

## 核心业务经营向好，石化龙头长期价值凸显

2024年3月25日

**事件：**2024年3月24日晚，中国石化发布2023年年度报告。2023年公司实现营业收入32122.15亿元，同比下降3.19%；实现归母净利润604.63亿元，同比下降9.87%；实现扣非后归母净利润606.92亿元，同比增长4.71%；实现基本每股收益0.51元，同比下降7.85%。公司资产负债率为52.70%，同比+0.79pct。公司扣非后加权平均净资产收益率为7.61%，同比-0.28pct。

**点评：**

- **石化龙头经营稳健，核心板块业绩向好。**从公司经营业绩上看，虽2023年全年归母净利润同比有所下行，但其扣非净利润同比增长，主要系公司2022年转让上海赛科股权收益人民币137亿元，而2023年无此影响，叠加计提矿业权出让收益人民币74亿元，导致利润端受一定影响。从公司核心业务经营情况来看，根据我们测算，2023年公司勘探开发、炼化及营销板块合计实现854.74亿元经营收益，同比增长12%，其中上游勘探开发板块受油价中枢回落影响，利润同比有所下滑，但受益于公司增储上产及降本增效，上游板块业绩仍有弹性空间；下游炼油板块效益提升与化工板块减亏较为明显，营销及分销板块稳健运行，有效增厚了公司经营收益，核心板块经营业绩持续向好。
- **增储上产+降本增效，勘探开发业务基础持续夯实。**2023年原油价格维持高位震荡，布伦特原油均价82.49美元/桶，同比-16.72%。公司原油平均实现价为3962元/吨，同比下降10.9%，较国际油价降幅偏窄。在增储上产方面，2023年公司油气产量当量为5.04亿桶，同比增长3.1%，其中原油、天然气产量分别同比+0.1%、+7.1%，有效实现了“稳油增气”战略目标。在降本方面，2023年公司油气现金操作成本为人民币755.2元/吨，同比降低2.3%。2024年公司计划生产原油2.79亿桶，生产天然气13797亿立方英尺，上游业务基础持续夯实，叠加公司降本增效推进，业绩弹性有望持续释放。
- **着力生产结构调整，炼化业务经营效益大幅改善。**炼油板块，2023年公司炼油板块实现经营收益206亿元，同比增长68.8%。2023年，国内防疫政策优化调整，各项商业活动恢复，一定程度上提振了成品油市场需求，据发改委统计，成品油表观消费量为3.85亿吨，同比增长11.8%。公司根据市场需求积极调整生产结构、产品国内外销售结构，实现全年加工原油2.58亿吨，同比增长6.3%，其中煤油产量同比增长60.7%。**化工板块**，2023年化工行业下游需求整体仍显疲软，叠加行业供过于求不利形势延续，公司化工板块仍出现亏损，但受成本端压力缓解及公司成本压降，公司化工板块亏损60亿元，同比大幅减亏81亿元。我们认为，当前居民出行常态化，同时民航客运量仍有一定修复空间，成品油需求有望保持坚挺；而受国内地产端疲软，叠加行业供需矛盾等因素影响，化工板块景气度静待修复。

- **资本开支结构优化，聚焦增储上产及炼化资产创效能力提升。**我们比较了2023年与2024年公司的资本开支情况，2024年公司勘探开发、炼油、化工、营销及分销板块资本开支占比分别为45%、14%、26%、11%，相较于2023年，勘探开发及化工仍为公司资本开支主力。我们认为，公司加大“深地工程”、页岩油气等领域勘探力度，增加优质规模储量，有效推动了增储上产规模和原料资源保障；炼油化工资产作为中石化核心竞争优势，未来有望推进低成本“油转化”，加大“油转特”力度，持续提升炼化资产创效能力。
- **提质增效重回报，公司价值进一步凸显。**公司2023年度末期合计拟派发现金股利为238.7亿，加上2023年中期已派发现金股利，全年股利为每股0.345元，此外公司回购A股股份及H股股份支付的总金额分别为人民币8.16亿元及港币16.46亿元（均不含交易费用），公司2023年全年实现现金分红比例为72.1%，较2022年提升1.3pct。按照2024年3月22日收盘价对应A股、H股股息率分别为6%、8%。我们认为，公司作为国内石化央企龙头，在持续夯实高质量发展同时亦注重股东回报，进一步凸显了公司长期投资价值。
- **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684.11、721.13和754.22亿元，归母净利润增速分别为13.1%、5.4%和4.6%，EPS（摊薄）分别为0.56、0.59和0.62元/股，对应2024年3月22日的收盘价，2024-2026年PE分别为11.03、10.47和10.01倍。我们看好公司行业龙头及全产业链优势，叠加公司降本增效与股东回报有效提升，公司未来业绩成长性与投资价值有望得到凸显，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	3,397,739	3,436,089	3,545,640
增长率 YoY %	21.1%	-3.2%	5.8%	1.1%	3.2%
归属母公司净利润 (百万元)	67,082	60,463	68,411	72,113	75,422
增长率 YoY%	-5.8%	-9.9%	13.1%	5.4%	4.6%
毛利率%	15.0%	15.6%	15.4%	15.4%	15.2%
净资产收益率 ROE%	8.5%	7.5%	8.2%	8.4%	8.5%
EPS(摊薄)(元)	0.55	0.50	0.56	0.59	0.62
市盈率 P/E(倍)	11.25	12.48	11.03	10.47	10.01
市净率 P/B(倍)	0.96	0.94	0.90	0.88	0.85

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2024年3月22日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	523,140	534,435	653,665	549,974	673,634	
货币资金	145,052	164,960	195,290	185,013	221,615	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	46,364	48,652	92,920	59,795	78,091	
预付账款	7,956	5,067	11,497	8,424	8,788	
存货	244,241	250,898	260,062	224,512	276,678	
其他	79,527	64,858	93,897	72,231	88,461	
<b>非流动资产</b>	1,427,981	1,492,239	1,557,149	1,658,930	1,781,108	
长期股权投资	233,941	234,608	264,608	283,084	299,465	
固定资产(合)	630,758	690,957	736,269	741,604	731,226	
无形资产	120,694	138,181	137,766	143,952	151,704	
其他	442,588	428,493	418,506	490,290	598,713	
<b>资产总计</b>	1,951,121	2,026,674	2,210,814	2,208,904	2,454,742	
<b>流动负债</b>	667,385	647,076	831,687	762,525	939,584	
短期借款	21,313	59,815	109,815	137,298	175,960	
应付票据	10,782	29,122	2,813	29,492	3,921	
应付账款	258,642	229,878	281,082	122,729	278,223	
其他	376,648	328,261	437,977	473,005	481,481	
<b>非流动负债</b>	343,279	420,943	382,924	416,924	450,924	
长期借款	94,964	179,347	214,347	249,347	284,347	
其他	248,315	241,596	168,577	167,577	166,577	
<b>负债合计</b>	1,010,664	1,068,019	1,214,611	1,179,449	1,390,508	
少数股东权益	151,986	152,861	160,462	168,475	176,855	
归属母公司股	788,471	805,794	835,741	860,981	887,378	
<b>负债和股东权益</b>	1,951,121	2,026,674	2,210,814	2,208,904	2,454,742	

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	3,397,739	3,436,089	3,545,640	
同比(%)	21.1%	-3.2%	5.8%	1.1%	3.2%	
归属母公司净利润	67,082	60,463	68,411	72,113	75,422	
同比(%)	-5.8%	-9.9%	13.1%	5.4%	4.6%	
毛利率(%)	15.0%	15.6%	15.4%	15.4%	15.2%	
ROE%	8.5%	7.5%	8.2%	8.4%	8.5%	
EPS(摊薄)(元)	0.55	0.50	0.56	0.59	0.62	
P/E	11.25	12.48	11.03	10.47	10.01	
P/B	0.96	0.94	0.90	0.88	0.85	
EV/EBITDA	3.52	4.64	1.99	1.83	1.58	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	3,318,168	3,212,215	3,397,739	3,436,089	3,545,640	
营业成本	2,819,363	2,709,65	2,874,149	2,907,440	3,007,139	
营业税金及附加	263,991	272,921	280,775	282,627	287,197	
销售费用	58,567	61,164	61,159	58,414	56,730	
管理费用	57,208	59,664	57,762	56,695	56,730	
研发费用	12,773	13,969	13,092	13,803	13,486	
财务费用	9,974	9,922	17,388	20,210	23,549	
减值损失合计	-12,009	-8,772	-10,415	-10,129	-10,174	
投资净收益	14,462	5,811	10,193	10,308	10,637	
其他	-2,331	4,786	8,155	9,756	10,466	
<b>营业利润</b>	96,414	86,744	101,349	106,835	111,736	
营业外收支	-1,899	-628	0	0	0	
<b>利润总额</b>	94,515	86,116	101,349	106,835	111,736	
所得税	17,901	16,070	25,337	26,709	27,934	
<b>净利润</b>	76,614	70,046	76,012	80,126	83,802	
少数股东损益	9,532	9,583	7,601	8,013	8,380	
<b>归属母公司净利润</b>	67,082	60,463	68,411	72,113	75,422	
EBITDA	209,185	203,277	529,539	614,507	735,231	
EPS(当年)(元)	0.56	0.51	0.56	0.59	0.62	

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	577,549	588,485	762,375	
净利润	76,614	70,046	76,012	80,126	83,802	
折旧摊销	99,938	103,341	410,920	489,494	602,720	
财务费用	10,503	11,241	20,275	23,628	26,787	
投资损失	-275	-14,462	-5,811	-10,193	-10,308	
营运资金	-69,826	-27,846	58,167	-2,730	51,840	
其它	13,502	10,504	22,368	8,276	7,863	
<b>投资活动</b>	-95,010	-155,865	-490,822	-589,743	-722,624	
资本支出	-172,315	-166,130	-508,478	-581,075	-716,380	
长期投资	-6,316	-4,448	-25,020	-18,976	-16,881	
其他	83,621	14,713	42,676	10,308	10,637	
<b>筹资活动</b>	-39,699	22,732	-56,397	-9,019	-3,149	
吸收投资	3,946	1,509	11,660	0	0	
借款	564,417	699,410	85,000	62,483	73,662	
支付利息或股息	-71,831	-56,734	-64,742	-70,502	-75,811	
<b>现金流净增加额</b>	-15,152	28,321	30,330	-10,276	36,602	