

2023年08月31日

上半年业绩承压，静待周期底部回暖

中国石化(600028)

评级:	买入	股票代码:	600028
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	6.99/4.05
目标价格:		总市值(亿)	7,277.71
最新收盘价:	6.07	自由流通市值(亿)	7,277.71
		自由流通股数(百万)	119,896.41

事件概述:

2023年8月28日，公司发布2023年中报，2023年上半年公司实现营业收入15,936.82亿元，同比-1.1%；实现归母净利润351.11亿元，同比-20.1%，扣除非经常性损益的归母净利润336.55亿元，同比-22.4%；基本EPS 0.293元。2023Q2单季度实现营业收入8,023.51亿元，同比-4.57%；实现归母净利润150.09亿元，同比-28.27%。

分析判断:

► 勘探及开发：原油价格下滑导致业绩承压，天然气产量大幅增长

据公司公告，2023上半年，公司勘探及开发板块实现油气当量产量250百万桶，同比增长3.3%，其中原油产量139.68百万桶，同比+0.02%，天然气产量6609亿立方英尺，同比+7.6%。但由于上半年国际原油价格震荡下行，布油现货均价为79.8美元/桶，同比-25.8%，公司业绩有所承压，板块实现销售收入为1449亿元，同比-8.4%，毛利率为23.8%，同比-0.1pct。具体来看，2023H1该板块原油/天然气/气化LNG/液态LNG销量分别为1717万吨/165亿立方米/85.6亿立方米/53.1万吨，分别同比+1.2%/+7.8%/-23.6%/-41.5%；平均销售单价分别为3627元/吨、1954元/立方千米、3863元/立方千米、4344元/吨，分别同比-17.4%/+12.1%/+27.2%-23.7%。我们认为，随着公司加快推进济阳、胜利海上、顺北二区、川西海相等油气产能建设，多元化拓展天然气资源渠道，持续完善天然气产供储销体系，公司优质油气产能有望进一步扩大，为公司下游生产奠定坚实基础。

► 炼油：毛利收窄和油价下滑导致利润下降

上半年，由于国际原油价格同比大幅下降，成品油、化工原料类及其他精炼石油产品价格均同比下降，公司炼油事业部实现营业收入7296亿元，同比-5.9%。公司汽油/柴油/煤油产量分别为3033/3215/1359万吨，同比+1.0%/+4.9%/+63.5%；销量分别为2944/3083/1121万吨，同比+1.7%/+4.9%/+69.1%；平均价格为8256/6639/5623元/吨，同比-7.4%/-9.3%/-0.7%。由于油价下跌导致库存减利，且石脑油、石油焦、液化气等产品毛利同比变差，公司成本和销售毛利双降，2023年上半年公司加工原料油的平均成本为4293元/吨，同比-9.7%；炼油毛利为354元/吨，同比减少179元/吨，同比-33.6%。我们认为，随着公司推进低成本“油转化”，加大“油转特”力度，增产高附加值产品和特种产品，炼油板块利润有望逐渐回暖。

► 营销及分销：成品油市场需求回暖，营业收入实现增长

上半年国内油品市场需求回暖，成品油销量同比增长，公司营销及分销板块实现收入8713亿元，同比+10.0%，毛利率为5.7%，同比-0.5pct。成品油销量为60.44百万吨，同比增长+28%。具体来看，汽油/柴油/煤油分别实现销售4651/4159/1243万吨；同比+17.6%/+13.0%/+45%；实现收入4059/2942/708亿元，同比+10.7%/+5.5%/+43.1%。

► 化工：化工周期底部，业绩等待反弹时机

上半年由于市场需求疲软，公司化工板块产品均价同比下跌13.4%，实现收入2443亿元，同比-12.2%，毛利率为1.6%，同比-1.5pct。具体来看，化工产品经营总量为4163万吨，同比+3.1%，其中基本有机化工品/合成树脂/合纤单体及聚合物/合成纤维/合成橡胶/化肥分别实现销售2359/297/850/54/69/40万吨，同比+2.1%/-22.8%/-1.1%/-8.8%/+4.1%/-1.8%。2023年8月15日，公司发布定增公告，募集资金拟部分投入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。我们认为，未来随着化工行业走出周期底部，公司加大新材料、高附加值产品开发力度，拓展增效空间，持续推进大乙烯布局发展和芳烃转型升级，公司未来业绩和利润率水平有望修复。

投资建议

我们维持之前的盈利预测，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 8 月 31 日收盘价 6.07 元 PE 分别为 10/10/9 倍。我们认为，公司作为国内炼化一体龙头公司，在“双碳”和“一带一路”政策下，公司产品中高端转型和加大出口力度将为公司带来新的发展动能；在央企国企改革背景下，公司将加快提质增效，实现盈利水平回升和估值修复，维持“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、募投项目不及预期、境外业务拓展和经营风险。

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%	8.5%	8.4%	8.2%
市盈率	10.32	11.08	10.27	9.54	8.99

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

研究助理：董宇轩

邮箱：dongyx1@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

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	89,187	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	166,503	100,687
销售费用	58,567	71,124	80,077	85,861	资本开支	-172,315	-177,454	-143,192	-70,508
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	7,459	7,325	投资活动现金流	-95,010	-185,256	-153,163	-80,011
研发费用	12,773	16,956	20,541	21,108	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	-36,561	-8,659	-13,738
营业利润	96,414	103,513	111,143	117,585	现金净流量	-15,152	-51,436	4,680	6,938
营业外收支	-1,899	0	120	109	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	94,515	103,513	111,263	117,694	成长能力				
所得税	18,757	19,957	22,077	23,133	营业收入增长率	21.1%	2.2%	2.7%	2.8%
净利润	75,758	83,556	89,187	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%	3.5%	3.5%	3.6%
货币资金	145,052	93,616	98,296	105,234	净资产收益率 ROE	8.4%	8.5%	8.4%	8.2%
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	0.68	0.66	0.72
其他流动资产	125,891	146,985	134,925	155,576	速动比率	0.36	0.29	0.27	0.32
流动资产合计	523,140	483,223	486,184	515,072	现金比率	0.22	0.13	0.13	0.15
长期股权投资	233,941	259,291	283,692	308,470	资产负债率	51.9%	51.4%	49.9%	47.3%
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	1.69	1.65	1.62
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	2,053,290	2,167,086	2,239,833	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	6.95	7.58	8.26
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	0.15	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	11.08	10.27	9.54	8.99
其他长期负债	249,138	249,138	249,138	249,138	PB	0.67	0.87	0.80	0.73
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	997,330	1,086,516	1,181,078					
负债和股东权益合计	1,948,640	2,053,290	2,167,086	2,239,833					

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。

董宇轩：

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。

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。