

上游业务受益油价上涨，积极布局新业务

东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **业绩恢复正常**：中国石化发布三季报，公告前三季度实现营收 20033.50 亿元，同比+29.04%，实现归母净利润 598.92 亿元，同比+154.95%，2021Q3 单季度实现营收 7417.47 亿元，同比+42.79%，环比+8.34%，实现归母净利润 207.39 亿元，同比-55.39%，环比-2.29%，主要系去年有出售管网资产的非经常性损益。随着油价企稳，公司今年前三季度业绩恢复正常。
- **油气价格上涨利好上游**：公司各板块营收均保持增长，勘探及开发板块前三季度同比增长 43.1%，炼油板块前三季度同比增长 43.9%，化工板块前三季度同比增长 31.3%。尤其是油气价格上涨后，对上游形成利好。前三季度原油均价同比增长 59.4%，天然气价格同比增长 26.7%。公司天然气产量同比增长 13.7%，天然气板块量价齐升。
- **积极布局新业务**：公司中报披露，下半年资本开支中包含许多新业务，如可降解塑料 PGA、齐鲁 CCUS、“油气氢电服”综合加能站等项目。在碳中和导致石化燃料需求达峰后逐步下降的预期下，新布局的这些业务将推动公司非油气业务的增长。

财务预测与投资建议

- 基于对油气景气度的预期，我们预测公司 2021-2023 年每股收益分别为 0.59/0.62/0.63（原预测 0.50/0.58/0.61 元），按照 21 年可比公司平均 11 倍市盈率，给予目标价 6.48 元（原目标价 6.04 元），维持增持评级。

风险提示

- 油价大幅波动；项目进度不及预期。

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,959,799	2,105,984	2,507,656	2,520,241	2,525,830
同比增长(%)	2.4%	-28.8%	19.1%	0.5%	0.2%
营业利润(百万元)	90,134	50,331	98,242	103,120	106,850
同比增长(%)	-11.2%	-44.2%	95.2%	5.0%	3.6%
归属母公司净利润(百万元)	57,619	32,924	71,279	74,823	76,814
同比增长(%)	-8.7%	-42.9%	116.5%	5.0%	2.7%
每股收益(元)	0.48	0.27	0.59	0.62	0.63
毛利率(%)	15.9%	19.4%	20.3%	20.5%	20.6%
净利率(%)	1.9%	1.6%	2.8%	3.0%	3.0%
净资产收益率(%)	7.9%	4.4%	9.4%	9.3%	9.0%
市盈率	8.9	15.5	7.2	6.8	6.7
市净率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年11月01日)	4.22元
目标价格	6.48元
52周最高价/最低价	4.81/3.64元
总股本/流通A股(万股)	12,107,121/12,107,121
A股市值(百万元)	510,921
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2021年11月01日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-5.17	-5.41	9.51	15.21
相对表现	-2.28	-8.67	11.76	9.94
沪深300	-2.89	3.26	-2.25	5.27



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

倪吉

021-63325888*7504

niji@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517120003

联系人

袁帅

yuanshuai@orientsec.com.cn

相关报告

业绩企稳向上，十四五重点发展天然气、“油转化”和氢能 2021-03-31

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

由于油价、气价上涨，故提高勘探板块的营收，由于技术升级和降本增效的作用，提高勘探板块的毛利率。三季度中显示，前三季度资产减值损失仅 10.36 亿元，故下调全年资产减值损失预期。

表 1：核心假设调整

人民币百万元	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
核心假设						
资产减值损失	12435	2717	1121	2103	2919	1296
变动幅度				-83.09%	7.43%	15.64%
分项目盈利预测						
勘探业务						
销售收入	200327	205650	208577	215120	224141	227068
变动幅度				7.38%	8.99%	8.87%
毛利率	22.3%	21.2%	20.6%	27.7%	27.7%	27.0%
变动幅度				5.34%	6.50%	6.47%
炼油板块						
销售收入	1110616	1121571	1132634	1110616	1121571	1132634
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	26.2%	26.2%	26.2%	26.2%	26.2%	26.2%
变动幅度				0.00%	0.00%	-0.01%
销售板块						
销售收入	1234757	1248244	1261936	1234757	1248244	1261936
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
石化板块						
销售收入	451521	455862	460246	451521	455862	460246
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
分部间抵消						
销售收入	-1439155	-1511113	-1586669	-1439155	-1511113	-1586669
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
其他业务						
销售收入	934797	981537	1030614	934797	981537	1030614
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%

毛利率	1.9%	1.9%	1.9%	0.8%	0.8%	0.8%
变动幅度				-1.09%	-1.09%	-1.09%
销售收入合计	2492863	2501750	2507339	2507656	2520241	2525830
变动幅度				0.59%	0.74%	0.74%
综合毛利率	20.25%	20.35%	20.50%	20.32%	20.51%	20.64%
变动幅度				0.07%	0.16%	0.14%

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 2：盈利预测调整

人民币百万元	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入	2492863	2501750	2507339	2507656	2520241	2525830
变动幅度				0.59%	0.74%	0.74%
营业利润	84928	97984	103156	98242	103120	106850
变动幅度				15.68%	5.24%	3.58%
归属母公司净利润	60901	70353	73600	71279	74823	76814
变动幅度				17.04%	6.35%	4.37%
每股收益（元）	0.50	0.58	0.61	0.59	0.62	0.63
变动幅度				17.75%	6.55%	4.01%
毛利率（%）	20.25%	20.35%	20.50%	20.32%	20.51%	20.64%
变动幅度				0.07%	0.16%	0.14%
净利率（%）	2.44%	2.81%	2.94%	2.84%	2.97%	3.04%
变动幅度				0.40%	0.16%	0.10%

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 3：可比公司估值表（估值日期 2021/11/01）

公司	每股收益（元）			市盈率		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
上海石化	0.29	0.35	0.34	13.19	11.0	11.5
中国神华	2.71	2.81	2.88	7.41	7.2	7.0
恒力石化	2.38	2.72	3.17	9.29	8.1	7.0
荣盛石化	1.39	1.81	2.05	12.27	9.4	8.3
恒逸石化	1.19	1.47	1.57	9.13	7.4	6.9
东华能源	0.90	1.28	1.90	12.43	8.8	5.9
调整后平均				11	8	7

资料来源：朝阳永续，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	128,052	184,412	240,314	259,172	298,628	营业收入	2,959,799	2,105,984	2,507,656	2,520,241	2,525,830
应收票据、账款及款项融资	63,036	44,322	42,374	42,587	42,682	营业成本	2,489,866	1,698,114	1,998,222	2,003,283	2,004,479
预付账款	5,063	4,862	5,789	5,818	5,831	营业税金及附加	244,517	234,947	253,480	255,840	258,063
存货	194,142	151,895	178,739	179,192	179,299	营业费用	63,586	64,438	76,728	77,113	77,284
其他	57,017	69,904	63,785	63,986	64,075	管理费用及研发费用	72,488	76,377	90,944	91,401	91,603
流动资产合计	447,310	455,395	531,002	550,755	590,515	财务费用	10,048	9,506	6,081	5,707	5,415
长期股权投资	152,204	188,342	199,604	210,866	222,128	资产、信用减值损失	3,043	28,084	3,131	2,951	1,311
固定资产	625,668	589,247	599,968	614,988	620,229	公允价值变动收益	(3,511)	(1,253)	220	221	222
在建工程	173,872	124,765	113,525	145,581	168,474	投资净收益	12,628	47,486	11,262	11,262	11,262
无形资产	109,039	114,066	104,561	95,055	85,549	其他	4,766	9,580	7,691	7,691	7,691
其他	252,193	261,990	207,776	207,776	207,776	营业利润	90,134	50,331	98,242	103,120	106,850
非流动资产合计	1,312,976	1,278,410	1,225,433	1,274,266	1,304,156	营业外收入	2,601	2,370	2,347	2,439	2,385
资产总计	1,760,286	1,733,805	1,756,435	1,825,021	1,894,671	营业外支出	2,624	4,732	3,466	3,607	3,935
短期借款	31,196	20,756	20,756	20,756	20,756	利润总额	90,111	47,969	97,123	101,952	105,300
应付票据及应付账款	200,023	161,656	190,225	190,707	190,821	所得税	17,939	6,219	12,592	13,218	13,652
其他	348,759	339,778	359,014	359,768	360,103	净利润	72,172	41,750	84,532	88,734	91,648
流动负债合计	579,978	522,190	569,996	571,232	571,680	少数股东损益	14,553	8,826	13,252	13,911	14,834
长期借款	39,677	45,459	45,459	45,459	45,459	归属于母公司净利润	57,619	32,924	71,279	74,823	76,814
应付债券	19,157	38,356	38,356	38,356	38,356	每股收益(元)	0.48	0.27	0.59	0.62	0.63
其他	243,100	243,924	172,306	172,306	172,306						
非流动负债合计	301,934	327,739	256,121	256,121	256,121						
负债合计	881,912	849,929	826,117	827,353	827,801						
少数股东权益	138,409	141,413	154,665	168,576	183,410						
实收资本(或股本)	121,071	121,071	121,071	121,071	121,071						
资本公积	122,864	122,558	122,558	122,558	122,558						
留存收益	494,610	495,855	532,024	585,463	639,831						
其他	1,420	2,979	0	0	0						
股东权益合计	878,374	883,876	930,318	997,669	1,066,870						
负债和股东权益总计	1,760,286	1,733,805	1,756,435	1,825,021	1,894,671						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	72,172	41,750	84,532	88,734	91,648
折旧摊销	86,850	47,419	81,548	90,681	100,444
财务费用	10,048	9,506	6,081	5,707	5,415
投资损失	(12,628)	(47,486)	(11,262)	(11,262)	(11,262)
营运资金变动	(23,566)	117,377	26,525	299	129
其它	20,743	(1,048)	(17,472)	2,730	1,089
经营活动现金流	153,619	167,518	169,951	176,889	187,463
资本支出	(116,355)	27,372	(72,866)	(130,949)	(120,155)
长期投资	(6,507)	(37,976)	(11,474)	(11,474)	(11,474)
其他	1,811	(91,599)	11,482	11,483	11,484
投资活动现金流	(121,051)	(102,203)	(72,858)	(130,940)	(120,145)
债权融资	17,347	(22,016)	0	0	0
股权融资	3,672	(306)	0	0	0
其他	(105,223)	(14,633)	(41,191)	(27,091)	(27,862)
筹资活动现金流	(84,204)	(36,955)	(41,191)	(27,091)	(27,862)
汇率变动影响	147	(1,239)	-0	-0	-0
现金净增加额	(51,489)	27,121	55,902	18,858	39,456

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	2.4%	-28.8%	19.1%	0.5%	0.2%
营业利润	-11.2%	-44.2%	95.2%	5.0%	3.6%
归属于母公司净利润	-8.7%	-42.9%	116.5%	5.0%	2.7%
获利能力					
毛利率	15.9%	19.4%	20.3%	20.5%	20.6%
净利率	1.9%	1.6%	2.8%	3.0%	3.0%
ROE	7.9%	4.4%	9.4%	9.3%	9.0%
ROIC	7.8%	5.1%	8.8%	8.7%	8.4%
偿债能力					
资产负债率	50.1%	49.0%	47.0%	45.3%	43.7%
净负债率	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	0.77	0.87	0.93	0.96	1.03
速动比率	0.43	0.58	0.61	0.64	0.71
营运能力					
应收账款周转率	52.0	44.0	58.0	53.5	53.4
存货周转率	12.8	9.7	11.8	11.0	11.0
总资产周转率	1.8	1.2	1.4	1.4	1.4
每股指标(元)					
每股收益	0.48	0.27	0.59	0.62	0.63
每股经营现金流	1.27	1.38	1.40	1.46	1.55
每股净资产	6.11	6.13	6.41	6.85	7.30
估值比率					
市盈率	8.9	15.5	7.2	6.8	6.7
市净率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	2.5	4.3	2.5	2.3	2.2
EV/EBIT	4.6	7.7	4.4	4.2	4.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn