



业绩下滑，后续看好需求复苏+央企估值修复

2023 年 03 月 27 日



分析师：周泰

执业证号：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

研究助理：王姗姗

执业证号：S0100122070013

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

➤ **事件：**2023 年 3 月 26 日，公司发布 2022 年年度报告。2022 年，公司实现营业收入 33181.68 亿元，同比增长 21.06%；实现归母净利润 663.02 亿元，同比下滑 6.89%；扣非归母净利润 571.82 亿元，同比下滑 20.82%。

➤ **2022 年非经常性损益达 91.20 亿元，主要是转让子公司产生了较高的投资收益。**2022 年，影响母公司股东净利润的非经常性损益为 91.20 亿元，其中，持有和处置各项投资的收益为 139.02 亿元。主要是公司与高桥石化、英力士上海于 2022 年 7 月 28 日签署了《关于上海赛科石油化工有限公司 50% 股权出售与购买之股权转让协议》，将公司和高桥石化分别持有的上海赛科 15% 和 35% 股权转让给英力士上海，交易总对价为 108.63 亿元，产生处置子公司收益约为 136.97 亿元。

➤ **22Q4 业绩同环比均下滑。**2022Q4，公司实现营业收入 8648.46 亿元，同环比分别增长 17.00% 和 2.81%；归母净利润为 96.42 亿元，同环比分别下滑 13.75% 和 26.57%；扣非归母净利润为 17.30 亿元，同环比分别下滑 87.19% 和 86.15%。

➤ **勘探及开发：天然气贡献主要产量增长，能源价格上行推动该业务经营收益翻倍。**在原油开发方面，公司加快推进顺北、塔河等原油重点产能建设，加强老区精细开发，境内油气储量替代率达到 165%；在天然气开发方面，积极推进顺北二区、川西陆相等天然气重点产能建设，拓展 LNG 中长约。2022 年全年，公司油气当量产量为 488.99 百万桶，同比增长 1.9%，其中：原油产量为 2.81 亿桶，同比增长 0.4%；天然气产量为 12487.5 亿立方英尺，同比增长 4.1%。价格上，由于俄乌冲突，全球能源价格上涨导致公司原油平均实现销售价格为 4312 元/吨，同比增长 47.1%；天然气平均实现销售价格为 1816 元/千立方米，同比增长 13.1%。成本上，公司加强成本控制，2022 年油气现金操作成本为 773.1 元/吨，同比降低 0.5%。综合来看，勘探及开发业务经营效益大幅攀升，实现经营收益 537.2 亿元，同比增长 1046.6%。

➤ **炼油和化工：高油价成本推高产品价格，经营收益同比下滑。**成品油方面，公司持续推进“油转化”“油转特”，2022 全年，原油加工量为 24227 万吨，同比下滑 5.1%，生产汽、柴、煤油的产量分别为 5905、6309、1801 万吨，同比变化分别为 -9.4%、+5.4%、-14.8%；汽、柴、煤油的价格分别为 8967、7376、6468 元/吨，分别增长 24.4%、32.6%、73.2%。**化工方面**，公司减产了无边际贡献的产品，加大高端产品和新材料研发力度，提升光伏级 EVA、茂金属聚烯烃、顺丁橡胶等高附加值产品产量，2022 全年，公司化工产品经营总量为 8165 万吨，其中：乙烯产量为 1343.7 万吨，同比增长 0.4%；合成树脂、合成橡胶、

推荐

上调评级

当前价格：

5.52 元

相关研究

- 1.中国石化 (600028.SH) 2022 年三季报点评：受累炼油化工业务，公司业绩同比下滑-2022/10/30
- 2.中国石化 (600028.SH) 2022 年半年报点评：受益于油价高涨，业绩创同期新高-2022/08/29
- 3.中国石化 (600028.SH) 2021 年年报点评：业绩高增长，高股息率凸显公司投资价值-2022/03/28
- 4.中国石化 (600028.SH) 2021 年业绩预告点评：受益于国家油价上涨，归母净利润创近 10 年新高-2022/01/28
- 5.中国石化(600028):各产品量价齐升，21H1 营收及净利高增-2021/08/30

合成纤维单体及聚合物、合成纤维产量分别为 1854.4、128.4、888.6、111.2 万吨，同比分别变化-2.4%、+2.6%、-3.4%、-18.1%。同时，公司响应“双碳”号召，不断引领石油石化行业转型升级发展，目前，公司拟向控股股东中国石化集团募集资金不超过 120 亿元，用于投资 1) 清洁能源方向：天津 LNG 项目三期工程一阶段、燕山分公司氢气提纯设施完善项目，2) 高附加值材料方向：茂名分公司炼油转型升级及乙烯提质改造项目、茂名分公司 5 万吨/年 POE 工业试验装置项目、中科（广东）炼化有限公司 2 号 EVA 项目。尽管公司以效益为导向，保持盈利装置高负荷生产，但由于原料成本涨幅较大，公司炼油和化工业务的经营收益分别实现 122.1 和-141.3 亿元，同比下滑 81.3%和 227.2%。

➤ **营销和分销：产销一体巩固营销优势，加氢站等新能源业务持续布局。**公司以产销一体化和营销网络优势强化资源统筹，2022 全年，公司成品油总经销量为 2.07 亿吨，同比下滑 6.4%。此外，公司非油业务经营质量和效益持续提升，且不断加快建设新能源服务网络，截至 2022 年末，中国石化品牌加油站有 30808 座，同比增长 0.3%，拥有加氢站数量全球首位。从效益上看，2022 年公司营销和分销业务实现经营收益 245.4 亿元，同比增长 15.7%。

➤ **现金分红比例较高，除去回购分发的现金分红，公司拟派发股利对应的 A 股股息率为 6.43%。**2022 年末，公司拟派发含税现金股利 0.195 元/股，加上 2022 年中期已派发的含税现金股息 0.16 元/股，全年股利为 0.355 元/股，对应的现金分红比例为 64.48%，对应 A 股 3 月 24 日收盘价的股息率为 6.43%，对应 H 股 3 月 24 日收盘价的股息率为 8.69%。此外，公司 2022 年回购 A 股及 H 股支付的现金总额分别为 18.88 亿元和 24.99 亿元，若包含回购支付的现金，2022 全年公司的现金分红比例为 70.8%。

➤ **投资建议：**随着国内需求的恢复，公司炼化业务盈利有望改善，且在国家大力推动国企改革深化、推动完善中国特色估值体系的背景下，公司估值有望提升。我们预计，2023-2025 年归母净利润分别为 611.15/667.98/734.86 亿元，EPS 分别为 0.51/0.56/0.61 元/股，对应 2023 年 3 月 24 日的 PE 为 11 倍、10 倍、9 倍，上调评级，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原油价格波动的风险，化工品景气度下行的风险，疫情反复对石化产品需求产生影响的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,318,168	2,833,880	3,183,250	3,348,206
增长率（%）	21.1	-14.6	12.3	5.2
归属母公司股东净利润（百万元）	66,302	61,115	66,798	73,486
增长率（%）	-6.9	-7.8	9.3	10.0
每股收益（元）	0.55	0.51	0.56	0.61
PE	10	11	10	9
PB	0.8	0.8	0.8	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 24 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3318168	2833880	3183250	3348206
营业成本	2819363	2314912	2634952	2788462
营业税金及附加	263991	283388	280126	284597
销售费用	58567	56111	66848	66964
管理费用	57208	58945	70031	66964
研发费用	12773	11336	12733	13393
EBIT	109247	112916	122745	132228
财务费用	9974	7988	8434	8350
资产减值损失	-12009	-12586	-14275	-15525
投资收益	14462	2834	3183	3348
营业利润	96414	95743	103855	112371
营业外收支	-1899	-2465	-3104	-2936
利润总额	94515	93277	100752	109435
所得税	18757	20521	22165	22981
净利润	75758	72756	78586	86454
归属于母公司净利润	66302	61115	66798	73486
EBITDA	219153	230368	247499	264588

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	145052	217161	248024	257013
应收账款及票据	46364	36879	41426	43573
预付款项	7956	6945	7905	8365
存货	244241	203015	231082	244544
其他流动资产	79527	87735	94262	98400
流动资产合计	523140	551734	622699	651895
长期股权投资	233941	241775	249958	258306
固定资产	630758	712843	796182	879254
无形资产	120694	129021	138369	147680
非流动资产合计	1425500	1488408	1548669	1608778
资产合计	1948640	2040142	2171367	2260673
短期借款	21313	30313	32313	33313
应付账款及票据	269424	219676	251315	265487
其他流动负债	376648	416112	468243	488474
流动负债合计	667385	666101	751871	787275
长期借款	94964	124964	124964	128964
其他长期负债	249138	278949	282487	286014
非流动负债合计	344102	403913	407451	414978
负债合计	1011487	1070014	1159322	1202253
股本	119896	119896	119896	119896
少数股东权益	151576	163217	175005	187973
股东权益合计	937153	970128	1012045	1058420
负债和股东权益合计	1948640	2040142	2171367	2260673

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	21.06	-14.60	12.33	5.18
EBIT 增长率	-18.35	3.36	8.70	7.73
净利润增长率	-6.89	-7.82	9.30	10.01
盈利能力 (%)				
毛利率	15.03	18.31	17.22	16.72
净利率	2.00	2.16	2.10	2.19
总资产收益率 ROA	3.40	3.00	3.08	3.25
净资产收益率 ROE	8.44	7.57	7.98	8.44
偿债能力				
流动比率	0.78	0.83	0.83	0.83
速动比率	0.36	0.47	0.47	0.47
现金比率	0.22	0.33	0.33	0.33
资产负债率 (%)	51.91	52.45	53.39	53.18
经营效率				
应收账款周转天数	5.10	5.00	5.00	5.00
存货周转天数	31.62	33.00	33.00	33.00
总资产周转率	1.73	1.42	1.51	1.51
每股指标 (元)				
每股收益	0.55	0.51	0.56	0.61
每股净资产	6.55	6.73	6.98	7.26
每股经营现金流	0.97	1.99	2.20	2.09
每股股利	0.36	0.31	0.33	0.42
估值分析				
PE	10	11	10	9
PB	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	3.99	3.79	3.42	3.20
股息收益率 (%)	6.43	5.54	6.06	7.55

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	75758	72756	78586	86454
折旧和摊销	109906	117452	124754	132360
营运资金变动	-80516	25011	34342	4339
经营活动现金流	116269	238250	264027	250719
资本开支	-172315	-166772	-172278	-179738
投资	-6316	-6200	-6200	-6200
投资活动现金流	-95010	-172972	-178478	-185938
股权募资	3946	0	0	0
债务募资	50142	70000	7000	10000
筹资活动现金流	-39699	6831	-54686	-55792
现金净流量	-15152	72109	30863	8989

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026