

# 中国石化 (600028.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 储量产量销量立体进攻!

### 业绩简评

中国石化于2024年3月24日发布公司2023年年度报告，2023年全年实现营业收入32122.15亿元，同比减少3.19%；实现归母净利润604.63亿元，同比减少9.87%。其中，2023Q4实现营业收入7422.74亿元，同比减少14.17%；实现归母净利润74.97亿元，同比减少23.79%。业绩符合预期。公司业绩在Q4大比例缴纳矿业权出让金的影响下维持强势，体现出龙头央企资产的稀缺性。

### 经营分析

**成品油销量强势增长：**2023年成品油销售市场持续旺盛，公司全年成品油零售量达1.20亿吨，同比增加12.36%，持续维持在较高水平。受益于汽柴油价差持续修复，公司营销及分销业务盈利能力维持稳定。与此同时，公司化工板块处于磨底状态，有望回暖，主要原因为化工品市场需求依旧承压，尤其是烯烃类产品仍处于恢复初期。

**计提矿业权出让收益不改储量产量双增长：**重点产油国边际供应增量较为有限，伴随全球出行强度持续恢复，原油消费需求逐步回暖，油价有望持续维持中高位震荡。2023年公司勘探开发资本支出786亿元，同比减少5.64%，持续维持在较高水平。2023年已探明原油储量为20.03亿桶，同比增加2.09%；已探明天然气储量为9.31兆立方英尺，同比增加5.73%。公司油气储量丰厚为产量增长打下坚实基础，2023年公司原油产量达2.81亿桶，与2022年原油产量持平；天然气产量达1.34兆立方英尺，同比增加7.13%。公司2024年计划生产原油2.79亿桶，天然气1.38兆立方英尺，勘探开发板块有望稳中有升。此外，2023年公司除所得税外其他税金为2729亿元，同比2022年增加89亿元，其中计提矿业权出让收益74亿元，整体符合预期。

**央企高股息持续回报股东，投资回报丰厚：**公司持续维持高股息，投资回报丰厚。公司2023年现金分红共计411.75亿元，公司股利支付率达68.10%，同时公司股息率维持在较高水平，以2023年12月31日收盘价为基准计算，公司2023年股息率为6.18%，含2023年末期现金股利每股0.20元和半年度现金股利每股0.145元，公司股东投资回报丰厚。

### 盈利预测、估值与评级

我们认为在原油价格维持稳健中枢的前提下，公司盈利确定性较强，我们预计2024-2026年公司归母净利润653亿元/703亿元/752亿元，对应EPS为0.54元/0.58元/0.62元，对应PE为11.6X/10.7X/10.0X，维持“买入”评级。

### 风险提示

(1) 地缘政治扰乱全球原油市场；(2) 成品油价格放开风险；(3) 终端需求不景气风险；(4) 境外业务经营风险；(5) 意外事故风险；(6) 汇率风险。

石油化工组

分析师：许隽逸 (执业 S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

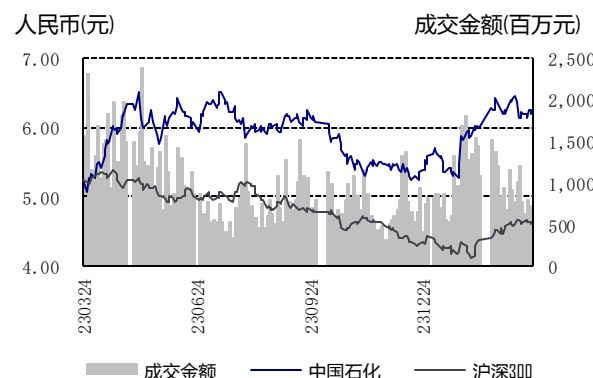
分析师：陈律楼 (执业 S1130522060004)

chenlvlu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：6.20 元

相关报告：

- 《中国石化公司点评：坚挺业绩展龙头央企价值!》，2023.10.27
- 《中国石化公司点评：化工需求承压不改坚挺业绩!》，2023.8.27
- 《中国石化公司点评：从防御到进攻的稀缺央企资产!》，2023.4.27



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,318,168	3,212,215	3,079,731	3,136,471	3,154,677
营业收入增长率	21.06%	-3.19%	-4.12%	1.84%	0.58%
归母净利润(百万元)	66,302	60,463	65,295	70,280	75,246
归母净利润增长率	-6.89%	-8.81%	7.99%	7.63%	7.07%
摊薄每股收益(元)	0.553	0.507	0.536	0.577	0.618
每股经营性现金流净额	0.91	1.30	1.76	2.06	2.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.44%	7.50%	7.73%	7.92%	8.07%
P/E	7.88	11.01	11.56	10.74	10.03
P/B	0.67	0.83	0.89	0.85	0.81

来源：公司年报、国金证券研究所

## 内容目录

1、成品油销量强势增长 .....	4
2、计提矿业权出让收益不改储量产量双增长 .....	10
3、央企高股息持续回报股东，投资回报丰厚 .....	14
4、风险提示 .....	15

## 图表目录

图表 1：2023 年公司营业收入同比减少 3.19%.....	4
图表 2：2023 年公司归母净利润同比减少 9.87%.....	4
图表 3：中国石化预计出让收益测算.....	4
图表 4：公司 2023 年所得税以外的税金同比增加 89.09 亿元.....	4
图表 5：成品油销售板块贡献毛利占比达 74.54%.....	5
图表 6：公司盈利能力有所修复.....	5
图表 7：中国成品油表观消费量（百万吨）.....	5
图表 8：2023 年公司原油加工量同比增加 6.29%.....	6
图表 9：2023 年公司成品油产量同比增加 11.31%.....	6
图表 10：柴油裂解价差（元/吨）.....	6
图表 11：汽油裂解价差（元/吨）.....	7
图表 12：航空煤油裂解价差（元/吨）.....	7
图表 13：2023 年公司成品油零售量同比增加 12.36%.....	7
图表 14：截至 2023 年公司拥有 30958 个加油站.....	7
图表 15：柴汽油批零价差（元/吨）.....	8
图表 16：公司成品油出口配额（万吨）.....	8
图表 17：柴汽油出口价-批发价价差（元/吨）.....	9
图表 18：欧洲成品油裂解价差.....	9
图表 19：新加坡成品油裂解价差.....	9
图表 20：23 年基础有机化工品销量同比增加 4.75%.....	10
图表 21：23 年基础有机化工品实现价格同比减少 7.30%.....	10
图表 22：聚烯烃-原油价差处于中低水平.....	10
图表 23：公司本次募集资金金额及投向.....	10
图表 24：OPEC 原油出口量（百万桶/天）.....	11
图表 25：俄罗斯原油出口量（百万桶/天）.....	11
图表 26：美国油井钻机数.....	11
图表 27：美国油井钻机数-Permian.....	11

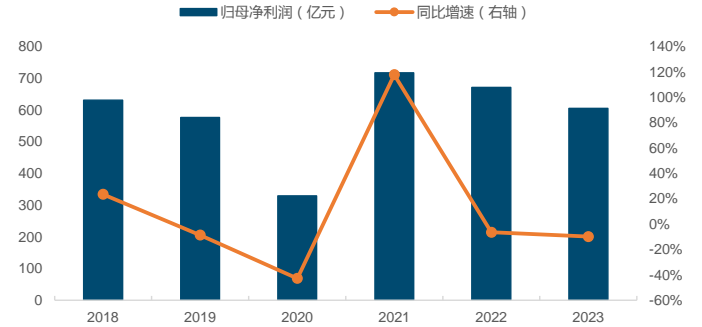
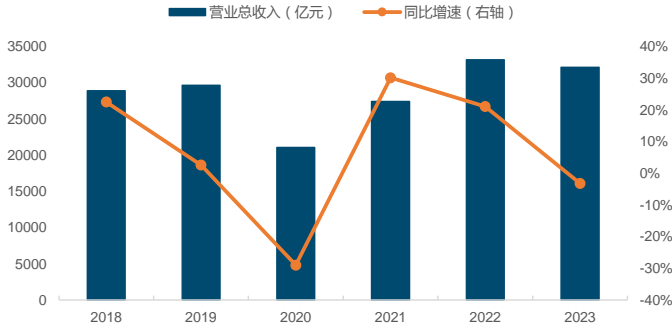
图表 28: 美国完井环节或存在产能瓶颈.....	12
图表 29: Midland 绝对化标准油井生产率.....	12
图表 30: Delaware 绝对化标准油井生产率.....	12
图表 31: 美国原油出口量 (百万桶/天) .....	12
图表 32: 全球原油消费需求逐步回暖.....	13
图表 33: 2023 年勘探开发资本支出同比减少 5.64%.....	13
图表 34: 2023 年公司已探明原油储量同比增加 2.09%.....	13
图表 35: 2023 年公司已探明天然气储量同比增加 5.73%.....	13
图表 36: 2023 年公司原油产量同比增加 0.09%.....	14
图表 37: 2023 年公司天然气产量同比增加 7.13%.....	14
图表 38: 公司股利支付率持续维持在较高水平.....	14
图表 39: 公司 A 股股息率持续维持在较高水平 .....	15

## 1、成品油销量强势增长

中国石化于 2024 年 3 月 24 日发布公司 2023 年年度报告，2023 年全年实现营业收入 32122.15 亿元，同比减少 3.19%；实现归母净利润 604.63 亿元，同比减少 9.87%。其中，2023Q4 实现营业收入 7422.74 亿元，同比减少 14.17%；实现归母净利润 74.97 亿元，同比减少 23.79%。业绩符合预期。公司业绩在 Q4 大比例缴纳矿业权出让金的影响下维持强势，体现出龙头央企资产的稀缺性。

图表 1：2023 年公司营业收入同比减少 3.19%

图表 2：2023 年公司归母净利润同比减少 9.87%



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

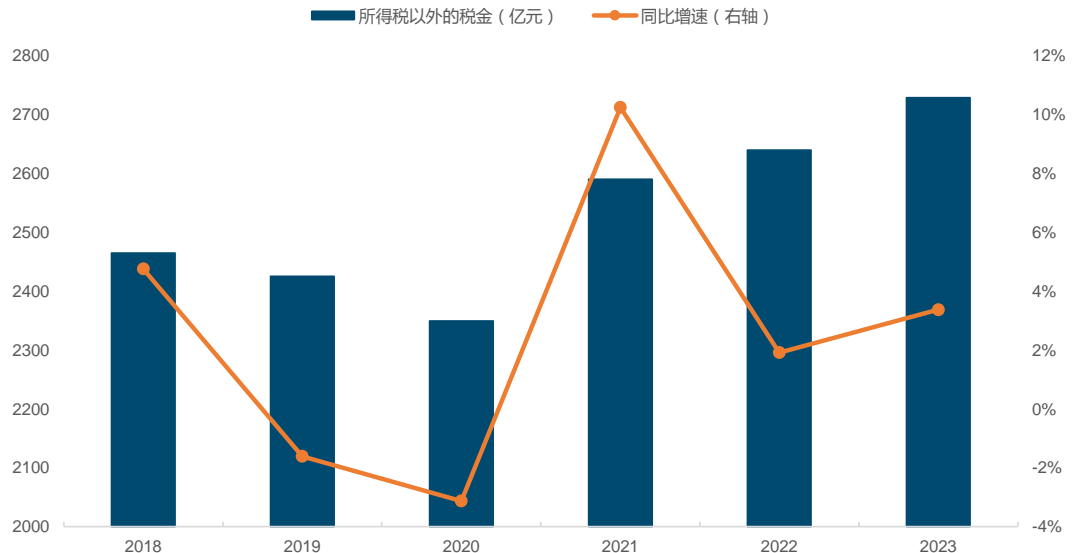
2023 年 5 月 1 日起执行的《矿业权出让收益征收办法》中明确指出“逐年征收的采矿权出让收益=年度矿产品销售收入×矿业权出让收益率”以及“陆域矿业权出让收益率为 0.8%，海域矿业权出让收益率为 0.6%”。目前最早提及到采矿权出让收益的文件为 2017 年 7 月 1 日起执行的《矿业权出让收益征收管理暂行办法》，其第十条中指出“可探索通过矿业权出让收益率的形式征收”，但并未明确提出征收办法。参考《矿业权出让收益征收办法》，我们测算 2017H2-2023 年中国石化预计出让收益约为 83.13 亿元左右，其中 2023 年预计出让收益预计为 17 亿元左右。参考公司年报，2023 年公司除所得税外其他税金为 2729 亿元，相较于 2022 年同比增加约 89 亿元，其中计提矿业权出让收益 74 亿元，成品油消费税同比增加 87 亿元，石油特别收益金同比减少 77 亿元，整体符合预期。

图表 3：中国石化预计出让收益测算

	2017H2	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
中国石化油气销售收入(亿元)	510.08	1431.81	1476.15	1095.71	1575.42	2149.35	2153.90
中国石化预计出让收益率	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%
中国石化预计出让收益 (亿元)	4.08	11.45	11.81	8.77	12.60	17.19	17.23

来源：《矿业权出让收益征收办法》，《矿产资源法修订草案》，公司公告，国金证券研究所

图表 4：公司 2023 年所得税以外的税金同比增加 89.09 亿元

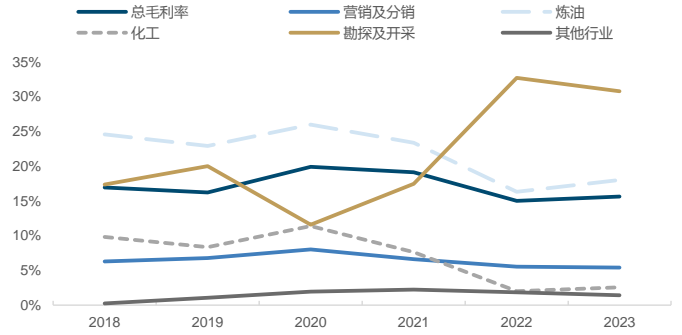
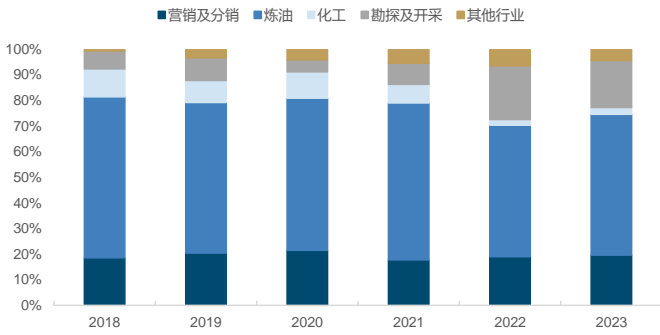


来源：国金证券研究所

成品油销售(炼油和营销及分销)板块为公司业务占比最大的板块,2023年合计贡献74.54%的毛利,2023年炼油/营销及分销业务毛利率分别为18.03%/5.40%,分别同比+1.70pct/-0.14pct。总毛利率为15.65%,同比+0.61pct,公司盈利能力持续维持稳健。

图表5: 成品油销售板块贡献毛利占比达74.54%

图表6: 公司盈利能力有所修复

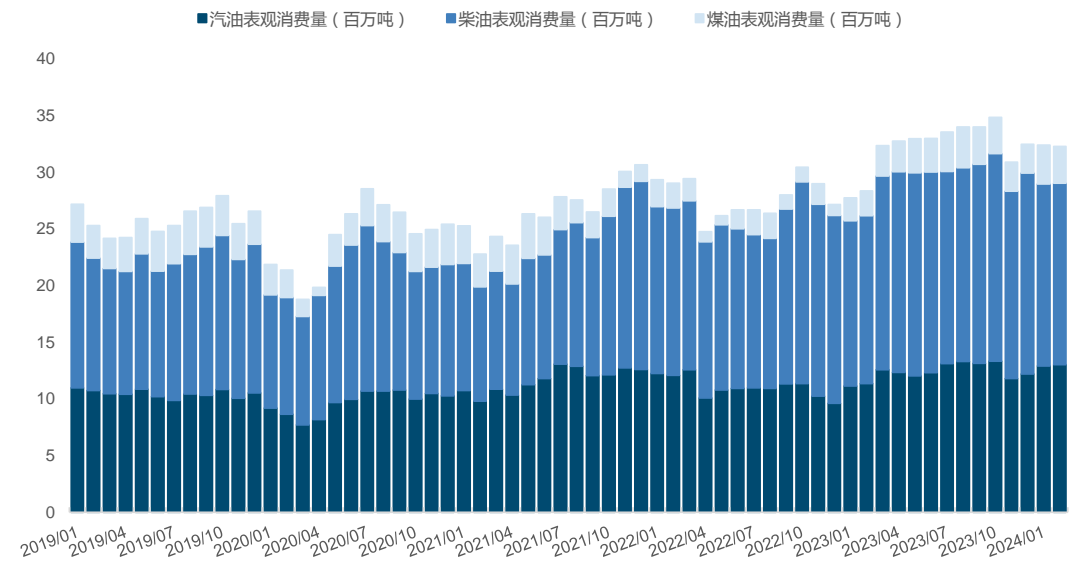


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

2023年中国成品油市场持续高景气,表观消费量创近年来新高。2023年全年汽油/柴油/煤油表观消费量分别为1.49亿吨/2.04亿吨/0.34亿吨,分别同比增加11.63%/13.11%/75.30%。其中,2023Q4汽油/柴油/煤油表观消费量分别为3731万吨/5261万吨/829万吨,分别同比增加19.53%/2.52%/103.20%。

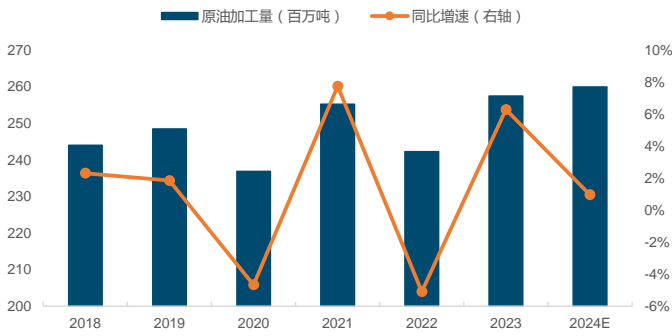
图表7: 中国成品油表观消费量(百万吨)



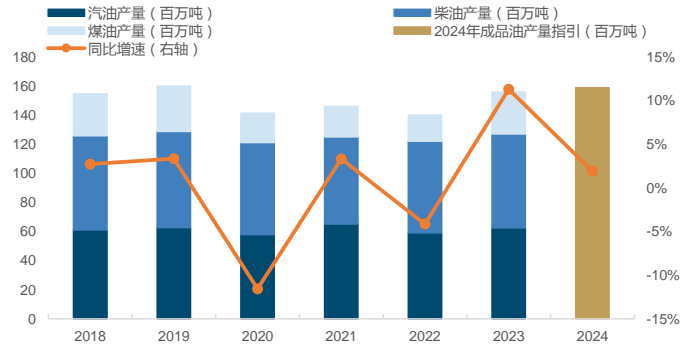
来源：卓创资讯，国金证券研究所

公司2023年原油加工量达2.58亿吨,同比增加6.29%,分别生产柴油/汽油/煤油6251/6454/2895万吨,分别同比增加5.86%/2.30%/60.74%。2024年公司计划加工原油2.60亿吨,同比增加0.96%,计划生产成品油1.59亿吨,同比增加1.92%。

图表8: 2023 年公司原油加工量同比增加 6.29%



图表9: 2023 年公司成品油产量同比增加 11.31%

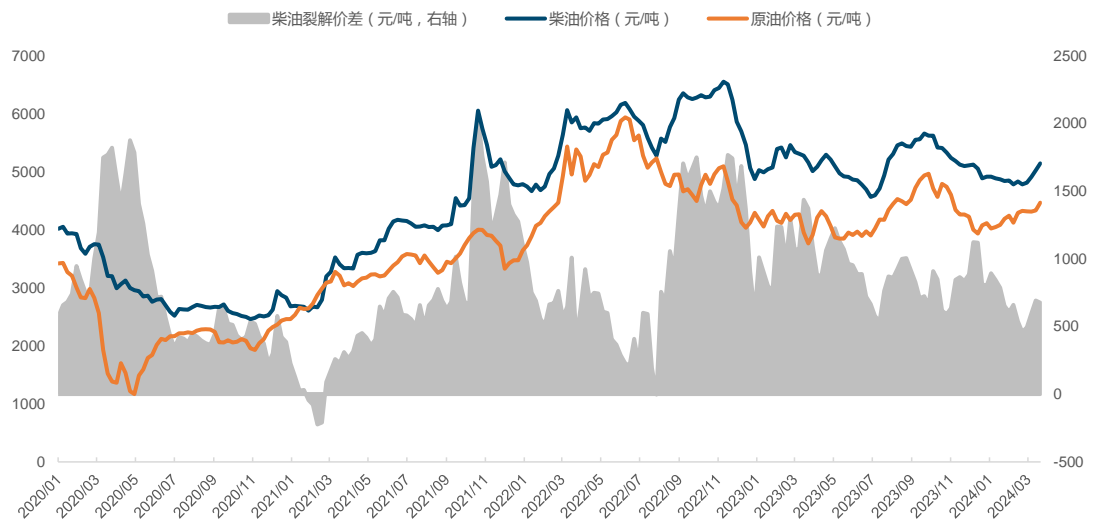


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

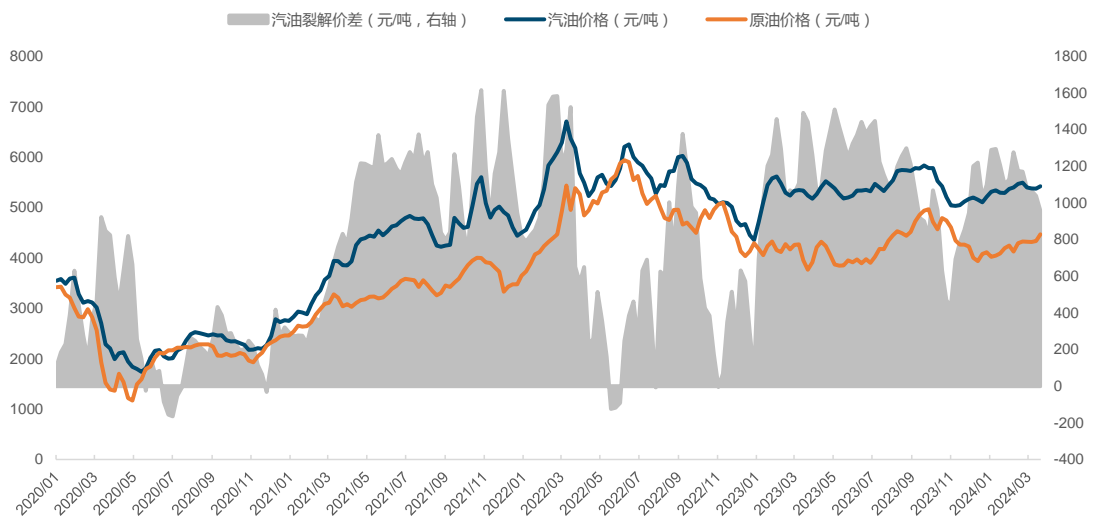
成品油裂解价差持续修复, 2023 年全年柴油/汽油/航空煤油裂解价差均值分别为 912 元/1129 元/2597 元/吨, 分别同比增加 2.53%/增加 81.77%/减少 0.66%。其中, 2023Q4 柴油/汽油/航空煤油裂解价差均值分别为 841 元/885 元/3219 元/吨, 分别同比减少 39.97%/增加 158.82%/增加 2.24%, 成品油裂解价差持续修复, 公司炼油板块有望持续维持高景气。

图表10: 柴油裂解价差 (元/吨)



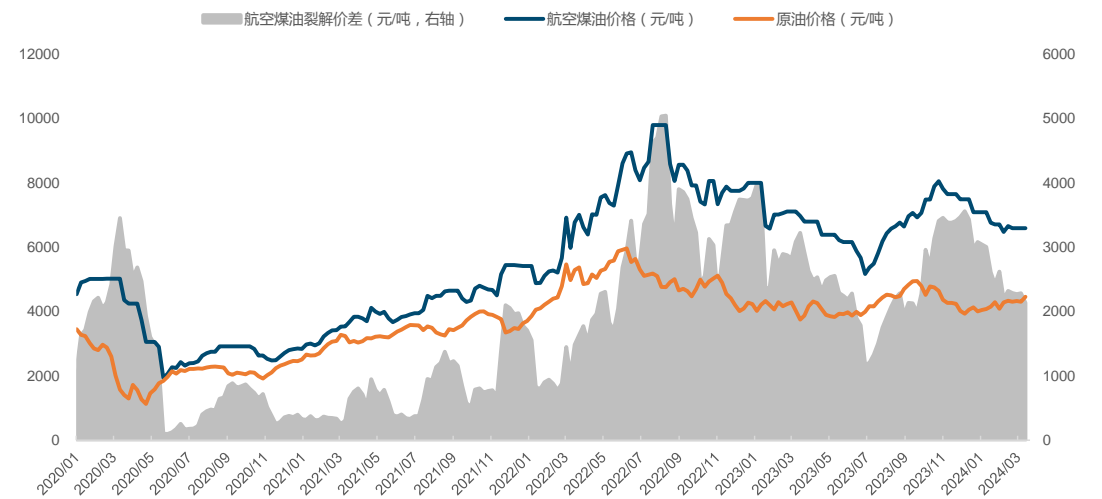
来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: 汽油裂解价差 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

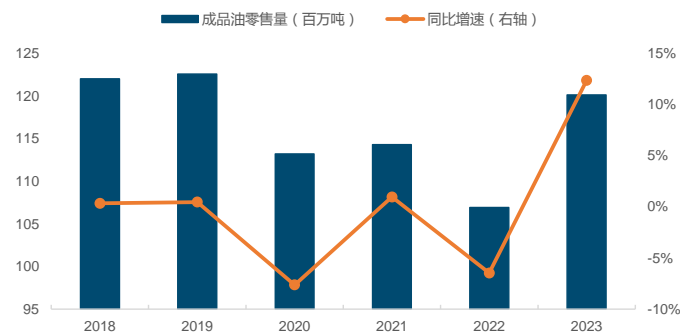
图表12: 航空煤油裂解价差 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

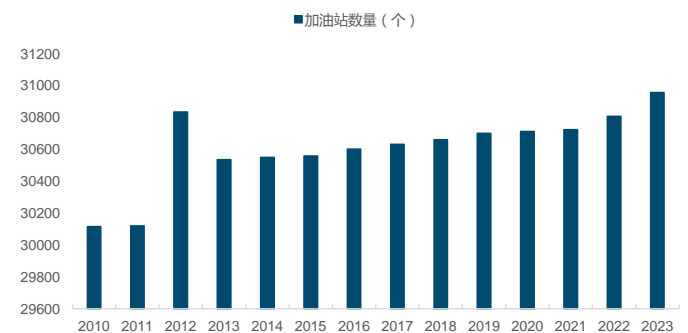
2023年成品油销售市场持续旺盛,公司全年成品油零售量达1.20亿吨,同比增加12.36%,持续维持在较高水平。公司加油站数量自2013年的30536个增长至2023年底30958个。

图表13: 2023年公司成品油零售量同比增加12.36%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表14: 截至2023年公司拥有30958个加油站



来源: 公司公告, 国金证券研究所

国内汽柴油批零价差持续维持稳健,2020年以来柴油/汽油批零价差均值为898元/1778元/吨,成品油销售板块中高景气有望延续。

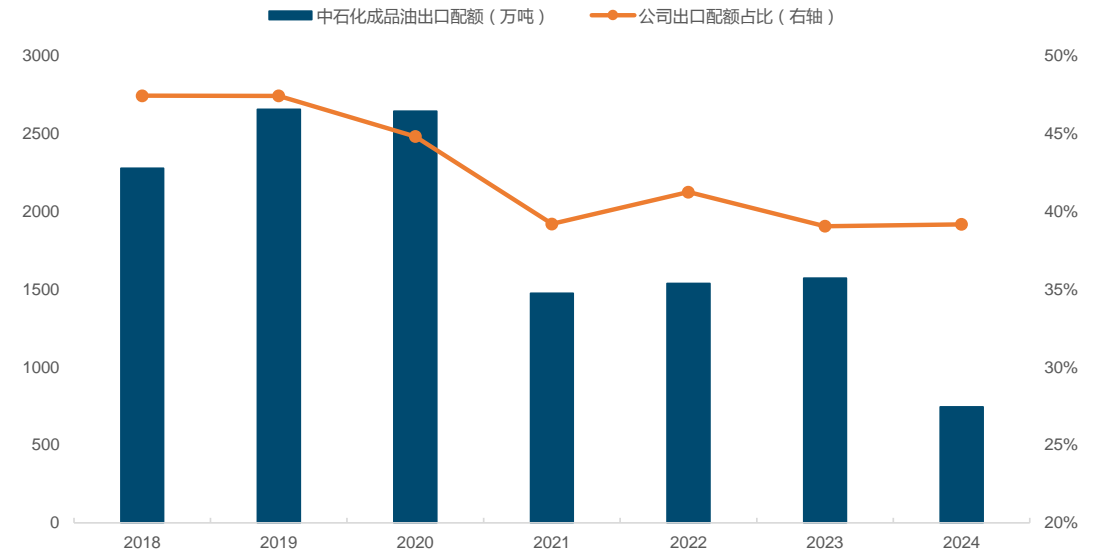
图表 15: 柴汽油批零价差 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

成品油出口批发价差有所修复, 2023 年受海外出行需求持续恢复, 海外成品油价格持续维持较高水平, 成品油出口价与国内批发价价差于 2023Q1 及 Q3 一度扭负为正, 存在较大海外套利空间。2023 年公司成品油出口配额合计为 1571 万吨, 同比增加 2.28%, 受益于海外炼能退出, 海外成品油裂解价差波动幅度有所增加, 公司存在通过成品油海外套利获得业绩弹性可能性。

图表 16: 公司成品油出口配额 (万吨)

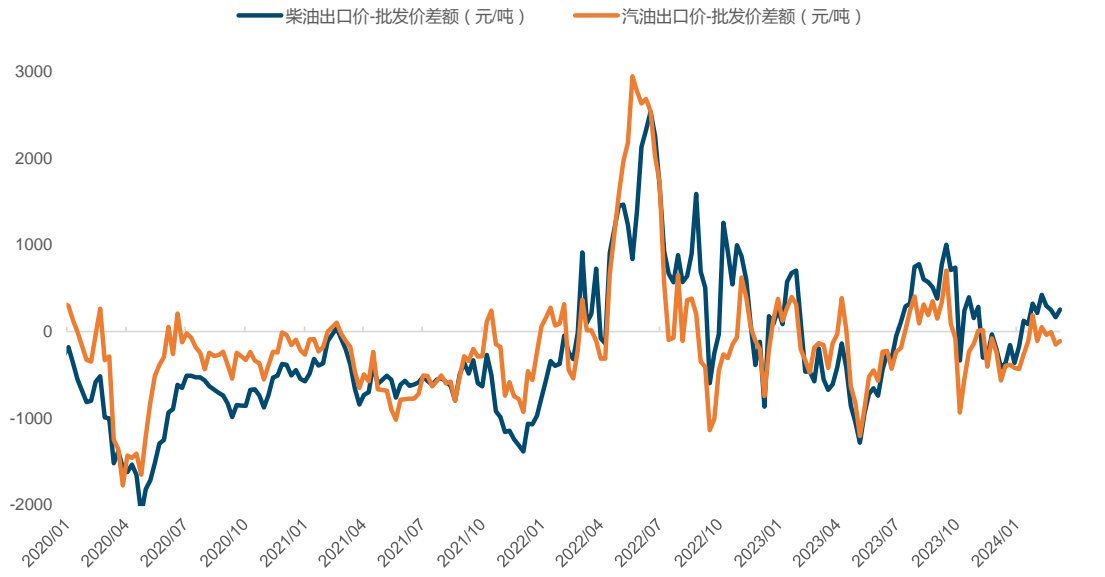


来源: 商务部, 国金证券研究所

注: 截至 2024 年 3 月 24 日, 商务部仅发放一批成品油出口配额。



图表17: 柴汽油出口价-批发价价差 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表18: 欧洲成品油裂解价差



来源: Wind, 国金证券研究所

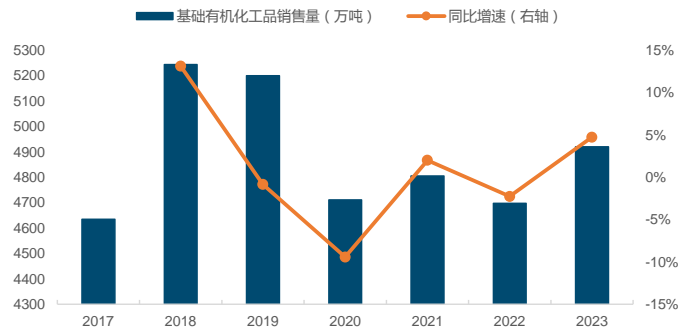
图表19: 新加坡成品油裂解价差



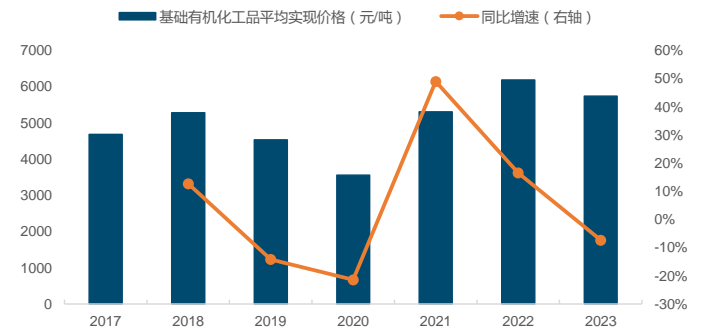
来源: Wind, 国金证券研究所

公司化工板块处于磨底状态, 有望回暖, 主要原因为化工品市场需求依旧承压, 尤其是烯烃类产品仍处于恢复初期。

图表20: 23年基础有机化工品销量同比增加4.75%



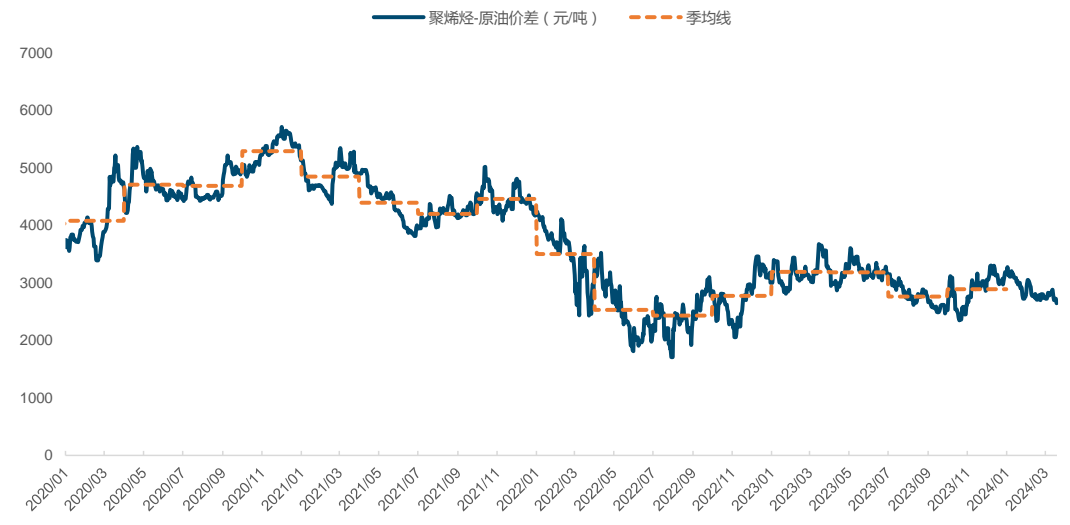
图表21: 23年基础有机化工品实现价格同比减少7.30%



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

图表22: 聚烯烃-原油价差处于中低水平



来源: Wind, 国金证券研究所

2024年3月,公司向母公司中国石化集团发行23.90股人民币普通股(A股),募集120亿元,拟全部投入天津LNG项目、茂名炼油转型升级及乙烯提质改造项目等。公司募集资金投资清洁能源、高附加值材料,有利于调整公司产品结构,向高端产品延伸,向清洁能源转型升级,有望在未来获得业绩弹性。

图表23: 公司本次募集资金金额及投向

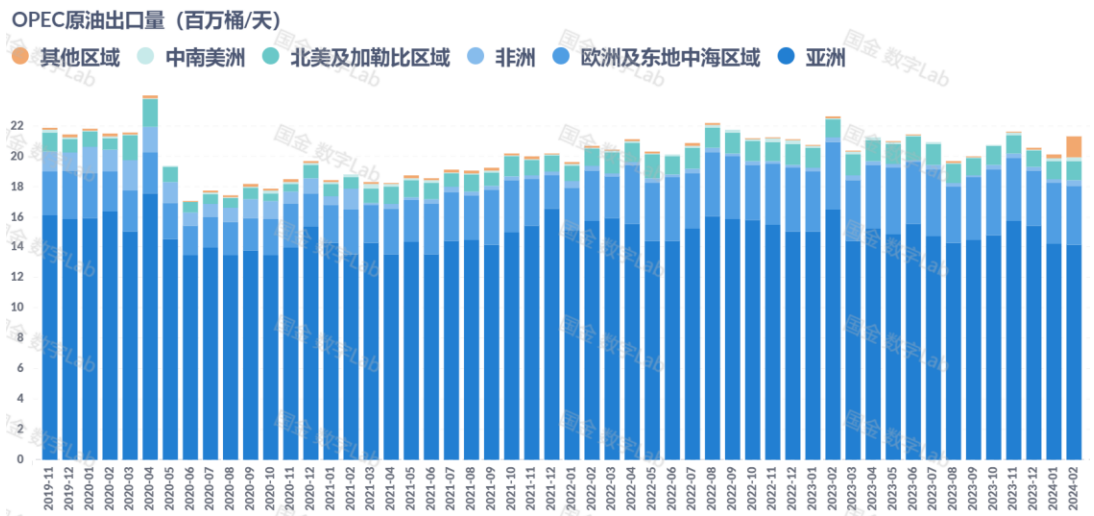
投资方向	项目名称	项目总投资(亿元)	拟投入募集资金(亿元)
清洁能源	天津LNG项目三期工程一阶段	55.62	45.00
	燕山分公司氢能提纯设施完善项目	2.07	2.00
高附加值材料	茂名分公司炼油转型升级及乙烯提质改造项目	330.57	48.00
	茂名分公司5万吨/年聚烯烃弹性体(POE)工程试验装置项目	10.91	9.00
	中科(广东)炼化有限公司2号EVA项目	21.58	16.00
合计		420.75	120.00

来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 2、计提矿业权出让收益不改储量产量双增长

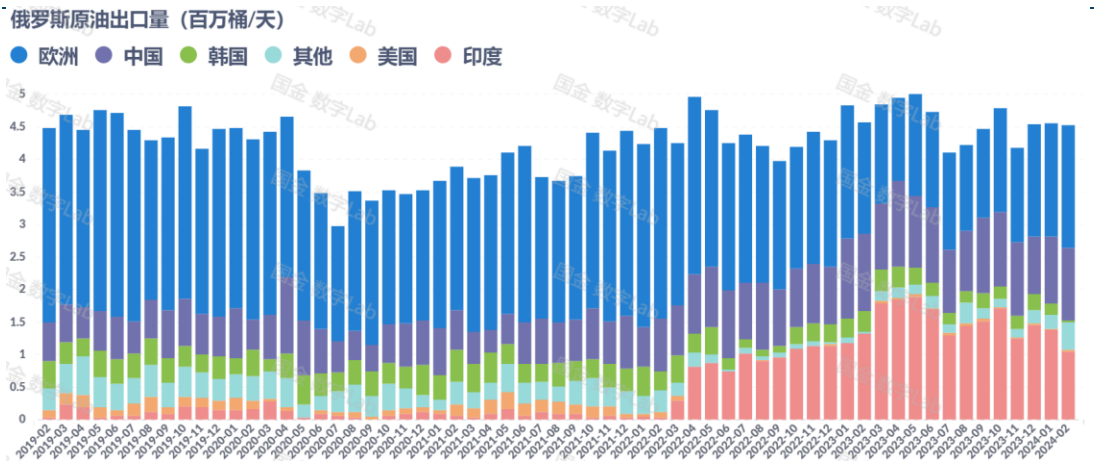
2024年全球原油供需或将持续维持紧平衡,重点产油国边际供应增量较为有限。OPEC及俄罗斯当前原油对外出口量基本维持稳定,考虑到OPEC+2023年5月起执行的165万桶/天的自愿减产持续到2024年底以及2024年上半年220万桶/天的自愿减产仍在执行, OPEC+在2024年原油边际供应增量较为有限。

图24: OPEC 原油出口量 (百万桶/天)



来源: Refinitiv, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

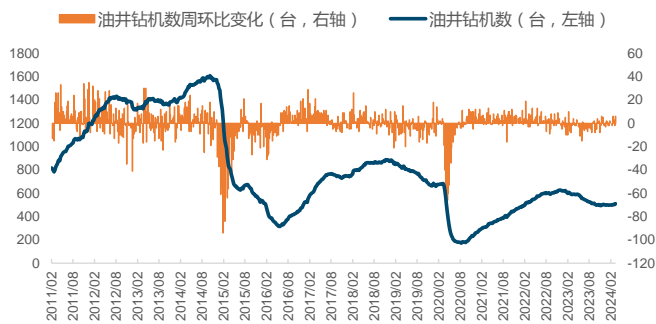
图25: 俄罗斯原油出口量 (百万桶/天)



来源: Refinitiv, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

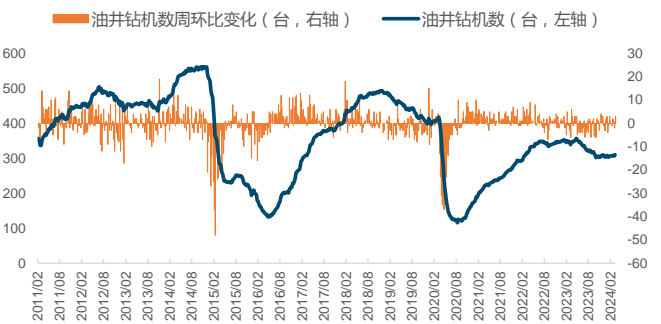
2023 年初至今美国页岩油开采活跃度显著弱于预期，美国活跃油井钻机数量自 2022 年 12 月恢复至阶段性高位（627 台）后开始持续回落，截至 2024 年 3 月 15 日美国活跃油井钻机数量仅有 510 台左右。

图26: 美国油井钻机数



来源: 贝克休斯, 国金证券研究所

图27: 美国油井钻机数-Permian



来源: 贝克休斯, 国金证券研究所

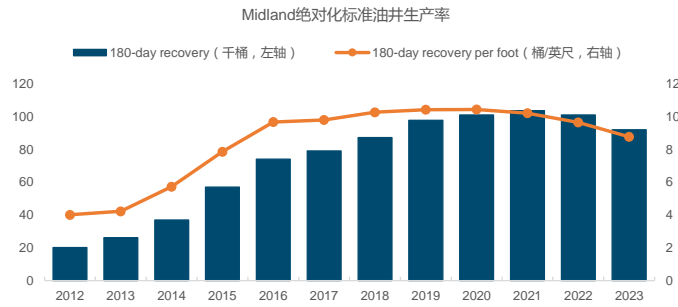
与此同时，美国核心页岩油产区 Permian 新增钻井数与完井数量均出现一定回落，但完井数相对下降更为明显，库存井数去库速度减缓，开采强度整体回落，但或许说明美国完井阶段或许存在产能瓶颈或意愿不足。此外，油价维持中高位水平但单井产量衰减叠加页岩油开采活跃度回落，美国原油产量边际增量或较小。

图表28: 美国完井环节或存在产能瓶颈



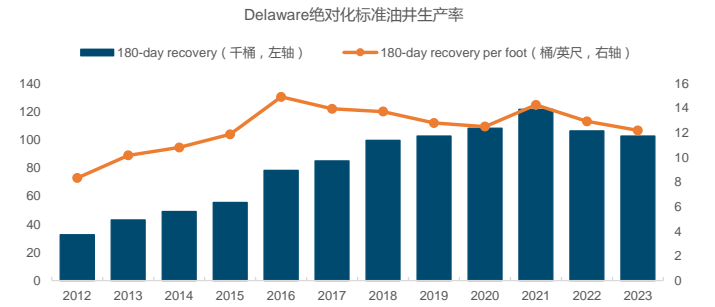
来源: EIA, 国金证券研究所

图表29: Midland 绝对化标准油井生产率



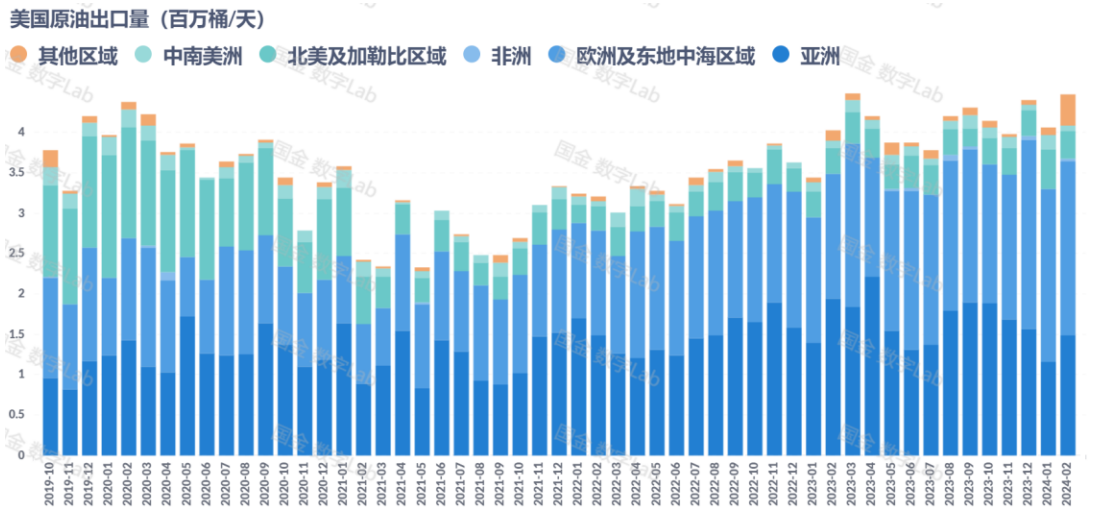
来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

图表30: Delaware 绝对化标准油井生产率



来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

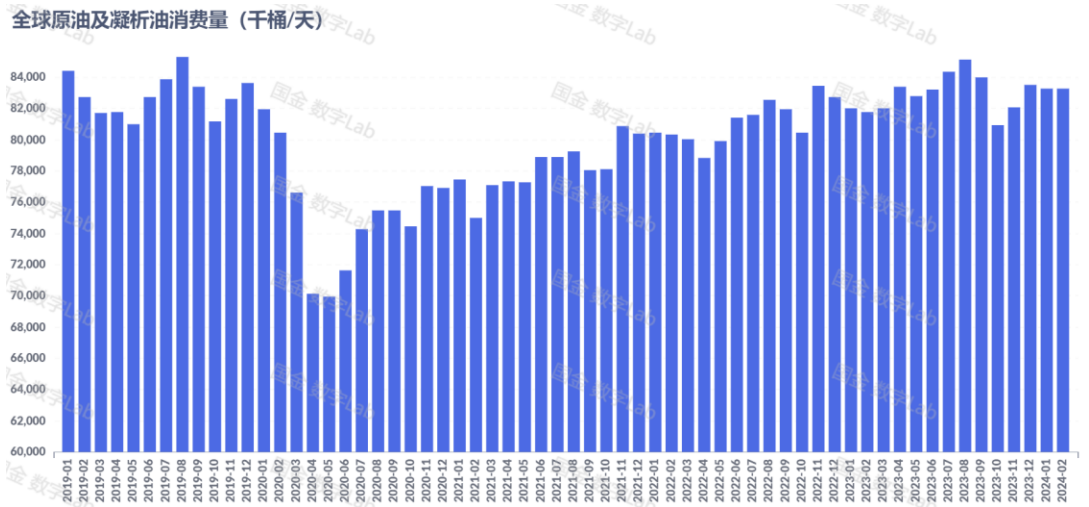
图表31: 美国原油出口量 (百万桶/天)



来源: Refinitiv, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

近年来, 全球原油及凝析油消费量在 2019 年达到峰值, 约为 8500 万桶/天, 伴随全球出行强度持续恢复, 原油消费需求逐步回暖, 截至 2024 年 2 月, 全球原油及凝析油消费量达到 8325 万桶/天, 同比增加 1.80%, 油价有望维持中高位震荡。

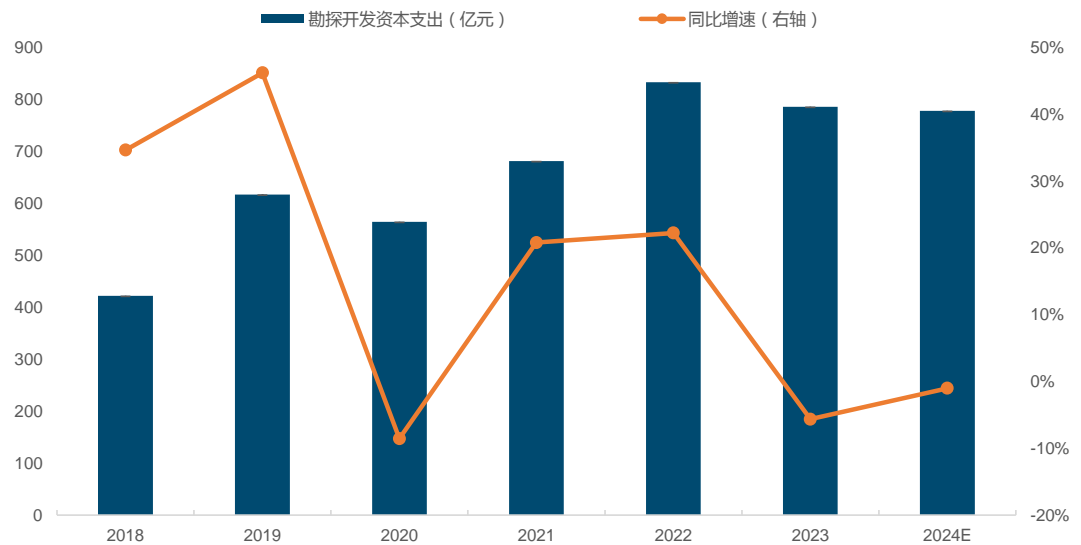
图表32: 全球原油消费需求逐步回暖



来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

与此同时, 公司积极响应国家增储上产号召, 加大油气勘探开发力度, 2023 年公司勘探开发资本支出 786 亿元, 同比减少 5.64%, 持续维持在较高水平。2024 年公司勘探开发资本支出指引为 778 亿元, 同比减少 1.02%。

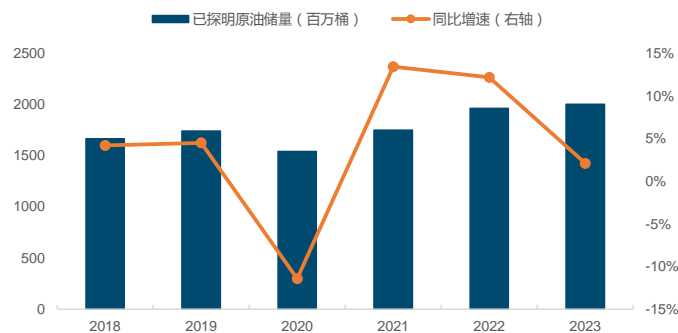
图表33: 2023 年勘探开发资本支出同比减少 5.64%



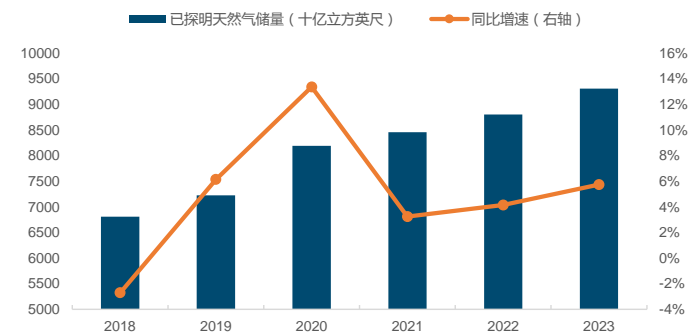
来源: 公司公告, 国金证券研究所

2023 年公司已探明原油储量为 20.03 亿桶, 同比增加 2.09%; 已探明天然气储量为 9.31 兆立方英尺, 同比增加 5.73%, 公司油气储量丰厚为产量增长打下坚实基础。

图表34: 2023 年公司已探明原油储量同比增加 2.09%



图表35: 2023 年公司已探明天然气储量同比增加 5.73%



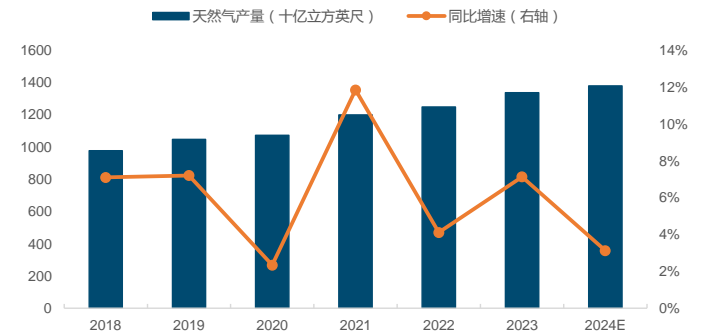
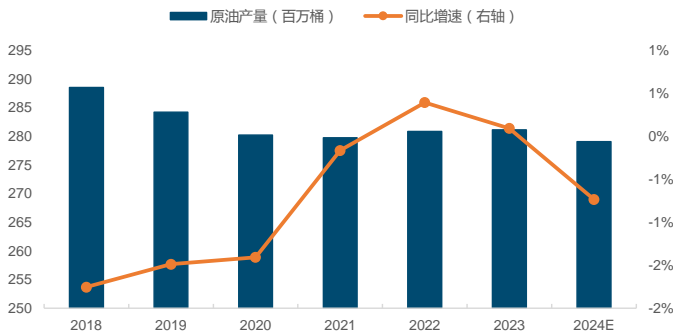
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

2023 年公司原油产量达 2.81 亿桶，同比增加 0.09%；天然气产量达 1.34 兆立方英尺，同比增加 7.13%。公司 2024 年计划生产原油 2.79 亿桶，同比减少 0.73%；计划生产天然气 1.38 兆立方英尺，同比增加 3.13%，勘探开发板块有望稳中有升。

图表36：2023 年公司原油产量同比增加 0.09%

图表37：2023 年公司天然气产量同比增加 7.13%



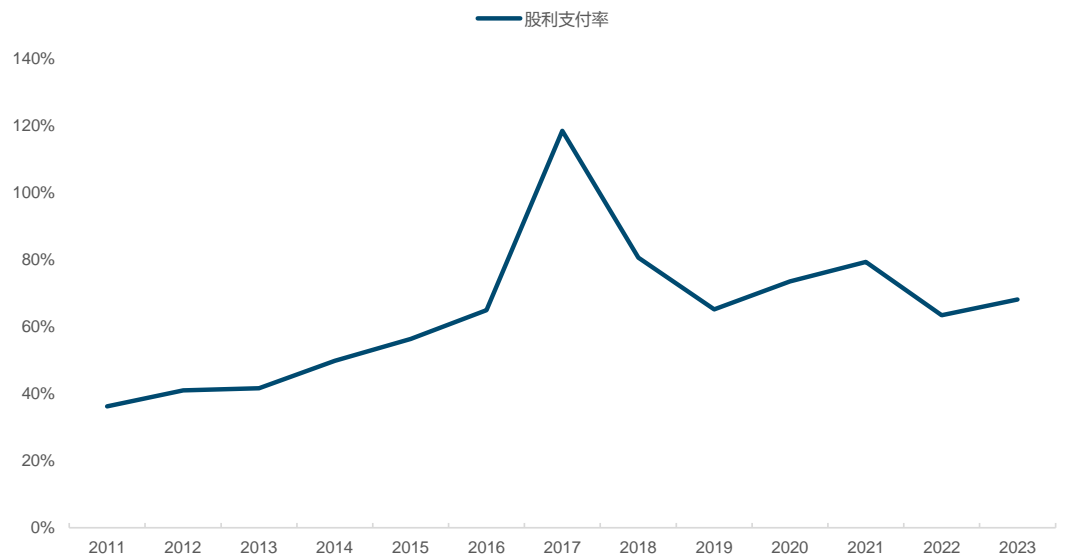
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

### 3、央企高股息持续回报股东，投资回报丰厚

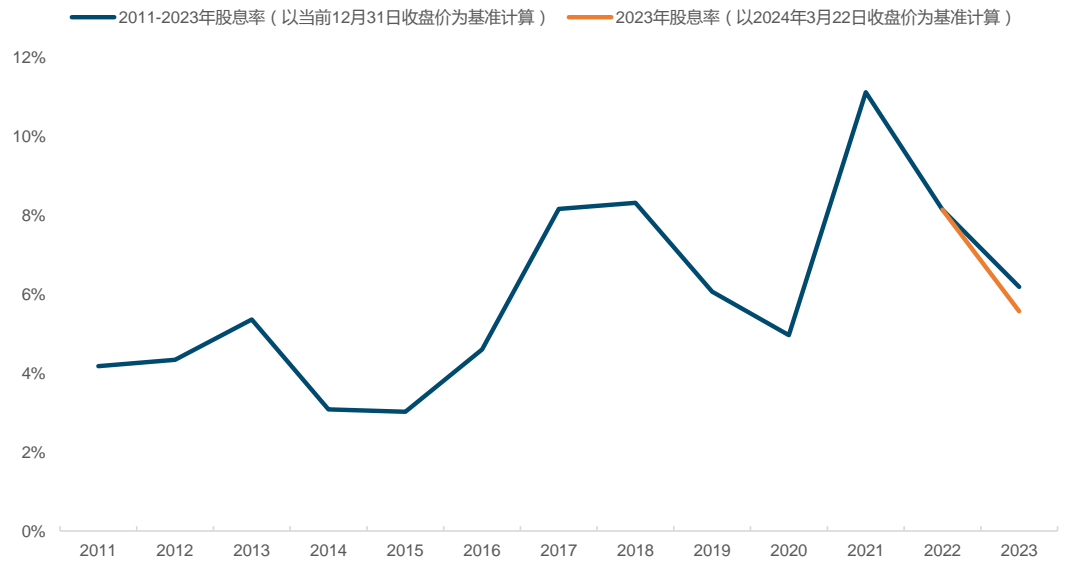
公司持续维持高股息，投资回报丰厚。公司 2023 年现金分红共计 411.75 亿元，公司股利支付率达 68.10%，同时公司股息率维持在较高水平，以 2023 年 12 月 31 日收盘价为基准计算，公司 2023 年股息率为 6.18%，含 2023 年末期现金股利每股 0.20 元和半年度现金股利每股 0.145 元，公司股东投资回报丰厚。

图表38：公司股利支付率持续维持在较高水平



来源：公司公告，国金证券研究所

图表39：公司A股股息率持续维持在较高水平



来源：公司公告，国金证券研究所

注：以2024年3月22日收盘价计算中国石化A股股息率为5.56%。

#### 4、风险提示

- 1) 地缘政治扰乱全球原油市场：巴以冲突、俄乌局势变化、伊核协议推进以及委内瑞拉制裁解除等地缘政治事件或造成供应端的不确定性，扰乱全球原油市场；
- 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天然气等产品。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) 境外业务经营风险：公司在境外从事油气勘探开发、炼油化工等业务，境外业务和资产均受所在国法律法规管辖。存在国际地缘政治变化、区域贸易集团的排他性以及经贸问题等风险因素；
- 5) 意外事故风险：公司炼化、加工、运输等众多环节均存在大量易燃易爆有毒有害易污染物，存在发生意外事故的风险，对人身安全造成威胁，带来较大的经济损失；
- 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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	2,740,884	3,318,168	3,212,215	3,079,731	3,136,471	3,154,677	货币资金	221,989	145,052	164,960	172,945	174,911	174,400
增长率	21.1%	-3.2%	-4.1%	1.8%	0.6%		应收款项	76,464	76,880	76,962	79,018	80,474	80,941
主营业务成本	-2,216,551	-2,819,363	-2,709,656	-2,603,955	-2,647,009	-2,656,406	存货	207,433	244,241	250,898	242,560	246,571	247,446
%销售收入	80.9%	85.0%	84.4%	84.6%	84.4%	84.2%	其他流动资产	52,138	56,967	41,615	44,360	44,489	44,517
毛利	524,333	498,805	502,559	475,776	489,462	498,271	流动资产	558,024	523,140	534,435	538,884	546,445	547,304
%销售收入	19.1%	15.0%	15.6%	15.4%	15.6%	15.8%	%总资产	29.5%	26.8%	26.4%	25.9%	25.4%	24.7%
营业税金及附加	-259,032	-263,991	-272,921	-246,378	-250,918	-252,374	长期投资	209,946	234,671	235,058	235,058	235,058	235,058
%销售收入	9.5%	8.0%	8.5%	8.0%	8.0%	8.0%	固定资产	754,871	826,803	871,207	915,522	967,577	1,028,723
销售费用	-57,891	-58,567	-61,164	-58,515	-59,593	-59,939	%总资产	40.0%	42.4%	43.0%	44.0%	45.0%	46.4%
%销售收入	2.1%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	无形资产	137,811	139,192	157,852	173,777	189,130	203,936
管理费用	-62,535	-57,208	-59,664	-52,355	-53,320	-53,630	非流动资产	1,331,231	1,425,500	1,492,239	1,543,752	1,602,870	1,670,947
%销售收入	2.3%	1.7%	1.9%	1.7%	1.7%	1.7%	%总资产	70.5%	73.2%	73.6%	74.1%	74.6%	75.3%
研发费用	-11,481	-12,773	-13,969	-11,703	-11,919	-11,988	资产总计	1,889,255	1,948,640	2,026,674	2,082,636	2,149,315	2,218,251
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	短期借款	56,017	84,157	90,272	105,187	105,942	112,733
息税前利润 (EBIT)	133,394	106,266	94,841	106,824	113,713	120,341	应付款项	330,341	389,316	352,031	348,364	354,133	355,400
%销售收入	4.9%	3.2%	3.0%	3.5%	3.6%	3.8%	其他流动负债	254,922	193,912	204,773	203,555	208,834	212,385
财务费用	-9,010	-9,974	-9,922	-23,683	-24,261	-24,603	流动负债	641,280	667,385	647,076	657,106	668,908	680,519
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.8%	0.8%	0.8%	长期贷款	49,341	94,964	179,347	181,347	183,347	185,347
资产减值损失	-15,476	-10,925	-8,529	0	0	0	其他长期负债	282,593	249,138	241,596	234,351	233,060	231,238
公允价值变动收益	3,341	-1,715	467	0	0	0	负债	973,214	1,011,487	1,068,019	1,072,804	1,085,315	1,097,104
投资收益	6,032	14,462	5,811	10,000	10,000	10,000	普通股股东权益	775,102	785,577	805,794	844,971	887,139	932,286
%税前利润	5.6%	15.3%	6.7%	10.2%	9.6%	9.1%	其中：股本	121,071	119,896	119,349	119,349	119,349	119,349
营业利润	112,414	96,414	86,744	100,342	106,652	112,938	未分配利润	318,645	323,087	340,381	379,558	421,726	466,873
营业利润率	4.1%	2.9%	2.7%	3.3%	3.4%	3.6%	少数股东权益	140,939	151,576	152,861	164,861	176,861	188,861
营业外收支	-4,066	-1,899	-628	-2,500	-2,500	-2,500	负债股东权益合计	1,889,255	1,948,640	2,026,674	2,082,636	2,149,315	2,218,251
税前利润	108,348	94,515	86,116	97,842	104,152	110,438	比率分析						
利润率	4.0%	2.8%	2.7%	3.2%	3.3%	3.5%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-23,318	-18,757	-16,070	-20,547	-21,872	-23,192	每股指标						
所得税率	21.5%	19.8%	18.7%	21.0%	21.0%	21.0%	每股收益	0.588	0.553	0.507	0.536	0.577	0.618
净利润	85,030	75,758	70,046	77,295	82,280	87,246	每股净资产	6.402	6.552	6.752	6.941	7.287	7.658
少数股东损益	13,822	9,456	9,583	12,000	12,000	12,000	每股经营现金净流	1.765	0.915	1.299	1.755	2.059	2.257
归属于母公司的净利润	71,208	66,302	60,463	65,295	70,280	75,246	每股股利	0.790	0.675	0.435	0.219	0.236	0.252
净利率	2.6%	2.0%	1.9%	2.1%	2.2%	2.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.19%	8.44%	7.50%	7.73%	7.92%	8.07%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	总资产收益率	3.77%	3.40%	2.98%	3.14%	3.27%	3.39%
净利润	85,030	75,758	70,046	77,295	82,280	87,246	投入资本收益率	9.77%	7.49%	6.20%	6.43%	6.57%	6.64%
少数股东损益	13,822	9,456	9,583	12,000	12,000	12,000	增长率						
非现金支出	131,156	120,831	122,279	119,758	137,735	158,744	主营业务收入增长率	30.15%	21.06%	-3.19%	-4.12%	1.84%	0.58%
非经营收益	6,171	196	4,410	18,910	19,453	19,729	EBIT增长率	218.94%	-20.34%	-10.75%	12.64%	6.45%	5.83%
营运资金变动	-8,722	-87,111	-41,735	-6,501	6,246	3,703	净利润增长率	116.28%	-6.89%	-8.81%	7.99%	7.63%	7.07%
经营活动现金净流	213,635	109,674	155,000	209,462	245,715	269,422	总资产增长率	8.97%	3.14%	4.00%	2.76%	3.20%	3.21%
资本开支	-143,443	-172,315	-166,130	-173,072	-198,653	-228,621	资产管理能力						
投资	826	-6,316	-4,448	0	0	0	应收账款周转天数	4.7	4.5	5.4	6.0	6.0	6.0
其他	-2,581	83,621	14,713	10,000	10,000	10,000	存货周转天数	29.6	29.2	33.3	34.0	34.0	34.0
投资活动现金净流	-145,198	-95,010	-155,865	-163,072	-188,653	-218,621	应付账款周转天数	29.2	29.9	32.9	32.5	32.5	32.5
股权募资	1,001	3,946	1,509	0	0	0	固定资产周转天数	79.8	69.4	78.5	83.4	83.6	85.1
债权募资	18,227	50,142	99,456	15,915	1,755	7,793	偿债能力						
其他	-77,170	-93,787	-78,233	-53,228	-55,765	-58,028	净负债/股东权益	-10.08%	2.96%	10.79%	11.03%	10.45%	10.66%
筹资活动现金净流	-57,942	-39,699	22,732	-37,313	-54,010	-50,235	EBIT利息保障倍数	14.8	10.7	9.6	4.5	4.7	4.9
现金净流量	9,492	-21,747	21,846	9,078	3,051	566	资产负债率	51.51%	51.91%	52.70%	51.51%	50.50%	49.46%

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
买入	0	2	8	9	39
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.11	1.10	1.00

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	2022-12-03	买入	4.50	5.74~5.74
2	2023-03-27	买入	5.52	N/A
3	2023-04-27	买入	6.51	N/A
4	2023-08-27	买入	6.16	N/A
5	2023-10-27	买入	5.56	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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806