

公司研究

炼销一体化优势凸显，化工高端材料布局可期

——中国石化（600028.SH/0386.HK）2021年一季度报点评

A股：买入（维持）

当前价：4.28元

H股：买入（维持）

当前价：3.96港元

作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebscn.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

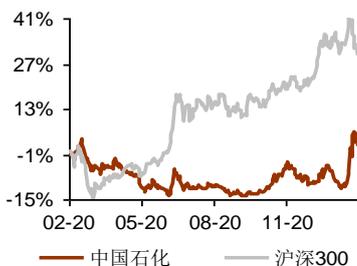
010-57378026

zhaond@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	1210.71
总市值(亿元)	5181.85
一年最低/最高(元)	3.88/4.93
近3月换手率	8.75%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.69	6.64	0.53
绝对	-0.98	8.35	2.24

资料来源：Wind

相关研报

降本增效持续推进，减油增化长期盈利可期——中国石化（600028.SH/0386.HK）2020年年报点评（2021-03-30）

重估中国石化的零售资产——中国石化（600028.SH,0386.HK）投资价值分析报告（2020-11-17）

扭亏为盈，经营能力全面改善——中国石化（600028.SH）2020年三季度报点评（2020-10-29）

要点

事件：公司发布2021年第一季度公告，报告期内实现营业收入5770亿元，同比增加4.1%；实现归母净利润179亿元，同比大幅扭亏，去年同期为亏损198亿元，折EPS 0.148元。

点评：

布油价格回暖，稳油增气降本效果明显：2021年一季度公司上游板块经营利润为23.56亿，环比增加123.6%，主要由于油价的回暖提高了上游板块业绩。2021Q1布伦特原油现货均价为61.23美元/桶，环比上涨38.2%；公司原油实现价格为54.89美元/桶，环比增加32.5%。公司持续推动稳油增气降本，效果明显：单季桶油完全成本为47.96美元/桶，成功降至50美元/桶以下。公司持续加强高质量勘探和效益开发，在勘探方面，持续加强战略领域风险勘探、富油气区带勘探和页岩油气勘探，在顺北、四川盆地等地区取得油气勘探重要突破。Q1单季生产原油6841万桶，环比下降1.7%；生产天然气2916亿立方英尺，环比下降2.9%。在原油开发方面，高效推进顺北、准西缘等油田产能建设；在天然气开发方面，加快推进川西、威荣、东胜等气田产能建设。

炼油产品结构调整：公司基于自身的炼销一体化优势，优化原油资源配置，统筹原油供应全过程管理，2021年一季度炼油板块实现经营收益195亿，环比增加104.2%，炼油板块扭亏为盈。公司全力优化生产组织运行，保持炼油装置平稳和高负荷运行：Q1单季加工原油6252万吨，环比增加0.1%，其中分别生产汽、柴、煤油1637、1434和499万吨，环比分别变化6.0%、-6.6%和-9.4%，生产柴汽比从2020年Q4的0.99降低至0.88。公司紧跟市场变化，以市场为导向，调整产品结构，增产化工轻油、沥青和润滑油等适销增效产品，2021Q1生产化工轻油1160万吨，环比增加8.6%。此外，因油价上涨所带来的库存收益，也为公司在炼油板块带来了一定的业绩提升。

高附加值产品比例增加，主要化工品产量提升：2021Q1公司化工板块经营收益71.04亿元，环比大幅增加113.65%，主要是由于全球需求复苏叠加油价上涨，提振化工品产品价格，进而提升公司的盈利能力。此外，库存收益也为化工板块提供了部分业绩增量。公司积极推进装置改造和产业链的动态优化，不断提升高附加值及高端产品比例，增产丙烯腈、1,4-丁二醇等高盈利产品，一季度合成纤维高附加值产品比例33.6%，合成橡胶高附加值产品比例35.5%，合成树脂新产品与专用料比例67.8%，占比均有所提升。公司强化市场研判，密切产销衔接，创新营销模式，深化精细营销、精准服务水平，加大市场开拓力度，主要化工产品销量均得到大幅提升：2021Q1单季公司生产乙烯338万吨，环比增加5.30%；合成树脂478.7万吨，环比增加4.13%；合成橡胶32.2万吨，环比增加16.25%；合成单体及聚合物234.3万吨，环比减少0.13%；合成纤维35.1万吨，环比减少7.14%。

国内成品油需求大幅增长，公司业绩稳步提升：公司 2021Q1 销售板块经营收益 80.21 亿元，同比大幅扭亏，去年同期为亏损 15.36 亿元，主要由于成品油需求大幅度增长。公司充分发挥营销网络优势，持续完善营销策略，全力拓市扩销，成品油销量大幅提升：2020Q1 公司境内成品油总经销量 4003 万吨，同比增加 23.25%；零售量 2715 万吨，同比增加 24.37%；直销及分销量 1288 万吨，同比增加 20.94%；单站加油量 3536 吨/站，同比增加 24.33%。公司大力开展差异化营销，扩大零售规模；持续优化终端网络布局，发挥网络优势。同时积极布局油氢合建站和加氢站建设，构建“油气氢电服”综合能源供应和服务格局。公司一季度业绩表现优异，好于 2019 年同期水平。

盈利预测、估值与评级：我们维持对公司的盈利预测，预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.44/0.49/0.51 元。公司乃国内化工产业龙头公司，在减油增化战略布局逐步完成后竞争优势将更为明显，长期可期，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）	2,966,193	2,105,984	2,546,760	2,766,336	2,893,037
营业收入增长率	2.59%	-29.00%	20.93%	8.62%	4.58%
净利润（百万元）	57,591	32,924	53,729	58,839	62,218
净利润增长率	-8.71%	-42.83%	63.19%	9.51%	5.74%
EPS（元）	0.48	0.27	0.44	0.49	0.51
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.79%	4.43%	6.88%	7.20%	7.28%
P/E（A 股）	9	16	10	9	8
P/E（H 股）	7	12	8	7	6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-29；汇率：按 1HKD=0.83372CNY 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	2,966,193	2,105,984	2,546,760	2,766,336	2,893,037
营业成本	2,488,852	1,698,114	2,125,451	2,307,539	2,410,525
折旧和摊销	96,566	94,152	99,258	103,777	108,882
税金及附加	242,535	234,947	217,773	234,032	246,197
销售费用	63,516	64,438	58,578	64,456	62,200
管理费用	62,112	66,291	57,811	60,140	67,118
研发费用	9,395	10,086	8,067	8,852	9,163
财务费用	9,967	9,506	8,495	9,411	9,494
投资收益	12,628	47,486	12,500	12,500	12,500
营业利润	90,025	50,331	85,419	97,614	104,503
利润总额	90,016	47,969	84,305	96,452	102,957
所得税	17,894	6,219	21,076	24,113	25,739
净利润	72,122	41,750	63,229	72,339	77,218
少数股东损益	14,531	8,826	9,500	13,500	15,000
归属母公司净利润	57,591	32,924	53,729	58,839	62,218
EPS(元)	0.48	0.27	0.44	0.49	0.51

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	153,420	167,518	114,229	144,248	185,095
净利润	57,591	32,924	53,729	58,839	62,218
折旧摊销	96,566	94,152	99,258	103,777	108,882
净营运资金增加	44,124	-133,897	81,318	49,807	10,929
其他	-44,861	174,339	-120,076	-68,176	3,066
投资活动产生现金流	-120,463	-102,203	-177,796	-163,725	-158,800
净资本支出	-140,439	-128,533	-180,050	-175,050	-170,050
长期投资变化	152,204	188,342	-1,000	-1,100	-1,200
其他资产变化	-132,228	-162,012	3,254	12,425	12,450
融资活动现金流	-84,713	-36,955	102,163	38,705	-15,201
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	3,799	-32,404	121,990	68,050	18,345
无息负债变化	139,718	4,167	10,825	-2,748	15,994
净现金流	-51,609	27,121	38,597	19,227	11,095

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	16.1%	19.4%	16.5%	16.6%	16.7%
EBITDA 率	6.9%	7.6%	7.3%	7.3%	7.4%
EBIT 率	3.6%	3.1%	3.4%	3.6%	3.6%
税前净利润率	3.0%	2.3%	3.3%	3.5%	3.6%
归母净利润率	1.9%	1.6%	2.1%	2.1%	2.2%
ROA	4.1%	2.4%	3.3%	3.6%	3.6%
ROE (摊薄)	7.8%	4.4%	6.9%	7.2%	7.3%
经营性 ROIC	8.5%	7.1%	6.6%	6.8%	6.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	50%	49%	51%	52%	51%
流动比率	0.77	0.87	0.84	0.83	0.82
速动比率	0.44	0.58	0.55	0.54	0.54
归母权益/有息债务	4.64	5.84	3.13	2.58	2.55
有形资产/有息债务	10.10	12.41	7.08	5.95	5.90

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	1,755,071	1,733,805	1,914,109	2,029,621	2,115,859
货币资金	127,927	184,412	223,009	242,236	253,331
交易性金融资产	3,319	1	1	1	1
应收帐款	54,865	35,587	43,035	46,746	48,887
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	24,109	33,602	40,635	44,138	46,160
存货	192,442	151,895	191,000	207,620	217,020
其他流动资产	37,291	32,508	34,959	36,180	36,884
流动资产合计	445,856	455,395	551,252	596,116	621,772
其他权益工具	1,521	1,525	1,525	1,525	1,525
长期股权投资	152,204	188,342	189,342	190,442	191,642
固定资产	622,409	589,247	594,523	608,697	626,601
在建工程	173,482	124,765	188,074	232,930	263,948
无形资产	108,956	114,066	106,510	99,458	92,875
商誉	8,697	8,620	8,620	8,620	8,620
其他非流动资产	215,386	217,218	221,626	221,626	221,626
非流动资产合计	1,309,215	1,278,410	1,362,857	1,433,505	1,494,087
总负债	878,166	849,929	982,744	1,048,046	1,082,385
短期借款	31,196	20,756	165,139	233,190	251,534
应付账款	187,958	151,262	191,291	174,265	182,043
应付票据	11,834	10,394	13,010	14,124	14,755
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	29,161	56,823	61,231	63,427	64,694
流动负债合计	576,374	522,190	658,719	721,826	754,898
长期借款	39,625	45,459	45,459	45,459	45,459
应付债券	19,157	38,356	38,356	38,356	38,356
其他非流动负债	236,201	235,800	240,208	242,404	243,671
非流动负债合计	301,792	327,739	324,025	326,221	327,488
股东权益	876,905	883,876	931,365	981,575	1,033,474
股本	121,071	121,071	121,071	121,071	121,071
公积金	329,550	331,838	331,838	331,838	331,838
未分配利润	287,128	286,575	324,564	361,274	398,173
归属母公司权益	739,169	742,463	780,452	817,162	854,061
少数股东权益	137,736	141,413	150,913	164,413	179,413

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.14%	3.06%	2.30%	2.33%	2.15%
管理费用率	2.09%	3.15%	2.27%	2.17%	2.32%
财务费用率	0.34%	0.45%	0.33%	0.34%	0.33%
研发费用率	0.32%	0.48%	0.32%	0.32%	0.32%
所得税率	20%	13%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.19	0.13	0.18	0.21	0.22
每股经营现金流	1.27	1.38	0.94	1.19	1.53
每股净资产	6.11	6.13	6.45	6.75	7.05
每股销售收入	24.50	17.39	21.04	22.85	23.90

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	9	16	10	9	8
PB	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.6	4.6	4.8	4.8	4.8
股息率	4.4%	3.0%	4.3%	4.9%	5.2%

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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE