

# 中国石化（600028）

 证券研究报告  
2024年08月26日

## 业绩分红基本符合预期，显著放缓化工资本开支

### 2024H1 业绩及分红均基本符合预期

2024上半年公司实现归母净利润357亿元，Q1/Q2归母净利润分别183/174亿元，基本符合我们预期。上半年每股分红0.146元，中期分红比例约50%与往年同期一致，而且计划本次回购A股8-15亿元。

### 上游勘探开发稳油增气

上半年公司原油产量同比+0.6%，天然气产量同比+6.0%。原油实现价格77.7美金/桶，比去年同期约76.3美金/桶小幅上升；天然气实现价格1.895元/方，同比-2.8%。板块上半年经营收益291亿，同比+37亿元，我们认为归因于产量增加、油价同比小增、以及进口LNG成本下降。

### 下游炼化销售板块主动优化产品结构

下游炼化销售板块行业需求疲软，公司主动优化产品结构。上半年公司原油加工量同比基本持平，汽油、柴油、航煤销量分别同比+0.4%、-6.8%、+8.9%，化工轻油产量同比-7.4%。

上半年中国汽油/柴油表需分别同比+0.32%和-3.52%背景下，反映：1) 成品油国内总体需求可能达峰，但公司市占率有所提高，对应地炼同期开工率下降；2) 柴油受到LNG重卡冲击明显；3) 化工需求疲软和石脑油路线亏损现状下，高负荷运行芳烃等盈利装置，安排负边际效益装置降负荷及经营性停工。炼油/销售/化工板块上半年经营收益分别71/146/亏损32亿元，分别同比-43/-23/减亏2亿元。

### 资本开支放缓，利好长期盈利和现金流能力

公司放缓资本开支节奏，尤其是下游化工板块，我们认为利好长期盈利能力和现金流能力。2024H1资本开支559亿，比去年同期747亿大幅-25%。上游/炼油/化工/销售分别338/92/86/30亿，主要化工资本开支减少214亿。

### 注重投资者回报，规划未来三年分红回报

未来三年（2024-2026）分红回报：在当年归母净利润为正及累计未分配利润为正，且公司现金流可以满足正常经营和可持续发展条件下，每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的中国企业会计准则下的归母净利润或国际财务报告会计准则下的公司股东应占利润（以二者孰低为准）的65%。

**盈利预测与投资评级：**维持24/25/26年归母净利润预测647/708/812亿元，PE分别13/12/10倍。根据我们测算按照70%的分红比例，对应A股分红收益率5.5%，H股分红收益率8%。维持“买入”评级。

**风险提示：**经济衰退带来原油需求下降；未来新项目投产不及预期的风险。

### 投资评级

行业	石油石化/炼化及贸易
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.89元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	97,362.41
流通A股股本(百万股)	94,971.97
A股总市值(百万元)	670,827.00
流通A股市值(百万元)	654,356.88
每股净资产(元)	6.80
资产负债率(%)	53.95
一年内最高/最低(元)	6.92/5.15

### 作者

张樨樨	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517120003	
zhangxixi@tfzq.com	
姜美丹	联系人
jiangmeidan@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《中国石化-季报点评:Q1净利润183亿，业绩略超预期》2024-04-29
- 《中国石化-年报点评报告:2023年报点评：业绩符合预期，分红略超预期》2024-03-25
- 《中国石化-季报点评:Q3归母净利润179亿，略超预期》2023-10-27

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,318,168.00	3,212,215.00	3,350,982.69	3,331,546.99	3,445,485.90
增长率(%)	21.06	(3.19)	4.32	(0.58)	3.42
EBITDA(百万元)	239,941.00	212,372.00	225,722.79	234,444.81	247,327.73
归属母公司净利润(百万元)	66,302.00	60,463.00	64,692.50	70,810.77	81,216.67
增长率(%)	(6.89)	(8.81)	7.00	9.46	14.70
EPS(元/股)	0.54	0.50	0.53	0.58	0.67
市盈率(P/E)	12.65	13.87	12.96	11.84	10.32
市净率(P/B)	1.07	1.04	1.00	0.98	0.95
市销率(P/S)	0.25	0.26	0.25	0.25	0.24
EV/EBITDA	2.02	3.25	3.42	2.88	2.70

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	145,052.00	164,960.00	167,549.13	266,523.76	275,638.87	营业收入	3,318,168.00	3,212,215.00	3,350,982.69	3,331,546.99	3,445,485.90
应收票据及应收账款	46,364.00	48,652.00	50,468.69	48,077.10	53,838.96	营业成本	2,819,363.00	2,709,656.00	2,828,229.39	2,810,826.19	2,904,544.61
预付账款	7,956.00	5,067.00	8,525.88	4,983.36	8,976.31	营业税金及附加	263,991.00	272,921.00	281,482.55	278,184.17	285,975.33
存货	244,241.00	250,898.00	265,908.07	247,717.89	283,033.36	销售费用	58,567.00	61,164.00	61,993.18	60,967.31	62,018.75
其他	79,527.00	64,858.00	76,000.17	71,760.84	75,005.06	管理费用	57,208.00	59,664.00	60,317.69	53,971.06	51,682.29
<b>流动资产合计</b>	<b>523,140.00</b>	<b>534,435.00</b>	<b>568,451.94</b>	<b>639,062.95</b>	<b>696,492.56</b>	研发费用	12,773.00	13,969.00	13,906.58	13,825.92	13,609.67
长期股权投资	233,941.00	234,608.00	234,608.00	234,608.00	234,608.00	财务费用	9,974.00	9,922.00	9,922.00	9,922.00	9,922.00
固定资产	630,758.00	690,957.00	607,913.62	514,870.24	421,826.86	资产/信用减值损失	(10,925.00)	(8,529.00)	(7,757.00)	(7,757.00)	(6,757.00)
在建工程	196,045.00	180,250.00	280,250.00	380,250.00	480,250.00	公允价值变动收益	(1,715.00)	467.00	(3.00)	0.00	0.00
无形资产	120,694.00	138,181.00	124,362.90	110,544.80	96,726.70	投资净收益	14,462.00	5,811.00	5,811.00	5,811.00	5,811.00
其他	244,062.00	248,243.00	244,866.53	241,715.18	239,661.97	其他	(1,944.00)	426.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,425,500.00</b>	<b>1,492,239.00</b>	<b>1,492,001.05</b>	<b>1,481,988.22</b>	<b>1,473,073.53</b>	<b>营业利润</b>	<b>96,414.00</b>	<b>86,744.00</b>	<b>93,182.31</b>	<b>101,904.33</b>	<b>116,787.25</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,948,640.00</b>	<b>2,026,674.00</b>	<b>2,060,453.00</b>	<b>1,984,583.37</b>	<b>2,131,002.50</b>	营业外收入	2,960.00	1,970.00	1,970.00	1,970.00	1,970.00
短期借款	21,313.00	59,815.00	88,158.39	88,158.39	88,158.39	营业外支出	4,859.00	2,598.00	2,598.00	2,598.00	2,598.00
应付票据及应付账款	269,424.00	259,000.00	292,547.61	255,606.11	310,824.12	<b>利润总额</b>	<b>94,515.00</b>	<b>86,116.00</b>	<b>92,554.31</b>	<b>101,276.33</b>	<b>116,159.25</b>
其他	251,204.00	201,022.00	398,320.66	341,391.71	403,483.27	所得税	18,757.00	16,070.00	17,608.46	19,242.50	22,070.26
<b>流动负债合计</b>	<b>541,941.00</b>	<b>519,837.00</b>	<b>779,026.66</b>	<b>685,156.21</b>	<b>802,465.78</b>	<b>净利润</b>	<b>75,758.00</b>	<b>70,046.00</b>	<b>74,945.85</b>	<b>82,033.83</b>	<b>94,088.99</b>
长期借款	94,964.00	179,347.00	31,538.22	31,538.22	31,538.22	少数股东损益	9,456.00	9,583.00	10,253.35	11,223.06	12,872.32
应付债券	12,997.00	8,513.00	21,386.33	14,298.78	14,732.70	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>66,302.00</b>	<b>60,463.00</b>	<b>64,692.50</b>	<b>70,810.77</b>	<b>81,216.67</b>
其他	236,141.00	233,083.00	236,389.33	235,204.44	234,892.26	每股收益(元)	0.54	0.50	0.53	0.58	0.67
<b>非流动负债合计</b>	<b>344,102.00</b>	<b>420,943.00</b>	<b>289,313.88</b>	<b>281,041.44</b>	<b>281,163.18</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,011,487.00</b>	<b>1,068,019.00</b>	<b>1,068,340.54</b>	<b>966,197.65</b>	<b>1,083,628.96</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	151,576.00	152,861.00	156,039.41	159,518.42	163,508.69	营业收入	21.06%	-3.19%	4.32%	-0.58%	3.42%
股本	119,896.00	119,349.00	121,699.82	121,699.82	121,699.82	营业利润	-14.23%	-10.03%	7.42%	9.36%	14.60%
资本公积	118,875.00	117,273.00	126,299.00	126,299.00	126,299.00	归属于母公司净利润	-6.89%	-8.81%	7.00%	9.46%	14.70%
留存收益	540,921.00	563,515.00	583,568.89	605,519.37	630,695.55	<b>获利能力</b>					
其他	5,885.00	5,657.00	4,505.33	5,349.11	5,170.48	毛利率	15.03%	15.65%	15.60%	15.63%	15.70%
<b>股东权益合计</b>	<b>937,153.00</b>	<b>958,655.00</b>	<b>992,112.46</b>	<b>1,018,385.73</b>	<b>1,047,373.54</b>	净利率	2.00%	1.88%	1.93%	2.13%	2.36%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,948,640.00</b>	<b>2,026,674.00</b>	<b>2,060,453.00</b>	<b>1,984,583.37</b>	<b>2,131,002.50</b>	ROE	8.44%	7.50%	7.74%	8.24%	9.19%
						ROIC	14.15%	10.53%	10.06%	11.79%	14.73%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	51.91%	52.70%	51.85%	48.69%	50.85%
净利润	75,758.00	70,046.00	64,692.50	70,810.77	81,216.67	净负债率	5.02%	11.81%	1.43%	-8.63%	-9.80%
折旧摊销	96,146.00	88,512.00	106,861.48	106,861.48	106,861.48	流动比率	0.78	0.83	0.73	0.93	0.87
财务费用	10,503.00	11,241.00	9,922.00	9,922.00	9,922.00	速动比率	0.42	0.44	0.39	0.57	0.52
投资损失	(14,462.00)	(5,811.00)	(5,811.00)	(5,811.00)	(5,811.00)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(152,646.00)	(24,985.00)	68,665.59	(67,540.25)	76,800.58	应收账款周转率	81.70	67.61	67.61	67.61	67.61
其它	100,970.00	22,472.00	10,250.35	11,223.06	12,872.32	存货周转率	14.69	12.98	12.97	12.97	12.98
<b>经营活动现金流</b>	<b>116,269.00</b>	<b>161,475.00</b>	<b>254,580.92</b>	<b>125,466.06</b>	<b>281,862.05</b>	总资产周转率	1.73	1.62	1.64	1.65	1.67
资本支出	195,997.00	154,136.00	107,362.57	101,855.70	100,984.91	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	24,762.00	667.00	668.90	670.81	672.72	每股收益	0.54	0.50	0.53	0.58	0.67
其他	(315,769.00)	(310,668.00)	(212,214.47)	(196,715.51)	(195,846.63)	每股经营现金流	0.96	1.33	2.09	1.03	2.32
<b>投资活动现金流</b>	<b>(95,010.00)</b>	<b>(155,865.00)</b>	<b>(104,183.00)</b>	<b>(94,189.00)</b>	<b>(94,189.00)</b>	每股净资产	6.46	6.62	6.87	7.06	7.26
债权融资	34,137.00	76,092.00	(106,320.39)	123,425.44	(113,456.76)	<b>估值比率</b>					
股权融资	(41,328.19)	(44,097.20)	(41,488.39)	(55,760.56)	(65,101.18)	市盈率	12.65	13.87	12.96	11.84	10.32
其他	(32,507.81)	(9,262.80)	0.00	32.69	0.00	市净率	1.07	1.04	1.00	0.98	0.95
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(39,699.00)</b>	<b>22,732.00</b>	<b>(147,808.78)</b>	<b>67,697.57</b>	<b>(178,557.94)</b>	EV/EBITDA	2.02	3.25	3.42	2.88	2.70
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	3.36	5.57	6.49	5.30	4.76
<b>现金净增加额</b>	<b>(18,440.00)</b>	<b>28,342.00</b>	<b>2,589.13</b>	<b>98,974.62</b>	<b>9,115.11</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com