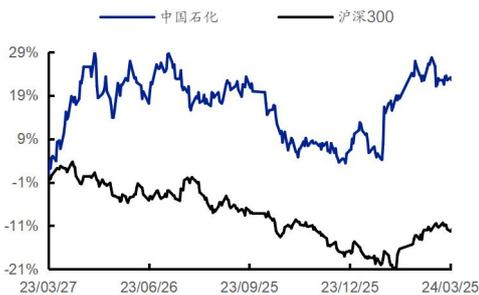


研究所：
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人：李娟廷 S0350122090037
 lij03@ghzq.com.cn

增储增产降本取得突破，成品油经销量大幅增长

——中国石化（600028）2023 年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/03/26

表现	1M	3M	12M
中国石化	-1.0%	14.8%	18.6%
沪深 300	2.6%	6.6%	-12.0%

市场数据

2024/03/26

当前价格(元)	6.20
52周价格区间(元)	5.15-6.99
总市值(百万)	754,786.08
流通市值(百万)	588,826.22
总股本(万股)	12,173,968.99
流通股本(万股)	9,497,197.10
日均成交额(百万)	758.54
近一月换手(%)	0.13

相关报告

《中国石化（600028）事件点评：回购彰显发展信心，油价上行利好油气开采（买入）*炼化及贸易*李永磊，董伯骏，汤永俊》——2023-09-21

《中国石化（600028）一季报点评：一季度业绩环比改善，成品油需求持续修复（买入）*炼化及贸易*李永磊，董伯骏》——2023-05-08

事件：

2024年3月25日，中国石化发布2023年报：2023年公司实现营业收入32122.15亿元，同比减少3.19%；实现归属于上市公司股东的净利润604.63亿元，同比减少9.87%；加权平均净资产收益率为7.59%，同比下降0.91个百分点。销售毛利率15.65%，同比增加0.62个百分点；销售净利率2.18%，同比减少0.10个百分点。

其中，公司2023Q4实现营收7422.74亿元，同比-14.17%，环比-15.29%；实现归母净利润74.97亿元，同比-23.79%，环比-58.01%；ROE为0.93%，同比减少0.30个百分点，环比减少1.31个百分点。销售毛利率15.97%，同比增加3.01个百分点，环比减少0.22个百分点；销售净利率1.12%，同比减少0.37个百分点，环比减少1.31个百分点。

投资要点：

■ 国际油价宽幅震荡，2023年业绩同比略降

2023年，世界经济缓慢恢复，地缘政治波动加剧，宏观形势不确定性上升，国际油价宽幅震荡。国内经济回升向好，成品油需求恢复性增长，化工市场供过于求。面对复杂的经营形势和激烈的市场竞争，公司深入实施高质量发展行动，全方位优化生产经营组织，取得良好经营业绩，实现营业收入32122.15亿元，同比减少3.19%；实现归属于上市公司股东的净利润604.63亿元，同比减少9.87%。分行业看，公司勘探及开发业务实现营收3000.19亿元，同比-6.1%，毛利率22.1%，同比-2.3个百分点；炼油业务实现营收15297.86亿元，同比-2.9%，毛利率2.4%，同比+0.7个百分点；营销及分销业务实现营收18184.29亿元，同比+6.1%，毛利率5.2%，同比-0.2个百分点；化工业务实现营收5153.07亿元，同比-4.6%，毛利率1.8%，同比+0.6个百分点；其他业务实现营收15383.20亿元，同比-14.1%，毛利率1.4%，同比-0.4个百分点。期间费用方面，2023年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为1.90%/1.86%/0.43%/0.31%，同比+0.14/+0.14/+0.05/0.01pct。2023年，公司经营活动产生的现金流量净额为1614.75亿元，同比增加人民币452亿元，主要归因于运营资金占用减少。

■ 计提矿业权出让收益影响 Q4 利润

2023Q4, 公司实现归母净利润 74.97 亿元, 同比-21.45 亿元, 环比-103.58 亿元; 其中实现毛利润 1185.37 亿元, 同比+64.29 亿元, 环比-233.64 亿元。税金及附加为 744.12 亿元, 同比增长 106.47 亿元, 环比增长 31.64 亿元, 主要系计提矿业权出让收益以及消费税等流转税增加影响, 2023 年公司计提矿业权出让收益人民币 74 亿元。期间费用方面, 2023Q4 公司销售/管理/研发/财务费用分别为 163.38/175.70/40.85/26.47 亿元, 同比+5.55/-0.16/+4.00/+6.14 亿元, 环比+6.86/+29.63/+1.93/+1.62 亿元。2023Q4 公司投资净收益 36.21 亿元, 同比下降 168.52 亿元, 环比增长 47.22 亿元, 主要系 2022 年公司与高桥石化、英力士上海于 2022 年 7 月 28 日签署了《关于上海赛科石油化工有限公司 50% 股权出售与购买之股权转让协议》, 该项交易于 2022 年 12 月 28 日完成交割, 产生处置子公司收益约为人民币 136.97 亿元。公允价值变动净收益为 61.30 亿元, 同比增长 96.10 亿元, 环比增长 132.68 亿元, 主要系套保业务浮盈增加影响。资产减值损失为 60.54 亿元, 同比减少 35.79 亿元, 环比增加 57.01 亿元, 主要系油气资产及炼化装置减值同比减少。

■ 油气增储增产降本增效取得新突破

勘探方面, 公司全力拓资源、增储量、扩矿权, 加强风险勘探、圈闭预探和一体化评价勘探, 塔里木盆地顺北新区带、鄂尔多斯盆地深层煤层气、四川盆地陆相致密油气和普光二叠系海相深层页岩气等勘探取得重大突破, “深地工程”、胜利济阳页岩油国家级示范区建设高效推进, 2023 年境内油气储量替代率为 131%。截至 2023 年 12 月 31 日, 公司原油探明储量为 2003 百万桶, 同比+41 百万桶; 天然气探明储量为 93110 亿立方英尺, 同比+5050 亿立方英尺。在原油开发方面, 公司加快推进济阳、塔河、准西等原油重点产能建设, 加强老区精细开发; 在天然气开发方面, 积极推进顺北二区、川西海相等天然气重点产能建设, 拓展 LNG 中长约, 持续完善天然气产供储销体系建设, 全产业链创效同比大幅增长。2023 年油气当量产量 504.09 百万桶, 同比增长 3.1%; 天然气产量 13378 亿立方英尺, 同比增长 7.1%。2023 年公司油气现金操作成本为 755.2 元/吨, 同比降低 2.3%, 主要归因于公司油气产量同比上升的同时持续加大成本费用管控力度, 外购材料、燃动成本有所下降。公司将加强风险勘探, 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; 加强效益开发, 在稳油增气降本上提升成效。据中国石化 2023 年年度报告, 公司 2024 年计划生产原油 279.06 百万桶, 其中境外 26.65 百万桶; 计划生产天然气 13797 亿立方英尺。

■ 成品油经销量大幅增长, 推动“油气氢电服”综合能源服务商转型

2023 年, 公司抓住市场需求快速反弹的有利时机, 发挥一体化优势, 大力拓市扩销增效, 境内成品油经销量创历史新高。全年成品油总经销量 2.39 亿吨, 同比增长 15.6%, 其中境内成品油总经销量 1.88

亿吨，同比增长 15.8%。据中国石化 2023 年年度报告，公司将继续巩固提升市场份额，2024 年计划境内成品油经销量 1.91 亿吨。除成品油经销业务外，公司充分发挥现有终端网络优势，全力推动充换电业务发展，推进氢能交通示范应用，向“油气氢电服”综合能源服务商转型；积极拓展海外业务，开拓境内外低硫船燃市场，成为全球第二大船加油企业；持续丰富易捷服务生态，非油业务经营质量和效益持续提升。2023 年公司营销及分销事业部非油业务收入为 420 亿元，同比增加 39 亿元；非油业务利润为 46 亿元，同比增加 3 亿元，主要归因于公司积极探索新零售营销模式，强化自有品牌建设，不断拓展新业态和营销活动，提升非油业务经营质量。

■ 注重股东回报，保持高水平现金分红

2024 年 3 月 24 日，公司发布 2023 年年度末期 A 股利润分配方案公告，公司拟以股权登记日当日登记的总股本为基数，每股派发现金股利人民币 0.2 元（含税），加上 2023 年中期已派发现金股息每股人民币 0.145 元（含税），全年股利每股人民币 0.345 元（含税），对应的现金分红的比例为 68.22%，加上 2023 年集中竞价方式回购股份的金额后全年现金分红的比例为 72.1%。公司持续保持较高现金分红水平，连续两年在境内外实施股份回购，维护公司价值和股东权益。

■ 盈利预测和投资评级

综合考虑公司主要产品价格价差情况，我们对公司盈利预测进行适当调整，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 682、748、804 亿元，对应 PE 分别 11、10、9 倍。公司经营稳健，在勘探、炼油、化工等领域的综合竞争优势显著，维持“买入”评级。

■ 风险提示

国际原油及天然气价格波动、油气储量不确定性、宏观经济及政策、国际政治不确定、行业监管及税费政策风险、新产能建设进度不达预期风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3212215	3325009	3406990	3492824
增长率(%)	-3	4	2	3
归母净利润(百万元)	60463	68192	74843	80368
增长率(%)	-10	13	10	7
摊薄每股收益(元)	0.51	0.56	0.61	0.66
ROE(%)	8	8	9	9
P/E	11.05	11.07	10.08	9.39
P/B	0.83	0.90	0.88	0.85
P/S	0.21	0.23	0.22	0.22
EV/EBITDA	4.64	3.23	2.84	2.43

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

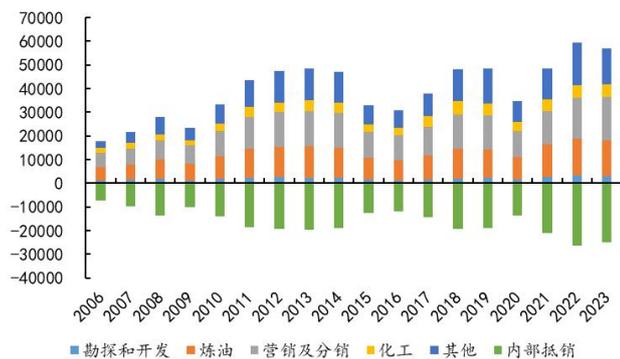
1、分产品经营数据

表 1: 中国石化分事业部季度经营数据

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
勘探及开发事业部	经营收入(亿元)	812	770	729	884	788	661	695	856
	经营收益(亿元)	104	159	173	101	128	126	138	58
	利润率	12.84%	20.62%	23.73%	11.46%	16.31%	19.00%	19.80%	6.76%
炼油事业部	经营收入(亿元)	3843	3913	4015	3980	3674	3622	4037	3965
	经营收益(亿元)	225	73	-89	-86	104	10	76	16
	利润率	5.85%	1.86%	-2.22%	-2.17%	2.83%	0.28%	1.87%	0.41%
营销及分销事业部	经营收入(亿元)	3728	4192	4456	4763	4165	4548	4557	4914
	经营收益(亿元)	86	83	43	34	79	90	74	16
	利润率	2.30%	1.98%	0.96%	0.72%	1.90%	1.99%	1.62%	0.32%
化工事业部	经营收入(亿元)	1343	1439	1242	1377	1190	1253	1279	1431
	经营收益(亿元)	13	-5	-48	-101	-18	-16	6	-33
	利润率	0.99%	-0.36%	-3.90%	-7.33%	-1.50%	-1.26%	0.46%	-2.28%
本部及其他	经营收入(亿元)	4160	4963	4140	4642	3790	4316	4132	3146
	经营收益(亿元)	-1	5	12	-3	22	13	-15	-15
	利润率	-0.02%	0.10%	0.28%	-0.05%	0.59%	0.31%	-0.36%	-0.46%
抵销分部间亏损/(收益)(亿元)		-98	-14	40	54	-5	3	-22	32

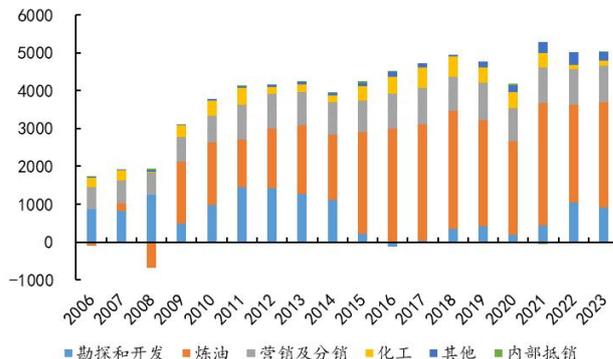
资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 1: 公司分行业营收情况(亿元)



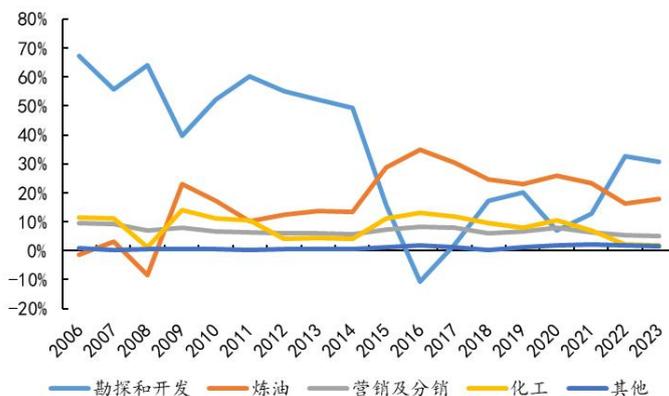
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 2: 公司分行业毛利情况(亿元)



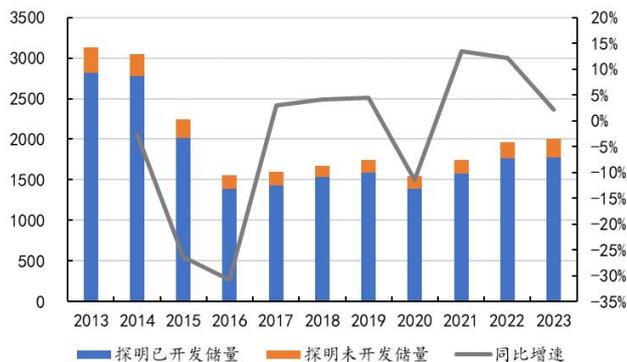
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 3: 公司分行业毛利率情况



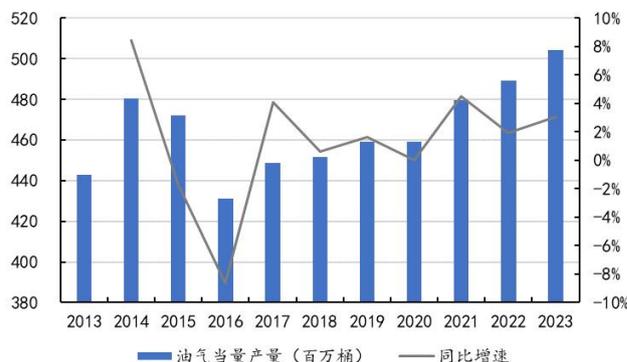
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 4: 中国石化原油储量 (百万桶)



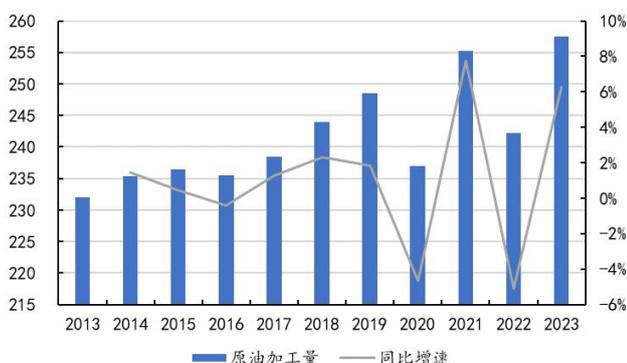
资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 5: 中国石化油气当量产量



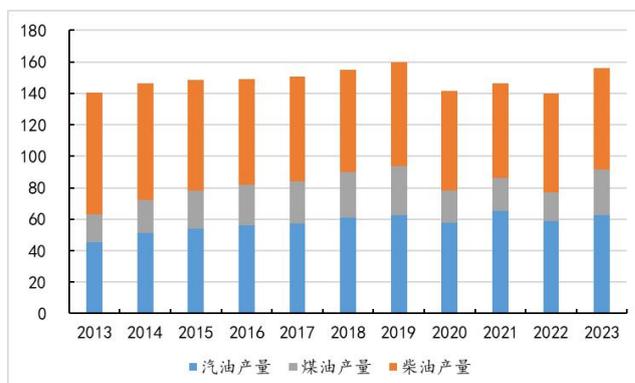
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 6: 中国石化原油加工量 (百万吨)



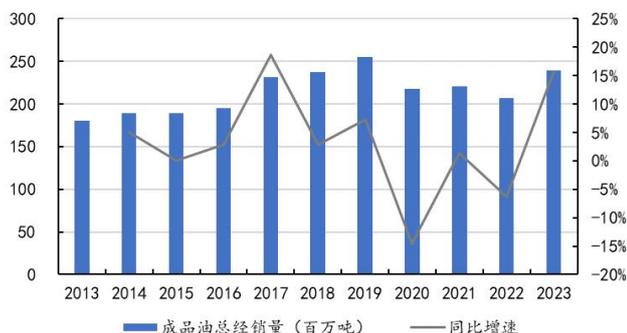
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 7: 中国石化汽、柴、煤油产量 (百万吨)



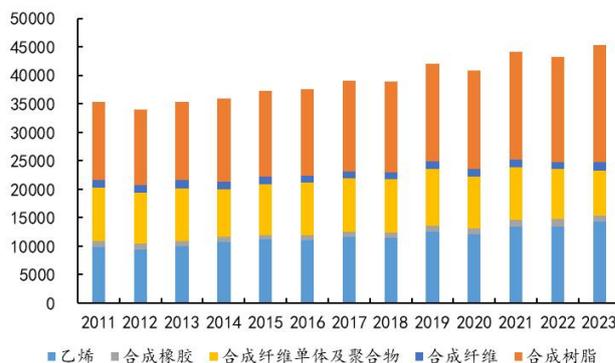
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 8: 中国石化成品油总经销量 (百万吨)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

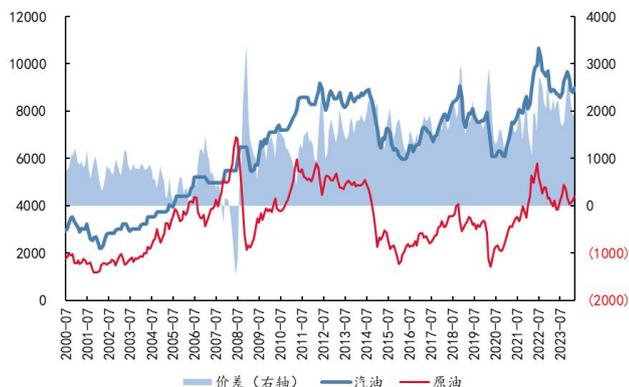
图 9: 中国石化主要化工品产量 (千吨)



资料来源: wind, 公司公告, 国海证券研究所

2、主要产品价格价差情况

图 10: 汽油与原油价格价差 (元/吨)



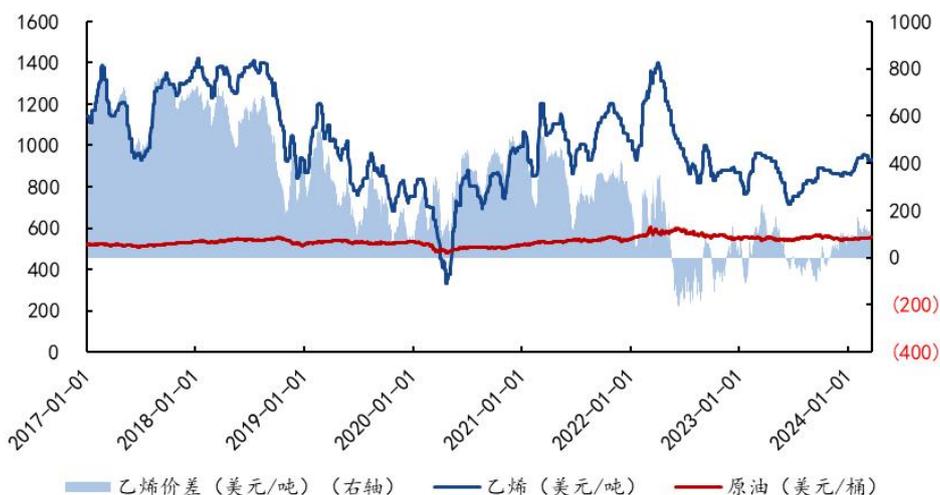
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 11: 柴油与原油价格价差 (元/吨)



资料来源: wind, 国海证券研究所

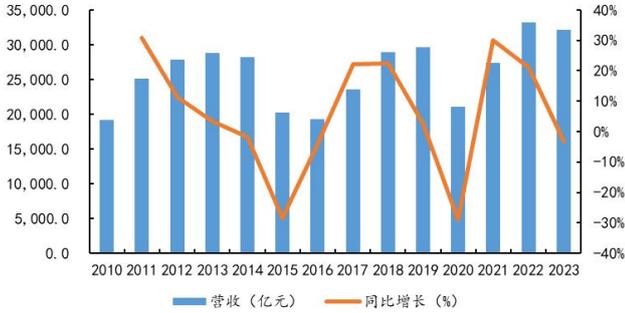
图 12: 乙烯价格价差



资料来源: wind, 国海证券研究所

3、公司财务数据

图 13: 2023 年营收同比下降 3.19%



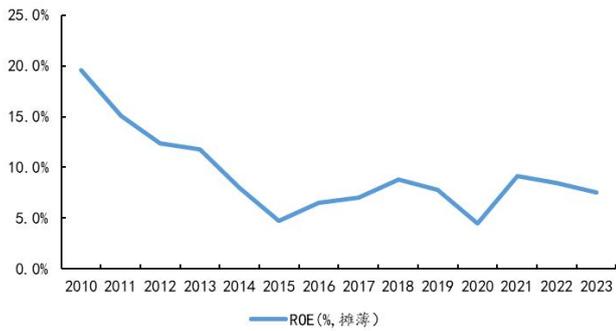
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 2023 年归母净利润同比下降 9.87%



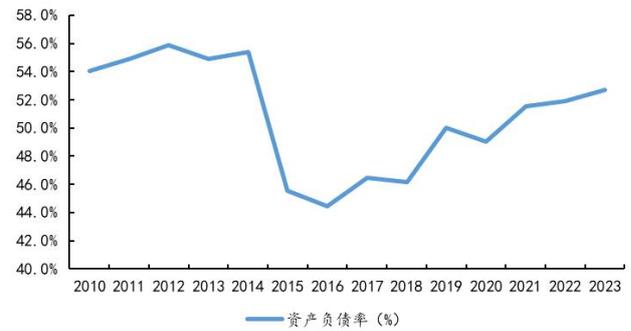
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 2023 年净资产收益率下降



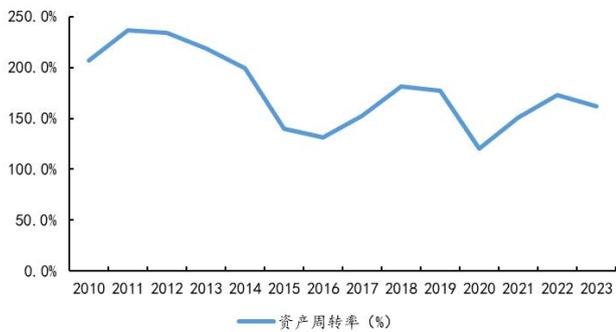
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 2023 年资产负债率增加



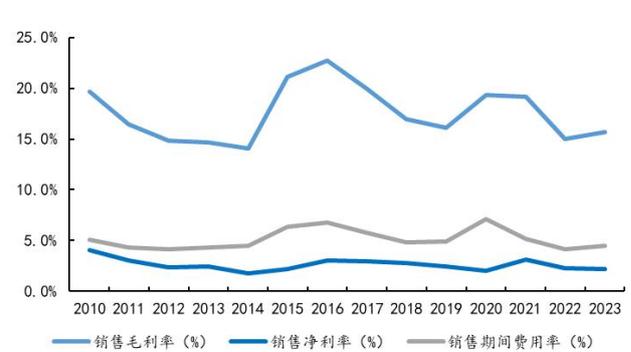
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 2023 年资产周转率为 161.61%



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 2023 年毛利率为 15.65%



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 2023 年期间费用率增加



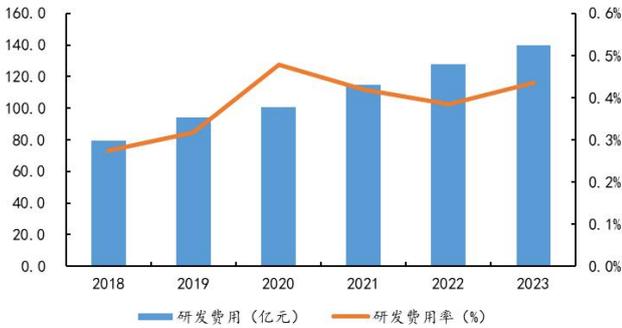
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 2023 年经营活动现金流净额 1614.75 亿元



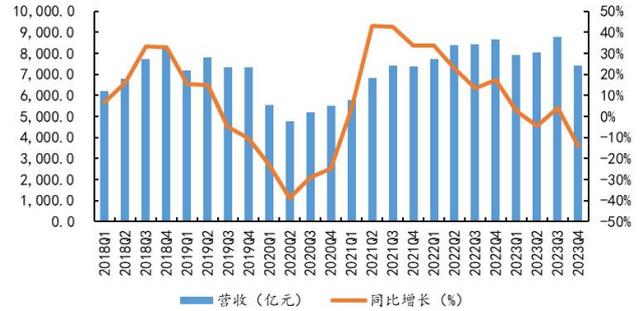
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 2023 年研发费用为 139.69 亿元



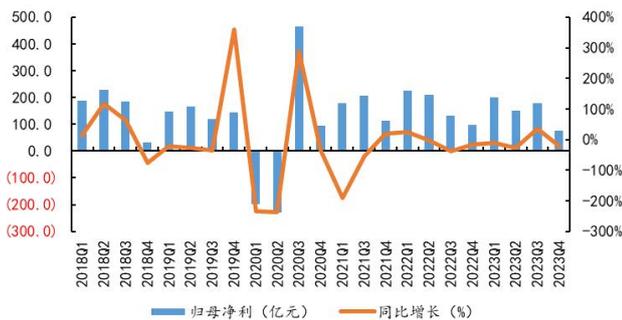
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 22: 2023Q4 营收同比下降 14.17%



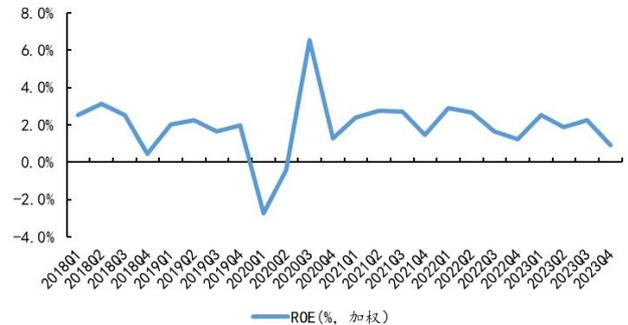
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 23: 2023Q4 归母净利润同比下降 23.79%



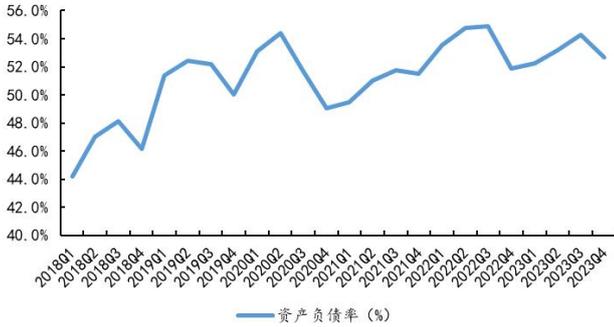
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 24: 季度净资产收益率



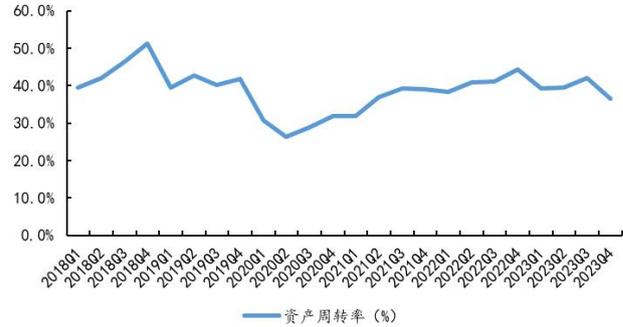
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 25: 季度资产负债率



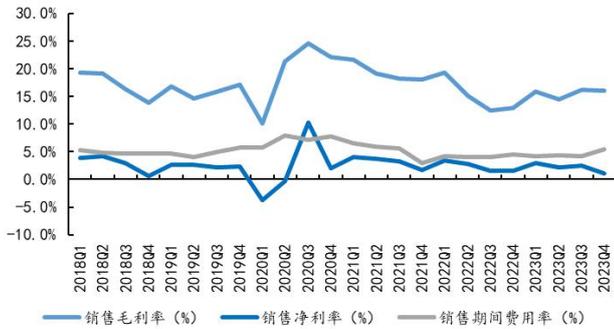
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 26: 季度资产周转率



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 27: 季度毛利率及净利率



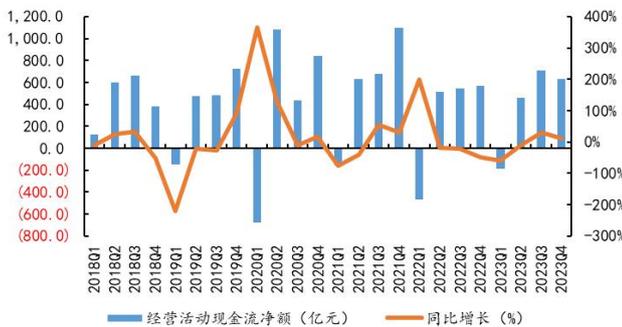
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 28: 季度期间费用率



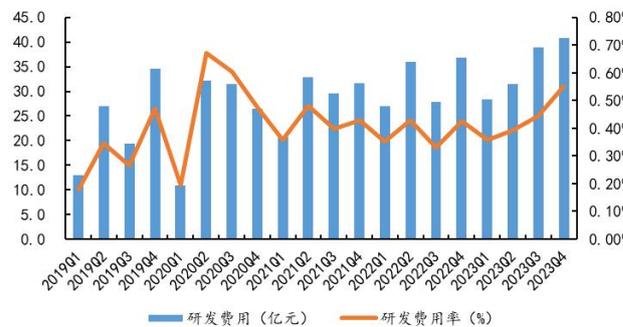
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 29: 2023Q4 经营活动现金流净额 631.66 亿元



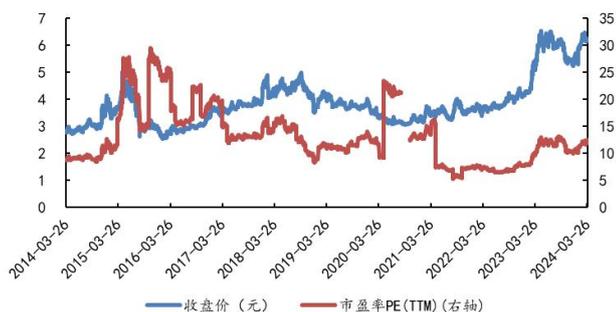
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 30: 季度研发费用情况



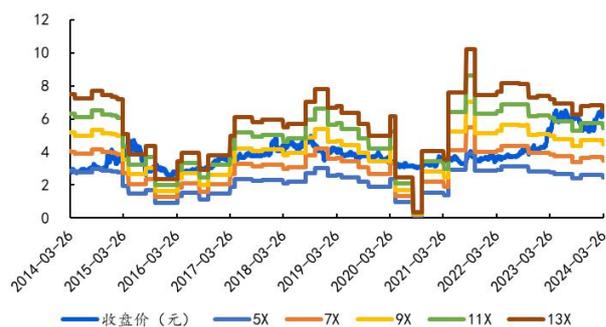
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 31: 收盘价及 PE (TTM)



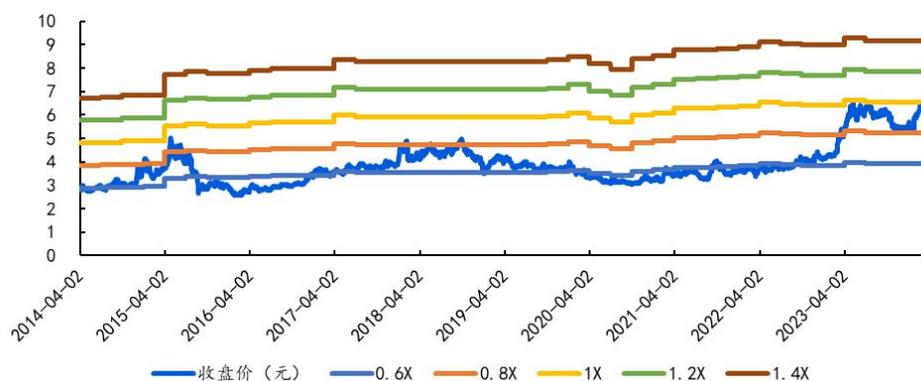
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 32: PE-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 33: PB-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所

4、盈利预测与评级

综合考虑公司主要产品价格价差情况,我们对公司盈利预测进行适当调整,预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 682、748、804 亿元,对应 PE 分别 11、10、9 倍。公司经营稳健,在勘探、炼油、化工等领域的综合竞争优势显著,维持“买入”评级。

5、风险提示

国际原油及天然气价格波动、油气储量不确定性、宏观经济及政策、国际政治不确定、行业监管及税费政策风险、新产能建设进度不达预期风险。

附表：中国石化盈利预测表

证券代码:	600028		股价:	6.20	投资评级:	买入	日期:	2024/03/26	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标				
ROE	8%	8%	9%	9%	EPS	0.51	0.56	0.61	0.66
毛利率	16%	16%	16%	16%	BVPS	6.75	6.88	7.06	7.27
期间费率	4%	4%	4%	4%	估值				
销售净利率	2%	2%	2%	2%	P/E	11.05	11.07	10.08	9.39
成长能力					P/B	0.83	0.90	0.88	0.85
收入增长率	-3%	4%	2%	3%	P/S	0.21	0.23	0.22	0.22
利润增长率	-10%	13%	10%	7%					
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	1.58	1.61	1.62	1.63	营业收入	3212215	3325009	3406990	3492824
应收账款周转率	66.02	69.68	68.72	68.57	营业成本	2709656	2793532	2856541	2923975
存货周转率	12.80	13.11	13.15	13.12	营业税金及附加	272921	282626	289594	293747
偿债能力					销售费用	61164	66500	67458	68110
资产负债率	53%	52%	51%	50%	管理费用	59664	63175	63643	64967
流动比	0.83	0.90	0.98	1.08	财务费用	9922	10421	8718	7721
速动比	0.43	0.50	0.57	0.67	其他费用/(-收入)	13969	14630	15161	15718
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	86744	97827	106787	114802
现金及现金等价物	164963	206903	254551	324355	营业外净收支	-628	0	0	0
应收款项	48652	47715	49581	50940	利润总额	86116	97827	106787	114802
存货净额	250898	253571	259055	266180	所得税费用	16070	18813	20281	21797
其他流动资产	69922	76988	75612	76760	净利润	70046	79014	86506	93005
流动资产合计	534435	585177	638799	718234	少数股东损益	9583	10823	11663	12637
固定资产	690957	725554	756267	781664	归属于母公司净利润	60463	68192	74843	80368
在建工程	180250	171225	159880	147411	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
无形资产及其他	386424	336433	284677	233110	经营活动现金流	161475	318262	303738	337064
长期股权投资	234608	246668	257048	266369	净利润	70046	79014	86506	93005
资产总计	2026674	2065057	2096671	2146788	少数股东损益	9583	10823	11663	12637
短期借款	59815	20000	20000	20000	折旧摊销	103341	188306	200653	211743
应付款项	259000	267789	273424	279951	公允价值变动	-467	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-27846	31863	-4854	5928
其他流动负债	328261	360137	355622	364653	投资活动现金流	-155865	-181817	-187899	-196750
流动负债合计	647076	647926	649046	664605	资本支出	-166130	-173082	-180926	-190922
长期借款及应付债券	187860	185618	184497	183376	长期投资	-4448	-12060	-10380	-9321
其他长期负债	233083	230540	227997	225454	其他	14713	3325	3407	3493
长期负债合计	420943	416158	412494	408830	筹资活动现金流	22732	-94505	-68191	-70510
负债合计	1068019	1064084	1061540	1073435	债务融资	99456	-44600	-3664	-3664
股本	119349	121740	121740	121740	权益融资	1509	12000	0	0
股东权益	958655	1000973	1035131	1073353	其它	-78233	-61905	-64527	-66846
负债和股东权益总计	2026674	2065057	2096671	2146788	现金净增加额	28321	41940	47648	69804

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。