

公司研究

油价上行提升公司盈利能力，炼化改善凸显竞争优势

——中国石油（601857.SH/0857.HK）2021 年半年度业绩预增点评

要点

事件

公司发布 2021 年半年度业绩预盈公告，报告期内归母净利润较上年同期预计增加 750-900 亿元。即 2021H1 实现归母净利润为 450-600 亿元，其中 Q2 单季实现归母净利润 173-323 亿元。

点评：

公司业绩预盈的主要原因是公司抓住宏观经济复苏、国际原油价格及油气市场需求大幅增长的有利时机，优化油气产业链运行效率，大力实施提质增效，公司大部分油气产品实现量效齐增。

油价上行提升上游业绩

油气勘探生产是公司业绩的主要贡献来源，其盈利能力与原油价格正相关。2021 年，受世界经济复苏所带来的需求增加影响，国际原油价格持续增长：Q2 单季布伦特原油均价 68.85 美元/桶，环比提升 12.57%。公司紧紧抓住原油价格回升的有利时机，持续推进降本、提质、增效，从而导致上游业绩的进一步提升，进而推动公司整体业绩的提升。此外，子公司昆仑能源有限公司顺利完成管道股权转让交割对业绩增长亦有贡献。

炼化持续改善

2021Q2，国内经济继续保持稳步增长势头，油气产品市场需求和盈利情况改善明显。2021Q2，国内炼油 321 裂解价差 1518 元/吨，环比提升 51.14%；乙烯-石脑油价差 435 美元/吨，环比小幅降低 3.69%。公司坚持创新、资源、市场、国际化、绿色低碳五大发展战略，持续优化生产经营，深入推进提质增效，大力加强全产业链成本费用管控，实现了大部分油气产品销售上的量价齐升。需要说明的是，由于 2021Q2 的原油价格环比提升幅度较 2021Q1 有着明显的收窄，公司 Q2 在炼化板块虽仍有不错的库存收益，但较之于 Q1 也有着不小的减少。

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 21-23 年 EPS 分别为 0.44、0.48、0.51 元/股。公司乃国内油气产业龙头公司，原油价格持续维持较高的位置使得公司上游盈利能力持续增强，且由于公司在国内天然气气源结构的优化以及进口气上的成本控制成效明显，天然气和管道板块盈利能力得到了显著提升，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。

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	81,319	88,347	94,025
净利润增长率	-13.14%	-58.40%	327.95%	8.64%	6.43%
EPS（元）	0.25	0.10	0.44	0.48	0.51
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.71%	1.56%	6.35%	6.58%	6.69%
P/E	21.0	50.5	11.8	10.9	10.2
P/E（H 股）	12.7	30.6	7.1	6.6	6.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-07-01；汇率：按 1HKD=0.83336CNY 换算

A 股：买入（维持）

当前价：5.24 元

H 股：买入（维持）

当前价：3.78 港元

作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyul@ebsecn.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1830.21
总市值(亿元)	9590.30
一年最低/最高(元)	4.13/5.67
近 3 月换手率	4.95%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	13.35	20.10	0.18
绝对	13.16	24.52	28.12

资料来源：Wind

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	1,937,914	2,264,964	2,502,559
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	26,236	28,354	31,451
投资收益	8,867	51,845	51,845	51,845	51,845
营业利润	115,520	64,783	115,960	133,144	140,715
利润总额	103,213	56,069	119,919	137,102	144,672
所得税	36,203	22,588	29,980	34,275	36,168
净利润	67,010	33,481	89,939	102,826	108,504
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	81,319	88,347	94,025
EPS(元)	0.25	0.10	0.44	0.48	0.51

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	359,610	318,575	270,468	256,311	290,509
净利润	45,677	19,002	81,319	88,347	94,025
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	-93,297	12,078	11,299
其他	135,619	202,143	140,783	-3,786	-3,070
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	-56,705	-36,000	-45,159
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	47,098	-79,756	-35,774	5,540	5,520
无息负债变化	219,899	-87,341	112,316	84,560	65,143
净现金流	455	32,222	183,537	-29,993	-9,658

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	20.4%	20.0%	21.4%	19.4%	19.3%
EBITDA 率	14.4%	14.0%	9.9%	9.7%	10.2%
EBIT 率	6.4%	4.3%	4.1%	4.1%	4.1%
税前净利润率	4.1%	2.9%	4.9%	4.9%	4.7%
归母净利润率	1.8%	1.0%	3.3%	3.1%	3.0%
ROA	2.5%	1.3%	3.4%	3.7%	3.7%
ROE (摊薄)	3.7%	1.6%	6.3%	6.6%	6.7%
经营性 ROIC	5.2%	3.2%	5.5%	5.6%	5.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	47%	45%	45%	46%	46%
流动比率	0.71	0.80	0.91	0.86	0.85
速动比率	0.43	0.59	0.70	0.64	0.62
归母权益/有息债务	2.71	3.25	3.78	3.90	4.02
有形资产/有息债务	5.66	6.33	7.48	7.86	8.19

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	2,638,886	2,804,830	2,953,149
货币资金	110,665	145,950	329,487	299,494	289,836
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	159,209	187,999	207,825
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	700,037	726,858	760,099
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	1,198,057	1,288,157	1,358,820
短期借款	70,497	41,354	0	0	0
应付账款	260,102	220,318	276,061	322,650	356,496
应付票据	13,153	19,313	24,199	28,283	31,250
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	769,899	840,663	894,187
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	1,440,828	1,516,673	1,594,329
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	788,262	849,628	912,805
归属母公司权益	1,230,428	1,215,421	1,280,744	1,342,110	1,405,287
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%	1.06%	1.01%	1.01%
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	0.15	0.17	0.18
每股经营现金流	1.96	1.74	1.48	1.40	1.59
每股净资产	6.72	6.64	7.00	7.33	7.68
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	21	50	12	11	10
PB	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.1	5.2	5.0	4.8	4.4
股息率	1.3%	1.7%	2.8%	3.2%	3.4%

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所载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