

公司研究

业绩符合预期，油价上行盈利可期

——中国石油（601857.SH/0857.HK）2020 年年报点评

A 股：买入（维持）

当前价：4.29 元

H 股：买入（维持）

当前价：2.82 港元

作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebcn.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-56513000

zhaond@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	1830.21
总市值(亿元):	7851.60
一年最低/最高(元):	4.13/4.88
近3月换手率:	3.93%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.56	6.02	-39.36
绝对	-2.13	3.29	-6.14

资料来源：Wind

要点

事件：公司发布 2020 年年报，报告期内实现营业收入 1.93 万亿元，同比减少 23.16%，实现归母公司净利润 190 亿元，折 EPS 0.10 元/股，同比减少 58.40%。其中 Q4 单季实现营收 5076 亿元，同比减少 27.73%，环比增加 2.11%；实现归母净利润 89.38 亿元，折 EPS 0.049 元/股，同比增加 6.52%，环比减少 77.68%。

点评：

油价大幅下跌影响公司上游业绩

2020 年公司上游板块经营利润 231 亿元，同比减少 75.97%，主要由于疫情冲击全球石油需求，导致原油价格大幅下滑，从而大幅降低公司上游业绩。其中 Q4 单季 Q4 经营利润为 30.92 亿元，同比减少 83.86%，环比减少 67.96%。2020 年公司原油平均实现价格 40.60 美元/桶，同比下降 33.40%，天然气实现价格 1170 元/千立方米，同比下降 10.89%。公司着力降低成本维持效益，桶油完全成本 36.97 美元/桶，同比大幅下降 18.96%。公司积极优化油气产品结构，加大天然气勘探开发力度，实现国内油气产量持续增长：全年生产原油 9.21 亿桶，同比增长 1.37%；天然气产量 4.2 万亿立方英尺，同比上升 8.01%。其中 Q4 单季公司生产原油 2.21 亿桶，同比下降 2.65%，环比下降 2.30%；天然气产量为 11412 亿立方英尺，同比上升 12.41%，环比上升 22.62%。此外，公司国内勘探开发业务突出风险勘探，推进重点盆地、重点区带集中勘探、精细勘探和高效评价，在四川、鄂尔多斯、准噶尔、塔里木等盆地取得多项战略突破和重要勘探成果，发现和落实鄂尔多斯庆城地区 7 页岩油、四川川中台内天然气等规模储量区。

大力减油增化，持续优化炼化布局

公司 2020 年炼化板块实现经营利润-18.34 亿，同比下降 113.32%。其中炼油业务实现经营利润人民币-128.01 亿，同比下降 223.84%；化工业务实现经营利润人民币 109.67 亿，同比上升 220.02%。其中 Q4 单季 EBIT -1.66 亿（炼油-45.31 亿，化工 43.65 亿），公司科学安排炼化生产和化工产品销售，持续优化生产布局和产品结构，合理调整柴汽比，大力减油增化，根据市场需求保持化工装置高负荷运行，增产高附加值产品：全年加工原油 11.78 亿桶，同比减少 4.14%，分别生产汽、柴、煤油 4628、5072 和 1004 万吨，同比分别减少 8.23%、7.16%、21.13%，生产柴汽比上升 0.01 至 1.10。其中 Q4 单季公司加工原油 3.0 亿桶，环比减少 2.88%，分别生产汽、柴、煤油 1227、1172 和 285.7 万吨，环比分别减少 8.04%、19.21%、14.84%。公司全年改造、建成多个项目：大庆石化炼油结构调整升级改造、兰州石化乙烯产能恢复项目，以及一批增产航煤、低硫船燃项目建成投产；广东石化炼化一体化项目、塔里木和长庆乙烷制乙烯等重点工程有序推进。在化工方面，公司全年分别生产乙烯和合成树脂 635、1029 万吨，同比分别增加 8.22%、7.38%；生产合成纤维、合成橡胶和尿素 128、100、216 万吨，分别同比变化-2.37%、+10.00%、+79.06%。其中，Q4 单季公司生产乙烯和合成树脂 163、265 万吨，分别环比增加 0.87%、1.42%。

疫情冲击需求，成品油销量下滑明显

公司 2020 年销售板块实现经营利润-29.06 亿，同比下降 414.3%，其中 Q1 单季 EBIT -165.9 亿，同比减少 201.1 亿，主要由于疫情对市场需求造成的不利影响，成品油销量减少、价格下降。公司加强销售网络建设，积极抢占高效市场和战略区域优质站点，大力开发加油（气）站，增加零售能力，全年分别销售汽、柴、煤油 6608、8080、1435 万吨，同比分别降低 13.5%、10.4%、32.3%，销售柴汽比同比上升 0.04 至 1.22。Q4 单季分别销售汽、柴、煤油 1583、2067、409 万吨，同比分别减少 18.9%、11.5%、33.7%，销售柴汽比同比上升 0.11 至 1.31。公司将继续统筹国内国际两个市场，根据效益测算情况，优化成品油出口方案，提升产业链整体效益。

油价大幅下降拉低进口气成本

公司 2020 年天然气和管道板块实现经营利润 724.10 亿，同比增加 177.35%，其中 Q4 单季 EBIT 为 147.03 亿元，同比增加 253.61%，环比减少 66.07%。主要是受管道资产重组收益以及提质增效措施影响。公司全年进口气亏损人民币 141.6 亿，比上年同期减亏 165.5 亿，控亏措施成效显著，主要由于公司采取提质增效措施，同时进口气成本随油价降低而大幅下降。公司将继续采取有效措施努力控制进口气亏损。

盈利预测、估值与评级：由于国内炼油和成品油产能过剩造成行业竞争越来越激烈，将对公司整体盈利造成一定影响，故我们下调了对公司 21-22 年的盈利预测，并新增对公司 23 年的盈利预测：预计公司 21-23 年 EPS 分别为 0.30（下调 18%）/0.34（下调 27%）/0.39 元/股。但公司乃国内油气产业龙头公司，在减油增化战略布局逐步完成后竞争优势将更为明显，故维持 A 股和 H 股“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

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,516,810	1,933,836	2,466,349	2,811,235	3,101,724
营业收入增长率	6.94%	-23.16%	27.54%	13.98%	10.33%
净利润（百万元）	45,677	19,002	55,634	62,501	70,663
净利润增长率	-13.14%	-58.40%	192.78%	12.34%	13.06%
EPS（元）	0.25	0.10	0.30	0.34	0.39
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.71%	1.56%	4.43%	4.81%	5.25%
P/E	17	41	14	13	11
P/E（H 股）	9	23	8	7	6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-26；汇率：按 1HKD=0.84141CNY 换算

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,516,810	1,933,836	2,466,349	2,811,235	3,101,724
营业成本	2,002,403	1,546,604	1,971,985	2,298,936	2,532,938
折旧和摊销	197,137	183,726	141,662	159,672	188,255
税金及附加	226,905	194,904	246,635	255,999	283,847
销售费用	74,108	71,476	101,367	89,678	99,876
管理费用	61,757	55,315	73,990	83,494	85,608
研发费用	15,666	15,746	22,197	17,499	19,307
财务费用	27,816	24,304	26,412	28,843	32,220
投资收益	8,867	51,845	51,845	51,845	51,845
营业利润	115,520	64,783	81,713	98,683	109,566
利润总额	103,213	56,069	85,672	102,641	113,523
所得税	36,203	22,588	21,418	25,660	28,381
净利润	67,010	33,481	64,254	76,980	85,142
少数股东损益	21,333	14,479	8,620	14,479	14,479
归属母公司净利润	45,677	19,002	55,634	62,501	70,663
EPS(按最新股本计)	0.25	0.10	0.30	0.34	0.39

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	359,610	318,575	247,109	230,948	267,690
净利润	45,677	19,002	55,634	62,501	70,663
折旧摊销	197,137	183,726	141,662	159,672	188,255
净营运资金增加	-18,823	-86,296	-95,447	12,084	11,526
其他	135,619	202,143	145,260	-3,309	-2,754
投资活动产生现金流	-332,948	-181,986	-30,226	-250,303	-255,008
净资本支出	-324,674	-255,458	-25,351	-259,344	-261,937
长期投资变化	102,165	250,698	0	0	0
其他资产变化	-110,439	-177,226	-4,875	9,041	6,929
融资活动现金流	-27,276	-99,400	-56,882	-28,784	-36,402
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	47,098	-79,756	-35,774	5,540	7,293
无息负债变化	219,899	-87,341	117,786	84,544	64,566
净现金流	455	32,222	160,001	-48,139	-23,720

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	20.4%	20.0%	20.0%	18.2%	18.3%
EBITDA 率	14.4%	14.0%	8.5%	8.5%	9.2%
EBIT 率	6.4%	4.3%	2.7%	2.8%	3.1%
税前净利润率	4.1%	2.9%	3.5%	3.7%	3.7%
归母净利润率	1.8%	1.0%	2.3%	2.2%	2.3%
ROA	2.5%	1.3%	2.5%	2.8%	2.9%
ROE (摊薄)	3.7%	1.6%	4.4%	4.8%	5.3%
经营性 ROIC	5.2%	3.2%	3.7%	4.0%	4.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	47%	45%	46%	47%	47%
流动比率	0.71	0.80	0.88	0.81	0.79
速动比率	0.43	0.59	0.67	0.59	0.55
归母权益/有息债务	2.71	3.25	3.71	3.77	3.83
有形资产/有息债务	5.66	6.33	7.42	7.75	8.00

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	2,733,190	2,488,400	2,618,669	2,766,458	2,900,365
货币资金	110,665	145,950	305,951	257,812	234,093
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	64,184	52,325	66,734	76,065	83,925
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	21,199	26,834	31,916	35,207	37,979
存货	181,921	128,539	162,052	190,834	210,360
其他流动资产	71,906	68,878	85,595	96,421	105,540
流动资产合计	466,913	486,767	679,821	688,486	707,315
其他权益工具	930	910	910	910	910
长期股权投资	102,165	250,698	250,698	250,698	250,698
固定资产	703,414	415,988	357,972	454,654	522,521
在建工程	247,996	222,215	170,180	166,239	163,658
无形资产	84,832	86,101	75,385	66,009	57,805
商誉	42,808	8,125	8,125	8,125	8,125
其他非流动资产	217,801	180,475	196,450	196,450	196,450
非流动资产合计	2,266,277	2,001,633	1,938,848	2,077,972	2,193,050
总负债	1,288,612	1,121,515	1,203,527	1,293,611	1,365,470
短期借款	70,497	41,354	0	0	1,773
应付账款	260,102	220,318	280,915	327,490	360,824
应付票据	13,153	19,313	24,625	28,708	31,630
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	64,747	68,858	79,508	86,406	92,216
流动负债合计	661,419	605,418	775,368	846,117	900,836
长期借款	174,411	160,140	165,720	171,260	176,780
应付债券	116,471	91,239	91,239	91,239	91,239
其他非流动负债	176,958	133,509	154,810	168,605	180,225
非流动负债合计	627,193	516,097	428,159	447,494	464,634
股东权益	1,444,578	1,366,885	1,415,143	1,472,847	1,534,895
股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
公积金	324,596	330,779	330,779	330,779	330,779
未分配利润	738,124	722,939	762,577	805,802	853,371
归属母公司权益	1,230,428	1,215,421	1,255,059	1,298,284	1,345,853
少数股东权益	214,150	151,464	160,084	174,563	189,042

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.94%	3.70%	4.11%	3.19%	3.22%
管理费用率	2.45%	2.86%	3.00%	2.97%	2.76%
财务费用率	1.11%	1.26%	1.07%	1.03%	1.04%
研发费用率	0.62%	0.81%	0.90%	0.62%	0.62%
所得税率	35%	40%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.07	0.09	0.11	0.13	0.14
每股经营现金流	1.96	1.74	1.35	1.26	1.46
每股净资产	6.72	6.64	6.86	7.09	7.35
每股销售收入	13.75	10.57	13.48	15.36	16.95

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	17	41	14	13	11
PB	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.6	4.5	5.1	4.9	4.4
股息率	1.5%	2.0%	2.5%	2.9%	3.3%

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	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------