

证券研究报告

公司研究

点评报告

中国石化(600028.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师  
执业编号: S1500518070001  
联系电话: 010-83326712  
邮箱: zuoqianming@cindasc.com

刘奕麟 石化行业分析师  
执业编号: S1500524040001  
联系电话: 13261695353  
邮箱: liuyilin@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 一季度公司经营稳健，增储上产与降本增效持续推进

2024年4月29日

**事件:** 2024年4月28日晚，中国石化发布2024年一季度报告。2024年一季度公司实现营业收入7899.67亿元，同比下降0.17%，环比增长6.43%；实现归母净利润183.16亿元，同比下降8.88%，环比增长144.31%；实现扣非后归母净利润181.86亿元，同比下降7.76%，环比增长74.65%；实现基本每股收益0.15元，同比下降8.93%，环比增长150.00%。

**点评:**

- **一季度公司经营稳健，增产增销成效显著。油价端，**2024年一季度布伦特平均油价为81美元/桶，同比及环比均下降1%左右。**分板块盈利看，**上游板块实现营业利润127.06亿元，同比增长11%；炼油板块营业利润64.12亿元，同比下滑35%；成品油销售板块营业利润79.47亿元，同比下降1%；化工板块营业利润-18.28亿元，同比增长15%。整体上看，公司上游板块有效抵御了油价中枢下行影响，以增储上产和降本增效实现盈利有效增长；炼化板块紧贴市场优化调整，化工板块减亏明显；成品油销售板块维持稳健盈利贡献。
- **增储增产与降本增效成效显著，上游板块盈利稳步抬升。**2024年一季度，公司上游勘探开发板块增储、增产、增效成果显著。在增储方面，公司加强高质量勘探，取得一批油气新发现，在塔里木盆地、四川盆地、江汉盆地等地区取得油气勘探重要突破，天然气产供储销体系建设持续完善。在增产方面，一季度油气当量产量1812万吨，同比增长3.4%，其中原油产量70.36百万桶，同比增长1.3%，天然气产量99亿立方米，同比增长6.0%。在增效方面，公司降本增效持续发力，一季度油气现金操作成本15.2美元/桶油当量，同比下降0.3美元/桶油当量。
- **生产及销售结构调整，炼化业务持续开展成本优化。**炼油板块，2024年一季度公司原油加工量为63.3百万吨，同比增长1.7%，成品油产量38.83百万吨，同比增长4.1%，炼油现金操作成本为3.83美元/桶，同比下降0.2美元/桶，同时公司增加成品油出口规模，优化出口节奏和结构，在降本同时进一步优化盈利结构；在成品油销售方面，一季度公司成品油总经销量59.81百万吨，同比增长6.5%，同时，公司实施差异化策略，汽油经营量同比增长5.4%，车用LNG零售量同比增长119.3%。整体来看，公司炼油板块产销稳步提升。**化工板块，**一季度公司着力成本管控，单位完全加工成本为1370元/吨，同比下降10%，同时公司通过优化原料、装置、产品结构，实现化工板块大幅减亏。我们认为，2023-2024年整体炼能增速趋缓，而国家经济持续向好，居民出行常态化发展，成品油需求仍有一定修复空间；化工板块受国内地产端疲软影响，芳烃、烯烃板块景气度或呈现分化格局，公司炼化板块盈利仍有上行空间。
- **资本开支结构优化，聚焦增储上产及炼化资产效益提升。**一季度公司

资本开支合计 205 亿元，同比下降 29 亿。在结构方面，公司仍聚焦于上游增储上产和炼油化工增效，整体来看，一季度勘探开发、炼油板块资本开支占比同比均增长 2pct，化工板块占比下降 4pct。在上游领域，公司资本开支主要用于济阳、塔河等原油产能建设，川西等天然气产能建设以及龙口 LNG 等油气储运设施；炼化板块主要集中于镇海扩建、广州和茂名技术改造等项目及镇海二期乙烯、茂名乙烯等项目。我们认为，公司资本开支运用水平高效，有望持续为公司带来资产质量和效益水平提升，进一步增强盈利及抗风险能力。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 805.82、903.34 和 1012.58 亿元，归母净利润增速分别为 33.3%、12.1%和 12.1%，EPS（摊薄）分别为 0.66、0.74 和 0.83 元/股，对应 2024 年 4 月 26 日的收盘价，对应 2024-2026 年 PE 分别为 9.88、8.81 和 7.86 倍。我们看好公司行业龙头及全产业链优势，叠加公司降本增效成效显著，公司未来业绩成长性与投资价值有望得到凸显，我们维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**原油价格大幅波动风险；公司新建产能投产不及预期的风险；下游需求修复不及预期的风险；新能源汽车销售替代风险

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	3,318,168	3,212,215	3,421,021	3,442,555	3,532,832
增长率 YoY %	21.1%	-3.2%	6.5%	0.6%	2.6%
归属母公司净利润 (百万元)	67,082	60,463	80,582	90,334	101,258
增长率 YoY%	-5.8%	-9.9%	33.3%	12.1%	12.1%
毛利率%	15.0%	15.6%	15.9%	16.2%	16.3%
净资产收益率 ROE%	8.5%	7.5%	9.6%	10.4%	11.2%
EPS(摊薄)(元)	0.55	0.50	0.66	0.74	0.83
市盈率 P/E(倍)	11.87	13.17	9.88	8.81	7.86
市净率 P/B(倍)	1.01	0.99	0.95	0.91	0.88

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	523,140	534,435	683,186	610,840	784,424	<b>营业总收入</b>	3,318,168	3,212,21	3,421,021	3,442,555	3,532,832
货币资金	145,052	164,960	222,528	251,235	336,158	营业成本	2,819,363	2,709,65	2,877,850	2,886,042	2,958,720
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及附加	263,991	272,921	281,545	283,770	286,159
应收账款	46,364	48,652	93,891	59,112	78,276	销售费用	58,567	61,164	61,578	58,523	56,525
预付账款	7,956	5,067	11,511	8,362	8,647	管理费用	57,208	59,664	58,157	56,802	56,525
存货	244,241	250,898	260,720	220,287	272,833	研发费用	12,773	13,969	13,181	13,829	13,353
其他	79,527	64,858	94,537	71,844	88,511	财务费用	9,974	9,922	17,388	19,734	22,390
<b>非流动资产</b>	1,427,981	1,492,239	1,534,542	1,606,181	1,688,170	减值损失合计	-12,009	-8,772	-10,415	-10,129	-10,174
长期股权投资	233,941	234,608	264,608	283,084	299,465	投资净收益	14,462	5,811	10,263	10,328	10,598
固定资产(合)	630,758	690,957	736,269	741,604	731,226	其他	-2,331	4,786	8,210	9,775	10,428
无形资产	120,694	138,181	137,766	143,952	151,704	<b>营业利润</b>	96,414	86,744	119,380	133,829	150,011
其他	442,588	428,493	395,899	437,541	505,774	营业外收支	-1,899	-628	0	0	0
<b>资产总计</b>	1,951,121	2,026,674	2,217,728	2,217,021	2,472,594	<b>利润总额</b>	94,515	86,116	119,380	133,829	150,011
<b>流动负债</b>	667,385	647,076	832,989	756,628	931,510	所得税	17,901	16,070	29,845	33,457	37,503
短期借款	21,313	59,815	109,815	137,298	175,960	<b>净利润</b>	76,614	70,046	89,535	100,371	112,508
应付票据	10,782	29,122	2,854	29,213	3,662	少数股东损益	9,532	9,583	8,954	10,037	11,251
应付账款	258,642	229,878	281,740	119,099	275,397	<b>归属母公司净利润</b>	67,082	60,463	80,582	90,334	101,258
其他	376,648	328,261	438,580	471,017	476,492	EBITDA	209,185	203,277	570,104	671,143	812,584
<b>非流动负债</b>	343,279	420,943	382,924	416,924	450,924	EPS(当年)(元)	0.56	0.51	0.66	0.74	0.83
长期借款	94,964	179,347	214,347	249,347	284,347						
其他	248,315	241,596	168,577	167,577	166,577						
<b>负债合计</b>	1,010,664	1,068,019	1,215,913	1,173,552	1,382,434						
少数股东权益	151,986	152,861	161,815	171,852	183,102						
归属母公司股	788,471	805,794	840,001	871,618	907,058						
<b>负债和股东权益</b>	1,951,121	2,026,674	2,217,728	2,217,021	2,472,594						
<b>益</b>											

  

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,318,168	3,212,215	3,421,021	3,442,555	3,532,832
同比(%)	21.1%	-3.2%	6.5%	0.6%	2.6%
归属母公司净利润	67,082	60,463	80,582	90,334	101,258
同比(%)	-5.8%	-9.9%	33.3%	12.1%	12.1%
毛利率(%)	15.0%	15.6%	15.9%	16.2%	16.3%
ROE%	8.5%	7.5%	9.6%	10.4%	11.2%
EPS(摊薄)(元)	0.55	0.50	0.66	0.74	0.83
P/E	11.87	13.17	9.88	8.81	7.86
P/B	1.01	0.99	0.95	0.91	0.88
EV/EBITDA	3.52	4.64	1.87	1.64	1.34

  

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	116,269	161,475	612,626	639,289	827,537
净利润	76,614	70,046	89,535	100,371	112,508
折旧摊销	99,938	103,341	433,527	519,636	642,909
财务费用	10,503	11,241	20,275	23,628	26,787
投资损失	-275	-14,462	-5,811	-10,263	-10,328
营运资金	-69,826	-27,846	57,186	-2,291	48,059
其它	13,502	10,504	22,366	8,272	7,872
<b>投资活动现金流</b>	-95,010	-155,865	-490,750	-589,720	-722,671
资本支出	-172,315	-166,130	-508,476	-581,071	-716,388
长期投资	-6,316	-4,448	-25,020	-18,976	-16,881
其他	83,621	14,713	42,746	10,328	10,598
<b>筹资活动现金流</b>	-39,699	22,732	-64,308	-20,862	-19,942
吸收投资	3,946	1,509	11,660	0	0
借款	564,417	699,410	85,000	62,483	73,662
支付利息或股息	-71,831	-56,734	-72,653	-82,345	-92,604
<b>现金流净增加额</b>	-15,152	28,321	57,568	28,707	84,924

## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

刘红光，北京大学博士，曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员，从事能源转型、碳中和、石化产业发展研究等。曾牵头开展了能源消费中长期预测研究等多项研究，参与国家部委新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研发中心。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。