

2024年08月12日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

持续增加优质储量，油价下行催化公司利润修复

—中国石化（600028.SH）公司动态研究报告

买入（首次） 投资要点

分析师：张伟保 S1050523110001
zhangwb@cfsc.com.cn
分析师：傅鸿浩 S1050521120004
fuhh@cfsc.com.cn

基本数据

2024-08-12

当前股价（元）	6.57
总市值（亿元）	7996
总股本（百万股）	121700
流通股本（百万股）	94972
52周价格范围（元）	5.24-6.7
日均成交额（百万元）	837.3

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

投资“深地工程”，增加优质规模储量

2023年公司多个勘探项目取得重大突破。公司原油探明储量达到2003百万桶，同比增长2.09%；天然气探明储量达到9.3万亿立方英尺，同比增长5.73%。公司计划在2024年加强风险勘探，加大“深地工程”、页岩油气等领域勘探力度，以继续增加优质规模储量。根据公司公告，2024年公司资本支出预算保持稳定，总额为人民币1730亿元，保持在1700亿元以上，其中勘探、炼油、营销、化工支出预计分别占资本支出预算总额的约45%、14%、11%和26%。公司规划2024年产量目标为原油279.06百万桶，天然气1.4万亿立方英尺。

供给端有取消减产压力和需求有衰退预期，双重压力下油价有高位回调预期，公司盈利能力有望改善

随着四季度临近，欧佩克取消自愿性减产越来越近，供给端有可能面临较大压力，近期美国多项就业数据严重偏离市场预期，引发市场对美国衰退、原油需求走弱的担忧，需求预期回调。同时叠加俄乌局势有缓和迹象、特朗普支持率达历史新高等因素影响，油价中枢或在下半年继续下移。在油价回调预期下，炼化端成本压力缓解，盈利能力有望改善。通过分析中国石化历年炼化盈利能力与油价的关系我们发现：公司净利润和单吨炼化盈利能力均与油价存在以布油均价70美金为盈利高点的类正态分布关系，布油油价由80美金以上高位向75美金甚至70美金运行时将增强公司盈利能力。随着多因素推动油价下行预期下，公司盈利能力有望改善，业绩提升可期。

市值管理纳入业绩考核，低估值高分红配置价值高

国资委将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好回报投资者，央企被低估的估值有望实现理性回归。同时公司2023年H股股息率达

到 9.22%，A 股股息率达到 6.18%，近 10 年平均股利支付率在 70%以上，2016 年以来连续 8 年股利支付率在 60%以上，低估值高分红配置价值高。

■ 盈利预测

油价走低背景下公司持续探索新储量，兼具成长性及高分红特点，预测公司 2024-2026 年收入分别为 3.33、3.38、3.44 万亿元，EPS 分别为 0.58、0.63、0.67 元，当前股价对应 PE 分别为 11.3、10.4、9.8 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

经济下行风险；产品价格大幅波动风险；项目建设不及预期风险；受环保政策开工受限风险；下游需求不及预期的风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	3,212,215	3,325,969	3,375,956	3,436,860
增长率（%）	-3.2%	3.5%	1.5%	1.8%
归母净利润（百万元）	60,463	70,691	76,853	81,522
增长率（%）	-8.8%	16.9%	8.7%	6.1%
摊薄每股收益（元）	0.51	0.58	0.63	0.67
ROE（%）	6.3%	7.3%	7.8%	8.1%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

正文目录

1、 中国石化：着眼未来开发优质储量，降本增效成果显著	5
1.1、 公司经营分析及展望	5
1.2、 中国石化/中国石油化工股份历史分红情况	9
1.3、 中国石化/中国石油化工股份估值分析	10
2、 原油：衰退担忧大于地缘政治扰动，OPEC 取消减产加速油价下行。	10
2.1、 需求衰退担忧盖过地缘局势，油价走弱	10
2.2、 OPEC 将逐步终止减产	12
3、 油价高位回调预期下公司盈利能力有望改善	15

图表目录

图表 1：公司营收(亿元)构成及增速	5
图表 2：公司毛利(亿元)及增速	5
图表 3：公司净利润(亿元)及增速	6
图表 4：公司费用率情况(%)	6
图表 5：公司油气当量产量(百万桶当量)	6
图表 6：2024 年主要资本支出项目	6
图表 7：公司油气储量情况	7
图表 8：公司资本支出情况(亿元)	7
图表 9：公司勘探及开发资本支出占比(%)	7
图表 10：公司产品销量(百万吨)	8
图表 11：公司加油站数量(座)	8
图表 12：公司油气现金操作成本(元/吨)	8
图表 13：公司净利润、现金分红总额及股利支付率	9
图表 14：公司净利润及股息率	9
图表 15：中国石化/中国石油化工股份 10 年以来分红情况(单位：CNY)	9
图表 16：中国石化 PB Band	10
图表 17：中国石油化工股份 PB Band	10
图表 18：全球原油价格(美元/桶)	11
图表 19：美国非农就业人数和失业率(%, 右轴)	11
图表 20：美国初次和持续领取失业金人数(千人)	11
图表 21：美国大选情况一览	12
图表 22：特朗普政策偏好	12
图表 23：OPEC 生产水平计划表(万桶/天)	12

图表 24: OPEC 原油产量(万桶/天)	13
图表 25: OPEC 产量年度走势对比(万桶/天)	13
图表 26: 加拿大原油产量(万桶/天)	13
图表 27: EIA 美国原油产量及预估(百万桶/天)	13
图表 28: 美国 CPI 与核心 CPI 同比(%)	14
图表 29: 隐含隔夜利率及加息/降息次数(彭博预测)	14
图表 30: EIA 全球供需平衡情况(百万桶/天)	14
图表 31: OECD 原油库存演绎(百万桶)	14
图表 32: 公司净利润及布伦特油价	15
图表 33: 公司炼化盈利能力及油价均价(年度)	16

1、中国石化：着眼未来开发优质储量，降本增效成果显著

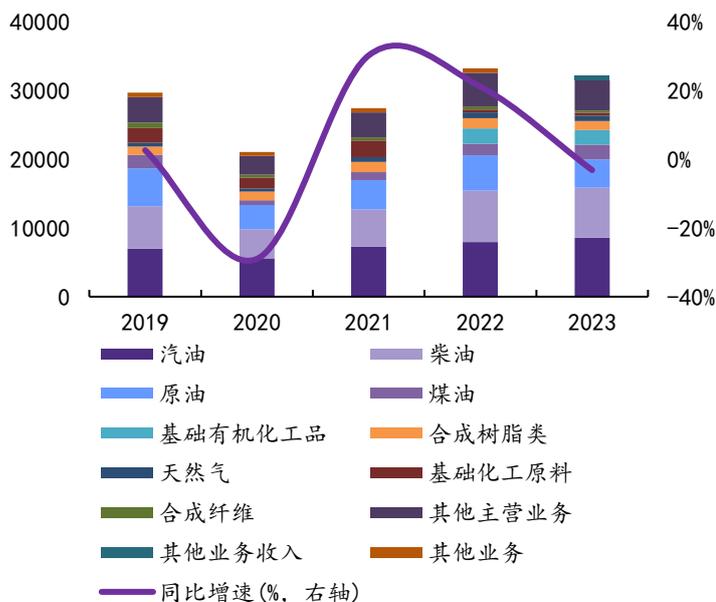
1.1、公司经营分析及展望

营收及利润

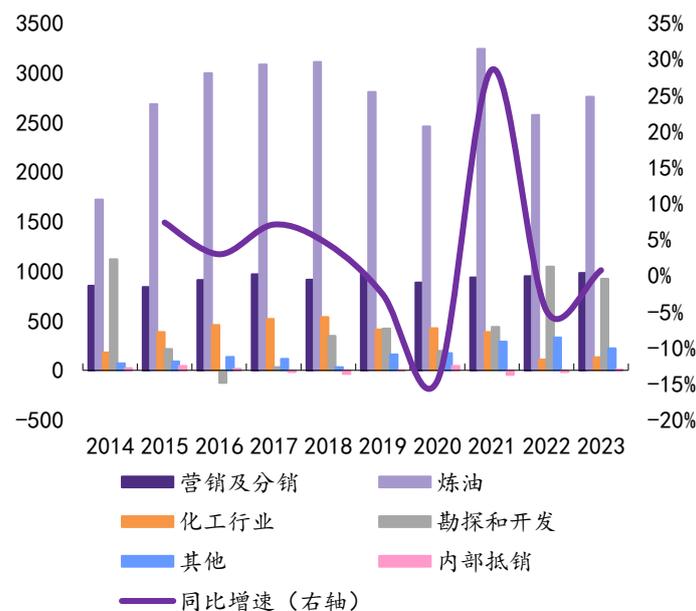
公司 2023 年全年实现营收 32122.15 亿元，同比下降 3.19%。2024 年第一季度实现营业收入 7899.67 亿元，同比下降 0.17%；实现归母净利润为 183.16 亿元，同比下降 8.88%。

从收入和盈利结构来看，公司的汽油、柴油、煤油等油类业务依然是主要营收来源，合计占 2023 年总营收 68.88%。毛利润构成方面，炼油行业实现毛利润 2758 亿元，占比 54.9%，营销及分销业务在利润构成中占比 19.5%，炼油业务是公司最大的利润来源。

图表 1：公司营收(亿元)构成及增速



图表 2：公司毛利(亿元)及增速

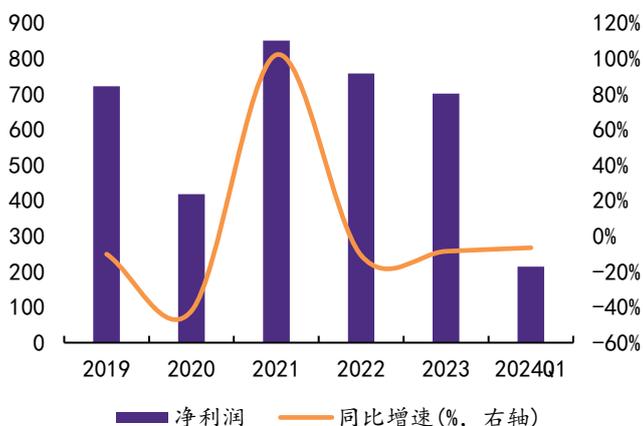


资料来源：WIND，华鑫证券研究

资料来源：WIND，华鑫证券研究

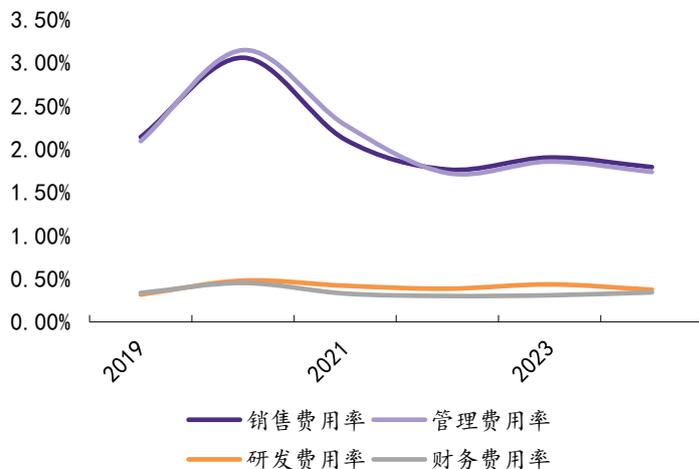
净利润方面，公司 2023 年实现净利润 700 亿元，同比-8.57%。2024 年第一季度，随着油价震荡上行，公司实现净利润 213.6 亿元，同比-6.58%。在经营费用方面，公司期间费用率呈现下降趋势，2024Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.79%/1.74%/0.37%/0.34%，实现成本控制和效益提升。

图表 3：公司净利润(亿元)及增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 4：公司费用率情况 (%)

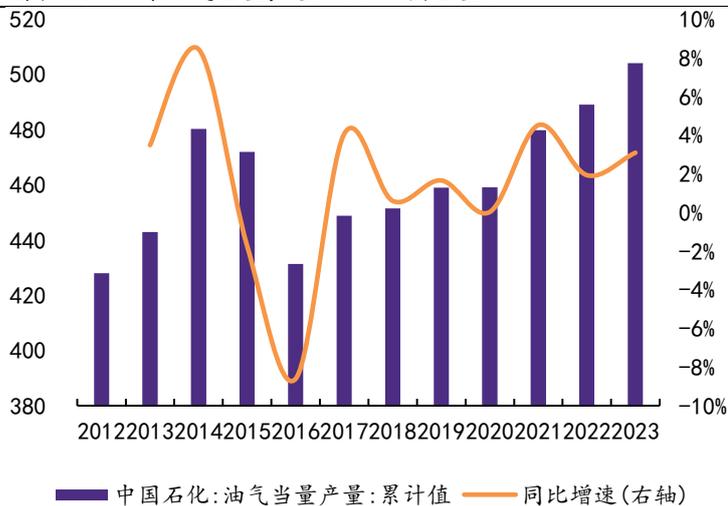


资料来源：WIND，华鑫证券研究

基本面情况：加强高质量勘探，增储增产增效取得积极进展

自 2012 年以来公司油气当量产量先下降后呈现稳步增长的趋势，2019 年公司积极响应国家油气增储上产政策，稳步提升公司油气产量，2023 年全年实现油气当量产量 504.09 百万桶油当量，同比上升 3.1%。2024 年第一季度，公司油气当量产量达 128.78 百万桶油当量，同比上升 3.4%。未来公司将继续扩大并优化优质油气资源的规模与储量，在稳油增气降本上提升成效。2024 年公司计划生产原油 2.79 亿桶、天然气 1.38 万亿立方英尺。

图表 5：公司油气当量产量(百万桶当量)



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 6：2024 年主要资本支出项目

板块	主要项目	计划支出 (亿元)
勘探及开发	济阳原油产能建设	778
	塔河原油产能建设	
	川西天然气产能建设	
	川西油气储运设施建设	
化工	镇海二期乙烯	458
	茂名乙烯	
	九江芳烃	
炼油	镇海炼化扩建	248
	广州石化技术改造	
	茂名技术改造	
营销及分销	综合加能站网络发展	184
	现有终端销售网络改造	
	非油品业务	

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

2023 年公司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项目均取得重大突破。公司原油探明储量达到 2003 百万桶，同比增长 2.09%；天然气探明储量达到 9.3 万亿立方英尺，同比增长 5.73%。未来公司致力于加强风险勘探，加大“深地工程”、页岩油气等领域勘探力度，继续增加优质规模储量。2024 年，公司计划资本支出 1730 亿元，其中 778 亿元将投入勘探及开发板块，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油气储运设施建设；化

工板块计划资本支出 458 亿元，主要用于镇海二期乙烯、茂名乙烯、九江芳烃等项目建设；炼油板块资本支出 248 亿元，主要用于镇海炼化扩建、广州石化技术改造、茂名技术改造等项目建设；184 亿元用于营销及分销板块，用于发展综合加能站网络、改造现有终端销售网络、非油品业务等项目。

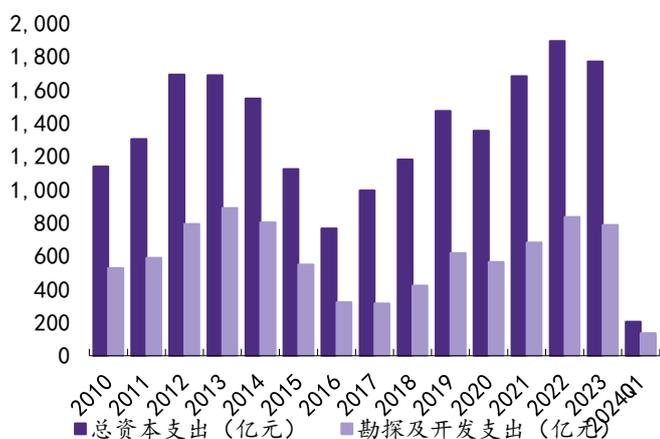
图表 7：公司油气储量情况

2023 年石油储量		2023 年天然气储量	
储量类别	原油储量 (百万桶)	储量类别	天然气储量 (十亿立方英尺)
探明储量：	2003	探明储量：	9311
探明已开发储量：	1777	探明已开发储量：	7529
中国	1507	中国	7525
合并报表子公司	1507	合并报表子公司	7525
胜利油田	1119	普光气田	1213
中国其他	388	涪陵页岩气田	1701
海外	270	中国其他	4611
合并报表子公司	17	海外	4
权益法核算长期股权投资	253	合并报表子公司	0
探明未开发储量：	226	权益法核算长期股权投资	4
中国	189	探明未开发储量：	1782
合并报表子公司	189	中国	1782
胜利油田	67	合并报表子公司	1782
中国其他	122	涪陵页岩气田	113
海外	37	中国其他	1669
合并报表子公司	3	海外	0
权益法核算长期股权投资	34	合并报表子公司	0
		权益法核算长期股权投资	0

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

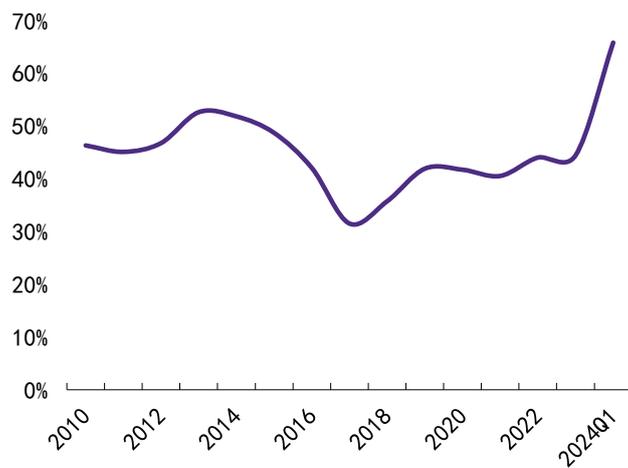
2024 年 1 季度公司资本支出预算总额为人民币 205 亿元，其中勘探、炼油和化工支出分别占资本支出预算总额的约 66%、20%和 10%，保持多年来对勘探板块的资源倾斜。

图表 8：公司资本支出情况 (亿元)



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 9：公司勘探及开发资本支出占比 (%)



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

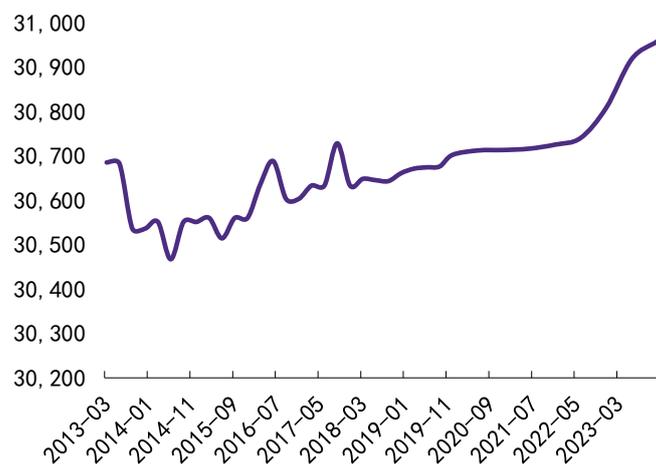
公司坚持炼销业务一体化运行，科学把握“油转化”“油转特”节奏，大力拓市扩销增效，原油加工量和境内成品油经销量均创历史新高，2023 年实现境内成品油销售 1.88 亿吨，同比大增 15.8%，加油站总数保持世界第二。

图表 10：公司产品销量（百万吨）



资料来源：WIND，华鑫证券研究

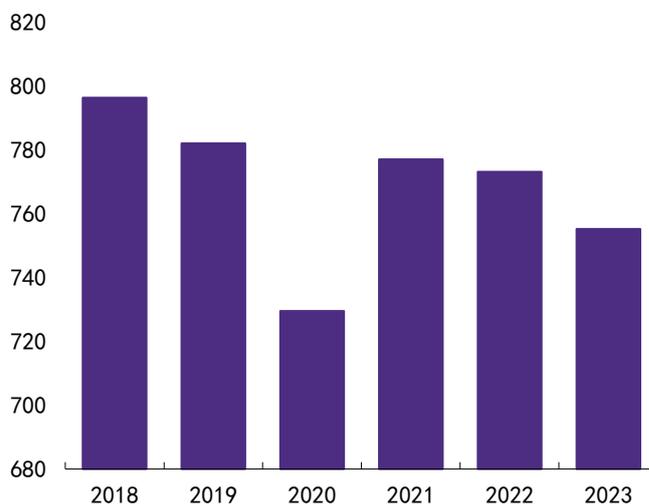
图表 11：公司加油站数量（座）



资料来源：WIND，华鑫证券研究

公司降本成效显著，油气现金操作成本持续下降，由 2018 年的 796.3 元/吨降至 2023 年的 755.2 元/吨。

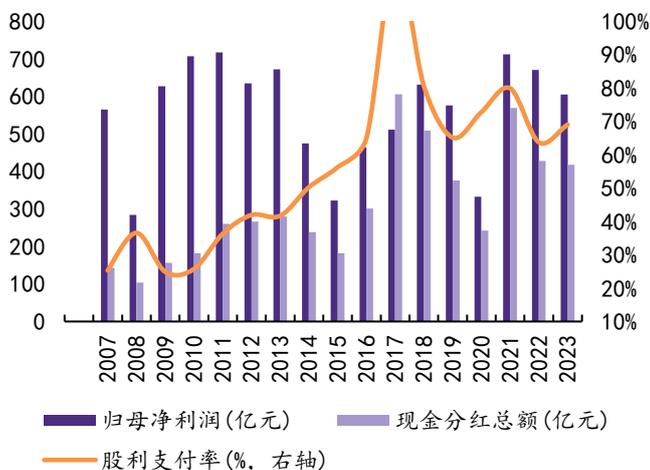
图表 12：公司油气现金操作成本（元/吨）



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

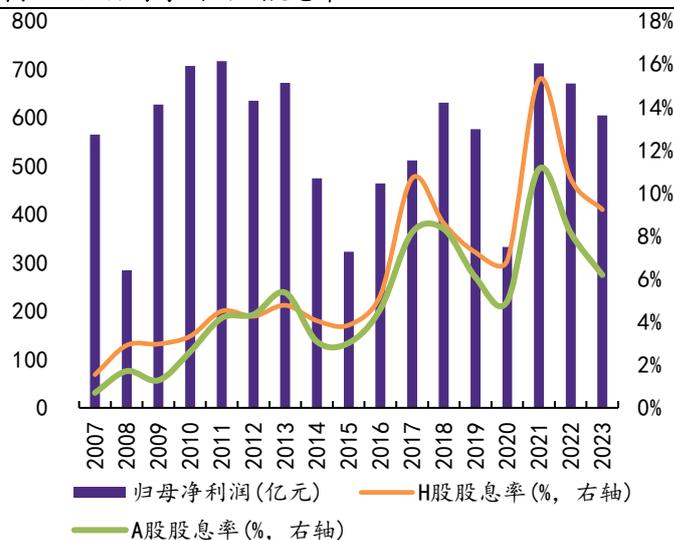
1.2、中国石化/中国石油化工股份历史分红情况

图表 13: 公司净利润、现金分红总额及股利支付率



资料来源: IFIND, 华鑫证券研究

图表 14: 公司净利润及股息率



资料来源: IFIND, 华鑫证券研究

历史分红数据来看, 中国石化 2018-2023 年每股分红为 0.42、0.31、0.2、0.46、0.36、0.34 元, 平均股利支付率为 73%。

图表 15: 中国石化/中国石油化工股份 10 年以来分红情况(单位: CNY)

年份	归母净利润 (亿元)	现金分红总额 (亿元)	股利支付率 (%)	每股股利 (元)	H 股股息率 (%)	A 股股息率 (%)
2010	707.1	182.1	25.75	0.21	3.33	2.61
2011	717.0	260.3	36.31	0.3	4.5	4.18
2012	635.0	266.2	41.92	0.3	4.26	4.34
2013	671.8	280.1	41.69	0.24	4.77	5.36
2014	474.3	238.3	50.24	0.2	4.05	3.08
2015	322.8	181.6	56.26	0.15	3.85	3.02
2016	464.2	301.5	64.95	0.25	5.23	4.6
2017	511.2	605.4	118.42	0.5	10.68	8.16
2018	630.9	508.5	80.6	0.42	8.58	8.32
2019	576.2	375.3	65.14	0.31	7.23	6.07
2020	332.7	242.1	72.78	0.2	6.85	4.96
2021	712.1	569.0	79.91	0.47	15.26	11.11
2022	670.8	427.5	63.73	0.36	10.66	8.14
2023	604.6	417.3	69.02	0.35	9.22	6.18

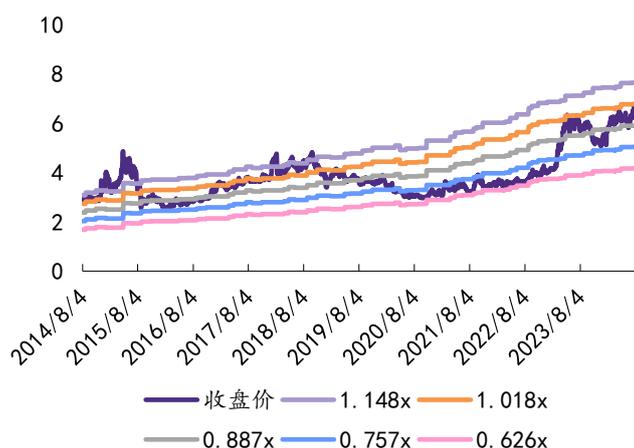
资料来源: IFIND, 华鑫证券研究

中国石化/中国石油化工股份自 2009 年以来现金分红总和保持在 150 亿元以上, 股息率整体呈上升趋势, 2023 年 H 股股息率达到 9.22%, A 股股息率达到 6.18%, 连续 8 年股利支付率保持在 60% 以上, 投资静态回报丰厚。

1.3、中国石化/中国石油化工股份估值分析

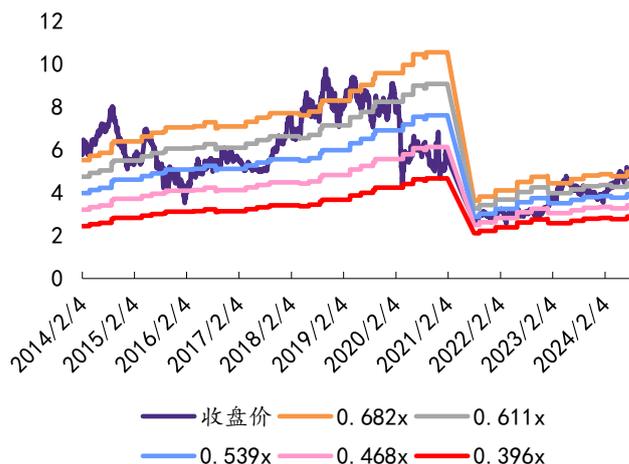
截至 2024 年 8 月 2 日，中国石化 PB 为 0.99，中国石油化工股份 PB 为 0.69。从 PB 估值来看：公司 A 股、H 股最新 PB 均低于 1，考虑公司资产质量以及油价进入下行通道后打开盈利空间，当前点位公司仍处于低估区间。叠加国资委将上市公司价值实现和市值管理分别纳入到公司绩效评价体系和央企负责人考核中，央企被低估的估值有望实现理性回归。

图表 16：中国石化 PB Band



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 17：中国石油化工股份 PB Band



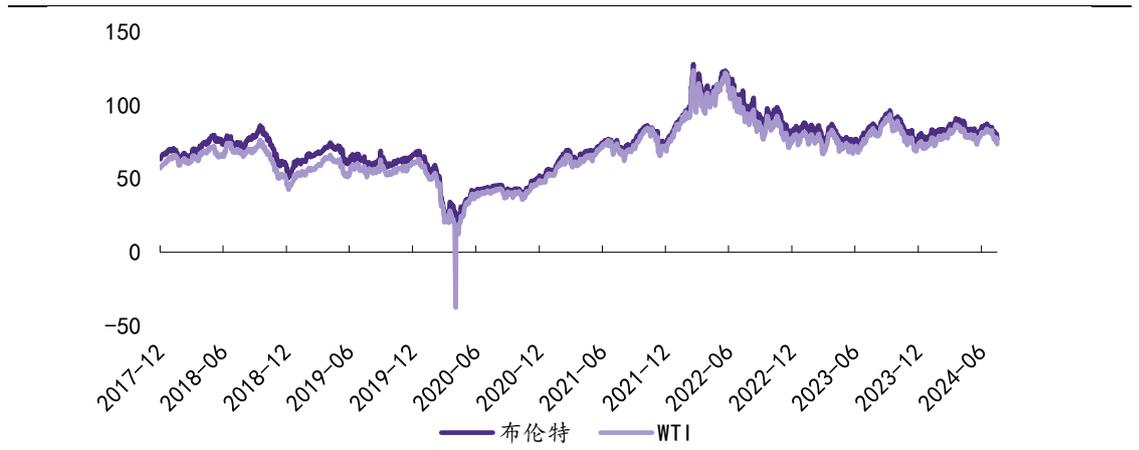
资料来源：WIND，华鑫证券研究

2、原油：衰退担忧大于地缘政治扰动，OPEC 取消减产加速油价下行。

2.1、需求衰退担忧盖过地缘局势，油价走弱

中东地区紧张局势不断升级，一定程度上支撑原油市场。然而，美国 7 月制造业活动创 8 个月来最大萎缩，引发市场担忧美国经济衰退所导致的原油需求走弱。担忧情绪盖过地缘冲突，国际原油价格再次下跌。2024 年 8 月 2 日，WTI/布伦特分别报 73.52/76.81 美元，较上一周下跌 4.72%/5.32%，较 7 月同期下跌 11.22%/10.93%。

图表 18: 全球原油价格(美元/桶)

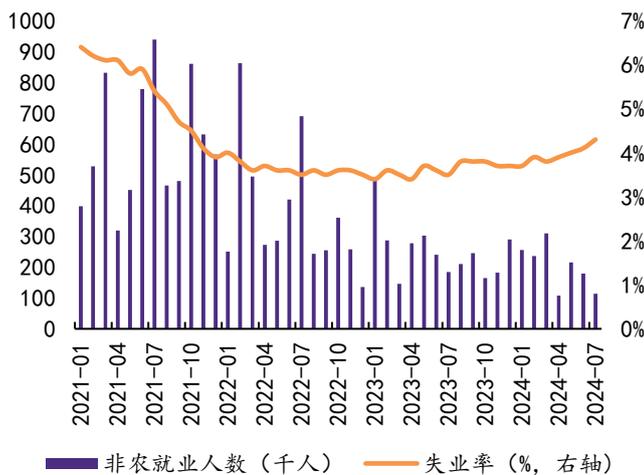


资料来源: WIND, 华鑫证券研究

地缘政治: 中东紧张地缘政治局势持续, 7 月 31 日哈马斯政治局领导人哈尼亚当天凌晨在伊朗首都德黑兰遇刺身亡。随后以色列军方又宣布, 哈马斯军事指挥官穆罕默德·戴夫在以军上个月对加沙地带南部地区发动的袭击中丧生。8 月 2 日以色列战机深入黎巴嫩东北部进行空袭, 黎以双方在临时边界持续交火。另一方面, 乌克兰态度软化为俄乌局势降温。8 月 3 日乌克兰总统泽连斯基发声表示愿意与俄罗斯代表举行和平谈判以结束战争。

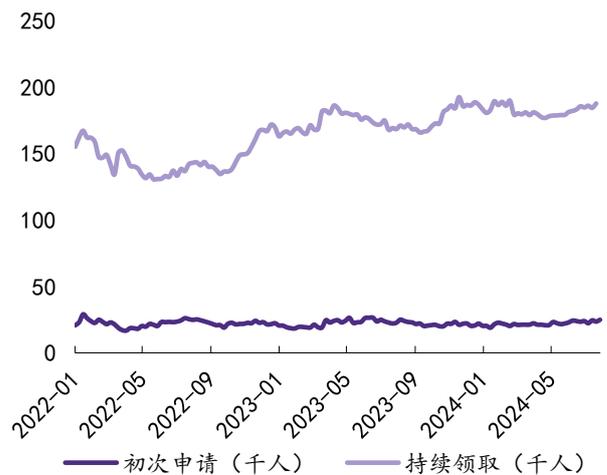
宏观情绪: 8 月 1 日美国供应管理协会 (ISM) 制造业指数下滑 1.7 至 46.8, 弱于接受媒体调查的所有经济学家的预期。同日, 美国劳工部数据显示, 截至 7 月 27 日的一周内, 美国初请失业金人数达到 24.9 万人, 创下自 2023 年 8 月 5 日以来的最高水平。此前市场预估为 23.6 万人, 而前一周的数字为 23.5 万人。续领失业金人数在截至 7 月 20 日的一周也上升至 188 万人, 为 2021 年 11 月以来的最高水平。8 月 2 日, 被誉为经济晴雨表的美国非农就业数据发布, 美国 7 月非农就业人数增加 11.4 万, 7 月失业率为 4.3%, 均大幅偏离市场预期, 引发市场对于美国经济衰退的进一步担忧

图表 19: 美国非农就业人数和失业率 (% , 右轴)



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 20: 美国初次和持续领取失业金人数 (千人)



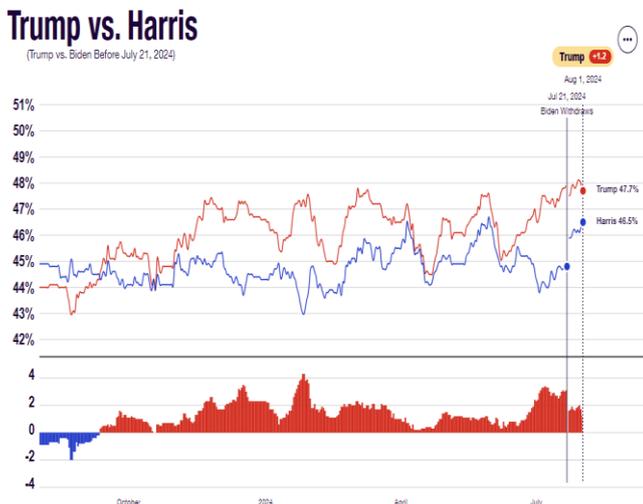
资料来源: WIND, 华鑫证券研究

美国选情: 根据选情数据统计网站 Realclearpolling, 共和党候选人特朗普支持率在民主党候选人拜登退选后有所下降, 民主党更换候选人哈里斯强势拉动支持率上涨。但在 7

月底，特朗普支持率已经升至 48% 以上，达到历史最高水平。根据 8 月 1 日数据，特朗普领先哈里斯 1.2 个百分点，仍有较大可能成为胜选。若特朗普胜出，其支持的重新开采传统能源、快速结束俄乌战争等政策或推高美国页岩油及石油产量并极大减轻俄乌冲突带来的地缘政治风险。

图表 21：美国大选情况一览

图表 22：特朗普政策偏好



特朗普政策偏好	
能源	取消能源生产限制，重新鼓励传统能源的开采，让美国成为世界第一大石油和天然气生产国
贸易政策	保护主义，反全球化，提高关税，建立贸易壁垒
外交政策	快速结束俄乌战争

资料来源：Realclearpolling, 华鑫证券研究

资料来源：颖悟油市, 证券时报网, 华鑫证券研究

2.2、OPEC 将逐步终止减产

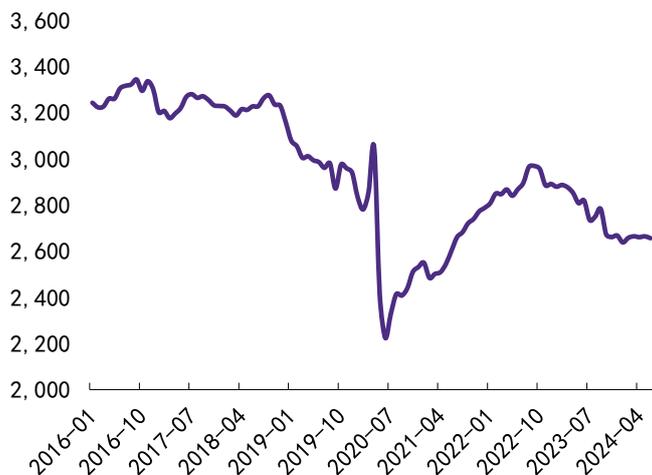
供应端：OPEC+风向转变，继续释放取消减产消息。2024 年 6 月 2 日 OPEC+会议宣布将每日 220 万桶的额外自愿减产延长至 2024 年 9 月底，随后在一年时间内逐步取消这一减产。这一政策在随后的 OPEC+会议中得到延续。2024 年 8 月 2 日 OPEC+会议称准备从 2024 年四季度开始逐步恢复自 2022 年以来为提振油价而削减的产量，预计 2024 年四季度产量将增加 54 万桶/日，并逐步提升。

图表 23：OPEC 生产水平计划表(万桶/天)

国家	2024				2025										第37届ONOMM 划定产量
	6-9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10-12月	
阿尔及利亚	908	912	917	921	925	929	934	938	942	946	951	955	959	959	1007
伊拉克	4,000	4,018	4,037	4,055	4,073	4,092	4,110	4,128	4,147	4,165	4,183	4,202	4,220	4,220	4431
科威特	2,413	2,424	2,436	2,447	2,458	2,469	2,481	2,492	2,503	2,514	2,526	2,537	2,548	2,548	2676
沙特阿拉伯	8,978	9,061	9,145	9,228	9,311	9,395	9,478	9,561	9,645	9,728	9,811	9,895	9,978	9,978	10478
阿联酋	2,912	2,926	2,939	2,953	3,000	3,047	3,094	3,140	3,187	3,234	3,281	3,328	3,375	3,375	3519
哈萨克斯坦	1,468	1,475	1,482	1,489	1,495	1,502	1,509	1,516	1,523	1,530	1,536	1,543	1,550	1,550	1628
阿曼	759	763	766	770	773	777	780	784	787	791	794	798	801	801	841
俄罗斯	8978	9017	9,057	9,096	9,135	9174	9214	9,253	9292	9,331	9371	9410	9449	9449	9949

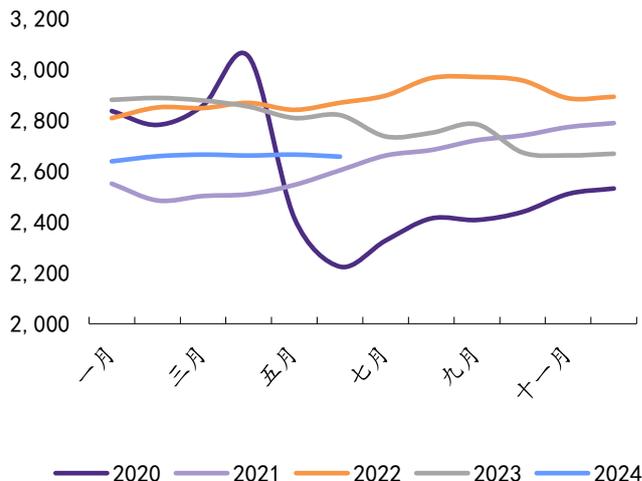
资料来源：颖悟油市, 华鑫证券研究

图表 24: OPEC 原油产量(万桶/天)



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

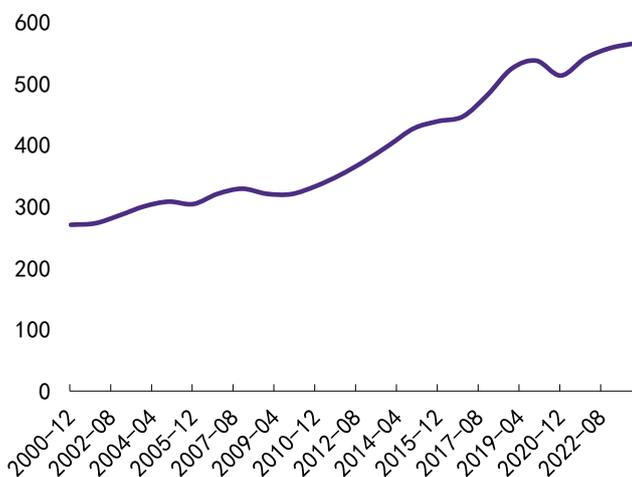
图表 25: OPEC 产量年度走势对比(万桶/天)



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

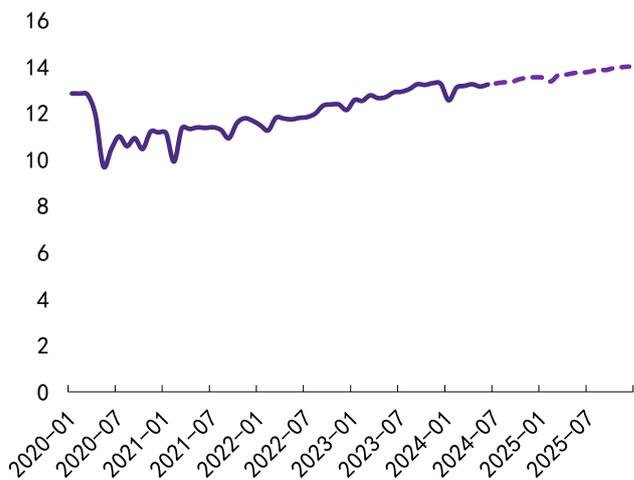
加拿大野火导致北美石油供应风险增加。加拿大数百处野火正在西部的不列颠哥伦比亚省和阿尔伯塔省燃烧, 包括油砂中心麦克默里堡地区。飓风对美国墨西哥湾沿岸的主要炼油厂影响正在减弱。尽管美国一些近海生产基地被疏散, 港口关闭, 炼油速度放缓, 但在贝丽尔减弱为热带风暴后, 美国墨西哥湾沿岸的主要炼油厂似乎受到的影响甚小。EIA 预计美国原油产量将在 2024 年剩余几个月中继续保持增长趋势。

图表 26: 加拿大原油产量(万桶/天)



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

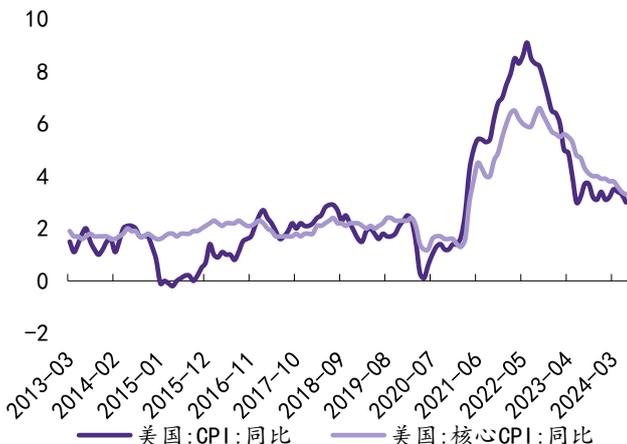
图表 27: EIA 美国原油产量及预估(百万桶/天)



资料来源: EIA, 华鑫证券研究

需求端: 美国 6 月通胀降温, 美联储降息预期增强。美国 6 月 CPI 同比上涨 3.0%, 核心 CPI 同比上涨 3.3%。通胀降温但压力仍然存在。分项数据上, 食品价格环比上涨 0.2%, 同比上涨 2.2%; 能源价格环比-1.2%, 同比+1%, 其中汽油价格环比下跌 3.8%, 同比下降 2.5%; 燃油价格环比下跌 2.4%, 同比上升 1.3%。美国 6 月零售销售基本持平, 但销售前景并不乐观。7 月初美国消费者信心再度下降, 密歇根大学消费者信心指数初值为 66.0, 高物价令消费者对自身财务状况持续感到沮丧。本轮加息进程可能已经结束, 根据彭博预测, 美联储 2024 年将开启降息进程。

图表 28: 美国 CPI 与核心 CPI 同比 (%)



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

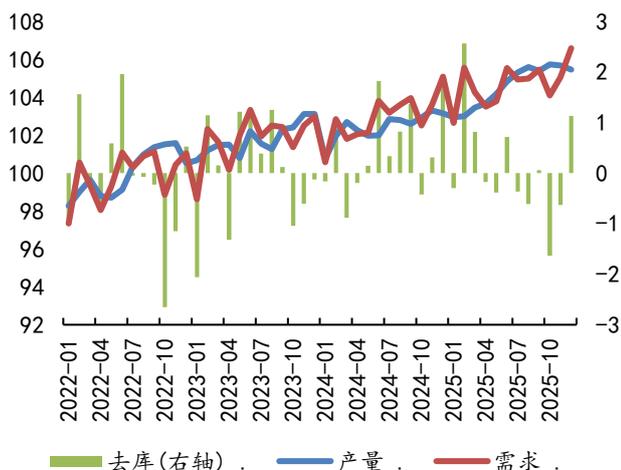
图表 29: 隐含隔夜利率及加息/降息次数(彭博预测)



资料来源: 彭博, 华鑫证券研究

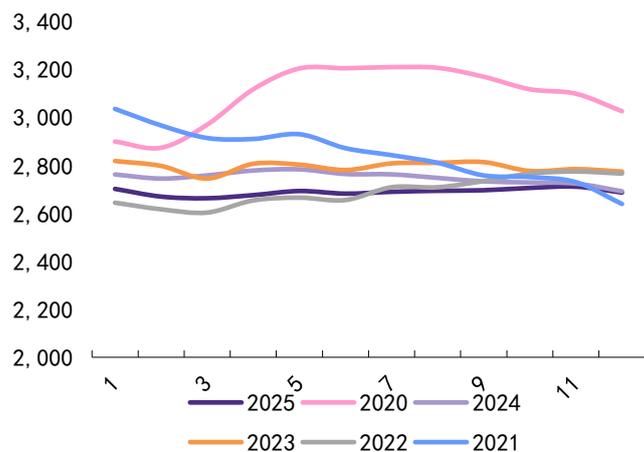
2024 年国际原油去库状态有望维持。根据 EIA 数据, 2024 年全球原油供给均值为 102.42 百万桶/天, 同比增加约 63 万桶/天; 需求均值为 102.92 百万桶/天, 同比增加约 111 万桶/天。2024 年全年国际原油市场有望整体维持去库状态。

图表 30: EIA 全球供需平衡情况(百万桶/天)



资料来源: EIA, 华鑫证券研究

图表 31: OECD 原油库存演绎(百万桶)



资料来源: EIA, 华鑫证券研究

3、 油价高位回调预期下公司盈利能力有望改善

由于中国石化业务比较多，尤其是炼化衍生出的化工品种类特别多，叠加各业务之间存在内部结算价，从业务端或产品端分析公司盈利能力与油价关系特别复杂，因此我们抓住主要矛盾，从公司主要业务的源头为石油炼化的角度，用公司单吨炼化的盈利能力与油价的关系来反映问题，并通过公司净利润与油价关系做比照来找出公司整体盈利能力与油价的关系。

公司净利润与油价关系：以布油均价 70 美金为盈利高点的类正态分布。在布油均价由 2015 年的 45 美金上涨至 2018 年的 70 美金过程中，公司净利润由 2015 年的 592 亿逐年上升至 2018 年的 803 亿高点。油价在 2018 年油价达到 70 美金后开始逐年下跌至 2020 年的 43 美金，公司净利润也从 2018 年的高点逐年下降至 2020 年的 418 亿低点，2020 年之后随着疫情影响减弱需求回升，2021 年油价均价恢复到 71 美金，公司利润再次达到 850 亿的高点。2022 年再叠加地缘冲突加剧及欧佩克联合减产限制供给，布油均价达到 99 美金的历史较高位置，公司利润也下降至 758 亿，2023 年油价进一步下降至 82 的均价，公司盈利有少许回升至 774 亿（不考虑计提矿业权出让收益金）。

图表 32：公司净利润及布伦特油价



资料来源：WIND，华鑫证券研究

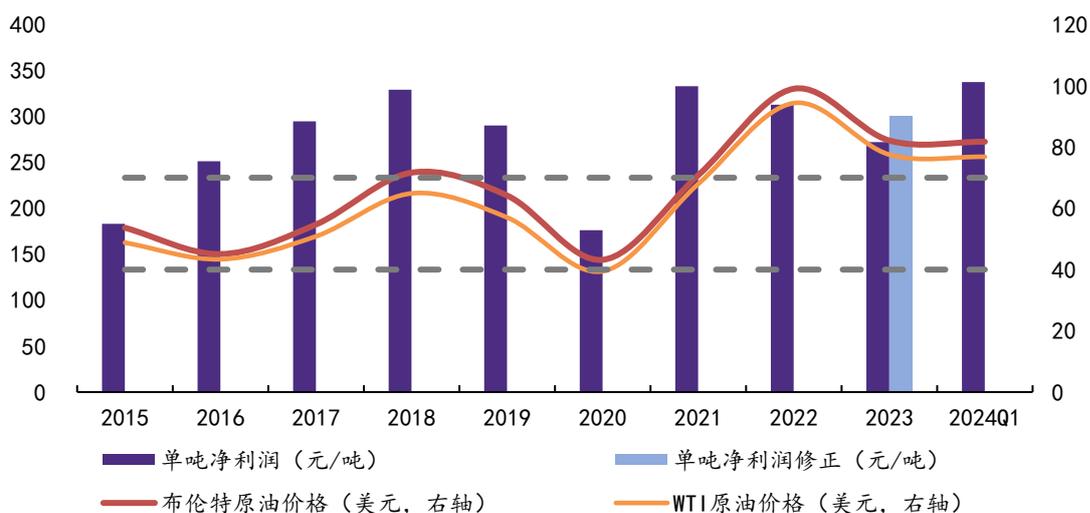
注：修正利润为不考虑 23 年计提矿业权出让收益金后的净利润

2021 年，油价处于上行区间，但中国经济首先从疫情中复苏，国内厂商对接全球需求，导致下游化工产品供不应求，盈利能力大幅提升，进而使得公司净利润逆势增长至 850 亿元，创历史新高。

2022 年以来，国际局势日渐紧张，全球多个热点地区先后爆发冲突，油价因此水涨船高，下游生产成本随之上浮，公司化工板块利润缩水，年内公司实现净利润 758 亿元，同比下降 10.9%。2023 年油价出现下行趋势但仍在高位震荡，化工品景气度继续下行，但 2023 年公司归母净利润仍相较 2022 年同比上涨 2.23%，说明油价高位下行过程中公司盈利能力持续改善。2024 年，油价若继续下行，公司盈利能力将随化工板块回暖实现恢复性增长。

公司炼化盈利能力与油价关系：同样是以布油均价 70 美金为盈利高点的类正态分布。将公司净利润除以原油加工量得出公司每加工一吨原油能够获取的净利润，结合对比 wti 和布伦特原油均价，发现公司单吨净利润与油价关系是以布油均价 70 美金为盈利高点的偏正态分布，70 美元是盈利最高点，也就是我们所说的甜点位。公司单吨净利润在 2016 至 2018 年分别录得 251 元/295 元/329 元每吨，呈现逐年提升趋势，年均复合增长率为 9.41%。2021 年情况比较特殊，布油均价达到 71 美金，盈利创新高，油价在 2022 年突破 80 美元后，公司单吨盈利能力连续两年下行。2023 年油价由高位下跌过程中，公司炼化盈利能力随相比 2022 年有回升但相比 2021 年 71 美金的盈利能力仍有差距。2024Q1 公司单吨净利润已回升至 337 元/吨，下半年油价向下趋势逐渐明朗，公司盈利能力有望跟随油价下降继续提升。

图表 33：公司炼化盈利能力及油价均价（年度）



资料来源：WIND，公司公告，华鑫证券研究

因此，无论是从中国石化净利润和油价关系还是年度单吨炼化盈利能力与油价的关系都能看出来，70 美金是公司炼化盈利能力的高点，当油价从 70 美金往上涨时公司盈利能力开始减弱；当油价从高点往 70 美金靠近时，盈利能力不断增强。站在目前 80 美金以上的布油均价处在相对高点，当油价有回调预期向 70 美金靠拢时公司盈利能力有望提升。

4、盈利预测及评级

油价走低背景下公司持续探索新储量，兼具成长性及高分红特点，预测公司 2024-2026 年收入分别为 3.33、3.38、3.44 万亿元，EPS 分别为 0.58、0.63、0.67 元，当前股价对应 PE 分别为 11.3、10.4、9.8 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

图表 34：公司盈利预测

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	3,212,215	3,325,969	3,375,956	3,436,860
增长率（%）	-3.2%	3.5%	1.5%	1.8%
归母净利润（百万元）	60,463	70,691	76,853	81,522
增长率（%）	-8.8%	16.9%	8.7%	6.1%
摊薄每股收益（元）	0.51	0.58	0.63	0.67
ROE（%）	6.3%	7.3%	7.8%	8.1%

资料来源：WIND，华鑫证券研究

5、风险提示

经济下行风险；产品价格大幅波动风险；项目建设不及预期风险；受环保政策开工受限风险；下游需求不及预期的风险。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	164,960	234,935	309,222	383,796
应收款	74,741	77,388	78,551	79,968
存货	250,898	286,067	289,881	294,861
其他流动资产	43,836	45,388	46,070	46,901
流动资产合计	534,435	643,778	723,724	805,527
非流动资产:				
金融类资产	3	3	3	3
固定资产	690,897	752,987	746,048	713,616
在建工程	180,250	72,100	28,840	11,536
无形资产	138,181	131,272	124,363	117,799
长期股权投资	234,608	234,608	234,608	234,608
其他非流动资产	248,303	248,303	248,303	248,303
非流动资产合计	1,492,239	1,439,270	1,382,162	1,325,862
资产总计	2,026,674	2,083,048	2,105,886	2,131,388
流动负债:				
短期借款	59,815	59,815	59,815	59,815
应付账款、票据	259,000	295,305	299,242	304,383
其他流动负债	201,022	201,022	201,022	201,022
流动负债合计	647,076	687,886	693,804	701,357
非流动负债:				
长期借款	187,860	187,860	187,860	187,860
其他非流动负债	233,083	233,083	233,083	233,083
非流动负债合计	420,943	420,943	420,943	420,943
负债合计	1,068,019	1,108,829	1,114,747	1,122,300
所有者权益				
股本	119,349	121,700	121,700	121,700
股东权益	958,655	974,219	991,139	1,009,088
负债和所有者权益	2,026,674	2,083,048	2,105,886	2,131,388

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	70046	81895	89034	94443
少数股东权益	9583	11204	12181	12921
折旧摊销	88512	52969	56763	55955
公允价值变动	467	467	467	467
营运资金变动	-7133	1443	258	325
经营活动现金净流量	161475	147977	158703	164110
投资活动现金净流量	-155865	46060	50199	49737
筹资活动现金净流量	64365	-66331	-72114	-76494
现金流量净额	69,975	127,706	136,788	137,353

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,212,215	3,325,969	3,375,956	3,436,860
营业成本	2,709,656	2,806,888	2,843,832	2,892,444
营业税金及附加	272,921	282,586	286,833	292,008
销售费用	61,164	63,330	64,282	65,441
管理费用	59,664	61,777	62,705	63,837
财务费用	9,922	4,268	2,188	100
研发费用	13,969	14,464	14,681	14,946
费用合计	144,719	143,839	143,856	144,324
资产减值损失	-8,772	-8,772	-8,772	-8,772
公允价值变动	467	467	467	467
投资收益	5,811	5,811	5,811	5,811
营业利润	86,744	101,311	110,088	116,738
加: 营业外收入	1,970	1,970	1,970	1,970
减: 营业外支出	2,598	2,598	2,598	2,598
利润总额	86,116	100,683	109,460	116,110
所得税费用	16,070	18,788	20,426	21,667
净利润	70,046	81,895	89,034	94,443
少数股东损益	9,583	11,204	12,181	12,921
归母净利润	60,463	70,691	76,853	81,522

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	-3.2%	3.5%	1.5%	1.8%
归母净利润增长率	-8.8%	16.9%	8.7%	6.1%
盈利能力				
毛利率	15.6%	15.6%	15.8%	15.8%
四项费用/营收	4.5%	4.3%	4.3%	4.2%
净利率	2.2%	2.5%	2.6%	2.7%
ROE	6.3%	7.3%	7.8%	8.1%
偿债能力				
资产负债率	52.7%	53.2%	52.9%	52.7%
营运能力				
总资产周转率	1.6	1.6	1.6	1.6
应收账款周转率	43.0	43.0	43.0	43.0
存货周转率	10.8	10.8	10.8	10.8
每股数据(元/股)				
EPS	0.51	0.58	0.63	0.67
P/E	13.0	11.3	10.4	9.8
P/S	0.2	0.2	0.2	0.2
P/B	1.0	1.0	1.0	1.0

■ 化工、新材料组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

张伟保：华南理工大学化工硕士，13年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。