

库存损失拖累业绩，高分红+高回购彰显信心

2023 年 08 月 28 日



分析师：周泰

执业证号：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

研究助理：王姗姗

执业证号：S0100122070013

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

➤ **事件：**2023 年 8 月 27 日，中国石化发布 2023 年半年度报告。2023 年上半年，公司实现营业收入 15936.8 亿元，同比下滑 1.1%；归母净利润 351.1 亿元，同比下降 20.1%；扣非归母净利润 336.6 亿元，同比下降 22.4%。

➤ **23Q2 归母净利润同环比下降。**23Q2，公司实现营业收入 8023.5 亿元，同比下降 4.6%，环比增长 1.4%；归母净利润为 150.1 亿元，同比下降 28.9%，环比下降 25.3%；扣非归母净利润 139.4 亿元，同比下降 32.7%，环比下降 29.3%。

➤ **勘探及开发：天然气产量大幅增长，油价下滑致利润下降。**1) 23H1：①产量：公司生产原油产量为 139.7 百万桶，同比基本持平；生产天然气 6608.8 亿立方英尺，同比增长 7.6%。②价格：公司上半年原油平均实现价格为 73.7 美元/桶，同比下滑 22.7%；天然气实现价格为 1.95 元/立方米，同比增长 12.1%。③成本：油气现金操作成本为 15.4 美元/桶，同比下滑 7.8%。④利润：23H1 勘探及开发板块实现营业利润 218.3 亿元，同比下滑 13.9%。2) 23Q2：公司原油产量 70.2 百万桶，同比降低 0.6%，环比增长 1.0%；天然气产量 3304.1 亿立方英尺，同比增长 10.1%，环比基本持平；实现营业利润 103.8 亿元，同比下降 30.2%，环比下降 9.3%。

➤ **炼油：产量高增长，炼油产品毛利大降和库存损失致板块业绩承压。**1) 23H1：①产量：公司汽/柴/煤油产量分别为 3033/3215/1359 万吨，同比变化 +1.0%/+4.9%/+63.5%。②价格和成本：汽/柴/煤油平均实现价格分别为 8256/6639/5623 元/吨，同比变化 -7.4%/-9.3%/-0.7%；现金操作成本为 4.02 美元/桶，同比降低 13.9%；炼油毛利为 6.96 美元/桶，同比降低 37.7%。③利润：23H1 炼油板块实现营业利润 98.9 亿元，同比降 65.6%。2) 23Q2：公司汽/柴/煤油产量分别为 1517/1657/703 万吨，同比分别变化 +12.0%/+11.0%/+123.2%，环比变化 +0.1%/+6.4%/+7.2%；实现营业利润 0.5 亿元。

➤ **化工：产品结构优化，受制于化工市场需求疲软、产能集中释放，板块业绩亏损。**1) 23H1：①产量：公司乙烯/合成树脂/合成纤维单体及聚合物产量分别为 687.5/979.3/390.3 万吨，同比变化 +0.4%/+5.6%/-16.2%。②利润：23H1 化工板块实现营业利润 -41.8 亿元。2) 23Q2：公司乙烯/合成树脂/合成纤维单体及聚合物产量分别为 352.8/497.7/186.9 万吨，同比变化 +8.9%/+12.9%/-13.7%，环比变化 +5.4%/+3.3%/-8.1%；实现营业利润 -20.37 亿元。

➤ **营销和分销：成品油需求回升，业绩同环比增长。**1) 23H1：①销量：公司境内/境外的成品油总经销量为 92.5/24.1 万吨，同比变化 +17.9%/+20.9%。②利润：23H1 营销分销板块实现营业利润 167.5 亿元，同比降低 6.8%。2) 23Q2：

推荐

维持评级

当前价格：

6.16 元

相关研究

1.中国石化 (600028.SH) 2023 年一季报点评：23Q1 业绩环比改善，中特估下估值有望持续提升-2023/04/28

2.中国石化 (600028.SH) 2022 年年度报告点评：业绩下滑，后续看好需求复苏+央企估值修复-2023/03/27

3.中国石化 (600028.SH) 2022 年三季度报点评：受累炼油化工业务，公司业绩同比下滑-2022/10/30

4.中国石化 (600028.SH) 2022 年半年报点评：受益于油价高涨，业绩创同期新高-2022/08/29

5.中国石化 (600028.SH) 2021 年年报点评：业绩高增长，高股息率凸显公司投资价值-2022/03/28

公司境内/境外的成品油总经销量为 47.9/12.5 万吨，同比变化 +28.1%/+25.4%，环比变化+7.5%/+8.2%；实现营业利润 86.9 亿元，同比增长 0.5%，环比增长 7.8%。

➤ **分红+回购，坚定发展信心。**公司拟派发含税现金股利 173.8 亿元，上半年股利支付率为 49.5%；每股现金股利 0.145 元，以 2023 年 8 月 25 日收盘价计算，半年度股息率为 2.4%。此外，公司拟以集中竞价交易方式回购 A 股股份，回购金额计划为 8-15 亿元（包含区间两端），回购股份价格上限为 9.30 元/股，相比当前股价高出 51.0%。公司本次半年度分红的股利支付率较高，且回购价格高，彰显了公司对其未来发展的信心，凸显了公司投资价值。

➤ **投资建议：**我们预计，2023-2025 年归母净利润分别为 713.34/828.33/965.51 亿元，EPS 分别为 0.59/0.69/0.81 元/股，对应 2023 年 8 月 25 日的 PE 分别为 10 倍、9 倍、8 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**价格大幅波动的风险，化工品所需原材料价格上涨的风险，疫情反复导致需求不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 3318168 | 3025211 | 3318132 | 3423460 |
| 增长率 (%) | 21.1 | -8.8 | 9.7 | 3.2 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 66302 | 71334 | 82833 | 96551 |
| 增长率 (%) | -6.9 | 7.6 | 16.1 | 16.6 |
| 每股收益 (元) | 0.55 | 0.59 | 0.69 | 0.81 |
| PE | 11 | 10 | 9 | 8 |
| PB | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.8 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 25 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入 | 3318168 | 3025211 | 3318132 | 3423460 |
| 营业成本 | 2819363 | 2490448 | 2725768 | 2818680 |
| 营业税金及附加 | 263991 | 272269 | 291996 | 290994 |
| 销售费用 | 58567 | 59899 | 69681 | 68469 |
| 管理费用 | 57208 | 62924 | 72999 | 68469 |
| 研发费用 | 12773 | 12101 | 13273 | 13694 |
| EBIT | 109247 | 131548 | 148780 | 167656 |
| 财务费用 | 9974 | 10759 | 10199 | 9437 |
| 资产减值损失 | -12009 | -13080 | -14522 | -15607 |
| 投资收益 | 14462 | 3025 | 3318 | 3423 |
| 营业利润 | 96414 | 111339 | 128041 | 146720 |
| 营业外收支 | -1899 | -2465 | -3104 | -2936 |
| 利润总额 | 94515 | 108874 | 124937 | 143784 |
| 所得税 | 18757 | 23952 | 27486 | 30195 |
| 净利润 | 75758 | 84922 | 97451 | 113589 |
| 归属于母公司净利润 | 66302 | 71334 | 82833 | 96551 |
| EBITDA | 219153 | 249022 | 273576 | 300059 |

| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金 | 145052 | 218804 | 253258 | 272668 |
| 应收账款及票据 | 46364 | 39369 | 43181 | 44552 |
| 预付款项 | 7956 | 7471 | 8177 | 8456 |
| 存货 | 244241 | 218409 | 239046 | 247194 |
| 其他流动资产 | 79527 | 90214 | 96010 | 99375 |
| 流动资产合计 | 523140 | 574268 | 639673 | 672246 |
| 长期股权投资 | 233941 | 241966 | 250284 | 258708 |
| 固定资产 | 630758 | 712843 | 796182 | 879254 |
| 无形资产 | 120694 | 130265 | 139593 | 148902 |
| 非流动资产合计 | 1425500 | 1497271 | 1557645 | 1617829 |
| 资产合计 | 1948640 | 2071539 | 2197319 | 2290074 |
| 短期借款 | 21313 | 30313 | 32313 | 33313 |
| 应付账款及票据 | 269424 | 236334 | 259977 | 268364 |
| 其他流动负债 | 376648 | 405164 | 447112 | 459063 |
| 流动负债合计 | 667385 | 671810 | 739401 | 760740 |
| 长期借款 | 94964 | 124964 | 124964 | 128964 |
| 其他长期负债 | 249138 | 279563 | 283101 | 286628 |
| 非流动负债合计 | 344102 | 404527 | 408065 | 415592 |
| 负债合计 | 1011487 | 1076337 | 1147466 | 1176333 |
| 股本 | 119896 | 119896 | 119896 | 119896 |
| 少数股东权益 | 151576 | 165163 | 179781 | 196820 |
| 股东权益合计 | 937153 | 995202 | 1049852 | 1113742 |
| 负债和股东权益合计 | 1948640 | 2071539 | 2197319 | 2290074 |

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 21.06 | -8.83 | 9.68 | 3.17 |
| EBIT 增长率 | -18.35 | 20.41 | 13.10 | 12.69 |
| 净利润增长率 | -6.89 | 7.59 | 16.12 | 16.56 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 15.03 | 17.68 | 17.85 | 17.67 |
| 净利润率 | 2.00 | 2.36 | 2.50 | 2.82 |
| 总资产收益率 ROA | 3.40 | 3.44 | 3.77 | 4.22 |
| 净资产收益率 ROE | 8.44 | 8.59 | 9.52 | 10.53 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 0.78 | 0.85 | 0.87 | 0.88 |
| 速动比率 | 0.36 | 0.47 | 0.49 | 0.50 |
| 现金比率 | 0.22 | 0.33 | 0.34 | 0.36 |
| 资产负债率 (%) | 51.91 | 51.96 | 52.22 | 51.37 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 5.10 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 存货周转天数 | 31.62 | 33.00 | 33.00 | 33.00 |
| 总资产周转率 | 1.73 | 1.51 | 1.55 | 1.53 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.55 | 0.59 | 0.69 | 0.81 |
| 每股净资产 | 6.55 | 6.92 | 7.26 | 7.65 |
| 每股经营现金流 | 0.97 | 2.30 | 2.34 | 2.31 |
| 每股股利 | 0.36 | 0.36 | 0.41 | 0.55 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 11 | 10 | 9 | 8 |
| PB | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.8 |
| EV/EBITDA | 4.80 | 4.23 | 3.85 | 3.51 |
| 股息收益率 (%) | 5.76 | 5.80 | 6.73 | 8.89 |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 净利润 | 75758 | 84922 | 97451 | 113589 |
| 折旧和摊销 | 109906 | 117474 | 124796 | 132403 |
| 营运资金变动 | -80516 | 44143 | 24974 | -2814 |
| 经营活动现金流 | 116269 | 275718 | 280338 | 277499 |
| 资本开支 | -172315 | -168049 | -172272 | -179765 |
| 投资 | -6316 | -6200 | -6200 | -6200 |
| 投资活动现金流 | -95010 | -181730 | -178472 | -185965 |
| 股权募资 | 3946 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 50142 | 35080 | 7000 | 10000 |
| 筹资活动现金流 | -39699 | -20235 | -67412 | -72125 |
| 现金净流量 | -15152 | 73752 | 34454 | 19410 |

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026