

## 证券研究报告

## 公司研究

## 点评报告

中国石化(600028.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师  
执业编号: S1500518070001  
联系电话: 010-83326712  
邮箱: zuoqianming@cindasc.com

胡晓艺 石化行业研究助理  
邮箱: huxiaoyi@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 核心业务经营向好，石化龙头长期价值凸显

2024年3月25日

**事件:** 2024年3月24日晚，中国石化发布2023年年度报告。2023年公司实现营业收入32122.15亿元，同比下降3.19%；实现归母净利润604.63亿元，同比下降9.87%；实现扣非后归母净利润606.92亿元，同比增长4.71%；实现基本每股收益0.51元，同比下降7.85%。公司资产负债率为52.70%，同比+0.79pct。公司扣非后加权平均净资产收益率为7.61%，同比-0.28pct。

**点评:**

- **石化龙头经营稳健，核心板块业绩向好。**从公司经营业绩上看，虽2023年全年归母净利润同比有所下行，但其扣非净利润同比增长，主要系公司2022年转让上海赛科股权收益人民币137亿元，而2023年无此影响，叠加计提矿业权出让收益人民币74亿元，导致利润端受一定影响。从公司核心业务经营情况来看，根据我们测算，2023年公司勘探开发、炼化及营销板块合计实现854.74亿元经营收益，同比增长12%，其中上游勘探开发板块受油价中枢回落影响，利润同比有所下滑，但受益于公司增储上产及降本增效，上游板块业绩仍有弹性空间；下游炼油板块效益提升与化工板块减亏较为明显，营销及分销板块稳健运行，有效增厚了公司经营收益，核心板块经营业绩持续向好。
- **增储上产+降本增效，勘探开发业务基础持续夯实。**2023年原油价格维持高位震荡，布伦特原油均价82.49美元/桶，同比-16.72%。公司原油平均实现价为3962元/吨，同比下降10.9%，较国际油价降幅偏窄。在增储上产方面，2023年公司油气产量当量为5.04亿桶，同比增长3.1%，其中原油、天然气产量分别同比+0.1%、+7.1%，有效实现了“稳油增气”战略目标。在降本方面，2023年公司油气现金操作成本为人民币755.2元/吨，同比降低2.3%。2024年公司计划生产原油2.79亿桶，生产天然气13797亿立方英尺，上游业务基础持续夯实，叠加公司降本增效推进，业绩弹性有望持续释放。
- **着力生产结构调整，炼化业务经营效益大幅改善。**炼油板块，2023年公司炼油板块实现经营收益206亿元，同比增长68.8%。2023年，国内防疫政策优化调整，各项商业活动恢复，一定程度上提振了成品油市场需求，据发改委统计，成品油表观消费量为3.85亿吨，同比增长11.8%。公司根据市场需求积极调整生产结构、产品国内外销售结构，实现全年加工原油2.58亿吨，同比增长6.3%，其中煤油产量同比增长60.7%。**化工板块**，2023年化工行业下游需求整体仍显疲软，叠加行业供过于求不利形势延续，公司化工板块仍出现亏损，但受成本端压力缓解及公司成本压降，公司化工板块亏损60亿元，同比大幅减亏81亿元。我们认为，当前居民出行常态化，同时民航客运量仍有一定修复空间，成品油需求有望保持坚挺；而受国内地产端疲软，叠加行业供需矛盾等因素影响，化工板块景气度静待修复。

- **资本开支结构优化，聚焦增储上产及炼化资产创效能力提升。**我们比较了 2023 年与 2024 年公司的资本开支情况，2024 年公司勘探开发、炼油、化工、营销及分销板块资本开支占比分别为 45%、14%、26%、11%，相较于 2023 年，勘探开发及化工仍为公司资本开支主力。我们认为，公司加大“深地工程”、页岩油气等领域勘探力度，增加优质规模储量，有效推动了增储上产规模和原料资源保障；炼化资产作为中石化核心竞争优势，未来有望推进低成本“油转化”，加大“油转特”力度，持续提升炼化资产创效能力。
- **提质增效重回报，公司价值进一步凸显。**公司 2023 年度末期合计拟派发现金股利为 238.7 亿，加上 2023 年中期已派发现金股利，全年股利为每股 0.345 元，此外公司回购 A 股股份及 H 股股份支付的总金额分别为人民币 8.16 亿元及港币 16.46 亿元（均不含交易费用），公司 2023 年全年实现现金分红比例为 72.1%，较 2022 年提升 1.3pct。按照 2024 年 3 月 22 日收盘价对应 A 股、H 股股息率分别为 6%、8%。我们认为，公司作为国内石化央企龙头，在持续夯实高质量发展同时亦注重股东回报，进一步凸显了公司长期投资价值。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 684.11、721.13 和 754.22 亿元，归母净利润增速分别为 13.1%、5.4%和 4.6%，EPS（摊薄）分别为 0.56、0.59 和 0.62 元/股，对应 2024 年 3 月 22 日的收盘价，2024-2026 年 PE 分别为 11.03、10.47 和 10.01 倍。我们看好公司行业龙头及全产业链优势，叠加公司降本增效与股东回报有效提升，公司未来业绩成长性与投资价值有望得到凸显，我们维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**原油价格大幅波动风险；公司新建产能投产不及预期的风险；下游需求修复不及预期的风险；新能源汽车销售替代风险

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	3,318,168	3,212,215	3,397,739	3,436,089	3,545,640
增长率 YoY %	21.1%	-3.2%	5.8%	1.1%	3.2%
归属母公司净利润 (百万元)	67,082	60,463	68,411	72,113	75,422
增长率 YoY%	-5.8%	-9.9%	13.1%	5.4%	4.6%
毛利率%	15.0%	15.6%	15.4%	15.4%	15.2%
净资产收益率 ROE%	8.5%	7.5%	8.2%	8.4%	8.5%
EPS(摊薄)(元)	0.55	0.50	0.56	0.59	0.62
市盈率 P/E(倍)	11.25	12.48	11.03	10.47	10.01
市净率 P/B(倍)	0.96	0.94	0.90	0.88	0.85

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 3 月 22 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	523,140	534,435	653,665	549,974	673,634	<b>营业总收入</b>	3,318,168	3,212,21	3,397,739	3,436,089	3,545,640
货币资金	145,052	164,960	195,290	185,013	221,615	营业成本	2,819,363	2,709,65	2,874,149	2,907,440	3,007,139
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及附加	263,991	272,921	280,775	282,627	287,197
应收账款	46,364	48,652	92,920	59,795	78,091	销售费用	58,567	61,164	61,159	58,414	56,730
预付账款	7,956	5,067	11,497	8,424	8,788	管理费用	57,208	59,664	57,762	56,695	56,730
存货	244,241	250,898	260,062	224,512	276,678	研发费用	12,773	13,969	13,092	13,803	13,486
其他	79,527	64,858	93,897	72,231	88,461	财务费用	9,974	9,922	17,388	20,210	23,549
<b>非流动资产</b>	1,427,981	1,492,239	1,557,149	1,658,930	1,781,108	减值损失	-12,009	-8,772	-10,415	-10,129	-10,174
长期股权投资	233,941	234,608	264,608	283,084	299,465	合计					
固定资产(合)	630,758	690,957	736,269	741,604	731,226	投资净收益	14,462	5,811	10,193	10,308	10,637
无形资产	120,694	138,181	137,766	143,952	151,704	其他	-2,331	4,786	8,155	9,756	10,466
其他	442,588	428,493	418,506	490,290	598,713	<b>营业利润</b>	96,414	86,744	101,349	106,835	111,736
<b>资产总计</b>	1,951,121	2,026,674	2,210,814	2,208,904	2,454,742	营业外收支	-1,899	-628	0	0	0
<b>流动负债</b>	667,385	647,076	831,687	762,525	939,584	<b>利润总额</b>	94,515	86,116	101,349	106,835	111,736
短期借款	21,313	59,815	109,815	137,298	175,960	所得税	17,901	16,070	25,337	26,709	27,934
应付票据	10,782	29,122	2,813	29,492	3,921	<b>净利润</b>	76,614	70,046	76,012	80,126	83,802
应付账款	258,642	229,878	281,082	122,729	278,223	少数股东损益	9,532	9,583	7,601	8,013	8,380
其他	376,648	328,261	437,977	473,005	481,481	<b>归属母公司净利润</b>	67,082	60,463	68,411	72,113	75,422
<b>非流动负债</b>	343,279	420,943	382,924	416,924	450,924	EBITDA	209,185	203,277	529,539	614,507	735,231
长期借款	94,964	179,347	214,347	249,347	284,347	EPS(当年)(元)	0.56	0.51	0.56	0.59	0.62
其他	248,315	241,596	168,577	167,577	166,577						
<b>负债合计</b>	1,010,664	1,068,019	1,214,611	1,179,449	1,390,508						
少数股东权益	151,986	152,861	160,462	168,475	176,855						
归属母公司股	788,471	805,794	835,741	860,981	887,378						
<b>负债和股东权益</b>	1,951,121	2,026,674	2,210,814	2,208,904	2,454,742						
<b>益</b>											

  

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,318,168	3,212,215	3,397,739	3,436,089	3,545,640
同比(%)	21.1%	-3.2%	5.8%	1.1%	3.2%
归属母公司净利润	67,082	60,463	68,411	72,113	75,422
同比(%)	-5.8%	-9.9%	13.1%	5.4%	4.6%
毛利率(%)	15.0%	15.6%	15.4%	15.4%	15.2%
ROE%	8.5%	7.5%	8.2%	8.4%	8.5%
EPS(摊薄)(元)	0.55	0.50	0.56	0.59	0.62
P/E	11.25	12.48	11.03	10.47	10.01
P/B	0.96	0.94	0.90	0.88	0.85
EV/EBITDA	3.52	4.64	1.99	1.83	1.58

  

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	116,269	161,475	577,549	588,485	762,375
净利润	76,614	70,046	76,012	80,126	83,802
折旧摊销	99,938	103,341	410,920	489,494	602,720
财务费用	10,503	11,241	20,275	23,628	26,787
投资损失	-275	-14,462	-5,811	-10,193	-10,308
营运资金	-69,826	-27,846	58,167	-2,730	51,840
其它	13,502	10,504	22,368	8,276	7,863
<b>投资活动</b>	-95,010	-155,865	-490,822	-589,743	-722,624
资本支出	-172,315	-166,130	-508,478	-581,075	-716,380
长期投资	-6,316	-4,448	-25,020	-18,976	-16,881
其他	83,621	14,713	42,676	10,308	10,637
<b>筹资活动</b>	-39,699	22,732	-56,397	-9,019	-3,149
吸收投资	3,946	1,509	11,660	0	0
借款	564,417	699,410	85,000	62,483	73,662
支付利息或股息	-71,831	-56,734	-64,742	-70,502	-75,811
<b>现金流净增加额</b>	-15,152	28,321	30,330	-10,276	36,602

## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

刘红光，北京大学博士，曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员，从事能源转型、碳中和、石化产业发展研究等。曾牵头开展了能源消费中长期预测研究等多项研究，参与国家部委新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研发中心。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。