

## 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

## 炼化板块短期拖累业绩，供给侧优化或强化龙头竞争内核

2024年10月29日

**事件:** 2024年10月28日晚，中国石化发布2024年三季度报告。2024年前三季度公司实现营业收入23665.41亿元，同比下降4.19%；实现归母净利润442.47亿元，同比下降16.46%；实现扣非后归母净利润439.67亿元，同比下降12.55%；实现基本每股收益0.37元，同比下降17.19%。

其中，第三季度公司实现营业收入7904.10亿元，同比下降9.80%，环比增长0.54%；实现归母净利润85.44亿元，同比下降52.15%，环比下降50.86%；实现扣非后归母净利润83.85亿元，同比下降49.56%，环比下降51.80%；实现基本每股收益0.07元，同比下降52.89%，环比下降50.00%。

**点评:**

- **三季度油价回落+石化产品毛利收窄，公司业绩有所回落。** 油价端，2024年前三季度国际油价震荡运行，上半年油价呈现冲高后回落企稳态势；进入第三季度，北半球驾驶旺季支撑国际油价上行，随后石油需求季节性回落，叠加全球宏观经济形势转弱、地缘担忧情绪放缓，国际油价震荡下行。2024年前三季度布伦特平均油价为81.6美元/桶，与去年同期基本持平，第三季度平均78.7美元/桶，三季度受油价下跌影响，公司库存收益同比大幅减少。**分板块盈利看**，前三季度公司勘探开发、炼油、营销、化工板块分别实现经营收益427、66、172、-49亿元，同比+35、-124、-71、-21亿元；第三季度分别实现经营收益136、-5、26、-17亿元，同比-2、-81、-47、-23亿元，环比-15、-6、-40、-1亿元。整体来看，公司前三季度上游板块受益于增储增产增效，经营收益同比进一步提升，第三季度受油价下跌影响，经营收益小幅回落；而下游的炼化及营销板块，受毛利收窄及部分产品需求偏弱影响，叠加第三季度油价快速回落，成本端支撑塌陷，下游板块经营收益整体走弱。
- **稳油增气成效显著，价量齐升推动上游板块业绩增长。** 2024年前三季度，公司上游板块加强高质量勘探和效益开发，增储增产增效成果突出。在增储方面，四川盆地页岩气、北部湾盆地新区带等勘探取得重大突破，胜利济阳页岩油国家级示范区建设高效推进。在增产方面，前三季度实现油气当量产量386百万桶，同比增长2.6%，其中原油产量211百万桶，同比增长0.3%，天然气产量175百万桶油当量，同比增长5.6%。在增效方面，公司继续推进勘探开发成本优化，前三季度公司油气现金操作成本15美元/桶，同比下降0.3美元/桶。从油气实现价格角度看，前三季度公司原油实现价格为76.6美元/桶，同比增长1%，天然气实现价1.88元/方，同比增长7%。
- **需求端偏弱拖累炼化产品毛利，公司强化产品结构优化与降本。** 炼油板块，2024年前三季度公司原油加工量为191百万吨，同比下降1.6%，成品油产量117百万吨，同比下降0.8%，其中主要增量来自汽油和航煤，受柴油需求偏弱影响，公司优化调整加工负荷和产品结

构，增产汽油、航煤等适销产品，降低柴油产量。由于公司强化成本费用管控，前三季度炼油现金操作成本为 3.69 美元/桶，同比降低 8%，但由于整体成品油需求走弱叠加三季度油价快速下跌，公司前三季度炼油毛利 5.65 美元/桶，同比下滑近 20%。**成品油销售板块**，前三季度公司成品油总经销量 1.82 亿吨，同比增长 0.6%，其中境内成品油总经销量 1.38 亿吨，同比下降 3.2%，公司进一步开拓海外市场，成品油出口较去年同期增加 15%。**化工板块**，前三季度化工板块景气相对偏弱，公司对产能结构进行合理优化，高负荷运行盈利装置，安排负边际效益装置降负荷及经营性停工，从产量角度看，公司前三季度压降了乙烯、合成树脂、合成橡胶产出，提升了化纤板块产量，公司前三季度实现乙烯产量 1004 万吨，同比下降 5.8%，合成纤维单体及聚合物产量 738 万吨，同比增长 24.1%。在成本压降方面，公司化工板块前三季度单位完全加工成本为 1321 元/吨，同比下降 10%，化工产品生产成本进一步优化，以应对行业景气周期低谷挑战。

- **炼化行业出清有望加速，行业龙头竞争优势或强化。**根据国家发展改革委指导意见，到 2025 年国内原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内，千万吨级炼油企业产能占比 55%左右。根据金联创数据，截止 2023 年国内总炼能为 9.53 亿吨，距离规定的上限约有 4700 万吨增量空间。2025 年前在建及待建的炼化一体化项目、改扩建项目约 6900 万吨。我们认为，未来小规模炼厂淘汰进程有望加速，行业或进入存量竞争时代。当前来看，短期内对公司业绩带来拖累的主要是炼化板块，而公司作为行业龙头，拥有全产业链优势，且近年来持续进行生产成本优化，同时在产能结构调整、原料多元化、产销协同等方面具备较高灵活性，在行业供给侧峰值来临与结构深化调整背景下，公司龙头竞争优势有望进一步强化。
- **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 607.92、637.02 和 695.20 亿元，归母净利润增速分别为 0.5%、4.8% 和 9.1%，EPS（摊薄）分别为 0.50、0.52 和 0.57 元/股，对应 2024 年 10 月 28 日的收盘价，对应 2024-2026 年 PE 分别为 12.89、12.30 和 11.27 倍。我们看好公司降本增效及全产业链优势，叠加行业供需格局有望进一步改善，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	3,537,637	3,356,133	3,453,790
增长率 YoY %	21.1%	-3.2%	10.1%	-5.1%	2.9%
归属母公司净利润 (百万元)	67,082	60,463	60,792	63,702	69,520
增长率 YoY%	-5.8%	-9.9%	0.5%	4.8%	9.1%
毛利率%	15.0%	15.6%	15.4%	15.6%	15.7%
净资产收益率 ROE%	8.5%	7.5%	7.5%	7.5%	8.0%
EPS(摊薄)(元)	0.55	0.50	0.50	0.52	0.57
市盈率 P/E(倍)	11.68	12.96	12.89	12.30	11.27
市净率 P/B(倍)	0.99	0.97	0.97	0.92	0.90

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 10 月 28 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	712,235	859,163	966,958	<b>营业总收入</b>	3,318,168	3,212,215	3,537,637	3,356,133	3,453,790
货币资金	145,052	164,960	305,172	451,071	567,625	营业成本	2,819,363	2,709,656	2,991,805	2,831,226	2,911,618
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及附加	263,991	272,921	300,699	285,271	293,572
应收账款	46,364	48,652	49,616	62,255	52,871	销售费用	58,567	61,164	67,215	63,767	65,622
预付账款	7,956	5,067	11,967	8,203	8,509	管理费用	57,208	59,664	63,677	60,410	62,168
存货	244,241	250,898	247,736	271,322	246,299	研发费用	12,773	13,969	13,631	13,482	13,054
其他	79,527	64,858	97,744	66,312	91,653	财务费用	9,974	9,922	15,697	13,716	11,691
<b>非流动资产</b>	1,427,981	1,492,239	1,537,427	1,534,886	1,517,966	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	7,075	6,712	6,908
固定资产(合)	630,758	690,957	736,269	741,604	731,226	其他	-2,331	4,786	8,490	9,529	10,194
无形资产	120,694	138,181	137,766	143,952	151,704	<b>营业利润</b>	96,414	86,744	90,063	94,374	102,992
其他	442,588	428,493	398,784	366,245	335,571	营业外收支	-1,899	-628	0	0	0
<b>资产总计</b>	1,951,121	2,026,674	2,249,663	2,394,049	2,484,924	<b>利润总额</b>	94,515	86,116	90,063	94,374	102,992
<b>流动负债</b>	667,385	647,076	853,676	939,688	989,507	所得税	17,901	16,070	22,516	23,593	25,748
短期借款	21,313	59,815	60,815	62,315	63,515	<b>净利润</b>	76,614	70,046	67,547	70,780	77,244
应付票据	10,782	29,122	24,932	31,458	32,351	少数股东损益	9,532	9,583	6,755	7,078	7,724
应付账款	258,642	229,878	249,317	314,581	355,864	<b>归属母公司净利润</b>	67,082	60,463	60,792	63,702	69,520
其他	376,648	328,261	518,612	531,335	537,776	EBITDA	209,185	203,277	299,091	305,090	326,285
<b>非流动负债</b>	343,279	420,943	430,773	439,773	448,773	EPS(当年)(元)	0.56	0.51	0.50	0.52	0.57
长期借款	94,964	179,347	189,347	199,347	209,347						
其他	248,315	241,596	241,426	240,426	239,426						
<b>负债合计</b>	1,010,664	1,068,019	1,284,449	1,379,461	1,438,280						
少数股东权益	151,986	152,861	159,616	166,694	174,418						
归属母公司股	788,471	805,794	805,598	847,894	872,226						
<b>负债和股东权益</b>	1,951,121	2,026,674	2,249,663	2,394,049	2,484,924						
<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	3,537,637	3,356,133	3,453,790
同比(%)	21.1%	-3.2%	10.1%	-5.1%	2.9%
归属母公司净利润	67,082	60,463	60,792	63,702	69,520
同比(%)	-5.8%	-9.9%	0.5%	4.8%	9.1%
毛利率(%)	15.0%	15.6%	15.4%	15.6%	15.7%
ROE%	8.5%	7.5%	7.5%	7.5%	8.0%
EPS(摊薄)(元)	0.55	0.50	0.50	0.52	0.57
P/E	11.68	12.96	12.89	12.30	11.27
P/B	0.99	0.97	0.97	0.92	0.90
EV/EBITDA	3.52	4.64	3.23	2.72	2.22

  

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	392,729	370,820	366,309
净利润	76,614	70,046	67,547	70,780	77,244
折旧摊销	99,938	103,341	190,345	195,394	210,586
财务费用	10,503	11,241	18,584	19,056	19,585
投资损失	-275	-14,462	-5,811	-7,075	-6,712
营运资金	-69,826	-27,846	112,999	83,983	57,879
其它	13,502	10,504	10,330	8,319	7,923
<b>投资活动现金流</b>	-95,010	-155,865	-233,225	-194,959	-195,182
资本支出	-172,315	-166,130	-209,646	-182,694	-185,208
长期投资	-6,316	-4,448	-25,020	-18,976	-16,881
其他	83,621	14,713	1,441	6,712	6,908
<b>筹资活动现金流</b>	-39,699	22,732	3,909	-49,963	-54,573
吸收投资	3,946	1,509	2,351	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	-58,099	-60,463	-64,773
<b>现金流净增加额</b>	-15,152	28,321	163,413	125,899	116,555

## 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。