

炼油毛利下降，勘探开发恢复盈利



——中国石化（600028）2019 年中报点评

❖ 事件

公司发布 2019 年中期报告，实现营业收入 14989.96 亿元，同比增长 15.3%；归属于母公司股东净利润为 313.38 亿元，同比减少 24.7%；归属于母公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为 304.51 亿元，同比减少 23.5%。

❖ 点评

勘探开发业务持续好转，境内油气产量保持增长。今年上半年勘探及开发板块经营收益为 62.4 亿元，去年同期为亏损 4.1 亿元，毛利率持续增长达到 15.4%，主要是天然气、LNG 销售价格及销量同比增长所致。上半年境内原油产量同比微增 0.3%，预计下半年继续小幅增长，上半年天然气产量同比增长 7.0%。上半年板块资本支出 200 亿元，主要用于胜利、西北等油田建设，涪陵、威荣等页岩气田建设等。

受油价及汇率影响，炼油板块毛利下降。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，上半年炼油毛利为 383 元/吨，同比下降 29.6%。**资本支出延续增长。**上半年公司资本支出 428.78 亿元，同比增长 81%，勘探开发、炼油、营销分销及化工板块资本支出分别为 200.64 亿元、87.79 亿元、80.71 亿元和 56.74 亿元，分别同比增长 86%、90%、50%和 115%。

❖ 盈利预测

受天然气量价齐升影响，勘探开发业务实现盈利，但受到岸油价及汇率影响，炼油板块利润出现下降，考虑公司具备油气生产及加工一体化优势，预计公司 2019-2021 年分别实现归属母公司股东净利润 536、575、622 亿元，折合 EPS 0.44、0.48、0.51 元/股，对应 PE 分别为 11、11、10 倍，继续给予“增持”评级。

❖ 风险提示：油价大跌导致上游亏损、天然气需求不足和气价下降、国内成品油需求大幅下滑和汇率风险。

📄 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部
报告类别 | 公司点评
所属行业 | 石油化工
报告时间 | 2019/8/27
前收盘价 | 4.99 元
公司评级 | 增持评级

👤 分析师

白竣天
证书编号：S1100518070003
010-66495962
baijuntian@cczq.com

📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

盈利预测与估值

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	2891179	3030000	3130000	3190000
+/-%	22%	5%	3%	2%
归属母公司股东净利润	63089	53602	57521	62276
+/-%	23%	-15%	7%	8%
EPS(元)	0.52	0.44	0.48	0.51
PE	9.58	11.27	10.50	9.70

资料来源：公司公告、川财证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	504120	621792	716876	729798	营业收入	2891179	3030000	3130000	3190000
现金	167015	252265	207396	288844	营业成本	2401012	2482365	2568133	2611973
应收账款	0	8675	3722	3595	营业税金及附加	246498	290533	291020	295587
其他应收款	25312	26706	26431	27495	营业费用	59396	72720	75433	77198
预付账款	5937	6237	41090	36568	管理费用	73390	99990	103603	105908
存货	184584	223287	225611	227674	财务费用	-1001	603	-716	-1957
其他流动资产	121272	104622	212625	145622	资产减值损失	11605	13216	14491	15636
非流动资产	1088188	1044974	100308	1037751	公允价值变动收益	2656	660	946	1006
长期投资	145721	133542	141393	149320	投资净收益	11428	17197	15585	15429
固定资产	617812	645230	620896	577304	营业利润	101474	88430	94566	102091
无形资产	103855	113209	121186	129885	营业外收入	2070	2258	2039	2117
其他非流动资产	220800	152992	119607	181242	营业外支出	3042	2460	2529	2592
资产总计	1592308	1666765	171995	1767549	利润总额	100502	88228	94076	101616
流动负债	565098	620167	643876	660732	所得税	20213	18214	18966	20642
短期借款	44692	44692	44692	44692	净利润	80289	70014	75110	80974
应付账款	192757	239403	247037	246548	少数股东损益	17200	16411	17589	18699
其他流动负债	327649	336072	352147	369493	归属母公司净利润	63089	53602	57521	62276
非流动负债	169551	149744	136936	125499	EBITDA	210440	194644	213345	230860
长期借款	61576	55398	49220	43042	EPS (元)	0.52	0.44	0.48	0.51
其他非流动负债	107975	94346	87716	82457					
负债合计	734649	769911	780812	786232	主要财务比率				
少数股东权益	139304	155715	173305	192003	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	121071	121071	121071	121071	成长能力				
资本公积	119192	119192	119192	119192	营业收入	22.5%	4.8%	3.3%	1.9%
留存收益	483160	500216	523972	546439	营业利润	16.7%	-12.9%	6.9%	8.0%
归属母公司股东权	718355	741139	765841	789314	归属于母公司净利润	23.4%	-15.0%	7.3%	8.3%
负债和股东权益	1592308	1666765	171995	1767549	获利能力				
					毛利率(%)	17.0%	18.1%	18.0%	18.1%
					净利率(%)	2.2%	2.2%	1.8%	1.8%
					ROE(%)	8.8%	7.2%	7.5%	7.9%
					ROIC(%)	14.0%	13.2%	13.0%	18.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	46.1%	46.2%	45.4%	44.5%
					净负债比率(%)	16.84%	15.99%	15.05%	14.17%
					流动比率	0.89	1.00	1.11	1.10
					速动比率	0.55	0.64	0.76	0.76
					营运能力				
					总资产周转率	1.81	1.86	1.85	1.83
					应收账款周转率	4747	114	64	77
					应付账款周转率	12.03	11.49	10.56	10.58
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.52	0.44	0.48	0.51
					每股经营现金流(最)	1.45	1.48	0.69	3.09
					每股净资产(最新摊)	5.93	6.12	6.33	6.52
					估值比率				
					P/E	9.58	11.27	10.50	9.70
					P/B	0.84	0.82	0.79	0.77
					EV/EBITDA	2	3	2	2

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	175868	178900	83394	373615
净利润	80289	70014	75110	80974
折旧摊销	109967	105611	119495	130726
财务费用	-1001	603	-716	-1957
投资损失	-11428	-17197	-15585	-15429
营运资金变动	-14803	-19662	-104231	102643
其他经营现金流	12844	39532	9321	76658
投资活动现金流	-66422	-61413	-81626	-242154
资本支出	103014	70000	70000	70000
长期投资	-16880	-11848	7814	8062
其他投资现金流	19712	-3261	-3812	-164092
筹资活动现金流	-111260	-32237	-46638	-50013
短期借款	-10009	0	0	0
长期借款	-6178	-6178	-6178	-6178
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-365	0	0	0
其他筹资现金流	-94708	-26059	-40460	-43835
现金净增加额	-1296	85250	-44869	81448

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004