

# 中国石化（600028.SH）

## 控股股东增持 A、H 股，彰显未来长期发展信心

### ◆ 公司研究 · 公司快评

### ◆ 石油石化 · 炼化及贸易

### ◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 杨林  
证券分析师： 薛聪

010-88005379  
010-88005107

yanglin6@guosen.com.cn  
xuecong@guosen.com.cn

执证编码：S0980520120002  
执证编码：S0980520120001

### 事项：

公司公告：2023年11月11日公司公告，公司控股股东中国石化集团拟自公告日起12个月内通过上海证券交易所交易系统及香港联合交易所有限公司系统增持公司A股及H股股份，拟增持金额累计不少于人民币10亿元（含本数），不超过人民币20亿元（含本数）。

### 国信化工观点：

1) **集团增持 A、H 股，彰显对公司未来发展信心。**我们认为中国石化集团本次公布增持计划，是综合考虑了宏观经济情况、公司当前估值、未来发展前景等综合因素而做出的市场化资本运作。2023年上市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。本次增持也彰显了集团对上市公司高质量、可持续增长发展的认可与信心。

2) **公司第三季度业绩同、环比增长。**根据公司公告，前三季度公司实现营业收入24699.4亿元，同比上升0.7%；实现归母净利润529.7亿元，同比下降7.5%，其中第三季度为178.6亿元，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。

3) **预计 2023 年四季度、2024 年原油价格将保持 80-90 美金/桶较高区间运行。**近期布伦特及 WTI 原油期货价格均跌破 80 美元/桶，创 7 月以来最低水平，主要由于近期由于市场担心全球原油需求的下降以及美国原油协会发布了关于美国原油库存的大幅上升 1200 万桶的信息，但沙特及俄罗斯将自愿减产协议延期到今年年底。我们看到 IEA、EIA 及 OPEC 对于明年原油价格预测区间仍在 90-95 美元高位，我们认为原油价格存在底部支撑，且美联储如果明年进入降息周期，将推升原油价格的顶部区间。由于全球进入需求旺季，以及海外供应受限的事件频发，海外天然气价格近期持续上行，未来国内天然气作为清洁能源，中长期仍然将保持较高的表观消费量增速，我们认为未来海外油气价格有望保持较高价格水平。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。

4) **上市公司持续大比例回购注销，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 31 日，公司累计回购 A 股 8932 万股，已支付的总金额为 5.21 亿元，回购股份将全部注销。

5) **维持盈利预测，维持“买入”评级。**预计 2023-2025 年归母净利润 706/747/805 亿元，摊薄 EPS=0.59/0.62/0.67 元，当前股价对应 PE=9.2/8.7/8.1x，对应 PB=0.80/0.77/0.74x，维持“买入”评级。

**风险提示：**油价大幅波动风险；成品油价格上涨不达预期；回购、增持方案实施的不确定性风险等。

## 评论：

### ◆ 集团增持 A、H 股，彰显对公司未来发展信心

我们认为中国石化集团本次公布增持计划，是综合考虑了宏观经济情况、公司当前估值、未来发展前景等综合因素而做出的市场化资本运作。2023 年上市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。本次增持也彰显了集团对上市公司高质量、可持续增长发展的认可与信心。

### ◆ 公司第三季度业绩同、环比增长

根据公司公告，前三季度公司实现营业收入 24699.4 亿元，同比上升 0.7%；实现归母净利润 529.7 亿元，同比下降 7.5%，其中第三季度为 178.6 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。

### ◆ 预计 2023 年四季度、2024 年原油价格将保持 80-90 美金/桶较高区间运行

近期布伦特及 WTI 原油期货价格均跌破 80 美元/桶，创 7 月以来最低水平，主要由于近期由于市场担心全球原油需求的下降以及美国原油协会发布了关于美国原油库存的大幅上升 1200 万桶的信息，但沙特及俄罗斯将自愿减产协议延期到今年年底。我们看到 IEA、EIA 及 OPEC 对于明年原油价格预测区间仍在 90-95 美元高位，我们认为原油价格存在底部支撑，且美联储如果明年进入降息周期，将推升原油价格的顶部区间。由于全球进入需求旺季，以及海外供应受限的事件频发，海外天然气价格近期持续上行，未来国内天然气作为清洁能源，中长期仍然将保持较高的表观消费量增速，我们认为未来海外油气价格有望保持较高价格水平。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。

### ◆ 上市公司持续大比例回购注销，彰显公司发展信心

公司于 2023 年 8 月 28 日公告，为维护公司价值及股东权益，公司拟使用不低于人民币 8 亿元，不超过人民币 15 亿元的自有资金通过上海证券交易所系统以集中竞价交易方式回购公司发行的 A 股股票，回购价格上限人民币 9.30 元/股测算，预计本次回购股份数量约为 8,602.15 万股—16,129.03 万股。回购股份的期限自董事会批准方案之日起不超过 3 个月，回购的股份将全部注销并减少注册资本。

2023 年 9 月 21 日，公司通过集中竞价交易方式本轮首次回购 A 股股份数量为 1000 万股，已回购股份占公司总股本的比例为 0.01%，购买的最高价为 6.16 元/股、最低价为 6.13 元/股，已支付的总金额为人民币 61,505,871 元（不含交易费用）。

截至 2023 年 10 月 31 日，公司累计回购 A 股 8932 万股，已支付的总金额为 5.21 亿元，剩余部分预计本月内回购完成，回购股份将全部注销。

### ◆ 投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级

预计 2023-2025 年归母净利润 706/747/805 亿元，摊薄 EPS=0.59/0.62/0.67 元，当前股价对应 PE=9.2/8.7/8.1x，对应 PB=0.80/0.77/0.74x，维持“买入”评级。

### ◆ 风险提示

油价大幅波动风险；成品油价格上涨不达预期；回购、增持方案实施的不确定性风险等。

### 相关研究报告：

- 《中国石化（600028.SH）-三季度业绩符合预期，持续回购彰显信心》——2023-10-27
- 《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

## 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
<b>流动资产合计</b>	<b>558024</b>	<b>523140</b>	<b>521634</b>	<b>550486</b>	<b>607776</b>	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)
<b>资产总计</b>	<b>1889255</b>	<b>1948640</b>	<b>2030024</b>	<b>2129933</b>	<b>2248408</b>	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	<b>利润总额</b>	<b>108348</b>	<b>94515</b>	<b>103801</b>	<b>109918</b>	<b>118425</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>641280</b>	<b>667385</b>	<b>719581</b>	<b>788346</b>	<b>872956</b>	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	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>71208</b>	<b>66302</b>	<b>70585</b>	<b>74744</b>	<b>80529</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>331934</b>	<b>344102</b>	<b>340102</b>	<b>336102</b>	<b>332102</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>973214</b>	<b>1011487</b>	<b>1059683</b>	<b>1124448</b>	<b>1205058</b>	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
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1889255</b>	<b>1948640</b>	<b>2030024</b>	<b>2129933</b>	<b>2248408</b>	公允价值变动损失	9824	13724	14000	14000	14000
						财务费用	9010	9974	9194	8363	7075
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	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	<b>经营活动现金流</b>	<b>70554</b>	<b>286135</b>	<b>221183</b>	<b>260314</b>	<b>269145</b>
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%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(20836)</b>	<b>(323882)</b>	<b>(180000)</b>	<b>(180000)</b>	<b>(180000)</b>
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%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(12141)</b>	<b>(39190)</b>	<b>(36235)</b>	<b>(80314)</b>	<b>(53123)</b>
资产负债率	59%	60%	60%	60%	61%	<b>现金净变动</b>	<b>37577</b>	<b>(76937)</b>	<b>4948</b>	<b>0</b>	<b>36022</b>
股息率	7.6%	11.1%	6.5%	6.9%	7.4%	货币资金的期初余额	184412	221989	145052	150000	150000
P/E	9.2	9.8	9.2	8.7	8.1	货币资金的期末余额	221989	145052	150000	150000	186022
P/B	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	企业自由现金流	0	(7043)	67640	106548	114964
EV/EBITDA	6.9	8.2	8.6	8.1	7.8	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