

中国石化 (600028.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

坚挺业绩展龙头央企价值!

业绩简评

中国石化于2023年10月26日发布公司三季度报告,2023年前三季度实现营业收入24699.41亿元,同比增加0.68%;实现归母净利润529.66亿元,同比减少6.52%。其中,2023Q3实现营业收入8762.59亿元,同比增加4.17%,环比增加9.21%;实现归母净利润178.55亿元,同比增加35.99%,环比增加18.96%,业绩符合预期。

经营分析

油价有望维持中高位震荡,勘探开发板块业绩稳健:2023年前三季度公司勘探生产资本支出为507.11亿元,同比减少1.72%,油气总产量为3.75亿桶当量,同比增长3.30%。在油价持续维持中高位震荡背景下,公司勘探生产资本支出有所保障,油气产量稳中有升,勘探生产板块业绩稳健。

炼油板块持续强劲,成品油零售业绩维持稳定:2023Q3柴油/汽油裂解价差分别为795元/1124元/吨,整体仍维持在中高水平。公司2023年前三季度汽油/柴油/煤油产量分别为4726万吨/4845万吨/2181万吨,分别同比增加5.07%/7.86%/65.60%,公司炼油业务板块持续强劲。与此同时,2023年前三季度公司成品油零售量为9105万吨,同比增加15.12%,其中Q3零售量为3129万吨,同比增加12.31%,环比增加2.93%,公司成品油销售板块业绩稳定。

化工板块持续承压,期待需求好转带动公司业绩修复:公司化工板块表现较为低迷,2023年前三季度化工板块息税利润为-67.07亿元,其中Q3实现盈利0.59亿元,主要原因为化工品市场需求较弱,尤其是烯烃类产品仍处于恢复初期。2023Q3聚烯烃-原油价差为2768元/吨,同比增加27.62%,环比减少13.11%。公司化工板块承压,拖累公司整体业绩,伴随终端需求好转,公司大体量化工产品或存在带动公司业绩回升可能性。

盈利预测、估值与评级

我们认为在原油价格维持稳健中枢的前提下,公司盈利确定性较强,我们预计2023-2025年公司归母净利润720亿元/750亿元/780亿元,对应EPS为0.60元/0.63元/0.65元,对应PE为9.25X/8.88X/8.54X,维持“买入”评级。

风险提示

(1)地缘政治扰乱全球原油市场;(2)成品油价格放开风险;(3)终端需求不景气风险;(4)境外业务经营风险;(5)意外事故风险;(6)汇率风险。

石油化工组

分析师:许隽逸(执业S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

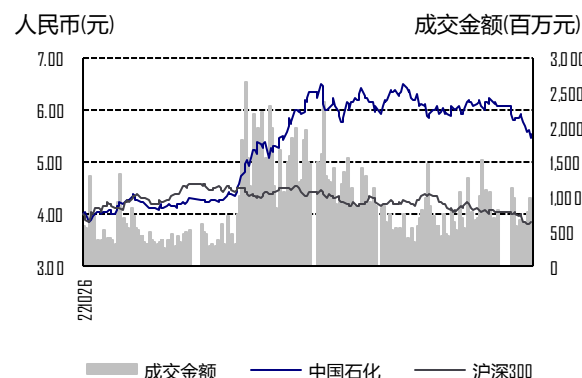
分析师:陈律楼(执业S1130522060004)

chenlvlu@gjzq.com.cn

市价(人民币):5.56元

相关报告:

- 《中国石化公司点评:化工需求承压不改坚挺业绩!》, 2023.8.27
- 《中国石化公司点评:从防御到进攻的稀缺央企资产!》, 2023.4.27
- 《中国石化公司点评:高股息稳健型央企本色尽显!》, 2023.3.27



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,740,884	3,318,168	2,982,835	3,029,076	3,084,667
营业收入增长率	30.15%	21.06%	-10.11%	1.55%	1.84%
归母净利润(百万元)	71,208	66,302	72,025	75,035	78,017
归母净利润增长率	116.28%	-6.89%	8.63%	4.18%	3.97%
摊薄每股收益(元)	0.588	0.553	0.601	0.626	0.651
每股经营性现金流净额	1.76	0.91	1.67	1.92	2.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.19%	8.44%	8.88%	8.96%	9.02%
P/E	7.19	7.88	9.25	8.88	8.54
P/B	0.66	0.67	0.82	0.80	0.77

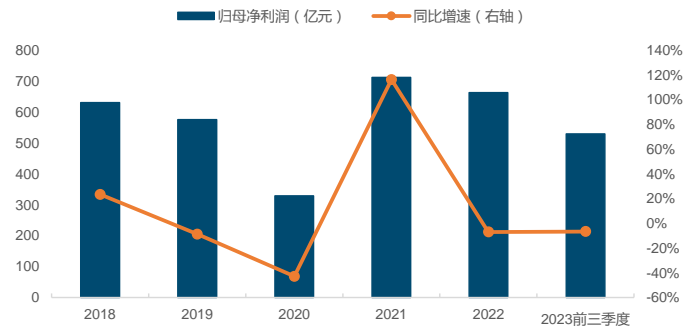
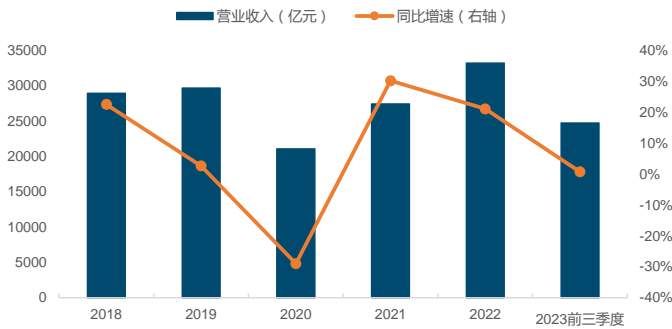
来源:公司年报、国金证券研究所

1、油品销售强势依旧，业绩同环比明显修复

中国石化于 2023 年 10 月 26 日发布公司三季度报告，2023 年前三季度实现营业收入 24699.41 亿元，同比增加 0.68%；实现归母净利润 529.66 亿元，同比减少 6.52%。其中，2023Q3 实现营业收入 8762.59 亿元，同比增加 4.17%，环比增加 9.21%；实现归母净利润 178.55 亿元，同比增加 35.99%，环比增加 18.96%，业绩符合预期。

图表1：2023 年前三季度营业收入同比增加 0.68%

图表2：2023 年前三季度归母净利润同比减少 6.52%



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 年第三季度受沙特等 OPEC+ 国家额外减产以及地缘冲突等因素影响，国际油价震荡上行，2023Q3 布伦特原油期货价格均值为 85.83 美元/桶，环比增加 10.15%。

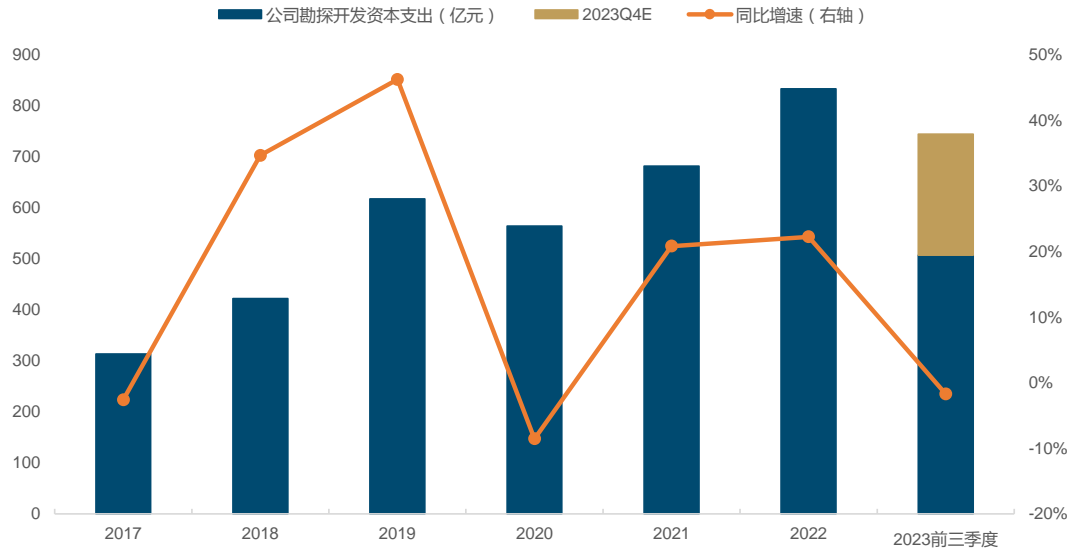
公司积极响应政府“增储上产”号召，2023 年前三季度公司勘探生产资本支出为 507.11 亿元，同比减少 1.72%，公司上游资产勘探开发持续维持高水平。公司上游油气产量持续增长，2023 年前三季度公司油气总产量为 3.75 亿桶当量，同比增长 3.30%，其中，原油/天然气产量分别为 2.11 亿桶/9929.8 亿立方英尺，分别同比减少 0.11%/增加 8.66%。2023Q3 原油/天然气产量分别为 7091 万桶/3321 亿立方英尺，分别同比减少 0.37%/增加 10.74%，分别环比增加 1.03%/0.51%。在油价持续维持中高位震荡背景下，公司勘探生产板块业绩或将持续维持稳健。

图表3：布伦特原油期货结算价格（美元/桶）



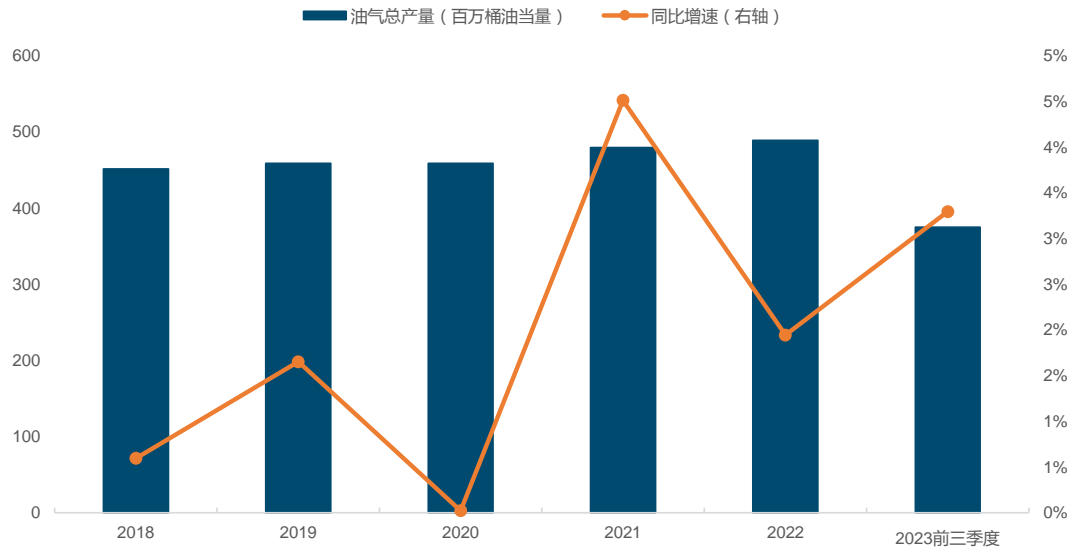
来源：Wind，国金证券研究所

图表4: 2023年前三季度公司勘探开发资本支出507.11亿元



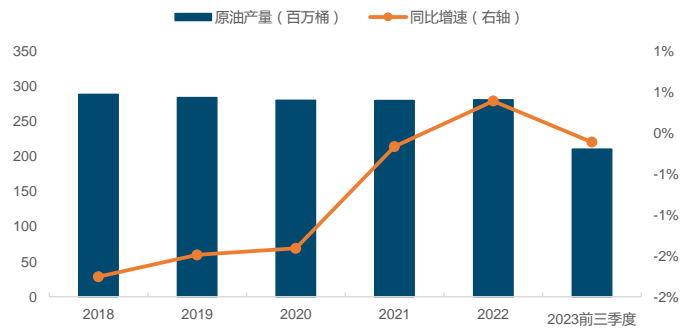
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表5: 2023年前三季度公司油气总产量同比增加3.30%

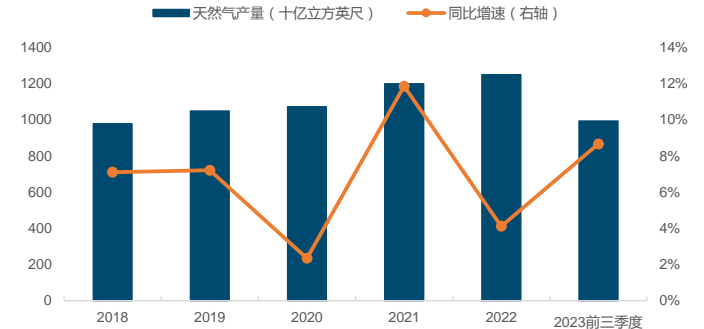


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表6: 2023年前三季度公司原油产量同比减少0.11%



图表7: 2023年前三季度天然气产量同比增加8.66%



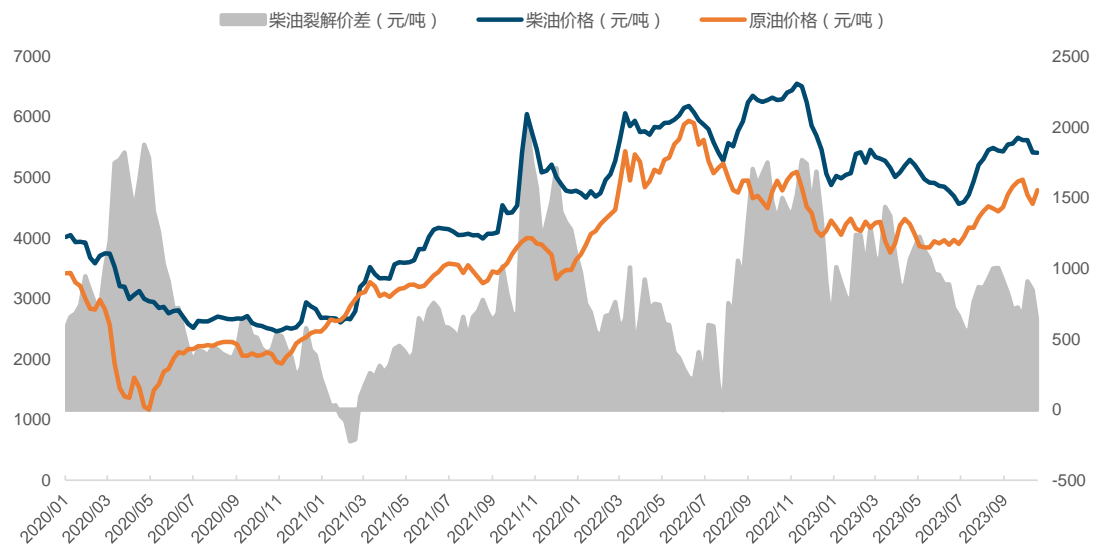
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

2023Q3 成品油裂解价差环比略有下滑, Q3 柴油/汽油裂解价差分别为 795 元/1124 元/吨, 分别环比减少 17.06%/15.32%, 但整体仍维持在中高水平。

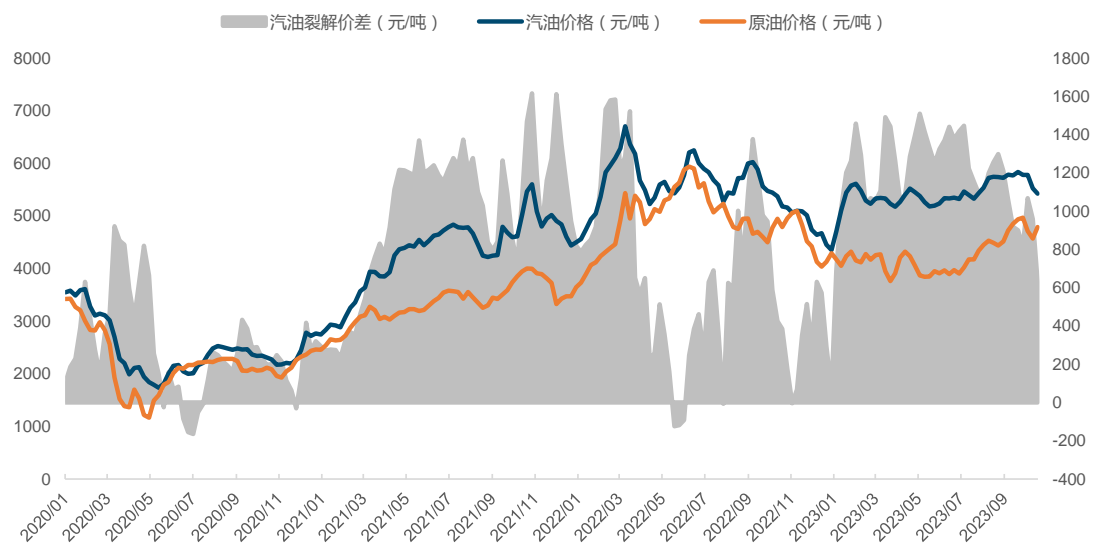
公司 2023 年前三季度原油加工量达 1.94 亿吨，同比增加 7.59%，汽油/柴油/煤油产量分别为 47.26 万吨/48.45 万吨/21.81 万吨，分别同比增加 5.07%/7.86%/65.60%，煤油产量同比大幅提升，主要是由于航空煤油需求大幅上涨所致，公司为适应航空煤油市场需求，从而加大煤油生产力度。2023 年公司计划加工原油 2.50 亿吨，同比增加 3.19%，计划生产成品油 1.46 亿吨，同比增加 4.17%，公司炼油业务板块持续强劲。

图表8: 柴油裂解价差持续维持在中高水平



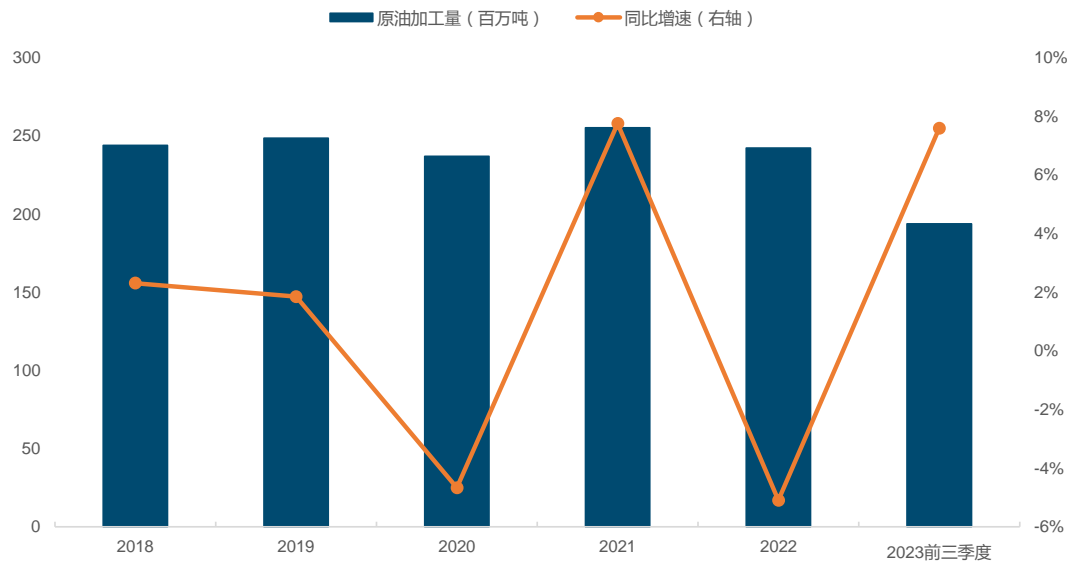
来源: Wind, 国金证券研究所

图表9: 汽油裂解价差持续维持在中高水平



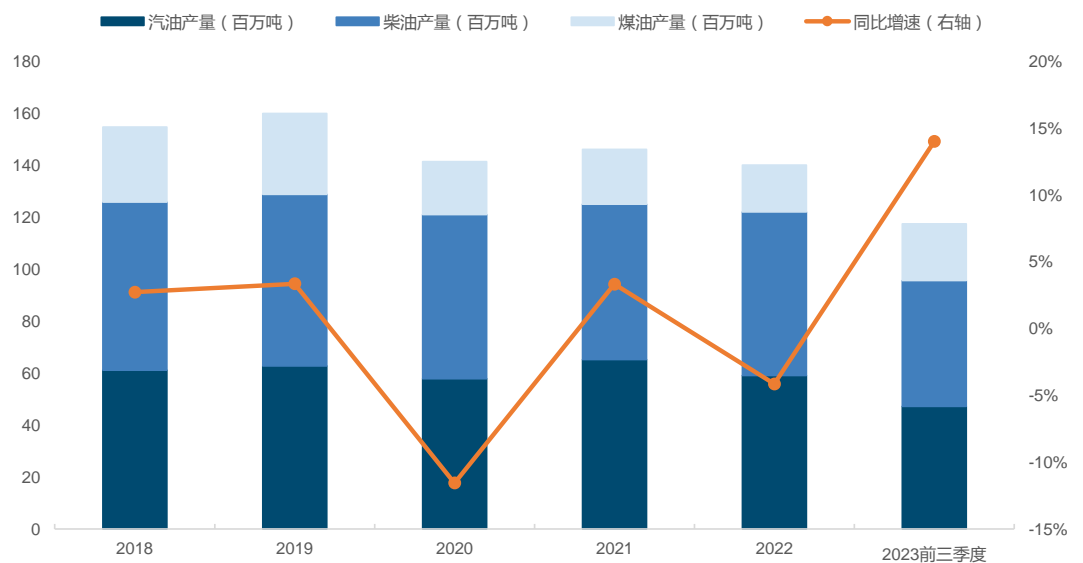
来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 2023年前三季度公司原油加工量达1.94亿吨



来源: 公司公告, 国金证券研究所

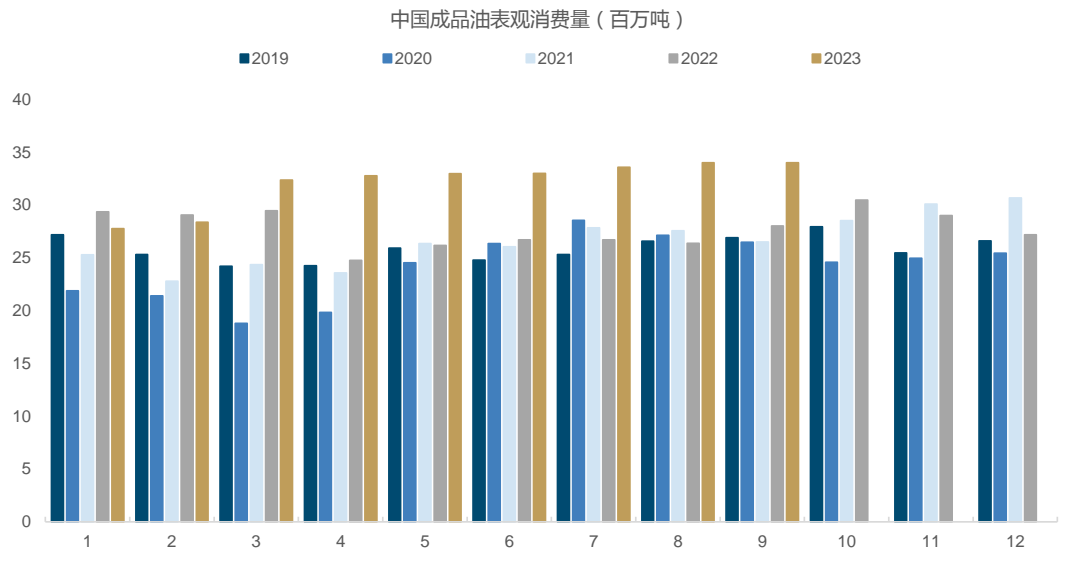
图表11: 2023年前三季度公司成品油产量达1.18亿吨



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2023年国内居民出行强度复苏, Q3成品油终端销售市场持续延续高景气。2023年1-9月国内成品油累计表观消费量为2.89亿吨, 同比增加17.14%, 成品油表观消费量持续维持在近年同期最高水平。

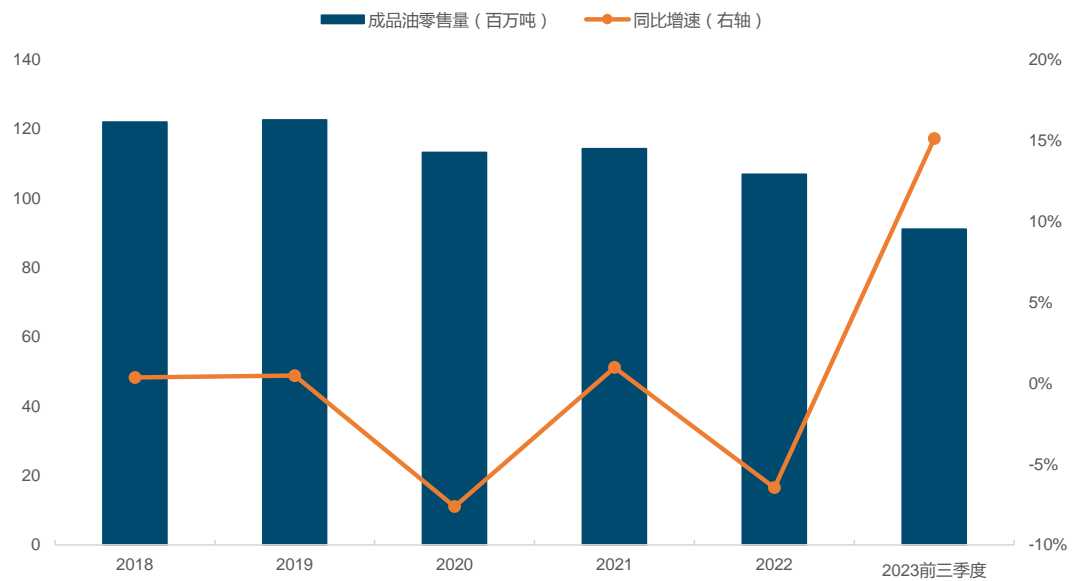
图表12: 2023年1-9月成品油表观消费量达2.89亿吨



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

公司成品油零售量同比显著提升, 公司成品油销售板块业绩稳定。2023年前三季度公司成品油零售量为9105万吨, 同比增加15.12%, 其中Q3零售量为3129万吨, 同比增加12.31%, 环比增加2.93%。

图表13: 公司前三季度成品油表观消费量同比增加15.12%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

与此同时, 公司化工板块表现较为低迷, 2023年前三季度化工板块息税利润为-67.07亿元, 其中Q3实现盈利0.59亿元, 主要原因为化工品市场需求较弱, 尤其是烯烃类产品仍处于恢复初期。2023Q3聚烯烃-原油价差为2768元/吨, 同比增加27.62%, 环比减少13.11%, 2023年聚烯烃-原油价差相较于2021年价差水平存在较大差距, 公司化工板块承压, 拖累公司整体业绩, 伴随终端需求好转, 公司大体量化工产品或存在带动公司业绩回升可能性。

图表14: 聚烯烃-原油价差处于较低水平



来源: Wind, 国金证券研究所

2、风险提示

- 1) 地缘政治扰乱全球原油市场: 俄乌局势变化、伊核协议推进以及委内瑞拉制裁解除等地缘政治事件或造成供应端的不确定性, 扰乱全球原油市场;
- 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天然气等产品。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) 境外业务经营风险: 公司在境外从事油气勘探开发、炼油化工等业务, 境外业务和资产均受所在国法律法规管辖。存在国际地缘政治变化、区域贸易集团的排他性以及经贸问题等风险因素;
- 5) 意外事故风险: 公司炼化、加工、运输等众多环节均存在大量易燃易爆有毒有害易污染物, 存在发生意外事故的风险, 对人身安全造成威胁, 带来较大的经济损失;
- 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。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	2,105,984	2,740,884	3,318,168	2,982,835	3,029,076	3,084,667	货币资金	184,412	221,989	145,052	167,743	169,242	171,179	
增长率		30.1%	21.1%	-10.1%	1.6%	1.8%	应收款项	77,924	76,464	76,880	79,515	80,748	82,230	
主营业务成本	-1,688,398	-2,216,551	-2,819,363	-2,513,303	-2,548,366	-2,592,378	存货	151,895	207,433	244,241	206,573	209,455	213,072	
%销售收入	80.2%	80.9%	85.0%	84.3%	84.1%	84.0%	其他流动资产	41,164	52,138	56,967	59,390	59,530	59,707	
毛利	417,586	524,333	498,805	469,532	480,709	492,288	流动资产	455,395	558,024	523,140	513,221	518,975	526,187	
%销售收入	19.8%	19.1%	15.0%	15.7%	15.9%	16.0%	%总资产	26.3%	29.5%	26.8%	25.8%	25.3%	24.8%	
营业税金及附加	-234,947	-259,032	-263,991	-238,627	-242,326	-246,773	长期投资	189,867	209,946	234,671	238,671	238,671	238,671	
%销售收入	11.2%	9.5%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	固定资产	714,050	754,871	826,803	872,816	926,875	990,387	
销售费用	-64,438	-57,891	-58,567	-56,674	-57,552	-58,609	%总资产	41.2%	40.0%	42.4%	43.9%	45.2%	46.7%	
%销售收入	3.1%	2.1%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	无形资产	132,221	137,811	139,192	145,164	150,938	156,520	
管理费用	-66,291	-62,535	-57,208	-53,691	-54,523	-55,524	非流动资产	1,278,410	1,331,231	1,425,500	1,476,575	1,530,383	1,593,664	
%销售收入	3.1%	2.3%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	%总资产	73.7%	70.5%	73.2%	74.2%	74.7%	75.2%	
研发费用	-10,086	-11,481	-12,773	-11,931	-12,116	-12,339	资产总计	1,733,805	1,889,255	1,948,640	1,989,796	2,049,357	2,119,851	
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	短期借款	43,249	56,017	84,157	86,660	99,303	120,116	
息税前利润 (EBIT)	41,824	133,394	106,266	108,609	114,191	119,044	应付款项	246,256	330,341	389,316	324,686	329,223	334,915	
%销售收入	2.0%	4.9%	3.2%	3.6%	3.8%	3.9%	其他流动负债	232,685	254,922	193,912	228,062	232,590	237,534	
财务费用	-9,506	-9,010	-9,974	-16,918	-18,690	-19,769	流动负债	522,190	641,280	667,385	639,408	661,116	692,564	
%销售收入	0.5%	0.3%	0.3%	0.6%	0.6%	0.6%	长期贷款	45,459	49,341	94,964	129,964	129,964	129,964	
资产减值损失	-28,084	-15,476	-10,925	0	0	0	其他长期负债	282,280	282,593	249,138	245,432	245,024	244,763	
公允价值变动收益	-1,253	3,341	-1,715	0	0	0	负债	849,929	973,214	1,011,487	1,014,804	1,036,103	1,067,291	
投资收益	47,486	6,032	14,462	10,000	10,000	10,000	普通股股东权益	742,463	775,102	785,577	811,416	837,678	864,984	
%税前利润	99.0%	5.6%	15.3%	9.4%	9.1%	8.8%	其中：股本	121,071	121,071	119,896	119,896	119,896	119,896	
营业利润	50,331	112,414	96,414	108,861	112,671	116,445	未分配利润	286,575	318,645	323,087	348,296	374,558	401,864	
营业利润率	2.4%	4.1%	2.9%	3.6%	3.7%	3.8%	少数股东权益	141,413	140,939	151,576	163,576	175,576	187,576	
营业外收支	-2,362	-4,066	-1,899	-2,500	-2,500	-2,500	负债股东权益合计	1,733,805	1,889,255	1,948,640	1,989,796	2,049,357	2,119,851	
税前利润	47,969	108,348	94,515	106,361	110,171	113,945	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	2.3%	4.0%	2.8%	3.6%	3.6%	3.7%	每股指标							
所得税	-6,219	-23,318	-18,757	-22,336	-23,136	-23,928	每股收益	0.272	0.588	0.553	0.601	0.626	0.651	
所得税率	13.0%	21.5%	19.8%	21.0%	21.0%	21.0%	每股净资产	6.132	6.402	6.552	6.769	6.989	7.216	
净利润	41,750	85,030	75,758	84,025	87,035	90,017	每股经营现金净流	1.336	1.765	0.909	1.665	1.916	2.114	
少数股东损益	8,826	13,822	9,456	12,000	12,000	12,000	每股股利	0.200	0.470	0.355	0.390	0.407	0.423	
归属于母公司的净利润	32,924	71,208	66,302	72,025	75,035	78,017	回报率							
净利率	1.6%	2.6%	2.0%	2.4%	2.5%	2.5%	净资产收益率	4.43%	9.19%	8.44%	8.88%	8.96%	9.02%	
							总资产收益率	1.90%	3.77%	3.40%	3.62%	3.66%	3.68%	
现金流量表 (人民币百万元)							投入资本收益率	3.57%	9.77%	7.49%	7.08%	7.14%	7.11%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	增长率							
净利润	41,750	85,030	75,758	84,025	87,035	90,017	主营业务收入增长率	-29.00%	30.15%	21.06%	-10.11%	1.55%	1.84%	
少数股东损益	8,826	13,822	9,456	12,000	12,000	12,000	EBIT增长率	-58.09%	218.94%	-20.34%	2.20%	5.14%	4.25%	
非现金支出	135,049	131,156	120,831	107,082	123,351	142,388	净利润增长率	-42.83%	116.28%	-6.89%	8.63%	4.18%	3.97%	
非经营收益	-42,341	6,171	-526	9,264	13,800	14,833	总资产增长率	-1.21%	8.97%	3.14%	2.11%	2.99%	3.44%	
营运资金变动	27,293	-8,722	-87,111	-715	5,504	6,194	资产管理能力							
经营活动现金净流	161,751	213,635	108,952	199,657	229,690	253,431	应收账款周转天数	7.8	4.7	4.5	5.0	5.0	5.0	
资本开支	-128,533	-143,443	-172,315	-153,539	-178,989	-207,500	存货周转天数	37.2	29.6	29.2	30.0	30.0	30.0	
投资	48,440	826	-6,316	-4,000	0	0	应付账款周转天数	36.7	29.2	29.9	30.0	30.0	30.0	
其他	-22,110	-2,581	83,621	10,000	10,000	10,000	固定资产周转天数	102.1	79.8	69.4	78.6	79.0	79.4	
投资活动现金净流	-102,203	-145,198	-95,010	-147,539	-168,989	-197,500	偿债能力							
股权募资	4,219	1,001	3,946	0	0	0	净负债/股东权益	-7.91%	-10.08%	2.96%	4.36%	5.29%	6.89%	
债权募资	18,665	18,227	50,142	37,955	12,643	20,813	EBIT利息保障倍数	4.4	14.8	10.7	6.4	6.1	6.0	
其他	-59,839	-77,170	-93,787	-66,272	-70,743	-73,714	资产负债率	49.02%	51.51%	51.91%	51.00%	50.56%	50.35%	
筹资活动现金净流	-36,955	-57,942	-39,699	-28,317	-58,100	-52,900								
现金净流量	21,354	9,492	-22,469	23,801	2,600	3,032								

来源：公司年报、国金证券研究所

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)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-12-03	买入	4.50	5.74~5.74
2	2023-03-27	买入	5.52	N/A
3	2023-04-27	买入	6.51	N/A
4	2023-08-27	买入	6.16	N/A

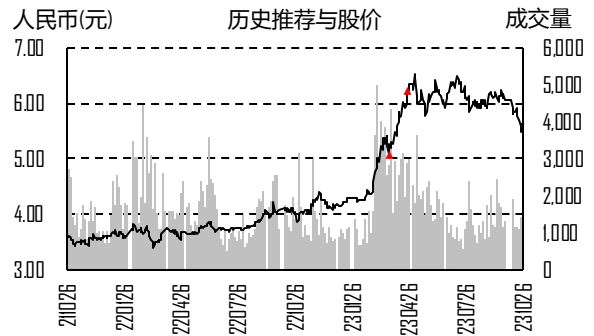
来源：国金证券研究所

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。

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806