

扣非利润同比增长，央企稳盈利+高分红特性凸显

2024 年 03 月 25 日



分析师：周泰

执业证号：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师：李航

执业证号：S0100521110011

邮箱：lihng@mszq.com

研究助理：王姗姗

执业证号：S0100122070013

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

➤ **事件**：2024 年 3 月 24 日，公司发布 2023 年年度报告。2023 年，公司实现营业收入 32122.2 亿元，同比下降 3.2%；归母净利润 604.6 亿元，同比下降 9.9%；扣非归母净利润 606.9 亿元，同比增长 4.7%。

➤ **23Q4 毛利率环比仅下滑 0.2pct，归母净利率环比下滑 0.8pct 主因税金及附加环比增加**。23Q4，公司实现营业收入 7422.7 亿元，同环比分别下滑 14.2% 和 15.3%；归母净利润为 75.0 亿元，同环比分别下滑 23.8% 和 58.0%；扣非归母净利润分别为 104.1 亿元，同环比分别增长 440.9% 和下滑 37.4%。从公司经营效益来看，23Q4 毛利率为 16.0%，环比 23Q3 下滑 0.2pct，然而，公司税金及附加占收入的比重和期间费用率在 23Q4 达到 10.0% 和 5.5%，同比提升 2.7pct 和 1.0pct，环比提升 1.9pct 和 1.3pct，相比 2023 上半年来看，公司下半年缴纳矿业权出让收益 74.1 亿元，占收入比重为 1.0%。

➤ **勘探及开发：天然气产量稳步增长，油气价格和成本同步下降**。2023 年，公司增储增产降本增效取得新突破，截至 23 年末，原油探明储量为 20.03 亿桶，同比增加 0.41 亿桶；天然气探明储量 93110 亿立方英尺，同比增加 5050 亿立方英尺；境内油气储量替代率为 131%。全年，公司实现油气产量当量 5.04 亿桶，同比增长 3.1%。其中，原油产量 2.81 亿桶，同比增长 0.1%，中国和海外产量占比 89.5% 和 10.5%；天然气产量 13378.2 亿立方英尺，同比增长 7.1%。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，同比 23 年实际产量分别下降 0.7% 和增长 3.1%。价格方面，2023 年公司原油实现价格 76.6 美元/桶，同比下滑 15.2%；天然气实现价格 7.1 美元/千立方英尺，同比下滑 6.6%。成本方面，公司加大成本费用管控力度，油气现金操作成本同比降低 6.8% 至 15.1 美元/桶油当量。综合来看，公司该板块实现经营收益 449.6 亿元，经营收益率为 15.0%，同比下降 1.8pct。

➤ **炼油：原油加工量创历史新高，成品油加工毛利回升**。2023 年公司加工原油 2.58 亿吨，同比增长 6.3%；生产成品油 1.56 亿吨，同比增长 11.3%，其中，汽/柴/煤油产量占比 40.1%/41.4%/18.6%，同比-2.1pct/-3.6pct/+5.7pct。尽管价格上，汽/柴/煤油同比下滑 5.3%/6.8%/9.0% 至 8494/6872/5884 元/吨，但在原油采购价格下滑、海外运保费降低、现金操作成本同比降低 4.8% 的驱动下，公司的单位炼油毛利实现 353 元/吨，同比增长 9 元/吨。公司发挥产业链一体化协同优势，实现炼油板块经营收益 206.1 亿元，经营收益率 1.3%，同比增长 0.6pct。

➤ **营销和分销：拓市扩销，降低流通费用支出**：2023 年，公司全力拓市扩销增效，成品油总经销量为 2.39 亿吨，同比增长 15.6%。其中，境内成品油经销量创历史新高，为 1.88 亿吨，同比增长 15.8%；境外销量 0.51 亿吨，同比增长

推荐

维持评级

当前价格：

6.20 元

相关研究

1.中国石化 (600028.SH) 2023 年三季度报点评：炼油化工业绩环比明显改善，驱动 Q3 业绩增长-2023/10/27

2.中国石化 (600028.SH) 事件点评：A 股开启年内回购，彰显公司发展信心-2023/09/22

3.中国石化 (600028.SH) 2023 年半年报点评：库存损失拖累业绩，高分红+高回购彰显信心-2023/08/28

4.中国石化 (600028.SH) 2023 年一季报点评：23Q1 业绩环比改善，中特估下估值有望持续提升-2023/04/28

5.中国石化 (600028.SH) 2022 年年度报告点评：业绩下滑，后续看好需求复苏+央企估值修复-2023/03/27

15.2%。在公司积极有效降低各项流通费用支出下，吨油现金销售费用同比降低7.3%至193.4元/吨。同时，公司积极探索新零售营销模式，不断拓展新业态和营销活动，23年实现非油业务利润46.2亿元，同比增长7.2%，且充换电站和加氢站数量增加182.9%和30.6%。综合来看，营销分销板块实现经营收益259.4亿元，经营收益率为1.4%，同比持平。

➤ **化工：聚焦降本提质，业务亏损收窄。**2023年，面对国内化工产品供给大幅增加、化工毛利收窄的严峻形势，公司强化成本管控，提升高附加值产品比例，生产乙烯/合成树脂/合成橡胶/合成纤维单体及聚合物/合成纤维1431.4/2057.4/142.4/786.6/111.3万吨，同比+6.5%/+10.9%/+10.9%/-11.5%/+0.1%。全年板块实现经营亏损60.4亿元，经营收益率-1.2%，同比提升1.4pct，亏损幅度收窄。

➤ **拟派发末期现金股利0.2元/股，全年股利0.345元/股，分红率68.2%，A/H股股息率为5.6%/8.5%。**公司董事会建议派发末期含税现金股息0.2元/股，加上中期股息计划全年派发0.345元/股，对应的现金分红比例为68.2%，按照2024年3月22日的收盘价和汇率计算，A股和H股股息率分别为5.56%和8.54%。

➤ **投资建议：**勘探业务高毛利保障盈利，国内需求边际改善推动炼化工业业务盈利能力修复，且在央企市值考核背景下，公司估值有望提升。我们预计，2024-2026年归母净利润分别为704.08/736.89/775.33亿元，EPS分别为0.58/0.61/0.64元/股，对应2024年3月22日的PE分别为11倍、10倍、10倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原油价格波动的风险，化工品景气度下行的风险，下游需求不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,212,215	3,456,653	3,646,820	3,820,083
增长率(%)	-3.2	7.6	5.5	4.8
归属母公司股东净利润(百万元)	60,463	70,408	73,689	77,533
增长率(%)	-9.9	16.4	4.7	5.2
每股收益(元)	0.50	0.58	0.61	0.64
PE	12	11	10	10
PB	0.9	0.9	0.9	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2024年3月22日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3212215	3456653	3646820	3820083
营业成本	2709656	2920591	3083055	3229343
营业税金及附加	272921	292960	309078	323762
销售费用	61164	65414	69013	72292
管理费用	59664	65112	68694	71957
研发费用	13969	14365	15155	15875
EBIT	99936	107914	112062	117576
财务费用	9922	12185	11920	12192
资产减值损失	-8772	-6152	-6516	-6841
投资收益	5811	9416	9934	10406
营业利润	86744	101640	106353	111875
营业外收支	-628	-634	-641	-647
利润总额	86116	101006	105713	111228
所得税	16070	19424	20329	21390
净利润	70046	81582	85383	89838
归属于母公司净利润	60463	70408	73689	77533
EBITDA	203277	213306	221346	230321

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	164960	180514	160208	152800
应收账款及票据	48652	49356	52072	54546
预付款项	5067	7483	7900	8275
存货	250898	258780	273191	286162
其他流动资产	64858	72121	75023	77756
流动资产合计	534435	568255	568394	579539
长期股权投资	234608	234608	234608	234608
固定资产	690957	773007	846611	911461
无形资产	138181	148181	156181	162181
非流动资产合计	1492239	1572059	1639891	1695736
资产合计	2026674	2140314	2208285	2275275
短期借款	59815	62815	65815	68815
应付账款及票据	259000	278867	294397	308374
其他流动负债	328261	368215	381807	393755
流动负债合计	647076	709897	742019	770945
长期借款	179347	178347	177347	176347
其他长期负债	241596	241096	240596	240096
非流动负债合计	420943	419443	417943	416443
负债合计	1068019	1129340	1159962	1187388
股本	119349	121739	121739	121739
少数股东权益	152861	164035	175730	188035
股东权益合计	958655	1010974	1048323	1087888
负债和股东权益合计	2026674	2140314	2208285	2275275

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-3.19	7.61	5.50	4.75
EBIT 增长率	-8.52	7.98	3.84	4.92
净利润增长率	-9.87	16.45	4.66	5.22
盈利能力 (%)				
毛利率	15.65	15.84	15.79	15.79
净利润率	1.88	2.04	2.02	2.03
总资产收益率 ROA	2.98	3.29	3.34	3.41
净资产收益率 ROE	7.50	8.31	8.44	8.62
偿债能力				
流动比率	0.83	0.80	0.77	0.75
速动比率	0.37	0.37	0.33	0.31
现金比率	0.25	0.25	0.22	0.20
资产负债率 (%)	52.70	52.77	52.53	52.19
经营效率				
应收账款周转天数	5.32	5.10	5.01	5.02
存货周转天数	32.89	31.54	31.18	31.30
总资产周转率	1.62	1.66	1.68	1.70
每股指标 (元)				
每股收益	0.50	0.58	0.61	0.64
每股净资产	6.62	6.96	7.17	7.39
每股经营现金流	1.33	1.93	1.72	1.76
每股股利	0.35	0.39	0.41	0.43
估值分析				
PE	12	11	10	10
PB	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.08	4.84	4.66	4.48
股息收益率 (%)	5.56	6.36	6.66	7.01

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	70046	81582	85383	89838
折旧和摊销	103341	105392	109284	112745
营运资金变动	-27846	38026	4840	3259
经营活动现金流	161475	234631	208826	214867
资本开支	-166130	-169242	-161076	-152484
投资	-4448	0	0	0
投资活动现金流	-155865	-159825	-151141	-142078
股权募资	1509	11987	0	0
债务募资	99456	-500	-500	-500
筹资活动现金流	22732	-59251	-77991	-80197
现金净流量	28321	15554	-20306	-7408

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026