



中国石油 (601857.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

改革有势，业绩有声！

业绩简评

公司于2023年8月30日发布公司2023年半年度报告，1H23实现营业收入14798.71亿元，同比减少8.3%；1H23实现归母净利润852.72亿元，同比增加4.5%。其中，2023Q2实现营业收入7474亿元，同比减少10.52%，环比增加2.04%；2023Q2实现归母净利润416.42亿元，同比减少3.89%，环比减少4.56%。在油价H1同比下跌26.2%的情况下，公司业绩超预期。

经营分析

上游油气产量稳健增长，勘探开发板块业绩确定性较强：当前OPEC+持续减产叠加美国原油供应边际增量有限，伴随全球原油消费需求逐步恢复，国际油价有望持续维持中高位震荡，公司勘探生产板块维持稳健，1H23公司勘探生产资本开支为796.26亿元，同比增加9.35%，油气产量达893.8百万桶油当量，同比增加5.78%，油价维持中高位震荡叠加公司油气产量稳健，公司勘探开发板块业绩确定性较强。

国内成品油市场高景气，强势支撑公司未来业绩：1H23汽柴油裂解价差分别达到1273元/1020元/吨，分别同比增加86.94%/72.02%。与此同时，1H23公司原油加工量达9108万吨，同比增加12.6%，汽油/柴油/煤油产量分别为2393.8万吨/2863万吨/628.8万吨，分别同比增加8.7%/11.3%/67.1%。强势支撑公司业绩。

持续维持高股利政策，股东投资回报丰厚：公司1H23现金分红共计384.84亿元，股利支付率达45.07%。公司股息率同样维持较高水平，2023年半年度现金股利达0.21元/股，以2023年6月30日收盘价计算，公司1H23动态股息率为5.76%（1H23动态股息率=（2022年期末股息+2023年中期股息）/6月30日收盘价），股东投资回报丰厚。

盈利预测、估值与评级

我们认为公司在央企改革的大背景下，经营指标的提升可以部分对冲原油价格的负面波动，公司的核心竞争力将持续体现，我们上调了2023-2025年盈利预测，上调幅度分别为18%、13%和9%，预计2023-2025年公司归母净利润1650亿元/1701亿元/1751亿元，对应EPS为0.90元/0.93元/0.96元，对应PE为8.61X/8.35X/8.11X，维持“买入”评级。

风险提示

(1) 油气田投产进度不及预期；(2) 成品油价格放开风险；(3) 终端需求不景气风险；(4) 三方数据误差影响；(5) 海外经营风险 (6) 汇率风险。

石油化工组

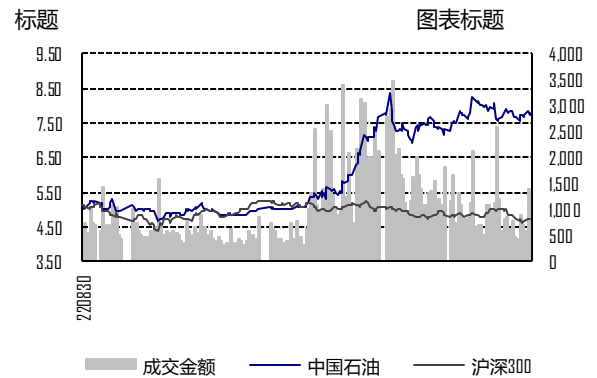
分析师：许隽逸 (执业 S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

分析师：陈律楼 (执业 S1130522060004)

chenlvlu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：7.76 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,614,349	3,239,167	3,118,201	3,138,253	3,225,436
营业收入增长率	35.19%	23.90%	-3.73%	0.64%	2.78%
归母净利润(百万元)	92,161	149,375	165,014	170,104	175,062
归母净利润增长率	385.01%	62.08%	10.47%	3.08%	2.91%
摊薄每股收益(元)	0.504	0.816	0.902	0.929	0.957
每股经营性现金流净额	1.65	2.15	2.53	2.60	2.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.29%	10.91%	11.29%	10.94%	10.60%
P/E	9.75	6.09	8.61	8.35	8.11
P/B	0.71	0.66	0.97	0.91	0.86

来源：公司年报、国金证券研究所

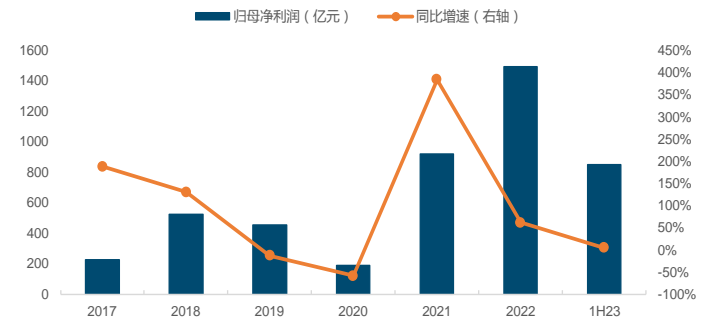
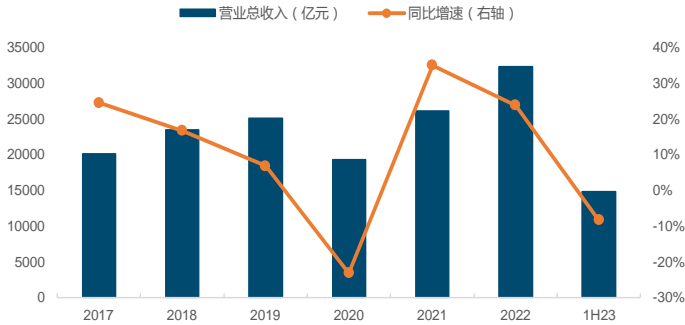


1、支柱型央企盈利能力超预期，未来业绩确定性较强

公司于2023年8月30日发布公司2023年半年度报告，1H23实现营业收入14798.71亿元，同比减少8.3%；1H23实现归母净利润852.72亿元，同比增加4.5%。其中，2023Q2实现营业收入7474亿元，同比减少10.52%，环比增加2.04%；2023Q2实现归母净利润416.42亿元，同比减少3.89%，环比减少4.56%。公司业绩在油价同比大幅下滑26.2%和化工品需求持续走弱的大环境下，通过持续改革，业绩超预期。

图表1：1H23公司营业收入同比减少8.3%

图表2：1H23公司归母净利润同比增加4.5%



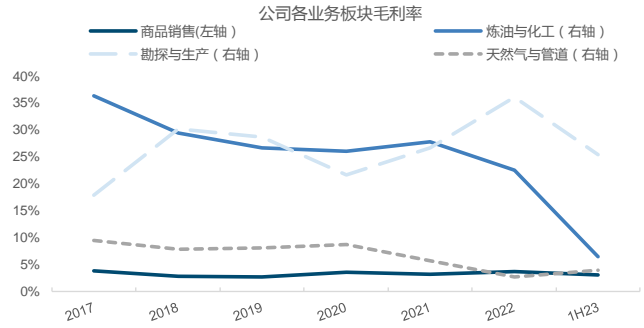
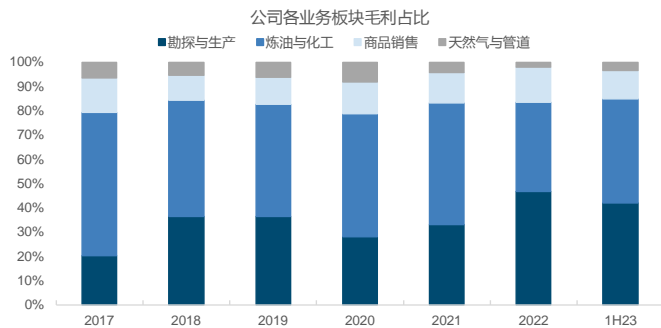
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

公司销售业务板块持续维持稳定的盈利能力，1H23公司销售业务板块毛利率为3%，同比-0.9pct，贡献毛利占比达11.68%。公司炼油业务板块盈利水平同比小幅增长，1H23公司炼油单位加工成本为220.71元/吨，同比增长5.3%，1H23公司炼油业务板块毛利率为6.5%，同比+0.3pct，贡献毛利占比达42.94%。

图表3：公司各业务板块毛利占比

图表4：公司各业务板块毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

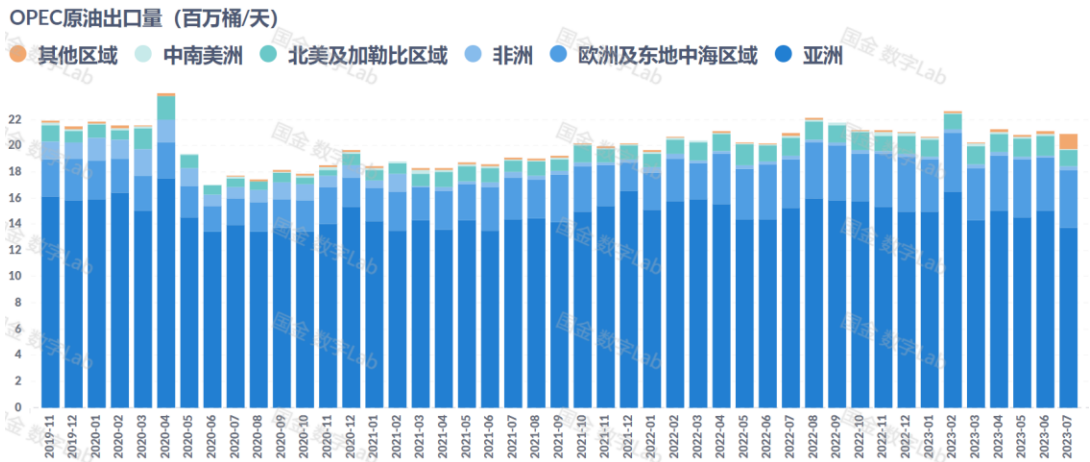
2023年以来国际油价维持中高位震荡，同时重点产油国供应边际增量有限。2023年4月，OPEC宣布自5月起自愿原油减产约115万桶/天。2023年6月，OPEC+部长级会议又将共计约165万桶/天的自愿减产延续至2024年底，并于2024年1月起设立新的基准生产配额，部分非洲成员国生产配额受到压缩。此外，沙特还在2023年7月进行独立于OPEC+自愿减产外的额外100万桶/天的减产，目前已延长至2023年9月底。

2023年2月，俄罗斯宣布自3月份起自愿原油减产50万桶/天维持到2024年底。此外，俄罗斯将在现有减产的基础上于2023年8月进行额外50万桶/天的减产以及2023年9月减少30万桶/天的原油出口。

2023年7月OPEC原油出口量为2088万桶/天，环比减少1.14%，考虑到沙特7-9月100万桶/天减产仍在持续当中，后续OPEC在2023年原油供应增量较为有限；俄罗斯原油出口量为413万桶/天，环比减少12.31%，当前俄罗斯原油出口量出现较为明显下降，考虑到俄罗斯额外减产与出口削减即将实施，后续俄罗斯在2023年原油供应量或将出现边际减少。

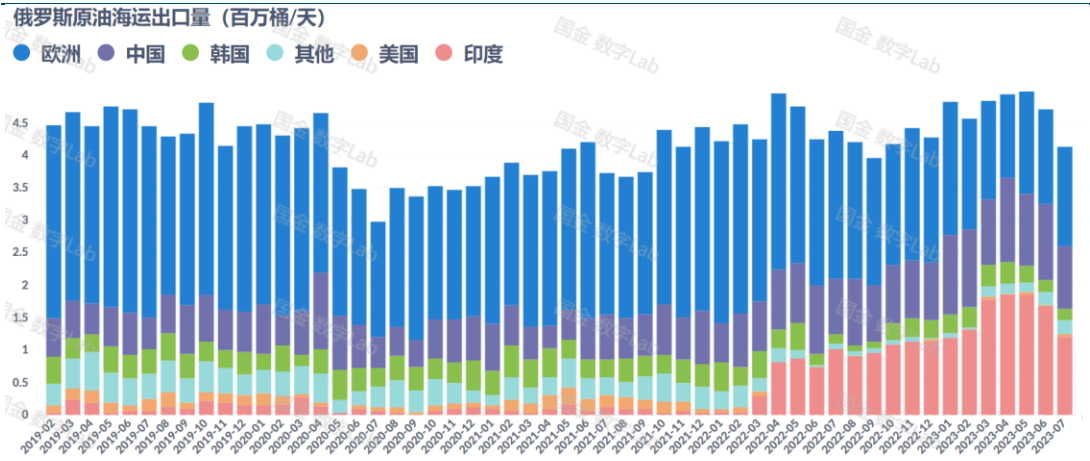


图5: OPEC原油出口量(百万桶/天)



来源: Refinitiv, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图6: 俄罗斯原油出口量(百万桶/天)



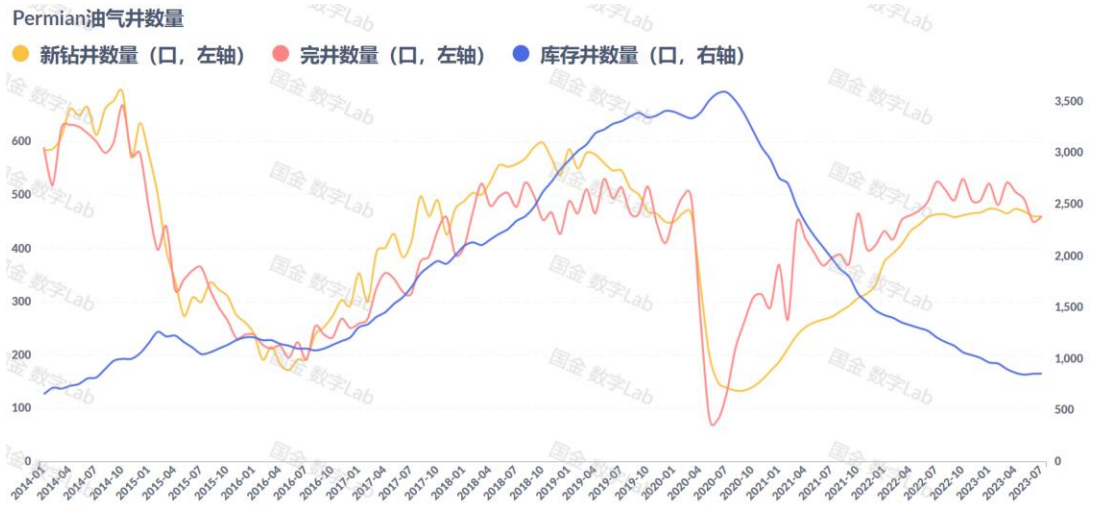
来源: Refinitiv, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

美国新增钻井数与完井数量均出现一定回落,但完井数相对下降更为明显,库存井数去库速度减缓,开采强度整体回落,但或许说明美国完井阶段或许存在产能瓶颈或意愿不足。此外,Permian产区新钻井单井原油产量在近6个月持续维持在1055桶/天左右,油价回落且单井产量未回升叠加页岩油开采活跃度回落,在一定程度上证明美国核心页岩油资源品位产量趋稳但回升空间或较为有限,美国原油产量边际增量大概率较小。

此外,我们统计了23家页岩油企业2023资本开支预算以及产量指引,我们发现较为明显的趋势是伴随2022-2023年疫情结束全球经济复苏,叠加地缘局势紧张和高油价引发的能源安全问题,样本页岩油企业仍存在着不小的资本开支增量,2022、2023年样本页岩油企业资本开支分别有27%、23%的增量;但与此同时,2022、2023年样本页岩油企业产量增速仅有4%、4%。我们认为2023年资本开支预算增速远高于2023年原油产量指引同比增速的关键原因之一是上游开发成本通胀严重。受制于上游开发通胀严重,美国页岩油开采实物工作量增长有限,产量或将不及预期。



图表7: 美国完井环节或存在产能瓶颈



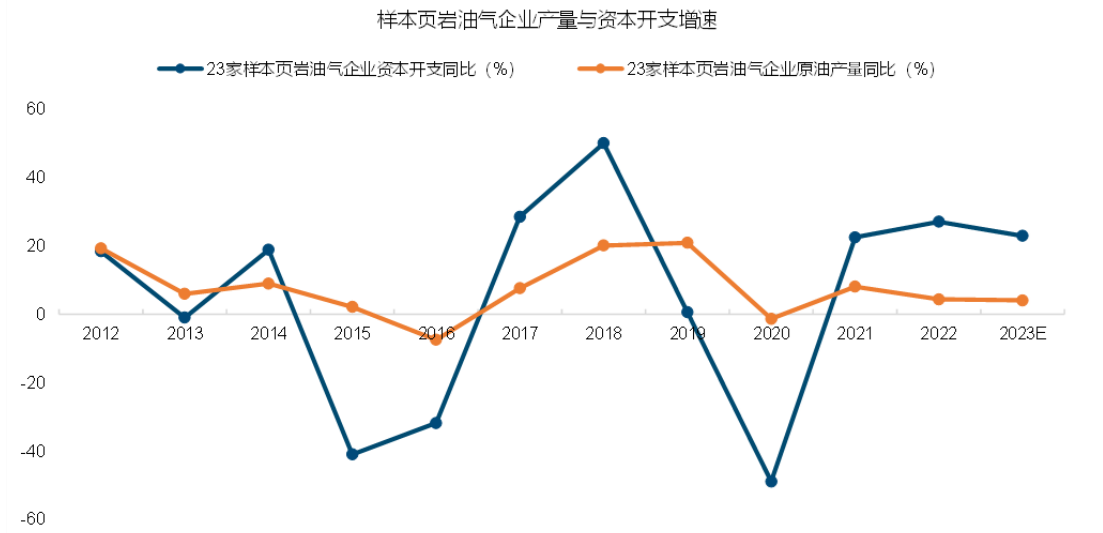
来源: EIA, 国金证券研究所

图表8: 美国页岩油核心产区新钻井单井产量



来源: EIA, 国金证券研究所

图表9: 2022-2023E 样本页岩油企业产量增幅不及资本开支增幅

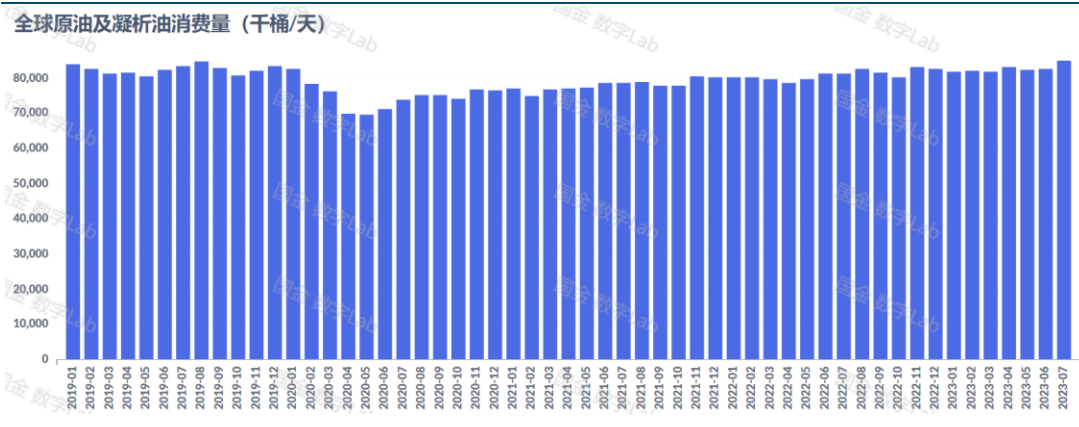


来源: 各公司公告, 国金证券研究所



近年来，全球原油及凝析油消费量在 2019 年达到峰值，约为 8400 万桶/天，伴随全球出行强度持续恢复，原油消费需求逐步回暖。2023 年 1-7 月，全球原油及凝析油消费量均值约为 8262.7 万桶/天，同比增加 3.20%。

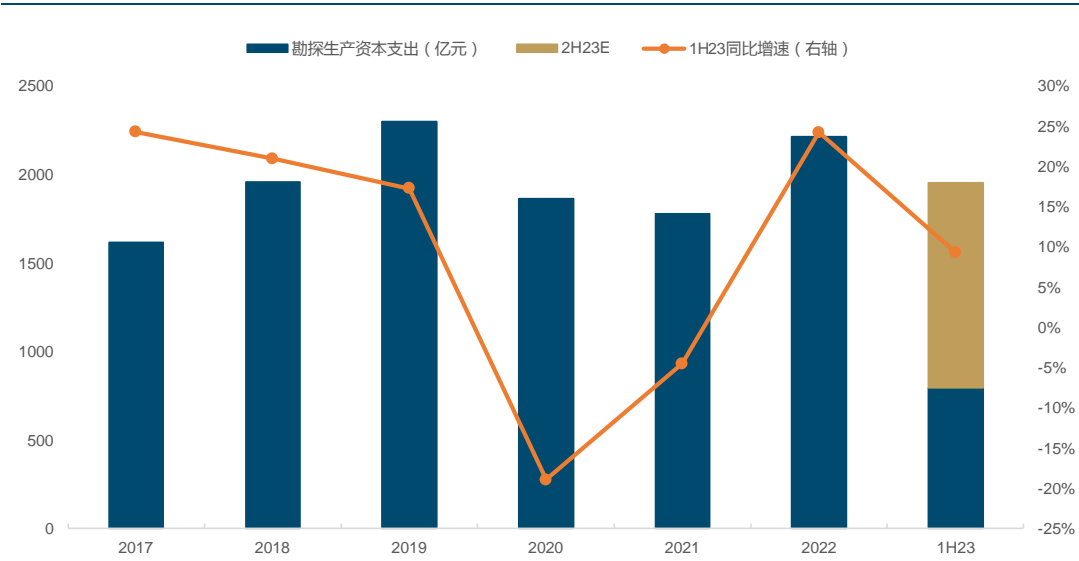
图表10: 全球原油消费需求逐步回暖



来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

公司上游勘探开发力度维持较高水平，积极响应政府增储上产号召增大勘探开发资本开支。1H23 公司勘探生产资本支出达 796.26 亿元，同比增加 9.35%。公司上游油气产量显著提升，1H23 公司油气总产量达 8.4 亿桶油当量，同比增加 5.78%。其中，原油产量达 4.74 亿桶，同比增加 4.96%，天然气产量达 2517.1 十亿立方英尺，同比增加 6.74%。

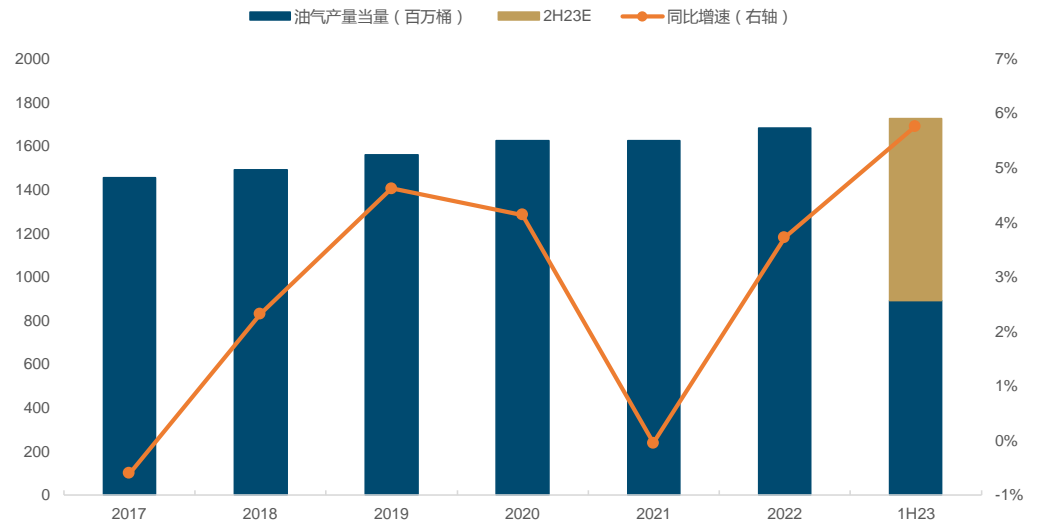
图表11: 1H23 公司勘探生产资本支出同比增加 9.35%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

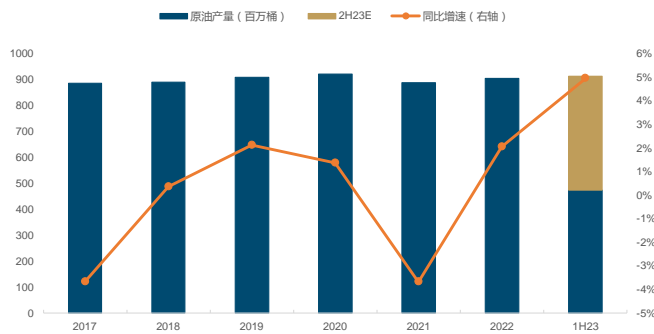


图表12: 1H23 公司油气产量当量同比增加 5.78%



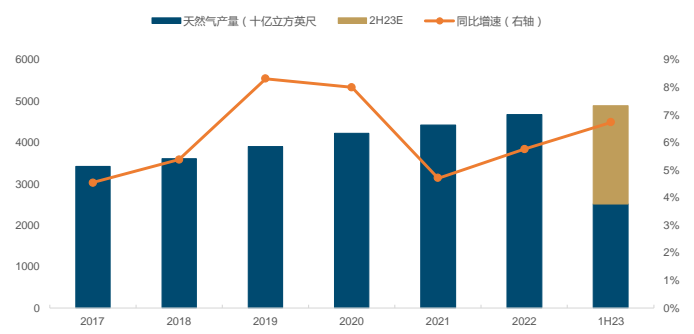
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表13: 1H23 公司原油产量同比增加 4.96%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表14: 1H23 公司天然气产量同比增加 6.74%

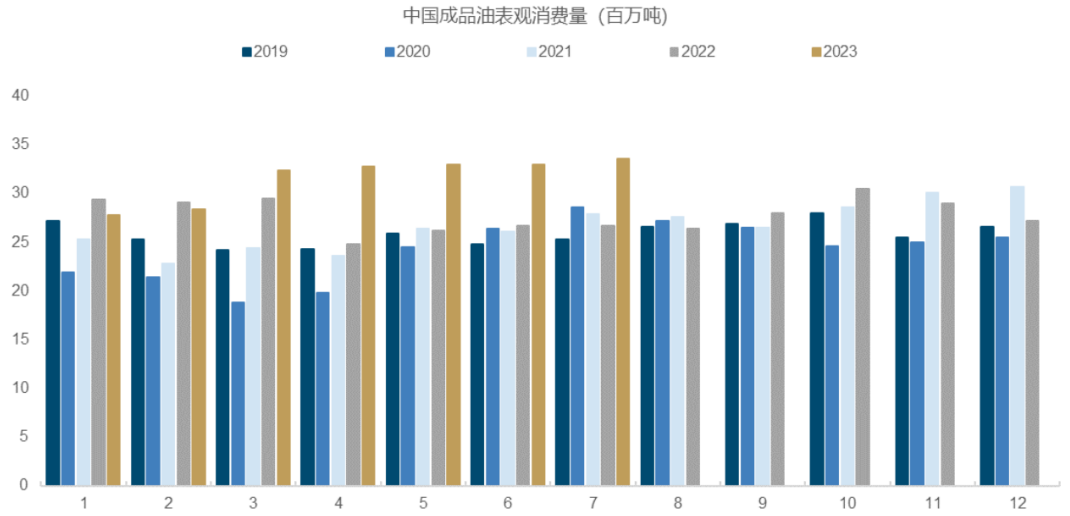


来源: 公司公告, 国金证券研究所

1H23 国内成品油市场高景气, 成品油表观消费量创近年来新高。2023 年 1-7 月汽油/柴油/煤油累计表观消费量达 84.88 百万吨/116.76 百万吨/19.06 百万吨, 分别同比增加 6.53%/16.30%/58.63%。与此同时, 1H23 公司原油加工量达 9108 万吨, 同比增加 12.6%, 2023 年公司全年计划加工原油 12.93 亿桶, 同比增加 6.63%。2023H1 汽油/柴油/煤油产量分别为 2393.8 万吨/2863 万吨/628.8 万吨, 分别同比增加 8.7%/11.3%/67.1%。

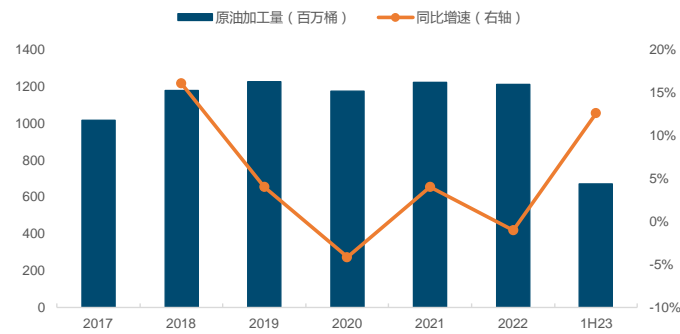


图表15: 2023年1-7月成品油表观消费量同比增加14.89%



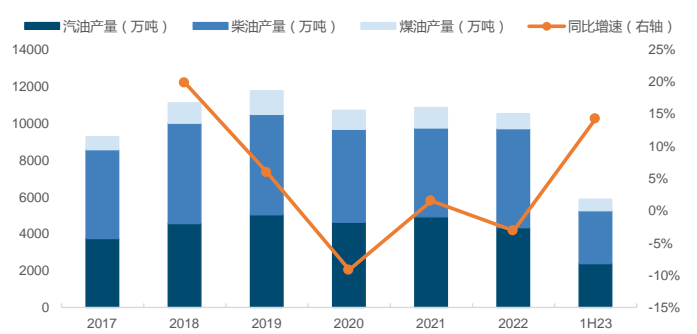
来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表16: 1H23公司原油加工量同比增加12.64%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表17: 1H23公司成品油产量同比增加14.26%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2023年上半年国际原油价格中高位震荡,年初至今布伦特原油期货价格均值达80.68美元/桶。国内炼油板块持续强劲,成品油裂解价差持续修复,1H23汽柴油裂解价差分别为1273元/1020元/吨,分别同比增加86.94%/72.02%,2023年7月以来裂解价差持续震荡上行,截至8月29日,汽油/柴油裂解价差分别达1297.84元/1003.79元/吨,公司炼油业务板块伴随终端需求平稳恢复业绩有所支撑。

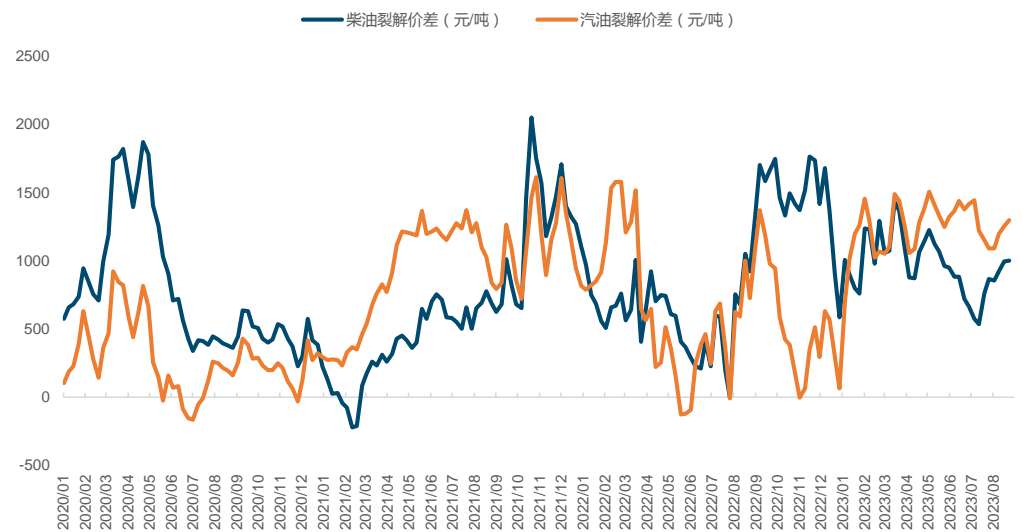


图表18: 布伦特原油期货结算价格 (美元/桶)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表19: 1H23 汽柴油裂解价差持续维持较高水平

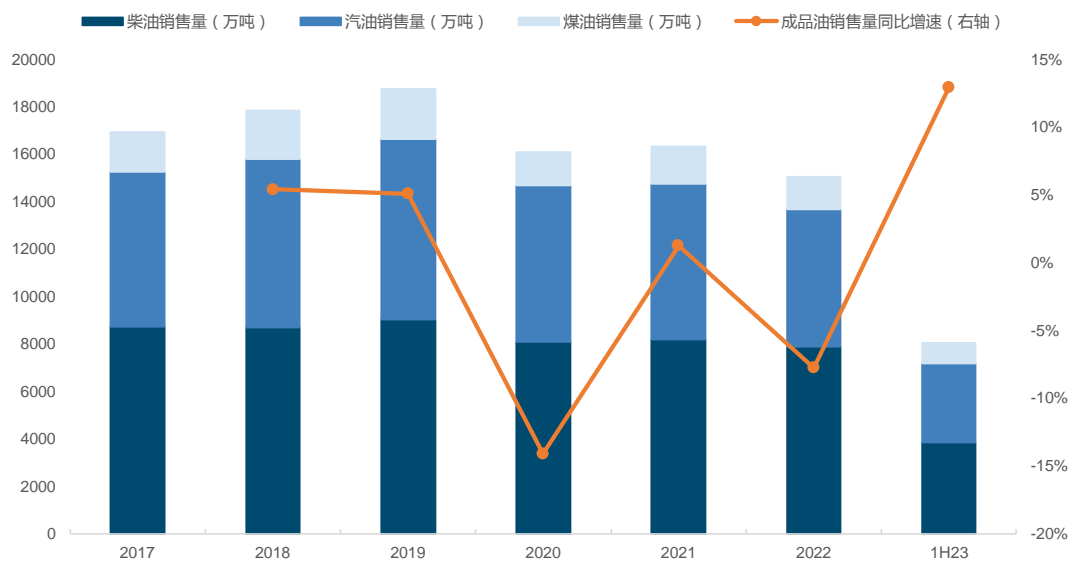


来源: Wind, 国金证券研究所

与此同时, 1H23 公司成品油销售量显著提升, 汽油/柴油/煤油销售量分别为 3847.5 万吨/3339.6 万吨/879.7 万吨, 分别同比增加 8.19%/11.99%/45.4%。成品油销售量显著提升带动公司销售业务板块业绩稳定增长。



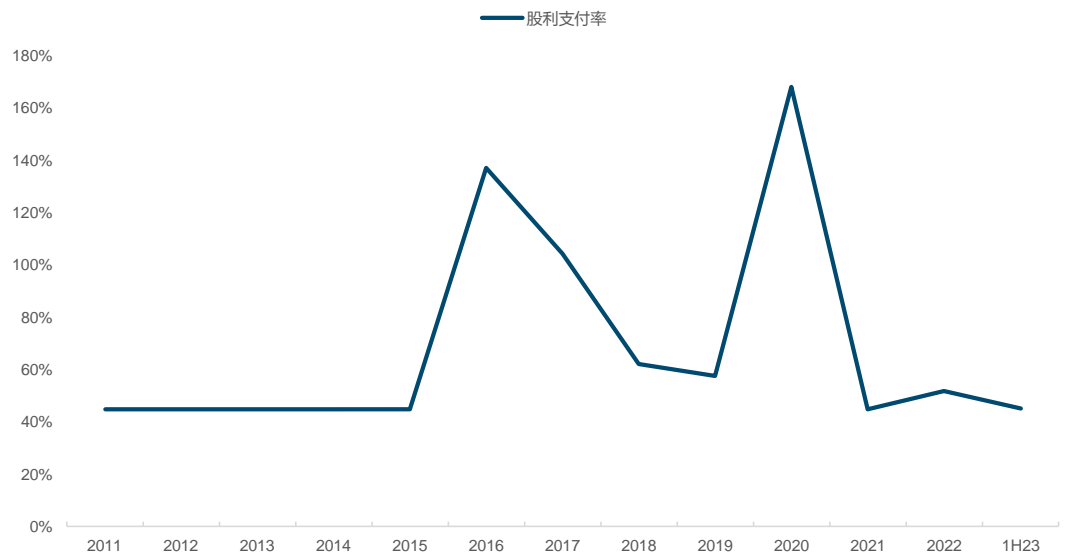
图表20: 1H23 公司成品油销售量同比增加 12.93%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司坚持高股利政策, 股东投资回报丰厚。公司 1H23 现金分红共计 384.84 亿元, 股利支付率达 45.07%。公司股息率同样维持较高水平, 2023 年半年度现金股利达 0.21 元/股, 以 2023 年 6 月 30 日收盘价计算, 公司 1H23 动态股息率为 5.76% (1H23 动态股息率 = (2022 年期末股息 + 2023 年中期股息) / 6 月 30 日收盘价), 股东投资回报丰厚。

图表21: 1H23 公司股利支付率达到 45.07%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2、风险提示

- 1) 油气田投产进度不及预期: 油气田从勘探到开采是一个漫长的过程, 在此过程中可能会出现油气田投产时间延迟;
- 2) 成品油价格放开风险: 成品油价格假如放开, 转变为由市场进行定价, 汽油、柴油价格将存在频繁波动的风险, 市场竞争加剧, 中国石化和中国石油在成品油销售的垄断地位可能被撼动;
- 3) 终端需求不景气风险: 公司营业收入主要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, 存在行业景气度下行风险;
- 4) 三方数据误差影响: 三方数据包含卫星数据及油轮定位等数据, 数据误差包括与卫星定位直接有关的定位误差, 以及与卫星信号传播和接收有关的系统误差;



- 5) 海外经营风险：公司在多个国家经营，受到当地政治、法律及监管环境影响，可能出现经营状况不稳定或受到税收、进出口限制等情况；
- 6) 汇率风险：全球原油价格主要由美元计价，公司也有部分资产在海外市场经营，但公司财报通常以人民币结算，如果人民币与美元汇率出现较大波动，或对公司业绩汇算产生影响。



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

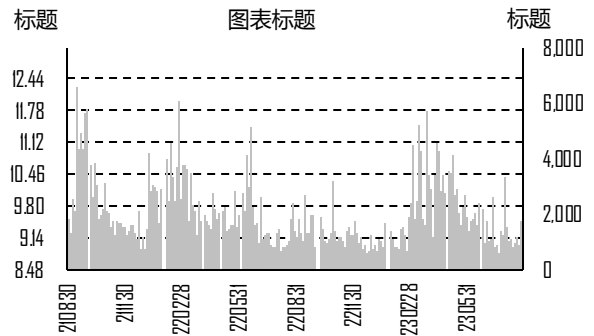
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究