

盈利创十年新高，布局新能源加快低碳转型

核心观点

- **盈利创十年新高：**中国石化发布 21 年年报，公司全年实现营收 27408.8 亿元，同比+30.2%，实现归母净利润 712.1 亿元，同比+114.0%，盈利创十年新高。分板块来看，勘探及开发板块实现营收 2500.0 亿元，同比+49.0%，毛利率 12.9%，增长 7 个 pct；炼油板块实现营收 13855.6 亿元，同比+46.8%，毛利率 6.0%，增长 4 个 pct；营销及分销板块实现营收 14115.4 亿元，同比+28.1%，毛利率 6.4%，下降 0.9 个 pct；化工板块实现营收 5055.0 亿元，同比+36.0%，毛利率 6.9%，下降 2 个 pct。此外，公司 2021 年分红 569.0 亿元，占归母净利润的 79.9%，股息率约 10.9%。
- **资本开支计划大幅增加：**公司 2022 年计划资本支出 1980 亿元，同比+17.9%。其中勘探及开发板块资本支出 815 亿元，同比+19.7%；炼油板块资本支出 204 亿元，同比-9.3%；营销及分销板块资本支出 237 亿元，同比+8.2%；化工板块资本支出 661 亿元，同比+28.1%；其他部分资本支出 63 亿元，同比+65.8%。化工板块资本开支大幅增加，主要用于海南、天津南港等乙烯项目，九江芳烃、上海大丝束碳纤维、仪征 PTA、贵州 PGA、镇海炼化二期等项目的建设。
- **高油价下增产上游，长期布局新能源转型：**公司计划 2022 年计划生产原油 281.2 百万桶，同比+0.5%，计划生产天然气 12567 亿立方英尺，同比+4.8%，在高油价背景下，上游有望贡献利润弹性。长期来看，公司加快能源低碳转型步伐，积极布局氢能、光伏、充换电业务，大力发展可降解材料、医疗卫生材料等业务。公司持续优化产业结构，推进资源全面节约、集约、循环利用，加快绿色低碳技术攻关，积极发展 CCUS 等技术。

盈利预测与投资建议

- 结合当前原油价格，我们调整公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.63、0.67、0.68 元（原预测 0.62、0.63、-元），按照可比公司 22 年平均 8 倍 PE，给予目标价 5.04 元（原目标价 6.48 元），维持增持评级。

风险提示

- 产品需求下滑；原油价格大幅波动；项目进度不及预期。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,104,724	2,740,884	3,632,104	3,662,807	3,694,213
同比增长(%)	-28.9%	30.2%	32.5%	0.8%	0.9%
营业利润(百万元)	50,803	112,414	120,792	126,970	129,280
同比增长(%)	-43.6%	121.3%	7.5%	5.1%	1.8%
归属母公司净利润(百万元)	33,271	71,208	76,109	80,653	82,651
同比增长(%)	-42.3%	114.0%	6.9%	6.0%	2.5%
每股收益(元)	0.27	0.59	0.63	0.67	0.68
毛利率(%)	19.9%	19.1%	16.5%	16.5%	16.6%
净利率(%)	1.6%	2.6%	2.1%	2.2%	2.2%
净资产收益率(%)	4.5%	9.4%	9.6%	9.7%	9.4%
市盈率	15.7	7.3	6.9	6.5	6.3
市净率	0.7	0.7	0.6	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。

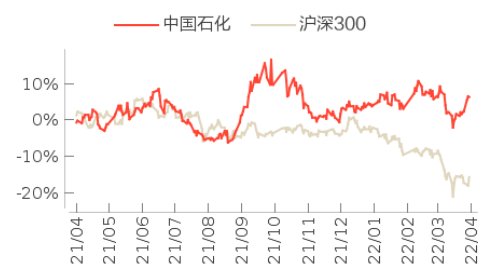
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 增持（维持）

股价（2022年03月30日）	4.32 元
目标价格	5.04 元
52 周最高价/最低价	4.81/3.78 元
总股本/流通 A 股（万股）	12,107,121/12,107,121
A 股市值（百万元）	523,028
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2022 年 03 月 31 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	4.61	-0.2	2.42	6.51
相对表现	4.26	1.92	6.23	28.71
沪深 300	0.35	-2.12	-3.81	-22.2



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

上游业务受益油价上涨，积极布局新业务 2021-11-01
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

由于原油价格大幅上涨，我们上调公司的营业收入，上调勘探开发板块的毛利率，但下调炼油和化工板块的毛利率。

表 1：核心假设调整

人民币百万元	调整前		调整后		
	2022E	2023E	2022E	2023E	2024E
核心假设					
资产减值损失	2919	1296	8859	7555	8066
变动幅度			203.55%	482.77%	
分项目盈利预测					
勘探业务					
销售收入	224141	227068	322060	330486	339225
变动幅度			43.69%	45.54%	
毛利率	27.7%	27.0%	32.4%	31.7%	31.0%
变动幅度			4.69%	4.65%	
炼油板块					
销售收入	1121571	1132634	1801893	1819608	1837500
变动幅度			60.66%	60.65%	
毛利率	26.2%	26.2%	17.9%	17.9%	17.9%
变动幅度			-8.36%	-8.35%	
销售板块					
销售收入	1248244	1261936	1766289	1785021	1804014
变动幅度			41.50%	41.45%	
毛利率	8.0%	8.0%	6.6%	6.6%	6.6%
变动幅度			-1.37%	-1.37%	
石化板块					
销售收入	455862	460246	573079	578533	584041
变动幅度			25.71%	25.70%	
毛利率	10.5%	10.5%	5.1%	5.1%	5.1%
变动幅度			-5.38%	-5.38%	
分部间抵消					
销售收入	-1511113	-1586669	-2193803	-2281555	-2372817
变动幅度			45.18%	43.80%	
毛利率	-0.3%	-0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
变动幅度			0.53%	0.53%	
其他业务					
销售收入	981537	1030614	1362586	1430715	1502251
变动幅度			38.82%	38.82%	
毛利率	0.8%	0.8%	2.2%	2.2%	2.2%
变动幅度			1.39%	1.39%	
销售收入合计	2520241	2525830	3632104	3662807	3694213
变动幅度			44.12%	45.01%	
综合毛利率	20.51%	20.64%	16.48%	16.51%	16.55%
变动幅度			-4.04%	-4.13%	

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		2021E	调整后	
	2022E	2023E		2022E	2023E
营业收入	2520241	2525830	3632104	3662807	3694213
变动幅度			44.12%	45.01%	
营业利润	103120	106850	120792	126970	129280
变动幅度			17.14%	18.83%	
归属母公司净利润	74823	76814	76109	80653	82651
变动幅度			1.72%	5.00%	
每股收益（元）	0.62	0.63	0.63	0.67	0.68
变动幅度			1.72%	5.00%	
毛利率(%)	20.51%	20.64%	16.48%	16.51%	16.55%
变动幅度			-4.04%	-4.13%	
净利率(%)	2.97%	3.04%	2.10%	2.20%	2.24%
变动幅度			-0.87%	-0.84%	

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 3：可比公司估值（2022/3/30）

公司	每股收益（元）			市盈率		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
上海石化	0.18	0.21	0.24	19.26	16.7	14.9
中国神华	2.53	3.09	3.17	11.47	9.4	9.2
恒力石化	2.37	2.65	3.12	8.85	7.9	6.7
荣盛石化	1.33	1.82	2.11	10.84	7.9	6.8
恒逸石化	1.20	1.53	1.65	7.16	5.6	5.2
东华能源	0.75	1.20	1.67	12.52	7.8	5.6
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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	184,412	221,989	300,273	321,712	338,833	营业收入	2,104,724	2,740,884	3,632,104	3,662,807	3,694,213
应收票据、账款及款项融资	44,174	40,800	54,066	54,523	54,991	营业成本	1,685,674	2,216,551	3,033,706	3,057,903	3,082,695
预付账款	4,857	9,267	12,280	12,384	12,490	营业税金及附加	235,018	259,032	299,086	302,505	305,978
存货	152,191	207,433	283,905	286,170	288,490	营业费用	64,495	57,891	76,715	77,363	78,027
其他	70,026	78,535	71,760	72,160	72,569	管理费用及研发费用	77,169	74,016	98,083	98,912	99,760
流动资产合计	455,660	558,024	722,286	746,949	767,373	财务费用	9,510	9,010	8,922	7,423	6,231
长期股权投资	188,342	209,179	215,211	221,243	227,275	资产、信用减值损失	28,153	15,476	10,688	7,618	8,131
固定资产	593,615	598,925	640,824	687,281	736,573	公允价值变动收益	(1,253)	3,341	3,341	3,341	3,341
在建工程	125,525	155,939	173,520	169,576	169,140	投资净收益	47,486	6,032	6,032	6,032	6,032
无形资产	114,280	119,210	108,373	97,535	86,698	其他	(135)	(5,867)	6,515	6,515	6,515
其他	261,474	247,978	203,582	203,582	203,582	营业利润	50,803	112,414	120,792	126,970	129,280
非流动资产合计	1,283,236	1,331,231	1,341,510	1,379,218	1,423,268	营业外收入	2,370	3,516	3,516	3,134	3,389
资产总计	1,738,896	1,889,255	2,063,795	2,126,167	2,190,641	营业外支出	4,732	7,582	7,582	7,582	7,582
短期借款	20,756	27,366	27,366	27,366	27,366	利润总额	48,441	108,348	116,726	122,522	125,087
应付票据及应付账款	161,908	215,640	295,138	297,492	299,904	所得税	6,344	23,318	25,121	26,368	26,920
其他	340,331	398,274	438,796	440,192	441,620	净利润	42,097	85,030	91,605	96,154	98,166
流动负债合计	522,995	641,280	761,300	765,050	768,890	少数股东损益	8,826	13,822	15,496	15,501	15,515
长期借款	45,459	49,341	49,341	49,341	49,341	归属于母公司净利润	33,271	71,208	76,109	80,653	82,651
应付债券	38,356	42,649	42,649	42,649	42,649	每股收益(元)	0.27	0.59	0.63	0.67	0.68
其他	243,366	239,944	239,944	239,944	239,944						
非流动负债合计	327,181	331,934	331,934	331,934	331,934						
负债合计	850,176	973,214	1,093,234	1,096,984	1,100,824						
少数股东权益	141,426	140,939	156,435	171,936	187,450						
实收资本(或股本)	121,071	121,071	121,071	121,071	121,071						
资本公积	127,389	120,188	120,188	120,188	120,188						
留存收益	495,855	531,869	572,868	615,989	661,108						
其他	2,979	1,974	0	0	0						
股东权益合计	888,720	916,041	970,562	1,029,183	1,089,817						
负债和股东权益总计	1,738,896	1,889,255	2,063,795	2,126,167	2,190,641						

现金流量表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	42,097	85,030	91,605	96,154	98,166
折旧摊销	47,438	17,074	47,917	52,448	57,430
财务费用	9,510	9,010	8,922	7,423	6,231
投资损失	(47,486)	(6,032)	(6,032)	(6,032)	(6,032)
营运资金变动	32,904	9,012	30,409	409	418
其它	84,057	111,080	49,769	4,277	4,790
经营活动现金流	168,520	225,174	222,590	154,679	161,003
资本支出	26,349	(62,289)	(103,507)	(91,519)	(103,353)
长期投资	(37,976)	(20,994)	(6,139)	(6,139)	(6,139)
其他	(91,023)	(61,915)	9,373	9,373	9,373
投资活动现金流	(102,650)	(145,198)	(100,273)	(88,284)	(100,119)
债权融资	(22,015)	14,332	0	0	0
股权融资	4,525	(7,201)	0	0	0
其他	(20,020)	(65,073)	(44,033)	(44,955)	(43,763)
筹资活动现金流	(37,510)	(57,942)	(44,033)	(44,955)	(43,763)
汇率变动影响	(1,239)	(1,003)	-0	-0	-0
现金净增加额	27,121	21,031	78,284	21,439	17,121

主要财务比率					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-28.9%	30.2%	32.5%	0.8%	0.9%
营业利润	-43.6%	121.3%	7.5%	5.1%	1.8%
归属于母公司净利润	-42.3%	114.0%	6.9%	6.0%	2.5%
获利能力					
毛利率	19.9%	19.1%	16.5%	16.5%	16.6%
净利率	1.6%	2.6%	2.1%	2.2%	2.2%
ROE	4.5%	9.4%	9.6%	9.7%	9.4%
ROIC	5.1%	9.2%	9.3%	9.2%	8.8%
偿债能力					
资产负债率	48.9%	51.5%	53.0%	51.6%	50.3%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	0.87	0.87	0.95	0.98	1.00
速动比率	0.57	0.54	0.57	0.59	0.61
营运能力					
应收账款周转率	44.1	70.1	80.3	70.8	70.8
存货周转率	9.6	12.1	12.1	10.5	10.5
总资产周转率	1.2	1.5	1.8	1.7	1.7
每股指标(元)					
每股收益	0.27	0.59	0.63	0.67	0.68
每股经营现金流	1.39	1.86	1.84	1.28	1.33
每股净资产	6.17	6.40	6.72	7.08	7.45
估值比率					
市盈率	15.7	7.3	6.9	6.5	6.3
市净率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.2	3.2	2.5	2.4	2.3
EV/EBIT	7.4	3.7	3.5	3.3	3.3

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。

本报告仅供本公司的客户使用。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