

公司研究

业绩大幅提升，进口气扭亏为盈增强公司竞争优势

——中国石油（601857.SH/0857.HK）2021年半年报点评

A股：买入（维持）

当前价：4.73元

H股：买入（维持）

当前价：3.14港元

作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebsec.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	1830.21
总市值(亿元)	8656.89
一年最低/最高(元)	4.13/5.67
近3月换手率	5.48%

股价相对走势



资料来源：Wind

要点

事件：

公司发布2021年半年度报告，报告期内实现营业收入11966亿元，同比增长28.8%；实现归母公司净利润530亿元，折EPS 0.29元/股，较上年同期增加830亿元。其中Q2单季实现营收6447亿元，同比增长53.5%，环比增加16.8%；实现归母净利润253亿元，折EPS 0.14元/股，较上年同期增加391亿元，环比减少8.7%。

点评：

油价上行提升公司上游业绩，稳油增气持续推进

公司2021年H1上游板块实现经营利润308.7亿元，同比增加198.2%，其中Q2单季实现经营利润179.9亿，同比增加225亿，环比增加39.6%，主要由于全球经济复苏改善石油市场整体需求，国际油价、气价大幅提升：2021Q2，布伦特均价68.85美元/桶，同比上涨133.48%，环比上涨12.58%，公司原油实现价格69.92美元/桶，同比上涨203%，环比上涨25.5%；天然气实现价格6.03美元/千立方英尺，同比上涨38.9%，环比下降8.0%。公司积极加大油气勘探开发力度，强化页岩油气攻关，在鄂尔多斯盆地、四川盆地和准噶尔盆地取得一批重要发现和重要进展。在油气生产方面，公司深化产运销储协调联动，持续推进“稳油增气”战略：Q2单季公司国内原油产量1.89亿桶，同比提升1.8%，环比提升1.8%；国内天然气产量1.04万亿立方英尺，同比增加3.7%，环比减少7.6%。

炼化改善明显，产品结构持续优化

公司2021H1炼化板块实现经营利润221.85亿，同比增加327.25亿，Q2单季实现经营利润75.1亿。其中，公司Q2单季炼油业务经营利润32.5亿元，同比增加106.0亿，环比减少68%；化工业务经营利润42.6亿元，同比减少22.8%，环比减少4.7%，主要由于油价上升增加炼化原料成本，库存收益减少降低公司Q2炼化盈利能力。公司不断优化资源配置和产品结构，深入推进减油增化，全力控降成品油收率：Q2单季公司总共加工原油3.08亿桶，环比增加3.4%，分别生产汽、柴、煤油1285、1160、351万吨，环比分别变动+3.65%、-0.95%、23.65%；生产柴汽比0.90，环比下降0.04。公司适时增产高附加值化工产品，加大科技创新力度，启动多项技术攻关，积极开展化工新产品新材料研发，广东炼化一体化项目有序推进，长庆乙烷制乙烯项目试车成功，塔里木乙烷制乙烯项目进入收尾阶段。2021Q2单季公司分别生产乙烯、树脂、纤维、橡胶、尿素143.4、243.1、26.6、24.3、71.8万吨，同比分别变动-10.9%、-8.0%、-15.8%、-7.6%、+88%。

成品油销售持续稳健，积极布局氢能业务

公司 2021H1 销售板块实现经营利润 66.4 亿，同比增加 195.3 亿元，其中 Q2 单季实现经营利润 33.25 亿，同比减少 10.2%，主要由于国内成品油供给严重过剩、市场竞争日益激烈影响盈利能力。公司根据市场变化加强产销衔接，坚持做精零售，统筹销售网络建设，实现了成品油销量的稳步增长：2021Q2 公司分别销售汽、柴、煤油 1731、2198、481 万吨，同比分别增加 3.2%、2.5%、67.6%。此外，公司持续探索非油业务线上、线下全渠道销售模式，积极布局加气业务，助力绿色低碳转型，在北京冬奥会崇礼场馆核心区内建成投运首座加氢站——太子城服务区加氢站，为“绿色冬奥”提供清洁能源服务。

进口气扭亏为盈，昆仑能源管道资产交割完毕

公司 2021H1 天然气和管道板块实现经营利润 368.9 亿，同比增加 156.7%，其中 Q2 单季实现经营利润 183.7 亿，同比增加 509.7%，环比减少 0.8%，主要是由于昆仑能源管道资产交割完毕，给公司带来部分额外收益，且公司进口气方面在多年亏损之后终于迎来盈利。公司大力加强天然气采购成本管控，积极开发直供直销客户，加强与城市燃气、发电等客户战略合作，严格执行价格政策，优化销售结构，通过线上竞价交易等市场化措施努力提升销售效益，实现天然气销售量效齐增：2021H1 公司国内销售天然气 962.5 亿立方米，同比增加 17.6%。

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，原油价格维持高位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公司的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 (亿元)	25,168	19,338	24,663	28,112	31,017
营业收入增长率	6.94%	-23.16%	27.54%	13.98%	10.33%
净利润 (亿元)	457	190	813	883	940
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 (A 股)	19.0	45.6	10.6	9.8	9.2
P/E (H 股)	10.7	25.7	6.0	5.5	5.2
P/B (A 股)	0.70	0.71	0.68	0.65	0.62
P/B (H 股)	0.40	0.40	0.38	0.36	0.35

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-27；汇率：按 1HKD=0.83284CNY 换算

财务报表与盈利预测

利润表 (亿元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	25168	19338	24663	28112	31017
营业成本	20024	15466	19379	22650	25026
折旧和摊销	1971	1837	1417	1597	1883
税金及附加	2269	1949	2466	2560	2838
销售费用	741	715	1014	897	999
管理费用	618	553	740	835	856
研发费用	157	157	222	175	193
财务费用	278	243	262	284	315
投资收益	89	518	518	518	518
营业利润	1155	648	1160	1331	1407
利润总额	1032	561	1199	1371	1447
所得税	362	226	300	343	362
净利润	670	335	899	1028	1085
少数股东损益	213	145	86	145	145
归属母公司净利润	457	190	813	883	940
EPS(元)	0.25	0.10	0.44	0.48	0.51

现金流量表 (亿元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3596	3186	2705	2563	2905
净利润	457	190	813	883	940
折旧摊销	1971	1837	1417	1597	1883
净营运资金增加	(188)	(863)	(933)	121	113
其他	1356	2021	1408	(38)	(31)
投资活动产生现金流	(3329)	(1820)	(302)	(2503)	(2550)
净资本支出	(3247)	(2555)	(254)	(2593)	(2619)
长期投资变化	1022	2507	0	0	0
其他资产变化	(1104)	(1772)	(49)	90	69
融资活动现金流	(273)	(994)	(567)	(360)	(452)
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	471	(798)	(358)	55	55
无息负债变化	2199	(873)	1123	846	651
净现金流	5	322	1835	(300)	(97)

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

资产负债表 (亿元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	27332	24884	26389	28048	29531
货币资金	1107	1460	3295	2995	2898
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	642	523	667	761	839
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	212	268	319	352	380
存货	1819	1285	1592	1880	2078
其他流动资产	719	689	856	964	1055
流动资产合计	4669	4868	7000	7269	7601
其他权益工具	9	9	9	9	9
长期股权投资	1022	2507	2507	2507	2507
固定资产	7034	4160	3580	4547	5225
在建工程	2480	2222	1702	1662	1637
无形资产	848	861	754	660	578
商誉	428	81	81	81	81
其他非流动资产	2178	1805	1965	1965	1965
非流动资产合计	22663	20016	19388	20780	21930
总负债	12886	11215	11981	12882	13588
短期借款	705	414	0	0	0
应付账款	2601	2203	2761	3227	3565
应付票据	132	193	242	283	313
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	647	689	795	864	922
流动负债合计	6614	6054	7699	8407	8942
长期借款	1744	1601	1657	1713	1768
应付债券	1165	912	912	912	912
其他非流动负债	1770	1335	1548	1686	1802
非流动负债合计	6272	5161	4282	4475	4646
股东权益	14446	13669	14408	15167	15943
股本	1830	1830	1830	1830	1830
公积金	3246	3308	3308	3308	3308
未分配利润	7381	7229	7883	8496	9128
归属母公司权益	12304	12154	12807	13421	14053
少数股东权益	2142	1515	1601	1746	1890

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	19	46	11	10	9
PB	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.8	4.8	4.6	4.5	4.1
股息率	1.4%	1.8%	3.1%	3.6%	3.8%

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