

高分红石化龙头，国改背景下迎来价值重估

中国石化(600028)

事件概述:

2023年3月27日，公司发布2022年年度报告。2022年公司实现营业收入3.32万亿元，同比+21.06%；实现归母净利润663.02亿元，同比-6.89%。

2023年4月12日，据公司官网，中国石化与卡塔尔能源公司在卡塔尔首都多哈签署北部气田扩能项目(NFE)参股协议，卡塔尔能源公司将向中国石化转让北部气田扩能项目1.25%的股份。建成投产后卡塔尔LNG年出口能力从现在的7700万吨提升至1.1亿吨。

分析判断:

► 石油炼化绝对龙头，高分红的现金牛

公司作为国内石油炼化龙头，炼油能力中国第一位、是中国最大的成品油供应商、乙烯生产能力排名中国第一、同时公司也是世界第一大炼油公司、第二大化工公司，加油站总数位居世界第二。截至2022年底，公司拥有原油探明储量19.62亿桶，其中已开发储量17.66亿桶；天然气探明储量8.81万亿立方英尺，已开发储量7.14万亿立方英尺。2022年，国际原油价格上涨，拉升石化产品价格，从而带动公司营业收入增长。公司实现营业收入33182亿元，同比+21.1%；但高油价对公司其他板块业绩拖累，从而利润水平有所下降，实现归母净利润663亿元，同比-6.9%。2016年以来，公司股利支付率均超过50%，2022年已现金分红总额约438亿元，股利支付率达64.48%，全年股利每股人民币0.355元(含税)。2011年以来公司股息率常年保持在3%以上，在2011年达到历史最高11%；2022年股息率为3.67%。

► 油价进入复苏阶段，四大板块盈利可期

据ifind和公司公告数据，2022年，国际原油价格先扬后抑，宽幅震荡，普氏布伦特原油现货价格全年平均为101.2美元/桶，同比上涨43.1%。2023年SVB事件之后，在美联储加息放缓预期和原油供给收缩的刺激下，油价温和上涨，我们认为，随着2023年我国经济逐渐复苏，将推升石油和炼化产品需求，在国际原油供给收缩的形势下，原油价格中枢有望回到80-85美元/桶，进而公司利润率有望逐渐恢复。

► 加快低碳项目布局，推动产品转型升级

近年来，公司不断加快能源低碳转型步伐，推动天然气产供储销协同发展，积极布局氢能业务。据公司公告和世纪新能源，截至2022年底，中国石化已累计建成9座燃料电池氢供应中心，提供燃料电池用的高纯度氢气，能力达到1.9万标立/时

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	6.32
股票代码:	600028
52周最高价/最低价:	6.47/4.02
总市值(亿)	7,577.45
自由流通市值(亿)	7,577.45
自由流通股数(百万)	119,896.41



分析师: 杨伟

邮箱: yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话:

相关研究

(折合约 1.65 万吨/年)；累计建成加氢站 98 座，合计加氢能力约 45 吨/天，位居全球首位。公司近期发布的定增项目预案)和卡塔尔合作项目将为公司提供 8.1 亿方+1.1 亿吨 LNG、10000Nm³/h 氢气、5 万吨 POE 和 10 万吨 EVA 的年产能。我们认为，募投项目的实施有助于提升公司高端聚烯烃等高附加值材料产业链水平，有助于公司积极向清洁能源、高附加值材料领域转型，实现高质量发展和进口替代。

投资建议

2022 年国际原油价格高企，公司除勘探和开发板块外业绩均有所承压，我们预计未来随着原油价格中枢回到 80-85 美元/桶，公司盈利有望改善，2023-2025 年公司收入分别为 33912.56/34815.89/35775.55 亿元，归母净利润分别为 708.94 /763.02/809.88 亿元，EPS 分别为 0.59/0.64/0.68 元。对应 2023 年 4 月 24 日收盘价 6.32 元，PE 分别为 11/10/9 倍。我们认为，公司作为国内炼化一体龙头公司，在原油供需格局优化和国内需求复苏的预期下，公司国内传统板块业绩有望回暖；在“双碳”和“一带一路”背景下，产品中高端转型和增量出口将为公司注入新的发展动能；同时，在央企国企改革背景下，公司将加快提质增效，实现盈利水平和估值持续修复，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

原油价格波动风险、行业周期变化的风险、环保法规要求的变更导致的风险、募投项目投产不及预期、境外业务拓展和经营风险，拟定增项目不确定性。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,740,884	3,318,168	3,391,256	3,481,589	3,577,555
YoY (%)	30.2%	21.1%	2.2%	2.7%	2.8%
归母净利润(百万元)	71,208	66,302	70,894	76,302	80,988
YoY (%)	114.0%	-6.9%	6.9%	7.6%	6.1%
毛利率 (%)	19.1%	15.0%	16.4%	16.8%	17.4%
每股收益 (元)	0.59	0.55	0.59	0.64	0.68
ROE	9.2%	8.4%	8.3%	8.2%	8.0%
市盈率	10.75	11.53	10.69	9.93	9.36

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 石油炼化绝对龙头企业，高分红的现金牛	4
2. 原油价格复苏，四大板块盈利回升可期	7
2.1. 供需格局好转，油价有望回到合理中枢	7
2.2. 受益油价反弹，四大板块营收扩大	8
3. 持续加快低碳转型，推动业务中高端化	12
4. 盈利预测与投资建议	13
4.1. 盈利预测	13
4.2. 可比公司估值	14
4.3. 投资建议	15
5. 风险提示	15

图表目录

图 1 公司历年营业收入（亿元；%）	4
图 2 公司历年归母净利润（亿元；%）	4
图 3 公司各项费用率（%）	5
图 4 销售毛利率和净利率（%）	5
图 5 ROE 和 ROIC（%）	5
图 6 经营活动净现金流和营业现金比率（亿元；%）	5
图 7 分行业销售收入（亿元；%）	6
图 8 分行业毛利润（亿元；%）	6
图 9 公司历年研发费用（亿元；%）	6
图 10 公司历年研发人员数量和占比（人；%）	6
图 11 公司历年研发费用（亿元；%）	7
图 12 公司历年股息率（%）	7
图 13 布油现货价格和联邦基金利率（美元/桶；%）	7
图 14 库欣原油库存（百万桶）	8
图 15 美国战略石油储备（百万桶）	8
图 16 勘探及开发板块收入（亿元；%）	8
图 17 勘探及开发板块毛利润和毛利率（亿元；%）	8
图 18 勘探各产品销售量（万吨；亿立方米）	9
图 19 勘探各产品销售均价（元/吨；元/千立方米）	9
图 20 汽柴油价格和布油现货价（元/吨；美元/桶）	9
图 21 航空煤油和布油现货价（元/吨；美元/桶）	9
图 22 炼油板块销售收入（亿元；%）	10
图 23 炼油板块毛利润和毛利率（亿元；%）	10
图 24 炼油各产品销售量（万吨）	10
图 25 炼油各产品销售实现均价（元/吨）	10
图 26 营销及分销板块收入（亿元；%）	11
图 27 营销及分销板块毛利润和毛利率（亿元；%）	11
图 28 化工板块收入（亿元；%）	11
图 29 化工板块毛利润和毛利率（亿元；%）	11
图 30 化工各产品销售量（万吨）	12
图 31 化工各产品销售实现均价（元/吨）	12
表 1 公司 2023 年募投项目	12
表 2 收入拆分（分产品）	13
表 3 可比公司估值表	14

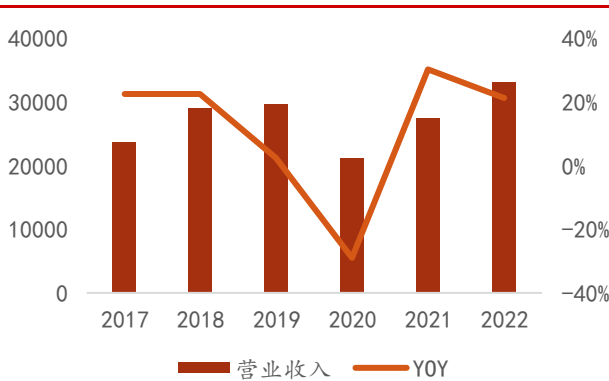
1. 石油炼化绝对龙头企业，高分红的现金牛

中国石油化工股份有限公司（以下简称中国石化）是中国最大的一体化能源化工公司之一，主要从事石油与天然气勘探开采、炼制、石油化工、煤化工、化纤及其他化工产品的生产与销售。公司是上、中、下游一体化的大型能源化工公司，具有较强的整体规模实力，炼油能力排名中国第一位，是中国最大的成品油供应商；乙烯生产能力排名中国第一位，构建了比较完善的化工产品营销网络。同时公司也是世界第一大炼油公司、第二大化工公司，加油站总数位居世界第二。目前公司总股本为1198.96亿股，其中境内人民币普通股951.15亿股（A股），占总股本的79.33%；海外上市外资股247.81亿股（H股），占总股本的20.67%。

截至2022年底，公司拥有原油探明储量19.62亿桶，其中已开发储量17.66亿桶；天然气探明储量8.81万亿立方英尺，已开发储量7.14万亿立方英尺。2022年公司共实现原油产量2.81亿万桶，天然气产量1.25万亿立方英尺；炼化方面，实现原油加工量2.42亿吨，汽油产量0.59亿吨，柴油产量0.63亿吨，煤油产量0.18亿吨，化工轻油产量0.43亿吨；化工品方面，实现乙烯产量1343.7万吨、合成树脂产量1854.4万吨，合成纤维产量111.2万吨，合成橡胶产量128.4万吨。

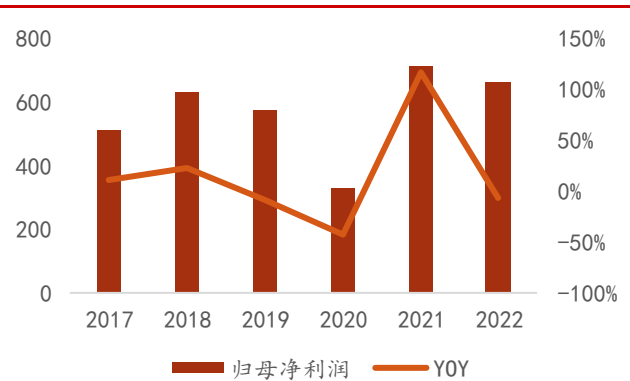
2022年，国际原油价格上涨，拉升石化产品价格，从而带动公司营业收入增长。公司实现营业收入33182亿元，同比+21.1%；实现归母净利润663亿元，同比-6.9%。

图1 公司历年营业收入（亿元；%）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

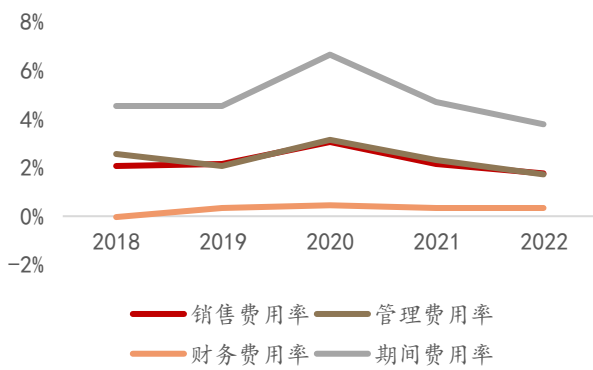
图2 公司历年归母净利润（亿元；%）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

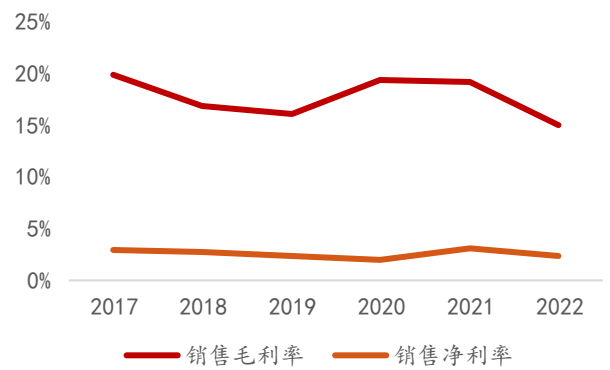
在原材料成本上涨的形势下，公司积极通过控制各项费用率实现成本优化，2022年公司期间费用率为3.79%，同比-0.93pct。具体来看，销售费用/管理费用/财务费用分别为1.77%/1.72%/0.30%，分别同比-0.35/-0.56/-0.03pct。受原油价格上涨和下游需求减弱的双重冲击，公司利润率略有下滑，2022年销售毛利率和销售净利率分别为15.03%、2.28%，同比-4.10、-0.82pct。2022年，公司ROE和ROIC分别为8.50%、6.65%，同比-0.85、-0.99pct。

图 3 公司各项费用率 (%)



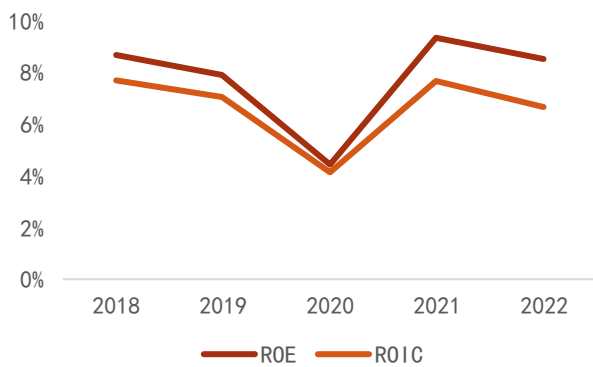
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 4 销售毛利率和净利率 (%)



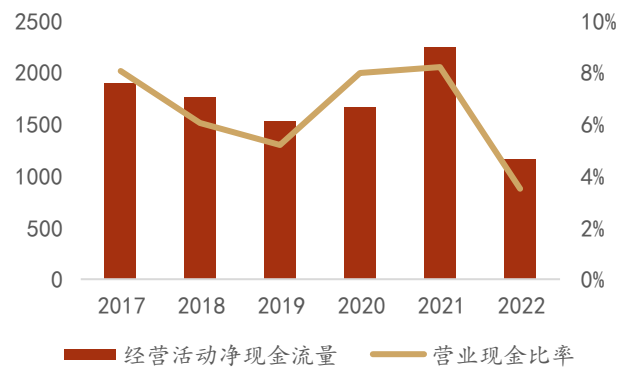
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 5 ROE 和 ROIC (%)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

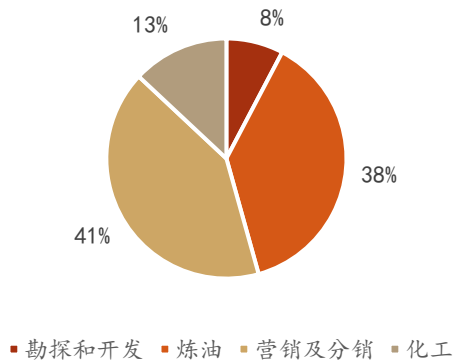
图 6 经营活动净现金流和营业现金比率 (亿元; %)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

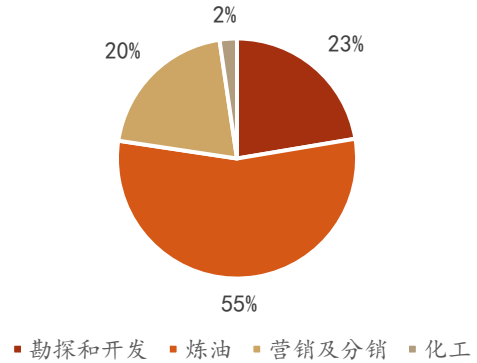
分行业来看，2022 年公司四大板块营销及分销/炼油/化工/勘探和开发分别实现销售收入 17139/15751/5402/3194 亿元，其中营销和炼油占比最大，合计占比为 79%；分别实现毛利润 936/3239/385/437 亿元，炼油为公司盈利最大的板块，占比达 65%。

图 7 分行业销售收入 (亿元; %)



资料来源: 公司公告、华西证券研究所

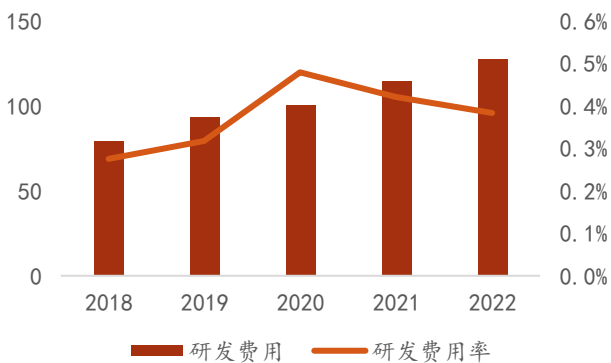
图 8 分行业毛利润 (亿元; %)



资料来源: 公司公告、华西证券研究所

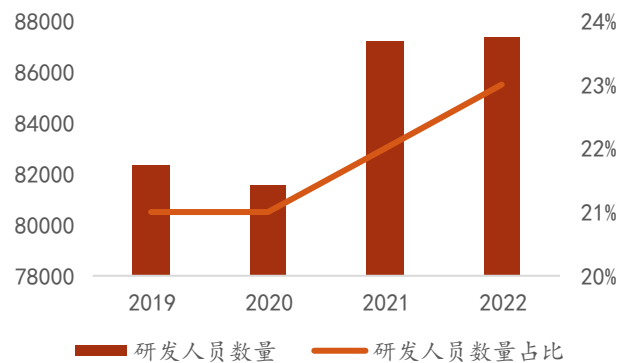
近年来, 公司不断加大科技研发投入力度, 2022 年研发费用再上新台阶, 为 128 亿元, 同比+11.25%; 同时公司也积极提升研发人员数量占比, 2022 年研发人员数量为 87368 人, 占全体员工比例达 23%。在高研发费用的加持下, 境内外专利授权数量再创新高, 专利综合优势继续位居央企前列。2022 年公司获得境内外专利授权 6289 件, 国内累计专利总数达 41324 个。

图 9 公司历年研发费用 (亿元; %)



资料来源: 公司公告、华西证券研究所

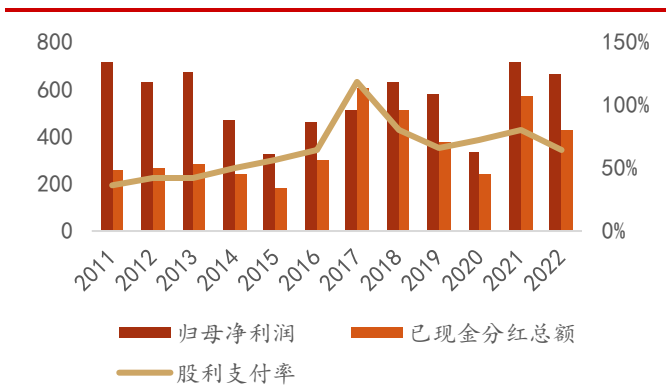
图 10 公司历年研发人员数量和占比 (人; %)



资料来源: 公司公告、华西证券研究所

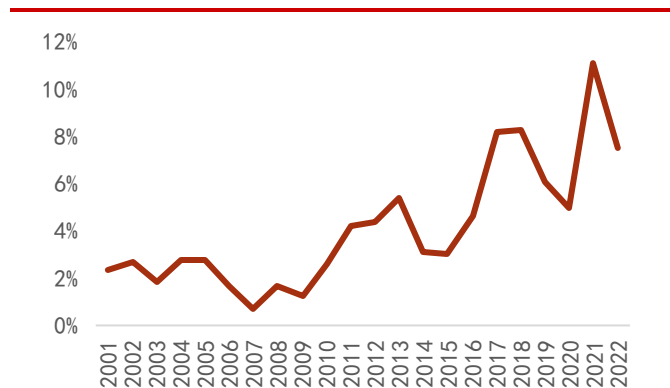
公司拥有较强的盈利能力, 并通过高股利回馈股东。2016 年以来, 公司股利支付率一直保持在 50% 以上, 其中 2017 年股利支付率超过 118%。2022 年已现金分红总额约 438 亿元, 股利支付率达 64.48%, 全年股利每股人民币 0.355 元 (含税)。2011 年以来股息率保持在 3% 以上, 其中 2021 年股息率超过 11%, 2022 年股息率为 7.51%。

图 11 公司历年研发费用 (亿元; %)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 12 公司历年股息率 (%)



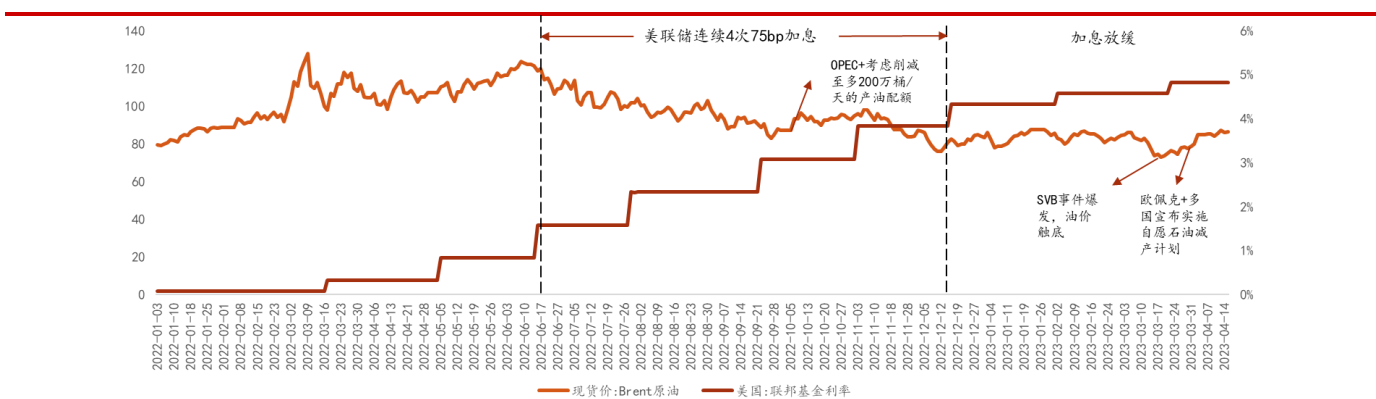
资料来源：公司公告、华西证券研究所

2. 原油价格复苏，四大板块盈利回升可期

2.1. 供需格局好转，油价有望回到合理中枢

据 ifind 和公司公告数据，2022 年，国际原油价格先扬后抑，宽幅震荡，普氏布伦特原油期货价格全年平均为 101.2 美元/桶，同比上涨 43.1%。2022 年中以来，伴随美联储激进的加息政策和市场对全球尤其是欧美经济可能陷入衰退的忧虑增大等多因素共同催化，布油价格呈震荡下行态势。2023 年以来，SVB 事件爆发后，布油价格于 2023 年 3 月 20 日达到年内最低点 72.77 美元/桶，之后在 FDIC 救市行为和 OPEC+ 多国宣布实施自愿石油减产计划（超 100 万桶/天）刺激下回暖。

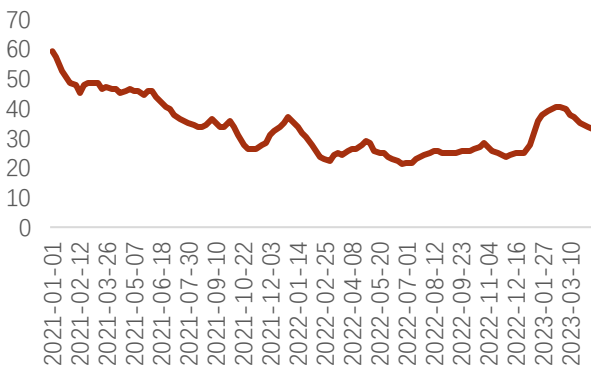
图 13 布油现货价格和联邦基金利率 (美元/桶; %)



资料来源：ifind，华西证券研究所

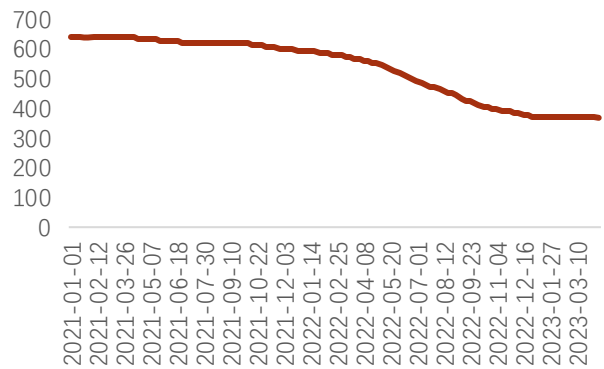
从库存来看，2023 年库欣原油库存有所上升，但较 2021 年同期仍处于较低水平，且美国战略石油储备一直处于下跌态势，存在相当补库存需求。我们认为，当前石油价格已到中期底部区间，随着 2023 年我国经济逐渐复苏，将推升石油和炼化产品需求，在国际原油供给收缩的形势下，原油价格中枢有望回到 80-85 美元/桶，进而拉动国内炼化企业盈利水平。

图 14 库欣原油库存（百万桶）



资料来源：ifind、华西证券研究所

图 15 美国战略石油储备（百万桶）

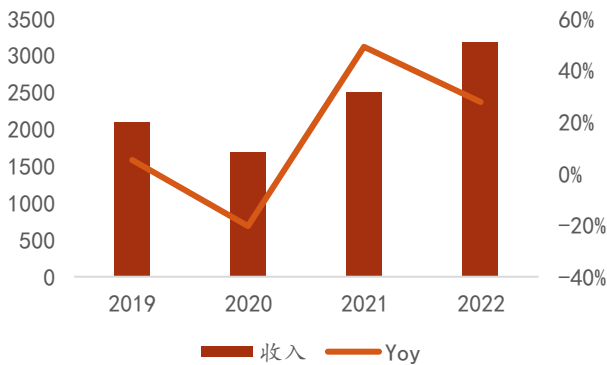


资料来源：ifind、华西证券研究所

2.2. 受益油价反弹，四大板块营收扩大

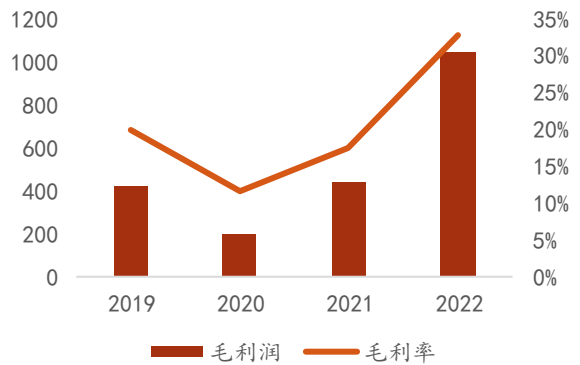
勘探及开发板块，2020 年以来，随着国际油价逐渐回暖，公司勘探及开发板块销售收入持续上涨，2022 年公司抓住高油价机遇，全力推进油气增储上产，加强成本控制，优化天然气全产业链市场运行，境内油气储量替代率 165%，实现量价齐升，盈利创近十年新高。2022 年该板块销售收入为 3194 亿元，同比+27.8%；成本端受油气资产折耗率降低影响，实现毛利润 1046 亿元，毛利率达 32.7%，同比+15.27pct。

图 16 勘探及开发板块收入（亿元；%）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

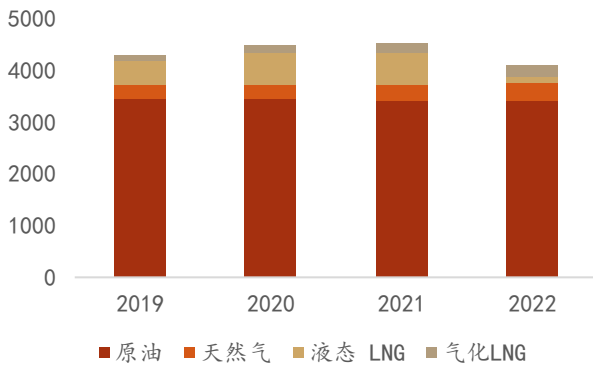
图 17 勘探及开发板块毛利润和毛利率（亿元；%）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

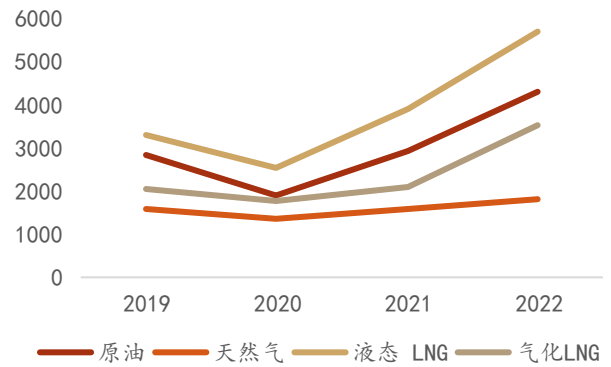
具体来看，勘探及开发板块销售原油 3428 万吨，同比+0.6%；天然气 319 亿立方米，同比+3.3%；气化 LNG 215 亿立方米，同比+12.5%；液态 LNG 142 万吨，同比-77.0%。原油平均实现销售价格为人民币 4312 元/吨，同比+47.1%；天然气平均实现销售价格为人民币 1816 元/千立方米，同比+13.1%；气化 LNG 实现销售价格为人民币 3535 元/千立方米，同比+66.8%；液态 LNG 实现销售价格为人民币 5710 元/吨，同比+46.1%。

图 18 勘探各产品销售量（万吨；亿立方米）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

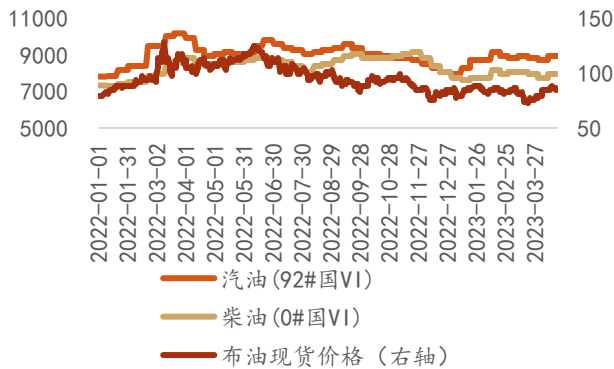
图 19 勘探各产品销售均价（元/吨；元/千立方米）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

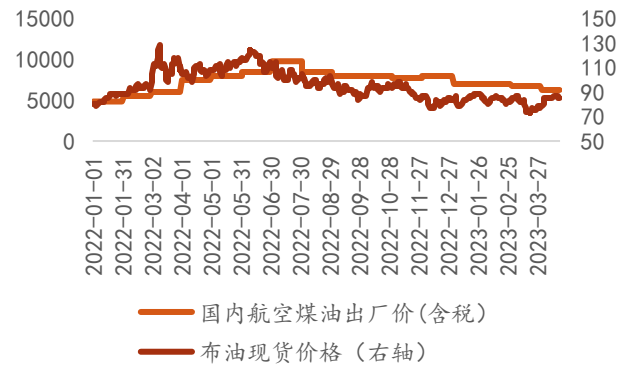
炼油板块，2022 年境内成品油市场需求疲弱。据发改委统计，境内成品油表观消费量（包括汽油、柴油和煤油）同比增长 0.9%。其中，柴油增长 11.8%，汽油下降 4.6%，煤油下降 32.4%。2022 年成品油市场价格随原油价格波动较大，据 ifind 数据，2022 年汽油（92#）/柴油（0#）/航空煤油年均价分别为 9052.82/8484.97/7450.25 元每吨，分别同比+17.4%/+29.7%/+74.7%。

图 20 汽柴油价格和布油现货价（元/吨；美元/桶）



资料来源：ifind、华西证券研究所

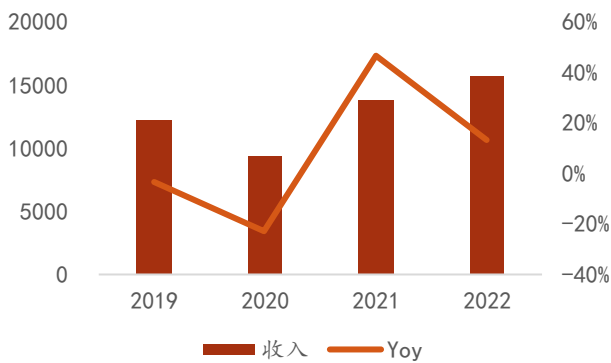
图 21 航空煤油和布油现货价（元/吨；美元/桶）



资料来源：ifind、华西证券研究所

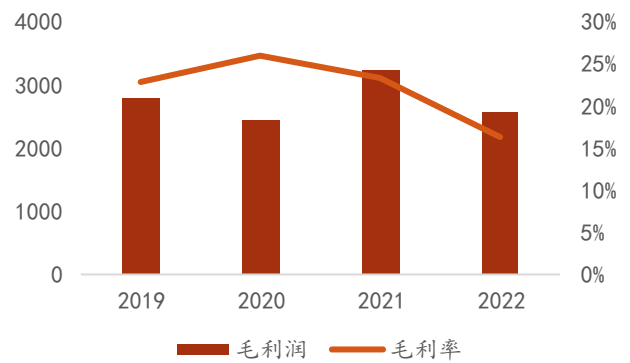
2022 年在油价高位宽幅震荡以及需求疲弱形势下，公司全年加工原油 2.42 亿吨，生产成品油 1.40 亿吨，其中柴油产量同比增长 5.4%。2022 年公司炼油板块实现收入 15751 亿元，同比+13.7%；实现毛利润 2573 亿元，毛利率 16.3%，同比-7.04pct。

图 22 炼油板块销售收入 (亿元; %)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

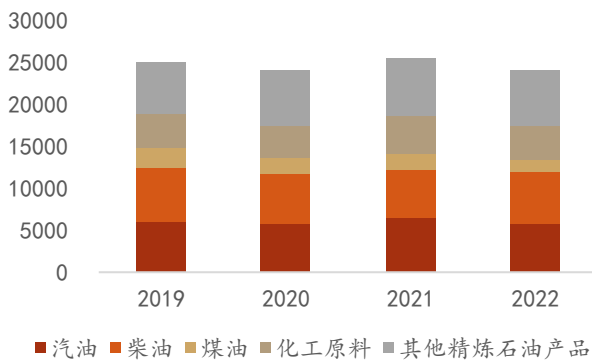
图 23 炼油板块毛利润和毛利率 (亿元; %)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

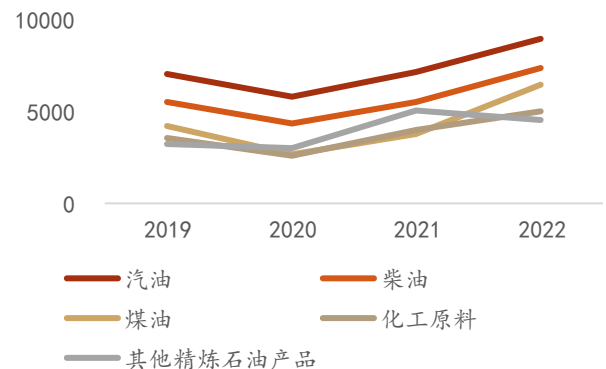
分产品来看，2022 年公司汽油/柴油/煤油/化工原料/其他精炼石油产品分别实现销售 5756/6117/1478 /4147 /6595 万吨，分别同比-9.8%/+4.0%/-14.6%/-8.3%/-4.1%。虽然整体销售量下降，但多个产品价格均有较大增长，汽油/柴油/煤油/化工原料/其他精炼石油产品平均实现价格分别为 8967/7376/6468/5016/4553 元/吨，分别同比+24.4%/+32.6%/+73.2%/+25.8%/-10.0%。

图 24 炼油各产品销售量 (万吨)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

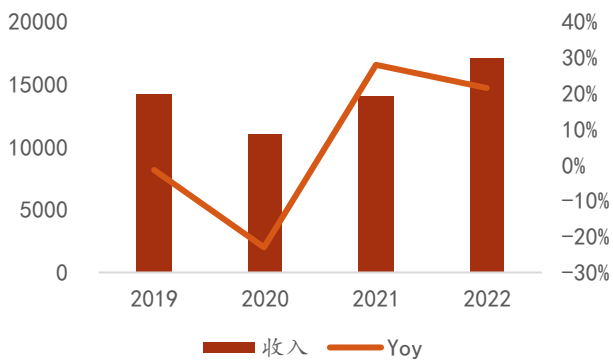
图 25 炼油各产品销售实现均价 (元/吨)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

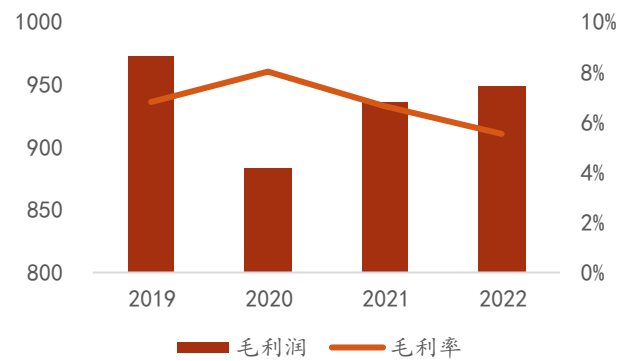
营销及分销板块，2022 年受益于原油价格上涨，成品油销售价格同比上涨，公司该板块实现销售收入 17139 亿元，同比+21.4%，其中汽油/柴油/煤油销售收入 7544/6339/1144 亿元，同比+7.4%/+37.0%/42.4%；实现毛利润 949 亿元，毛利率 5.5%，同比-1.10pct。具体分产品看，汽油/柴油/煤油/燃料油分别实现销售 8096/8193/1747/2616 万吨，分别同比-5.5%/+2.2%/-9.0%/0.6%；实现销售均价分别为 9318/7737/6546/4817 元/吨，同比+20.5%/+31.4%/73.5%/+40.1%。

图 26 营销及分销板块收入 (亿元; %)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 27 营销及分销板块毛利润和毛利率 (亿元; %)

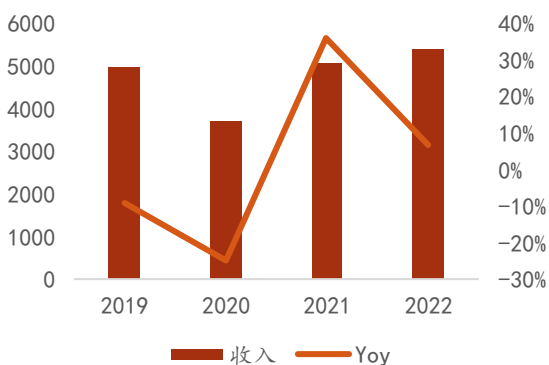


资料来源：公司公告、华西证券研究所

化工板块，据公司公告，2022 年境内化工市场需求收缩，境内乙烯当量表观消费量同比-2.5%，合成树脂、合成纤维、合成橡胶三大合成材料表观消费量同比分别保持不变、-2.8%、-3.2%。

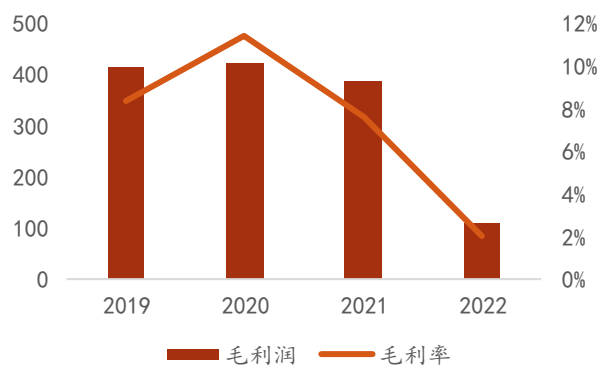
在景气周期下行和原料成本高企态势下，公司进一步加强产品结构优化，提升光伏级 EVA、茂金属聚烯烃、顺丁橡胶等高附加值产品产量，2022 年乙烯产量达 1344 万吨。2022 年公司化工板块实现收入 5402 亿元，同比+6.9%；实现毛利润 109 亿元，毛利率 2.0%，同比-5.60pct。

图 28 化工板块收入 (亿元; %)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

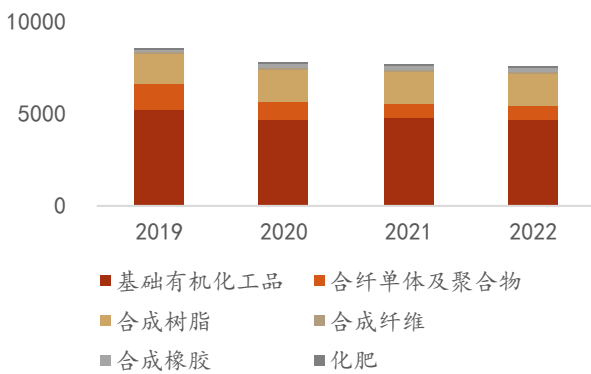
图 29 化工板块毛利润和毛利率 (亿元; %)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

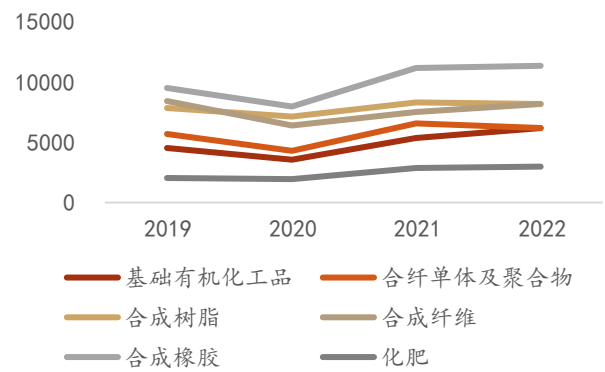
分产品来看，2022 年公司基础有机化工品/合纤单体及聚合物/合成树脂/合成纤维/合成橡胶/化肥分别实现销售 4697/750/1748/119/137/81 万吨，分别同比-2.3%/+6.9%/-2.5%/-18.1%/+6.05%/ -17.2%；各产品销售实现均价涨跌不一，分别为 6192/6140/8272/8122/11369/2988 元 / 吨 ， 分别 同 比 +16.6%/-6.7%/-0.6%/+8.0%/+2.4%/+6.8%。

图 30 化工各产品销售量 (万吨)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 31 化工各产品销售实现均价 (元/吨)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

我们认为，公司作为国内最大的一体化能源化工公司，在原油价格反弹和国内经济回暖的预期下，公司各项业务板块利润有望逐渐修复。

3. 持续加快低碳转型，推动业务中高端化

近年来，公司不断加快能源低碳转型步伐，推动天然气产供储销协同发展，积极布局氢能业务。据公司公告和世纪新能源，截至 2022 年底，中国石化已累计建成 9 座燃料电池氢供应中心，提供燃料电池用的高纯度氢气，能力达到 1.9 万标立/时（折合约 1.65 万吨/年）；累计建成加氢站 98 座，合计加氢能力约 45 吨/天，位居全球首位。

2023 年 3 月 27 日，公司发布定增预案，拟向特定发行对象发行 A 股 22.39 亿股，募集资金总额不超过 120 亿元。募集资金用于天津 LNG 项目三期工程一阶段、燕山分公司氢气提纯设施完善项目、茂名分公司炼油转型升级及乙烯提质改造项目、茂名分公司 5 万吨/年聚烯烃弹性体 (POE) 工业试验装置项目和中科 (广东) 炼化有限公司 2 号 EVA 项目。

表 1 公司 2023 年募投项目

基地	拟建产能	产品	投资额 (亿元)	建设周期 (月)	备注
天津南港	8.1 亿方	LNG	55.62	36	本项目主要建设内容包括新建 5 座 27 万方 LNG 储罐、BOG 处理设施、火炬设施、新建 10 套装车设施以及相关辅助工程设施，建成后新增天然气储气能力 8.1 亿方折合燃料电池用高纯氢 7200 吨/年 h
燕山分公司	10000Nm ³ /h	氢气	2.07	12	
茂名分公司		热塑性高分子新材料装置	330.57	36	产品主要用于新能源汽车、精密仪器、电子电器等领域
茂名石化	5 万吨	POE	10.91	36	
中科 (广东) 炼化	10 万吨	EVA	21.58	24	

资料来源：公司公告，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

4月12日，据公司官网，中国石化与卡塔尔能源公司在卡塔尔首都多哈签署北部气田扩能项目（NFE）参股协议。该项目是目前全球规模最大的液化天然气（LNG）项目。根据协议，卡塔尔能源公司将向中国石化转让北部气田扩能项目1.25%的股份。北部气田扩能项目总投资达287.5亿美元，建成投产后将把卡塔尔LNG年出口能力从现在的7700万吨提升至1.1亿吨。

我们认为，公司通过持续布局天然气、燃料电池用高纯氢等清洁能源供给能力，有利于助力公司打造绿色低碳竞争力，推动化工业务迈向中高端，提高产业链韧性，拓展创效空间。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

关键假设：

随着国内经济复苏和原油供需稳定，预计2023-2025年原油价格中枢分别为82/80/80美元每桶；天然气价格缓慢下降。

- 1、勘探与开发板块：公司加大资本投入，2023-2025年原油产量增速分别为0.5%/1%/1%；天然气增速分别为3.5%/6%/10%，销量同比上升。2023-2025年原油销量分别为3445/3480/3514万吨，销售均价3536/3450/3415元/吨；天然气和气态LNG分别销售330/350/385、223/236/259亿立方米，液态LNG销售147/156/171万吨。原油价格和天然气价格均同比下降，假设2023-2025年毛利率分别为23%/22%/22%。
- 2、炼油板块：随着公司原油产量增加和国内需求逐渐恢复，公司原油加工量上升，2023-2024年增速7%/6%/4%，成品油随原油价格下降。假设2023-2025年汽油销量分别为6159/6529/6790万吨，价格8301/8122/8041元/吨；柴油销量6545/6938/7215万吨，价格6917/6770/6702元/吨。炼化成本随原材料下降而减少，假设2023-2025年毛利率分别为22%/23%/23%。
- 3、营销和分销板块：随着国内出行需求复苏，假设2023-2025年增速9%/6%/5%，毛利率恢复到2021年水平为7%。
- 4、化工板块：化工产品保持2%增速，销售价格随需求略微下降，2023-2025年降价幅度分别为2%/5%/5%。销售均价下降，但产品结构逐渐优化，假设2023-2025年毛利率恢复至8%/9%/9%。
- 5、其他：2023-2025年保持2%的增速和2%/2%/3%的毛利率。
- 6、考虑到公司有内销业务，预计2023-2025年内部抵消22608/23211/23850亿元。

表2 收入拆分（分产品）

板块	项目	2022	2023E	2024E	2025E
勘探和开发	收入（亿元）	3194	3338	3340	3442
	成本（亿元）	2148	2570	2605	2685
	毛利润（亿元）	1046	768	735	757
	毛利率（%）	33%	23%	22%	22%
炼油	收入（亿元）	15751	13082	13572	13974

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

	成本 (亿元)	13178	10204	10451	10760
	毛利润 (亿元)	2573	2878	3122	3214
	毛利率 (%)	16%	22%	23%	23%
营销及分销	收入 (亿元)	17139	16570	17188	17867
	成本 (亿元)	16190	15410	15985	16616
	毛利润 (亿元)	949	1160	1203	1251
	毛利率 (%)	6%	7%	7%	7%
化工	收入 (亿元)	5402	5089	4931	4778
	成本 (亿元)	5292	4682	4487	4348
	毛利润 (亿元)	109	407	444	430
	毛利率 (%)	2%	8%	9%	9%
其他	收入 (亿元)	17905	18442	18995	19565
	成本 (亿元)	17575	18073	18615	18978
	毛利润 (亿元)	329	369	380	587
	毛利率 (%)	2%	2%	2%	3%
内部抵消	收入 (亿元)	-26209	-22608	-23211	-23850
	成本 (亿元)	-26191	-22586	-23187	-23827
合计	收入 (亿元)	33182	33913	34816	35776
	成本 (亿元)	28194	28354	28956	29561
	毛利润 (亿元)	4988	5559	5860	6215
	毛利率 (%)	15%	16%	17%	17%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.2. 可比公司估值

可比公司选取国内炼化行业竞争格局、产品结构相似的四家炼化企业，分别为中国石油、中国海油、恒力石化和荣盛石化，2023年4月24日四家公司的2023-2025年ifind一致预期PE均值为11/9/8倍，公司2023-2025年PE分别为11/10/9倍。公司作为央企龙头在提质增效和经营业绩上有较大成长空间，同时公司持续高分红和高股息率，在“中国特色估值体系”大背景下当前公司PB估值还有较大修复空间。

表3 可比公司估值表

证券名称	市值 (亿元)		EPS			PE			PB	股息率 (%)	
	2023/4/24	TTM	2023E	2024E	2025E	TTM	2023E	2024E			2025E
中国石油	12818.80	0.82	0.71	0.71	0.74	8.97	10.32	10.28	9.91	0.98	4.08
中国海油	5398.15	2.98	2.61	2.60	2.78	6.34	7.23	7.26	6.79	1.51	8.56
恒力石化	1113.59	1.27	1.14	1.87	2.48	12.50	13.83	8.48	6.39	1.96	6.38
荣盛石化	1334.54	0.33	0.92	1.34	1.56	39.95	14.29	9.83	8.44	2.82	1.13
均值						16.94	11.42	8.96	7.88	1.82	5.04
中国石化	7130.78	0.55	0.59	0.64	0.68	11.43	10.69	9.93	9.36	10.69	7.51

资料来源：ifind，华西证券研究所（估值选取ifind一致预期）

4.3. 投资建议

2022 年国际原油价格高企，公司除勘探和开发板块外业绩均有所承压，我们预计未来随着原油价格中枢回到 80-85 美元/桶，公司盈利有望改善，2023-2025 年公司收入分别为 33912.56/34815.89/35775.55 亿元，归母净利润分别为 708.94 /763.02/809.88 亿元，EPS 分别为 0.59/0.64/0.68 元。对应 2023 年 4 月 24 日收盘价 6.32 元，PE 分别为 11/10/9 倍。我们认为，公司作为国内炼化一体龙头公司，在原油供需格局优化和国内需求复苏的预期下，公司国内传统板块业绩有望回暖；在“双碳”和“一带一路”背景下，产品中高端转型和增量出口将为公司注入新的发展动能；同时，在央企国企改革背景下，公司将加快提质增效，实现盈利水平和估值持续修复，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

原油价格波动风险：原油作为大宗产品，受国际经济政治局势和产油地区产量影响，价格波动剧烈，若原油价格大幅波动将会对公司利润产生不利影响。

行业周期变化的风险：公司大部分营业收入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，对宏观经济环境、地区及全球经济的周期性变化、行业政策、生产能力及产量变化、消费者的需求、原料的价格及供应情况、替代产品的价格及供应情况等比较敏感。

环保法规要求的变更导致的风险：公司的生产经营活动会产生废水、废气、废渣及噪声等，相关政府可能颁布和实施更加严格的环保法律和法规，制定更加严格的环保标准，公司可能会在环保事宜的支出增大。

募投项目投产不及预期：公司项目建设可能受到疫情和其他突发事件影响，若项目不能按时投产，将会影响公司业绩。

境外业务拓展和经营风险：国际地缘政治变化、经济复苏不确定性、关税和贸易壁垒等，均会给本公司境外业务拓展及经营带来挑战。

拟定增项目不确定性：拟定增项目具有不确定性，若定增失败会导致公司该项目的收入无法实现。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,318,168	3,391,256	3,481,589	3,577,555	净利润	75,758	83,556	89,186	94,562
YoY (%)	21.1%	2.2%	2.7%	2.8%	折旧和摊销	109,906	50,095	49,097	43,578
营业成本	2,819,363	2,835,355	2,895,585	2,956,054	营运资金变动	-80,516	38,778	26,655	-37,317
营业税金及附加	263,991	304,848	306,380	329,135	经营活动现金流	116,269	170,381	166,622	100,796
销售费用	58,567	71,124	80,077	85,861	资本开支	-172,315	-177,454	-143,312	-70,617
管理费用	57,208	73,040	76,595	78,706	投资	-6,316	-27,150	-25,252	-26,878
财务费用	9,974	6,457	6,992	6,857	投资活动现金流	-95,010	-185,256	-153,283	-80,120
研发费用	12,773	16,956	20,890	21,465	股权募资	3,946	0	0	0
资产减值损失	-12,009	-10,114	-10,110	-10,092	债务募资	50,142	-3,823	672	-4,447
投资收益	14,462	20,348	16,780	18,375	筹资活动现金流	-39,699	-13,182	-8,659	-13,738
营业利润	96,414	103,513	111,263	117,695	现金净流量	-15,152	-28,056	4,680	6,939
营业外收支	-1,899	0	0	0	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	94,515	103,513	111,263	117,695	成长能力				
所得税	18,757	19,957	22,076	23,133	营业收入增长率	21.1%	2.2%	2.7%	2.8%
净利润	75,758	83,556	89,186	94,562	净利润增长率	-6.9%	6.9%	7.6%	6.1%
归属于母公司净利润	66,302	70,894	76,302	80,988	盈利能力				
YoY (%)	-6.9%	6.9%	7.6%	6.1%	毛利率	15.0%	16.4%	16.8%	17.4%
每股收益	0.55	0.59	0.64	0.68	净利率	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	3.4%	3.4%	3.5%	3.6%
货币资金	145,052	116,996	121,675	128,614	净资产收益率 ROE	8.4%	8.3%	8.2%	8.0%
预付款项	7,956	9,314	9,497	9,475	偿债能力				
存货	244,241	233,308	243,466	244,787	流动比率	0.78	0.71	0.69	0.75
其他流动资产	125,891	146,985	134,925	155,576	速动比率	0.36	0.33	0.30	0.35
流动资产合计	523,140	506,603	509,563	538,452	现金比率	0.22	0.16	0.17	0.18
长期股权投资	233,941	259,291	283,692	308,470	资产负债率	51.9%	50.8%	49.3%	46.8%
固定资产	630,758	689,152	727,445	696,264	经营效率				
无形资产	120,694	124,002	127,009	129,862	总资产周转率	1.73	1.68	1.63	1.61
非流动资产合计	1,425,500	1,570,068	1,680,902	1,724,761	每股指标 (元)				
资产合计	1,948,640	2,076,670	2,190,465	2,263,213	每股收益	0.55	0.59	0.64	0.68
短期借款	21,313	20,490	19,162	17,215	每股净资产	6.55	7.14	7.78	8.46
应付账款及票据	269,424	236,930	269,886	249,547	每股经营现金流	0.97	1.42	1.39	0.84
其他流动负债	376,648	454,439	447,419	447,891	每股股利	0.36	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	667,385	711,859	736,467	714,653	估值分析				
长期借款	94,964	94,964	94,964	94,964	PE	11.53	10.69	9.93	9.36
其他长期负债	249,138	249,138	249,138	249,138	PB	0.67	0.88	0.81	0.75
非流动负债合计	344,102	344,102	344,102	344,102					
负债合计	1,011,487	1,055,961	1,080,569	1,058,755					
股本	119,896	119,896	119,896	119,896					
少数股东权益	151,576	164,238	177,122	190,697					
股东权益合计	937,153	1,020,709	1,109,896	1,204,458					
负债和股东权益合计	1,948,640	2,076,670	2,190,465	2,263,213					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。