

油价下降影响上游业绩，重大勘探成果铺展非常规油气开发新蓝图

——中国石油(601857.SH) 2019年三季度报点评

跨市场公司简报

A股：买入（维持）

当前价：5.98元

H股：买入（维持）

当前价：4.01港元

分析师

吴裕 (执业证书编号：S0930519050005)
010-58452014

wuyu1@ebscn.com

裴孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)
021-52523535
giuxf@ebscn.com

市场数据

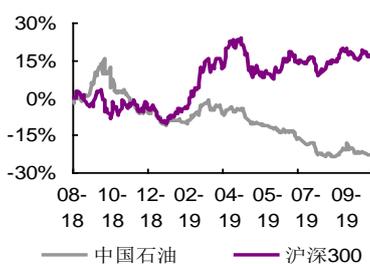
总股本(亿股)：1830.21

总市值(亿元)：10944.65

一年最低/最高(元)：5.94/8.17

近3月换手率：2.06%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.16	-17.28	-35.22
绝对	-6.93	-14.07	-23.75

资料来源：Wind

事件：

公司发布2019年第三季度公告，报告期内实现营业收入1.81万亿元，同比增加5.1%，实现归母公司净利润372.8亿元，折EPS 0.204元/股，同比减少23.4%。其中Q3单季实现营收6181亿元，同比增加1.8%，环比增加2.14%；归母净利润88.6亿元，折EPS 0.048元/股，同比减少58.2%，环比下降51.2%。

点评：

◆ 油价下降影响上游板块业绩，非常规油气勘探成果显著

公司上游板块2019Q3经营利润233.07亿元，同比降低16.75%，环比降低40.70%，主要是由于原油价格下降影响了板块业绩，但仍为公司盈利主体。公司Q3单季原油实现价格为58.17美元/桶，同比下降23.7%，环比降低12.8%；天然气实现价格4.83美元/千立方英尺；桶油EBIT 14.41美元/桶，环比减少10.76美元/桶。公司全力推进西南页岩气、大港油田页岩油等重点地区的增储上产，大力实施老油田控制递减率和提高采收率工程，实现了原油产量稳中有升、天然气产量快速增长：公司2019Q3生产原油2.31亿桶，同比增加2.3%，环比增加1.01%；生产天然气9285亿立方英尺，同比增长6.66%，环比下降3.72%。公司积极坚持勘探与生产板块低成本战略，持续推进开源、节流、降本、增效，2019前三季度油气单位操作成本11.28美元/桶，同比降低1.7%。此外，公司加大新领域和重点地区勘探投入，在非常规油气领域勘探取得重大成果，鄂尔多斯盆地长7生油层新增地质储量3.58亿吨，预测地质储量6.93亿吨，四川长宁-威远和太阳区块新增探明页岩气地质储量7410亿立方米，累计探明10610亿立方米，形成了四川盆地万亿方页岩气区。

◆ 转型升级加快，化工品毛利收窄拉低板块业绩

公司炼化板块Q3单季EBIT 21.66亿元，同比下降81.44%，环比上升10.06%。其中，炼油EBIT 20.33亿元，环比上升52.74%，主要由于Q3炼油毛利环比上升导致——Q3国内炼油毛利环比增加6.68美元/桶至13.80美元/桶；化工EBIT 1.33亿，环比下降79.12%，主要由于国内炼化产能过剩导致产品价格下降、毛利空间收窄。公司加快结构调整和转型升级，优化资源配置并增产适销，Q3单季加工原油3.09亿桶，环比增加0.88%；分别生产汽、柴、煤油1249.6、1403.1和334万吨，环比分别增加-0.48%、2.83%、6.26%；公司适当增加柴油生产比例，Q3生产柴汽比环比增加0.07至1.12。在部分装置检修的情况下，公司维持化工产品高负荷生产，Q3单季分别生产乙烯和合成树脂130.7、217.3万吨，环比减少8.15%、8.16%。此外，公司充分发挥上游优势，利用附产乙烷建设并持续推进长庆80万吨和塔里木60万吨乙烷裂解制乙烯项目，且华北石化炼油改造工程、广东石化炼化一体化项目建设也在顺利进行中。

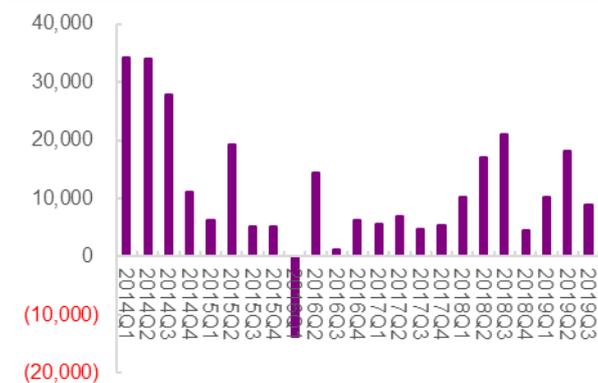
◆成品油市场竞争激烈，公司维持国内龙头地位

公司销售板块 Q3 单季 EBIT -14.75 亿元，同比减少 34.14 亿，环比减少 17.94 亿，主要是由成品油市场竞争激烈降低公司成品油到价率以及毛利等因素导致。公司优化营销策略，坚持资源向高效市场流动，积极扩大市场份额：Q3 分别销售汽、柴油 2035、2353 万吨，同比分别上升 13.08%、2.55%，销售柴汽比同比降低 0.11 至 1.16；销售煤油 488.9 万吨，同比降低 0.92%。

◆进口气亏损增加影响天然气和管道板块业绩

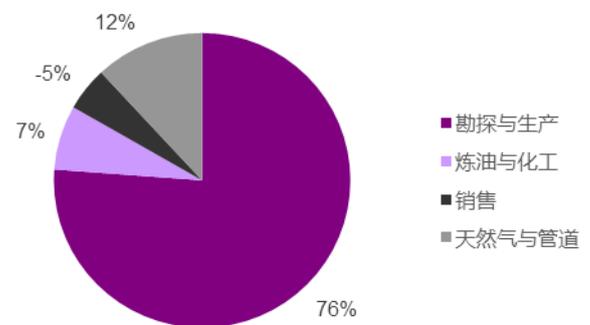
公司 2019 年 Q3 单季 EBIT 为 36.48 亿元，同比增长 1.0%，环比下降 36.22%，主要是由于人民币贬值、采购成本增加等因素使得公司进口气亏损增加：Q3 单季进口气亏损 106 亿元，同比增亏 40.2 亿，环比增亏 26.5 亿。公司合理安排国内其他气源和进口气采购，积极优化气源结构，强化终端销售，加强管道安全管理，确保管道运行效率效益。

图 1：中国石化单季净利润（百万元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 2：中国石化 2019Q3 板块经营利润占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

◆盈利预测、估值与评级

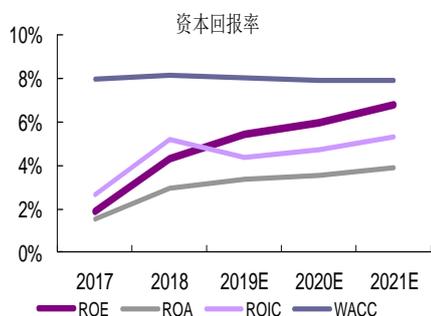
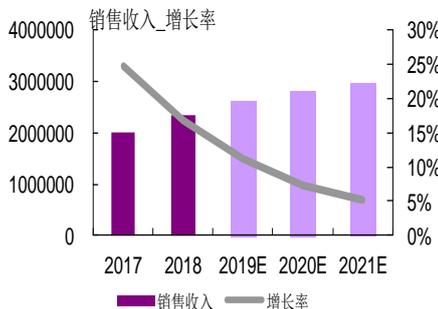
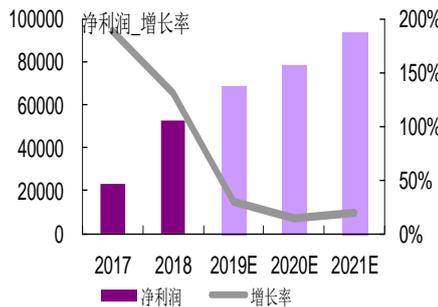
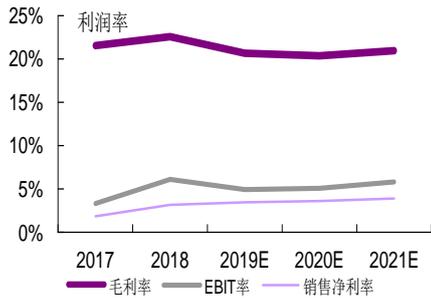
由于地缘政治推动的油价上涨幅度低于我们的预期，以及未来国家管网公司成立对公司整体业绩的负面影响，故我们下调了对公司未来 3 年的盈利预测，预计公司 19-21 年归母净利润分别为 536、595、681 亿元，对应 EPS 分别为 0.29、0.33、0.37 元。考虑到公司作为行业龙头，虽然面临炼化和成品油的激烈竞争，但市场份额相仍对比较稳定，长期仍然向好，故我们维持 A 股和 H 股“买入”评级。

◆风险提示：原油价格下行风险；炼油和化工景气度下行风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,015,890	2,353,588	2,616,163	2,808,641	2,953,273
营业收入增长率	24.68%	16.75%	11.16%	7.36%	5.15%
净利润（百万元）	22,793.00	52,585	53,573	59,526	68,136
净利润增长率	188.52%	130.71%	1.88%	11.11%	14.46%
EPS（元）	0.12	0.29	0.29	0.33	0.37
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.91%	4.33%	4.28%	4.62%	5.11%
P/E（A 股）	48	21	20	18	16
P/E（H 股）	32	14	14	12	11

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019.10.30，港元汇率为 0.88



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,015,890	2,353,588	2,616,163	2,808,641	2,953,273
营业成本	1,584,245	1,824,382	2,101,185	2,260,606	2,368,317
折旧和摊销	87,523	106,783	123,112	141,021	158,561
营业税费	196,095	215,881	240,949	257,833	271,996
销售费用	66,067	68,882	83,979	89,315	93,619
管理费用	77,565	67,714	86,595	87,068	92,733
财务费用	21,648	18,480	20,998	23,602	25,027
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	6,734	11,956	11,956	11,956	11,956
营业利润	57,769	134,812	94,801	102,738	114,218
利润总额	53,083	115,200	97,864	105,801	117,281
少数股东损益	13,995	19,825	19,825	19,825	19,825
归属母公司净利润	22,793	52,585	53,573	59,526	68,136

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	2,404,910	2,432,558	2,632,377	2,796,914	2,930,017
流动资产	425,162	433,128	488,766	524,878	550,724
货币资金	136,121	95,133	105,746	113,526	119,373
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	53,143	58,507	65,034	69,819	73,414
应收票据	19,215	16,308	18,127	19,461	20,463
其他应收款	13,904	16,174	17,978	19,301	20,295
存货	144,669	174,586	201,812	217,492	228,086
可供出售投资	1,937	760	1,937	1,937	1,937
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	81,216	89,432	89,432	89,432	89,432
固定资产	694,359	685,848	799,115	888,806	956,661
无形资产	72,913	77,261	73,398	69,728	66,242
总负债	1,023,300	1,021,615	1,164,508	1,271,713	1,340,661
无息负债	558,025	614,455	687,181	723,988	749,997
有息负债	465,275	407,160	477,327	547,726	590,664
股东权益	1,381,610	1,410,943	1,467,869	1,525,201	1,589,356
股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
公积金	317,408	322,928	322,928	322,928	322,928
未分配利润	707,448	727,187	764,288	801,795	846,125
少数股东权益	187,800	196,373	216,198	236,023	255,848

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	366,655	351,565	228,475	231,002	262,502
净利润	22,793	52,585	53,573	59,526	68,136
折旧摊销	87,523	106,783	123,112	141,021	158,561
净营运资金增加	(23,251)	15,206	(13,451)	1,971	1,840
其他	279,590	176,991	65,240	28,484	33,966
投资活动产生现金流	(243,546)	(267,732)	(254,196)	(250,664)	(252,765)
净资本支出	(235,699)	(274,043)	(220,595)	(220,595)	(220,595)
长期投资变化	81,216	89,432	0	0	0
其他资产变化	(89,063)	(83,121)	(33,601)	(30,069)	(32,170)
融资活动现金流	(94,725)	(123,515)	36,334	27,442	(3,891)
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	(50,996)	(58,115)	70,167	70,398	42,938
无息负债变化	50,374	56,430	72,726	36,807	26,009
净现金流	24,846	(37,179)	10,613	7,780	5,846

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	24.68%	16.75%	11.16%	7.36%	5.15%
净利润增长率	188.52%	130.71%	1.88%	11.11%	14.46%
EBITDA 增长率	14.02%	20.63%	-8.83%	12.54%	11.92%
EBIT 增长率	62.39%	115.81%	-26.94%	10.15%	11.28%
估值指标					
PE	48	21	20	18	16
PB	0.92	0.90	0.87	0.85	0.82
EV/EBITDA	12	7	8	8	7
EV/EBIT	27	13	18	18	17
EV/NOPLAT	39	20	25	24	22
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	21.41%	22.49%	19.68%	19.51%	19.81%
EBITDA 率	14.15%	14.62%	8.68%	9.09%	9.68%
EBIT 率	3.27%	6.04%	3.97%	4.07%	4.31%
税前净利润率	2.63%	4.89%	3.74%	3.77%	3.97%
税后净利润率 (归属母公司)	1.13%	2.23%	2.05%	2.12%	2.31%
ROA	1.53%	2.98%	2.79%	2.84%	3.00%
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.91%	4.33%	4.28%	4.62%	5.11%
经营性 ROIC	2.67%	5.17%	4.20%	4.33%	4.57%
偿债能力					
流动比率	0.74	0.74	0.68	0.64	0.63
速动比率	0.49	0.44	0.40	0.38	0.37
归属母公司权益/有息债务	2.57	2.98	2.62	2.35	2.26
有形资产/有息债务	4.81	5.55	5.16	4.80	4.68
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.12	0.29	0.29	0.33	0.37
每股红利	0.06	0.09	0.12	0.13	0.14
每股经营现金流	2.00	1.92	1.25	1.26	1.43
每股自由现金流(FCFF)	0.43	0.20	(0.04)	0.02	0.17
每股净资产	6.52	6.64	6.84	7.04	7.29
每股销售收入	11.01	12.86	14.29	15.35	16.14

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼