

降本增产业绩稳定，高分红回报股东

核心观点

- 业绩符合预期：**中国石化发布 2023 年年报，公司实现营收 32122.15 亿元，同比-3.2%，实现归母净利润 604.63 亿元，同比-9.9%，全年业绩符合预期。从各板块经营情况来看，2023 年公司勘探及开发事业部实现经营收益为人民币 450 亿元，同比-16.3%；炼油事业部实现经营收益为人民币 206 亿元，同比+68.8%；营销及分销事业部实现经营收益为人民币 259 亿元，同比+5.7%；化工事业部实现经营亏损为 60 亿元，同比减亏 81 亿元。
- 产销量增长，成本管控卓有成效：**公司在 2023 年油价中枢下跌、化工市场供大于求的外部环境下，通过增产控本取得了良好经营业绩。勘探及开发方面，公司全年油气当量产量 504.09 百万桶，同比+3.1%，天然气产量 13,378 亿立方英尺，同比+7.1%；炼油生产方面，公司全年原油加工量 2.57 亿吨，同比+6.3%，全年成品油总经销量 2.39 亿吨，同比+15.6%；化工产品方面，公司全年乙烯产量 1,431 万吨，同比+6.5%，全年化工产品经营总量为 8,300 万吨，同比+1.7%。2023 年，公司年油气现金操作成本为人民币 755.2 元/吨，同比-2.3%；2023 年炼油单位现金操作成本为 212.3 元/吨，同比-4.8%。
- 维持高现金分红：**公司建议派发 2023 年末期现金股利每股 0.2 元（含税），加上半年度已派发现金股利每股 0.145 元（含税），全年现金股利每股 0.345 元（含税），占归属于上市公司股东的净利润的比率为 72.1%，加上年内回购金额，派息比例达 75%。按 3 月 26 日收盘价计算，公司 A 股股息率为 5.6%。

盈利预测与投资建议

- 根据公司 2023 年年报数据，我们下调了成品油及化工产品的价格预测并上调了费用率。我们调整公司 2024-2026 年归母净利润为 654.80、758.23、848.52 亿元（原 24-25 年预测 750.82、805.71 亿元），按照可比公司 24 年调整后 13 倍 PE，调整目标价为 7.02 元，维持“增持”评级。

风险提示

- 原油价格大幅波动；炼化产品需求下滑；年产量不及预期。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,318,168	3,212,215	3,363,206	3,434,696	3,509,632
同比增长(%)	21.1%	-3.2%	4.7%	2.1%	2.2%
营业利润(百万元)	96,414	86,744	93,889	108,291	121,371
同比增长(%)	-14.2%	-10.0%	8.2%	15.3%	12.1%
归属母公司净利润(百万元)	67,082	60,463	65,480	75,823	84,852
同比增长(%)	-5.8%	-9.9%	8.3%	15.8%	11.9%
每股收益(元)	0.55	0.50	0.54	0.62	0.70
毛利率(%)	15.0%	15.6%	15.5%	15.7%	15.8%
净利率(%)	2.0%	1.9%	1.9%	2.2%	2.4%
净资产收益率(%)	8.6%	7.6%	7.8%	8.5%	9.1%
市盈率	11.3	12.5	11.6	10.0	8.9
市净率	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 增持（维持）

股价（2024年03月26日）	6.2元
目标价格	7.02元
52周最高价/最低价	6.63/5.15元
总股本/流通A股（万股）	12,173,969/11,934,925
A股市值（百万元）	754,786
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2024年03月27日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	0.81	-0.96	14.81	18.4
相对表现%	1.76	-3.58	8.22	30.4
沪深300%	-0.95	2.62	6.59	-12



证券分析师

倪吉 021-63325888*7504
niji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517120003

联系人

李跃 liyue@orientsec.com.cn

相关报告

国企改革叠加高股息，布局中国石化正当时 2023-03-29
盈利创十年新高，布局新能源加快低碳转型 2022-03-31

表 1: 可比公司估值 (2024/3/26)

公司	最新价格(元)	每股收益 (元)					市盈率			
	2024/3/26	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
中国神华	38.03	3.51	3.00	3.12	3.16	10.85	12.66	12.17	12.02	
恒力石化	13.43	0.33	1.10	1.54	1.89	40.78	12.24	8.73	7.12	
荣盛石化	10.97	0.33	0.15	0.65	0.97	33.25	71.00	16.91	11.31	
恒逸石化	6.48	-0.29	0.10	0.28	0.42	-22.00	66.53	23.56	15.25	
中国石油	9.21	0.81	0.88	0.96	0.99	11.33	10.46	9.58	9.31	
调整后平均						18.48	30.48	12.89	10.88	

数据来源: wind, 东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	145,052	164,960	314,275	372,280	445,177	营业收入	3,318,168	3,212,215	3,363,206	3,434,696	3,509,632
应收票据、账款及款项融资	49,871	50,873	50,939	52,022	53,157	营业成本	2,819,363	2,709,656	2,842,330	2,896,416	2,953,734
预付账款	7,956	5,067	5,305	5,418	5,536	营业税金及附加	263,991	272,921	268,665	271,654	274,703
存货	244,241	250,898	263,183	268,191	273,498	营业费用	58,567	61,164	64,039	65,400	66,827
其他	76,020	62,637	54,142	54,723	55,332	管理费用及研发费用	69,981	73,633	77,094	78,733	80,451
流动资产合计	523,140	534,435	687,845	752,634	832,700	财务费用	9,974	9,922	17,370	15,334	13,679
长期股权投资	233,941	234,608	240,419	246,230	252,041	资产、信用减值损失	10,925	8,529	7,800	6,850	6,850
固定资产	630,700	690,897	735,687	756,160	758,088	公允价值变动收益	(1,715)	467	467	467	467
在建工程	196,045	180,250	143,695	121,739	107,750	投资净收益	14,462	5,811	5,811	5,811	5,811
无形资产	120,694	138,181	125,619	113,057	100,495	其他	(1,700)	4,076	1,704	1,704	1,704
其他	246,601	248,303	194,260	194,260	194,260	营业利润	96,414	86,744	93,889	108,291	121,371
非流动资产合计	1,427,981	1,492,239	1,439,680	1,431,446	1,412,634	营业外收入	2,960	1,970	1,970	2,300	2,080
资产总计	1,951,121	2,026,674	2,127,525	2,184,079	2,245,333	营业外支出	4,859	2,598	2,598	2,598	2,598
短期借款	21,313	59,815	59,815	59,815	59,815	利润总额	94,515	86,116	93,261	107,993	120,853
应付票据及应付账款	269,424	259,000	271,682	276,851	282,330	所得税	17,901	16,070	17,403	20,153	22,552
其他	376,648	328,261	334,242	337,074	340,042	净利润	76,614	70,046	75,858	87,841	98,301
流动负债合计	667,385	647,076	665,738	673,740	682,187	少数股东损益	9,532	9,583	10,378	12,018	13,449
长期借款	94,964	179,347	179,347	179,347	179,347	归属于母公司净利润	67,082	60,463	65,480	75,823	84,852
应付债券	12,997	8,513	8,513	8,513	8,513	每股收益(元)	0.55	0.50	0.54	0.62	0.70
其他	235,318	233,083	233,083	233,083	233,083						
非流动负债合计	343,279	420,943	420,943	420,943	420,943	主要财务比率					
负债合计	1,010,664	1,068,019	1,086,681	1,094,683	1,103,130		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	151,986	152,861	163,239	175,257	188,705	成长能力					
实收资本(或股本)	119,896	119,349	121,739	121,739	121,739	营业收入	21.1%	-3.2%	4.7%	2.1%	2.2%
资本公积	118,875	117,273	126,870	126,870	126,870	营业利润	-14.2%	-10.0%	8.2%	15.3%	12.1%
留存收益	543,815	563,515	628,995	665,530	704,889	归属于母公司净利润	-5.8%	-9.9%	8.3%	15.8%	11.9%
其他	5,885	5,657	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	940,457	958,655	1,040,843	1,089,396	1,142,203	毛利率	15.0%	15.6%	15.5%	15.7%	15.8%
负债和股东权益总计	1,951,121	2,026,674	2,127,525	2,184,079	2,245,333	净利率	2.0%	1.9%	1.9%	2.2%	2.4%
						ROE	8.6%	7.6%	7.8%	8.5%	9.1%
						ROIC	7.9%	6.6%	7.1%	7.5%	7.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	51.8%	52.7%	51.1%	50.1%	49.1%
净利润	76,614	70,046	75,858	87,841	98,301	净负债率	5.0%	11.8%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	77,528	69,614	98,645	111,627	123,393	流动比率	0.78	0.83	1.03	1.12	1.22
财务费用	9,974	9,922	17,370	15,334	13,679	速动比率	0.41	0.43	0.63	0.71	0.81
投资损失	(14,462)	(5,811)	(5,811)	(5,811)	(5,811)	营运能力					
营运资金变动	(50,972)	9,737	14,015	974	1,022	应收账款周转率	74.3	62.3	62.4	61.6	61.6
其它	17,587	7,967	54,395	2,395	(160)	存货周转率	12.2	10.7	10.8	10.7	10.7
经营活动现金流	116,269	161,475	254,472	212,360	230,424	总资产周转率	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
资本支出	(158,218)	(130,657)	(100,143)	(100,103)	(98,724)	每股指标(元)					
长期投资	(21,057)	(4,587)	(5,908)	(5,908)	(5,908)	每股收益	0.55	0.50	0.54	0.62	0.70
其他	84,265	(20,621)	6,278	6,278	6,278	每股经营现金流	0.97	1.35	2.09	1.74	1.89
投资活动现金流	(95,010)	(155,865)	(99,773)	(99,733)	(98,354)	每股净资产	6.48	6.62	7.21	7.51	7.83
债权融资	50,164	47,512	0	0	0	估值比率					
股权融资	(2,488)	(2,149)	11,987	0	0	市盈率	11.3	12.5	11.6	10.0	8.9
其他	(87,375)	(22,631)	(17,370)	(54,622)	(59,173)	市净率	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
筹资活动现金流	(39,699)	22,732	(5,383)	(54,622)	(59,173)	EV/EBITDA	4.7	5.2	4.2	3.7	3.4
汇率变动影响	3,288	(21)	-0	-0	-0	EV/EBIT	8.2	9.0	7.8	7.1	6.5
现金净增加额	(15,152)	28,321	149,315	58,005	72,897						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。