

评级: 买入(维持)

市场价格: 6.39元

分析师: 孙颖

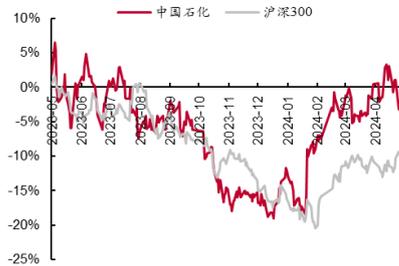
执业证书编号: S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	121740
流通股本(百万股)	94972
市价(元)	6.39
市值(百万元)	777917
流通市值(百万元)	606871

股价与行业-市场走势对比



相关报告

【公司深度】一基两翼三新发展，强基赋能价值重塑(20240220)

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,318,168	3,212,215	3,328,136	3,365,726	3,413,121
增长率 yoy%	21%	-3%	4%	1%	1%
归母净利润(百万元)	66,302	60,463	70,798	75,346	80,615
增长率 yoy%	-7%	-10%	17%	6%	7%
每股收益(元)	0.54	0.51	0.58	0.62	0.66
净资产收益率	8.4%	7.5%	8.5%	8.6%	8.8%
P/E	11.7	12.9	11.0	10.3	9.6
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8

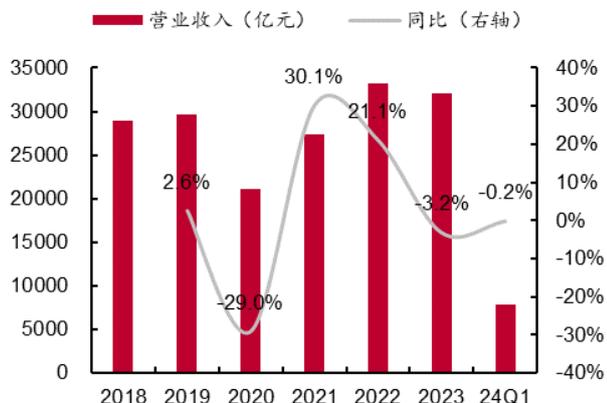
备注: 股价取自 2024/5/9, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

投资要点

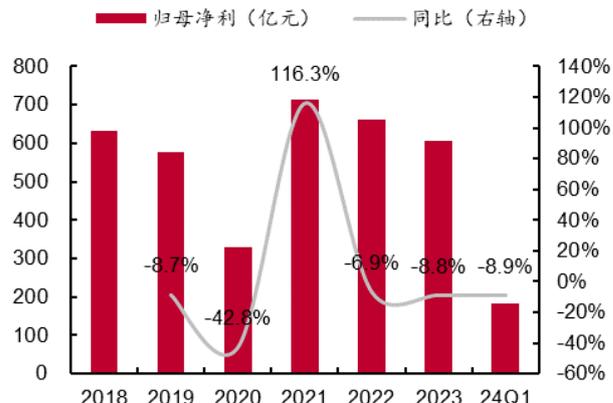
- **事件1: 3月24日, 公司发布2023年年报。2023年公司实现营收32122亿元, 同比-3.2%; 归母净利605亿元, 同比-9.9%; 扣非归母净利607亿元, 同比+4.7%。单四季度实现营收7423亿元, 同比-14.2%, 环比-15.3%; 归母净利75亿元, 同比-23.8%, 环比-58.0%; 扣非归母净利104亿元, 同比+440.9%, 环比-37.4%。**
- **事件2: 4月28日, 公司发布2024年一季度报。一季度公司实现营收7900亿元, 同比-0.2%, 环比+6.4%; 归母净利183亿元, 同比-8.9%, 环比+144.3%; 扣非归母净利182亿元, 同比-7.8%, 环比+74.6%。**
- **23年: 一体化经营业绩稳健, 矿业权出让下影响利润。1) 勘探及开发: 23年实现油气当量产量504.09百万桶, 同比+3.1%。其中, 原油产量281.12百万桶, 同比+0.1%; 天然气产量1337.82十亿立方英尺, 同比+7.1%, 稳油增气再创佳绩。23Q4受一次性计提矿业权出让收益74亿元影响, 挤压板块经营收益。2) 炼油: 在国际油价走低导致成品油实现价格同比下滑的背景下, 公司原油加工和成品油生产量同比分别+6.3%和+11.3%, 经营收益实现逆势扩张, 同比增幅高达68.8%。3) 化工: 为克服行业供给承压、产品景气低位的不利形势, 公司深度推进EVA、POE等高附加值化工产品建设, 经营利润同比22年实现减亏80.91亿元。4) 营销和分销: 23年公司成品油销售及非油业务齐头并进, 分别实现营业利润255.31和46.17亿元, 同比+3.34和+3.12亿元。抢抓机遇拓市扩销, 全年实现成品油总经销量2.39亿吨, 同比+15.6%。**
- **24Q1: 上游量增降本, 高油价限价下中下游盈利收窄。1) 勘探及开发: 24Q1油气当量产量超目标增长, 同比+3.4% (计划全年同比+1.0%)。原油和天然气产量同比分别+1.3%和+6.0%。在油价持稳、气价下跌的背景下, EBIT同比+11.0%。除库存收益外, 成本端降低也是公司上游业务实现利润增厚的原因之一, 油气现金操作成本同比-0.3美元/桶油当量。2) 炼油: 尽管24Q1原油加工量同比+1.7%, 然而受国内成品油价格制定机制的影响, 在油价高于80美元/桶时将扣减正常加工利润率, 板块营业利润同比-34.24亿元。3) 化工: 国内经济修复回暖背景下, 尽管当前仍处产能释放高峰期, 随着下游需求的好转以及公司低成本战略, 单位加工成本同比-158元/吨, 利润同比减亏3.16亿元。4) 营销和分销: 同样受发改委成品油定价机制的影响, 限价背景下, 虽然24Q1单季成品油总经销量同比+6.5%且非油业务利润同比+0.82亿元, 板块经营利润同比仍下降1.15亿元。**
- **资本开支相对放缓, 稳油增气策略不改。资本开支方面, 23年公司累计资本支出1768亿元, 同比-123亿元; 分板块看, 勘探及开发/炼油/营销及分销/化工资本支出分别为786/229/157/551亿元, 同比-47/持平/-34/-35亿元。根据推介材料, 24年计划资本支出**

1730亿元，同比-38亿元。其中，勘探及开发/炼油/成品油销售/化工板块的资本支出预计分别为778/248/184/458亿元，同比-8/+19/+27/-93亿元。生产计划方面，公司24年预计实现油气产量509.01百万桶油当量，同比+1.0%。其中，境内原油产量252.41百万桶，同比+0.3%；天然气产量1379.70十亿立方英尺，同比+3.1%。

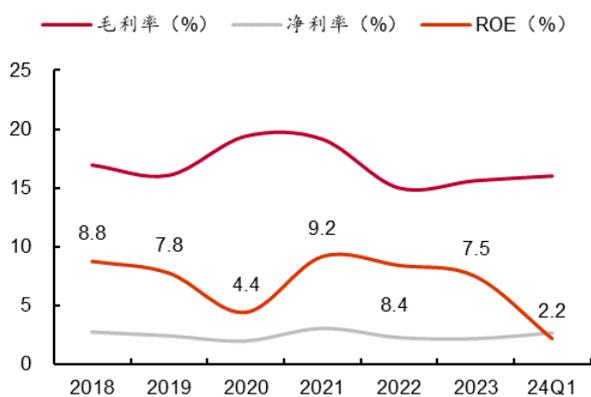
- **高股息重视股东回报，投资性价比凸显。**23年公司累计现金分红总金额435.8亿元，其中，分红和回购金额分别为412.5和23.3亿元。以23年12月31日为基准，若仅考虑分红，23年公司分红比例约68.2%，对应A/H股股息率分别6.2%/8.5%；若考虑分红+回购，23年公司分红比例约72.1%，对应A/H股股息率分别6.5%/8.9%。
- **盈利预测与投资建议：**基于公司年报披露数据及油价判断，我们调整盈利预测，预计公司24-26年归母净利润分别为708.0、753.5、806.2亿元（前次预测24-25年分别为784.2、843.1亿元），当前股价对应PE分别为11.0、10.3、9.6倍，对应PB分别为0.9、0.9、0.8倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**需求不及预期；油价大幅波动；汇率波动；项目进度不及预期；信息更新不及时等。

**图表 1: 24Q1 实现营收 7900 亿元, 同比-0.2%**


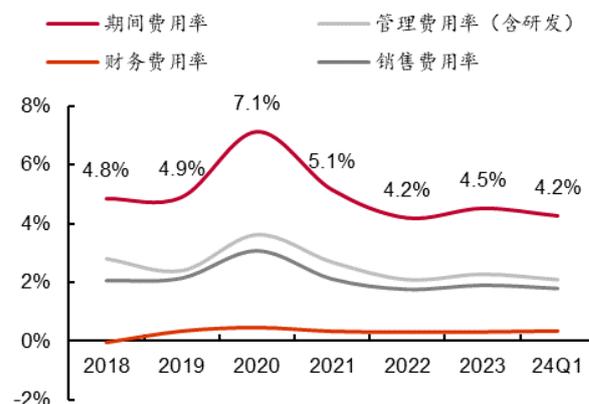
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 2: 24Q1 实现归母净利润 183 亿元, 同比-8.9%**


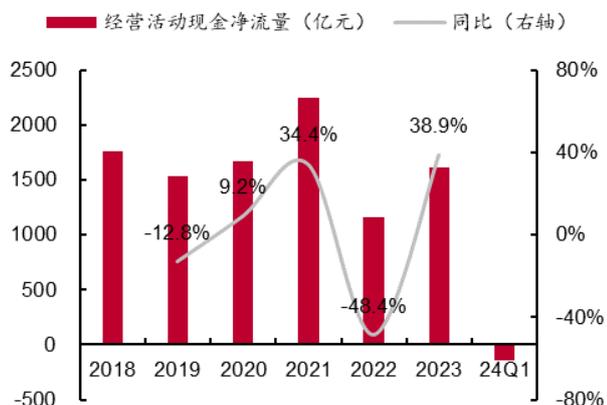
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 3: 24Q1 实现 ROE (摊薄) 2.2%, 同比-0.3pct**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 4: 24Q1 期间费用率约 4.2%, 同比+0.1pct**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 5: 24Q1 经营活动产生的现金流量净额约-137.6 亿元, 同比+46.4 亿元**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 6: 24Q1 末, 公司资产负债率约 52.6%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表7: 盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	164,960	244,483	351,578	472,129	营业收入	3,212,215	3,328,136	3,365,726	3,413,121
应收票据	0	0	0	0	营业成本	2,709,656	2,775,500	2,806,457	2,844,763
应收账款	48,652	50,408	50,977	51,695	税金及附加	272,921	282,770	285,964	289,991
预付账款	5,067	5,190	5,248	5,320	销售费用	61,164	61,571	61,256	61,436
存货	250,898	256,995	259,861	263,408	管理费用	59,664	60,239	58,900	58,023
合同资产	0	0	0	0	研发费用	13,969	13,313	12,790	11,946
其他流动资产	64,858	68,891	69,669	70,650	财务费用	9,922	9,652	9,087	8,533
流动资产合计	534,435	625,967	737,334	863,202	信用减值损失	243	243	243	243
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-8,772	-8,772	-8,772	-8,772
长期股权投资	234,608	239,300	244,086	248,968	公允价值变动收益	467	467	467	467
固定资产	690,897	697,983	702,062	702,392	投资收益	5,811	5,811	5,811	5,811
在建工程	180,250	217,537	252,537	285,537	其他收益	10,905	10,905	10,905	10,905
无形资产	138,181	139,019	139,648	141,242	营业利润	86,744	107,685	113,864	121,022
其他非流动资产	248,303	252,826	257,402	262,039	营业外收入	1,970	1,970	1,970	1,970
非流动资产合计	1,492,239	1,546,664	1,595,735	1,640,177	营业外支出	2,598	2,598	2,598	2,598
资产合计	<b>2,026,674</b>	<b>2,172,631</b>	<b>2,333,068</b>	<b>2,503,379</b>	利润总额	86,116	107,057	113,236	120,394
短期借款	59,815	59,815	59,815	59,815	所得税	16,070	22,714	23,736	24,919
应付票据	29,122	29,830	30,162	30,574	净利润	70,046	84,343	89,500	95,475
应付账款	229,878	235,464	238,090	241,340	少数股东损益	9,583	13,545	14,154	14,860
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	60,463	70,798	75,346	80,615
合同负债	127,239	131,831	133,320	135,197	NOPLAT	89,382	122,686	127,372	132,883
其他应付款	0	0	0	0	EPS (按最新股本摊薄)	0.51	0.58	0.62	0.66
一年内到期的非流动负债	30,457	24,065	24,546	25,037					
其他流动负债	170,565	175,534	178,653	182,302					
流动负债合计	647,076	656,538	664,587	674,266					
长期借款	179,347	265,418	353,210	442,758					
应付债券	8,513	7,236	6,874	6,531					
其他非流动负债	233,083	242,898	253,175	263,937					
非流动负债合计	420,943	515,552	613,259	713,225					
负债合计	<b>1,068,019</b>	<b>1,172,090</b>	<b>1,277,846</b>	<b>1,387,491</b>					
归属母公司所有者权益	805,794	834,135	874,662	920,468					
少数股东权益	152,861	166,406	180,560	195,420					
所有者权益合计	958,655	1,000,541	1,055,222	1,115,888					
负债和股东权益	<b>2,026,674</b>	<b>2,172,631</b>	<b>2,333,068</b>	<b>2,503,379</b>					

现金流量表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	161,475	199,617	205,624	211,715
现金收益	179,535	232,627	238,278	244,328
存货影响	-6,657	-6,097	-2,866	-3,547
经营性应收影响	9,373	6,893	8,145	7,983
经营性应付影响	-10,424	6,294	2,959	3,661
其他影响	-10,352	-40,100	-40,891	-40,711
投资活动现金流	-155,865	-157,318	-152,584	-148,041
资本支出	-150,401	-153,555	-149,112	-144,958
股权投资	-667	-4,692	-4,786	-4,882
其他长期资产变化	-4,797	929	1,314	1,799
融资活动现金流	22,732	37,224	54,055	56,877
借款增加	86,014	78,402	87,912	89,695
股利及利息支付	-56,734	-56,744	-55,718	-54,674
股东融资	1,509	1,509	1,509	1,509
其他影响	-8,057	14,057	20,352	20,347

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-3.2%	3.6%	1.1%	1.4%
EBIT增长率	-6.9%	37.3%	3.8%	4.3%
归母公司净利润增长率	-9.9%	17.1%	6.4%	7.0%
盈利能力				
毛利率	15.6%	16.6%	16.6%	16.7%
净利率	2.2%	3.4%	3.6%	3.7%
ROE	7.5%	8.5%	8.6%	8.8%
偿债能力				
资产负债率	52.7%	53.9%	54.8%	55.4%
债务权益比	53.3%	59.9%	66.1%	71.5%
流动比率	0.8	1.0	1.1	1.3
速动比率	0.4	0.6	0.7	0.9
营运能力				
总资产周转率	1.6	1.5	1.4	1.4
应收账款周转天数	5	5	5	5
应付账款周转天数	32	30	30	30
存货周转天数	33	33	33	33
每股指标 (元)				
每股收益	0.51	0.58	0.62	0.66
每股经营现金流	1.33	1.64	1.69	1.74
每股净资产	6.62	6.85	7.18	7.56
估值比率				
P/E	12.9	11.0	10.3	9.6
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.6	6.7	6.5	6.3

资料来源: Wind、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。