

2019年03月28日

罗健
H70406@capital.com.tw
目标价(人民币/港元)

7/8

中国石化 (600028.SH/00386.HK)

Buy 买入

2018年业绩增长 23.4%，有望延续高分红

结论与建议：

公司发布 18 年业绩公告，公司全年实现营收 28912 亿元，yoy+22.5%，录得归母净利润 630.9 亿元，yoy+23.4%，折合每股收益 0.52 元，其中四季度实现营收 8182 亿元，yoy+33.0%，QOQ+5.9%，录得归母净利润 31.1 亿元，yoy-75.6%，QOQ-83.1%，符合预期，公司拟派发末期股利 0.26 元/股（含税，下同），加上中期分红 0.16 元/股，全年股利 0.42 元/股。

欧佩克及非欧佩克产油国如期执行新的减产协议，且有望延长至 19 年下半年，需求方面，国际贸易局势出现缓和迹象，原油供需再平衡，19 年油价或将维持中高位震荡，迭加国内天然气需求旺盛，公司将在天然气开采中受益，从而带动公司业绩稳增长，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。

■ **毛利率下滑，库存损失及联合石化事件致四季度业绩同比下滑：**（1）18 年四季度国际油价从高点快速回落，布伦特原油累计跌幅达 37%，其中均价环比下跌 10%，油价下跌带动下游产品价格回落，公司四季度综合毛利率率同比下滑 7.28 个百分点至 13.92%，盈利能力下降；（2）四季度油价快速下跌，季末跌至最低价，导致公司部分库存损失；（3）全资子公司联合石化，在原油套期保值业务的交易策略失当，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）。

■ **勘探及开发板块大幅减亏，助力全年业绩增长：**公司全年油气当量产量为 451.46 百万桶，yoy+0.6%，其中境内原油产量 248.93 百万桶，yoy+0.02%，天然气产量 9773.2 亿立方英尺，yoy+7.1%。原油平均实现价格 3100 元/吨，yoy+29.7%，天然气平均实现价格 1400 元/立方米，yoy+8.5%。原油及天然气价格上涨，天然气产量增加，使得该板块 18 年实现营收 2002 亿元，yoy+27.1%。另外，板块油气现金操作成本为 796 元/吨，yoy+1.0%。全年板块经营亏损 101 亿元，同比减少亏损 358 亿元，剔除长期资产减值的影响，经营亏损 58 亿元。

■ **成本上升，炼油板块、营销及分销板块业绩同比下滑：**炼油板块，公司全年原油加工 2.44 亿吨，yoy+2.3%，生产成品油 1.55 亿吨，yoy+2.75%。板块实现营收 12634 亿元，yoy+24.9%。18 年加工原料油的平均成本为 3548 元/吨，yoy+27.9%，受此影响，炼油毛利同比减少 9.6% 至 461 元/吨，毛利率同比减少 2.2 个百分点至 6.4%，使得板块全年经营收益为 548 亿元，yoy-15.7%。营销及分销板块，全年成品油总销量 1.98 亿吨，yoy-0.2%，其中汽油、柴油、煤油及燃料油实现平均价格同比增 13.4%、19.0%、29.2%、32.1%，全年实现营收 14466 亿元，yoy+18.2%，受成品油价格上涨影响，使得该板块经营收益为 235 亿元，yoy-25.7%。

■ **化工板块盈利稳定，业绩同比持平：**全年化工产品经营总量为 8660 万吨，yoy+10.3%，创历史新高。其中基础有机化工品、合纤单体及聚合物、合成树脂销量分别为 5245、1125、1533 万吨，yoy+13.2%、8.9%、16.0%，分别实现平均价格 5281、6978、8646 元/吨，yoy+12.7%、15.4%、6.0%，18 年该板块实现经营收益为人民币 270 亿元，yoy+0.1%。

■ **加大资本支出，扩大上游盈利能力：**公司 19 年计划资本支出 1363 亿元，yoy+15.5%。其中，勘探及开发业务 596 亿元、炼油业务 279 亿元、营销及分销业务 218 亿元、化工业务 233 亿元，yoy+41%、0%、2%、19%，以上游

公司基本信息

产业别	化工
A 股价(2019/3/27)	5.72
上证指数(2019/3/27)	3022.72
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)	5465.90
主要股东	中国石油化工集团有限公司 (68.31%)
每股净值(元)	5.93
股价/账面净值	0.96
股价涨跌(%)	一个月 三个月 一年
	-5.3 9.0 -6.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

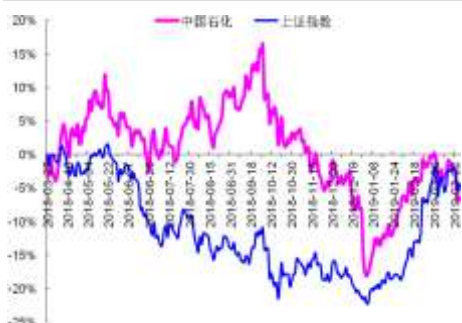
产品组合

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



资本支出为主，随着持续加大资本投入，勘探及开发板块有望实现扭亏为盈。另外公司16年股息率为4.35%，17年股息率为8.74%，若18年末期分红方案通过，18年股息率为7.34%，截止18年12月31日，公司货币资金为1670.15亿元，全年折旧、耗减及摊销为1100亿元，yoy-4.6%，可以预见未来净利润加上非现金性费用足以覆盖资本支出，公司现金有望持续增长，因此判断公司有基础延续高分红。

■ **盈利预测：**我们预测2019/2020年净利润为681/735亿元，同比增长8.0%、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10.2、9.4倍，对应的PB为0.94、0.91倍，H股股价对应的PE为9.6、8.9倍，对应的PB为0.88、0.85倍。考虑公司资产优良、高分红，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		2017	2018	2019E	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	51,119	63,089	68,142	73,536	78,979
同比增减	%	10.13%	23.42%	8.01%	7.92%	7.40%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.42	0.52	0.56	0.61	0.65
同比增减	%	10.13%	23.42%	8.01%	7.92%	7.40%
A 股市盈率(P/E)	X	13.55	10.98	10.16	9.42	8.77
H 股市盈率(P/E)	X	12.77	10.35	9.58	8.88	8.27
股利 (DPS)	RMB 元	0.50	0.42	0.40	0.40	0.40
股息率 (Yield)	%	8.74%	7.34%	6.99%	6.99%	6.99%

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,360,193	2,891,179	2,949,003	3,007,983	3,068,142
经营成本	1,890,398	2,401,012	2,436,203	2,475,727	2,515,877
营业税金及附加	235,292	246,498	251,428	256,457	261,586
销售费用	56,055	59,396	60,584	61,796	63,032
管理费用	78,928	73,390	70,664	74,239	77,996
财务费用	1,560	-1,001	1,951	2,050	2,153
资产减值损失	21,791	11,605	11,837	12,074	12,315
投资收益	19,060	11,428	9,142	8,858	8,624
营业利润	86,965	101,474	114,709	123,677	132,764
营业外收入	1,317	2,070	1,317	1,317	1,317
营业外支出	1,709	3,042	1,709	1,709	1,709
利润总额	86,573	100,502	114,317	123,285	132,372
所得税	16,279	20,213	21,661	23,783	25,537
少数股东损益	19,175	17,200	24,514	25,966	27,855
归属于母公司股东权益	51,119	63,089	68,142	73,536	78,979

附二：合并资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	165,004	167,015	176,780	195,294	221,207
应收账款	68,494	56,993	59,843	61,638	62,871
存货	186,693	184,584	193,743	199,147	211,677
流动资产合计	529,049	504,120	530,670	559,393	601,135
长期股权投资	131,087	145,721	153,007	157,597	160,749
固定资产	650,774	617,812	648,703	668,164	681,527
在建工程	118,645	136,963	143,811	148,125	151,088
非流动资产合计	1,066,455	1,088,188	1,142,597	1,176,875	1,200,413
资产总计	1,595,504	1,592,308	1,673,268	1,736,268	1,801,548
流动负债合计	579,446	565,098	593,353	601,371	605,728
非流动负债合计	161,988	169,551	178,029	181,937	184,453
负债合计	741,434	734,649	771,381	783,308	790,182
少数股东权益	126,826	139,304	163,818	189,784	217,639
股东权益合计	854,070	857,659	901,886	952,960	1,011,366
负债及股东权益合计	1,595,504	1,592,308	1,673,268	1,736,268	1,801,548

附三：合并现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	190,935	175,868	184,661	190,201	194,005
投资活动产生的现金流量净额	-145,323	-66,422	-69,743	-71,835	-73,272
筹资活动产生的现金流量净额	-56,509	-111,260	-105,697	-100,412	-95,392
现金及现金等价物净增加额	-11,250	-1,296	9,765	18,514	25,913

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)有限公司相信用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,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。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。