

## 业绩符合预期，油价上行盈利可期

——中国石油（601857.SH）2020年度业绩预告点评

### 要点

**事件：**公司发布2020年业绩预告，预计2020全年的归母净利润在区间166.77亿元到206.77亿元，折EPS0.09-0.11元/股，同比下降55%-63%；其中Q4单季预计实现归母净利润66.1-106.1亿元，折EPS0.04-0.06元/股，同比变化-21%-26%，环比下降74%-84%，符合我们之前的预期。

### 点评：

#### 油价断崖式下滑影响公司业绩，油价上行盈利可期

公司2020年业绩减少的原因主要是新冠肺炎疫情蔓延全球，直接导致全球整体消费需求大幅下滑，从而造成油价大幅下降，影响公司上游业绩。2020年全年布伦特原油均价42美元/桶，同比大幅下降34.77%。公司盈利能力与原油价格正相关，油价大幅下滑直接影响公司全年业绩。原油价格自2020Q3开始逐渐回升，公司经营业绩也自2020年Q3开始逐季向好。未来，随着疫苗的逐渐推广，全球疫情也将逐渐好转，原油价格也将逐渐回升，公司业绩也将随之提升。此外，2020年公司完成了与国家石油天然气管网集团有限公司的管道资产重组交易，为公司带来320亿元的税后收益。

#### 新冠疫情冲击消费需求影响公司成品油销量，成本管控成效显著

新冠疫情的蔓延对全球整体需求造成了强烈冲击，直接导致公司2020年成品油销量大幅减少，从而影响主营业务业绩——2020年全年公司汽油、柴油销量同比减少10%-20%。公司始终坚持稳中求进、危中求机，统筹做好疫情防控、复工复产、生产经营、改革发展、管道重组等各项工作，以市场为导向，以效益为中心，深入推进提质增效，大力加强市场营销，严格控制投资和成本费用，油气操作成本、炼油加工成本等主要成本实现硬下降，油气产业链总体平稳运行。

#### 盈利预测、估值与评级

随着疫苗的逐渐推广，全球消费需求将逐渐复苏，原油价格也将随之回升。公司业绩与油价具有较强的正相关性，未来业绩也将得到回升。此外，随着天然气市场化的逐渐落实，以及公司成本管控的大力推进，公司所为全球油气行业龙头企业，竞争力将得到巩固，长期持续向好。故我们维持对公司的盈利预测，预计公司2020-2022年归母净利润分别为182、681、852亿元，对应EPS分别为0.10、0.37、0.47元/股，维持‘买入’评级。

**风险提示：**原油价格大幅下行风险；炼油和化工景气度下行风险

#### 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,353,588	2,516,810	1,670,830	2,658,275	2,794,619
营业收入增长率	16.75%	6.94%	-33.61%	59.10%	5.13%
净利润(百万元)	52,585	45,677	18,236	68,136	85,174
净利润增长率	130.71%	-13.14%	-60.08%	273.63%	25.01%
EPS(元)	0.29	0.25	0.10	0.37	0.47
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.33%	3.71%	1.47%	5.25%	6.29%
P/E	14	16	41	11	9
P/B	6.9	7.9	19.9	5.3	4.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-29

### 买入（维持）

当前价：4.09元

#### 作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

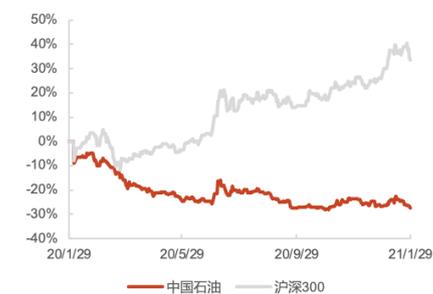
010-56513000

zhaond@ebsecn.com

#### 市场数据

总股本(亿股)	1,830.21
总市值(亿元)	7,036.44
一年最低/最高(元)	4.05/5.64
近3月换手率	3.88%

#### 股价相对走势



#### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.10	-11.14	-61.15
绝对	-0.97	0.99	-27.48

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,353,588	2,516,810	2,670,830	2,658,275	2,794,619
营业成本	1,824,382	2,002,403	1,477,572	2,145,341	2,237,698
折旧和摊销	196,553	197,137	204,705	242,393	280,250
税金及附加	215,881	226,905	83,876	242,070	255,743
销售费用	68,882	74,108	42,080	77,720	85,417
管理费用	67,714	61,757	40,497	78,951	77,131
财务费用	12,826	15,666	10,400	16,547	17,395
研发费用	18,480	27,816	-745	34	1,582
投资收益	11,956	8,867	8,867	8,867	8,867
营业利润	134,812	115,520	30,987	114,472	137,190
利润总额	115,200	103,213	35,808	119,292	142,009
所得税	42,790	36,203	8,952	29,823	35,502
净利润	72,410	67,010	26,856	89,469	106,507
少数股东损益	19,825	21,333	8,620	21,333	21,333
归属母公司净利润	52,585	45,677	18,236	68,136	85,174
EPS(按最新股本计,元)	0.29	0.25	0.10	0.37	0.47

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	351,565	359,610	347,789	190,066	366,367
净利润	52,585	45,677	18,236	68,136	85,174
折旧摊销	196,553	197,137	204,705	242,393	280,250
净营运资金增加	16,405	-23,965	-297,742	179,773	22,662
其他	86,022	140,761	422,590	-300,235	-21,719
投资活动产生现金流	-267,732	-332,948	-179,246	-371,558	-377,083
净资本支出	-274,043	-324,674	-333,347	-336,680	-340,047
长期投资变化	89,432	102,165	0	0	0
其他资产变化	-83,121	-110,439	154,102	-34,878	-37,037
融资活动现金流	-123,515	-27,276	-205,742	224,911	16,711
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-58,115	47,098	-24,533	34,721	17,756
无息负债变化	56,430	219,899	-161,199	200,762	29,690
净现金流	-37,179	455	-37,198	43,418	5,995

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	22.5%	20.4%	11.6%	19.3%	19.9%
EBITDA 率	14.5%	14.4%	13.9%	13.3%	14.9%
EBIT 率	6.0%	6.4%	1.7%	4.2%	4.9%
税前净利润率	4.9%	4.1%	2.1%	4.5%	5.1%
归母净利润率	2.2%	1.8%	1.1%	2.6%	3.0%
ROA	3.0%	2.5%	1.0%	3.1%	3.5%
ROE (摊薄)	4.3%	3.7%	1.5%	5.3%	6.3%
经营性 ROIC	4.7%	5.4%	1.2%	4.4%	5.2%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	42%	47%	43%	46%	46%
流动比率	0.74	0.71	0.41	0.62	0.63
速动比率	0.44	0.43	0.24	0.37	0.39
归母权益/有息债务	2.98	2.71	2.88	2.79	2.81
有形资产/有息债务	5.55	5.66	5.61	5.89	5.96

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	2,432,558	2,733,190	2,562,352	2,879,130	3,006,242
货币资金	95,133	110,665	73,467	116,885	122,880
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	58,507	64,184	42,610	67,792	71,269
应收票据	16,308	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	17,123	21,199	14,353	22,344	23,447
存货	174,586	181,921	132,843	195,509	203,969
其他流动资产	54,368	71,906	39,937	77,252	82,404
流动资产合计	433,128	466,913	315,781	498,036	523,009
其他权益工具	760	930	930	930	930
长期股权投资	89,432	102,165	102,165	102,165	102,165
固定资产	685,848	703,414	835,037	927,100	980,508
在建工程	219,594	247,996	235,680	226,927	220,851
无形资产	77,261	84,832	74,275	65,037	56,955
商誉	42,273	42,808	42,808	42,808	42,808
其他非流动资产	31,760	217,801	30,926	30,926	30,926
非流动资产合计	1,999,430	2,266,277	2,246,542	2,381,094	2,483,233
总负债	1,021,615	1,288,612	1,102,880	1,338,363	1,385,809
短期借款	62,368	70,497	40,384	69,565	81,801
应付账款	0	260,102	191,929	278,669	290,666
应付票据	0	13,153	9,706	14,092	14,699
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	287,741	64,747	160,772	48,690	33,214
流动负债合计	586,386	661,419	777,916	809,579	824,127
长期借款	177,605	174,411	179,991	185,531	191,051
应付债券	91,817	116,471	116,471	116,471	116,471
其他非流动负债	16,005	176,958	7,084	205,364	232,743
非流动负债合计	435,229	627,193	324,964	528,784	561,683
股东权益	1,410,943	1,444,578	1,459,355	1,540,767	1,620,433
股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
公积金	322,928	324,596	324,596	324,596	324,596
未分配利润	727,187	738,124	744,281	804,360	862,693
归属母公司权益	1,214,570	1,230,428	1,236,585	1,296,664	1,354,997
少数股东权益	196,373	214,150	222,770	244,103	265,436

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	2.93%	2.94%	2.52%	2.92%	3.06%
管理费用率	2.88%	2.45%	2.42%	2.97%	2.76%
财务费用率	0.79%	1.11%	-0.04%	0.00%	0.06%
研发费用率	0.54%	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%
所得税率	37%	35%	25%	25%	25%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.09	0.07	0.04	0.15	0.17
每股经营现金流	1.92	1.96	1.90	1.04	2.00
每股净资产	6.64	6.72	6.76	7.08	7.40
每股销售收入	12.86	13.75	9.13	14.52	15.27

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	14	16	41	11	9
PB	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	4.3	4.2	6.5	4.5	4.0
股息率	2.2%	1.6%	1.1%	3.6%	4.3%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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



静安区南京西路 1266 号恒隆广场  
1 期写字楼 48 层

上海



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

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景  
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳