

中国石化 (600028) \ 化工

——成品油和乙烯竞争升温，中期业绩承压

事件：

2019Q1净利同比下滑21.3%!

2019年Q1公司实现营收7176亿元，同比增长15.5%；净利148亿元，同比降21.3%。勘探及开发板块实现EBIT 21亿元，扭亏为盈，炼油板块实现EBIT 120亿元，同比减少36.9%。

2018年公司经营绩效正面！

全年营收28912亿元，同比增长22.5%；归母净利631亿元，，每股收益0.52元，同比增长23.4%。难能可贵的是公司分红比例80%以上，年内合计分红509亿元。核心四大板块业务除了营销与分销受库存损失，EBIT同比下降26%实现235亿元，其余三大板块勘探与开采、炼油、化工，分别实现亏损101亿元（减亏358亿），盈利548亿元和270亿元，呈现向好势头。

2019年公司资本开支加码！

2019年，公司计划资本开支1363亿元，同比增长15.53%，勘探与开采计划596亿元，同比增长41.38%；化工板块计划233亿元，同比增长19.01%。

投资要点：

➤ 勘探开采板块成本下降产量稳增，一举扭亏

2019Q1公司油气当量产量113.5百万桶，同比增长1.9%，其中境内原油产量增长0.2%，天然气产量增长6.7%。2018Q1 OPEC季度油价64.70美元/桶高于2019Q1 62.98美元/桶，考虑汇率库存影响，公司继续在降本增效方面发力，我们判断公司勘探开采板块油价盈亏点约60美元/桶。

➤ 预计一体化优势受国内新增炼油产能干扰

公司炼油板块实现EBIT 120亿元，同比下降36.9%，其中原油加工量增长2.7%，汽油产量增长5.9%，煤油增长6.6%。2018年国内炼油产能综合利用率74.2%，考虑后期民营大炼化、中海惠州炼化、中化泉州、两桶油新建炼油设施陆续投放，市场将展开更直接竞争，占成品油出货55%的批发直销渠道，针对用油大户难免迎来价格战，核心盈利板块炼油业务盈利承压。

| 财务数据估值 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 2360193 | 2891179 | 3064650 | 3155296 | 3233390 |
| 增长率 | 22.23% | 22.50% | 6.00% | 2.96% | 2.48% |
| EBITDA (百万元) | 200159 | 203167 | 200415 | 204205 | 262655 |
| 净利润(百万元) | 51119 | 63089 | 57215 | 51400 | 55941 |
| 增长率(%) | 10.13% | 23.42% | -9.31% | -10.16% | 8.83% |
| EPS (元/股) | 0.42 | 0.52 | 0.47 | 0.42 | 0.46 |
| 市盈率(P/E) | 13.45 | 10.90 | 12.02 | 13.38 | 12.29 |
| 市净率(P/B) | 0.95 | 0.96 | 0.92 | 0.88 | 0.85 |

数据来源：公司公告，国联证券研究所

| | |
|-------|-------|
| 投资建议： | 推荐 |
| 上次建议： | 推荐 |
| 当前价格： | 5.66元 |
| 目标价格： | 6.60元 |

基本数据

| | |
|---------------|-----------|
| 总股本/A股流通股(亿股) | 1211/956 |
| 流通A股市值(亿元) | 5408 |
| 每股净资产(元) | 5.93 |
| 资产负债率(%) | 46.14 |
| 一年内最高/最低(元) | 7.14/4.96 |

一年内股价相对走势



马群星 分析师

执业证书编号：S0590516080001

电话：0510-85613163

邮箱：maq@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《中国石化 (600028) \ 化工行业》
《油价上行助业绩改善，Q4 值得期待》
- 2、《中国石化 (600028) \ 化工行业》
《油价回暖助上游减亏，化工板块仍或景气》
- 3、《中国石化 (600028) \ 化工行业》
《油价中枢向上，拆分上市资产重估》
- 4、《中国石化 (600028) \ 化工行业》
《一体化助推业绩，油价攀升利好有限》
- 5、《中国石化 (600028) \ 化工行业》
《业绩稳健，中石化资本孕育新动能》

➤ **乙烯为代表的石化产品近虑远忧，中长期内存在压力**

石化产品定价主要受供需面决定，当前以乙烯为代表的东北亚价格1200美元/吨，显示处在需求景气区间内。公司年产近8000万吨化工品，其中乙烯1200万吨产能规模，考虑石脑油和乙烯价差，化工板块近270亿的经营收益中，乙烯占80%以上，如果撇除乙烯业务贡献，其余品种近乎陷入无利可图。过去五年来全球乙烯受需求增速3~5%，供给存在缺口的正面推动，东北亚价格有效维持1200美元/吨以上，但测算亚洲乙烯与石油季度均价差正在收窄，从2018Q1的660美元/吨缓慢跌至2019Q1的580美元/吨，最新4月底价差仅为410美元/吨。截止2020年底，北美地区总规划1500万吨乙烷制乙烯投放，国内1200万吨煤制烯烃，中东地区也将有部分新增产能释放，中长期来看乙烯新增产能增速将高于实际需求增速，未来一旦拐点来临，乙烯供需平衡打破，价格回归至1000美元/吨以下，乙烯和石油价差跌至300美元/吨以下，测算化工板块EBIT预计将减半至150亿。

➤ **2019年公司资本开支加码**

2019年公司计划资本开支1363亿元，同比增长15.53%，勘探与开采投入596亿元，同比增长41.38%；化工板块投入233亿元，同比增长19.01%。分别针对上游勘探开采短板做补强，重点做好天然气产量方面增产，下游化工板块则针对就新材料、炼油升级、精细化工等细分领域做协同增强。

➤ 预计公司2019~2021年归母净利分别为572、514和559亿元，EPS分别为0.47、0.42和0.46元/股，对应当前股价PE分别为12X、13X和12X，下调公司（600028.SH，00386.HK）目标价为人民币6.60元，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**

油价大幅度上涨至天花板，触发成品油限价；成品油价格竞争加剧。

图表 1: 财务预测摘要

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 单位:百万元 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 87724 | 88389 | 214525 | 220871 | 226337 | 营业收入 | 236019 | 289117 | 306465 | 315529 | 323339 |
| 应收账款+票据 | 101168 | 64879 | 83632 | 68016 | 84050 | 营业成本 | 189039 | 240101 | 255530 | 264161 | 271087 |
| 预付账款 | 4901 | 5937 | 5610 | 6327 | 5923 | 营业税金及附加 | 235292 | 246498 | 251428 | 256457 | 253892 |
| 存货 | 186693 | 184584 | 179046 | 173675 | 171938 | 营业费用 | 56055 | 59396 | 61293 | 63106 | 64668 |
| 其他 | 20087 | 22774 | 22774 | 22774 | 22774 | 管理费用 | 78928 | 73390 | 82197 | 83841 | 85518 |
| 流动资产合计 | 451769 | 392295 | 531320 | 517395 | 536755 | 财务费用 | 1560 | (1001) | 8700 | 15644 | 13799 |
| 长期股权投资 | 131087 | 145721 | 145721 | 145721 | 145721 | 资产减值损失 | 21791 | 11605 | 7400 | 6300 | 8500 |
| 固定资产 | 650774 | 617812 | 521249 | 555901 | 144889 | 公允价值变动收益 | (13) | 2656 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 118645 | 136963 | 1186963 | 115500 | 210000 | 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 97126 | 103855 | 100826 | 97796 | 94767 | 其他 | (11089) | (18841) | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 53692 | 60693 | 59127 | 57561 | 55995 | 营业利润 | 65067 | 84094 | 98327 | 88335 | 96139 |
| 非流动资产合计 | 105132 | 106504 | 2013886 | 201197 | 195537 | 营业外净收益 | 18668 | 10456 | 0 | (0) | (0) |
| 资产总计 | 150309 | 145733 | 2545206 | 252937 | 249212 | 利润总额 | 83735 | 94550 | 98327 | 88335 | 96139 |
| 短期借款 | 54701 | 44692 | 1015327 | 100299 | 853560 | 所得税 | 15212 | 17819 | 24582 | 22084 | 24035 |
| 应付账款+票据 | 206535 | 192757 | 232194 | 207110 | 243712 | 净利润 | 68523 | 76731 | 73746 | 66251 | 72104 |
| 其他 | 232265 | 198628 | 228424 | 206892 | 235543 | 少数股东损益 | 19175 | 17200 | 16531 | 14851 | 16163 |
| 流动负债合计 | 493501 | 436077 | 1475945 | 141699 | 133281 | 归属于母公司净利 | 51119 | 63089 | 57215 | 51400 | 55941 |
| 长期带息负债 | 99124 | 93527 | 93527 | 93527 | 93527 | | | | | | |
| 长期应付款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 其他 | 56398 | 70076 | 70076 | 70076 | 70076 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 155522 | 163603 | 163603 | 163603 | 163603 | | | | | | |
| 负债合计 | 649023 | 599680 | 1639548 | 158059 | 149641 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 126826 | 139304 | 155835 | 170686 | 186848 | 营业收入 | 22.23% | 22.50% | 6.00% | 2.96% | 2.48% |
| 股本 | 121071 | 121071 | 121071 | 121071 | 121071 | EBIT | -0.97% | 9.84% | 14.44% | -2.87% | 5.74% |
| 资本公积 | 119557 | 119192 | 119192 | 119192 | 119192 | EBITDA | 3.12% | 1.50% | -1.35% | 1.89% | 28.62% |
| 留存收益 | 486616 | 478092 | 509560 | 537830 | 568598 | 归属于母公司净利 | 44.12% | 23.42% | -9.31% | -10.16 | 8.83% |
| 股东权益合计 | 854070 | 857659 | 905658 | 948779 | 995710 | 获利能力 | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 150309 | 145733 | 2545206 | 252937 | 249212 | 毛利率 | 19.90% | 16.95% | 16.62% | 16.28% | 16.16% |
| | | | | | | 净利率 | 2.90% | 2.65% | 2.41% | 2.10% | 2.23% |
| | | | | | | ROE | 7.03% | 8.78% | 7.63% | 6.61% | 6.92% |
| | | | | | | ROIC | 7.15% | 7.73% | 8.25% | 3.91% | 4.07% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 43.18% | 41.15% | 64.42% | 62.49% | 60.05% |
| | | | | | | 流动比率 | 0.92 | 0.90 | 0.36 | 0.37 | 0.40 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.50 | 0.42 | 0.22 | 0.23 | 0.26 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 27.86 | 44.56 | 46.31 | 46.75 | 48.88 |
| | | | | | | 存货周转率 | 10.13 | 13.01 | 14.27 | 15.21 | 15.77 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 1.57 | 1.98 | 1.20 | 1.25 | 1.30 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 0.42 | 0.52 | 0.47 | 0.42 | 0.46 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 1.58 | 1.46 | 1.98 | 1.34 | 2.47 |
| | | | | | | 每股净资产 | 6.01 | 5.93 | 6.19 | 6.43 | 6.68 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 13.45 | 10.90 | 12.02 | 13.38 | 12.29 |
| | | | | | | 市净率 | 0.95 | 0.96 | 0.92 | 0.88 | 0.85 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 4.57 | 4.62 | 9.61 | 9.45 | 6.84 |
| | | | | | | EV/EBIT | 10.79 | 10.08 | 18.06 | 18.62 | 16.39 |

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

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。

投资评级说明

| | | |
|------------|------|--------------------------------|
| 股票 投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上 |
| | 推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上 |
| | 谨慎推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上 |
| | 观望 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10% |
| | 卖出 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 优异 | 行业指数在未来 6 个月内强于大盘 |
| | 中性 | 行业指数在未来 6 个月内与大盘持平 |
| | 落后 | 行业指数在未来 6 个月内弱于大盘 |

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

| 地区 | 姓名 | 固定电话 |
|----|-----|-------------------|
| 北京 | 管峰 | 010-68790949-8007 |
| 上海 | 刘莉 | 021-38991500-831 |
| 深圳 | 薛靖韬 | 0755-82560810 |