

公司研究

“两桶油”战略合作持续深化，共筑协同发展新篇章

——中国石化（600028.SH/0386.HK）公告点评

要点

事件：2022年11月10日，公司发布公告称，中国石化集团与中国石油集团于2022年11月10日签署了无偿划转协议，拟由国务院国资委批准通过国有股份无偿划转方式将中国石化集团持有的公司21.37亿股A股股份（约占公司总股本的1.77%，以公司公告日总股本计算）划转给中国石油集团。

点评：

签署框架协议，“两桶油”加强战略合作。2021年12月1日，中国石油与中国石化在京签署战略合作框架协议。双方共同承担国家油气安全保障重要任务，将为保障国家能源安全作出新贡献，同时以协议签署为契机，在油气业务、新能源、信息化与数字化等领域全面深化合作。中国石油与中国石化共同承担国家油气安全保障重要任务，分别在上游油气资源和下游化工领域占据国内主导地位，并在新能源领域均有重要战略布局。在国际地缘政治复杂的大背景下，中石油与中国石化的战略合作，有助于发挥各自优势，在油气业务、新能源、信息化与数字化等领域全面深化合作，共同开启高质量发展新征程。

股权划转深化合作，强强联合共筑发展新篇章。在两大集团战略合作深化的背景下，2022年9月，中国石油集团将下属股份公司18.3亿股无偿划转给中国石化集团，我们认为本次中国石化集团对中国石油集团的股权划转是继中国石油与中国石化签署战略合作框架协议、中国石油集团向中国石化集团划转股权之后的又一关键节点，有助于两大集团在油气及能源保障领域的合作实质性落地。

能源转型和能源安全背景下，“两桶油”增储上产、新能源转型工作有望加速推进。尽管我国已成为世界第二大石油消费国和世界第三大天然气消费国，但我国原油、天然气对外依赖度极高，中国石化与中国石油战略合作持续深化，是我国能源安全把控迈出的重要一步，增储上产有望迎来政策加码，推动油气储量、产量进一步上行。在碳达峰、碳中和的战略目标下，全球将逐步进入新能源时代，油气消费比例将持续下滑，油气企业转型为大势所趋。中国石化与中国石油战略合作持续深化落地，表明了其积极拥抱碳中和的决心，依靠资本优势与技术优势加速向氢能、光伏等新能源领域转型。

盈利预测、估值与评级：我们继续看好公司作为国内石化化工龙头的核心竞争力，未来随着公司新产能逐步投产，新能源领域布局落地，长期成长前景广阔。我们维持公司盈利预测，预计公司22-24年归母净利润分别为734/754/778亿元，对应的EPS分别为0.61/0.62/0.64元/股，维持A+H股“买入”评级。

风险提示：原油价格大幅下行风险，炼油和化工景气度下行风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2,020	2,021	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	21,060	27,409	31,520	36,248	39,873
营业收入增长率	-29.00%	30.15%	15.00%	15.00%	10.00%
净利润（亿元）	329	712	734	754	778
净利润增长率	-42.83%	116.28%	3.02%	2.85%	3.09%
EPS（元）	0.27	0.59	0.61	0.62	0.64
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.43%	9.19%	9.05%	8.90%	8.78%
P/E（A股）	15.6	7.2	7.0	6.8	6.6
P/E（H股）	11.3	5.2	5.1	4.9	4.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-11-10；汇率：按1HKD=0.92261CNY换算

A股：买入（维持）

当前价：4.25元

H股：买入（维持）

当前价：3.35港元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

联系人：蔡嘉豪

021-52523800

caijiahao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1210.17
总市值(亿元)	5143.21
一年最低/最高(元)	3.55/4.55
近3月换手率	6.68%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.13	13.72	27.72
绝对	-2.07	7.40	16.16

资料来源：Wind

相关研报

油价高涨上游盈利大增，需求下行炼化业务承压——中国石化（600028.SH/0386.HK）2022年三季度报点评（2022-10-30）
 油气价格高涨上游盈利高增，上半年业绩同比稳定增长——中国石化（600028.SH/0386.HK）2022年半年报点评（2022-08-29）
 油价上涨上游业绩创七年新高，大力增加上游勘探投入——中国石化（600028.SH/0386.HK）2022年一季度报点评（2022-04-27）

财务报表与盈利预测

利润表 (亿元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	21060	27409	31520	36248	39873
营业成本	16981	22166	25942	29957	33035
折旧和摊销	942	1027	1039	1072	1114
税金及附加	2349	2590	2979	3426	3768
销售费用	644	579	666	766	842
管理费用	663	625	719	827	910
研发费用	101	115	132	152	167
财务费用	95	90	97	112	122
投资收益	475	60	60	60	60
营业利润	503	1124	1152	1178	1208
利润总额	480	1083	1111	1138	1167
所得税	62	233	239	245	251
净利润	418	850	872	893	916
少数股东损益	88	138	138	138	138
归属母公司净利润	329	712	734	754	778
EPS(元)	0.27	0.59	0.61	0.62	0.64

现金流量表 (亿元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1675	2252	1449	1572	2032
净利润	329	712	734	754	778
折旧摊销	942	1027	1039	1072	1114
净营运资金增加	(1282)	43	830	793	320
其他	1687	469	(1153)	(1047)	(180)
投资活动产生现金流	(1022)	(1452)	(1805)	(1683)	(1634)
净资本支出	(1285)	(1434)	(1815)	(1765)	(1715)
长期投资变化	1883	2092	(10)	(11)	(12)
其他资产变化	(1620)	(2109)	20	93	93
融资活动现金流	(370)	(579)	689	494	(104)
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	(324)	209	1121	943	375
无息负债变化	42	1023	76	209	448
净现金流	271	210	333	383	294

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	19.4%	19.1%	17.7%	17.4%	17.1%
EBITDA 率	7.6%	9.3%	6.9%	6.3%	5.9%
EBIT 率	3.1%	5.6%	3.6%	3.3%	3.1%
税前净利润率	2.3%	4.0%	3.5%	3.1%	2.9%
归母净利润率	1.6%	2.6%	2.3%	2.1%	2.0%
ROA	2.4%	4.5%	4.2%	4.0%	3.9%
ROE (摊薄)	4.4%	9.2%	9.0%	8.9%	8.8%
经营性 ROIC	7.2%	14.3%	9.1%	8.2%	7.9%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	49%	52%	53%	54%	55%
流动比率	0.87	0.87	0.86	0.86	0.87
速动比率	0.58	0.55	0.53	0.53	0.54
归母权益/有息债务	5.84	5.24	3.12	2.39	2.26
有形资产/有息债务	12.41	11.70	7.34	5.87	5.66

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (亿元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	17338	18893	20586	22246	23592
货币资金	1844	2220	2553	2936	3229
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	356	349	420	484	532
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	336	357	398	458	504
存货	1519	2074	2436	2821	3116
其他流动资产	325	304	346	393	429
流动资产合计	4554	5580	6446	7401	8132
其他权益工具	15	8	8	8	8
长期股权投资	1883	2092	2102	2113	2125
固定资产	5892	5989	5706	5602	5605
在建工程	1248	0	945	1628	2113
无形资产	1141	1192	1127	1066	1010
商誉	86	86	86	86	86
其他非流动资产	2172	3652	3693	3693	3693
非流动资产合计	12784	13312	14140	14845	15459
总负债	8499	9732	10929	12081	12905
短期借款	208	274	1344	2238	2563
应付账款	1513	2039	2335	2262	2495
应付票据	104	117	137	158	175
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	568	1029	1070	1118	1154
流动负债合计	5222	6413	7518	8573	9311
长期借款	455	493	543	593	643
应付债券	384	426	426	426	426
其他非流动负债	2358	2320	2361	2409	2445
非流动负债合计	3277	3319	3410	3508	3594
股东权益	8839	9160	9657	10165	10687
股本	1211	1211	1211	1211	1211
公积金	3318	3334	3334	3334	3334
未分配利润	2866	3186	3545	3914	4298
归属母公司权益	7425	7751	8109	8479	8863
少数股东权益	1414	1409	1548	1686	1824

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	3.06%	2.11%	2.11%	2.11%	2.11%
管理费用率	3.15%	2.28%	2.28%	2.28%	2.28%
财务费用率	0.45%	0.33%	0.31%	0.31%	0.31%
研发费用率	0.48%	0.42%	0.42%	0.42%	0.42%
所得税率	13%	22%	22%	22%	22%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.13	0.31	0.32	0.33	0.33
每股经营现金流	1.38	1.86	1.20	1.30	1.68
每股净资产	6.13	6.40	6.70	7.00	7.32
每股销售收入	17.39	22.64	26.03	29.94	32.93

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE (A股)	15.6	7.2	7.0	6.8	6.6
PB (A股)	0.69	0.66	0.63	0.61	0.58
EV/EBITDA	4.5	2.9	4.0	4.4	4.5
股息率	3.1%	7.3%	7.5%	7.7%	7.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE