

中国石化 (600028.SH)

三季度业绩符合预期，持续回购彰显信心

买入

核心观点

公司第三季度业绩环比增长。根据公司公告，前三季度公司实现营业收入24699.41亿元，同比上升0.68%；实现归母净利润529.66亿元，同比下降7.5%，其中第三季度为178.55亿元，同比增长34.0%。2023年前三季度，中国经济持续恢复向好。公司充分发挥一体化优势应对市场变化，加大产销协同力度，取得了高质量的经营成果。

勘探及开发板块：增储稳油增气降本取得较好成效。勘探方面，在塔里木盆地、准噶尔盆地等地区取得了一批油气新发现和重大突破，胜利济阳页岩油国家级示范区建设高效推进。在开发方面，持续扩大效益建产规模，高效推进济阳、塔河、准西等产能建设，深化老油田精细开发；大力实施天然气增储上产，加快顺北二区、川西海相等产能建设。强化天然气产供储销一体化运行组织，提升全产业链效益。前三季度，实现油气当量产量376.15百万桶，同比增长3.6%，其中，天然气产量9,929.8亿立方英尺，同比增长8.7%。

炼化板块：产销一体协同优化，推动产业链效益最大化。公司紧贴市场需求，有效统筹“油转化”“油转特”节奏，增产高档润滑油脂等适销对路产品。增加出口规模，优化出口节奏和结构。前三季度，加工原油19,374万吨，同比增长7.6%，生产成品油11,752万吨，同比增长14.0%。

销售板块：积极拓展新业态。公司积极推动充换电业务发展，拓展氢能应用场景，向“油气氢电服”综合能源服务商转型。同时，加强自有品牌商品建设，积极拓展新业态，提升非油业务经营质量和效益。前三季度，公司成品油总经销量1.81亿吨，同比增长19.1%，其中境内成品油总经销量1.43亿吨，同比增长16.9%。

化工板块：2023年第三季度实现盈利。2023年前三季度，面对新增产能加速释放的严峻形势，公司加大盈利产品排产力度，强化成本管控，努力创效。密切产销研用结合，稳步提升高附加值产品比例。前三季度，乙烯产量1,066.2万吨，同比增加6.6%。积极开拓境内外市场，全力扩销提效。前三季度化工产品经营总量为6,343万吨，同比增加5.0%。

风险提示：原油价格大幅波动；需求复苏不达预期；销量增长不达预期等。

投资建议：预计2023-2025年营业收入31849.16/32312.34/32152.88亿元，归母净利润706/747/805亿元，摊薄EPS=0.59/0.62/0.67元，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,740,884	3,318,168	3,184,916	3,231,234	3,215,288
(+/-%)	30.1%	21.1%	-4.0%	1.5%	-0.5%
净利润(百万元)	71208	66302	70585	74744	80529
(+/-%)	116.3%	-6.9%	6.5%	5.9%	7.7%
每股收益(元)	0.59	0.55	0.59	0.62	0.67
EBIT Margin	4.9%	3.2%	3.8%	3.9%	4.1%
净资产收益率 (ROE)	9.2%	8.4%	8.7%	8.9%	9.2%
市盈率 (PE)	10.4	11.1	10.4	9.8	9.1
EV/EBITDA	7.3	8.6	9.0	8.5	8.2
市净率 (PB)	0.96	0.93	0.90	0.87	0.84

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

石油石化·炼化及贸易

证券分析师：杨林
联系人：张歆钰

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

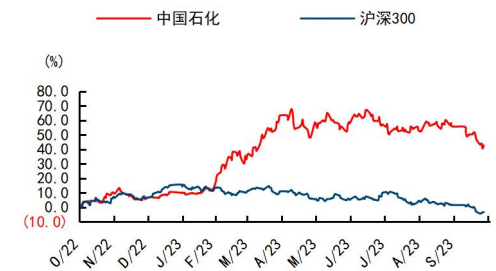
zhangxinyu4@guosen.com.cn

S0980520120002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	5.56元
总市值/流通市值	666442/666442 百万元
52周最高价/最低价	6.99/4.05元
近3个月日均成交额	748.89 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中国石化(600028.SH)-A股回购正式启动，成品油出口有望量价齐升》——2023-09-22

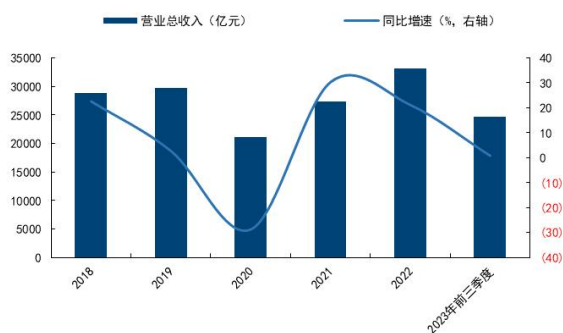
《中国石化(600028.SH)-业绩短期承压，回购彰显信心》——2023-08-28

《中国石化(600028.SH)-业绩环比大幅改善，成品油需求显著修复》——2023-04-28

《中国石化(600028.SH)-石化一体化龙头企业，看好公司稳健成长》——2023-04-06

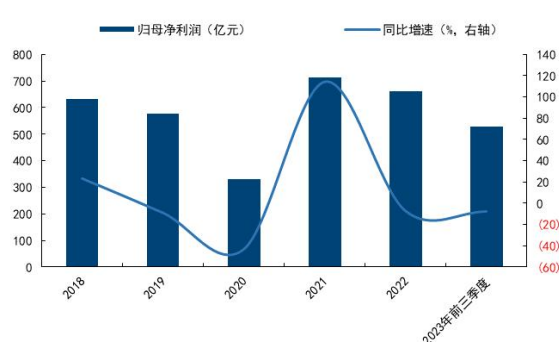
公司第三季度业绩环比增长。根据公司公告，前三季度公司实现营业收入24699.41亿元，同比上升0.68%；实现归母净利润529.66亿元，同比下降7.5%，其中第三季度为178.55亿元，同比增长34.0%。2023年前三季度，中国经济持续恢复向好，GDP同比增长5.2%。上半年国际原油价格震荡下行，三季度快速上涨，前三季度普氏布伦特原油现货均价为82.1美元/桶，同比下跌19.9%。根据公司统计，前三季度，境内天然气需求保持稳定增长，表观消费量同比增长6.4%；境内成品油需求快速反弹，表观消费量同比增长15.1%，其中汽油增长20.4%，柴油增长4.3%，煤油增长68.6%；境内主要化工产品需求回暖，乙烯当量消费量同比增长6.0%。2023年前三季度，公司充分发挥一体化优势应对市场变化，加大产销协同力度，取得了高质量的经营成果。

图1：中国石化营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国石化归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

勘探及开发板块：增储稳油增气降本取得较好成效。勘探方面，在塔里木盆地、准噶尔盆地等地区取得了一批油气新发现和重大突破，胜利济阳页岩油国家级示范区建设高效推进。在开发方面，持续扩大效益建产规模，高效推进济阳、塔河、准西等产能建设，深化老油田精细开发；大力实施天然气增储上产，加快顺北二区、川西海相等产能建设。强化天然气产供储销一体化运行组织，提升全产业链效益。前三季度，实现油气当量产量376.15百万桶，同比增长3.6%，其中，天然气产量9,929.8亿立方英尺，同比增长8.7%。

表1：公司油气产量及价格

勘探及开发	单位	1-9月		同比 (%)
		2023年	2022年	
油气当量产量	百万桶	376.15	363.18	3.6
原油产量	百万桶	210.59	210.82	-0.1
中国	百万桶	188.24	188.05	0.1
境外	百万桶	22.35	22.77	-1.8
天然气产量	十亿立方英尺	992.98	913.81	8.7
原油实现价格	美元/桶	75.73	94.24	-19.6
天然气实现价格	美元/千立方英尺	7.10	7.54	-5.8

资料来源：公司公告，注：境内原油产量按1吨=7.1桶换算，境外原油产量按1吨=7.26桶换算，天然气产量按1立方米=35.31立方英尺换算。

炼化板块：产销一体协同优化，推动产业链效益最大化。公司紧贴市场需求，有效统筹“油转化”“油转特”节奏，增产高档润滑油脂等适销对路产品。增加出口规模，

优化出口节奏和结构。前三季度，加工原油 19,374 万吨，同比增长 7.6%，生产成品油 11,752 万吨，同比增长 14.0%。

表2: 公司炼油情况

炼油	单位	2023 年前三季度	2022 年前三季度	同比 (%)
原油加工量	百万吨	193.74	180.07	7.6
成品油产量	百万吨	117.52	103.07	14.0
汽油	百万吨	47.26	44.98	5.1
柴油	百万吨	48.45	44.92	7.9
煤油	百万吨	21.81	13.17	65.6
化工轻油产量	百万吨	32.31	32.21	0.3
清油效率	%	74.70	73.95	0.75pct
综合商品率	%	94.94	95.11	-0.17pct

资料来源：公司公告，注：包括境内合资公司 100%的产量。

销售板块：积极拓展新业态。公司抓住市场需求快速反弹的有利时机，发挥一体化优势，全力拓市扩销，经营质量和规模进一步提升。积极推动充换电业务发展，拓展氢能应用场景，向“油气氢电服”综合能源服务商转型。同时，加强自有品牌商品建设，积极拓展新业态，提升非油业务经营质量和效益。前三季度，公司成品油总销量 1.81 亿吨，同比增长 19.1%，其中境内成品油总销量 1.43 亿吨，同比增长 16.9%。

表3: 公司成品油销量

营销及分销	单位	2023 年前三季度	2022 年前三季度	同比 (%)
成品油总销量	百万吨	180.55	151.60	19.1
境内成品油总销量	百万吨	142.61	121.99	16.9
零售量	百万吨	91.05	79.09	15.1
直销及分销量	百万吨	51.56	42.91	20.2
单站年均加油量	吨	3,923	3,430	14.4

资料来源：公司公告，注：成品油总销量包含了成品油经营量和贸易量

化工板块：2023 年第三季度实现盈利。2023 年前三季度，面对新增产能加速释放的严峻形势，公司加大盈利产品排产力度，强化成本管控，努力创效。密切产销研用结合，稳步提升高附加值产品比例。前三季度，乙烯产量 1,066.2 万吨，同比增加 6.6%。积极开拓境内外市场，全力扩销提效。前三季度化工产品经营总量为 6,343 万吨，同比增加 5.0%。

表4: 公司化工品产量

化工	单位	2023 年前三季度	2022 年前三季度	同比 (%)
乙烯产量	千吨	10,662	10,002	6.6
合成树脂产量	千吨	15,233	13,790	10.5
合成纤维单体及聚合物	千吨	5,943	6,705	(11.4)
合成纤维	千吨	803	834	(3.7)
合成橡胶产量	千吨	1,052	936	12.4

资料来源：公司公告，注：包括境内合资公司 100%的产量

资本支出：前三季度公司资本支出 1,081.64 亿元，其中勘探及开发板块资本支出 507.11 亿元，主要用于济阳、川西等油气产能建设以及储运设施建设等；炼油板

块资本支出 105.24 亿元，主要用于扬子炼油结构调整等项目建设；营销及分销板块资本支出 56.71 亿元，主要用于综合加能站网络发展、现有终端销售网络改造、非油品业务等；化工板块资本支出 391.43 亿元，主要用于镇海、天津南港乙烯等乙烯项目及煤化工建设；总部及其他资本支出 21.15 亿元，主要用于科技研发、信息化等项目建设。

持续大比例回购彰显公司发展信心。为维护公司价值及股东权益，公司持续在境内外开展股份回购。截至 2023 年 10 月 26 日，公司回购 A 股已支付的总金额为 4.74 亿元，回购 H 股已支付的总金额为 2.88 亿港元，回购股份将全部注销。

2023 年四季度与 2024 年原油价格将保持 80-90 美金/桶较高区间运行。近期在沙特和俄罗斯共同推动的延长自愿性减产协议下，原油供给偏紧。需求端，OPEC、EIA 及 IEA 分别在 10 月月报中预期 2023 年原油需求为 102.06、100.97、101.8 百万桶/天，2024 年原油需求为 104.31、102.33、102.8 百万桶/天，2024 年同比需求将提升 225、136、100 万桶/天；三大主流机构均提升了对原油需求的预期，整体供需矛盾凸显，近期国际油价大幅上行。我们同样认为四季度国际油价有继续冲高的可能性，明年原油价格也将在较高的区间运行。公司勘探开发板块盈利主要取决于桶油成本和油价，油价中高位运行将有助于公司在勘探开发板块取得较好业绩。

投资建议：预计 2023-2025 年公司将实现营业收入 31849.16/32312.34/32152.88 亿元，归母净利润 706/747/805 亿元，摊薄 EPS=0.59/0.62/0.67 元，维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	221989	145052	150000	150000	186022	营业收入	2740884	3318168	3184916	3231234	3215288
应收款项	70525	73373	74169	84101	92495	营业成本	2216551	2819363	2663571	2697221	2674442
存货净额	207433	244241	233764	235602	232798	营业税金及附加	259032	263991	254793	258499	257223
其他流动资产	58077	60472	63698	80781	96459	销售费用	57891	58567	63698	64625	64306
流动资产合计	558024	523140	521634	550486	607776	管理费用	62535	57208	68526	69452	69134
固定资产	598932	826803	884521	930406	966419	研发费用	11481	12773	14332	16156	17684
无形资产及其他	119210	120694	125866	131038	136211	财务费用	9010	9974	9194	8363	7075
投资性房地产	403910	244062	244062	244062	244062	投资收益	6032	14462	10000	10000	10000
长期股权投资	209179	233941	253941	273941	293941	资产减值及公允价值变动	(9824)	(13724)	(14000)	(14000)	(14000)
资产总计	1889255	1948640	2030024	2129933	2248408	其他收入	(19659)	(13389)	(14332)	(16156)	(17684)
短期借款及交易性金融负债	56017	84157	90273	54806	50000	营业利润	112414	96414	106801	112918	121425
应付款项	215640	269424	272725	314136	349198	营业外净收支	(4066)	(1899)	(3000)	(3000)	(3000)
其他流动负债	369623	313804	356583	419404	473759	利润总额	108348	94515	103801	109918	118425
流动负债合计	641280	667385	719581	788346	872956	所得税费用	23318	18757	20760	21984	23685
长期借款及应付债券	91990	107961	107961	107961	107961	少数股东损益	13822	9456	12456	13190	14211
其他长期负债	239944	236141	232141	228141	224141	归属于母公司净利润	71208	66302	70585	74744	80529
长期负债合计	331934	344102	340102	336102	332102	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	973214	1011487	1059683	1124448	1205058	净利润	71208	66302	70585	74744	80529
少数股东权益	140939	151576	156531	161777	167430	资产减值准备	(12853)	(1156)	3937	888	704
股东权益	775102	785577	813811	843709	875920	折旧摊销	102708	96146	79064	94055	104111
负债和股东权益总计	1889255	1948640	2030024	2129933	2248408	公允价值变动损失	9824	13724	14000	14000	14000
						财务费用	9010	9974	9194	8363	7075
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(117491)	110752	52579	72269	64852
每股收益	0.59	0.55	0.59	0.62	0.67	其它	17158	367	1017	4358	4949
每股红利	0.40	0.60	0.35	0.37	0.40	经营活动现金流	70554	286135	221183	260314	269145
每股净资产	6.40	6.55	6.79	7.04	7.31	资本开支	0	(299118)	(160000)	(160000)	(160000)
ROIC	12.56%	9.73%	10%	11%	12%	其它投资现金流	1	(2)	0	0	0
ROE	9.19%	8.44%	8.67%	8.86%	9.19%	投资活动现金流	(20836)	(323882)	(180000)	(180000)	(180000)
毛利率	19%	15%	16%	17%	17%	权益性融资	(1003)	3946	0	0	0
EBIT Margin	5%	3%	4%	4%	4%	负债净变化	3882	45623	0	0	0
EBITDA Margin	9%	6%	6%	7%	7%	支付股利、利息	(49027)	(71831)	(42351)	(44847)	(48318)
收入增长	30%	21%	-4%	1%	-0%	其它融资现金流	79152	9280	6116	(35468)	(4806)
净利润增长率	116%	-7%	6%	6%	8%	融资活动现金流	(12141)	(39190)	(36235)	(80314)	(53123)
资产负债率	59%	60%	60%	60%	61%	现金净变动	37577	(76937)	4948	0	36022
股息率	6.7%	9.8%	5.8%	6.1%	6.6%	货币资金的期初余额	184412	221989	145052	150000	150000
P/E	10.4	11.1	10.4	9.8	9.1	货币资金的期末余额	221989	145052	150000	150000	186022
P/B	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8	企业自由现金流	0	(7043)	67640	106548	114964
EV/EBITDA	7.3	8.6	9.0	8.5	8.2	权益自由现金流	0	47859	66401	64390	104498

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032