

投资评级 优于大市 维持

盈利能力提升带动业绩增长

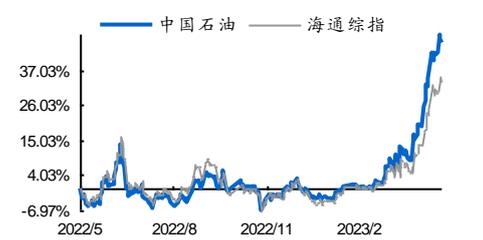
股票数据

04月28日收盘价(元)	7.89
52周股价波动(元)	4.76-7.89
总股本/流通A股(百万股)	183021/161922
总市值/流通市值(百万元)	1444036/1444036

相关研究

《原油均价抬升，盈利创新高》2023.03.30
 《预计2022年归母净利润同比大增》
 2023.01.20
 《油价高位，盈利稳定》2022.10.28

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	39.2	50.9	52.0
相对涨幅(%)	38.4	51.9	55.7

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 邓勇

Tel: (021) 23219404

Email: dengyong@haitong.com

证书: S0850511010010

分析师: 朱建军

Tel: (021) 23154143

Email: zjj10419@haitong.com

证书: S0850517070005

分析师: 胡歆

Tel: (021) 23154505

Email: hx11853@haitong.com

证书: S0850519080001

分析师: 刘威

Tel: (0755) 82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

联系人: 张海榕

Tel: (021) 23219635

Email: zhr14674@haitong.com

投资要点:

- **中国石油公布2023年一季度报。**今年第一季度，公司实现营业收入7324.71亿元，同比下降6.0%；实现归属于母公司股东净利润436.30亿元，同比增长12.2%，为历史同期最好盈利水平（1Q12公司实现净利润391.53亿元）。
- **盈利能力提升带动业绩增长。**第一季度虽然原油价格回落，但公司成本管控得力，各业务板块盈利能力稳定或提升，公司整体经营收益率5.02%，同比提升0.5个百分点。盈利能力的提升带动公司克服油价回落的不利影响，实现一季度净利润同比增长12.2%。
- **油气开采与新能源业务：降本增效，盈利能力稳定。**第一季度，公司油气与新能源业务实现营业额2167.02亿元，同比增长3.47%；实现经营利润409.96亿元，同比增长5.67%。在原油价格下降15.77%的情况下，公司通过降本增效，实现EBIT13.26美元/桶，与去年同期基本持平。较好的盈利，也促使公司油气产量增加，一季度公司油气当量产量6117.2万吨，同比增长4.90%。
- **炼化与新材料业务：盈利小幅回落。**第一季度，公司炼化与新材料业务实现收入2783.67亿元，同比增长1.37%；实现经营收益84.70亿元，同比下降21.32%。该业务板块实现EBIT3.79美元/桶，同比下降32.43%，我们认为主要是由于原油价格回落导致一定的库存损失，以及乙烯价差持续低位导致化工业务亏损所致。
- **销售业务：盈利继续回升。**第一季度，公司销售业务板块实现营业收入5881.21亿元，同比下降7.60%；实现经营收益81.56亿元，同比增长79.02%。随着成品油市场竞争格局的进一步优化，以及成品油需求改善，该业务板块盈利在有序恢复中。
- **天然气销售业务：收入、利润稳健增长。**第一季度，公司天然气销售业务实现收入1602.49亿元，同比增长12.22%；实现经营收益101.36亿元，同比增长13.30%。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司2023-2025年EPS分别为0.78、0.78、0.82元，2023年BPS为7.87元。参考可比公司估值水平，给予其2023年1.1-1.3倍PB，对应合理价值区间8.66-10.23元，维持“优于大市”投资评级。
- **风险提示：**原油、天然气价格回落将影响上游业务盈利；炼化行业景气度下降将影响公司炼油与化工业务板块盈利。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2614349	3239167	3222009	3212349	3262608
(+/-)YoY(%)	35.2%	23.9%	-0.5%	-0.3%	1.6%
净利润(百万元)	92161	149375	142987	143610	149732
(+/-)YoY(%)	385.0%	62.1%	-4.3%	0.4%	4.3%
全面摊薄EPS(元)	0.50	0.82	0.78	0.78	0.82
毛利率(%)	20.8%	22.0%	20.6%	20.6%	20.8%
净资产收益率(%)	7.3%	10.9%	9.9%	9.5%	9.4%

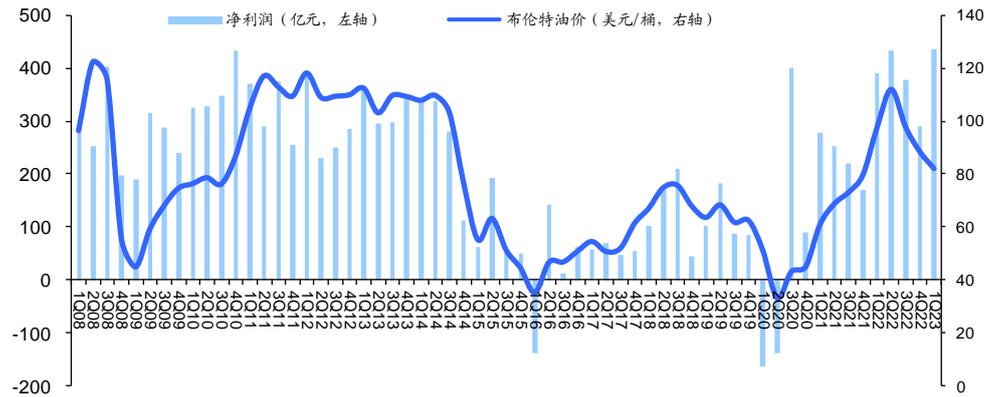
资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

1. 盈利能力提升带动业绩增长

今年第一季度，公司实现营业收入 7324.71 亿元，同比下降 6.0%；实现归属于母公司股东净利润 436.30 亿元，同比增长 12.2%，为历史同期最好盈利水平（1Q12 公司实现净利润 391.53 亿元）。

盈利能力提升带动业绩增长。第一季度虽然原油价格回落，但我们认为公司成本管控得力，各业务板块盈利能力稳定或提升，公司整体经营收益率 5.02%，同比提升 0.5 个百分点。我们认为盈利能力的提升带动公司克服油价回落的不利影响，实现一季度归母净利润同比增长 12.2%。

图 1 中国石油单季度净利润

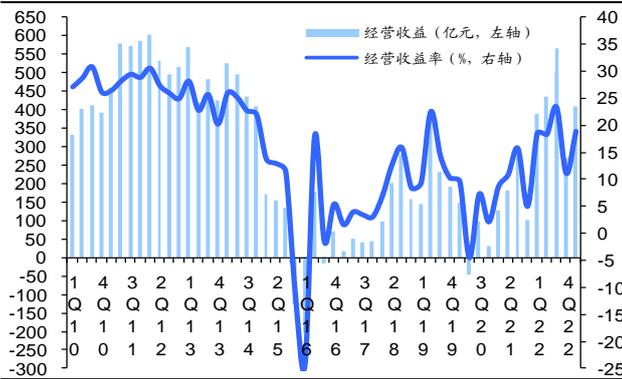


资料来源：公司 2008-2023 定期财务报告，Wind，海通证券研究所

2. 各项业务分析

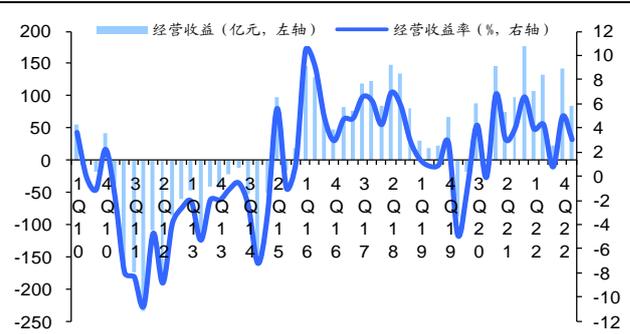
第一季度虽然原油价格同比下降，但公司加大了降本增效力度，各业务板块成本得到了有效控制，从而为各业务盈利的稳定创造了良好条件，进而推动了公司整体盈利的同比增长。

图 2 中国石油油气与新能源业务盈利能力

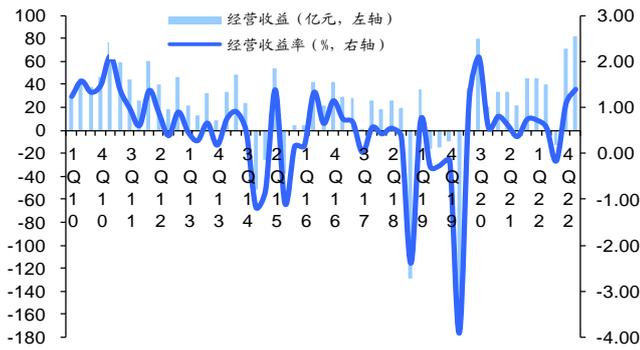


资料来源：公司 2010-2023 定期财务报告，海通证券研究所

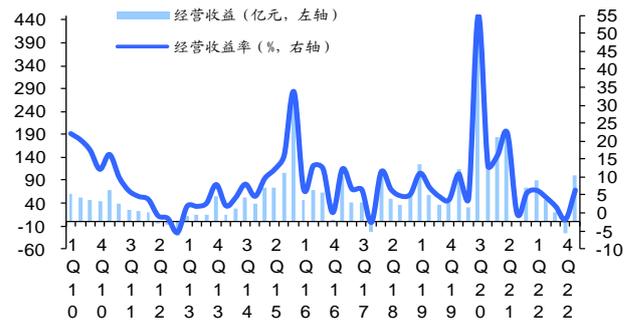
图 3 中国石油炼化与新材料业务盈利能力



资料来源：公司 2010-2023 定期财务报告，海通证券研究所

图 4 中国石油销售业务盈利能力


资料来源：公司 2010-2023 定期财务报告，海通证券研究所

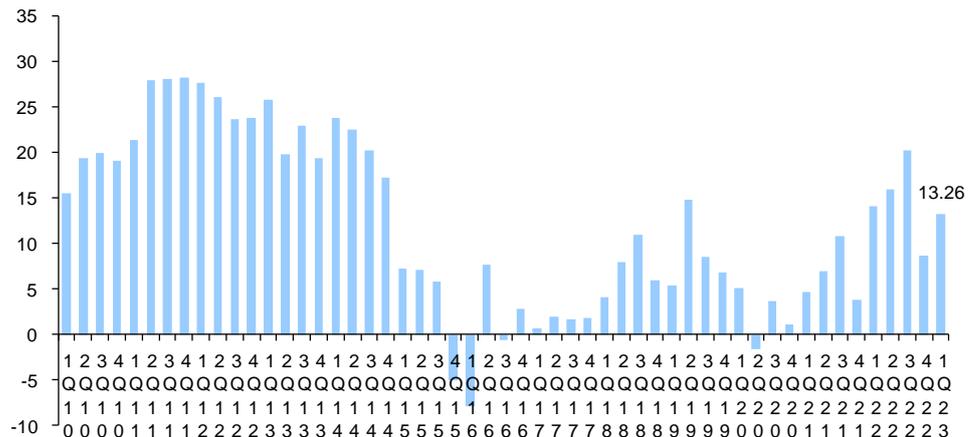
图 5 中国石油天然气销售业务盈利能力


资料来源：公司 2010-2023 定期财务报告，海通证券研究所

2.1 油气与新能源业务：降本增效，盈利能力稳定

第一季度，公司油气与新能源业务实现营业收入 2167.02 亿元，同比增长 3.47%；实现经营利润 409.96 亿元，同比增长 5.67%。在油价下降的第一季度，公司仍实现油气与新能源业务收入与利润的增长，表明公司在成本管控方面成效显著。

第一季度中石油油气与新能源业务 EBIT 为 13.26 美元/桶，与去年同期基本持平。第一季度布伦特原油均价 82.22 美元/桶，同比下降 15.77%。在原油实现价格有一定回落的情况下，公司油气与新能源业务的盈利能力仍保持稳定。

图 6 中国石油每桶原油产量贡献的 EBIT (美元/桶)


资料来源：公司 2010-2023 定期财务报告，海通证券研究所

第一季度，公司实现原油产量 3198 万吨，同比增长 5.07%；天然气产量 366.44 亿立方米，同比增长 4.74%；实现油气当量产量 6117.2 万吨，同比增长 4.90%。

表 1 中国石油油气产量

	单位	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	1Q23 同比	1Q23 环比
原油产量	万吨	3043.71	3072.13	3046.42	3101.91	3198.00	5.07%	3.10%
天然气产量	亿立方米	349.85	317.91	307.69	348.35	366.44	4.74%	5.19%
油气当量	万吨	5831.64	5604.28	5500.07	5873.60	6117.20	4.90%	4.15%

资料来源：公司 2022-2023 定期财务报告，海通证券研究所

2.2 炼化与新材料业务：盈利小幅回落

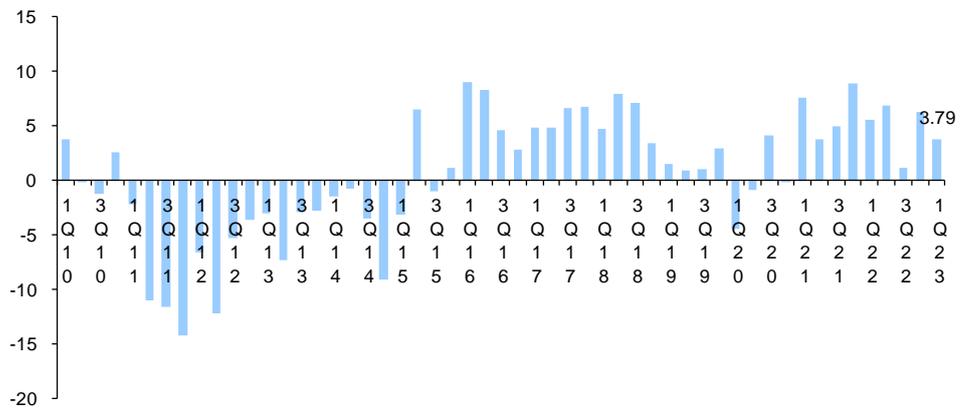
第一季度，公司炼化与新材料业务实现收入 2783.67 亿元，同比增长 1.37%；实现经营收益 84.70 亿元，同比下降 21.32%。其中，炼油业务盈利 93.96 亿元，同比下降 12.6%；化工业务亏损 9.26 亿元。

第一季度，公司炼化与新材料业务 EBIT 为 3.79 美元/桶，同比下降 32.45%，我们认为主要是由于原油价格回落导致一定的库存损失，以及乙烯价差持续低位导致化工业务亏损所致。

与去年同期油价逐月上涨走势不同，今年 1-3 月布伦特油价分别为 84.11、83.47、79.19 美元/桶，呈回落走势，从而使得炼油业务不仅没有库存收益，反而还需承担一定的库存损失。

乙烯-石脑油月度价差有所回升。今年第一季度，乙烯-石脑油价差 193 美元/吨，已连续三个季度在 200 美元/吨以下，处于历史底部水平。下游需求疲弱，乙烯价差持续低位，导致化工业务板块的亏损。但从月度价差看，乙烯-石脑油价差已出现改善迹象，月度价差已回升至 250 美元/桶以上。今年 1-4 月，乙烯-石脑油价差分别为 135、174、268、251 美元/桶。

图 7 中国石油炼化与新材料业务 EBIT (美元/桶)



资料来源：公司 2010-2023 定期财务报告，海通证券研究所

原油加工量同比增长 8.10%。今年第一季度，公司原油加工量为 4424.14 万吨，同比增长 8.10%。在成品油产量方面，公司在第一季度的汽煤柴产量为 2775.4 万吨，同比增长 5.73%，柴汽比为 1.21:1；在化工品产量方面，公司实现乙烯产量 200 万吨，同比增长 2.09%。

表 2 中国石油成品油、化工品产量 (万吨)

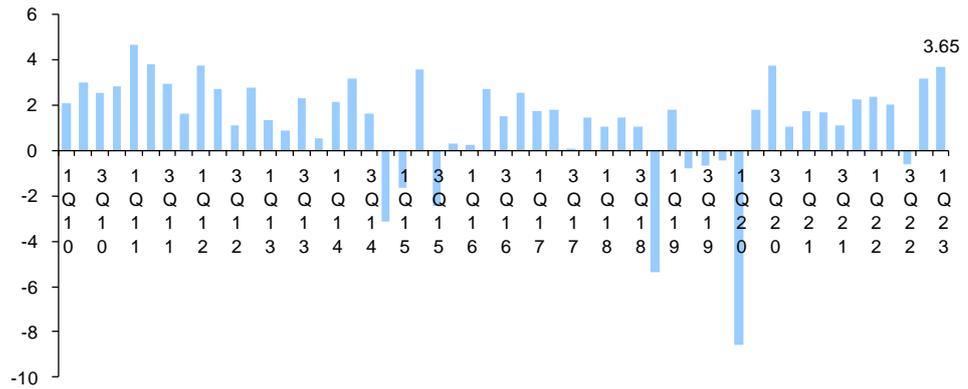
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	1Q23 同比	1Q23 环比
原油加工量	4092.57	3993.77	4035.73	4290.16	4424.14	8.10%	3.12%
汽油	1178.00	1023.2	1075.60	1074.6	1125.6	-4.45%	4.75%
航空煤油	220.10	156.3	240.90	201.90	292.00	32.67%	44.63%
柴油	1226.90	1346.5	1278.10	1513.3	1357.80	10.67%	-10.28%
乙烯	195.90	180.4	173.50	192.10	200.00	2.09%	4.11%
合成树脂	309.10	279.8	273.40	299.70	308.90	-0.06%	3.07%
合成纤维	30.10	27.4	26.20	26.20	26.80	-10.96%	2.29%
合成橡胶	29.30	25.7	24.50	24.90	25.70	-12.29%	3.21%

资料来源：公司 2022-2023 定期财务报告，海通证券研究所

2.3 销售业务：盈利继续回升

第一季度，公司销售业务板块实现营业收入 5881.21 亿元，同比下降 7.60%；实现经营收益 81.56 亿元，同比增长 79.02%。

第一季度，公司销售业务板块实现 EBIT3.65 美元/桶，随着成品油市场竞争格局的进一步优化，以及成品油需求改善，该业务板块盈利在有序恢复中。

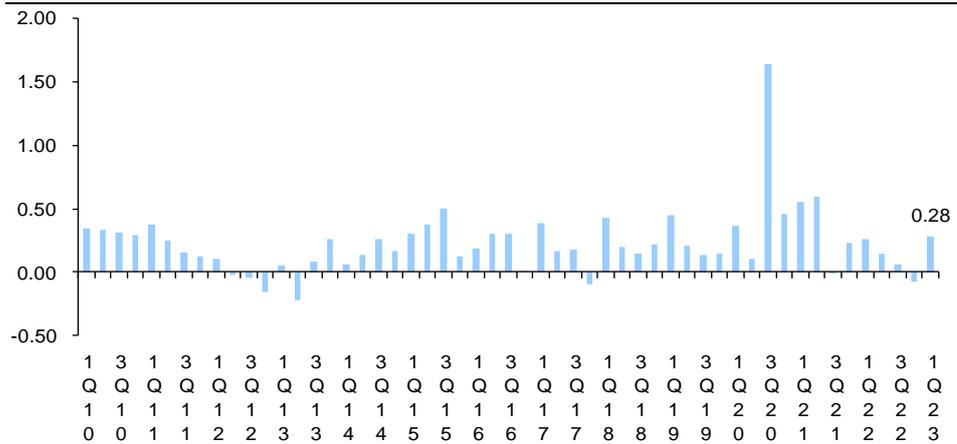
图 8 中国石油销售业务板块 EBIT (美元/桶)


资料来源：公司 2010-2023 定期财务报告，海通证券研究所

2.4 天然气销售业务：收入、利润稳健增长

第一季度，公司天然气销售业务实现收入 1602.49 亿元，同比增长 12.22%，实现经营收益 101.36 亿元，同比增长 13.30%。收入、利润实现平稳增长。

第一季度，公司国内天然气销量 623.92 亿立方米，同比增长 2.9%；实现 EBIT0.28 元/立方米。

图 9 中国石油每立方天然气产量贡献的 EBIT (元/立方)


资料来源：公司 2010-2023 定期财务报告，海通证券研究所

3. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.78、0.78、0.82 元，2023 年 BPS 为 7.87 元。参考可比公司估值水平，给予其 2023 年 1.1-1.3 倍 PB，对应合理价值区间 8.66-10.23 元，维持“优于大市”投资评级。

盈利预测主要假设：

(1) 假设油气产量稳定增长，2023-2025 年原油产量年均增速 0.8%，天然气产量年均增速 4.6%；

(2) 假设 2023-2025 年国际油价维持 80-90 美元/桶高位震荡，布伦特油价均价维持 85 美元/桶；

(3) 假设公司降本增效，带动盈利能力提升。

表 3 中国石油各板块业务盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
油气和新能源				
营业收入 (百万元)	909141	804156	764778	765715
营业成本 (百万元)	580188	506618	477986	474743
毛利率	36.18%	37.00%	37.50%	38.00%
炼油化工和新材料				
营业收入 (百万元)	1157918	1158659	1186778	1217614
营业成本 (百万元)	896515	903754	925687	949739
毛利率	22.58%	22.00%	22.00%	22.00%
销售				
营业收入 (百万元)	2742369	2787618	2786503	2842233
营业成本 (百万元)	2640615	2684476	2683402	2737070
毛利率	3.71%	3.70%	3.70%	3.70%
天然气销售				
营业收入 (百万元)	513331	464607	459141	451967
营业成本 (百万元)	499567	450669	440775	431628
毛利率	2.68%	3.00%	4.00%	4.50%

注：表中各业务收入、成本为内部抵消前的预测。
 资料来源：Wind，海通证券研究所

表 4 可比公司盈利预测与估值 (以 2023.4.28 日价格作为收盘价)

	收盘价	BPS (元, 2023E)	PB (倍, 2023E)
中国石化	6.71 元	6.90 元	0.97
埃克森美孚	118.34 美元	347.61 元	2.36
平均	-	-	1.66

资料来源：Wind、Bloomberg 一致预期，海通证券研究所

4. 风险提示

原油、天然气价格回落将影响上游业务盈利；炼化行业景气度下降将影响公司炼油与化工业务板块盈利。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	3239167	3222009	3212349	3262608
每股收益	0.82	0.78	0.78	0.82	营业成本	2527935	2558464	2549089	2584503
每股净资产	7.48	7.87	8.27	8.68	毛利率%	22.0%	20.6%	20.6%	20.8%
每股经营现金流	2.15	2.05	2.04	2.13	营业税金及附加	276821	275482	274656	278953
每股股利	0.42	0.39	0.39	0.41	营业税金率%	8.5%	8.6%	8.6%	8.6%
价值评估 (倍)					营业费用	68352	67984	67781	68841
P/E	9.67	10.10	10.06	9.64	营业费用率%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
P/B	1.05	1.00	0.95	0.91	管理费用	50523	50263	50113	50897
P/S	0.45	0.45	0.45	0.44	管理费用率%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
EV/EBITDA	2.19	3.70	3.48	3.17	EBIT	303543	267882	268783	277456
股息率%	5.4%	5.0%	5.0%	5.2%	财务费用	19614	19391	19391	19391
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
毛利率	22.0%	20.6%	20.6%	20.8%	资产减值损失	-37233	-20050	-20050	-20050
净利润率	4.6%	4.4%	4.5%	4.6%	投资收益	-11140	3222	3212	3263
净资产收益率	10.9%	9.9%	9.5%	9.4%	营业利润	242564	232563	233452	242189
资产回报率	5.6%	5.3%	5.0%	5.2%	营业外收支	-29292	-28500	-28500	-28500
投资回报率	11.7%	9.9%	9.6%	9.5%	利润总额	213272	204063	204952	213689
盈利增长 (%)					EBITDA	517603	426982	430083	440956
营业收入增长率	23.9%	-0.5%	-0.3%	1.6%	所得税	49295	46935	47139	49148
EBIT 增长率	59.9%	-11.7%	0.3%	3.2%	有效所得税率%	23.1%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润增长率	62.1%	-4.3%	0.4%	4.3%	少数股东损益	14602	14142	14203	14809
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	149375	142987	143610	149732
资产负债率	42.5%	40.2%	39.9%	38.0%	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动比率	0.98	1.13	1.26	1.43	货币资金	225049	313187	397654	495954
速动比率	0.60	0.75	0.87	1.05	应收账款及应收票据	72028	52085	71656	54021
现金比率	0.36	0.54	0.64	0.84	存货	167751	147611	166595	151976
经营效率指标					其它流动资产	149039	142437	148865	143960
应收账款周转天数	6.93	6.93	6.93	6.93	流动资产合计	613867	655320	784770	845912
存货周转天数	22.19	22.19	22.19	22.19	长期股权投资	269671	272671	275671	278671
总资产周转率	1.25	1.20	1.16	1.14	固定资产	463027	472427	479728	484928
固定资产周转率	7.35	6.89	6.75	6.76	在建工程	196876	186876	176876	166876
					无形资产	92960	93410	93860	94310
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	非流动资产合计	2059884	2060634	2059185	2055535
净利润	149375	142987	143610	149732	资产总计	2673751	2715954	2843955	2901447
少数股东损益	14602	14142	14203	14809	短期借款	38375	38375	38375	38375
非现金支出	252880	179150	181350	183550	应付票据及应付账款	304747	260050	302677	267867
非经营收益	39432	36269	36282	36217	预收账款	0	0	0	0
营运资金变动	-62521	3253	-2990	4976	其它流动负债	281141	282407	281771	284398
经营活动现金流	393768	375801	372454	389283	流动负债合计	624263	580831	622824	590641
资产	-243023	-204500	-204502	-204488	长期借款	169630	169630	169630	169630
投资	-3689	-3000	-3000	-3000	其它长期负债	341755	341755	341755	341755
其他	13741	3222	3212	3263	非流动负债合计	511385	511385	511385	511385
投资活动现金流	-232971	-204278	-204290	-204226	负债总计	1135648	1092216	1134209	1102026
债权募资	-24981	0	0	0	实收资本	183021	183021	183021	183021
股权募资	529	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1369576	1441070	1512874	1587740
其他	-89261	-83385	-83696	-86757	少数股东权益	168527	182669	196872	211680
融资活动现金流	-113713	-83385	-83696	-86757	负债和所有者权益合计	2673751	2715954	2843955	2901447
现金净流量	54401	88138	84467	98300					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

邓勇 石油化工行业
朱军军 石油化工行业
胡歆 石油化工行业
刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,湘潭电化,百傲化学,华光新材,东华能源,上海石化,东方盛虹,鲁西化工,巨化股份,卓越新能,赛轮轮胎,桐昆股份,和邦生物,广汇能源,永东股份,华润材料,维远股份,中国石化,元利科技,新凤鸣,永和股份,中油工程,泰和新材,嘉化能源,华锦股份,聚合顺,松井股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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波动。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报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。