

盈利改善明显，黎明即将到来

——中国石化(600028.SH) 2020年半年报点评

跨市场公司简报

A股：买入（维持）

当前价：4.03元

H股：买入（维持）

当前价：3.58港元

分析师

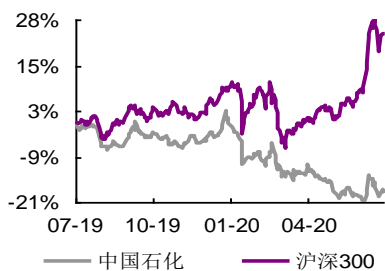
吴裕 (执业证书编号：S0930519050005)
010-58452014
wuyu1@ebscn.com

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

市场数据

总股本(亿股)：1210.71
总市值(亿元)：5436.10
一年最低/最高(元)：4.41/5.68
近3月换手率：6.02%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-13.88	-29.24	-42.61
绝对	1.00	-6.50	-17.99

资料来源：Wind

事件：

公司发布2020年半年度报告，报告期内实现营业收入10342亿，同比增长32.36%；实现归母净利润-229亿，折EPS-0.189元/股，同比减少542亿元。其中Q2单季实现营业收入4787亿元，同比下降38.73%，环比下降13.82%，实现归母净利润-31亿元，折EPS-0.026元/股，同比下降197亿元，环比减亏167亿元。

点评：

◆ 油价下滑影响上游盈利，稳油增气降本力度不减

公司2020H1上游板块实现经营利润-60.02亿元，同比减少122.45亿元，其中2020Q2单季实现经营利润-75.20亿元，同比减少116.2亿元，环比下降90.38亿元，主要由于国际油价的快速下降拉低板块业绩。2020Q2布油均价仅29.74美元/桶，环比下降40.8%，跌破了公司上游完全成本线，进而导致上游亏损。公司Q2原油实现价格30.98美元/桶，环比下降36.92%。在全球成品油需求锐减、价格深度下跌的严峻形势下，公司依然持续推动降本减费，加大低成本技术应用，根据油价走势精准施策，促使成本进一步下降。公司Q2生产原油6962万桶，环比下降1.46%。公司保持高质量勘探力度不减，巩固深化稳油增气策略，加快天然气全产业链体系建设，使得天然气市场份额持续上涨，Q2单季公司生产天然气2627.3亿立方英尺，环比增长5.23%。

◆ 库存损失影响炼油板块业绩

公司2020H1炼油板块实现经营利润-316.89亿元，同比减少507.79亿元，其中Q2单季炼油板块实现经营利润-58.95亿元，同比减少130.22亿元，环比减亏198.99亿元。主要由于油价快速下滑且公司库存较高，炼油和成品油部分的存货跌价损失较大，造成公司Q2单季资产减值损失116.67亿元。公司坚持产销一体化协调，优化资源配置，跟踪市场需求优化加工方案，稳步实施低硫船燃项目，保持了炼油装置的平稳运行：Q2单季加工原油5721万吨，环比增长6.46%，同比下降7.93%；分别生产汽、柴、煤油1380、1628和411万吨，同比变化-10.74%、+0.43%、-47.51%，环比变动+5.99%、+14.73%、-29.02%。公司及时调整产品结构，灵活调整生产柴汽比，推进价值链效益最大化，柴汽比从去年同期的1.05提升为1.18。此外，公司还积极统筹国内外两个市场，精准掌握市场动向以应对国际油价变化、及时调整原油采购策略，完善营销机制，达到提升产品盈利能力的目的。

◆ 化工板块资源配置优化成效显著，板块盈利环比大幅增长

公司2020H1化工板块实现经营利润31.94亿元，同比下降73.15%。其中Q2单季实现经营利润47.62亿元，环比增加403.7%，同比减少3.64%，主要由于公司继续深化原料结构调整，不断降低原料成本；抓住时机延伸产业链，积极统筹资源配置，增产医卫原料，保障市场供应。公司坚持优化产品结构，根据市场需求合理安排装置负荷和排产，加强产品链的动态优化，提高高

附加值产品比例，Q2 单季公司生产乙烯 275 万吨，合成树脂 408.3 万吨，合成橡胶 27 万吨，同比变动-11.6%、-3.95%、+4.65%，环比变动-9.12%、-4.89%、+5.47%。分别生产合成单体和聚合物、合成纤维 208.8 和 30.7 万吨，同比减少 14.95%、1.29%，环比变动-10.5%、+15.41%。此外，公司加强装置和产品链的动态优化，发挥产业优势、加快中科、镇海、古雷、中韩乙烯改造、海南乙烯等先进产能项目建设。

◆ 成品油销售盈利大幅增强

2020 H1 公司销售板块实现经营利润 86.64 亿元，同比下降 41.1%，其中 Q2 单季实现经营利润 102 亿元，同比增长 49.06%，环比增长 117 亿，主要由于公司在低油价下充分发挥营销网络优势，抓住市场回暖的有利时机全力拓市扩销，使得经营量快速回升、业绩大幅增长。公司 2020 Q2 境内成品油总经销量环比增长 39.38%至 4527 万吨。其中，零售量环比增长 40.49%至 3067 万吨，直销分销量环比上升 37%至 1459 万吨，单站加油量环比增加 20.22%至 3419 吨/站。虽然在新冠疫情的影响下，国内成品油整体需求快速下滑，但公司积极优化终端网络布局，巩固提升网络优势；创新非油商业模式，加强线上线下协同、丰富商品种类和服务内容；完善内部市场化机制，优化资源流向和分区产销，充分释放一体化优势，实现了销售模式的有益探索。

◆ 盈利预测、估值与评级

随着疫情的好转，公司效益也在逐渐上升，且 Q1 亏损主要还是由于油价大幅下行带来的库存损失，仅为短期负面影响，且管道公司的重组也将为公司在 2020 年下半年带来 500 多亿的现金对价，并提升公司管道板块收益，公司仍长期向好。故我们维持对公司的盈利预测，预计公司 20-22 EPS 分别为 0.30、0.51、0.55 元/股，维持 A 股和 H 股“买入”评级。

◆ 风险提示：

原油价格继续下行风险；炼油和化工景气度下行风险。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,891,179	2,966,193	2,059,284	2,236,760	2,336,336
营业收入增长率	22.50%	2.59%	-30.57%	8.62%	4.45%
净利润（百万元）	63,089	57,591	36,498	61,524	66,938
净利润增长率	23.42%	-8.71%	-36.63%	68.57%	8.80%
EPS（元）	0.52	0.48	0.30	0.51	0.55
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.78%	7.79%	4.85%	7.71%	7.98%
P/E（A 股）	9	9	13	8	7
P/E（H 股）	7	8	11	6	6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020.8.31，港元汇率 0.90

财务报表与盈利预测

利润表 (百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,891,179	2,966,193	2,059,284	2,236,760	2,336,336
营业成本	2,401,012	2,488,852	1,734,940	1,857,745	1,927,857
折旧和摊	109,967	96,566	98,186	102,650	107,514
税金及附	246,498	242,535	176,089	189,230	198,822
销售费用	59,396	63,516	47,366	52,146	55,605
管理费用	73,390	62,112	53,319	48,627	57,007
研发费用	73,390	62,112	53,319	48,627	57,007
财务费用	(1,001)	9,967	(3,502)	(1,778)	(2,827)
投资收益	11,428	12,628	12,500	12,500	12,500
营业利润	101,474	90,025	61,788	100,511	109,566
利润总额	100,502	90,016	61,331	100,032	109,251
所得税	20,213	17,894	15,333	25,008	27,313
净利润	80,289	72,122	45,998	75,024	81,938
少数股东	17,200	14,531	9,500	13,500	15,000
归属母公司净	63,089	57,591	36,498	61,524	66,938
EPS(按最新)	0.52	0.48	0.30	0.51	0.55

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	175,868	153,420	69,635	131,525	184,096
净利润	63,089	57,591	36,498	61,524	66,938
折旧摊销	109,967	96,566	98,186	102,650	107,514
净营运资金增加	8,646	40,790	15,355	39,525	(5,677)
其他	(5,834)	(41,527)	(80,404)	(72,174)	15,321
投资活动产生现金流	(66,422)	(120,463)	(131,246)	(137,625)	(137,600)
净资本支出	(93,348)	(140,439)	(150,050)	(150,050)	(150,050)
长期投资变化	145,721	152,204	0	0	0
其他资产变化	(118,795)	(132,228)	18,804	12,425	12,450
融资活动现金流	(111,260)	(84,713)	22,497	13,754	(42,202)
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	(24,837)	3,799	55,602	25,413	(20,264)
无息负债变化	18,052	139,718	(29,544)	(40,090)	5,423
净现金流	(1,296)	(51,609)	(39,113)	7,654	4,295

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	17.0%	16.1%	15.8%	16.9%	17.5%
EBITDA 率	7.2%	6.9%	7.0%	8.5%	8.6%
EBIT 率	3.4%	3.6%	2.2%	3.9%	4.0%
税前净利润率	3.5%	3.0%	3.0%	4.5%	4.7%
归母净利润率	2.2%	1.9%	1.8%	2.8%	2.9%
ROA	5.0%	4.1%	2.5%	4.1%	4.3%
ROE (摊薄)	8.8%	7.8%	4.8%	7.7%	8.0%
经营性 ROIC	9.9%	9.8%	3.6%	6.2%	6.6%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	46%	50%	50%	48%	46%
流动比率	0.89	0.77	0.73	0.74	0.76
速动比率	0.57	0.44	0.51	0.51	0.51
归母权益/有息债务	4.61	4.64	3.50	3.32	3.81
有形资产/有息债务	9.27	10.10	7.75	7.14	8.02

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	1,592,308	1,755,071	1,804,124	1,848,372	1,889,211
货币资金	167,015	127,927	88,814	96,468	100,762
交易性金融资产	25,732	3,319	3,319	3,319	3,319
应收账款	56,993	54,865	38,090	41,373	43,215
应收票据	7,886	0	0	0	0
其他应收款(合计)	0	24,109	16,738	18,180	18,990
存货	184,584	192,442	132,948	142,571	148,065
其他流动资产	48,086	37,291	167,801	142,261	127,931
流动资产合计	504,120	445,856	452,078	448,850	447,103
其他权益工具	1,450	1,521	1,521	1,521	1,521
长期股权投资	145,721	152,204	152,204	152,204	152,204
固定资产	617,762	622,409	631,111	643,715	657,644
在建工程	136,963	173,482	208,862	235,396	255,297
无形资产	103,855	108,956	101,741	95,006	88,721
商誉	8,676	8,697	8,697	8,697	8,697
其他非流动资产	36,358	215,386	206,317	206,317	206,317
非流动资产合计	1,088,188	1,309,215	1,352,046	1,399,521	1,442,107
总负债	734,649	878,166	904,226	889,052	874,656
短期借款	44,692	31,196	308,047	307,841	288,022
应付账款	186,341	187,958	131,023	140,297	145,592
应付票据	6,416	11,834	8,249	8,833	9,167
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	34,663	29,161	95,679	82,662	75,359
流动负债合计	565,098	576,374	622,845	605,009	589,119
长期借款	61,576	39,625	39,625	39,625	39,625
应付债券	31,951	31,951	19,157	19,157	19,157
其他非流动负债	70,076	236,201	222,597	225,260	226,753
非流动负债合计	169,551	301,792	281,381	284,044	285,537
股东权益	857,659	876,905	899,900	958,824	1,014,504
股本	121,071	121,071	121,071	121,071	121,071
公积金	322,870	329,550	329,550	329,550	329,550
未分配利润	279,482	287,128	300,623	346,047	386,727
归属母公司权益	718,355	739,169	752,664	798,088	838,768
少数股东权益	139,304	137,736	147,236	160,736	175,736

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	2%	2%	2%	2%	2%
管理费用率	3%	2%	3%	2%	2%
财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%
研发费用率	0%	0%	0%	0%	0%
所得税率	20%	20%	25%	25%	25%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.26	0.19	0.13	0.22	0.24
每股经营现金流	1.45	1.27	0.58	1.09	1.52
每股净资产	5.93	6.11	6.22	6.59	6.93
每股销售收入	23.88	24.50	17.01	18.47	19.30

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	9	9	13	8	7
PB	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	4	4	6	5	4
股息率	6%	4%	3%	5%	5%

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会与, 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见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版权所有。保留一切权利。

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