



中国石油 (601857.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

大放异彩!

业绩简评

公司于2024年3月25日发布公司2023年度报告,2023年全年实现营业收入30110.12亿元,同比减少7.04%;实现归母净利润1611.46亿元,同比增加8.34%。其中,2023Q4实现营业收入7288.77亿元,同比减少7.00%;实现归母净利润294.95亿元,同比增加1.33%。公司业绩在全年油价同比下跌17.02%和Q4大比例缴纳矿业权出让金双重影响下依旧维持逆势增长,进一步体现央企改革卓有成效,全年业绩大超预期。

经营分析

上游油气产量双增,央企改革继续大放异彩: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开支达2483.78亿元,同比增加12.09%,持续维持在较高水平。2023年公司原油产量达9.37亿桶,同比增加3.41%;天然气产量达4.93兆立方英尺,同比增加4.26%。公司2024年计划生产原油9.09亿桶,计划生产天然气5.14兆立方英尺,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2962.26亿元,相较2022年增长181.71亿元,其中新增缴纳矿业权出让收益236.85亿元。

成品油销量高增,中高景气度有望延续:公司成品油销售板块盈利能力持续维持稳健,2023年销售板块毛利率为3.51%,同比-0.20pct。2023年全年柴油/汽油/煤油销售量为7970万吨/6714万吨/1896万吨,同比增加1.19%/15.34%/38.64%。与此同时,国内汽柴油批零价差持续维持稳健,成品油销售板块中高景气度有望延续。

高股利支付率持续回报股东:公司坚持高股利政策,股东投资回报丰厚。公司2023年现金分红共计805.29亿元,公司股利支付率高达49.97%,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6.23%,含2023年末期现金股利每股0.21元和半年度现金股利每股0.23元,公司股东投资回报丰厚。

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2024-2026年公司归母净利润1811亿元/1918亿元/2010亿元,对应EPS为0.99元/1.05元/1.10元,对应PE为9.38X/8.85X/8.45X,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):9.28元

相关报告:

- 《中国石油公司点评:改革赋能龙头央企大超预期!》,2023.10.30
- 《中国石油公司点评:改革有势,业绩有声!》,2023.8.31
- 《中国石油公司点评:强势业绩亮央企改革雄姿!》,2023.4.28



公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,239,167	3,011,012	3,002,577	3,089,761	3,089,761
营业收入增长率	23.90%	-7.04%	-0.28%	2.90%	0.00%
归母净利润(百万元)	149,375	161,144	181,055	191,828	200,982
归母净利润增长率	62.08%	7.88%	12.36%	5.95%	4.77%
摊薄每股收益(元)	0.816	0.880	0.989	1.048	1.098
每股经营性现金流净额	2.15	2.45	2.59	2.87	3.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.91%	11.14%	11.64%	11.49%	11.22%
P/E	6.09	8.02	9.38	8.85	8.45
P/B	0.66	0.89	1.09	1.02	0.95

来源:公司年报、国金证券研究所



内容目录

1、上游油气产量双增，央企改革继续大放异彩	4
2、成品油销量高增，中高景气度有望延续	9
3、高股利支付率持续回报股东	14
4、风险提示	15

图表目录

图表 1： 2023 前三季度公司营业收入同比减少 7.04%.....	4
图表 2： 2023 前三季度公司归母净利润同比增加 8.34%.....	4
图表 3： 中国石油预计出让收益测算.....	4
图表 4： 公司 2023 年除所得税以外的税金同比增加 6.54%	4
图表 5： 布伦特原油期货结算价格（美元/桶）	5
图表 6： 公司归母净利润增速与油价变动率对比	5
图表 7： OPEC 原油出口量（百万桶/天）	6
图表 8： 俄罗斯原油出口量（百万桶/天）	6
图表 9： 美国油井钻机数.....	6
图表 10： 美国油井钻机数-Permian.....	6
图表 11： 美国完井环节或存在产能瓶颈.....	7
图表 12： Midland 绝对化标准油井生产率	7
图表 13： Delaware 绝对化标准油井生产率.....	7
图表 14： 美国原油出口量（百万桶/天）	7
图表 15： 全球原油消费需求逐步回暖.....	8
图表 16： 公司 2023 年勘探开发资本支出同比增加 12.09%.....	8
图表 17： 2023 年已探明原油储量同比减少 3.10%.....	8
图表 18： 2023 年已探明天然气储量同比减少 0.90%.....	8
图表 19： 2023 年公司原油产量同比增加 3.41%.....	9
图表 20： 2023 年公司天然气产量同比增加 4.26%.....	9
图表 21： 2023 年成品油销售业务贡献毛利占比达 12.22%左右.....	9
图表 22： 公司盈利能力持续维持稳健.....	9
图表 23： 中国成品油表观消费量（百万吨）	10
图表 24： 2023 年原油加工量同比增加 15.35%.....	10
图表 25： 2023 年成品油产量同比增加 16.50%.....	10
图表 26： 柴油裂解价差（元/吨）	11
图表 27： 汽油裂解价差（元/吨）	11



图表 28: 航空煤油裂解价差 (元/吨)	11
图表 29: 2023 年公司成品油销售量同比增加 10.06%	12
图表 30: 2023 年公司成品油零售量同比增加 23.77%	12
图表 31: 2023 年公司拥有 22755 座加油站	12
图表 32: 柴汽油批零价差 (元/吨)	13
图表 33: 公司成品油出口配额 (万吨)	13
图表 34: 柴汽油出口价-批发价价差 (元/吨)	14
图表 35: 欧洲成品油裂解价差	14
图表 36: 新加坡成品油裂解价差	14
图表 37: 2023 年公司股利支付率达 49.97%	15
图表 38: 2023 年公司股息率为 6.23%	15



1、上游油气产量双增，央企改革继续大放异彩

公司于 2024 年 3 月 25 日发布公司 2023 年度报告，2023 年全年实现营业收入 30110.12 亿元，同比减少 7.04%；实现归母净利润 1611.46 亿元，同比增加 8.34%。其中，2023Q4 实现营业收入 7288.77 亿元，同比减少 7.00%；实现归母净利润 294.95 亿元，同比增加 1.33%。公司业绩在全年油价同比下跌 17.02%和 Q4 大比例缴纳矿业权出让金双重影响下依旧维持逆势增长，进一步体现央企改革卓有成效，全年业绩大超预期。

图表1：2023 前三季度公司营业收入同比减少 7.04%

图表2：2023 前三季度公司归母净利润同比增加 8.34%



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 2023 年预计出让收益预计为 62 亿元左右。参考公司年报，2023 年公司除所得税外其他税金为 2962.26 亿元，相较于 2022 年同比增加约 181.71 亿元，其中新增缴纳矿业权出让收益 236.85 亿元。

图表3：中国石油预计出让收益测算

	2017H2	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
中国石油油气销售收入(亿元)	1785.17	4477.35	4516.17	3406.90	5327.94	8222.45	7763.08
中国石油预计出让收益率	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%
中国石油预计出让收益 (亿元)	14.28	35.82	36.13	27.26	42.62	65.78	62.10

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 年除所得税以外的税金同比增加 6.54%



来源：公司公告，国金证券研究所

2022 年底至 2023 年初，由于供需基本面多空交错，原油价格持续震荡，3 月-5 月受 SVB



破产影响,金融风险带来悲观预期带动原油跌价,但伴随 OPEC+重点国家持续减产顶价、美国原油战略库存开始补库以及中国成品油需求持续复苏,2023 年下半年以来原油价格有所修复并维持中高位震荡。

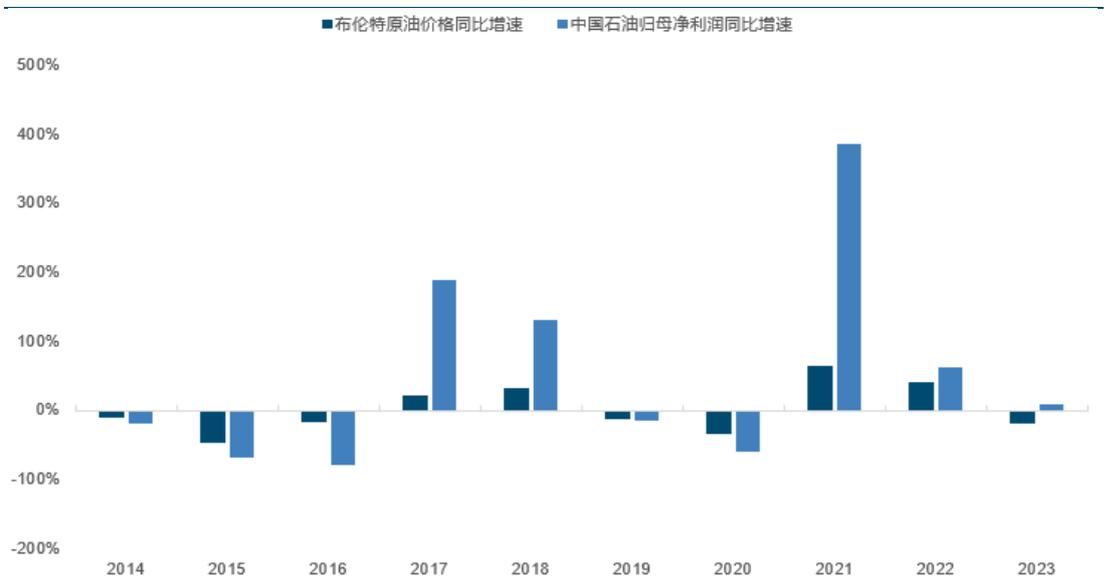
2023 年全年布伦特原油均价为 82.18 美元/桶,同比下降 17.02%,公司在油价同比下降 17.02%的情况下,叠加 Q4 计提矿业权出让收益 236.85 亿元的情况下,仍然实现全年业绩 8.34%的逆势增长,大超预期。

图表5: 布伦特原油期货结算价格 (美元/桶)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表6: 公司归母净利润增速与油价变动率对比

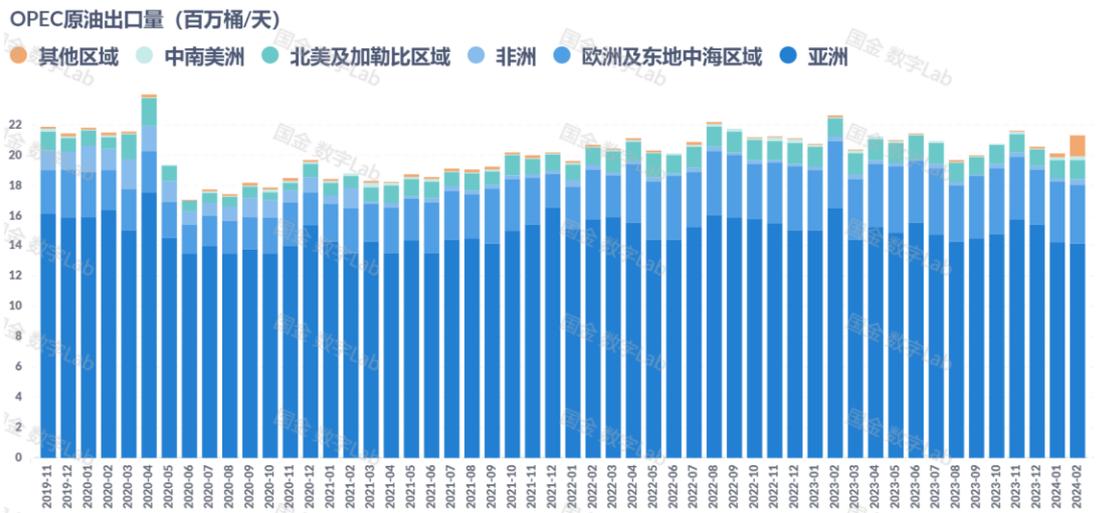


来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

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。

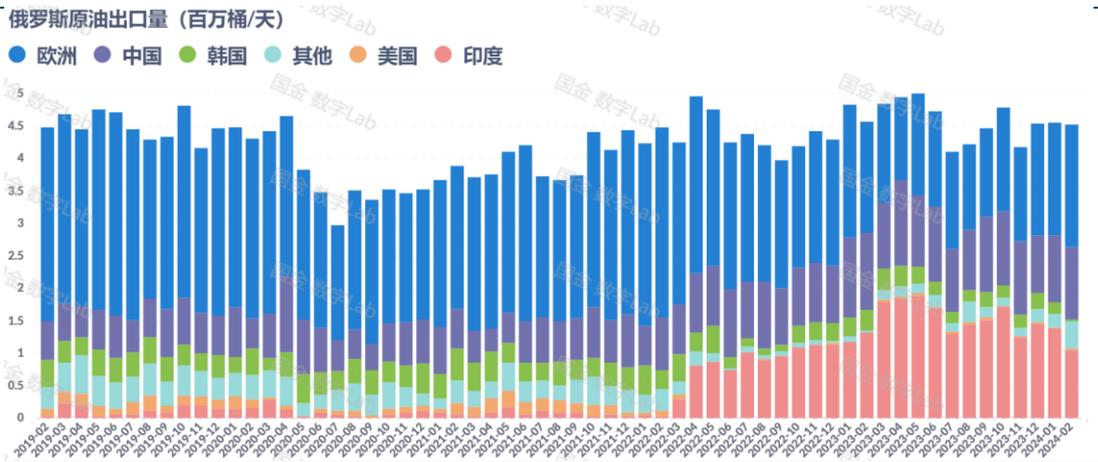


图表7: OPEC 原油出口量 (百万桶/天)



来源: Refinitiv, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

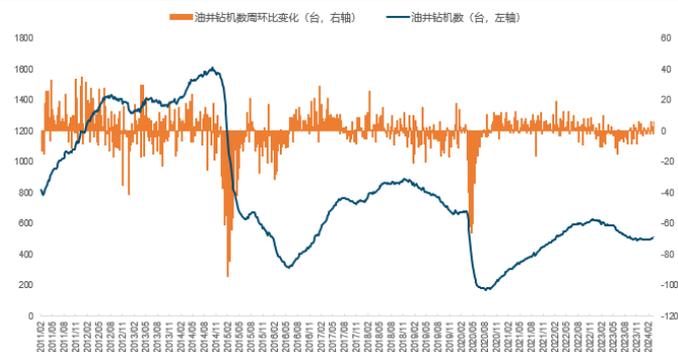
图表8: 俄罗斯原油出口量 (百万桶/天)



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。

图表9: 美国油井钻机数



来源: 贝克休斯, 国金证券研究所

图表10: 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低于预期。

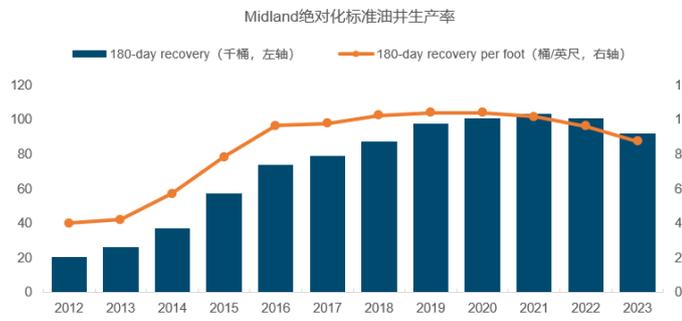


图表11: 美国完井环节或存在产能瓶颈



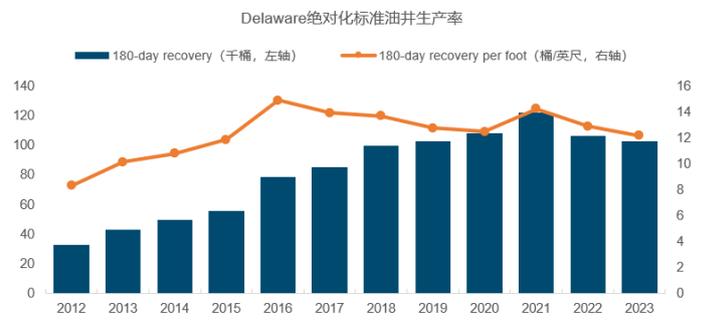
来源: EIA, 国金证券研究所

图表12: Midland 绝对化标准油井生产率



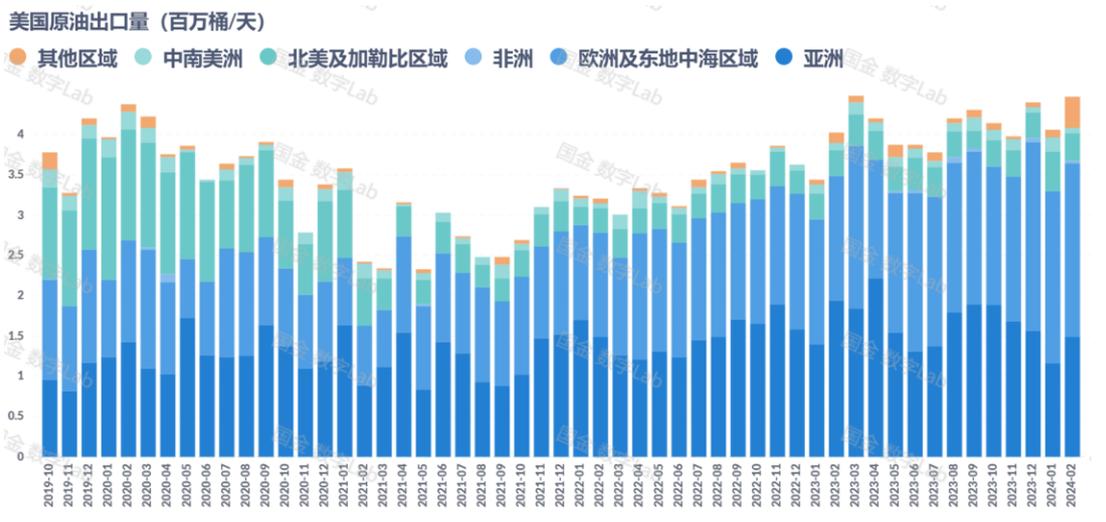
来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

图表13: Delaware 绝对化标准油井生产率



来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

图表14: 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%, 油价有望持续维持中高位震荡。



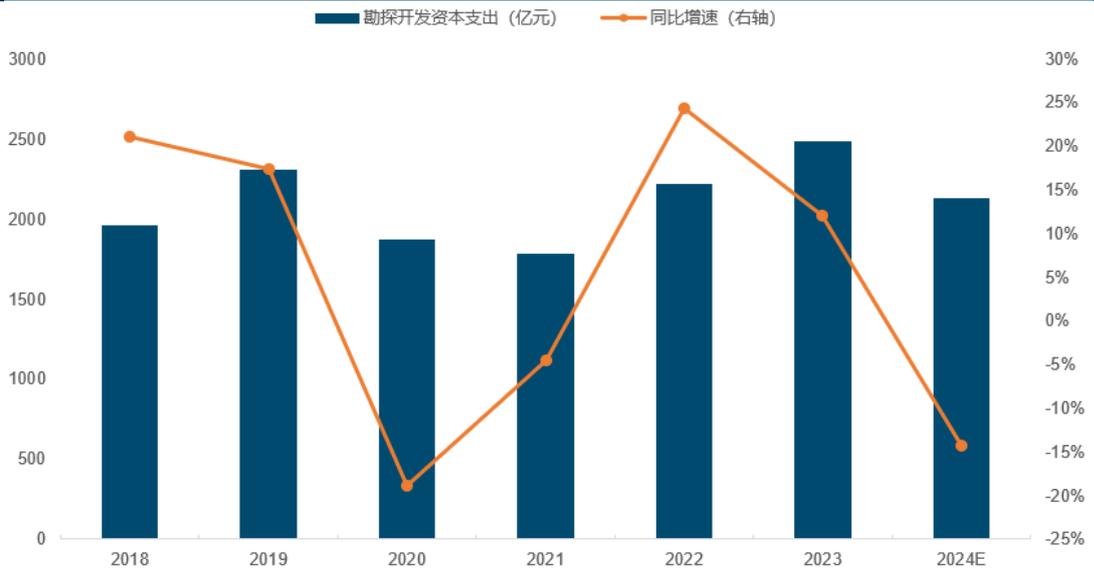
图表 15: 全球原油消费需求逐步回暖



来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

公司持续维持较高资本开支水平以响应政府增储上产号召, 2023 年公司勘探开发资本开支达 2483.78 亿元, 同比增加 12.09%。2024 年勘探开发资本成本指引为 2130 亿元, 同比减少 14.24%, 持续维持较高勘探开发资本支出有望为公司油气产储量增长奠定基础。

图表 16: 公司 2023 年勘探开发资本支出同比增加 12.09%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

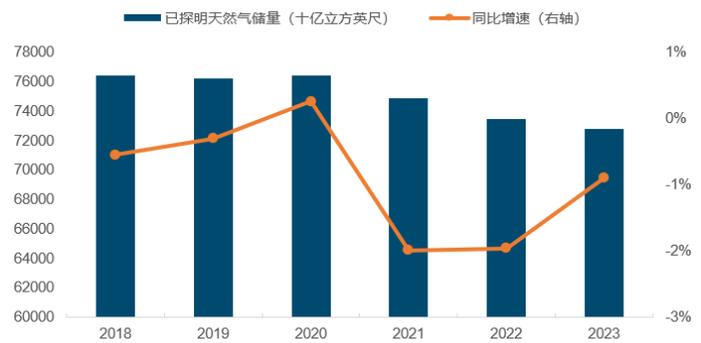
2023 年公司已探明原油储量达 62.19 亿桶, 同比减少 3.10%; 已探明天然气储量 72.79 兆立方英尺, 同比减少 0.90%, 公司拥有的丰厚油气储量有望进一步保障油气产出。

图表 17: 2023 年已探明原油储量同比减少 3.10%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 18: 2023 年已探明天然气储量同比减少 0.90%



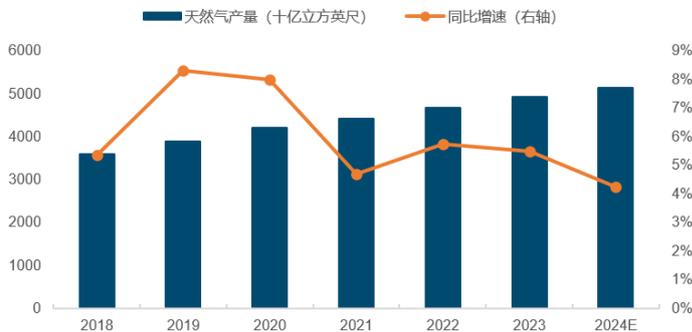
来源: 公司公告, 国金证券研究所



公司上游油气产量显著提升，2023 年公司原油产量为 937.1 亿桶，同比增加 3.41%；天然气产量为 4.93 兆立方英尺，同比增加 4.26%。2024 年公司计划生产原油 909.2 亿桶；计划生产天然气 5.14 兆立方英尺，勘探开发板块有望稳中有升

图表19: 2023 年公司原油产量同比增加 3.41%

图表20: 2023 年公司天然气产量同比增加 4.26%



来源：公司公告，国金证券研究所

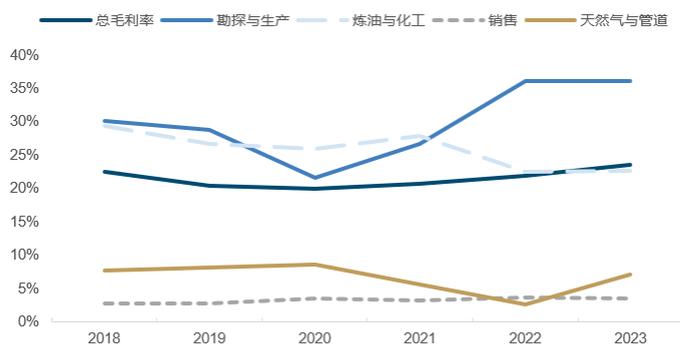
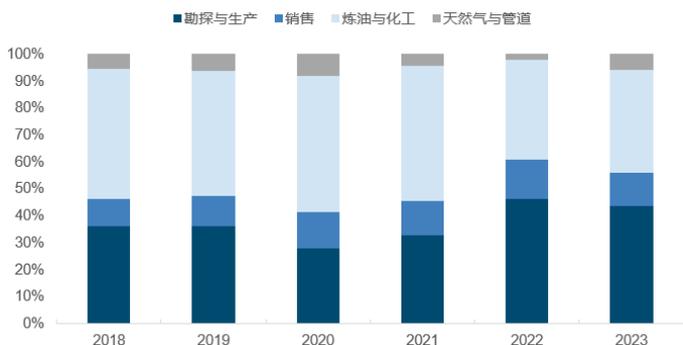
来源：公司公告，国金证券研究所

2、成品油销量高增，中高景气度有望延续

公司成品油销售板块盈利能力持续维持稳健，2023 年销售板块毛利率为 3.51%，同比 -0.20pct，全年贡献毛利占比达 12.22%。

图表21: 2023 年成品油销售业务贡献毛利占比达 12.22%左右

图表22: 公司盈利能力持续维持稳健



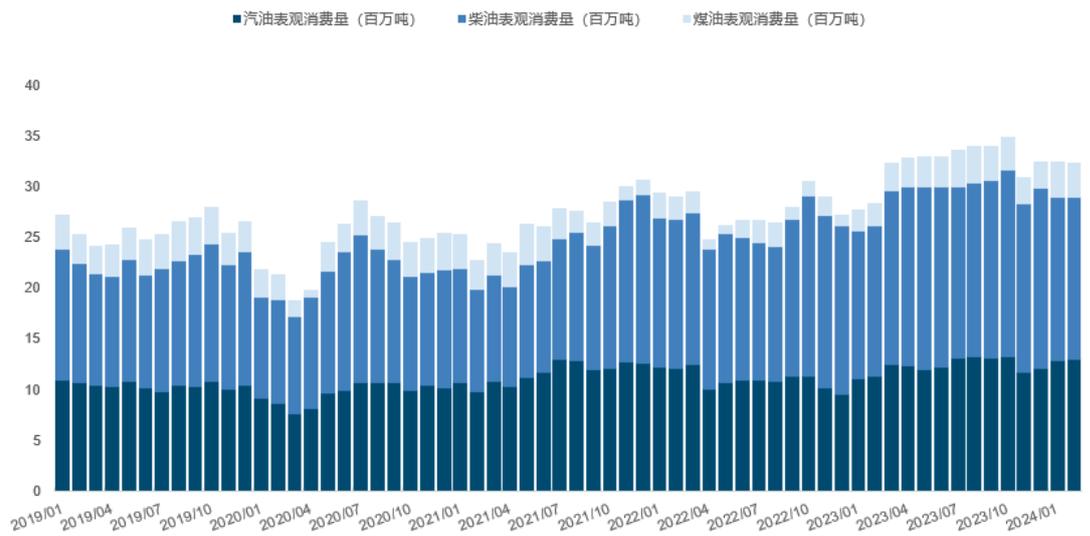
来源：公司公告，国金证券研究所

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23：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

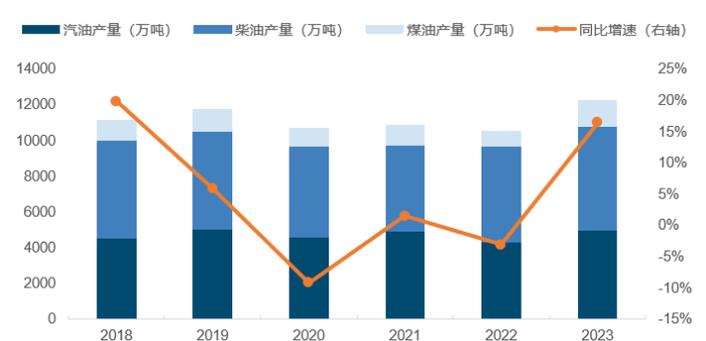
2023 年公司原油加工量达 13.99 亿吨，同比增加 15.35%，分别生产柴油/汽油/煤油 5840/4978/1456 万吨，分别同比增加 8.86%/14.39%/77.75%。2024 年公司计划加工原油 14.04 亿吨。

图表24：2023 年原油加工量同比增加 15.35%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表25：2023 年成品油产量同比增加 16.50%

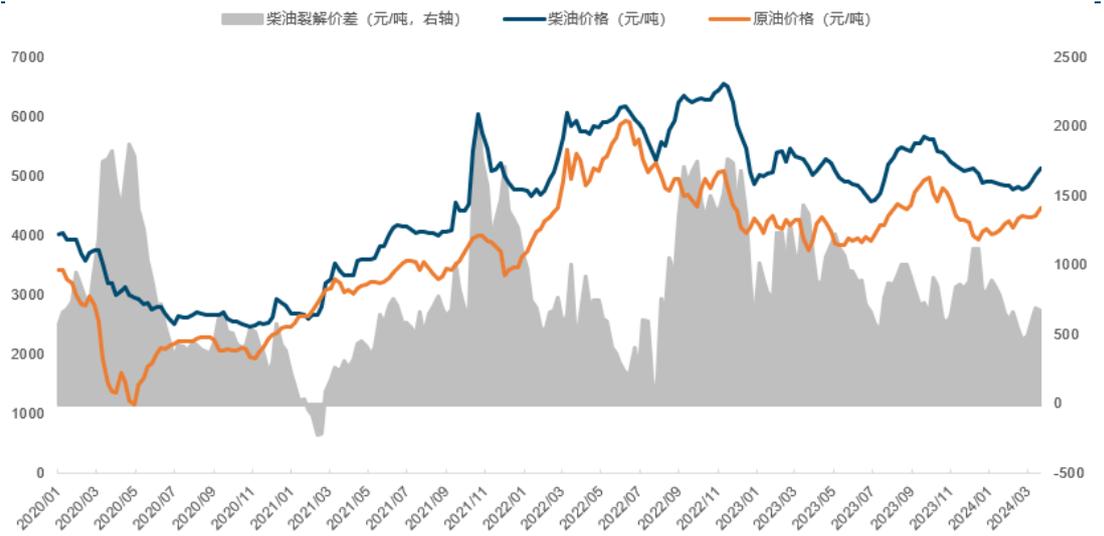


来源：公司公告，国金证券研究所

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。

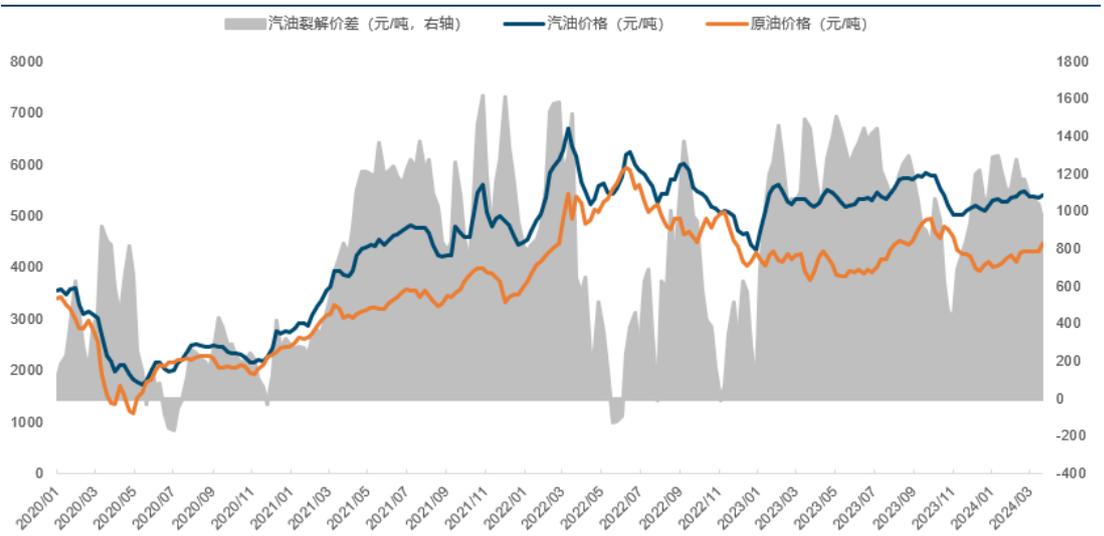


图表26: 柴油裂解价差 (元/吨)



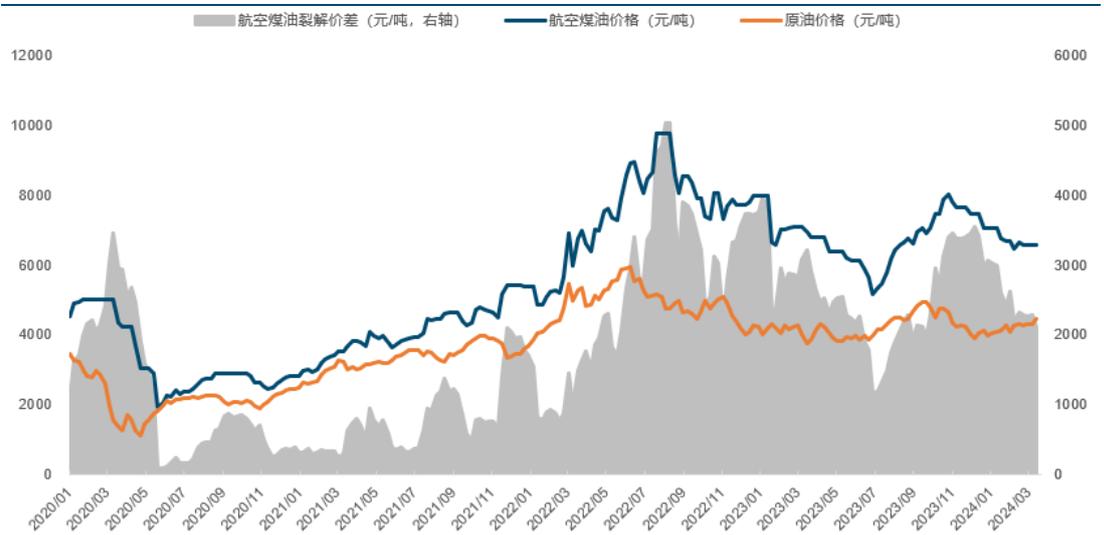
来源: Wind, 国金证券研究所

图表27: 汽油裂解价差 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: 航空煤油裂解价差 (元/吨)



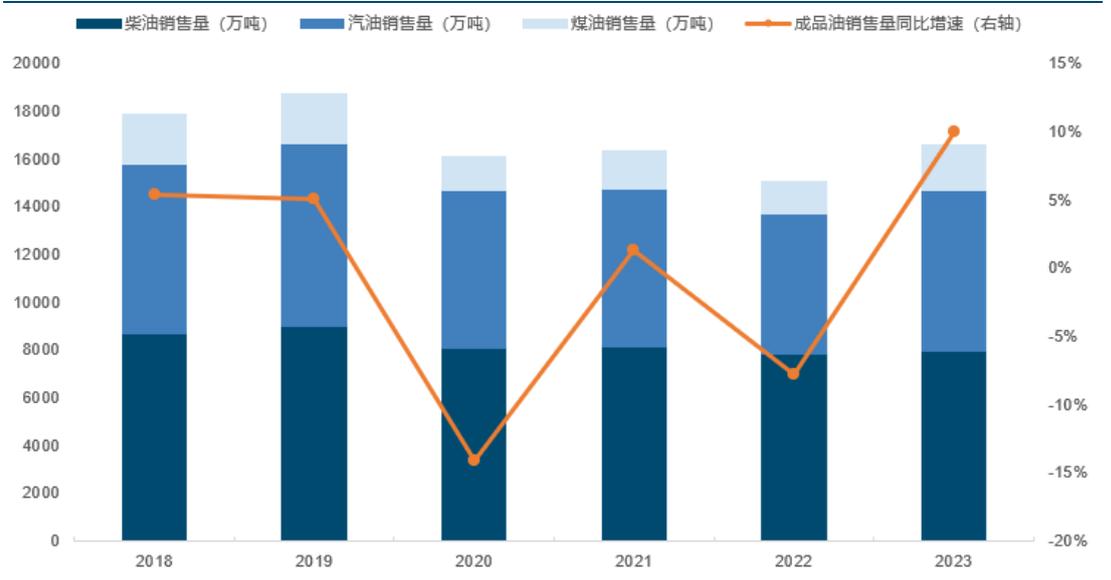
来源: Wind, 国金证券研究所

2023 年中国成品油销售市场持续旺盛, 公司成品油销售量有所增加, 全年柴油/汽油/煤油



销售量为 7970 万吨/6714 万吨/1896 万吨，同比增加 1.19%/15.34%/38.64%。截至 2023 年公司拥有 22755 座加油站，2023 年全年成品油零售量达 7948 万吨，同比增加 23.77%。伴随出行强度进一步修复，油品需求有望进一步提升，公司成品油销售量有望持续维持较高水平。

图表29：2023 年公司成品油销售量同比增加 10.06%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表30：2023 年公司成品油零售量同比增加 23.77%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表31：2023 年公司拥有 22755 座加油站



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。



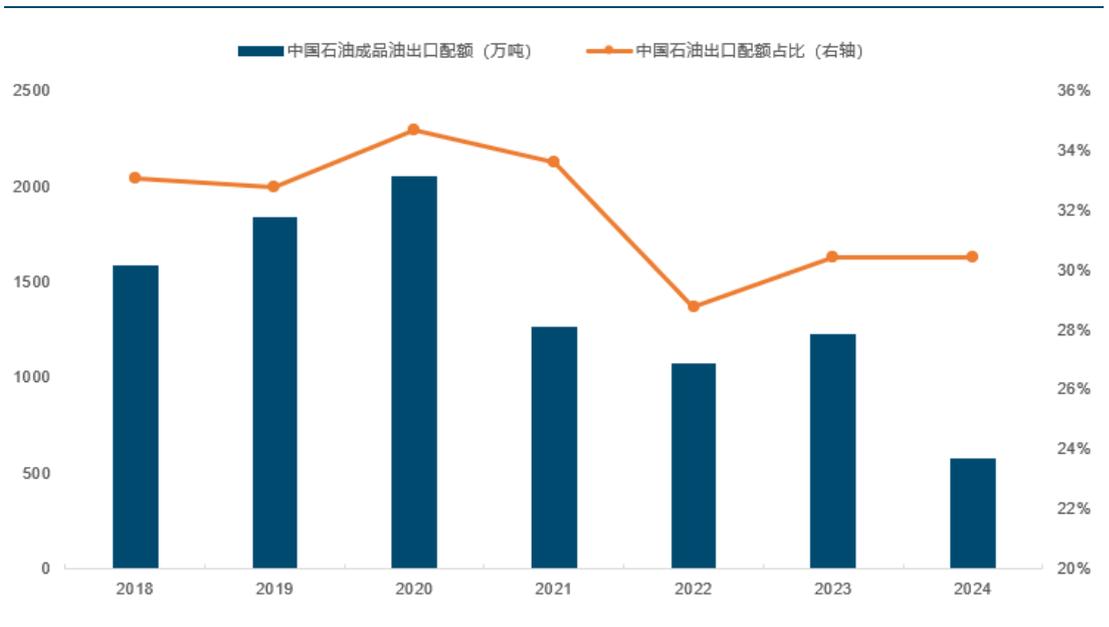
图表32: 柴汽油批零价差 (元/吨)



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 1224 万吨, 同比增加 14.29%, 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33: 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 25 日, 商务部仅发放一批成品油出口配额。



图表34: 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35: 欧洲成品油裂解价差



来源: Wind, 国金证券研究所

图表36: 新加坡成品油裂解价差



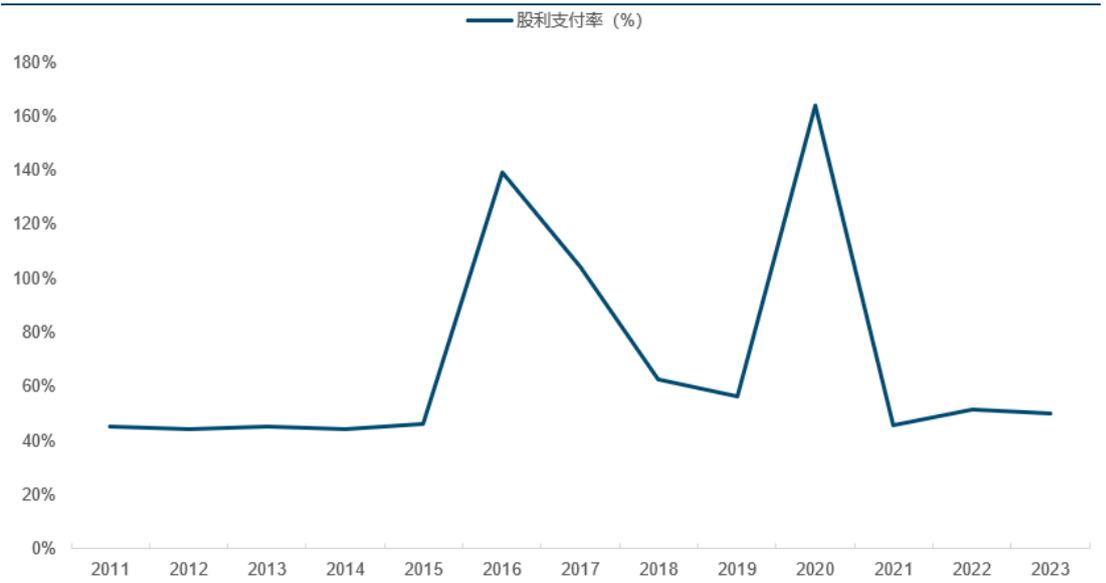
来源: Wind, 国金证券研究所

3、高股利支付率持续回报股东

公司坚持高股利政策, 股东投资回报丰厚。公司 2023 年现金分红共计 805.29 亿元, 公司股利支付率达 49.97%, 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 6.23%, 含 2023 年末末期现金股利每股 0.23 元和半年度现金股利每股 0.21 元, 公司股东投资回报丰厚。

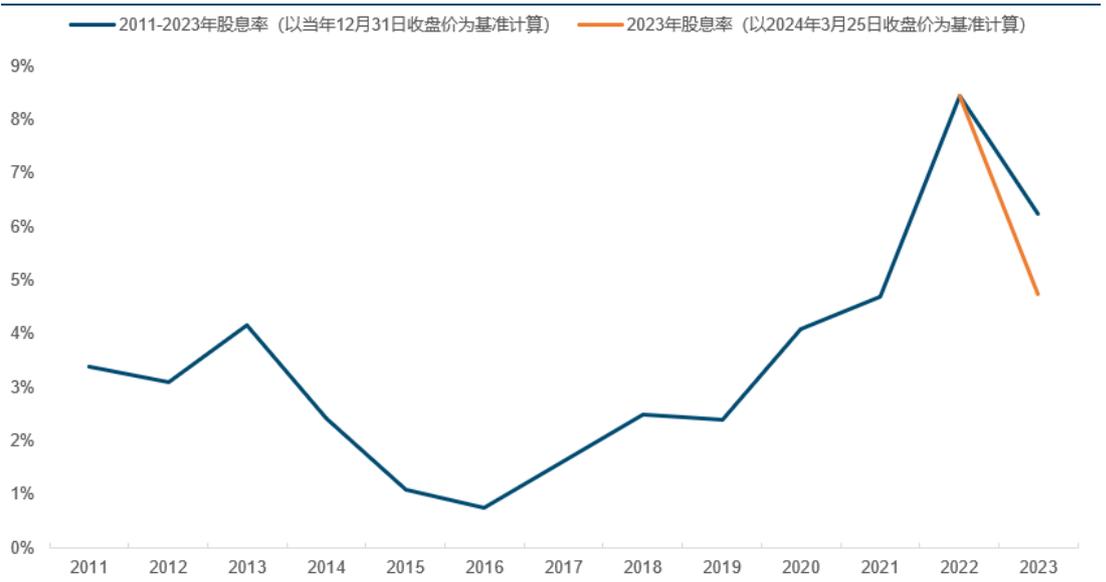


图表37: 2023 年公司股利支付率达 49.97%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表38: 2023 年公司股息率为 6.23%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 以 2024 年 3 月 25 日收盘价计算公司 A 股股息率为 4.74%

4、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)							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	2,614,349	3,239,167	3,011,012	3,002,577	3,089,761	3,089,761	货币资金	163,536	225,049	269,873	411,944	522,366	639,105	
增长率		23.9%	-7.0%	-0.3%	2.9%	0.0%	应收账款	100,188	122,253	110,512	117,059	120,458	120,458	
主营业务成本	-2,071,504	-2,527,935	-2,302,385	-2,331,753	-2,393,735	-2,382,655	存货	143,848	167,751	180,533	178,874	183,629	182,779	
%销售收入	79.2%	78.0%	76.5%	77.7%	77.5%	77.1%	其他流动资产	73,266	98,814	97,602	99,132	99,503	98,639	
毛利	542,845	711,232	708,627	670,825	696,026	707,106	流动资产	480,838	613,867	658,520	807,009	925,956	1,040,981	
%销售收入	20.8%	22.0%	23.5%	22.3%	22.5%	22.9%	%总资产	19.2%	23.0%	23.9%	27.6%	29.9%	32.0%	
营业税金及附加	-226,664	-276,821	-295,015	-264,227	-271,899	-271,899	长期投资	267,060	270,621	281,811	281,811	281,811	281,811	
%销售收入	8.7%	8.5%	9.8%	8.8%	8.8%	8.8%	固定资产	1,459,296	1,492,513	1,521,867	1,547,976	1,599,528	1,639,614	
销售费用	-71,295	-68,352	-70,260	-64,555	-66,430	-66,430	%总资产	58.3%	55.8%	55.3%	52.9%	51.6%	50.4%	
%销售收入	2.7%	2.1%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	无形资产	109,965	110,665	114,275	121,031	127,361	133,300	
管理费用	-51,701	-50,523	-55,023	-54,046	-55,616	-55,616	非流动资产	2,021,695	2,059,884	2,094,190	2,120,784	2,172,708	2,213,073	
%销售收入	2.0%	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	%总资产	80.8%	77.0%	76.1%	72.4%	70.1%	68.0%	
研发费用	-16,729	-20,016	-21,957	-18,916	-19,465	-19,465	资产总计	2,502,533	2,673,751	2,752,710	2,927,793	3,098,664	3,254,054	
%销售收入	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	短期借款	59,903	108,936	156,795	187,318	205,375	221,036	
息税前利润 (EBIT)	176,456	295,520	266,372	269,080	282,616	293,696	应付款项	285,684	346,289	338,434	351,890	361,248	359,586	
%销售收入	6.7%	9.1%	8.8%	9.0%	9.1%	9.5%	其他流动负债	172,571	169,038	193,778	199,182	206,106	209,654	
财务费用	-17,043	-19,614	-18,110	-12,893	-11,968	-10,760	流动负债	518,158	624,263	689,007	738,389	772,730	790,276	
%销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.4%	0.4%	0.3%	长期贷款	198,005	169,630	126,165	126,165	126,165	126,165	
资产减值损失	-27,964	-38,820	-28,993	0	0	0	其他长期负债	377,246	341,755	306,917	305,985	309,419	308,674	
公允价值变动收益	0	-2,464	2,008	0	0	0	负债	1,093,409	1,135,648	1,122,089	1,170,539	1,208,314	1,225,115	
投资收益	35,389	-11,140	9,554	15,000	15,000	15,000	普通股股东权益	1,263,815	1,369,576	1,446,410	1,555,043	1,670,139	1,790,728	
%税前利润	22.4%	n.a	4.0%	5.6%	5.3%	5.1%	其中：股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021	
营业利润	182,180	242,564	253,024	292,187	306,648	318,935	未分配利润	766,955	848,558	914,375	1,023,008	1,138,104	1,258,693	
营业利润率	7.0%	7.5%	8.4%	9.7%	9.9%	10.3%	少数股东权益	145,309	168,527	184,211	202,211	220,211	238,211	
营业外收支	-23,986	-29,292	-15,566	-25,000	-25,000	-25,000	负债股东权益合计	2,502,533	2,673,751	2,752,710	2,927,793	3,098,664	3,254,054	
税前利润	158,194	213,272	237,458	267,187	281,648	293,935	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	6.1%	6.6%	7.9%	8.9%	9.1%	9.5%	每股指标							
所得税	-43,507	-49,295	-57,167	-68,133	-71,820	-74,953	每股收益	0.504	0.816	0.880	0.989	1.048	1.098	
所得税率	27.5%	23.1%	24.1%	25.5%	25.5%	25.5%	每股净资产	6.905	7.483	7.903	8.497	9.125	9.784	
净利润	114,687	163,977	180,291	199,055	209,828	218,982	每股经营现金净流	1.647	2.155	2.454	2.587	2.870	3.138	
少数股东损益	22,526	14,602	19,147	18,000	18,000	18,000	每股股利	0.487	0.828	0.630	0.396	0.419	0.439	
归属于母公司的净利润	92,161	149,375	161,144	181,055	191,828	200,982	回报率							
净利率	3.5%	4.6%	5.4%	6.0%	6.2%	6.5%	净资产收益率	7.29%	10.91%	11.14%	11.64%	11.49%	11.22%	
							总资产收益率	3.68%	5.59%	5.85%	6.18%	6.19%	6.18%	
							投入资本收益率	7.18%	12.02%	10.35%	9.50%	9.31%	9.06%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	35.19%	23.90%	-7.04%	-0.28%	2.90%	0.00%	
							EBIT增长率	254.39%	67.48%	-9.86%	1.02%	5.03%	3.92%	
							净利润增长率	385.01%	62.08%	7.88%	12.36%	5.95%	4.77%	
							总资产增长率	0.57%	6.84%	2.95%	6.36%	5.84%	5.01%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	7.6	7.3	8.5	8.5	8.5	8.5	
							存货周转天数	24.0	22.5	27.6	28.0	28.0	28.0	
							应付账款周转天数	40.3	38.0	45.8	46.0	46.0	46.0	
							固定资产周转天数	172.5	146.0	160.6	161.3	159.7	160.9	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	13.03%	5.29%	0.35%	-6.02%	-10.48%	-14.75%	
							EBIT利息保障倍数	10.4	15.1	14.7	20.9	23.6	27.3	
							资产负债率	43.69%	42.47%	40.76%	39.98%	38.99%	37.65%	

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	4	15	20	50
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	1.20	1.06	1.05	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	2022-12-10	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
5	2023-10-30	买入	7.42	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



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究