

# 中国石油 (601857.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 支柱型央企的新答卷!

### 业绩简评

中国石油于2023年3月29日发布公司2022年年度报告,公司2022年业绩实现双增,全年实现营业收入32391.7亿元,同比增加23.9%;实现归母净利润1493.8亿元,同比增加62.1%。其中,2022Q4公司实现归母净利润291.1亿元,同比增加70.8%,环比减少23.2%,公司业绩符合预期。

### 经营分析

**1、原油价格中枢稳健叠加产量稳健,勘探及生产板块或业绩稳定:**当前全球原油价格预计持续维持中高位震荡,公司预计2023年资本开支约为2435亿元,2023年油气产量目标分别为9.13亿桶和4.89兆立方英尺。原油价格中枢持续维持中高位叠加公司油气产量稳健,公司未来维持相对稳健业绩的确定性较强。

**2、成品油终端需求边际回暖及裂解价差修复增强业绩稳健性:**2022年公司成品油零售量仍然维持稳定,全年成品油零售量为6421万吨,同比减少4.14%,但仍维持在较高水平。受益于原油价格维持中枢震荡及汽柴油价差持续修复,公司炼油和化工及销售业务板块盈利能力维持稳定。与此同时,同时受益于海外炼能退出,公司业绩持续稳健值得期待。

**3、高股利支付率持续回报股东:**公司2022年现金分红共计773.41亿元,股利支付率达51.78%,以2022年12月31日收盘价为基准计算,2022年公司现金分红对应股息率为8.50%,公司股息率持续维持在较高水平。2023年原油价格或维持中高位震荡,伴随中国经济回暖,成品油终端需求及裂解价差有望修复,公司2023年业绩确定性较强,而公司近十年股利支付率超55%,股东回报丰厚。

### 盈利预测与评级

我们认为在原油价格维持稳健中枢的前提下,盈利能力稳健是公司核心竞争力,由于2023年原油价格下滑,我们下调了2023-2024年盈利预测,下调幅度分别为19%/17%,预计2023-2025年公司归母净利润1307亿元/1355亿元/1405亿元,对应EPS为0.71元/0.74元/0.77元,对应PE为7.9X/7.6X/7.3X,维持“买入”评级。

### 风险提示

(1) 油气田投产进度不及预期;(2) 成品油价格放开风险;(3) 终端需求不景气风险;(4) 三方数据误差影响;(5) 海外经营风险;(6) 汇率风险。

### 石油化工组

分析师:许隽逸(执业S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

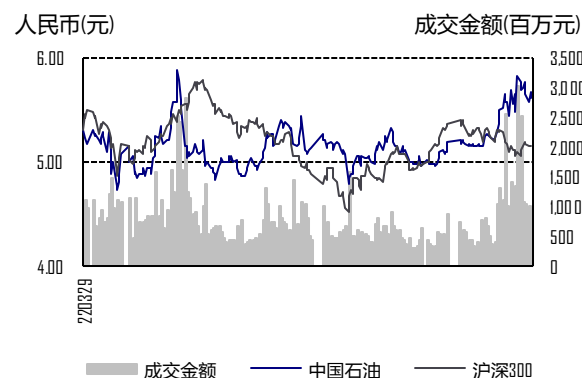
分析师:陈律楼(执业S1130522060004)

chenlvlu@gjzq.com.cn

市价(人民币):5.61元

### 相关报告:

1.《大且稳的支柱型央企!-中国石油首次覆盖》, 2022.12.10



### 公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,614,349	3,239,167	3,118,201	3,119,072	3,118,201
营业收入增长率	35.19%	23.90%	-3.73%	0.03%	-0.03%
归母净利润(百万元)	92,161	149,375	130,721	135,515	140,497
归母净利润增长率	385.01%	62.08%	-12.49%	3.67%	3.68%
摊薄每股收益(元)	0.504	0.816	0.714	0.740	0.768
每股经营性现金流净额	1.65	2.15	2.26	2.36	2.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.29%	10.91%	9.07%	8.94%	8.82%
P/E	9.75	6.09	7.85	7.58	7.31
P/B	0.71	0.66	0.71	0.68	0.64

来源:公司年报、国金证券研究所

## 内容目录

1、支柱型央企盈利能力稳定，未来业绩稳健性较强 .....	4
2、央企高股息持续回报股东是公司核心竞争力.....	17
3、风险提示 .....	20

## 图表目录

图表 1： 2022 年公司营业收入同比增加 23.0%.....	4
图表 2： 2022 年公司归母净利润同比增加 62.08%.....	4
图表 3： OPEC 在 2023 年原油边际供应增量较为有限.....	4
图表 4： 2023 年俄罗斯原油对外供应量或出现边际减少.....	5
图表 5： 美国页岩油核心产区新钻井单井产量持续滑坡.....	5
图表 6： 美国完井环节或存在产能瓶颈.....	6
图表 7： 全球原油消费需求逐步回暖.....	6
图表 8： 2022 年公司勘探生产资本支出达 2,215.92 亿元.....	7
图表 9： 2022 年公司已探明原油储量同比增加 5.84%.....	7
图表 10： 2022 年公司已探明天然气储量同比减少 1.95%.....	7
图表 11： 2022 年公司原油产量同比增加 2.06%.....	7
图表 12： 2022 年公司天然气产量同比增加 5.77%.....	7
图表 13： 公司成品油销售业务贡献毛利占比达 14%左右 .....	8
图表 14： 公司盈利能力持续稳健.....	8
图表 15： 成品油需求逐渐复苏.....	9
图表 16： 2022 年公司成品油产量同比减少 3.09%.....	9
图表 17： 国内汽柴油裂解价差持续修复.....	10
图表 18： 2022 年公司柴油销售量同比减少 3.63%.....	10
图表 19： 2022 年公司汽油销售量同比减少 11.78%.....	10
图表 20： 公司成品油零售量维持稳定.....	11
图表 21： 成品油市场份额仍维持高位.....	11
图表 22： 公司加油站数量稳步上升.....	11
图表 23： 汽柴批零价差持续修复.....	12
图表 24： 截至 2023 年公司 LNG 长协进口量为 8.4 百万吨/年.....	12
图表 25： 公司海外天然气销量维持较高水平.....	13
图表 26： 2022 年欧洲、东北亚 LNG 价格大幅上涨.....	13
图表 27： 公司 LNG 海外贸易存在获得业绩弹性可能性.....	14

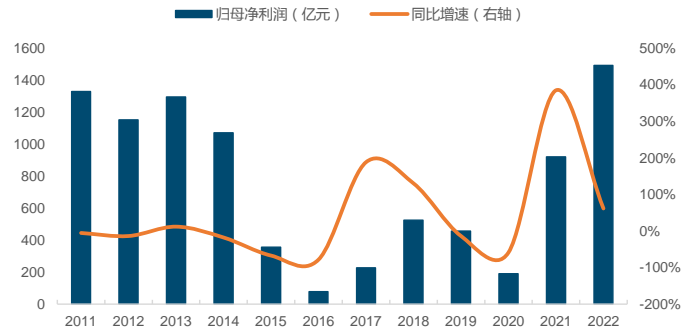
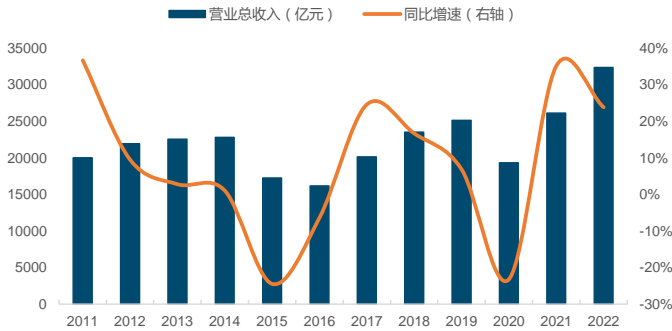
图表 28: 公司成品油出口配额 (万吨) .....	14
图表 29: 汽柴油出口价-批发价差有所修复 .....	15
图表 30: 欧洲成品油裂解价差波动幅度有所增加 .....	15
图表 31: 亚洲成品油裂解价差波动幅度有所增加 .....	16
图表 32: 公司持续维持高股利支付率 .....	16
图表 33: 公司持续维持高股息利率 .....	17
图表 34: 公司利润总额增速高于全国 GDP 增速 .....	17
图表 35: 公司资产负债率同比-1.21pct .....	18
图表 36: 公司净资产收益率同比+3.95pct .....	18
图表 37: 公司全员劳动生产率同比增加 14.83% .....	19
图表 38: 公司研发费用同比增加 19.65% .....	19
图表 39: 公司研发费用率同比-0.02pct .....	20
图表 40: 公司营业现金比率同比-0.9pct .....	20

## 1、支柱型央企盈利能力稳定，未来业绩稳健性较强

中国石油于2023年3月29日发布公司2022年年度报告，公司2022年业绩实现双增，全年实现营业收入32,391.67亿元，同比增加23.90%；实现归母净利润1,493.75亿元，同比增加62.08%。其中，2022Q4公司实现营业收入7,837.66亿元，同比增加6.78%，环比减少6.78%；实现归母净利润291.09亿元，同比增加70.84%，环比减少23.15%，公司业绩符合预期。

图表1：2022年公司营业收入同比增加23.0%

图表2：2022年公司归母净利润同比增加62.08%

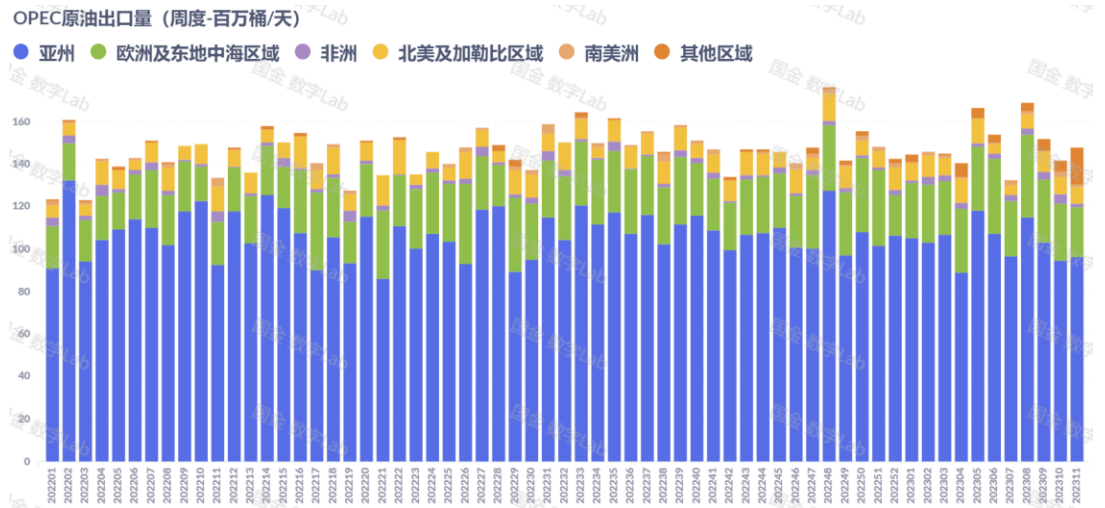


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

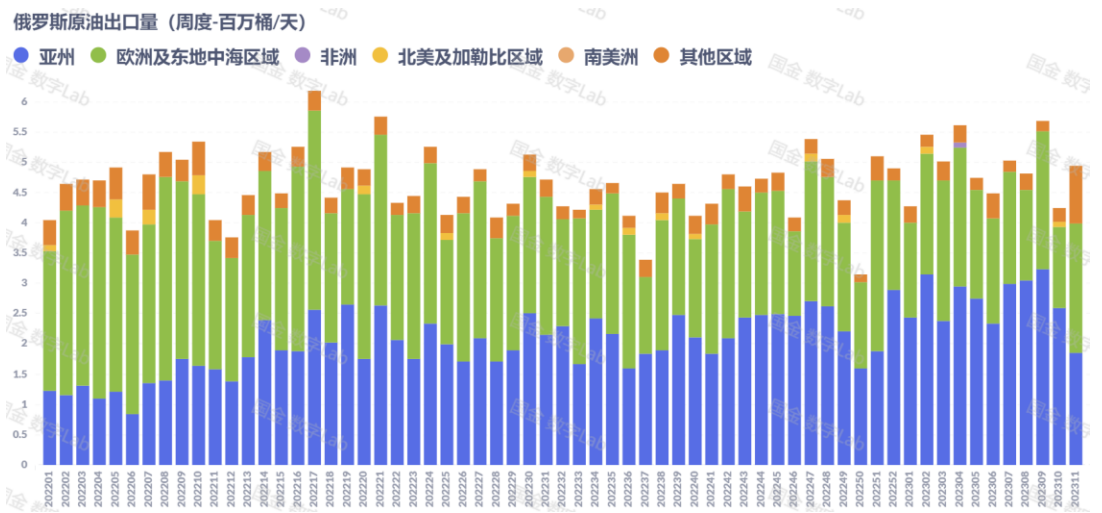
2023年全球原油边际供应增量较为有限，OPEC原油对外出口量基本恢复至2019年疫情前水平，考虑到OPEC目前决定维持200万桶/天的减产执行计划至2023年底，OPEC在2023年原油边际供应增量较为有限。俄罗斯原油供应自2022年开始逐步增加对亚洲供应量，而减少欧洲供应量，实际对外原油供应并未出现显著下滑，基本维持在历史中高位水平，但考虑到俄罗斯宣布3月减产50万桶/天，后续俄罗斯原油对外供应量或出现边际减少。

图表3：OPEC在2023年原油边际供应增量较为有限



来源：Refinitive，国金数字未来Lab，国金证券研究所

图4: 2023年俄罗斯原油对外供应量或出现边际减少



来源: Refinitive, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

美国页岩油核心产区在 2022 年持续出现了新钻井单井产量持续滑坡现象, 美国页岩油气新投产井的油气产量下滑主要来自于新井的综合资源品位下滑, 背后反映的是疫情过后页岩油气公司为了避免破产从而快速回收现金流过程中对品位最优区块的快速消耗。随着高品位资产的消耗, 越往后期其新打井的品位持续走低是难以避免的。

与此同时, 2022 年底阶段美国新钻井数持续恢复, 但完井数并未出现显著增长, 一定程度上缓解了库存井的持续消耗, 但或也说明美国完井环节或存在产能瓶颈。

图5: 美国页岩油核心产区新钻井单井产量持续滑坡



来源: EIA, 国金证券研究所

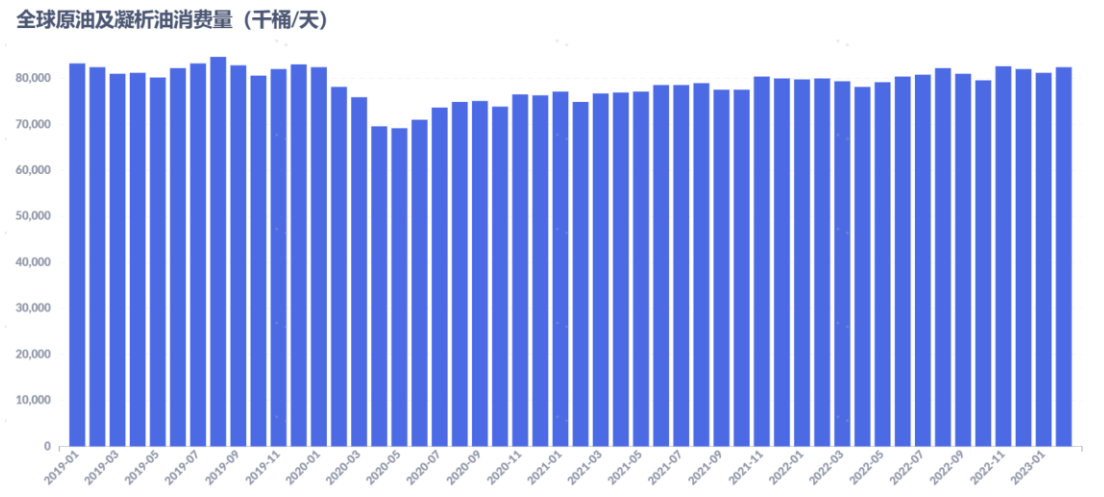
图6: 美国完井环节或存在产能瓶颈



来源: EIA, 国金证券研究所

近年来, 全球原油及凝析油消费量在 2019 年达到峰值, 约为 8400 万桶/天, 伴随疫情的逐步受控以及全球出行强度持续恢复, 原油消费需求逐步回暖, 截至 2023 年 2 月, 全球原油及凝析油消费量达到 8251.13 万桶/天, 同比增加 3.23%。

图7: 全球原油消费需求逐步回暖

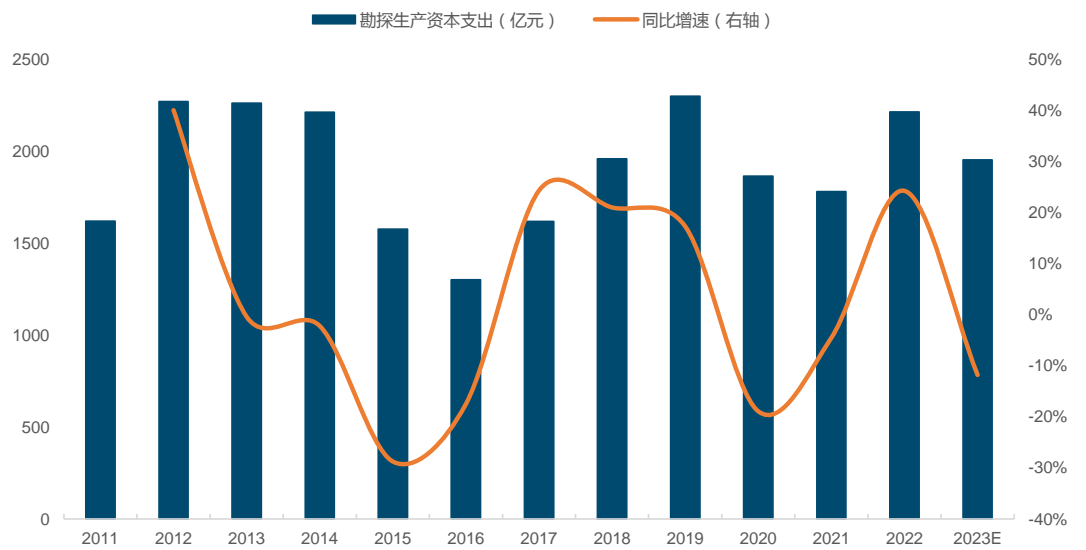


来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

公司积极响应“增储上产”号召, 2022 年公司勘探生产资本支出大幅提升, 全年勘探生产资本支出 2,215.92 亿元, 同比增加 24.31%, 2023 年公司计划资本支出 2,435 亿元, 其中勘探生产资本支出 1,955 亿元, 同比下降 11.77%。

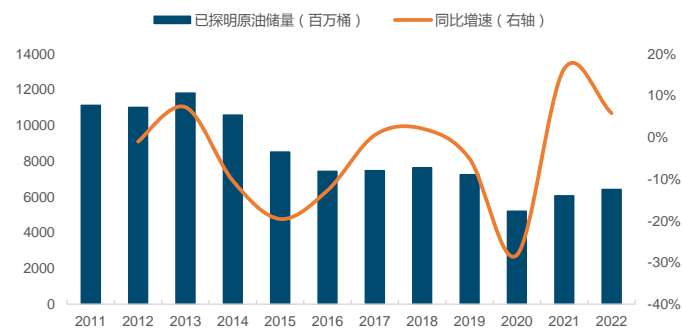
2022 年公司油气储量持续维持稳定, 全年已探明原油储量及天然气储量分别为 64.18 亿桶、73.45 兆立方英尺, 分别同比增加 5.84%/减少 1.95%。公司油气储量持续稳定, 为产量提升打下坚实基础。2022 年公司原油产量及天然气产量分别为 9.06 亿桶、4.68 兆立方英尺, 分别同比增加 2.06%、5.77%。2023 年公司原油、天然气产量指引分别为 9.13 亿桶、4.89 兆立方英尺, 分别同比增加 0.76%、4.58%。

图表8: 2022 年公司勘探生产资本支出达 2,215.92 亿元



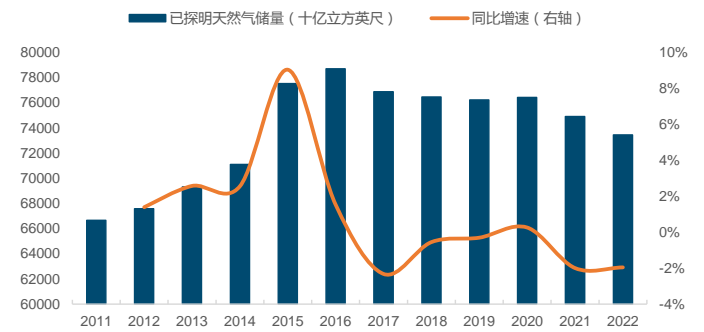
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表9: 2022 年公司已探明原油储量同比增加 5.84%



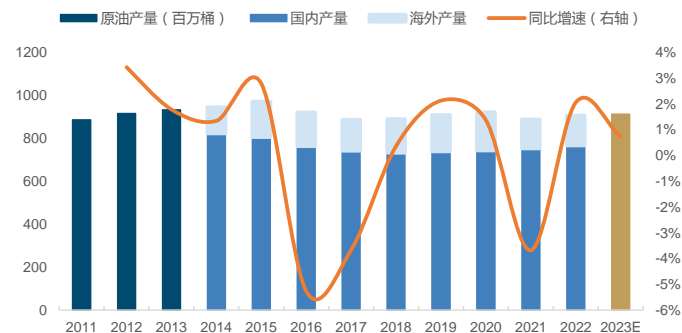
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表10: 2022 年公司已探明天然气储量同比减少 1.95%



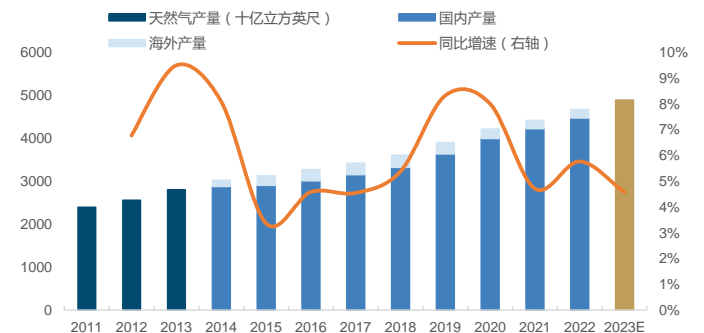
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表11: 2022 年公司原油产量同比增加 2.06%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

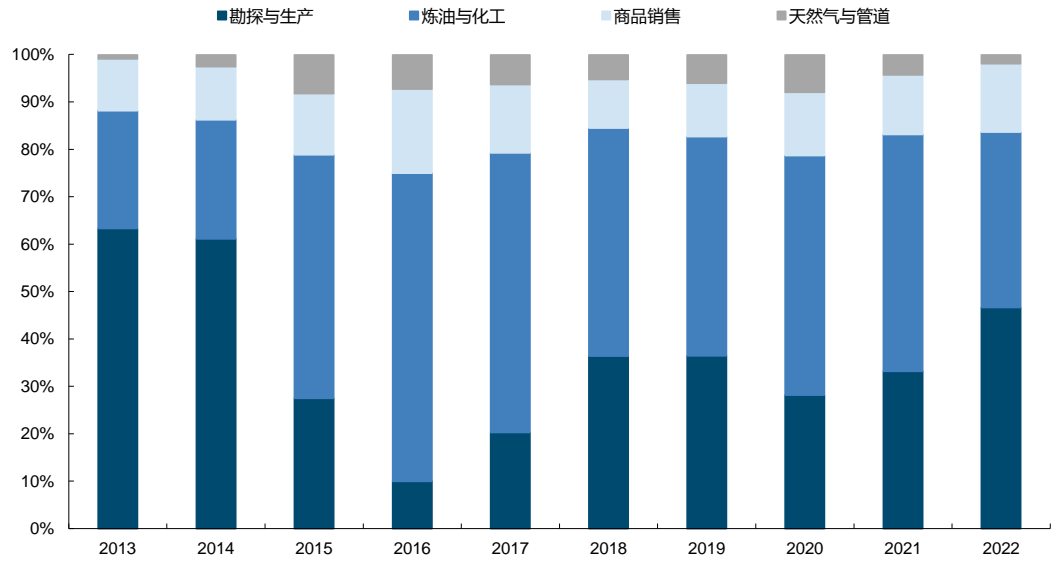
图表12: 2022 年公司天然气产量同比增加 5.77%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

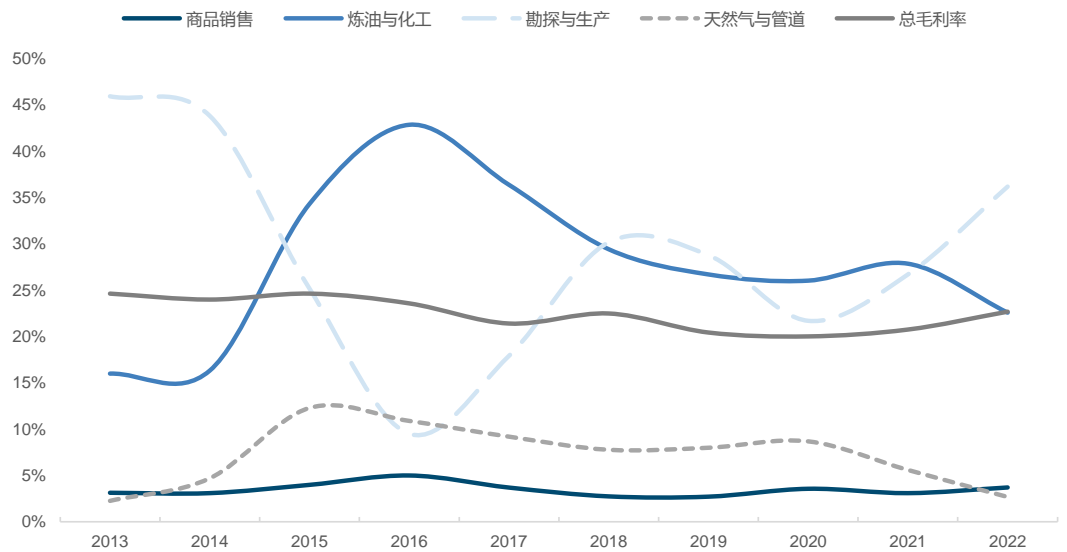
公司成品油销售(商品销售)板块持续维持盈利能力稳健, 2022 年销售板块毛利率为 3.71%, 同比+0.61pct, 全年贡献毛利占比达 14.42%。炼油业务受国际原油价格上涨, 2022 年公司炼油单位加工成本为 215.37 元/吨, 同比增加 2.7%, 主要原因系燃料、动力价格上涨; 全年炼油业务毛利率为 22.58%, 同比-5.28pct。

图表 13: 公司成品油销售业务贡献毛利占比达 14%左右



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 14: 公司盈利能力持续稳健

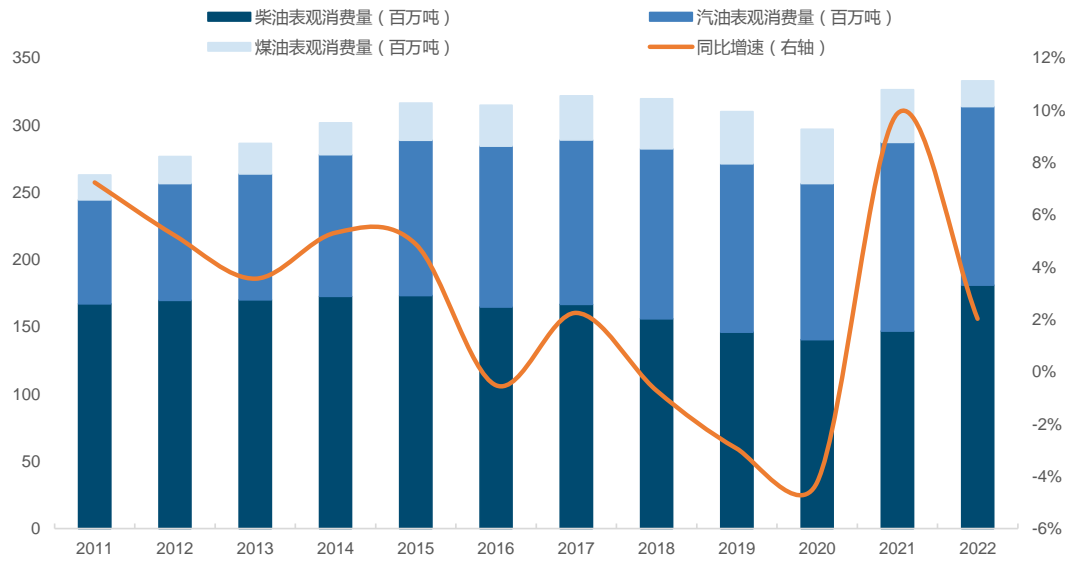


来源: 公司公告, 国金证券研究所

2022 年受到工程基建等行业拉动, 柴油需求复苏明显, 柴油表观消费量达到 1.81 亿吨, 同比增加 23.23%; 汽油需求略有乏力, 但仍维持稳定, 2022 年汽油表观消费量为 1.33 亿吨, 同比减少 5.4%。公司 2022 年原油加工量达 12.13 亿吨, 分别生产柴油/汽油/煤油 5,364.8/4,35.4/819.2 万吨, 分别同比增加 11.20%/减少 11.89%/减少 26.06%。2023 年公司计划加工原油 12.93 亿吨, 同比增加 6.63%。

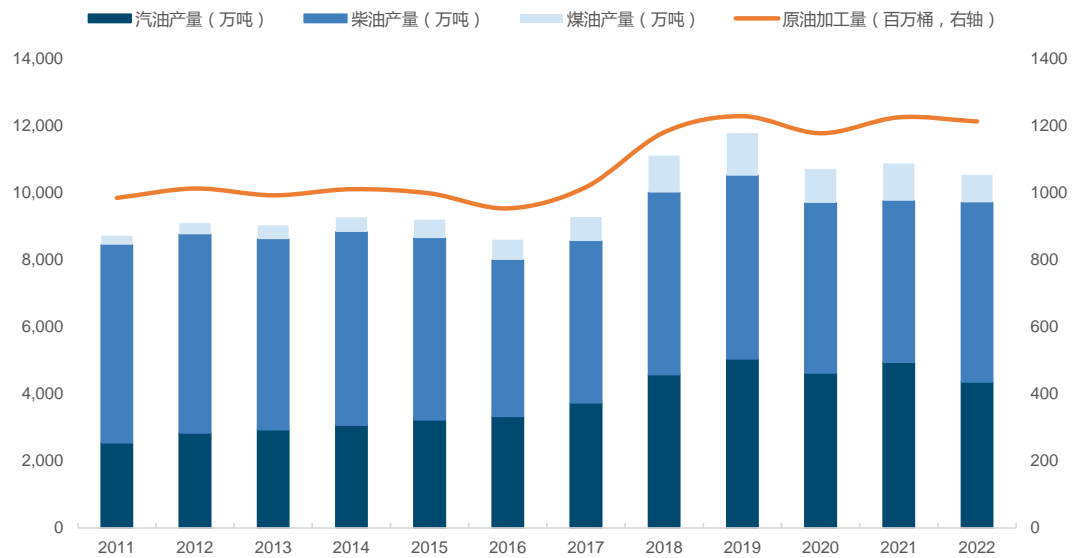


图表 15: 成品油需求逐渐复苏



来源: 公司公告, 国金证券研究所

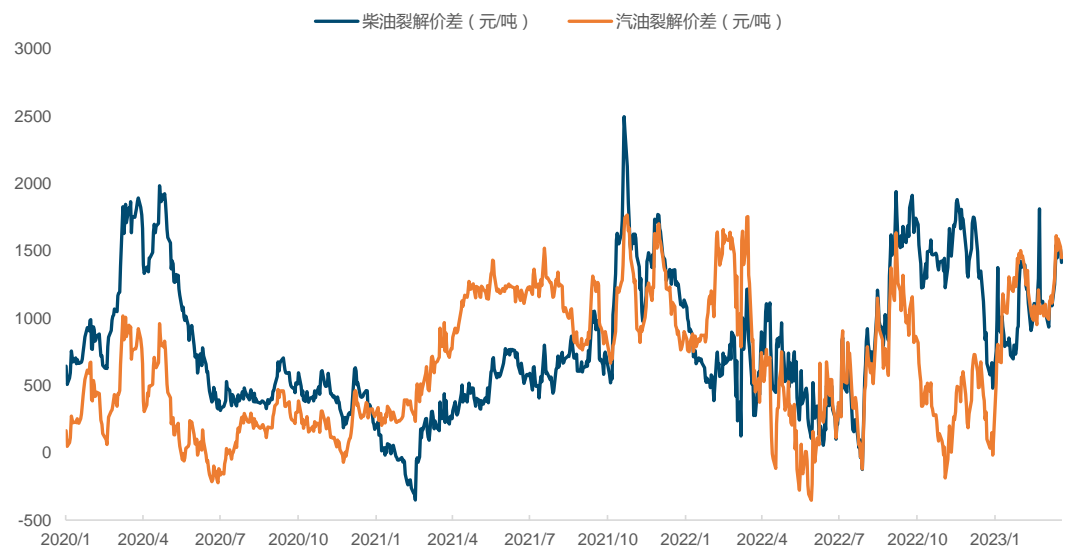
图表 16: 2022 年公司成品油产量同比减少 3.09%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2022 年汽柴油裂解价差持续修复, 2022 年第三季度柴油裂解价差走阔并维持高位震荡, 第四季度伴随原油价格下跌, 柴油裂解价差收窄; 汽油裂解价差全年波动幅度较大, 并在第三季度达到峰值。2023 年以来, 汽柴油裂解价格伴随原油价格回升以及终端需求平稳恢复, 汽柴油裂解价差持续修复, 公司炼油业务未来业绩有所支撑。

图表17: 国内汽柴油裂解价差持续修复

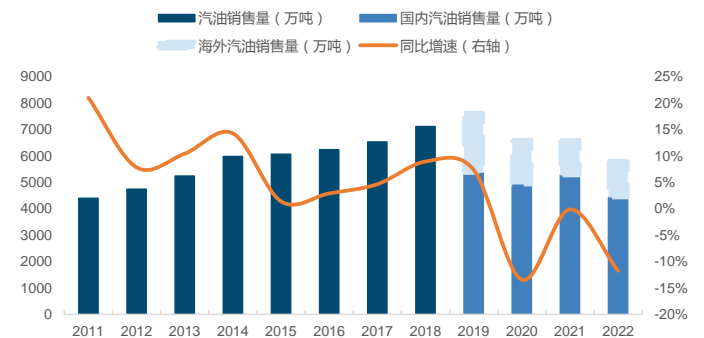
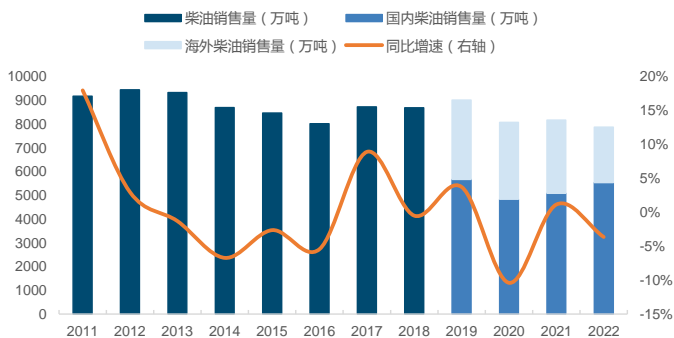


来源: Wind, 国金证券研究所

公司受疫情对终端需求的负面影响, 2022 年汽柴油销售量略有下滑, 全年柴油销售量为 78.76 百万吨, 同比减少 3.63%, 汽油销售量为 58.21 百万吨, 同比下降 11.78%。伴随经济逐步复苏以及疫情政策开放对终端需求的提振, 公司汽柴油销售或将有所修复。

图表18: 2022 年公司柴油销售量同比减少 3.63%

图表19: 2022 年公司汽油销售量同比减少 11.78%

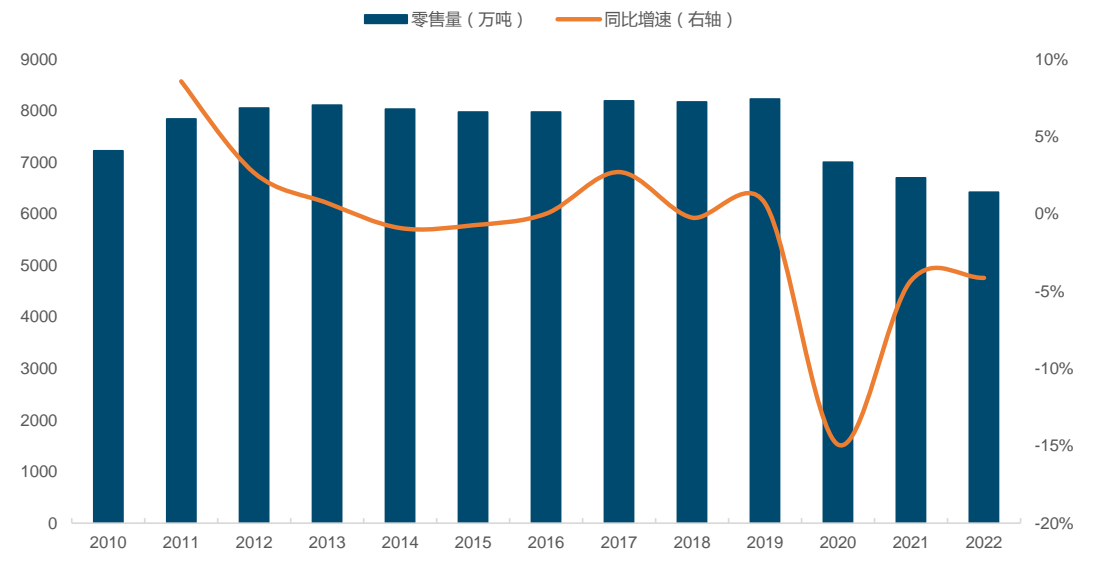


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

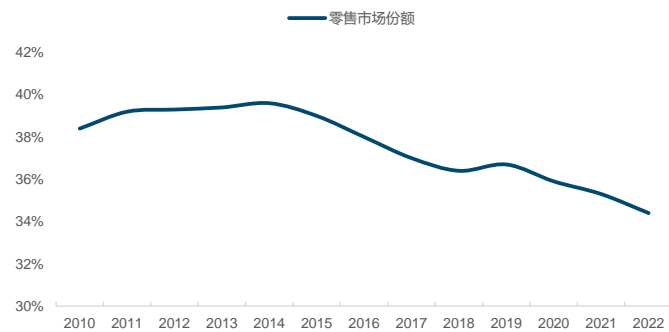
即使受到疫情对终端需求的负面影响, 2022 年公司成品油零售量仍然维持较为稳定, 全年成品油零售量为 64.22 百万吨, 同比减少 4.14%, 零售市场份额达 34.4%, 仍维持在较高水平。公司加油站数量从 2010 年的 17996 个增加至 2022 年的 22586 个。

图表20: 公司成品油零售量维持较为稳定



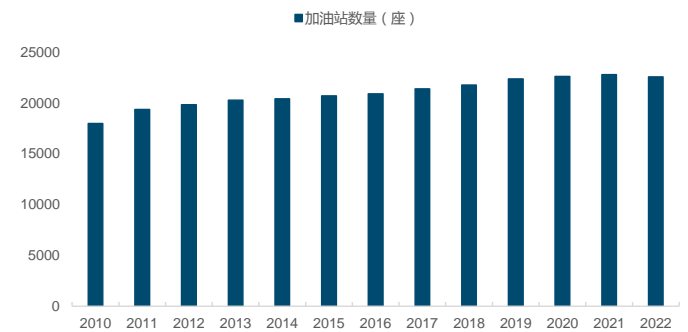
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表21: 成品油市场份额仍维持高位



来源: 公司公告, 国金证券研究所

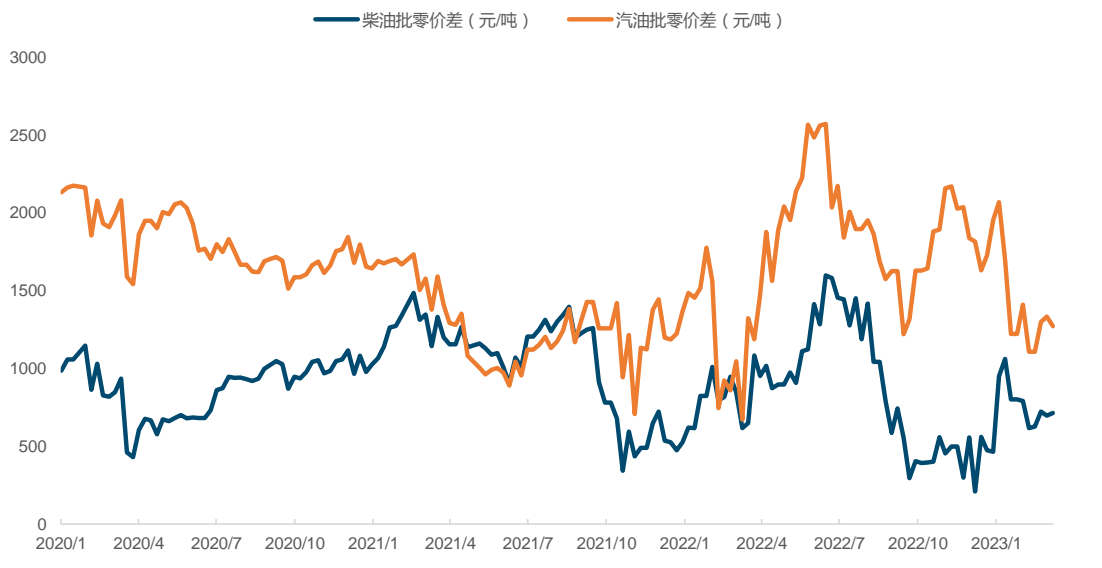
图表22: 公司加油站数量稳步上升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

汽柴油价差持续修复, 成品油销售业务盈利能力维持稳定。2022 年第三季度以来, 批发市场表现出“柴强汽弱”的态势, 柴油需求持续旺盛, 柴油批发价相对于汽油批发价上涨幅度较大, 柴油批零价差有所收窄。2022 年四季度至今, 柴油批零价差又呈现震荡上行趋势, 批零价差维持在较高水平, 截至 2023 年 3 月 10 日, 柴油批零价差为 714 元/吨; 汽油批零价差自二季度以来走高并在高位震荡, 2023 年初汽油批零价差呈现收窄趋势, 截至 2023 年 3 月 10 日, 汽油批零价差为 1,272 元/吨。受益于汽柴油价差持续修复, 公司成品油销售业务盈利能力维持稳定。

图表23: 汽柴批零价差持续修复



来源: Wind, 国金证券研究所

公司与卡塔尔、俄罗斯、美国等国家签订 LNG 长协, 截至 2022 年公司每年可以进口 8.4 百万吨 LNG, 在未来 2027 年, 一旦公司与俄罗斯、美国的新长协开始执行后, 进口量或将达到 11.38 百万吨/年。

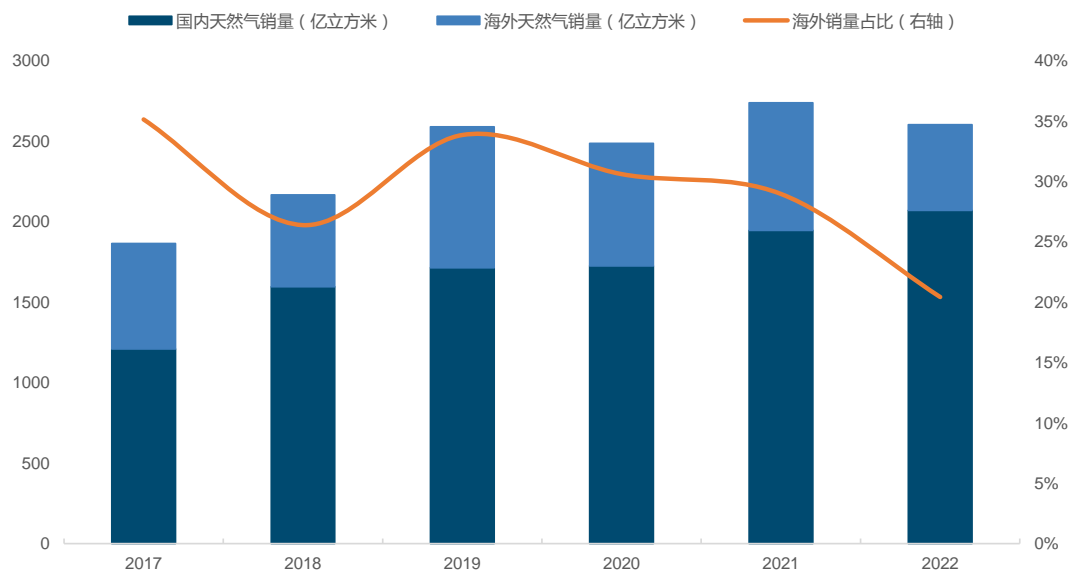
2021 年 5 月份起, 伴随欧洲天然气需求上涨, 亚洲天然气需求回暖, TTF、亚洲 LNG 价格与公司 LNG 长协价格的价差扭负为正, 并呈现走阔趋势, 2022 年公司 LNG 长协加权平均价格仅为 13.31 美元/百万英热, 而全年 TTF 均价约为 39 美元/百万英热, 东北亚 LNG 均价约为 34 美元/百万英热, 或存在一定的海外套利空间, 公司 LNG 海外贸易具备在价差合适的时机获取业绩弹性的能力。

图表24: 截至 2023 年公司 LNG 长协进口量为 8.4 百万吨/年

签订国家或签订公司	长协开始时间	长协结束时间	进口量(百万吨/年)
卡塔尔	2018 年 1 月	2040 年 1 月	3.4
俄罗斯	2018 年 1 月	2038 年 1 月	3
美国	2018 年 1 月	2043 年 1 月	1.2
Portfolio	2021 年 7 月	2026 年 7 月	0.8
截至 2023 年合计			8.4
俄罗斯	2024 年 2 月	2044 年 1 月	1.98
美国	2026 年 1 月	2050 年 12 月	1.8
截至 2027 年合计			11.38

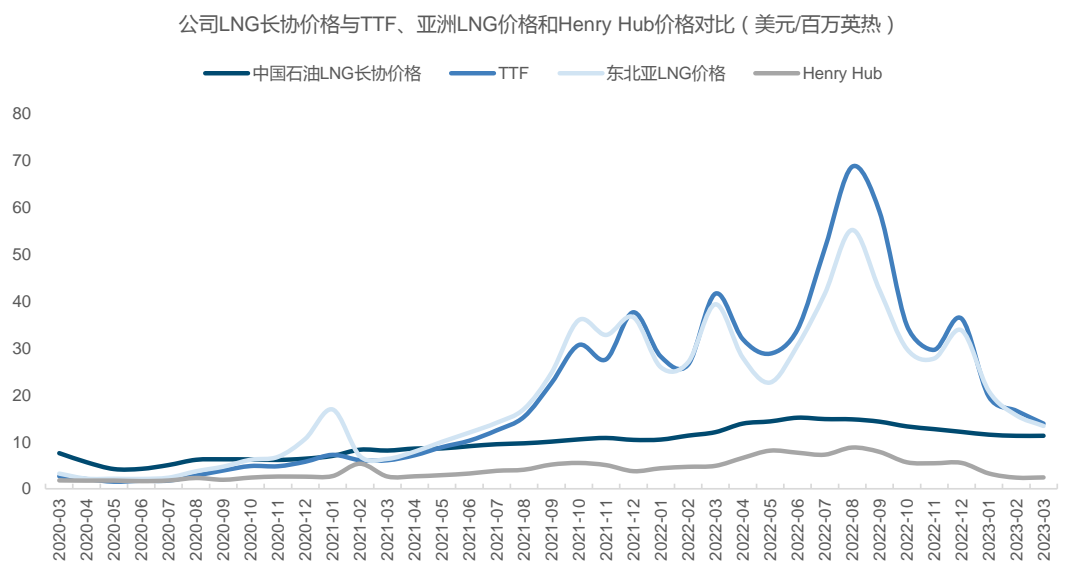
来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

图表25: 公司海外天然气销量维持较高水平



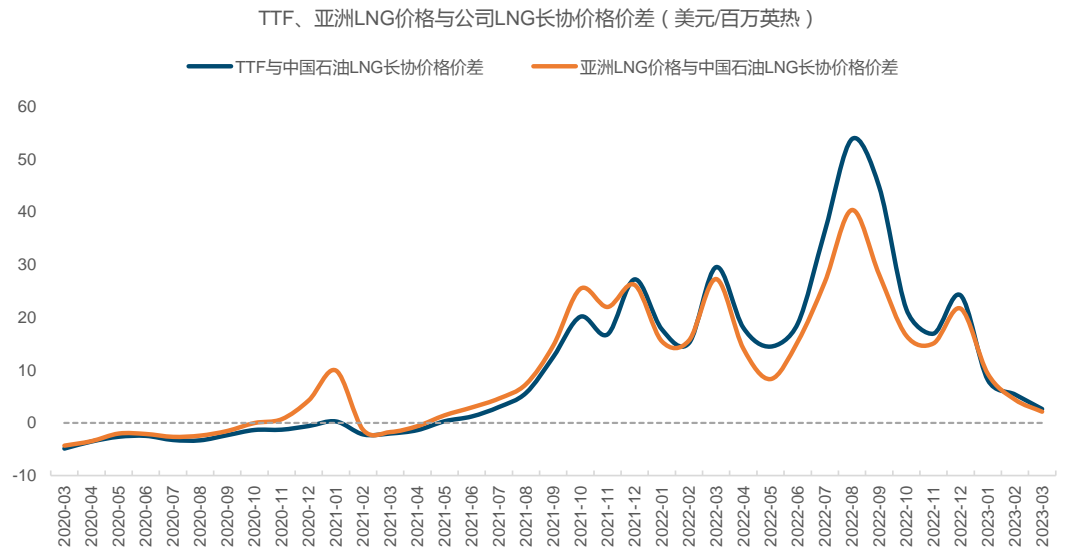
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表26: 2022年欧洲、东北亚LNG价格大幅上涨



来源: Rystad Energy, Wind, iFinD, 国金证券研究所

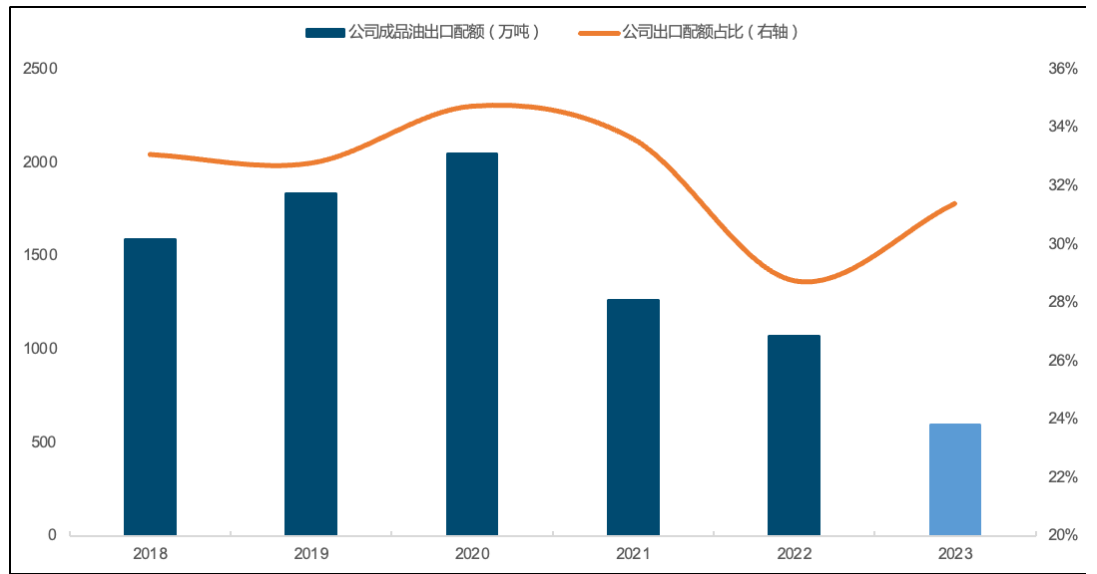
图表27: 公司 LNG 海外贸易存在获得业绩弹性可能性



来源: Rystad Energy, Wind, iFinD, 国金证券研究所

与此同时,成品油出口价格与国内批发价格差额上升,海外套利空间增大。2022年受国际原油价格飙升影响,成品油出口价与国内批发价价差扭负为正,存在较大海外套利空间。2022年石油成品油出口配额合计为1071万吨,受益于海外炼能退出,海外成品油裂解价差波动幅度有所增加,公司有望通过成品油海外套利获得业绩提振。

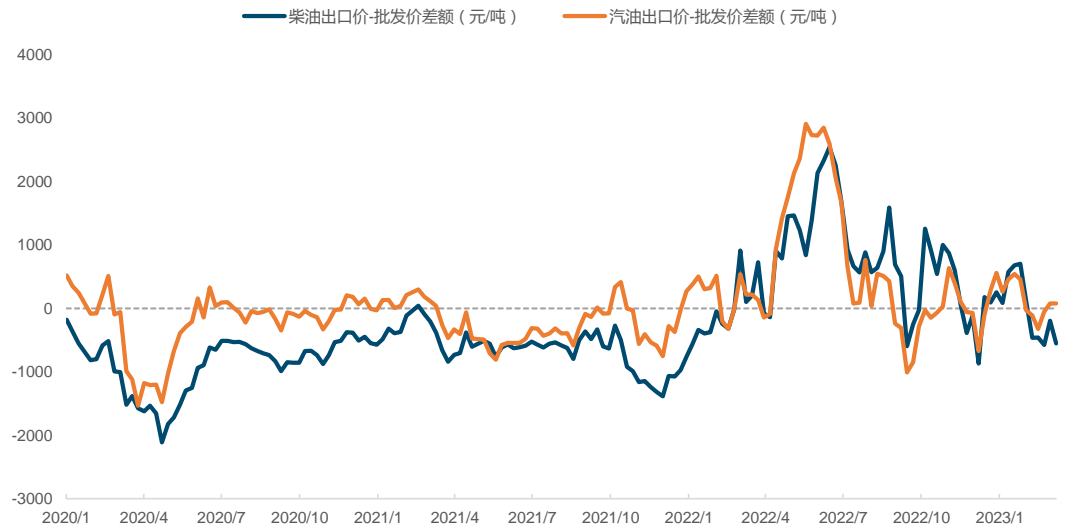
图表28: 公司成品油出口配额 (万吨)



来源: 商务部, 国金证券研究所

注: 截止2023年3月29日, 商务部2023年仅发放一批成品油出口配额

图表29: 汽柴油出口价-批发价差额有所修复



来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: 欧洲成品油裂解价差波动幅度有所增加



来源: Wind, 国金证券研究所

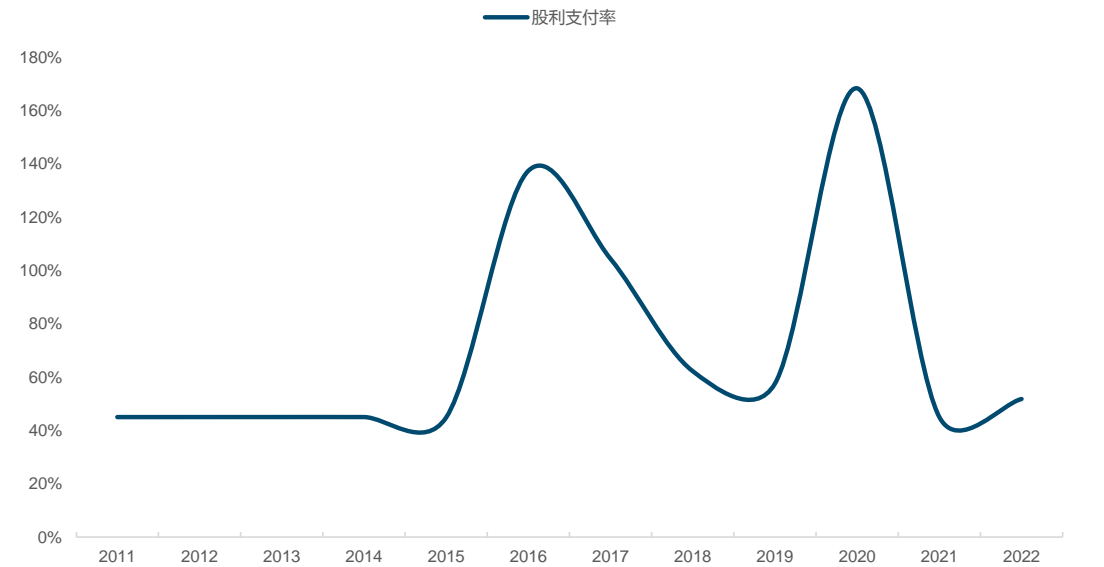
图表31：亚洲成品油裂解价差波动幅度有所增加



来源：Wind，国金证券研究所

公司坚持高股利政策，股东投资回报丰厚。公司 2022 年现金分红共计 773.41 亿元，公司股利支付率达 51.78%，同时公司股息率维持在较高水平，以 2022 年 12 月 31 日收盘价为基准计算，公司 2022 年股息率为 8.50%，含 2022 年末期现金股利每股 0.22 元和半年度现金股利每股 0.20 元，公司股东投资回报丰厚。

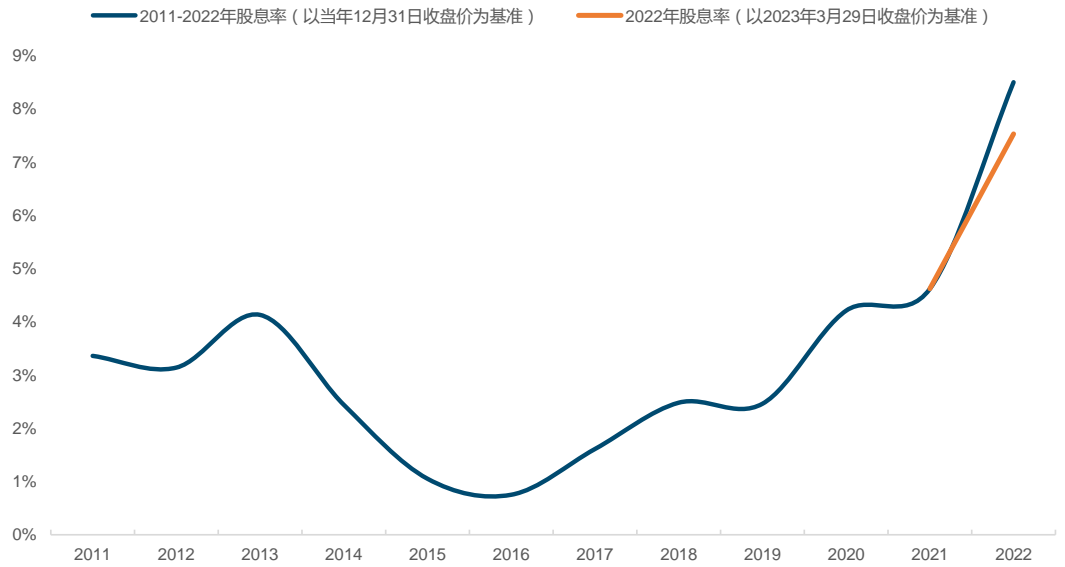
图表32：公司持续维持高股利支付率



来源：公司公告，国金证券研究所



图表33：公司持续维持高股息利率



来源：公司公告，国金证券研究所

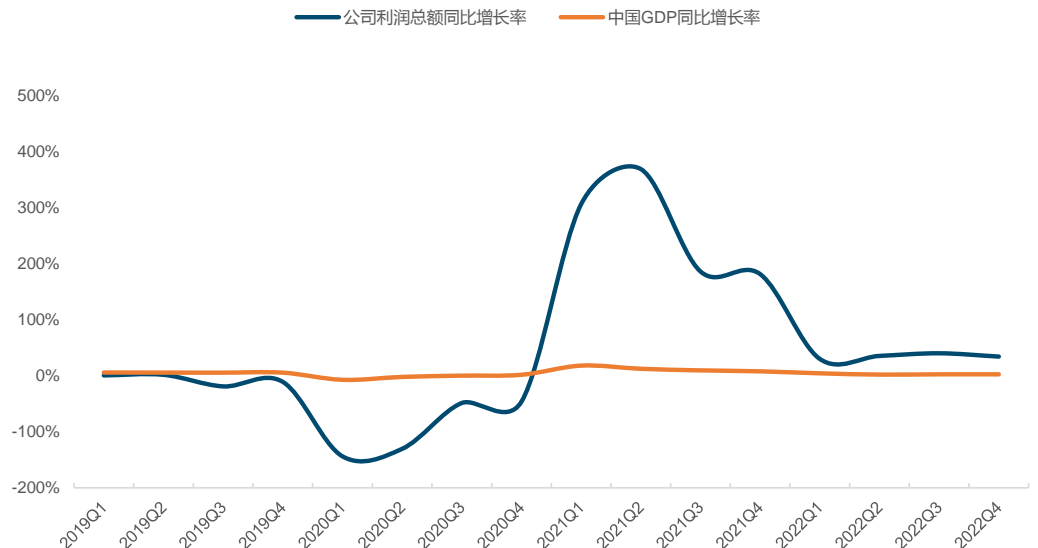
注：若以当前 2023 年 3 月 29 日收盘价计算，2022 年股息率为 7.53%。

## 2、央企高股息持续回报股东是公司核心竞争力

2023 年央企考核要求:一增一稳四提升。一增:利润总额增速高于全国 GDP 增速。一稳:资产负债率总体保持稳定。四提升:净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率进一步提升。

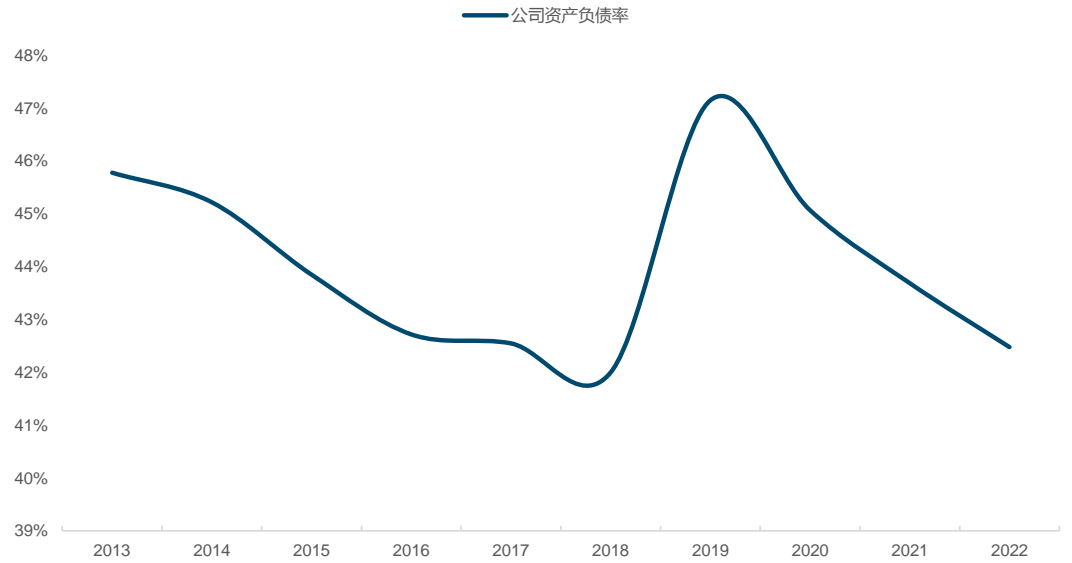
公司自 2021 年至今利润总额同比增长率始终高于全国 GDP 同比增长率，伴随成品油需求恢复叠加油价持续高位震荡，公司利润总额或在 2023 年依旧处于较高水平；公司资产负债率自 2019 年开始有所降低，2022 年公司资产负债率为 42.48%，同比-1.21pct；净资产收益率不断走高，2022 年公司净资产收益率为 11.35%，同比+3.95pct；2022 年公司全员劳动生产率为 52.09 万元/人，同比+14.83%；公司研发费用近四年保持增长，2022 年研发费用为 200.16 亿元，同比增加 19.65%，全年研发费用率为 0.62%，同比-0.02pct；公司营业现金比率维持稳定，2022 年营业现金比率为 12.16%，同比-0.90pct。伴随央企改革持续深化以及原油价格稳定的同时经济回暖带动的终端需求恢复，公司高股息持续回报股东的能力突出。

图表34：公司利润总额增速高于全国 GDP 增速



来源：公司公告，国金证券研究所

**图表35：公司资产负债率同比-1.21pct**



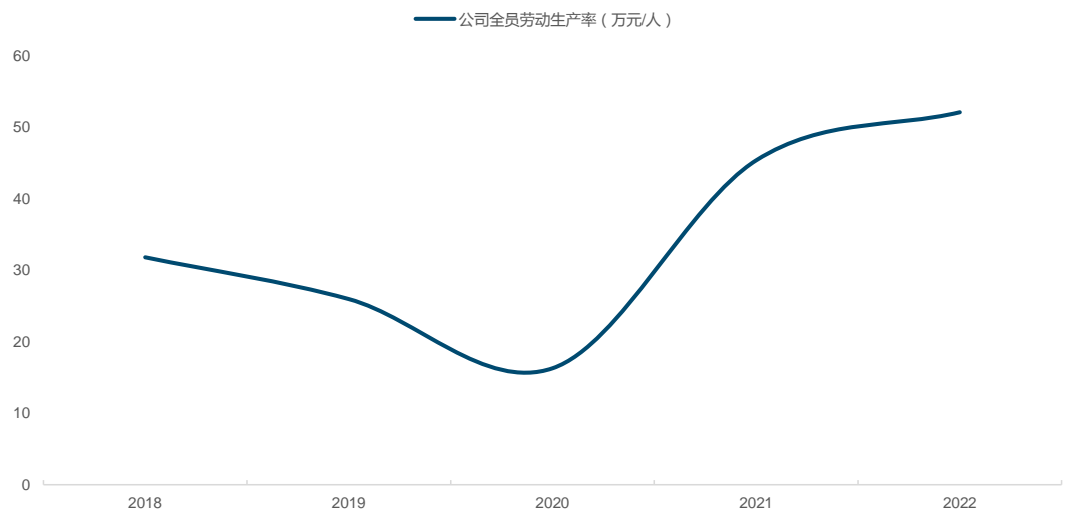
来源：公司公告，国金证券研究所

**图表36：公司净资产收益率同比+3.95pct**



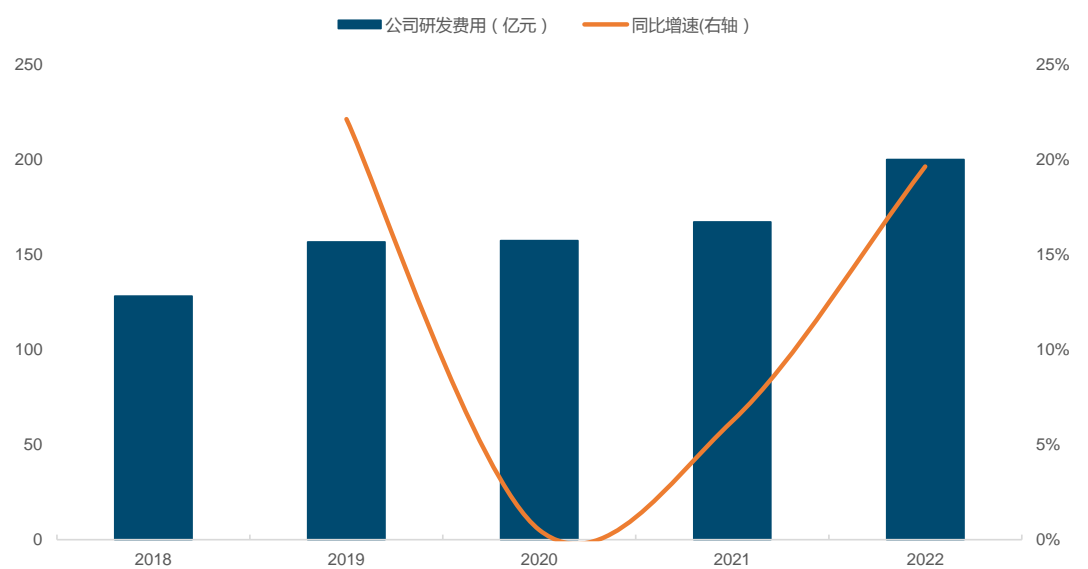
来源：公司公告，国金证券研究所

图表37: 公司全员劳动生产率同比增加 14.83%



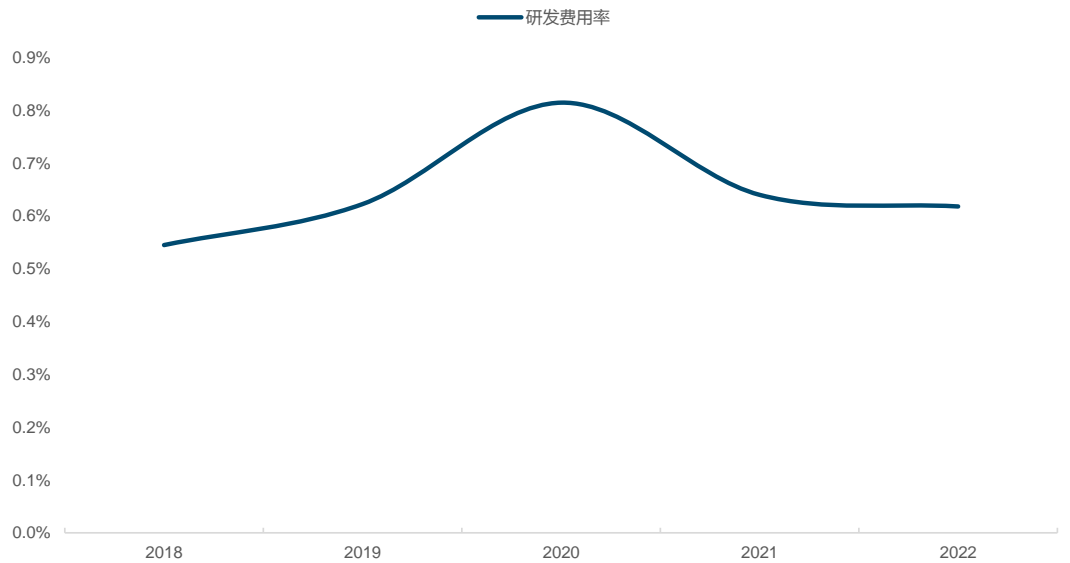
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表38: 公司研发费用同比增加 19.65%



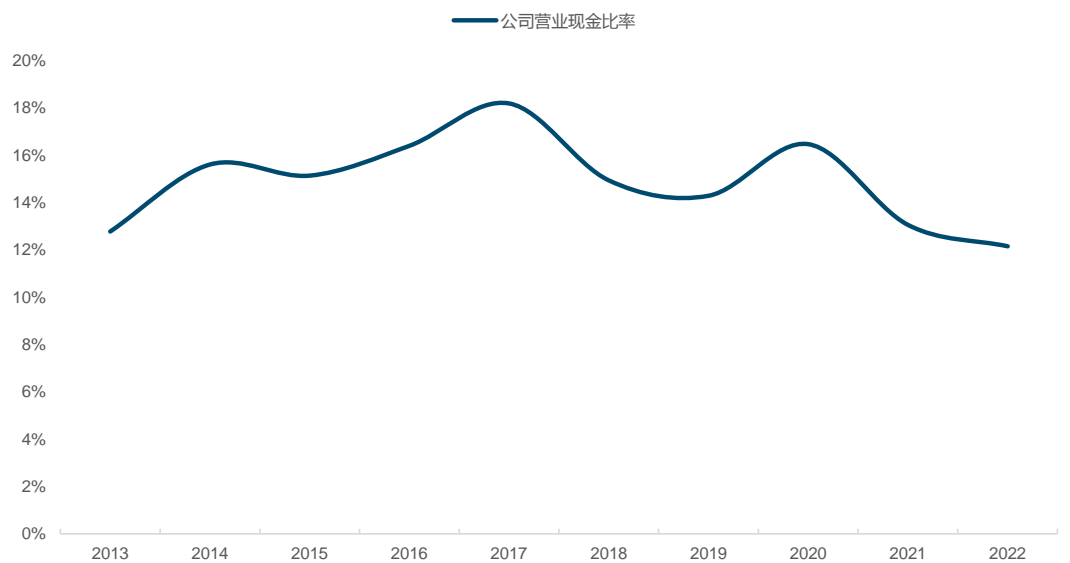
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表39：公司研发费用率同比-0.02pct



来源：公司公告，国金证券研究所

图表40：公司营业现金比率同比-0.9pct



来源：公司公告，国金证券研究所

### 3、风险提示

- 1 油气田投产进度不及预期:油气田从勘探到开采是一个漫长的过程，在此过程中可能会出现油气田投产时间延迟；
- 2 成品油价格放开风险:成品油价格假如放开，转变为由市场进行定价，汽油、柴油价格将存在频繁波动的风险，市场竞争加剧，中国石化和中国石油在成品油销售的垄断地位可能被撼动；
- 3 终端需求不景气风险:公司营业收入主要来自于销售成品油和石油石化产品。部分业务及相关产品具有周期性的特点，存在行业景气度下行风险；
- 4 三方数据误差影响:三方数据包含卫星数据及油轮定位等数据，数据误差包括与卫星定位直接有关的定位误差，以及与卫星信号传播和接收有关的系统误差；
- 5 海外经营风险:公司在多个国家经营，受到当地政治、法律及监管环境影响，可能出现经营状况不稳定或受到税收、进出口限制等情况；

6 汇率风险:全球原油价格主要由美元计价,公司也有部分资产在海外市场经营,但公司财报通常以人民币结算,如果人民币与美元汇率出现较大波动,或对公司业绩汇算产生影响。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,933,836</b>	<b>2,614,349</b>	<b>3,239,167</b>	<b>3,118,201</b>	<b>3,119,072</b>	<b>3,118,201</b>	货币资金	145,950	163,536	225,049	273,429	557,495	648,369
增长率		35.2%	23.9%	-3.7%	0.0%	0.0%	应收款项	87,235	100,188	122,253	108,475	108,505	108,475
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,546,604</b>	<b>-2,071,504</b>	<b>-2,527,935</b>	<b>-2,491,811</b>	<b>-2,491,811</b>	<b>-2,488,862</b>	存货	128,539	143,848	167,751	154,663	154,663	154,480
%销售收入	80.0%	79.2%	78.0%	79.9%	79.9%	79.8%	其他流动资产	125,043	73,266	98,814	102,337	102,337	102,316
<b>毛利</b>	<b>387,232</b>	<b>542,845</b>	<b>711,232</b>	<b>626,390</b>	<b>627,262</b>	<b>629,339</b>	流动资产	486,767	480,838	613,867	638,903	923,000	1,013,640
%销售收入	20.0%	20.8%	22.0%	20.1%	20.1%	20.2%	%总资产	19.6%	19.2%	23.0%	23.5%	33.0%	35.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-194,904</b>	<b>-226,664</b>	<b>-276,821</b>	<b>-268,165</b>	<b>-268,240</b>	<b>-268,165</b>	长期投资	251,608	267,060	270,621	267,621	264,621	261,621
%销售收入	10.1%	8.7%	8.5%	8.6%	8.6%	8.6%	固定资产	1,452,091	1,459,296	1,492,513	1,518,031	1,309,607	1,308,631
<b>销售费用</b>	<b>-71,476</b>	<b>-71,295</b>	<b>-68,352</b>	<b>-68,600</b>	<b>-68,620</b>	<b>-68,600</b>	%总资产	58.4%	58.3%	55.8%	55.7%	46.8%	45.3%
%销售收入	3.7%	2.7%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	无形资产	106,095	109,965	110,665	111,902	113,108	114,281
<b>管理费用</b>	<b>-55,315</b>	<b>-51,701</b>	<b>-50,523</b>	<b>-49,891</b>	<b>-49,905</b>	<b>-49,891</b>	非流动资产	2,001,633	2,021,695	2,059,884	2,084,626	1,875,379	1,873,534
%销售收入	2.9%	2.0%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	%总资产	80.4%	80.8%	77.0%	76.5%	67.0%	64.9%
<b>研发费用</b>	<b>-15,746</b>	<b>-16,729</b>	<b>-20,016</b>	<b>-20,268</b>	<b>-20,274</b>	<b>-20,268</b>	<b>资产总计</b>	<b>2,488,400</b>	<b>2,502,533</b>	<b>2,673,751</b>	<b>2,723,529</b>	<b>2,798,379</b>	<b>2,887,173</b>
%销售收入	0.8%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	短期借款	123,123	59,903	108,936	106,966	107,574	109,823
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>49,791</b>	<b>176,456</b>	<b>295,520</b>	<b>219,465</b>	<b>220,223</b>	<b>222,414</b>	应付款项	295,881	285,684	346,289	332,468	332,469	332,077
%销售收入	2.6%	6.7%	9.1%	7.0%	7.1%	7.1%	其他流动负债	186,414	172,571	169,038	173,507	175,991	178,518
<b>财务费用</b>	<b>-24,304</b>	<b>-17,043</b>	<b>-19,614</b>	<b>-20,429</b>	<b>-18,389</b>	<b>-13,896</b>	流动负债	605,418	518,158	624,263	612,941	616,033	620,417
%销售收入	1.3%	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	0.4%	长期贷款	160,140	198,005	169,630	159,630	149,630	139,630
<b>资产减值损失</b>	<b>-23,861</b>	<b>-27,964</b>	<b>-38,820</b>	<b>-14,437</b>	<b>-10,800</b>	<b>-10,797</b>	其他长期负债	355,957	377,246	341,755	325,959	318,183	320,320
公允价值变动收益	0	0	-2,464	0	0	0	负债	1,121,515	1,093,409	1,135,648	1,098,530	1,083,846	1,080,367
<b>投资收益</b>	<b>51,845</b>	<b>35,389</b>	<b>-11,140</b>	<b>15,000</b>	<b>15,000</b>	<b>15,000</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,215,421</b>	<b>1,263,815</b>	<b>1,369,576</b>	<b>1,441,473</b>	<b>1,516,006</b>	<b>1,593,279</b>
%税前利润	92.5%	22.4%	n.a	7.7%	7.4%	7.2%	其中：股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
<b>营业利润</b>	<b>64,783</b>	<b>182,180</b>	<b>242,564</b>	<b>220,599</b>	<b>227,034</b>	<b>233,721</b>	未分配利润	722,939	766,955	848,558	920,455	994,988	1,072,261
营业利润率	3.3%	7.0%	7.5%	7.1%	7.3%	7.5%	少数股东权益	151,464	145,309	168,527	183,527	198,527	213,527
<b>营业外收支</b>	<b>-8,714</b>	<b>-23,986</b>	<b>-29,292</b>	<b>-25,000</b>	<b>-25,000</b>	<b>-25,000</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,488,400</b>	<b>2,502,533</b>	<b>2,673,751</b>	<b>2,723,529</b>	<b>2,798,379</b>	<b>2,887,173</b>
<b>税前利润</b>	<b>56,069</b>	<b>158,194</b>	<b>213,272</b>	<b>195,599</b>	<b>202,034</b>	<b>208,721</b>							
利润率	2.9%	6.1%	6.6%	6.3%	6.5%	6.7%							
<b>所得税</b>	<b>-22,588</b>	<b>-43,507</b>	<b>-49,295</b>	<b>-49,878</b>	<b>-51,519</b>	<b>-53,224</b>							
所得税率	40.3%	27.5%	23.1%	25.5%	25.5%	25.5%							
<b>净利润</b>	<b>33,481</b>	<b>114,687</b>	<b>163,977</b>	<b>145,721</b>	<b>150,515</b>	<b>155,497</b>							
少数股东损益	14,479	22,526	14,602	15,000	15,000	15,000							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>19,002</b>	<b>92,161</b>	<b>149,375</b>	<b>130,721</b>	<b>135,515</b>	<b>140,497</b>							
净利率	1.0%	3.5%	4.6%	4.2%	4.3%	4.5%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	<b>33,481</b>	<b>114,687</b>	<b>163,977</b>	<b>145,721</b>	<b>150,515</b>	<b>155,497</b>	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	14,479	22,526	14,602	15,000	15,000	15,000	每股收益	0.104	0.504	0.816	0.714	0.740	0.768
<b>非现金支出</b>	<b>222,372</b>	<b>232,707</b>	<b>252,880</b>	<b>230,778</b>	<b>243,708</b>	<b>260,313</b>	每股净资产	6.641	6.905	7.483	7.876	8.283	8.705
非经营收益	-28,340	-18,346	53,465	34,518	35,781	35,088	每股经营现金净流	1.635	1.647	2.155	2.259	2.363	2.476
营运资金变动	71,716	-27,617	-75,948	2,357	2,491	2,335	每股股利	0.170	0.230	0.423	0.321	0.333	0.345
<b>经营活动现金净流</b>	<b>299,229</b>	<b>301,431</b>	<b>394,374</b>	<b>413,374</b>	<b>432,494</b>	<b>453,233</b>	<b>回报率</b>						
资本开支	-255,458	-261,783	-243,023	-272,883	-55,460	-279,471	净资产收益率	1.56%	7.29%	10.91%	9.07%	8.94%	8.82%
投资	66,162	33,641	-3,689	0	0	0	总资产收益率	0.76%	3.68%	5.59%	4.80%	4.84%	4.87%
其他	7,310	15,110	13,741	15,000	15,000	15,000	投入资本收益率	1.69%	7.18%	12.02%	8.36%	8.10%	7.85%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-181,986</b>	<b>-213,032</b>	<b>-232,971</b>	<b>-257,883</b>	<b>-40,460</b>	<b>-264,471</b>	<b>增长率</b>						
股权募资	613	673	529	0	0	0	主营业务收入增长率	-23.16%	35.19%	23.90%	-3.73%	0.03%	-0.03%
债权募资	-28,170	-26,342	-24,981	-21,970	-19,392	-7,750	EBIT增长率	-63.38%	254.39%	67.48%	-25.74%	0.35%	0.99%
其他	-71,838	-82,233	-89,261	-84,343	-87,763	-89,312	净利润增长率	-58.40%	385.01%	62.08%	-12.49%	3.67%	3.68%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-99,395</b>	<b>-107,902</b>	<b>-113,713</b>	<b>-106,313</b>	<b>-107,155</b>	<b>-97,061</b>	总资产增长率	-8.96%	0.57%	6.84%	1.86%	2.75%	3.17%
<b>现金净流量</b>	<b>12,881</b>	<b>-21,811</b>	<b>55,007</b>	<b>49,178</b>	<b>284,879</b>	<b>91,701</b>	<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	11.0	7.6	7.3	7.5	7.5	7.5
							存货周转天数	36.6	24.0	22.5	23.0	23.0	23.0
							应付账款周转天数	56.7	40.3	38.0	40.0	40.0	40.0
							固定资产周转天数	232.1	172.5	146.0	152.8	126.1	123.4
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	16.72%	13.03%	5.29%	0.68%	-17.06%	-21.64%
							EBIT利息保障倍数	2.0	10.4	15.1	10.7	12.0	16.0
							资产负债率	45.07%	43.69%	42.47%	40.33%	38.73%	37.42%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-12-10	买入	5.14	6.56~6.56

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402