

## 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  
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座  
邮编: 100031

## 石化龙头业绩稳健增长，回购股份彰显长期投资价值

2024年8月26日

**事件:** 2024年8月25日晚，中国石化发布2024年半年度报告。2024年上半年公司实现营业收入15761.31亿元，同比下降1.10%；实现归母净利润357.03亿元，同比增长1.69%；实现扣非后归母净利润355.82亿元，同比增长5.73%；实现基本每股收益0.30元，同比增长1.02%。

其中，第二季度公司实现营业收入7861.64，同比下降2.02%，环比下降0.48%；实现归母净利润173.87亿元，同比增长15.84%，环比下降5.07%；实现扣非后归母净利润173.96亿元，同比增长24.80%，环比下降4.34%；实现基本每股收益0.14元，同比增长14.06%，环比下降6.67%。

**点评:**

- **上半年公司业绩稳步增长，经营活动现金流大幅改善。** 油价端，2024年上半年布伦特平均油价为83.05美元/桶，同比增长4%，原油价格维持中高位震荡。**现金流方面**，公司上半年经营活动现金流净额为423亿元，同比增长53%，其中二季度为560亿，环比增长698亿元。**分板块盈利看**，上游板块实现经营收益291亿元，同比增长15%；炼油板块经营收益71亿元，同比下降38%；成品油销售板块经营收益146亿元，同比下降14%；化工板块经营收益-32亿元，同比减亏2亿元。整体来看，公司上游板块受益于油价中枢上移和油气销量增加，叠加成本压降，经营效益稳健增长；炼油及销售板块受需求偏弱、原油成本抬升和新能源替代影响，盈利有所下滑；化工板块在强化成本管控和高附加值产品比例提升背景下，继续保持减亏趋势。
- **勘探开发板块价量齐升，上游板块经营效益持续提升。** 2024年上半年，公司上游板块加强高质量勘探和效益开发，稳油增气和成本控制成效显著。在增储方面，公司在四川盆地页岩气、北部湾盆地新区带等勘探取得重大突破，加大风险勘探与圈闭预探，增加优质规模储量。在增产方面，上半年实现油气当量产量258百万桶，同比增长3%，其中原油产量141百万桶，同比增长0.6%，天然气产量117百万桶油当量，同比增长6%。在增效方面，公司全产业链创效成果显著，在油价中枢上移背景下，油气操作成本仍稳中有降，上半年油气现金操作成本753元/吨，同比下降0.4%。
- **炼化业务结构按需调整，增强低成本竞争优势。** 炼油板块，2024年上半年公司原油加工量为127百万吨，与去年同期基本持平，成品油产量77百万吨，同比增长1.6%，其中主要增量来自汽油和航煤，柴油受需求下滑影响，公司灵活压降了柴油产出。由于公司强化成本费用管控，叠加动力、燃料等成本同比下降，上半年炼油现金操作成本为195.4元/吨，同比降低4.5%。**成品油销售板块**，上半年公司成品油总经销量1.19亿吨，同比增长2.1%，其中境内成品油总经销量9014万吨，同时，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，充电业务收入为人民币4.3亿元，同比大幅增长。整体来看，公司

根据市场需求，有效优化了炼油产销结构，并持续提升降本成效。**化工板块**，上半年公司推进原料成本优化，高负荷运行芳烃等盈利装置，稳步提升高附加值产品比例，公司上半年实现乙烯产量 649.6 万吨，合成纤维单体及聚合物同比增长 17.8%，化工板块减亏稳步推进。从行业发展来看，截至 2023 年底，我国炼油产能合计 9.36 亿吨，根据国家发展改革委要求，未来将持续推动不符合国家产业政策的 200 万吨/年及以下常减压装置有序淘汰退出，根据卓创资讯数据，炼油一次能力标准在此之下的企业累计年产能在 4000 万吨以上，考虑到 2024 年、2025 年计划新增炼化产能将分别达到 3100、2300 万吨，以及到 2025 年中国原油一次加工总能力维持在 10 亿吨/年之内的要求，我们认为，未来炼化产能淘汰整合有望提速，行业转型升级将持续向纵深发展，公司作为国内炼化龙头，能够根据市场需求进行装置灵活调整，同时拥有全产业链一体化优势及广泛的渠道资源优势，有望在行业整合加速背景下优先受益。

- **股东回报持续增强+回购维护公司价值，公司长期投资价值彰显。**公司董事会决定按中期分红比例上限派发现金股利每股人民币 0.146 元，分红比例达到 49.8%。此外，董事会批准“提质增效重回报”行动方案，并提议在 2024-2026 年，公司每年现金分红比例不低于 65%，相较于 2023 年公司提出的股东分红回报规划下限大幅提升了 35pct，进一步增强股东回报，与股东分享公司发展成果。此外，公司董事会批准股份回购方案，根据该方案，本次回购股份的资金总额不低于人民币 8 亿元，不超过人民币 15 亿元，按回购价格上限人民币 9.81 元/股测算，约占公司已发行总股本的 0.07-0.13%，回购的股份拟用于注销并减少注册资本。我们认为，公司持续保持高比例分红，增强股东回报，叠加股份回购开展，进一步维护了公司价值和股东权益，有效增强投资者信心，公司长期投资价值充分彰显。
- **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 763.33、860.79 和 984.19 亿元，归母净利润增速分别为 26.2%、12.8%和 14.3%，EPS（摊薄）分别为 0.63、0.71 和 0.81 元/股，对应 2024 年 8 月 23 日的收盘价，对应 2024-2026 年 PE 分别为 10.87、9.64 和 8.43 倍。我们看好公司降本增效及全产业链优势，叠加公司持续增强股东回报和回购维护公司价值，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	3,438,356	3,526,387	3,614,072
增长率 YoY %	21.1%	-3.2%	7.0%	2.6%	2.5%
归属母公司净利润 (百万元)	67,082	60,463	76,333	86,079	98,419
增长率 YoY%	-5.8%	-9.9%	26.2%	12.8%	14.3%
毛利率%	15.0%	15.6%	16.1%	15.8%	15.9%
净资产收益率 ROE%	8.5%	7.5%	9.1%	9.9%	10.9%
EPS(摊薄)(元)	0.55	0.50	0.63	0.71	0.81
市盈率 P/E(倍)	12.37	13.73	10.87	9.64	8.43
市净率 P/B(倍)	1.05	1.03	0.99	0.96	0.92

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 8 月 23 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	610,017	503,151	602,449	<b>营业总收入</b>	3,318,168	3,212,21	3,438,356	3,526,387	3,614,072
货币资金	145,052	164,960	146,719	125,742	152,330	营业成本	2,819,363	2,709,65	2,885,774	2,969,221	3,040,168
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及附加	263,991	272,921	298,361	291,315	292,740
应收账款	46,364	48,652	94,613	62,115	78,432	销售费用	58,567	61,164	61,890	59,949	57,825
预付账款	7,956	5,067	11,543	8,603	8,885	管理费用	57,208	59,664	58,452	58,185	57,825
存货	244,241	250,898	262,128	232,742	273,953	研发费用	12,773	13,969	13,248	14,166	13,660
其他	79,527	64,858	95,014	73,949	88,850	财务费用	9,974	9,922	15,697	16,489	17,385
<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	10,315	10,579	10,842
固定资产(合)	630,758	690,957	736,269	741,604	731,226	其他	-2,331	4,786	8,252	10,013	10,668
无形资产	120,694	138,181	137,766	143,952	151,704	<b>营业利润</b>	96,414	86,744	113,086	127,525	145,805
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	2,144,559	2,109,332	2,290,619	<b>利润总额</b>	94,515	86,116	113,086	127,525	145,805
<b>流动负债</b>	667,385	647,076	786,452	702,532	829,437	所得税	17,901	16,070	28,271	31,881	36,451
短期借款	21,313	59,815	60,815	62,315	63,515	<b>净利润</b>	76,614	70,046	84,814	95,644	109,354
应付票据	10,782	29,122	2,942	30,049	3,730	少数股东损益	9,532	9,583	8,481	9,564	10,935
应付账款	258,642	229,878	283,148	129,243	276,112	<b>归属母公司净利润</b>	67,082	60,463	76,333	86,079	98,419
其他	376,648	328,261	439,546	480,925	486,079	EBITDA	209,185	203,277	562,066	661,298	803,076
<b>非流动负债</b>	343,279	420,943	357,924	366,924	375,924	EPS(当年)(元)	0.56	0.51	0.63	0.71	0.81
长期借款	94,964	179,347	189,347	199,347	209,347						
其他	248,315	241,596	168,577	167,577	166,577						
<b>负债合计</b>	1,010,664	1,068,019	1,144,376	1,069,456	1,205,361						
少数股东权益	151,986	152,861	161,342	170,907	181,842						
归属母公司股	788,471	805,794	838,841	868,969	903,416						
<b>负债和股东权益</b>	1,951,121	2,026,674	2,144,559	2,109,332	2,290,619						
<b>重要财务指标</b>	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	3,438,356	3,526,387	3,614,072						
同比(%)	21.1%	-3.2%	7.0%	2.6%	2.5%						
归属母公司净利润	67,082	60,463	76,333	86,079	98,419						
同比(%)	-5.8%	-9.9%	26.2%	12.8%	14.3%						
毛利率(%)	15.0%	15.6%	16.1%	15.8%	15.9%						
ROE%	8.5%	7.5%	9.1%	9.9%	10.9%						
EPS(摊薄)(元)	0.55	0.50	0.63	0.71	0.81						
P/E	12.37	13.73	10.87	9.64	8.43						
P/B	1.05	1.03	0.99	0.96	0.92						
EV/EBITDA	3.52	4.64	1.96	1.71	1.39						

  

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	605,984	632,954	822,319
净利润	76,614	70,046	84,814	95,644	109,354
折旧摊销	99,938	103,341	433,527	519,636	642,909
财务费用	10,503	11,241	18,584	19,056	19,585
投资损失	-275	-14,462	-5,811	-10,315	-10,579
营运资金	-69,826	-27,846	57,009	970	53,495
其它	13,502	10,504	22,364	8,227	7,819
<b>投资活动现金流</b>	-95,010	-155,865	-490,696	-589,423	-722,374
资本支出	-172,315	-166,130	-508,474	-581,026	-716,335
长期投资	-6,316	-4,448	-25,020	-18,976	-16,881
其他	83,621	14,713	42,798	10,579	10,842
<b>筹资活动现金流</b>	-39,699	22,732	-133,529	-64,508	-73,357
吸收投资	3,946	1,509	11,988	0	0
借款	39,570	122,885	11,000	11,500	11,200
支付利息或股息	-71,831	-56,734	-68,200	-75,008	-83,557
<b>现金流净增加额</b>	-15,152	28,321	-18,241	-20,977	26,588

## 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。