

中国石化 (600028)

盈利能力稳健, 百亿定增发展清洁能源+新材料

买入 (维持)

2023年03月27日

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晶晶

执业证书: S0600523020001

010-66573538

guojingjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	3,318,168	3,627,225	3,409,325	3,447,382
同比	21%	9%	-6%	1%
归属母公司净利润 (百万元)	66,302	75,015	80,025	81,176
同比	-7%	13%	7%	1%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.55	0.63	0.67	0.68
P/E (现价&最新股本摊薄)	9.98	8.82	8.27	8.15

投资要点

■ 事件:

1) 中国石化发布 2022 年年度报告。根据年报, 2022 年公司实现营业收入 33181.68 亿元, 同比+21.1%; 归母净利润 663.02 亿元, 同比-6.9%; 扣非归母净利润 571.82 亿元, 同比-20.8%。2022Q4, 公司实现营收 8648.46 亿元, 同比+17.0%, 环比+9.0%; 归母净利润 96.42 亿元, 同比-13.8%, 环比-26.6%。

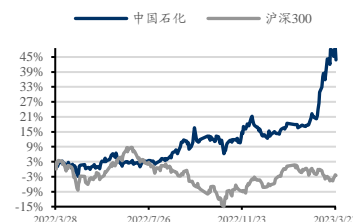
2) 公司发布《2022 年年度末期 A 股利润分配方案公告》, 2022 年年度末期 A 股每股派发现金股利人民币 0.195 元 (含税), 本次利润分配以股权登记日 2023 年 6 月 20 日 (星期二) 当日登记的总股本为基数。

3) 公司披露《2023 年度向特定对象发行 A 股股票预案》和《2023 年度向特定对象发行 A 股股票募集资金使用的可行性分析报告》。

■ 油价高企叠加需求疲弱, 板块盈利出现分化: 2022 年, 一方面, 国际油价先扬后抑, 宽幅震荡, 全年均值同比大幅增长 39.6%至 99 美元/桶; 另一方面, 全球经济增长放缓, 受疫情影响, 国内石油石化产品需求疲弱。基于以上市场环境, 2022 年公司勘探及开发、炼油、化工、营销及分销四大板块的毛利率分别为 24.4%、1.7%、1.2%、5.4%, 同比分别 +11.5pct、-4.3pct、-5.7pct、-1.0pct。1) 勘探及开发板块, 增储稳油增气降本成果显著。2022 年公司境内油、气储量替代率分别达 192%和 131%, 原油产量基本稳定在 281 百万桶, 天然气产量同比+4.1%至 12487.5 亿立方英尺, 油气现金操作成本同比下降 0.8 美元/桶油当量至 16.2 美元/桶油当量; 2) 炼油板块, 紧贴市场需求, 灵活调整加工负荷、产品结构和成品油出口。2022 年公司原油加工量为 242.3 百万吨, 同比-5.1%; 柴汽比提升 0.15 至 1.07; 受成品油定价机制影响, 高油价下国内汽柴油加工毛利下降, 叠加进口原油采购价差以及海外运保费同比大幅上涨影响, 2022 年公司炼油毛利 344 元/吨, 同比-188 元/吨; 3) 化工板块, 受化工产品需求下降、原料价格上涨等不利因素影响, 2022 年公司化工板块出现经营亏损。4) 营销及分销板块, 充分发挥一体化和网络优势, 板块毛利保持稳定。此外, 2022 年, 因部分产品市场价格波动、个别生产装置停工或亏损等原因, 公司计提减值准备合计 126.66 亿元, 其中存货跌价准备 64.07 亿元、固定资产减值准备 50.82 亿元。

■ 重视股东回报, 未来三年分红比例不低于母公司净利润 30%: 公司 2022 年全年拟派发现金股利 0.355 元/股, 其中 2022 年中期派发现金股利 0.16 元/股, 末期拟派发现金股利 0.195 元/股, 全年现金分红总额 427.5 亿

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.52
一年最低/最高价	4.02/5.93
市净率(倍)	0.84
流通 A 股市值(百万元)	525,037.40
总市值(百万元)	661,828.17

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.55
资产负债率(% ,LF)	51.91
总股本(百万股)	119,896.41
流通 A 股(百万股)	95,115.47

相关研究

《中国石化(600028): 业绩弹性+央企估值修复, 中石化迎良机》
2023-03-20

元，股利支付率为 64.5%，按 2023 年 3 月 24 日收盘价计算，中石化 A 股股息率为 6.43%，H 股股息率为 7.57%。考虑 2022 年公司 A+H 股票回购资金 42 亿元，公司全年分红比例为 71%。公司注重股东回报，持续数年高比例分红，派息水平位居行业前列。

- **景气复苏+政策推动，公司未来业绩弹性可观：**2023 年，公司继续保持稳油增气，原油产量预计为 280 百万桶，天然气产量预计为 12918 亿立方英尺；计划资本开支 1658 亿元，其中勘探及开发、炼油、化工、成品油销售分别为 744、227、466、166 亿元。我们认为，2023 年，国家政策推动增储上产+油价持续高位运行，公司勘探业务稳健发展；消费税政策趋严+成品油需求回暖&海外价差扩大，公司炼化板块业绩有望改善；当前公司 PB 值远低于其他市值排名靠前的石化化工企业，有望在央企改革政策推动下，估值回归理性水平。
- **百亿定增投向清洁能源、高附加值材料方向：**公司拟向控股股东中国石化集团发行 A 股股票，募集资金不超过 120 亿元，用于清洁能源、高附加值材料方向的 5 个项目：**1) 清洁能源方向：**①天津 LNG 项目三期工程一阶段。本项目预计投资总额 55.6 亿元，拟使用募集资金投入 45 亿元，项目建设期三年。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。本项目主要向华北地区供气，有助于缓解该部分地区天然气供求紧张的局面。②燕山分公司氢气提纯设施完善项目。项目预计投资总额 2.1 亿元，拟使用募集资金投入 2 亿元，项目建设期一年。本项目主要建设内容包括对现有化工系统工业副产氢气进行提纯处理并配套氢气分析化验及装车设施，建成后纯化装置生产能力 10,000Nm³/h，折合燃料电池用高纯氢 7,200 吨/年。本项目是公司氢能产业链条的进一步延伸，将服务北京地区氢燃料电池汽车对高纯氢气的需求。**2) 高附加值材料方向：**①茂名分公司炼油转型升级及乙烯提质改造项目。本项目预计投资总额 330.6 亿元，拟使用募集资金投入 48 亿元，项目建设期三年。本项目建设内容包括炼油转型升级部分和乙烯提质改造部分。本次募集资金主要投入乙烯提质改造部分中的热塑性高分子新材料装置等高附加值材料相关方向，产品主要用于新能源汽车、精密仪器、电子电器等领域。②茂名分公司 5 万吨/年聚烯烃弹性体 (POE) 工业试验装置项目。本项目预计投资总额 10.9 亿元，拟使用募集资金投入 9 亿元，项目建设期三年。本项目主要建设内容包括新建 5 万吨/年 POE 装置及配套的公用工程及辅助设施。本项目的产品主要用于高效电池封装胶膜、热塑性聚烯烃弹性体、聚合物改性、汽车、电线电缆等领域。③中科 (广东) 炼化有限公司 2 号 EVA 项目。本项目预计投资总额 21.6 亿元，拟使用募集资金投入 16 亿元，项目建设期两年。本项目主要建设内容包括新建 1 套 10 万吨/年 EVA 装置及配套辅助公用设施。本项目的产品主要用于光伏电池、功能性薄膜、热熔胶、电线电缆等领域。本次定增有利于公司优化产业结构，提升公司天然气、燃料电池用高纯氢供应能力，以适应我国能源消费结构转型趋势。此外，公司向高附加值材料领域延展升级，有助于公司把握新材料产业发展机遇。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 750.15、800.25 和 811.76 亿元 (此前 2023-2024 年预期为 765.95、796.36 亿元)，同比增速分别为 13.14%、6.68%、1.44%，EPS (摊薄) 分别为 0.63、0.67 和 0.68 元/股，2023 年 3 月 24 日收盘价对应的 A 股 PE 分别为 8.82、8.27 和 8.15 倍，A 股 PB 分别为 0.80、0.78 和 0.75 倍。考虑原油价格持续高位保障上游业绩，疫后经济复苏带动成品油需求反弹，2023-2025 年公司业绩增长提速，维持“买入”评级。
- **风险提示：**地缘政治风险；宏观经济波动；成品油需求复苏不及预期。

中国石化三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	523,140	556,819	602,311	655,553	营业总收入	3,318,168	3,627,225	3,409,325	3,447,382
货币资金及交易性金融资产	145,054	155,279	200,270	252,656	营业成本(含金融类)	2,819,363	3,123,847	2,899,236	2,929,768
经营性应收款项	57,827	58,041	53,705	58,194	税金及附加	263,991	266,279	265,032	267,045
存货	244,241	259,046	259,596	261,252	销售费用	58,567	59,849	61,368	62,053
合同资产	0	0	0	0	管理费用	57,208	58,036	54,549	58,605
其他流动资产	76,018	84,454	88,740	83,451	研发费用	12,773	14,509	15,342	15,513
非流动资产	1,425,500	1,436,921	1,440,224	1,432,766	财务费用	9,974	10,159	9,932	9,051
长期股权投资	233,941	253,941	273,941	293,941	加:其他收益	8,219	8,343	7,841	7,929
固定资产及使用权资产	809,117	821,747	825,617	814,213	投资净收益	14,462	10,882	10,228	10,342
在建工程	196,045	172,836	150,269	132,215	公允价值变动	-1,715	0	0	0
无形资产	120,694	121,694	122,694	123,694	减值损失	-10,925	-3,000	-4,000	-3,912
商誉	6,464	6,464	6,464	6,464	资产处置收益	672	363	620	556
长期待摊费用	12,034	13,034	14,034	15,034	营业利润	96,414	111,133	118,555	120,261
其他非流动资产	47,205	47,205	47,205	47,205	营业外净收支	-1,899	0	0	0
资产总计	1,948,640	1,993,740	2,042,535	2,088,318	利润总额	94,515	111,133	118,555	120,261
流动负债	667,385	667,395	680,789	690,642	减:所得税	18,757	27,783	29,639	30,065
短期借款及一年内到期的非流动负债	84,157	84,436	84,714	82,882	净利润	75,758	83,350	88,916	90,196
经营性应付款项	269,424	239,069	251,385	259,697	减:少数股东损益	9,456	8,335	8,892	9,020
合同负债	125,444	140,573	144,962	146,488	归属母公司净利润	66,302	75,015	80,025	81,176
其他流动负债	188,360	203,317	199,729	201,575	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.55	0.63	0.67	0.68
非流动负债	344,102	342,602	341,102	339,602	EBIT	113,401	113,048	121,640	122,326
长期借款	94,964	94,964	94,964	94,964	EBITDA	223,307	273,627	294,337	305,872
应付债券	12,997	12,997	12,997	12,997	毛利率(%)	15.03	13.88	14.96	15.01
租赁负债	166,407	164,907	163,407	161,907	归母净利率(%)	2.00	2.07	2.35	2.35
其他非流动负债	69,734	69,734	69,734	69,734	收入增长率(%)	21.06	9.31	-6.01	1.12
负债合计	1,011,487	1,009,997	1,021,891	1,030,244	归母净利润增长率(%)	-6.89	13.14	6.68	1.44
归属母公司股东权益	785,577	823,832	851,841	880,253					
少数股东权益	151,576	159,911	168,803	177,822					
所有者权益合计	937,153	983,743	1,020,643	1,058,075					
负债和股东权益	1,948,640	1,993,740	2,042,535	2,088,318					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	116,269	224,659	280,031	290,139	每股净资产(元)	6.55	6.87	7.10	7.34
投资活动现金流	-95,010	-163,756	-169,153	-169,101	最新发行在外股份(百万股)	119,896	119,896	119,896	119,896
筹资活动现金流	-39,699	-50,679	-65,887	-68,652	ROIC(%)	7.19	6.43	6.71	6.58
现金净增加额	-15,152	10,225	44,991	52,385	ROE-摊薄(%)	8.44	9.11	9.39	9.22
折旧和摊销	109,906	160,579	172,697	183,546	资产负债率(%)	51.91	50.66	50.03	49.33
资本开支	-172,315	-153,637	-158,380	-158,444	P/E(现价&最新股本摊薄)	9.98	8.82	8.27	8.15
营运资本变动	-80,516	-23,723	12,615	10,828	P/B(现价)	0.84	0.80	0.78	0.75

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

