

盈利有望改善，估值支撑下限



核心观点

- **H1 盈利大幅下滑**: 公司近日公布 20 年半年报, 上半年实现收入 10342 亿, 同比-31%; 归母净利润-229 亿, 同比-173%。其中 Q2 单季度实现收入 4787 亿, 环比-14%, 归母净利润-31 亿, 环比+84%。H1 盈利下滑主要归因于疫情和油价暴跌的双重影响, H1 公司原油加工量 1.11 亿吨, 同比-10.5%, 生产成品油 6719 万吨, 同比-14.9%, 化工品销量 3120 万吨, 同比-19%, 量价齐跌导致公司毛利大幅收窄。同时公司计提了 117 亿的资产减值损失, 其中存货 116 亿, 也对盈利造成不利影响。
- **盈利有望改善, 但幅度有限**: 分板块来看, H1 亏损主要是炼油分部盈利下滑所致, 经营收益从 19 年 H1 的 191 亿下滑至今年的-317 亿。主要原因在于: 1) 开工率下滑导致加工费上升, 吨炼油现金操作成本从 165 元/吨上升至 177 元/吨; 2) 油价暴跌导致原料及产品库存损失较大。而展望未来, 这两个不利因素都在改善, 炼油毛利有望迎来回升。营销及分销板块盈利较为稳定。化工板块 H1 毛利率 8.9%, 同比也基本持平, 未来化工景气虽然会下滑, 但受益于低油价, 幅度预计较为有限。整体而言, 公司历史上首次半年度亏损并非常态, 随着油价企稳和需求复苏, 盈利有一定改善空间。
- **估值支撑下限, 关注现金流和分红**: 虽然我们对未来行业景气比较谨慎, 但公司好处在于估值已处于历史底部, 下行空间有限。且 H1 经营净现金流 398 亿, 并以特殊派息方案分红 85 亿, 年化对应股息率约 3.5%, 未来随着盈利改善还有继续提升空间, 预计也会对股价形成支撑。

财务预测与投资建议

- 基于对产品价格和行业景气的判断, 我们调整公司 20-22 年每股收益分别为 -0.02/0.17/0.20 元 (原预测 0.38/0.33/-元)。考虑到周期下行阶段公司盈利波动较大, PE 法不适用, 采用历史 PB 估值法, 参考 13-14 年行业景气和公司估值底部 0.97 倍 PB, 按照 20 年每股净资产 5.89 元, 调整目标价至 5.71 元 (原目标价 6.11 元), 给予增持评级。

风险提示

- 油价大幅波动; 需求下滑风险; 大规模资本开支重启

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,891,179	2,966,193	2,383,807	2,414,434	2,441,622
同比增长(%)	22.5%	2.6%	-19.6%	1.3%	1.1%
营业利润(百万元)	101,474	90,025	6,445	40,922	45,805
同比增长(%)	16.7%	-11.3%	-92.8%	535.0%	11.9%
归属母公司净利润(百万元)	63,089	57,591	(2,069)	21,048	24,569
同比增长(%)	23.4%	-8.7%	-103.6%	1117.2%	16.7%
每股收益(元)	0.52	0.48	(0.02)	0.17	0.20
毛利率(%)	17.0%	16.1%	15.0%	16.0%	16.0%
净利率(%)	2.2%	1.9%	-0.1%	0.9%	1.0%
净资产收益率(%)	8.6%	7.8%	-0.3%	2.9%	3.3%
市盈率	7.7	8.5	(235.8)	23.2	19.9
市净率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (下调)

股价(2020年08月31日)	4.03元
目标价格	5.71元
52周最高价/最低价	5.36/3.91元
总股本/流通A股(万股)	12,107,121/9,555,777
A股市值(百万元)	487,917
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2020年08月31日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.25	0.75	-2.66	-19.08
相对表现	-1.52	-1.83	-27.21	-45.84
沪深300	1.27	2.58	24.55	26.76



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 杨奇

021-63325888*7540

yangqi@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860520060001

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

基于对产品价格和行业景气的判断，我们调整了 20-21 年公司的收入和盈利预测，详见下表。

表 1：核心假设调整

人民币百万元	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
核心假设						
炼油毛利率	5.0%	4.5%		-1.0%	1.5%	2.0%
变动幅度				-120.00%	-66.67%	
资产减值损失	135	549		12128	2444	860
变动幅度				8904.17%	345.10%	
分项目盈利预测						
勘探业务						
销售收入	165,773	168,901		177,637	183,998	186,536
变动幅度				7.16%	8.94%	
毛利率	16.77%	19.20%		8.79%	10.20%	9.61%
变动幅度				-47.61%	-46.91%	
炼油板块						
销售收入	1,124,752	1,157,192		956,150	965,657	975,260
变动幅度				-14.99%	-16.55%	
毛利率	27.29%	25.73%		22.06%	24.56%	25.06%
变动幅度				-19.18%	-4.54%	
销售板块						
销售收入	1,407,279	1,438,126		1,184,097	1,197,025	1,210,151
变动幅度				-15.86%	-16.76%	
毛利率	6.50%	6.50%		6.80%	6.80%	6.80%
变动幅度				4.60%	4.60%	
石化板块						
销售收入	494,664	508,534		365,879	382,707	400,377
变动幅度				-26.03%	-24.74%	
毛利率	8.00%	6.00%		8.00%	7.00%	6.00%
变动幅度				0.00%	16.67%	
其他业务						
销售收入	1,779,158	1,779,158		1,039,375	1,091,344	1,145,911
变动幅度				-41.58%	-38.66%	
毛利率	0.24%	0.24%		1.08%	1.08%	1.08%
变动幅度				355.05%	355.05%	
销售收入合计	2,940,535	2,919,265		2,383,807	2,414,434	2,441,622
变动幅度				-18.93%	-17.29%	
综合毛利率	15.85%	15.56%		14.95%	15.96%	16.01%
变动幅度				-5.68%	2.53%	

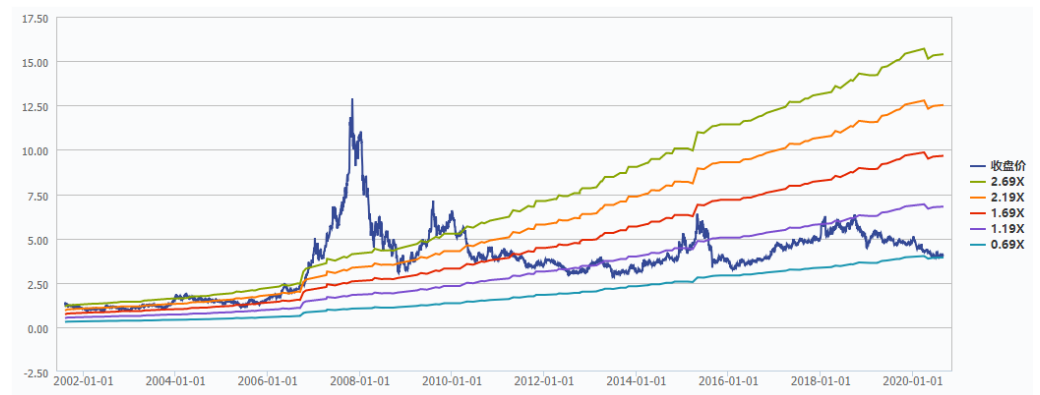
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 2：盈利预测调整

人民币百万元	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,919,265	2,895,450		2,383,807	2,414,434	2,441,622
变动幅度				-18.34%	-16.61%	
营业利润	74,093	66,418		6,445	40,922	45,805
变动幅度				-91.30%	-38.39%	
归属母公司净利润	46,278	40,547		-2,069	21,048	24,569
变动幅度				-104.47%	-48.09%	
每股收益（元）	0.38	0.33		-0.02	0.17	0.20
变动幅度				-104.47%	-48.09%	
毛利率(%)	15.56%	15.54%		14.95%	15.96%	16.01%
变动幅度				-3.93%	2.70%	
净利率(%)	1.59%	1.40%		-0.09%	0.87%	1.01%
变动幅度				-105.48%	-37.75%	

资料来源：Wind，东方证券研究所

图 1：公司上市以来 PB-band


资料来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	167,015	127,927	102,810	111,422	159,358	营业收入	2,891,179	2,966,193	2,383,807	2,414,434	2,441,622
应收票据、账款及款项融资	64,879	63,487	51,022	51,677	52,259	营业成本	2,401,012	2,488,852	2,027,355	2,029,146	2,050,722
预付账款	5,937	5,066	4,071	4,124	4,170	营业税金及附加	246,498	242,535	227,897	230,433	232,841
存货	184,584	192,442	156,758	156,897	158,565	营业费用	59,396	63,516	51,045	51,701	52,283
其他	107,017	56,934	51,363	51,612	51,833	管理费用及研发费用	81,346	71,507	57,467	58,206	58,861
流动资产合计	529,432	445,856	366,025	375,732	426,186	财务费用	(1,001)	9,967	9,241	8,672	7,344
长期股权投资	145,721	152,204	163,466	174,728	185,990	资产、信用减值损失	11,746	3,053	11,479	2,478	890
固定资产	617,762	622,409	647,199	653,129	644,279	公允价值变动收益	2,656	(3,511)	220	221	222
在建工程	136,963	173,482	151,369	132,869	120,249	投资净收益	11,428	12,628	11,262	11,262	11,262
无形资产	103,855	108,956	100,575	92,194	83,812	其他	(4,792)	(5,855)	(4,359)	(4,359)	(4,359)
其他	83,887	252,164	215,692	215,692	215,692	营业利润	101,474	90,025	6,445	40,922	45,805
非流动资产合计	1,088,188	1,309,215	1,278,301	1,268,612	1,250,022	营业外收入	2,070	2,598	1,995	2,221	2,271
资产总计	1,617,620	1,755,071	1,644,325	1,644,344	1,676,208	营业外支出	3,042	2,607	2,453	2,701	2,587
短期借款	44,692	31,196	64,345	31,196	31,196	利润总额	100,502	90,016	5,987	40,442	45,490
应付票据及应付账款	192,757	199,792	162,745	162,889	164,621	所得税	20,213	17,894	1,190	8,039	9,043
其他	327,649	345,386	342,657	342,657	342,657	净利润	80,289	72,122	4,797	32,403	36,447
流动负债合计	565,098	576,374	569,748	536,742	538,474	少数股东损益	17,200	14,531	6,866	11,355	11,878
长期借款	61,576	39,625	39,625	39,625	39,625	归属于母公司净利润	63,089	57,591	(2,069)	21,048	24,569
应付债券	31,951	19,157	0	0	0	每股收益(元)	0.52	0.48	-0.02	0.17	0.20
其他	76,024	243,010	177,674	177,674	177,674						
非流动负债合计	169,551	301,792	217,299	217,299	217,299	主要财务比率					
负债合计	734,649	878,166	787,047	754,041	755,773		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	139,304	137,736	144,602	155,957	167,835	成长能力					
实收资本(或股本)	121,071	121,071	121,071	121,071	121,071	营业收入	22.5%	2.6%	-19.6%	1.3%	1.1%
资本公积	119,192	122,127	122,127	122,127	122,127	营业利润	16.7%	-11.3%	-92.8%	535.0%	11.9%
留存收益	483,160	494,551	469,478	491,147	509,401	归属于母公司净利润	23.4%	-8.7%	-103.6%	1117.2%	16.7%
其他	20,244	1,420	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	882,971	876,905	857,279	890,302	920,435	毛利率	17.0%	16.1%	15.0%	16.0%	16.0%
负债和股东权益总计	1,617,620	1,755,071	1,644,325	1,644,344	1,676,208	净利率	2.2%	1.9%	-0.1%	0.9%	1.0%
						ROE	8.6%	7.8%	-0.3%	2.9%	3.3%
						ROIC	7.7%	7.7%	1.2%	3.9%	4.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	45.4%	50.0%	47.9%	45.9%	45.1%
净利润	80,289	72,122	4,797	32,403	36,447	净负债率	0.0%	3.6%	8.2%	3.2%	0.0%
折旧摊销	93,867	86,838	83,597	93,325	102,086	流动比率	0.94	0.77	0.64	0.70	0.79
财务费用	(1,001)	9,967	9,241	8,672	7,344	速动比率	0.60	0.44	0.35	0.38	0.47
投资损失	(11,428)	(12,628)	(11,262)	(11,262)	(11,262)	营运能力					
营运资金变动	8,001	(27,928)	6,370	(2,830)	(2,855)	应收账款周转率	45.6	51.9	46.6	52.6	52.6
其它	6,140	25,049	(19,025)	2,257	668	存货周转率	12.7	12.9	11.2	12.0	11.9
经营活动现金流	175,868	153,420	73,718	122,565	132,428	总资产周转率	1.8	1.8	1.4	1.5	1.5
资本支出	(81,401)	(115,853)	(80,676)	(72,846)	(70,929)	每股指标(元)					
长期投资	(13,030)	(6,507)	(11,389)	(11,389)	(11,389)	每股收益	0.52	0.48	-0.02	0.17	0.20
其他	28,009	1,897	11,482	11,483	11,484	每股经营现金流	1.45	1.27	0.61	1.01	1.09
投资活动现金流	(66,422)	(120,463)	(80,583)	(72,752)	(70,834)	每股净资产	6.14	6.11	5.89	6.07	6.22
债权融资	(21,671)	17,295	(19,157)	0	0	估值比率					
股权融资	(365)	2,935	0	0	0	市盈率	7.7	8.5	-235.8	23.2	19.9
其他	(89,224)	(104,943)	905	(41,201)	(13,658)	市净率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
筹资活动现金流	(111,260)	(84,713)	(18,252)	(41,201)	(13,658)	EV/EBITDA	2.8	2.9	5.4	3.8	3.5
汇率变动影响	518	147	-0	-0	-0	EV/EBIT	5.4	5.4	34.3	10.9	10.1
现金净增加额	(1,296)	(51,609)	(25,117)	8,612	47,936						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

