



中国石油 (601857.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

改革赋能龙头央企大超预期!

业绩简评

公司于2023年10月30日发布公司2023年三季度报告,2023年前三季度实现营业收入22821亿元,同比减少7.1%;实现归母净利润1317亿元,同比增加9.8%。其中,2023Q3实现营业收入8023亿元,同比减少4.58%,环比增加7.34%;实现归母净利润464亿元,同比增加22.44%,环比增加11.36%。公司业绩受益于上游油气开发稳定与成品油销售高景气,2023Q3业绩超预期。

经营分析

Q3 油价震荡上行,公司勘探开发板块业绩稳健:2023年前三季度原油/天然气产量分别为7.06亿桶/3.66兆立方英尺,分别同比增加4.30%/6.10%,其中,2023Q3公司原油/天然气产量达2.32亿桶/1.14兆立方英尺,2023Q3国际油价震荡上行,公司资本开支充足保障公司油气产量稳中有升,公司勘探开发板块业绩稳健。

成品油需求持续旺盛,炼油板块强势有望延续:2023年前三季度国内成品油市场维持高景气,1-9月成品油表观消费量达2.89亿吨,同比增加17.14%。2023年前三季度公司原油加工量达10.44亿桶,成品油产量为1.05亿吨。2023Q3成品油裂解价差环比略有下滑,Q3柴油/汽油/航空煤油裂解价差分别为795元/1124元/1825/吨,但整体仍维持在中高水平,伴随国内成品油消费需求持续旺盛以及海外炼能的出清,成品油裂解价差有望得到修复,公司炼油板块有望持续维持强劲势头。

成品油销售持续高景气,海外成品油销售或增厚利润:2023Q3公司成品油销售量为4496万吨,同比增加14.34%,环比增加4.32%,成品油销售量显著提升或带动公司销售业务板块业绩稳定增长。此外,2023年前三批成品油出口配额中,公司共获得1224万吨成品油出口配额,2023Q3国际成品油市场供应偏紧,海外成品油价格出现明显上升,汽柴油出口价-批发价价差扭负为正,成品油出口或增厚公司业绩。

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,我们预计2023-2025年公司归母净利润1703.41亿元/1751.64亿元/1802.61亿元,对应EPS为0.93元/0.96元/0.99元,对应PE为7.66X/7.45X/7.24X,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):7.13元

相关报告:

1.《中国石油公司点评:改革有势,业绩有声!》,2023.8.31

2.《中国石油公司点评:强势业绩亮央企改革雄姿!》,2023.4.28

3.《中国石油公司点评:支柱型央企的新答卷!》,2023.3.30



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	170,341	175,164	180,261
归母净利润增长率	385.01%	62.08%	14.04%	2.83%	2.91%
摊薄每股收益(元)	0.504	0.816	0.931	0.957	0.985
每股经营性现金流净额	1.65	2.15	2.57	2.62	2.92
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.29%	10.91%	11.63%	11.22%	10.86%
P/E	9.75	6.09	7.66	7.45	7.24
P/B	0.71	0.66	0.89	0.84	0.79

来源:公司年报、国金证券研究所

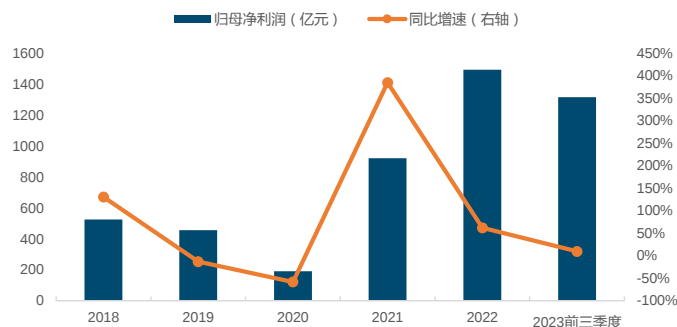
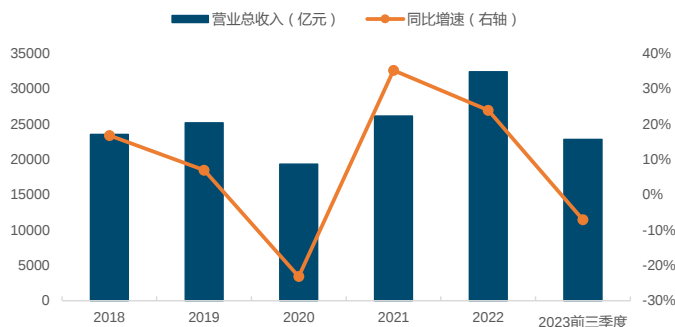


1、上游油气开发维持稳健，成品油销售持续高景气

公司于 2023 年 10 月 30 日发布公司 2023 年三季度报告，2023 年前三季度实现营业收入 22821 亿元，同比减少 7.1%；实现归母净利润 1317 亿元，同比增加 9.8%。其中，2023Q3 实现营业收入 8023 亿元，同比减少 4.58%，环比增加 7.34%；实现归母净利润 464 亿元，同比增加 22.44%，环比增加 11.36%。公司业绩受益于上游油气开发稳定与成品油销售高景气，2023Q3 业绩超预期。

图表1：2023 前三季度公司营业收入同比减少 7.1%

图表2：2023 前三季度公司归母净利润同比增加 9.8%

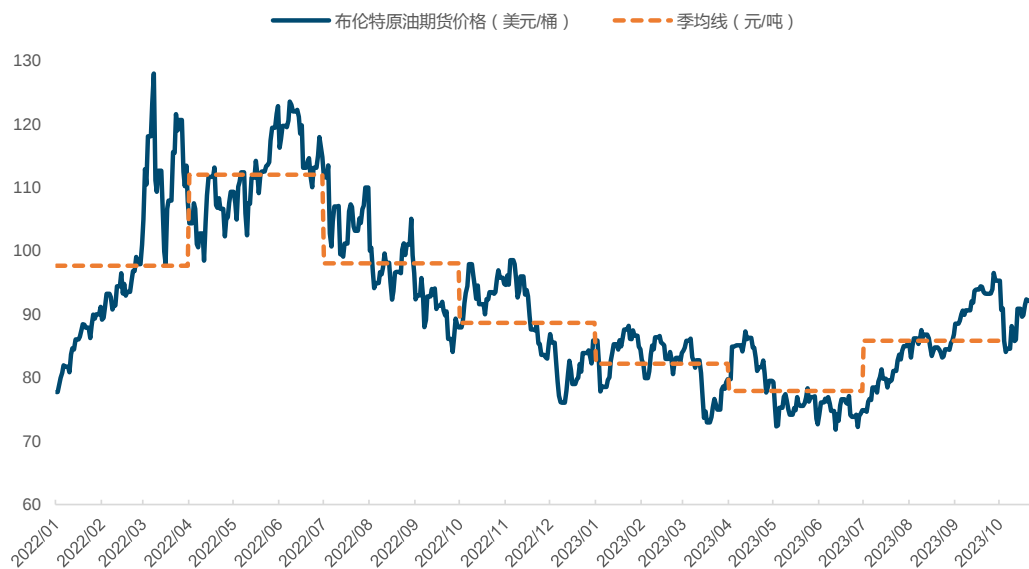


来源：公司公告，国金证券研究所

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%。

图表3：布伦特原油期货结算价格（美元/桶）

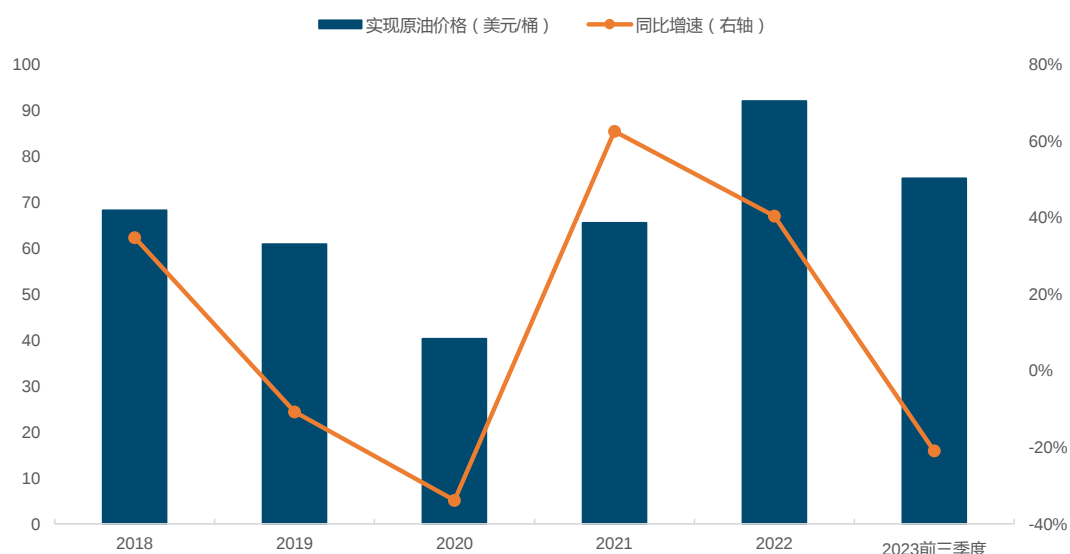


来源：Wind，国金证券研究所

2023 年前三季度布伦特原油期货价格均值为 82.07 美元/桶，同比减少 22.2%，而公司前三季度平均实现油价为 75.28 美元/桶，仅同比减少 20.9%。



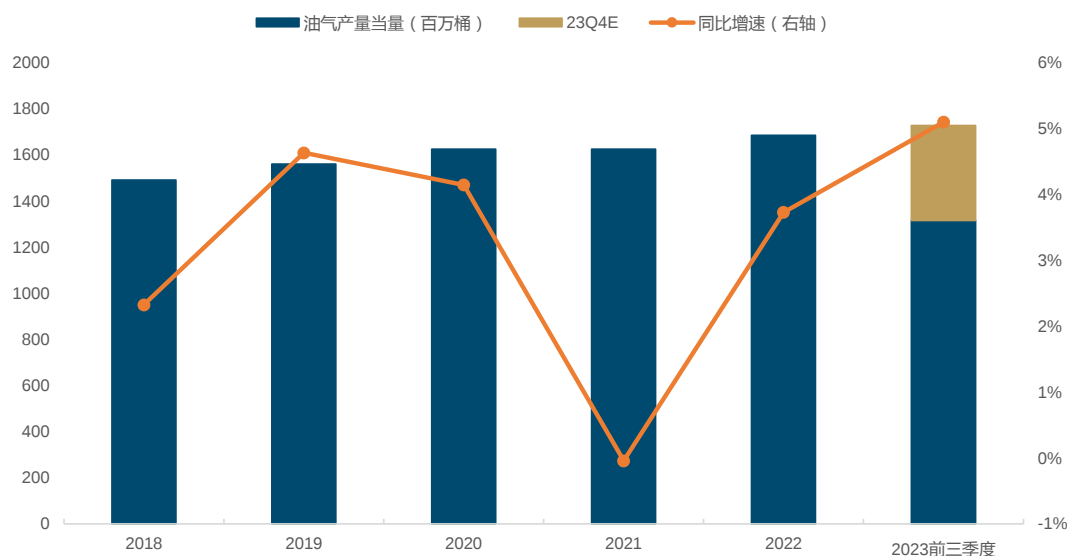
图表4：2023 年前三季度公司实现原油价格为 75.28 美元/桶



来源：公司公告，国金证券研究所

公司资本开支充足，2023 年全年油气和新能源资本性支出预算为 1955 亿元，保障公司油气产量稳中有升，2023 年前三季度公司原油产量达 7.06 亿桶，同比增加 4.30%，天然气产量达 3.66 兆立方英尺，同比增加 6.10%。其中，2023Q3 公司原油产量达 2.32 亿桶，同比增加 2.93%，环比减少 2.65%，天然气产量 1.14 兆立方英尺，同比增加 4.87%，环比减少 6.83%。

图表5：2023 年前三季度公司油气产量当量同比增加5.10%

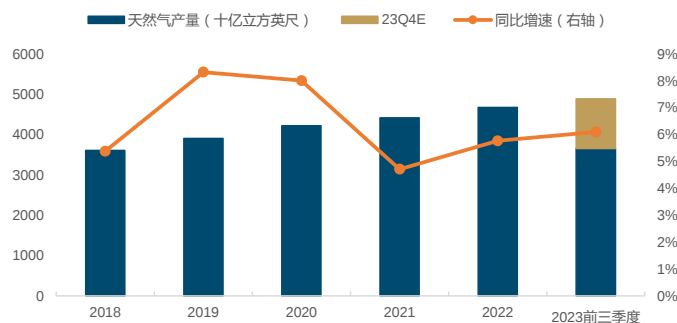
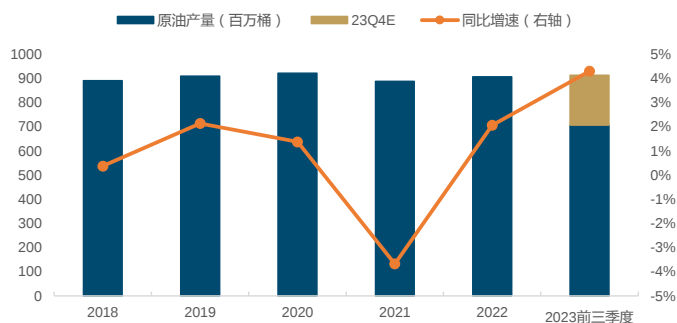


来源：公司公告，国金证券研究所



图表6: 2023 年前三季度公司原油产量同比增加 4.30%

图表7: 2023 年前三季度公司天然气产量同比增加 6.10%

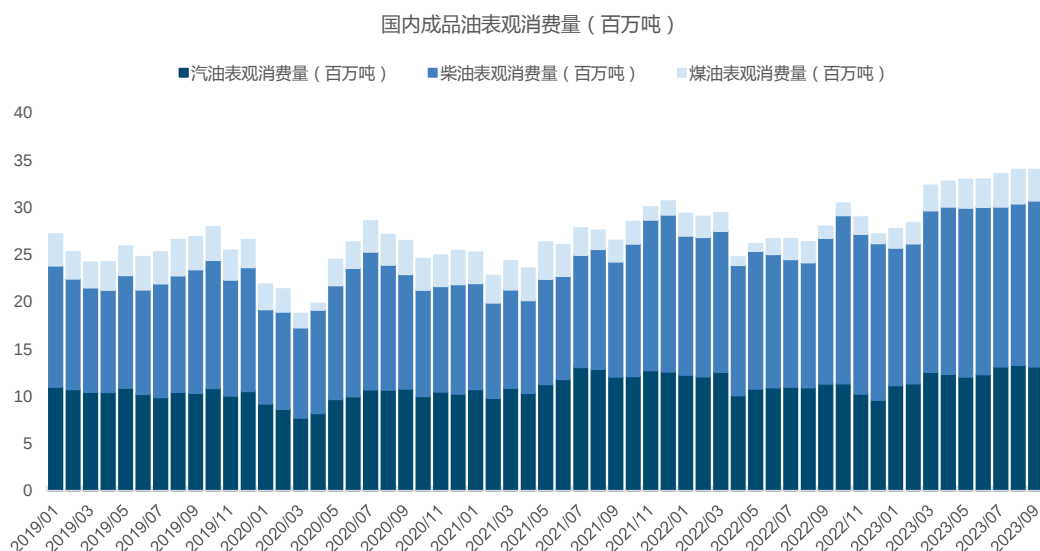


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

2023 年前三季度国内成品油市场维持高景气, 成品油表观消费量创近年来新高。2023 年 1-9 月汽油/柴油/煤油累计表观消费量达 11133 万吨/15142 万吨/2595 万吨, 分别同比增加 9.21%/17.31%/67.93%。

图表8: 2023 年前三季度成品油表观消费量同比增加 17.14%

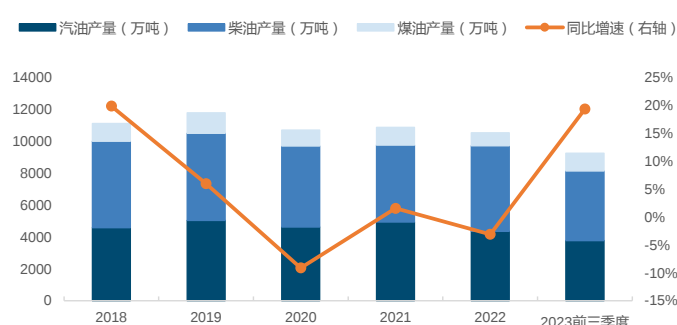
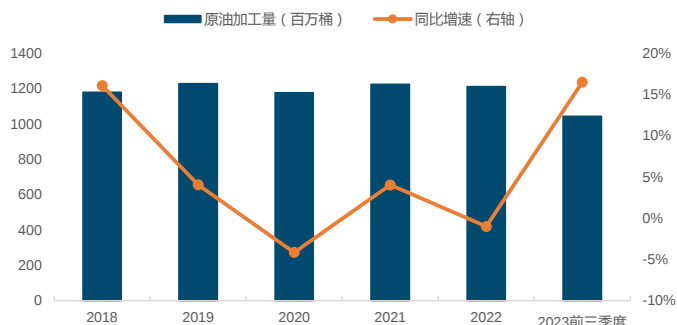


来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

2023 年前三季度公司原油加工量达 10.44 亿桶, 同比增加 16.51%, 汽油/柴油/煤油产量分别为 3775 万吨/4370 万吨/1100 万吨。其中, 2023Q3 汽油/柴油/煤油产量分别为 1381 万吨/1507 万吨/471 万吨。公司 2023 年全年计划加工原油 12.93 亿桶, 同比增加 6.63%。

图表9: 2023 年前三季度原油加工量同比增加 16.51%

图表10: 2023 年前三季度成品油产量同比增加 19.36%



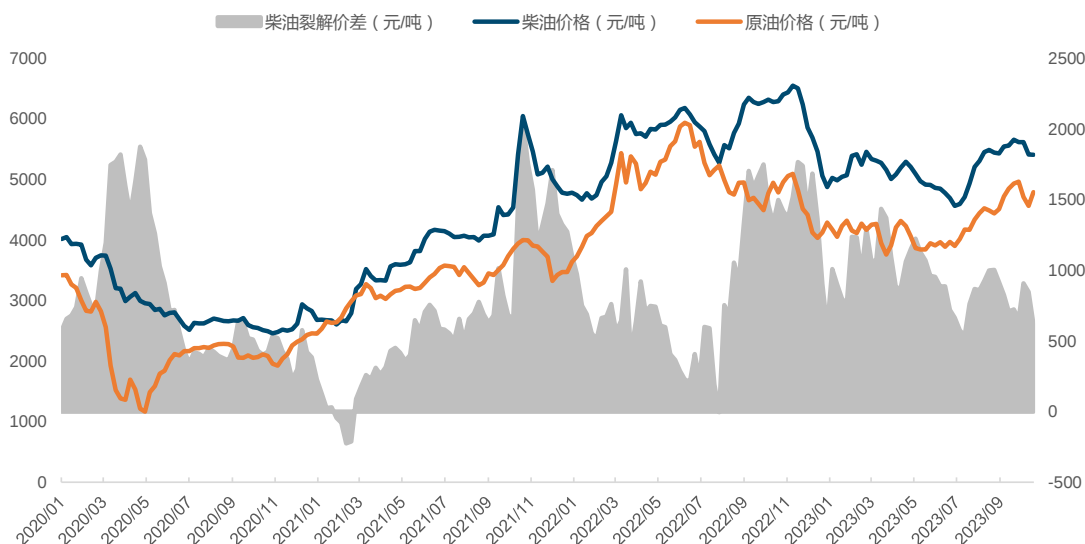


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

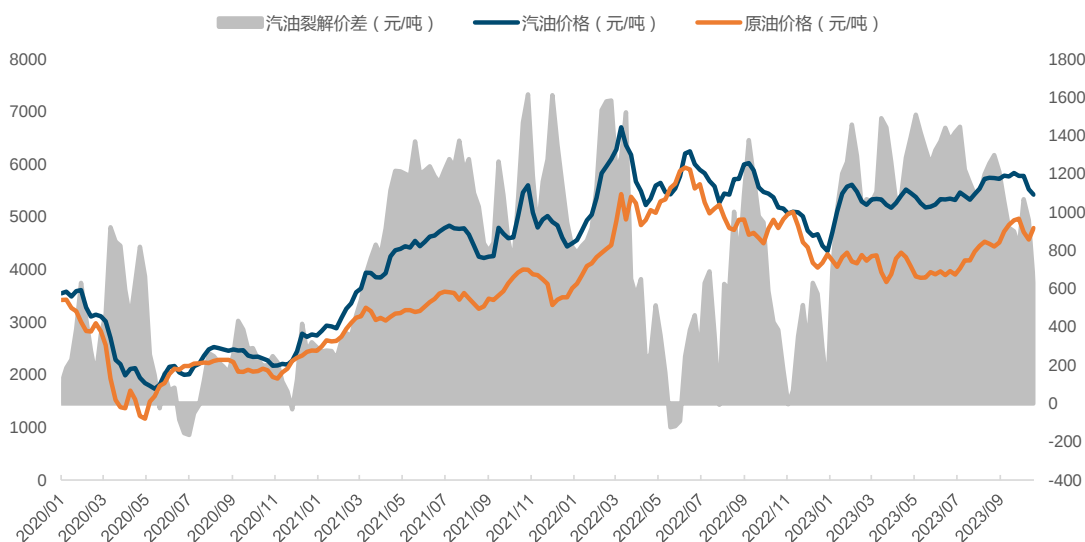
2023Q3 成品油裂解价差环比略有下滑，Q3 柴油/汽油/航空煤油裂解价差分别为 795 元/1124 元/1825/吨，分别环比减少 17.06%/15.32%/20.90%，但整体成品油裂解价差仍维持在中高水平，伴随国内成品油消费需求持续旺盛以及海外炼能的出清，成品油裂解价差有望得到修复，公司炼油板块有望持续维持强劲势头。

图表11：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

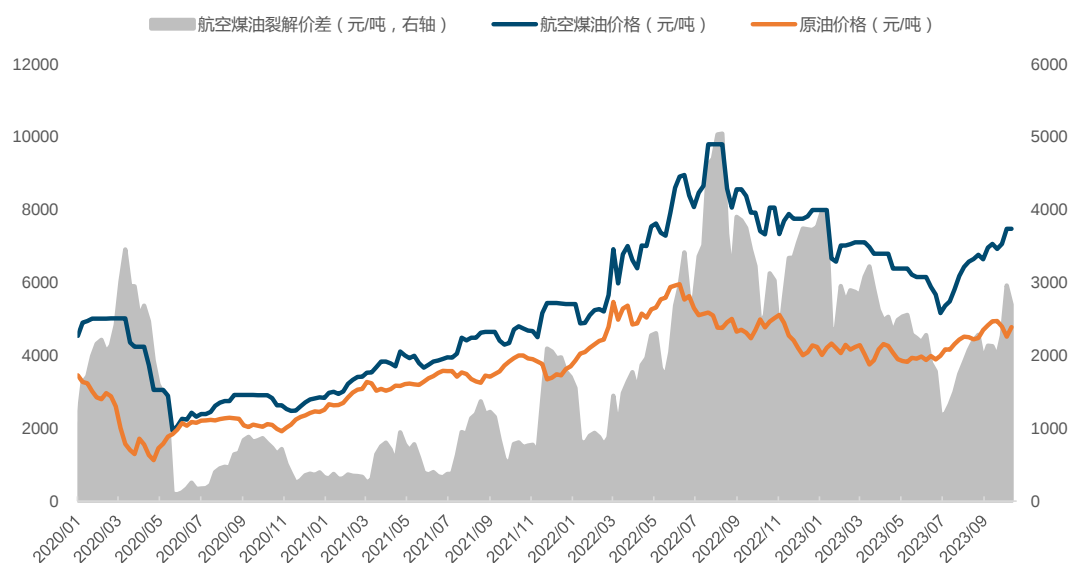
图表12：汽油裂解价差持续维持在中高水平



来源：Wind，国金证券研究所



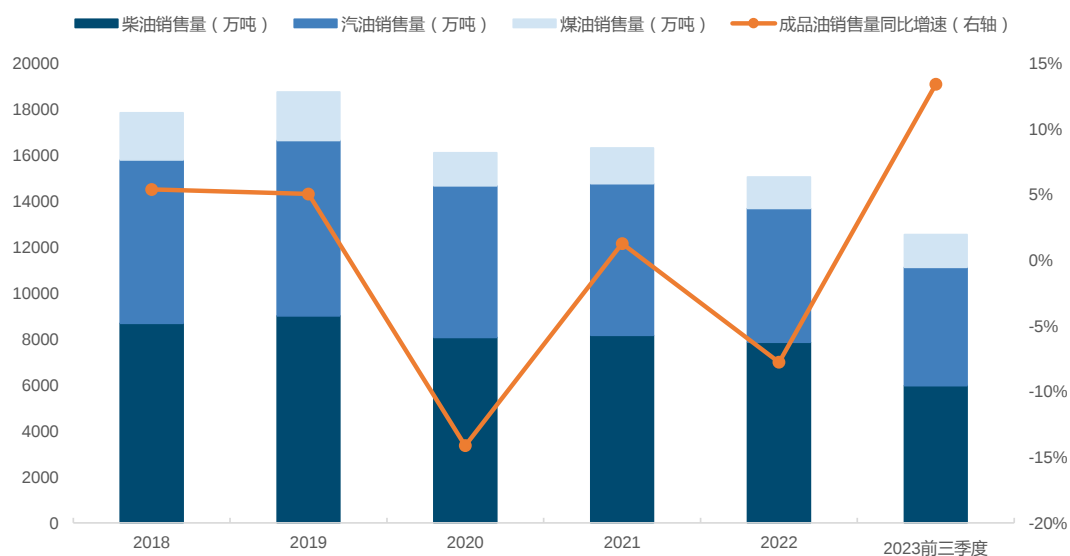
图表13：航空煤油裂解价差持续维持在中高水平



来源：Wind，国金证券研究所

与此同时，2023 年前三季度公司成品油销售量显著提升，汽油/柴油/煤油销售量分别为 5152 万吨/5981 万吨/1430 万吨，分别同比增加 17.02%/4.61%/49.72%。其中，Q3 成品油销售量为 4496 万吨，同比增加 14.34%，环比增加 4.32%，成品油销售量显著提升或将带动公司销售业务板块业绩稳定增长。

图表14：2023 年前三季度公司成品油销售量同比增加 13.43%

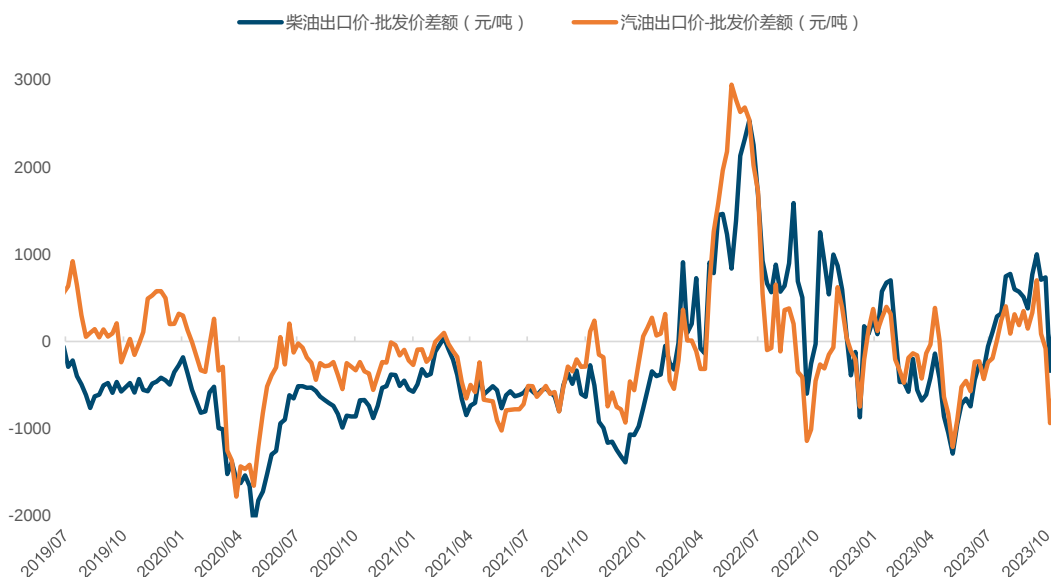


来源：公司公告，国金证券研究所

2023 年前三批成品油出口配额中，公司共获得 1224 万吨成品油出口配额，2023Q3 国际成品油市场供应偏紧，海外成品油价格出现明显上升，汽柴油出口价-批发价价差扭负为正，成品油出口或增厚公司业绩。

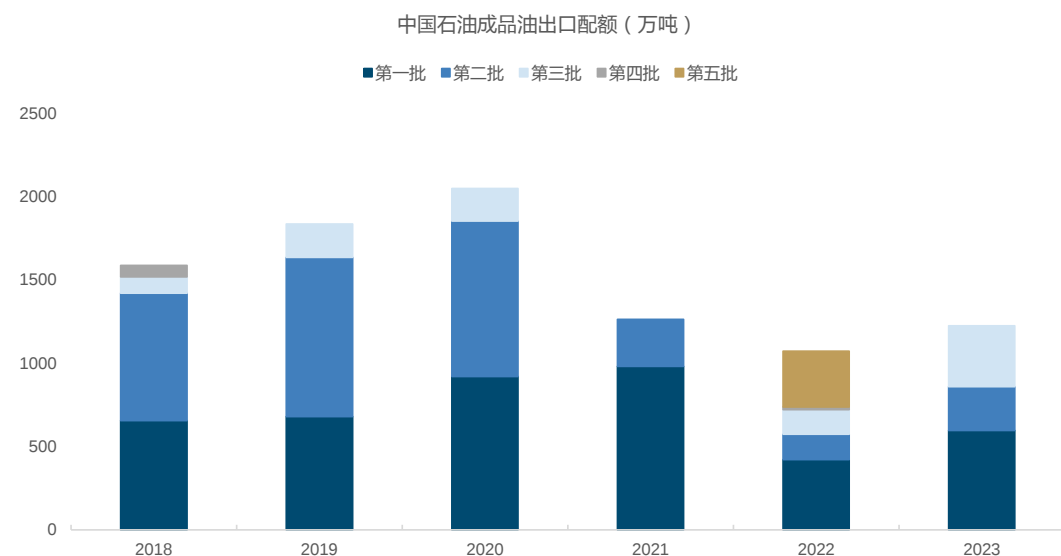


图表15：汽柴油出口-批发价差（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

图表16：公司成品油出口配额



来源：商务部，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。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,933,836	2,614,349	3,239,167	3,118,201	3,138,253	3,225,436
增长率		35.2%	23.9%	-3.7%	0.6%	2.8%
主营业务成本	-1,546,604	-2,071,504	-2,527,935	-2,456,197	-2,469,651	-2,540,304
%销售收入	80.0%	79.2%	78.0%	78.8%	78.7%	78.8%
毛利	387,232	542,845	711,232	662,004	668,602	685,132
%销售收入	20.0%	20.8%	22.0%	21.2%	21.3%	21.2%
营业税金及附加	-194,904	-226,664	-276,821	-268,165	-269,890	-277,387
%销售收入	10.1%	8.7%	8.5%	8.6%	8.6%	8.6%
销售费用	-71,476	-71,295	-68,352	-68,600	-69,042	-70,960
%销售收入	3.7%	2.7%	2.1%	2.2%	2.2%	2.1%
管理费用	-55,315	-51,701	-50,523	-49,891	-50,212	-51,607
%销售收入	2.9%	2.0%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
研发费用	-15,746	-16,729	-20,016	-20,268	-20,399	-20,965
%销售收入	0.8%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
息税前利润 (EBIT)	49,791	176,456	295,520	255,079	259,060	264,213
%销售收入	2.6%	6.7%	9.1%	8.2%	8.3%	8.2%
财务费用	-24,304	-17,043	-19,614	-17,299	-14,806	-13,117
%销售收入	1.3%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-23,861	-27,964	-38,820	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-2,464	0	0	0
投资收益	51,845	35,389	-11,140	15,000	15,000	15,000
%税前利润	92.5%	22.4%	n.a	6.0%	5.9%	5.7%
营业利润	64,783	182,180	242,564	273,780	280,254	287,096
营业利润率	3.3%	7.0%	7.5%	8.8%	8.9%	8.9%
营业外收支	-8,714	-23,986	-29,292	-25,000	-25,000	-25,000
税前利润	56,069	158,194	213,272	248,780	255,254	262,096
利润率	2.9%	6.1%	6.6%	8.0%	8.1%	8.1%
所得税	-22,588	-43,507	-49,295	-63,439	-65,090	-66,834
所得税率	40.3%	27.5%	23.1%	25.5%	25.5%	25.5%
净利润	33,481	114,687	163,977	185,341	190,164	195,261
少数股东损益	14,479	22,526	14,602	15,000	15,000	15,000
归属于母公司的净利润	19,002	92,161	149,375	170,341	175,164	180,261
净利率	1.0%	3.5%	4.6%	5.5%	5.6%	5.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	33,481	114,687	163,977	185,341	190,164	195,261
少数股东损益	14,479	22,526	14,602	15,000	15,000	15,000
非现金支出	222,372	232,707	252,880	216,277	254,169	297,477
非经营收益	-28,340	-18,346	53,465	37,517	31,288	30,818
营运资金变动	71,716	-27,617	-75,948	31,525	4,032	10,180
经营活动现金净流	299,229	301,431	394,374	470,661	479,653	533,736
资本开支	-255,458	-261,783	-243,023	-279,849	-339,516	-352,226
投资	66,162	33,641	-3,689	-6,000	0	0
其他	7,310	15,110	13,741	15,000	15,000	15,000
投资活动现金净流	-181,986	-213,032	-232,971	-270,849	-324,516	-337,226
股权募资	613	673	529	0	0	0
债权募资	-28,170	-26,342	-24,981	27,219	-15,451	-4,898
其他	-71,838	-82,233	-89,261	-98,683	-101,111	-102,935
筹资活动现金净流	-99,395	-107,902	-113,713	-71,464	-116,562	-107,834
现金净流量	12,881	-21,811	55,007	128,348	38,575	88,676

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	145,950	163,536	225,049	352,599	390,361	478,209
应收账款	87,235	100,188	122,253	109,756	110,462	113,531
存货	128,539	143,848	167,751	154,774	155,622	160,074
其他流动资产	125,043	73,266	98,814	102,087	102,182	102,676
流动资产	486,767	480,838	613,867	719,216	758,626	854,490
%总资产	19.6%	19.2%	23.0%	25.5%	25.9%	27.9%
长期投资	251,608	267,060	270,621	276,621	276,621	276,621
固定资产	1,452,091	1,459,296	1,492,513	1,525,531	1,586,434	1,616,873
%总资产	58.4%	58.3%	55.8%	54.0%	54.2%	52.9%
无形资产	106,095	109,965	110,665	113,266	115,739	118,092
非流动资产	2,001,633	2,021,695	2,059,884	2,105,288	2,169,635	2,203,385
%总资产	80.4%	80.8%	77.0%	74.5%	74.1%	72.1%
资产总计	2,488,400	2,502,533	2,673,751	2,824,504	2,928,261	3,057,875
短期借款	123,123	59,903	108,936	155,601	160,150	165,252
应付账款	295,881	285,684	346,289	327,746	329,543	338,969
其他流动负债	186,414	172,571	169,038	204,904	207,925	212,945
流动负债	605,418	518,158	624,263	688,251	697,618	717,166
长期贷款	160,140	198,005	169,630	159,630	149,630	139,630
其他长期负债	355,957	377,246	341,755	328,655	321,704	327,626
负债	1,121,515	1,093,409	1,135,648	1,176,536	1,168,953	1,184,422
普通股股东权益	1,215,421	1,263,815	1,369,576	1,464,442	1,560,782	1,659,926
其中：股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
未分配利润	722,939	766,955	848,558	942,246	1,038,586	1,137,730
少数股东权益	151,464	145,309	168,527	183,527	198,527	213,527
负债股东权益合计	2,488,400	2,502,533	2,673,751	2,824,504	2,928,261	3,057,875

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.104	0.504	0.816	0.931	0.957	0.985
每股净资产	6.641	6.905	7.483	8.001	8.528	9.070
每股经营现金净流	1.635	1.647	2.155	2.572	2.621	2.916
每股股利	0.170	0.230	0.423	0.419	0.431	0.443
回报率						
净资产收益率	1.56%	7.29%	10.91%	11.63%	11.22%	10.86%
总资产收益率	0.76%	3.68%	5.59%	6.03%	5.98%	5.89%
投入资本收益率	1.69%	7.18%	12.02%	9.36%	9.08%	8.81%
增长率						
主营业务收入增长率	-23.16%	35.19%	23.90%	-3.73%	0.64%	2.78%
EBIT增长率	-63.38%	254.39%	67.48%	-13.68%	1.56%	1.99%
净利润增长率	-58.40%	385.01%	62.08%	14.04%	2.83%	2.91%
总资产增长率	-8.96%	0.57%	6.84%	5.64%	3.67%	4.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.0	7.6	7.3	7.5	7.5	7.5
存货周转天数	36.6	24.0	22.5	23.0	23.0	23.0
应付账款周转天数	56.7	40.3	38.0	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	232.1	172.5	146.0	152.8	155.8	151.7
偿债能力						
净负债/股东权益	16.72%	13.03%	5.29%	-1.19%	-4.13%	-8.83%
EBIT利息保障倍数	2.0	10.4	15.1	14.7	17.5	20.1
资产负债率	45.07%	43.69%	42.47%	41.65%	39.92%	38.73%

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	2022-12-10	买入	5.14	6.56~6.56
2	2023-03-30	买入	5.61	N/A
3	2023-04-28	买入	7.50	N/A
4	2023-08-31	买入	7.76	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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

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



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究