“强烈推荐”评级。

### 风险提示：

原油价格大幅下跌，下游需求不及预期。

## 公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
<b>流动资产合计</b>	529049	504120	582410	595984	544451	<b>营业收入</b>	2360193	2891179	2983344	3103836	3250006
货币资金	165004	167015	206835	211963	142100	<b>营业成本</b>	1890398	2401012	2491231	2591719	2717278
应收账款	68494	56993	58810	61185	64066	营业税金及附	235292	246498	254356	264629	277091
其他应收款	16467	25312	26119	27174	28453	营业费用	56055	59396	59070	61456	64350
预付款项	4901	5937	7234	8467	9821	管理费用	78928	73390	68157	70909	74249
存货	186693	184584	218775	213422	231194	财务费用	1560	-1001	1223	172	286
其他流动资产	20087	22774	22971	23229	23542	资产减值损失	21791	11605	16824	16740	15056
<b>非流动资产合计</b>	106645	108818	111982	116272	120740	公允价值变动	-13	2656	-350	2656	2000
长期股权投资	131087	145721	145721	145721	145721	投资净收益	19060	11428	11428	12428	12428
固定资产	650774	617762	671910	721245	769687	<b>营业利润</b>	86965	101474	103562	113294	116124
无形资产	97126	103855	98892	94178	89699	营业外收入	1317	2070	3	9	9
其他非流动资产	28662	36358	36358	36358	36358	营业外支出	1709	3042	1	4	4
<b>资产总计</b>	159550	159230	170223	175870	175186	<b>利润总额</b>	86573	100502	103564	113299	116129
<b>流动负债合计</b>	579446	565098	596758	637536	613410	所得税	16279	20213	20151	22266	23051
短期借款	54701	44692	0	0	0	<b>净利润</b>	70294	80289	83413	91033	93079
应付账款	200073	186341	225373	234464	245822	少数股东损益	19175	17200	16376	17584	17053
预收款项	120734	0	29833	60872	28372	归属母公司净	51119	63089	67036	73449	76025
一年内到期的非流	26681	17450	27701	23944	23032	EBITDA	206577	209409	144226	156920	161789
<b>非流动负债合计</b>	161988	169551	218936	208892	200676	<b>EPS (元)</b>	0.42	0.52	0.55	0.61	0.63
长期借款	67754	61576	61576	61576	61576	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	31370	31951	82478	70106	59590		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>负债合计</b>	741434	734649	815694	846428	814086	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	126826	139304	155680	173264	190317	营业收入增长	22.23%	22.50%	3.19%	4.04%	4.71%
实收资本(或股本)	121071	121071	121071	121071	121071	营业利润增长	10.26%	16.68%	2.06%	9.40%	2.50%
资本公积	119557	119192	119192	119192	119192	归属于母公司	6.26%	9.57%	6.26%	9.57%	3.51%
未分配利润	290459	279482	282677	286178	289801	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	727244	718355	730864	739017	747456	毛利率(%)	0.00%	36.78%	34.61%	16.50%	16.50%
<b>负债和所有者权</b>	159550	159230	170223	175870	175186	净利率(%)	2.98%	2.78%	2.80%	2.93%	2.86%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润	3.20%	3.96%	3.94%	4.18%	4.34%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	7.03%	8.78%	9.17%	9.94%	10.17%
<b>经营活动现金流</b>	190935	175868	171425	182745	94241	<b>偿债能力</b>					
净利润	70294	80289	83413	91033	93079	资产负债率	46%	46%	48%	48%	46%
折旧摊销	118052	108936	46488	47735	48139	流动比率	0.91	0.89	0.98	0.93	0.89
财务费用	1560	-1001	1223	172	286	速动比率	0.59	0.57	0.61	0.60	0.51
应付账款的变化	0	0	-1817	-2375	-2881	<b>营运能力</b>					
预收账款的变化	0	0	29833	31038	-32500	总资产周转率	1.53	1.81	1.81	1.79	1.85
<b>投资活动现金流</b>	-14532	-66422	-90799	-98347	-87103	应收账款周转	40	46	52	52	52
公允价值变动收益	-13	2656	-350	2656	2000	应付账款周转	12.61	14.96	14.49	13.50	13.53
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	19060	11428	11428	12428	12428	每股收益(最	0.42	0.52	0.55	0.61	0.63
<b>筹资活动现金流</b>	-56509	-111260	-40806	-79269	-77001	每股净现金流	-0.09	-0.01	0.33	0.04	-0.58
应付债券增加	-23615	581	50527	-12372	-10516	每股净资产	6.01	5.93	6.04	6.10	6.17
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	14.17	11.48	10.80	9.86	9.52
资本公积增加	32	-365	0	0	0	P/B	1.00	1.01	0.99	0.98	0.97
<b>现金净增加额</b>	-10897	-1814	39820	5129	-69863	EV/EBITDA	3.58	3.40	3.72	4.25	4.49

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

### 张明烨

清华大学化学工程学士、工业催化与反应工程硕士，3 年化工实业经验，2015 年起从事化工行业研究工作，2017 年加入东兴证券研究所。

## 研究助理简介

### 罗四维

清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

### 洪翀

北京理工大学化学工程学士，美国塔尔萨大学化学工程硕士，4 年海外化工实业经验，2018 年 5 月加入东兴证券研究所。

### 徐昆仑

本科与硕士均就读于清华大学化学工程系，曾就职于中石油石油化工研究院，三年化工技术开发管理经验，2018 年 6 月加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。