

中国石油 (601857.SH)

业绩再创历史新高，天然气推动长期增长

买入

核心观点

业绩符合预期，归母净利润、自由现金流、分红金额创历史新高。2023年公司实现营收30110亿元(同比-7.0%)，归母净利润1611.5亿元(同比+8.3%)，实现自由现金流1761.2亿元(同比+17.1%)，营收有所下滑主要由于油气产品价格下降所致，此外公司计提减值准备289.9亿元，并新增缴纳矿业权出让收益236.9亿元。其中单四季度实现营收7289亿元(同比-7.0%，环比-9.1%)，归母净利润295.0亿元(同比+1.3%，环比-36.4%)。公司2023年资本开支2753.4亿元(同比+0.4%)，预计2024年资本开支2580亿元；公司2023年合计分红805.3亿元，分红率为50.0%，A股股息率为4.7%。

勘探开发板块：持续推动增储上产，降本增效效果显著。2023年公司实现油气产量17.59亿桶油当量(同比+4.4%)，其中原油产量9.37亿桶(同比+3.4%)，可销售天然气产量4.93万亿立方英尺(同比+5.5%)。2023年公司原油平均实现价格为76.6美元/桶(同比-16.8%)，单位油气操作成本为11.95美元/桶(同比-3.8%)，上游板块实现经营利润1487.0亿元(同比-10.3%)，降本增效成果显著。

炼化板块：动态优化产品结构，化工业务扭亏为盈。2023年公司实现原油加工量14.0亿桶(同比+15.3%)，生产成品油1.23亿吨(同比+16.5%)，化工产品商品量3430.8万吨(同比+8.7%)。2023年公司炼化板块经营利润369.4亿元(同比-9.0%)，其中炼油业务经营利润362.5亿元(同比-11.9%)，化工业务扭亏实现经营利润6.8亿元。

销售板块：成品油市场需求恢复，全年业绩大幅提升。2023年公司实现成品油销售1.66亿吨(同比+10.1%)，其中国内销量1.23亿吨(同比+17.2%)，零售市场份额达到36.6%，同比提升2.2个百分点。2023年公司销售板块实现经营利润239.6亿元(同比+66.7%)。

天然气销售板块：持续提升销售量效，业绩弹性逐步显现。2023年公司销售天然气2735.5亿立方米(同比+5.1%)，其中国内销售天然气2197.6亿立方米(同比+6.1%)。2023年公司天然气销售板块实现经营利润430.4亿元(同比+232.2%)。

风险提示：油价大幅波动风险；需求复苏不达预期；国内气价上涨不达预期。

投资建议：我们将2024-2025年布伦特原油均价的预测由88、90美元/桶下调至85、85美元/桶，并预计2026年布伦特原油均价为85美元/桶，下调2024-2025年并新增2026年归母净利润为1735/1863/2029亿元(原值为2050/2390亿元)，2024-2026年摊薄EPS为0.95/1.02/1.11元，当前A股PE为9.8/9.1/8.4x，对于H股PE为6.8/6.3/5.8x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,239,167	3,011,012	3,105,067	3,198,110	3,295,256
(+/-%)	23.9%	-7.0%	3.1%	3.0%	3.0%
净利润(百万元)	149,375	161,144	173,503	186,327	202,863
(+/-%)	62.1%	7.9%	7.7%	7.4%	8.9%
每股收益(元)	0.82	0.88	0.95	1.02	1.11
EBIT Margin	9.1%	8.8%	9.8%	10.1%	10.5%
净资产收益率(ROE)	10.9%	11.1%	11.4%	11.9%	12.6%
市盈率(PE)	11.4	10.5	9.8	9.1	8.4
EV/EBITDA	5.7	5.9	5.5	5.1	4.7
市净率(PB)	1.24	1.17	1.12	1.08	1.05

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

石油石化·炼化及贸易

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：薛聪

010-88005107

xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	9.28元
总市值/流通市值	1698435/1698435百万元
52周最高价/最低价	9.38/5.50元
近3个月日均成交额	1799.48百万元

市场走势



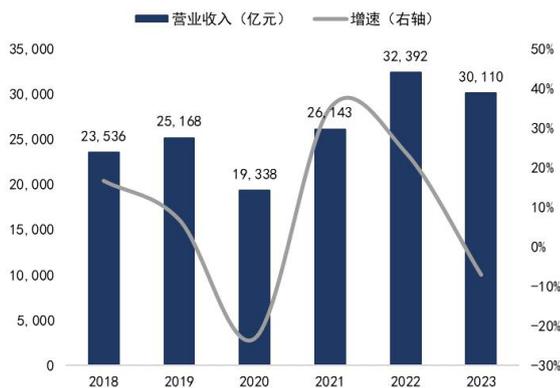
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国石油(601857.SH)-原油价格持续上行，积极落实市值管理考核》——2024-02-23
- 《中国石油(601857.SH)-前三季度业绩再创历史新高，炼化化工环比改善》——2023-10-31
- 《中国石油(601857.SH)-上半年业绩再创历史新高，天然气价格弹性可观》——2023-08-31
- 《中国石油(601857.SH)-天然气具备核心资源优势，价格联动机制下弹性可观》——2023-07-26
- 《中国石油(601857.SH)-全球能源巨头，看好油气弹性》——2023-05-03

业绩符合预期，归母净利润、自由现金流、分红金额创历史新高。2023 年公司实现营收 30110 亿元（同比-7.0%），归母净利润 1611.5 亿元（同比+8.3%），实现自由现金流 1761.2 亿元（同比+17.1%），营收有所下滑主要由于油气产品价格下降所致，此外公司计提减值准备 289.9 亿元，并新增缴纳矿业权出让收益 236.9 亿元。其中单四季度实现营收 7289 亿元（同比-7.0%，环比-9.1%），归母净利润 295.0 亿元（同比+1.3%，环比-36.4%）。

图1：中国石油营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：中国石油归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

公司 2023 年资本开支 2753.4 亿元（同比+0.4%），其中油气和新能源分部资本开支 2483.8 亿元，占比达到 90.2%，预计 2024 年公司资本开支 2580 亿元。

公司此次拟派发现金红利人民币 420.95 亿元（含税），2023 年中期已派发现金红利人民币 384.34 亿元（含税），2023 年合计分红 805.3 亿元，分红率为 50.0%，对应 A 股股息率为 4.7%。

表1：中国石油资本开支

分部	2022 年			2023 年			2024 年预测	
	资本开支 (亿元)	占比	资本开支 (亿元)	占比	资本开支 (亿元)	占比		
油气和新能源	2215.9	80.78%	2483.8	90.21%	2130.0	82.56%		
炼油化工和新材料	417.7	15.23%	163.8	5.95%	290.0	11.24%		
销售	50.7	1.85%	46.7	1.70%	70.0	2.71%		
天然气销售	49.4	1.80%	40.5	1.47%	60.0	2.33%		
总部及其他	9.4	0.34%	18.5	0.67%	30.0	1.16%		
合计	2743.1	100.00%	2753.4	100.00%	2580.0	100.00%		

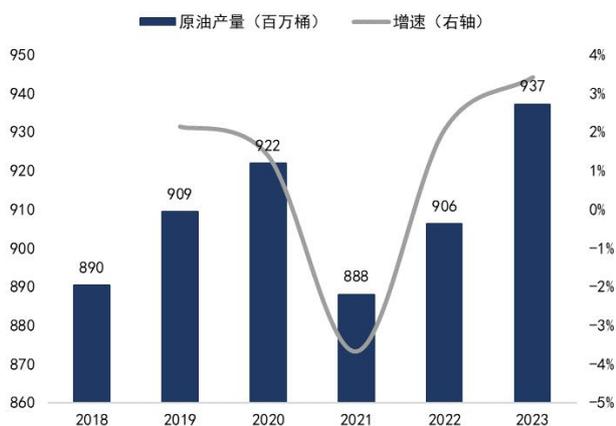
数据来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

勘探开发板块：持续推动增储上产，降本增效效果显著。2023 年，世界石油需求渐进复苏，市场供需总体宽松，地缘政治影响逐渐减弱，国际油价同比下降。全年布伦特原油现货平均价格为 82.64 美元/桶（同比-18.4%）；WTI 原油现货平均价格为 77.67 美元/桶（同比-17.8%）。

2023 年公司实现油气产量 17.59 亿桶油当量（同比+4.4%），其中原油产量 9.37 亿桶（同比+3.4%），可销售天然气产量 4.93 万亿立方英尺（同比+5.5%）。2023 年公司原油平均实现价格为 76.6 美元/桶（同比-16.8%），单位油气操作成本为 11.95 美元/桶（同比-3.8%），上游板块实现营收 8923.4 亿元（同比-4.0%），实现经营利润 1487.0 亿元（同比-10.3%），降本增效成果显著。

2023 年，公司在鄂尔多斯、塔里木、四川、渤海湾等重点盆地取得一批重大突破和重要发现，顺利实施深地塔科 1 井、川科 1 井两口万米科探井。2024 年公司计划油气产量 17.66 亿桶油当量（同比+0.4%），其中原油产量 9.09 亿桶（同比-3.0%），可销售天然气产量 5.14 万亿立方英尺（同比+4.3%）。

图3：中国石油原油产量及增速



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图4：中国石油天然气产量及增速



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

炼化板块：动态优化产品结构，化工业务扭亏为盈。2023 年，化工产品市场需求恢复缓慢，供应侧保持高速增长，化工行业仍处于景气周期低谷，国内化工市场主要产品价格同比下跌，大多数化工产品生产利润依然位于历史低位。

2023 年公司实现原油加工量 14.0 亿桶（同比+15.3%），生产成品油 1.23 亿吨（同比+16.5%），化工产品商品量 3430.8 万吨（同比+8.7%）。2023 年公司炼化板块营收 1.22 万亿元（同比+4.9%），经营利润 369.4 亿元（同比-9.0%），其中炼油业务经营利润 362.5 亿元（同比-11.9%），化工业务扭亏实现经营利润 6.8 亿元。

2023 年广东石化炼化一体化项目一次投产成功并投入商业运营，2024 年吉林石化公司炼油化工转型升级项目、广西石化公司炼化一体化转型升级项目、独山子石化公司塔里木 120 万吨/年二期乙烯项目等重点项目稳步推进。2024 年公司计划原油加工量 14.0 亿桶（同比+0.4%）。

图5: 中国石油原油加工量 (百万桶)

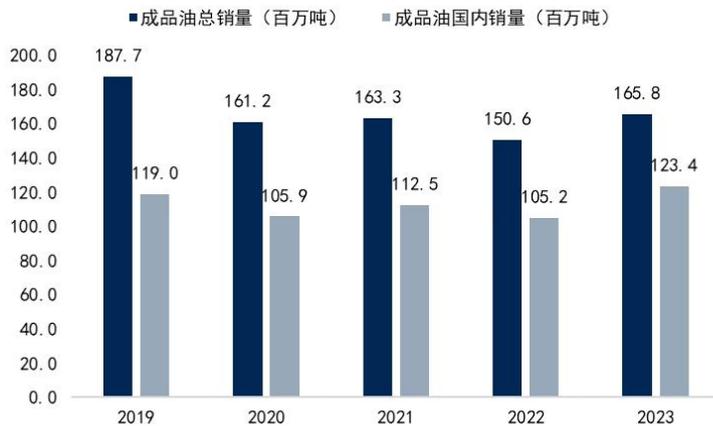


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

销售板块: 成品油市场需求恢复, 全年业绩大幅提升。2023年, 受益于中国经济稳步回升, 国内成品油市场明显恢复, 供需总体呈现宽松格局, 行业监管持续发力, 成品油市场竞争秩序不断规范。

2023年公司实现成品油销售1.66亿吨(同比+10.1%), 其中国内销量1.23亿吨(同比+17.2%), 零售市场份额达到36.6%, 同比提升2.2个百分点。2023年公司销售板块营收2.53万亿元(同比-8.8%), 主要由于成品油价格下降及国际贸易收入减少, 实现经营利润239.6亿元(同比+66.7%)。

图6: 中国石油成品油销量 (百万吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

天然气销售板块: 持续提升销售量效, 业绩弹性逐步显现。2023年, 全球天然气市场缓慢复苏, 供需基本面趋于宽松, 主要市场气价大幅回落, 但受到地缘政治和供应链风险扰动, 气价宽幅高频波动。受益于中国经济稳步回升等因素, 全国天然气消费恢复向好。

2023年公司销售天然气2735.5亿立方米(同比+5.1%), 其中国内销售天然气2197.6亿立方米(同比+6.1%)。2023年公司天然气销售实现营收5611.9亿元(同

比+2.3%)，实现经营利润 430.4 亿元（同比+232.2%）。

图7: 中国石油天然气销量及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

3月15日，2024-2025年中石油管道气价格政策正式出台，本次管道气合同量中居民气量与非居民气量并轨为管制气量。

其中非采暖季中，管制气占比合同总量 65%，较上一合同年下调 5 个百分点，价格较上一合同年基准门站价格基础上上浮 15%-20%，折中偏上为 18.5%；非管制气占比合同总量 32%，价格在门站基础上上浮 70%。另外 3%现与上海石油天然气交易中心发布的月度进口现货 LNG 到岸均价联动（原与 JKM 挂钩）。

采暖季中，管制气占比合同总量 55%，价格在门站基础上上浮 18.5%，非管制气占比合同总量 42%，价格在门站价格基础上上浮 70%。

投资建议：我们将 2024-2025 年布伦特原油均价的预测由 88、90 美元/桶下调至 85、85 美元/桶，并预计 2026 年布伦特原油均价为 85 美元/桶，下调 2024-2025 年并新增 2026 年归母净利润为 1735/1863/2029 亿元（原值为 2050/2390 亿元），2024-2026 年摊薄 EPS 为 0.95/1.02/1.11 元，当前 A 股 PE 为 9.8/9.1/8.4x，对于 H 股 PE 为 6.8/6.3/5.8x，维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价EPS (元)				PE			PB
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E	
601857.SH	中国石油	买入	9.28	0.88	0.95	1.02	8.0	9.8	9.1	1.2
600938.SH	中国海油	买入	28.12	2.60	2.88	3.05	8.1	9.8	9.2	2.0

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：数据截至 2024 年 3 月 25 日，各可比公司数据均来自 Wind 一致预期）

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	225049	269873	157768	161315	165604	营业收入	3239167	3011012	3105067	3198110	3295256
应收款项	116655	99802	102084	105143	108337	营业成本	2527935	2302385	2379404	2439531	2498769
存货净额	167751	180533	136180	139056	141883	营业税金及附加	276821	295015	279456	287830	296573
其他流动资产	100536	100908	93152	95943	98858	销售费用	68352	70260	68311	70358	72496
流动资产合计	613867	658520	496588	508862	522086	管理费用	50523	55023	51838	53280	54786
固定资产	659903	665611	712957	741951	755303	研发费用	20016	21957	21735	23986	26362
无形资产及其他	92960	92744	94034	95324	96615	财务费用	19614	18110	8117	4761	3203
投资性房地产	1037350	1054863	1054863	1054863	1054863	投资收益	(11140)	9554	10000	10000	10000
长期股权投资	269671	280972	283972	286972	289972	资产减值及公允价值变动	(39697)	(26948)	(27000)	(30000)	(30000)
资产总计	2673751	2752710	2642414	2687972	2718839	其他收入	(2521)	199	(21735)	(23986)	(26362)
短期借款及交易性金融负债	108936	156795	50000	50000	50000	营业利润	242564	253024	279205	298364	323067
应付款项	304747	309887	272359	278112	283767	营业外净收支	(29292)	(15566)	(20000)	(20000)	(20000)
其他流动负债	210580	222325	208137	212616	217035	利润总额	213272	237458	259205	278364	303067
流动负债合计	624263	689007	530497	540728	550802	所得税费用	49295	57167	64801	69591	75767
长期借款及应付债券	222478	143198	113198	83198	53198	少数股东损益	14602	19147	20901	22445	24437
其他长期负债	288907	289884	290384	290884	291384	归属于母公司净利润	149375	161144	173503	186327	202863
长期负债合计	511385	433082	403582	374082	344582	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1135648	1122089	934079	914810	895384	净利润	149375	161144	173503	186327	202863
少数股东权益	168527	184211	192524	201452	211172	资产减值准备	9622	(8277)	2071	1420	677
股东权益	1369576	1446410	1515811	1571709	1612282	折旧摊销	200277	210347	177293	193296	209681
负债和股东权益总计	2673751	2752710	2642414	2687972	2718839	公允价值变动损失	39697	26948	27000	30000	30000
						财务费用	19614	18110	8117	4761	3203
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(14749)	(4229)	683	3425	2315
每股收益	0.82	0.88	0.95	1.02	1.11	其它	(2501)	14793	6242	7508	9043
每股红利	0.42	0.58	0.57	0.71	0.89	经营活动现金流	381721	400726	386792	421976	454579
每股净资产	7.48	7.90	8.28	8.59	8.81	资本开支	0	(175695)	(255000)	(255000)	(255000)
ROIC	14%	12%	14%	16%	17%	其它投资现金流	(3876)	(3528)	0	0	0
ROE	11%	11%	11.4%	11.9%	12.6%	投资活动现金流	(7663)	(190524)	(258000)	(258000)	(258000)
毛利率	22%	24%	23.37%	23.72%	24.17%	权益性融资	7317	4592	0	0	0
EBIT Margin	9%	9%	10%	10%	11%	负债净变化	(28375)	(43465)	(30000)	(30000)	(30000)
EBITDA Margin	15%	16%	16%	16%	17%	支付股利、利息	(76531)	(106304)	(104102)	(130429)	(162290)
收入增长	24%	-7%	3%	3%	3%	其它融资现金流	(110050)	129568	(106795)	0	0
净利润增长率	62%	8%	8%	7%	9%	融资活动现金流	(312545)	(165378)	(240897)	(160429)	(192290)
资产负债率	49%	47%	43%	42%	41%	现金净变动	61513	44824	(112105)	3547	4289
股息率	4.5%	6.3%	6.1%	7.7%	9.6%	货币资金的期初余额	163536	225049	269873	157768	161315
P/E	11.4	10.5	9.8	9.1	8.4	货币资金的期末余额	225049	269873	157768	161315	165604
P/B	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	企业自由现金流	0	232667	151217	184065	216698
EV/EBITDA	5.7	5.9	5.5	5.1	4.7	权益自由现金流	0	318770	8334	150494	184296

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
