

信义山证 汇通天下

证券研究报告

石油化工

中国石化 (60028.SH)

维持评级

报告原因：中报点评

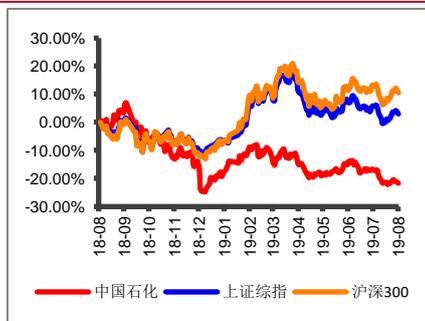
大力提升油气勘探开发力度，上游板块扭亏为盈

增持

2019年08月26日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



事件描述

- 公司发布 2019 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 14989.96 亿元，同比增长 15.29%，实现归属于母公司股东的净利润 313.38 亿元，同比减少 24.67%，扣非后归母净利润 304.51 亿元，同比减少 23.50%。主要归因于公司炼油、化工等主要产品毛利收窄的影响。其中 Q2 单季度实现营业收入 7814.17 亿元，同比增长 15.08%，环比增长 8.9%，归母净利润为 165.75 亿元，同比减少 27.4%，环比增加 12.27%。

事件点评

- 上游板块扭亏为盈，原油采购成本增加及市场竞争激烈拖累炼油、营销及分销、化工板块业绩表现。**分子板块来看，2019 H1 公司勘探开发板块经营利润为 62 亿元，实现扭亏为盈。主要归因于精细油田开发，努力增产天然气，强化成本费用控制，有效提升了盈利能力。炼油板块实现经营利润为 191 亿元，同比下降 51.0%。炼油毛利为 383 元/吨，同比下降 29.6%。主要归因于受进口原油贴水上升、海外运保费上涨、人民币汇率贬值等影响，原油采购成本同比上升，同时，石脑油、液化气等其他石油精炼产品价差同比大幅收窄。营销及分销板块实现经营利润为 147 亿元，同比下降 14.4%。主要归因于境内成品油市场竞争激烈，零售端价差收窄的影响。从产销量数据来看，H1 加工原油 1.24 亿吨，同比增长 2.7%，生产成品油 7,894 万吨，同比增长 3.4%，其中汽油产量增长 4.3%，煤油产量增长 7.9%。成品油总经销量 12691 万吨，同比增长 9.6%，其中境内成品油总经销量 9177 万吨，同比增长 3.8%。化工板块实现经营利润为 119 亿元，同比降低 24.5%，主要归因于化工产品市场竞争激烈，供应充裕，产品毛利降低。
- 市场竞争激烈降低产品毛利率，管理费用有所减少。**2019 H1 公司勘探及开采业务毛利率较上年增长 2.5 个百分点至 15.4%；炼油业务、营销及分销业务、化工业务毛利率均有所下滑，分别为 4.8%、6.5%和 8.7%，较上年下降 3.4 个、0.6 个和 1.5 个百分点，主要是市场竞争激烈降低产品毛利。受上述综合等因素影响，公司综合毛利率为 7.7%，较上年下降 2.4 个百分点。从费用情况来看，公司的销售费用、财务费用分别为 297.4 亿元和 51.63 亿元，分别较上年增长 7.52%和 1863.12%，财务费用大幅增加主要系利息支出的增加所致，管理费用为 270.39 亿元，

市场数据：2019年8月26日

收盘价(元):	4.97
年内最高/低(元):	4.73/6.80
流通 A 股/总股本(亿):	956/1211
流通 A 股市值(亿):	4749
总市值(亿):	6017

基础数据：2019年06月30日

基本每股收益	0.26
摊薄每股收益:	0.26
每股净资产(元):	5.98
净资产收益率:	4.33%

分析师：曹玲燕

执业证书编号：S0760511010002

邮箱：caolingyan@sxzq.com

研究助理：

程俊杰

邮箱：chengjunjie@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

同比减少 20.26%。经营活动产生的现金流量净额为 329 亿元，同比减少 54.04%，主要归因于除税前利润同比减少 187 亿元，应收款项及其他流动资产净变动同比增加 212 亿元。

- **资本支出同比大幅增长，大力提升油气勘探开发力度。**2019 H1 公司资本支出 428.78 亿元，同比增长 81.02%，其中勘探及开发板块资本支出 200.64 亿元，主要用于胜利、西北等原油产能建设，涪陵、威荣等页岩气产能建设，推进天然气管道和储气库以及境外油气项目建设等；炼油板块资本支出 87.79 亿元，主要用于中科炼化项目建设，天津、镇海、洛阳、茂名等炼油结构调整项目建设；营销及分销板块资本支出 80.71 亿元，主要用于成品油库、管道及加油（气）站等项目建设；化工板块资本支出 56.74 亿元，主要用于中科、镇海、武汉等炼化项目建设；总部及其他资本支出 2.90 亿元，主要用于科研装置及信息化项目建设。总体来看，公司全面实施大力提升油气勘探开发力度行动计划，全力推进稳油增气降本，统筹推进天然气产供储销体系建设，取得较好成效。资本支出均用于主营业务板块，有利于公司进一步发展。

投资建议

- 根据中国石油集团经济技术研究院发布的《2018 年国内外油气行业发展报告》显示，2018 年中国石油表观消费首破 6 亿吨，达到 6.25 亿吨，同比增加 0.41 亿吨，增速为 7%。2018 年，我国石油进口量为 4.4 亿吨，同比增长 11%，石油对外依存度升至 69.8%。据自然资源部的资料，我国有含油气前景的地区，已颁发勘查开采许可证进行工作的面积仅占一半左右，**这意味着国内油气上游领域还有很好的发展前景。**另一方面，美伊局势动荡将对中东稳定带来严重负面影响，一旦中东地缘政治冲突进一步恶化，将给中国能源安全带来中东原油断供的严重威胁，并会因油价飙升推高进口成本，因此扩大资本开支，大力提升国内油气田开发力度对于国家能源安全尤为重要。而中国石化作为上、中、下游一体化的大型能源化工公司，在油气行业占主导地位，公司保持着很大的收入及利润规模，具有很强的整体规模实力，我们看好公司在未来油气行业深化改革发展中持续受益。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.67\0.71\0.62，2019-2021 年 PE 分别为 7.4\7.1\8，维持“增持”评级。

存在风险

- 油价大幅波动；石化行业市场竞争加剧的风险；宏观经济形势变化的风险



资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	504,120	596,869	572,004	565,401
现金	167,015	175,217	101,444	48,350
应收账款	56,993	76,946	84,415	89,212
其他应收款	1,481	1,578	1,760	1,980
预付账款	5,937	7,274	8,749	10,326
存货	190,960	238,036	256,646	281,397
其他流动资产	81,734	97,819	118,991	134,137
非流动资产	1,088,188	1,290,202	1,480,514	1,661,687
长期投资	145,721	145,614	145,650	145,662
固定资产	696,825	838,821	975,297	1,106,276
无形资产	103,855	95,023	87,863	81,226
其他非流动资产	141,787	210,744	271,704	328,522
资产总计	1,592,308	1,887,071	2,052,518	2,227,088
流动负债	565,098	751,312	804,537	876,944
短期借款	44,692	43,551	42,890	42,575
应付账款	186,341	251,301	265,859	288,427
其他流动负债	334,065	456,461	495,787	545,942
非流动负债	169,551	166,554	166,091	169,671
长期借款	61,576	61,576	61,576	61,576
其他非流动负债	107,975	104,978	104,515	108,095
负债合计	734,649	917,866	970,628	1,046,615
少数股东权益	139,304	164,230	191,320	213,829
股本	121,071	121,071	121,071	121,071
资本公积	119,192	119,232	119,232	119,778
留存收益	483,160	564,671	650,267	725,796
归属母公司股东权益	718,355	804,975	890,571	966,644
负债和股东权益	1,592,308	1,887,071	2,052,518	2,227,088

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	175,868	253,105	173,947	164,914
净利润	80,289	81,511	85,596	75,528
折旧摊销	109,967	34,928	39,922	44,935
财务费用	(359)	3,334	3,781	4,708
投资损失	(11,428)	(19,470)	(19,265)	(19,265)
营运资金变动	156,583	114,512	13,033	23,156
其他经营现金流	(159,184)	38,290	50,880	35,852
投资活动现金流	(66,422)	99,779	111,194	123,755
资本支出	93,348	80,260	100,477	99,367
长期投资	(14,706)	0	0	0
其他投资现金流	(145,064)	19,519	10,717	24,388
筹资活动现金流	(111,260)	(15,187)	(12,825)	(11,021)
短期借款	(10,009)	(1,141)	(661)	(315)
长期借款	(6,178)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	(365)	40	0	545
其他筹资现金流	(94,708)	(14,087)	(12,165)	(11,251)
现金净增加额	(1,814)	337,697	272,316	277,648

利润表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,891,179	3,080,375	3,435,522	3,865,251
营业成本	2,401,012	2,510,861	2,813,015	3,178,783
营业税金及附加	246,498	308,037	343,552	386,525
销售费用	59,396	61,607	68,710	77,305
管理费用	73,390	78,242	87,262	98,177
财务费用	(1,001)	3,334	3,781	4,708
资产减值损失	11,605	13,453	15,243	19,010
公允价值变动收益	2,656	(89)	8,548	(5,669)
投资净收益	11,428	19,470	19,265	19,265
营业利润	101,474	124,221	131,771	114,339
营业外收入	2,070	1,400	1,500	1,600
营业外支出	3,042	400	700	600
利润总额	100,502	125,221	132,571	115,339
所得税	20,213	18,783	19,886	17,301
净利润	80,289	106,437	112,685	98,038
少数股东损益	17,200	24,926	27,089	22,510
归属母公司净利润	63,089	81,511	85,596	75,528
EBITDA	223,329	162,482	175,474	163,982
EPS (元)	0.52	0.67	0.71	0.62

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	22.50%	6.54%	11.53%	12.51%
营业利润	16.68%	22.42%	6.08%	-13.23%
归属于母公司净利润	23.42%	29.20%	5.01%	-11.76%
获利能力				
毛利率(%)	16.95%	18.49%	18.12%	17.76%
净利率(%)	4.49%	2.18%	2.65%	2.49%
ROE(%)	9.36%	10.98%	10.42%	8.30%
ROIC(%)	10.25%	14.24%	13.52%	9.99%
偿债能力				
资产负债率(%)	46.14%	48.64%	47.29%	46.99%
净负债比率	45.93%	41.66%	62.17%	66.71%
流动比率	0.89	0.79	0.71	0.64
速动比率	0.55	0.48	0.39	0.32
营运能力				
总资产周转率	1.81	1.77	1.74	1.81
应收账款周转率	45.64	45.56	42.20	44.10
应付账款周转率	14.96	14.08	13.29	13.95
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.67	0.71	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	2.09	1.44	1.36
每股净资产(最新摊薄)	5.93	6.65	7.36	7.98
估值比率				
P/E	9.6	7.4	7.1	8.0
P/B	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	2.96	4.06	4.20	4.91

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

