

## 公司研究

## 业绩大幅提升，炼销一体化优势凸显

——中国石化（600028.SH/0386.HK）2021年半年报点评

## A股：买入（维持）

当前价：4.10元

## H股：买入（维持）

当前价：3.53港元

## 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

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	1210.71
总市值(亿元)	4963.92
一年最低/最高(元)	3.88/4.93
近3月换手率	7.44%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.43	2.22	1.51
绝对	2.76	-4.60	6.53

资料来源：Wind

## 要点

## 事件：

公司发布2021年半年报，报告期内实现营收1.26万亿，同比增加22.1%；实现归母净利润392亿，同比增加622亿。其中，Q2单季实现营收6846亿，同比增加43.0%，环比增加18.7%；实现归母净利润212亿，同比增加243亿，环比增加18.4%。

## 点评：

## 油价上行提升上游业绩，公司油气产量持续提升

2021H1公司上游板块实现经营利润62亿，同比增加122亿，其中Q2单季实现经营利润38.8亿，同比增加114亿，环比增加64.6%，主要由于全球经济复苏改善石油市场整体需求，国际油气价格大幅提升增厚公司业绩：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66.64美元/桶，同比上涨115.1%，环比上涨21.4%；天然气实现价格6.25美元/千立方英尺，同比上涨37.1%，环比下降11.6%。公司持续推进高质量勘探开发，在塔里木盆地、四川盆地、鄂尔多斯盆地取得一批油气新发现，并在渤海湾、四川和苏北盆地陆相页岩油勘探取得重大突破。在油气生产方面，公司加快原油重点项目产能建设，强化天然气拓市增销增效，签署LNG长约，实现了油气产量的稳步提升：2021Q2单季公司生产原油6974万桶，同比增加0.2%，环比增加1.9%；生产天然气2910亿立方英尺，同比增加10.3%，环比减少0.2%。

## 炼化改善明显，产品结构持续优化

2021H1公司炼油板块实现经营利润394亿，同比增加711亿，其中Q2单季实现经营利润199亿，同比增加258亿，环比增加2.2%，主要由于油价上行推升炼化产品价格，库存收益增加提升公司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和柴汽比，大力增产汽油和化工轻油等产品：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1603、1420、625万吨，环比分别变动-2.1%、-1.0%、+25.3%；生产柴汽比0.89，环比下降0.01。此外，公司积极增产高附加值产品和特种产品，建成4套氢纯化装置，成功开发高端针状焦、高端润滑油脂等产品，低硫船燃境内市场占有率位居首位。

## 化工盈利大幅提升，减油增化成效显著

2021H1公司化工板块实现经营利润130亿，同比增加307.2%，其中Q2单季实现经营利润59亿，同比增加23.9%，环比减少16.9%，主要由于公司部分化工装置检修导致产量下滑，进而影响盈利能力。2021Q2公司分别生产乙烯、合成树脂、合成橡胶、单体及聚合物、合成纤维308、451、27、216、33万吨，同比分别增加12.1%、10.3%、0.7%、3.6%、5.9%，环比分别减少8.8%、5.9%、15.5%、7.6%、7.4%。公司加快推进减油增化结构调整，优化原料结构、装置结构和检修安排，提高盈利装置产能利用率，并积极优化产品结构，提升高附加值产品比例，合成树脂、合成橡胶、合成纤维产品比例持续升高。

### 成品油销售持续稳健，积极布局氢能业务

2021H1 公司销售板块实现经营利润 161 亿，同比增加 85.5%，其中 Q2 单季实现经营利润 80 亿，同比减少 21.1%，主要由于需求同比小幅下滑影响公司成品油产销量。2021Q2 公司国内成品油总经销量 4398 万吨，同比减少 2.85%，其中零售量 2835 万吨，同比减少 7.56%，直销分销量 1563 万吨，同比增加 7.13%，单站加油量 3614 吨/年，同比增加 5.7%。公司积极优化终端网络布局，加快“油气氢电充”综合加能站建设，首座碳中和加油站、光伏建筑一体化加油站建成投运。在非油业务方面，公司加强自有品牌商品开发和销售，持续拓展汽服、快餐、广告等新兴业态，推动非油业务快速发展。

### 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/股。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 (亿元)	29,662	21,060	25,468	27,663	28,930
营业收入增长率	2.59%	-29.00%	20.93%	8.62%	4.58%
净利润 (亿元)	576	329	537	588	622
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)	8.6	15.1	9.2	8.4	8.0
P/E (H 股)	6.2	10.9	6.7	6.1	5.8
P/B (A 股)	0.67	0.67	0.64	0.61	0.58
P/B (H 股)	0.49	0.49	0.47	0.44	0.43

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=0.83039CNY 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	29662	21060	25468	27663	28930
营业成本	24889	16981	21255	23075	24105
折旧和摊销	966	942	993	1038	1089
税金及附加	2425	2349	2178	2340	2462
销售费用	635	644	586	645	622
管理费用	621	663	578	601	671
研发费用	94	101	81	89	92
财务费用	100	95	85	94	95
投资收益	126	475	125	125	125
营业利润	900	503	854	976	1045
利润总额	900	480	843	965	1030
所得税	179	62	211	241	257
净利润	721	418	632	723	772
少数股东损益	145	88	95	135	150
归属母公司净利润	576	329	537	588	622
EPS(元)	0.48	0.27	0.44	0.49	0.51

现金流量表 (亿元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1534	1675	1142	1442	1851
净利润	576	329	537	588	622
折旧摊销	966	942	993	1038	1089
净营运资金增加	441	(1339)	813	498	109
其他	(449)	1743	(1201)	(682)	31
投资活动产生现金流	(1205)	(1022)	(1778)	(1637)	(1588)
净资本支出	(1404)	(1285)	(1801)	(1751)	(1701)
长期投资变化	1522	1883	(10)	(11)	(12)
其他资产变化	(1322)	(1620)	33	124	125
融资活动现金流	(847)	(370)	1022	387	(152)
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	38	(324)	1220	681	183
无息负债变化	1397	42	108	(27)	160
净现金流	(516)	271	386	192	111

## 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

资产负债表 (亿元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	17551	17338	19141	20296	21159
货币资金	1279	1844	2230	2422	2533
交易性金融资产	33	0	0	0	0
应收帐款	549	356	430	467	489
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	241	336	406	441	462
存货	1924	1519	1910	2076	2170
其他流动资产	373	325	350	362	369
流动资产合计	4459	4554	5513	5961	6218
其他权益工具	15	15	15	15	15
长期股权投资	1522	1883	1893	1904	1916
固定资产	6224	5892	5945	6087	6266
在建工程	1735	1248	1881	2329	2639
无形资产	1090	1141	1065	995	929
商誉	87	86	86	86	86
其他非流动资产	2154	2172	2216	2216	2216
非流动资产合计	13092	12784	13629	14335	14941
总负债	8782	8499	9827	10480	10824
短期借款	312	208	1651	2332	2515
应付账款	1880	1513	1913	1743	1820
应付票据	118	104	130	141	148
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	292	568	612	634	647
流动负债合计	5764	5222	6587	7218	7549
长期借款	396	455	455	455	455
应付债券	192	384	384	384	384
其他非流动负债	2362	2358	2402	2424	2437
非流动负债合计	3018	3277	3240	3262	3275
股东权益	8769	8839	9314	9816	10335
股本	1211	1211	1211	1211	1211
公积金	3296	3318	3318	3318	3318
未分配利润	2871	2866	3246	3613	3982
归属母公司权益	7392	7425	7805	8172	8541
少数股东权益	1377	1414	1509	1644	1794

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	15	9	8	8
PB	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.4	4.5	4.6	4.7	4.7
股息率	4.6%	3.2%	4.5%	5.1%	5.4%

## 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