

中国石化 (600028.SH)

石化一体化龙头企业，看好公司稳健成长

买入

核心观点

中国石化是石化一体化龙头企业。中国石化是国资委控股的石化一体化龙头企业，业务自上而下布局石化产业的全产业链，但更集中于产业链的中游及下游，即炼化和成品油销售是公司的重心。公司重视股东回报，历史上一直具有优异的分红表现，2022年股息率达到8%的高水平。

勘探开发板块：油价维持较高区间下，盈利可期。公司勘探开发板块盈利主要取决于桶油成本和油价，2022年在高油价下勘探开发板块盈利大幅提升。我们预测未来布伦特油价有望维持在70-90美元/桶的较高区间，成本端随着公司增储上产的不断推动，以及新油田的大力开发，实际桶油成本有望实现下降。整体来看，公司勘探开发板块未来有望维持较高利润。

炼油板块：单位利润相对稳定，经济复苏下成品油销量有望增长。公司成品油产量基本呈现稳定增长的趋势，在40-80美金的油价下，公司炼油盈利相对较好，利润相对稳定。2023年随着油价的回调以及需求的逐步向好，国内炼油利润水平也出现了大幅提升，目前已经达到近5年来的最高水平。未来在全球炼油供需错配下，公司炼油高盈利有望持续。

销售板块：成品油批零价差扩大，非油业务稳步发展。2023年在疫情修复下，随着国内出行需求的恢复，成品油销售量将有所提升，并且今年以来，成品油批零价差有所回升，全年有望维持在合理区间，中国石化销售业绩存在一定支撑。非油业务的经营质量和效益持续提升，2022年收入和利润增速较快，预计未来将一定程度上带动销售板块的业绩提升。

化工板块：传统化工品供需压力较大，新材料提升附加值。整体看未来供大宗化工品供给压力较大，中短期可能会维持较低的利润。新材料是公司板块的发展方向，近年来高附加值产品比例在稳步提升。公司公告以5.36元的价格向大股东中国石化集团定增120亿用于清洁能源、高附加值材料等方向的业务发展升级，新材料项目包括POE、EVA等。

盈利预测与估值：公司经营稳健，预测公司2023-2025年归属母公司净利润706/747/805亿元，每股收益分别为0.59/0.62/0.67元。通过多角度估值，我们预计公司合理估值6.38-7.08元，相对目前股价有10%-22%溢价，首次覆盖，给与“买入”评级。

风险提示：油价大幅波动风险；主要产品价格下滑超预期风险；主要产品产销不达预期风险；化工新材料竞争加剧风险等。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,740,884	3,318,168	3,184,916	3,231,234	3,215,288
(+/-%)	30.1%	21.1%	-4.0%	1.5%	-0.5%
净利润(百万元)	71208	66302	70585	74744	80529
(+/-%)	116.3%	-6.9%	6.5%	5.9%	7.7%
每股收益(元)	0.59	0.55	0.59	0.62	0.67
EBIT Margin	4.9%	3.2%	3.8%	3.9%	4.1%
净资产收益率 (ROE)	9.2%	8.4%	8.7%	8.9%	9.2%
市盈率 (PE)	9.8	10.5	9.8	9.3	8.6
EV/EBITDA	7.1	8.4	8.8	8.3	8.0
市净率 (PB)	0.90	0.88	0.85	0.82	0.79

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 深度报告

石油石化 · 炼化及贸易

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：刘子栋

021-60933133

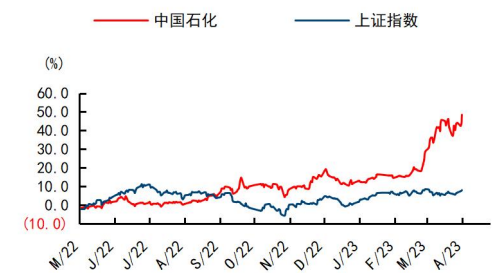
liuzidong@guosen.com.cn

S0980521020002

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	6.38 - 7.08元
收盘价	5.79元
总市值/流通市值	694200/694200百万元
52周最高价/最低价	5.93/4.02元
近3个月日均成交额	870.08百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

中国石化：高分红的现金奶牛	5
石化全产业链布局的龙头企业	5
业绩表现相对稳定，源于中下游业务占比高	6
现金流充裕，提升资本开支的同时持续维持高分红	7
勘探开发板块：油价维持较高区间下，盈利可期	8
油价有望维持在较高区间	9
增储上产保障国家能源安全	14
炼油板块：单位利润相对稳定，经济复苏下成品油销量有望增长	16
原油加工量小幅增长，单位炼油利润相对稳定	16
供需错配下，传统炼厂利润有望提升	18
炼油成本端：沙特官价升水回调显著，VLCC 运费仍处高位	20
销售板块：成品油批零价差扩大，非油业务稳步发展	21
疫情修复下成品油销售有望回暖	21
非油业务快速发展	23
化工板块：传统化工品供需压力较大，新材料提升附加值	24
传统化工品新增产能较大，压力突出	24
大力发展新材料，提升化工附加值	26
盈利预测	28
假设前提	28
未来 3 年业绩预测	29
盈利预测的敏感性分析	29
估值与投资建议	30
投资建议	31
风险提示	32
附表：财务预测与估值	35

图表目录

图 1: 公司股权结构图	5
图 2: 中国石化产业链主要业务布局	6
图 3: 中国石化与中国石油收入对比 (亿元)	6
图 4: 中国石化与中国石油归母净利润对比 (亿元)	6
图 5: 中国石化收入结构	7
图 6: 中国石油收入结构	7
图 7: 中国石化毛利结构	7
图 8: 中国石油毛利收入结构	7
图 9: 中国石化经营性现金流净额与净利润 (亿元)	8
图 10: 中国石化资本开支 (亿元)	8
图 11: 中国石化分红情况 (亿元, 不包括回购股份)	8
图 12: 中国石化股息率	8
图 13: 公司勘探开发板块经营利润 (美元/桶油当量) 与油价 (美元/桶)	9
图 14: 新建和现有油气田上游投资 (十亿美元)	9
图 15: 全球上游石油和天然气投资, 实值 (左) 和按 2021 不变成本重新定价 (右)	10
图 16: OPEC 主要成员国财政平衡油价 (美元/桶)	10
图 17: 俄罗斯原油产品月度产量 (百万桶/天)	11
图 18: 俄罗斯原油产品年度产量预测 (百万桶/天)	11
图 19: 美国原油战略储备 (亿桶)	12
图 20: 美国原油月度产量及预测 (百万桶/天)	12
图 21: 美国原油年度产量及预测 (百万桶/天)	12
图 22: 原油需求增速与 GDP 增速高度相关	12
图 23: 主流机构对于原油需求的预测 (百万桶/天)	13
图 24: 不同情景下的原油需求 (百万桶/天) 与油价 (美元/桶)	13
图 25: 中国原油供需与对外依存度 (亿吨)	14
图 26: 中国天然气供需与对外依存度 (亿方)	14
图 27: 公司勘探开发板块资本开支 (亿元)	15
图 28: 公司原油储量与储量接替率 (百万桶)	15
图 29: 公司天然气储量与储量接替率 (十亿方)	15
图 30: 公司原油产量 (百万桶)	16
图 31: 公司天然气产量 (亿方)	16
图 32: 中国石化原油加工量 (百万吨)	16
图 33: 中国石化原油来源结构	16
图 34: 中国石化成品油产量 (百万吨) 与柴汽比 (右轴)	17
图 35: 中国石化单位炼油利润 (元/吨, 左) 与布伦特油价 (美元/桶, 右)	17
图 36: 国内原油加工能力 (亿吨, 左) 与产能利用率 (% , 右)	18
图 37: 国内炼油毛利情况 (元/吨)	19

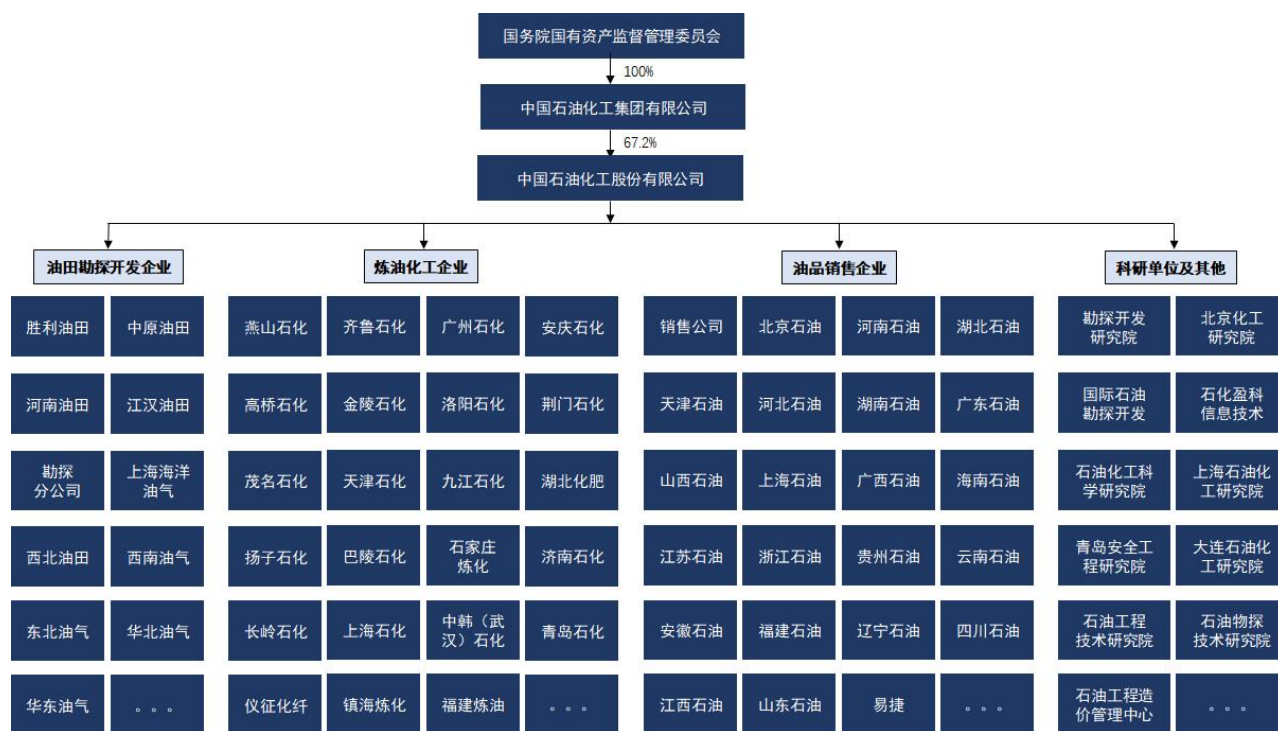
图 38: 新增/衰减炼能 (百万桶/天) 与炼化投资额 (十亿美元)	19
图 39: 亚太成品油 321 裂解价差 (美元/桶)	20
图 40: 欧美成品油 321 裂解价差 (美元/桶)	20
图 41: 我国成品油出口配额情况 (万吨)	20
图 42: 沙特至亚洲官价升贴水 (美元/桶)	21
图 43: VLCC 运费 (美元/天)	21
图 44: 中国石化成品油销售量 (百万吨)	22
图 45: 中国石化加油站总数 (座) 与单站年均加油量 (吨/站)	22
图 46: 92#汽油批零价差 (元/吨)	22
图 47: 95#汽油批零价差 (元/吨)	22
图 48: 0#柴油批零价差 (元/吨)	22
图 49: 中国石化与中国石油单位销售毛利 (元/吨)	22
图 50: 2021 年全国便利店前十门店数量 (个)	23
图 51: 中石化易捷门店数量 (个)	23
图 52: 易捷产品与服务	23
图 53: 中国石化非油业务收入情况 (亿元, 万元/店)	24
图 54: 中国石化非油业务利润情况 (亿元, 万元/店)	24
图 55: 中国石化主要化工品产量 (万吨)	24
图 56: 公司化工单位毛利 (元/吨, 左) 与油价 (美元/桶, 右)	24
图 57: 公司主要化工品分类	25
图 58: 主要化工品价格历史分位情况 (元/吨)	26
图 59: 化工板块资本开支 (亿元)	26
表 1: OPEC 减产情况 (千桶/天)	11
表 2: 能源安全相关政策	14
表 3: 我国成品油调价机制	17
表 4: 国内主要炼化企业成品油收率情况 (万吨)	18
表 5: 化工主要产品产能及增速 (万吨)	25
表 6: 中国石化定增项目情况 (万元)	27
表 7: 2021 年全球 POE 企业情况 (万吨)	27
表 8: 中国石化业务预测情况 (亿元)	28
表 9: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)	29
表 10: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	29
表 11: 公司盈利预测假设条件 (%)	30
表 12: 资本成本假设	30
表 13: 中国石化 DDM 估值表	31
表 14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	31
表 15: 相对估值表	31

中国石化：高分红的现金奶牛

石化全产业链布局的龙头企业

中国石化是国资委控股的石化一体化龙头企业，业务自上而下布局石化产业的全产业链，但更偏向于产业链的中游及下游，即炼化和成品油销售是公司的重心。中国石化现有全资子公司、控股和参股子公司、分公司等共 100 余家，包括油气勘探开发、炼油、化工、产品销售以及科研、外贸等企业和单位，经营资产和主要市场集中在中国经济最发达、最活跃的东部、南部和中部地区。公司公告以 5.36 元的价格向大股东中国石化集团定增 120 亿用于清洁能源、高附加值材料等方向的业务发展升级，体现了大股东对于公司未来发展的信心。

图1：公司股权结构图

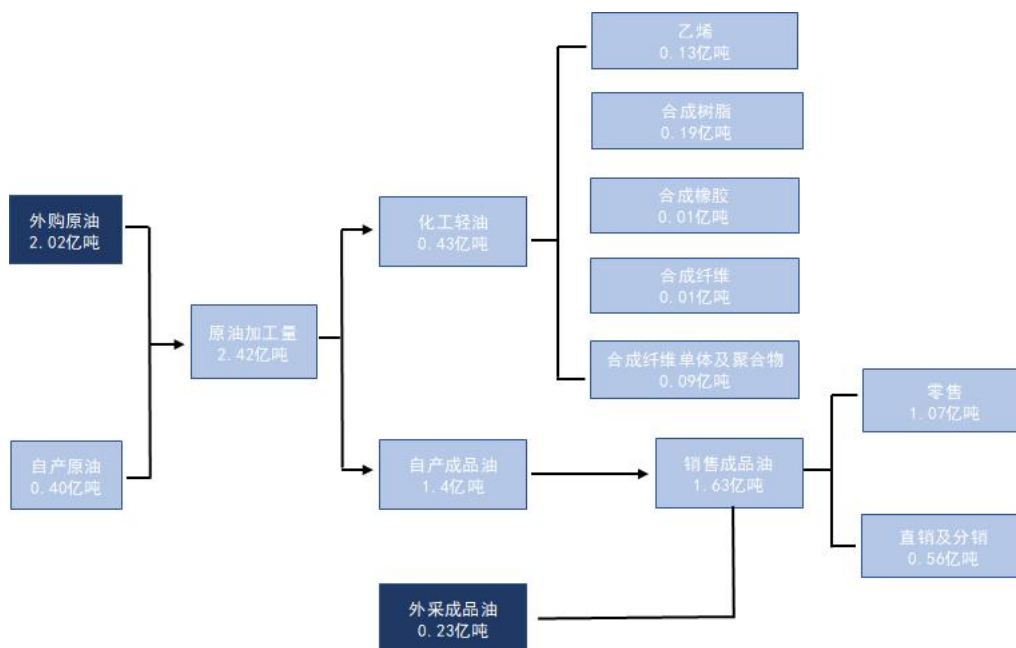


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

中国石化是中国最大的一体化能源化工公司之一，主要从事石油与天然气勘探开发、管道运输、销售；石油炼制、石油化工、煤化工、化纤及其它化工生产与产品销售、储运；石油、天然气、石油产品、石油化工及其它化工产品和其它商品、技术的进出口、代理进出口业务；技术、信息的研究、开发、应用。中国石化是中国大型油气生产商；炼油能力排名中国第一位；在中国拥有完善的成品油销售网络，是中国最大的成品油供应商；乙烯生产能力排名中国第一位，构建了比较完善的化工产品营销网络。

公司近几年产品产量相对比较稳定，根据 2022 年年报，公司原油加工量为 2.4 亿吨，其中约 83%的原油来自于海外进口；生产化工品约 0.43 亿吨，主要包括乙烯、合成树脂等；销售成品油 1.63 亿吨，其中 86%是来自自产自销，剩下成品油为外购；成品油销售终端 66%是通过自有加油站零售，剩下则是通过直销和分销渠道进行销售。

图2：中国石化产业链主要业务布局



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

业绩表现相对稳定，源于中下游业务占比高

从收入规模上看，由于中国石化和中国石油的一体化程度较高，收入端表现均相对稳定，与油价正相关，并且中国石化收入体量较中国石油略胜一筹。但是由于两者业务各有侧重，中国石油上游业务体量更大，而中国石化中下游业务体量更大，因此可以显著的看出，中国石油的业绩弹性更大，而中国石化的业绩稳定性更高。高油价下中国石油的业绩表现更好，中低油价下中国石化业绩表现更佳。

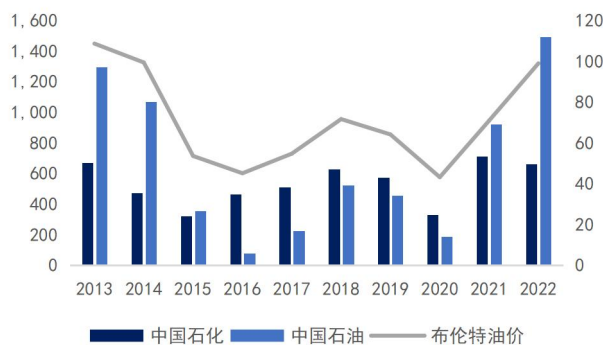
2022年由于油价的走高，中国石化虽然营业收入同比增长21%，但是归母净利润同比下滑7%。预计2023年随着油价回落在合理区间，公司整体利润水平将有所提升。

图3：中国石化与中国石油收入对比（亿元）



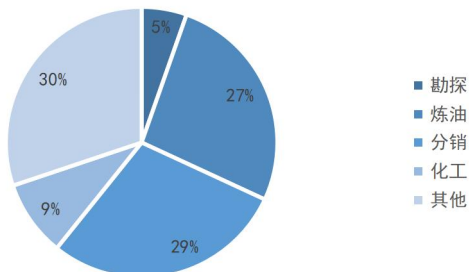
资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：中国石化与中国石油归母净利润对比（亿元）



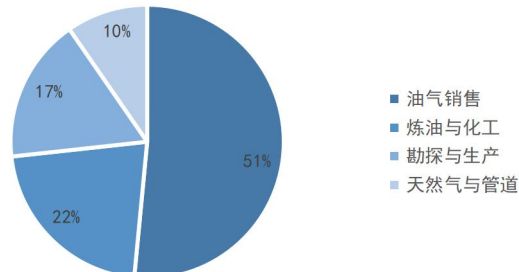
资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

图5: 中国石化收入结构



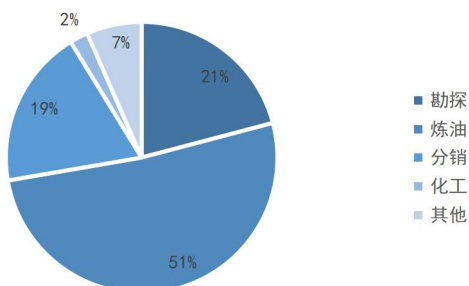
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 中国石油收入结构



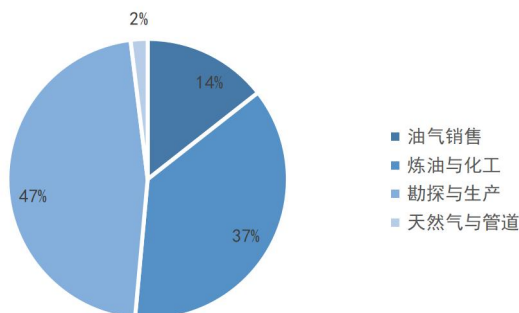
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 中国石化毛利结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 中国石油毛利收入结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

现金流充裕, 提升资本开支的同时持续维持高分红

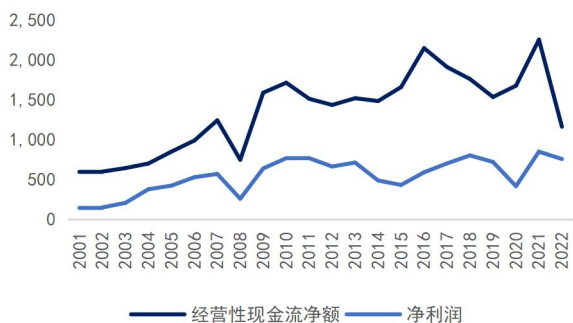
公司现金流持续提升, 体现良好的经营成果。自上市以来, 公司经营性净现金流整体呈现震荡上行的趋势, 尤其是自 2010 年以来, 经营性净现金流基本处在 1500-2000 亿的区间, 期间无论是在高油价和低油价区间, 公司都保持了非常强劲的现金流水平, 足以证明公司优秀的经营实力, 为后续的发展奠定良好的现金流基础。

资本开支周期性减弱, 未来投资更倾向于上游和化工新材料。公司历史资本开支情况主要与油价正相关, 符合石化企业的发展规律, 但是近几年即便油价出现大幅波动的情况, 公司资本开支仍然维持持续增长的态势, 一方面出于国内能源安全的角度, 石化龙头企业势必要维持较高的上游资本开支, 另一方面从企业自身来说, 化工新材料的资本开支比例在扩大, 表明公司正在逐步加强高附加值产品的建设, 努力提升公司价值。

重视股东回报, 高分红、高股息率已经成为公司的重要标志。公司重视股东回报,

历史上一直具有优异的分红表现，上下半年各有一次分红派息。从 2014 年以来，股利支付率持续维持在 50%以上，在 2017 年甚至达到 118%，即便在业绩较差的 14-15 年，公司依然维持了高分红。公司股息率水平也是自上市以来，持续震荡上行，2021 年达到最高的 11%，2022 年仍然维持 8%的高水平。

图9：中国石化经营性现金流净额与净利润（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：中国石化资本开支（亿元）



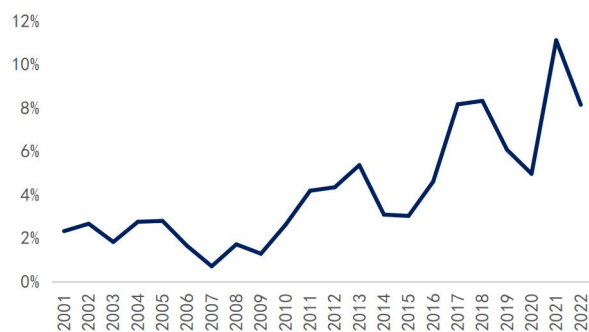
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：中国石化分红情况（亿元，不包括回购股份）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：中国石化股息率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

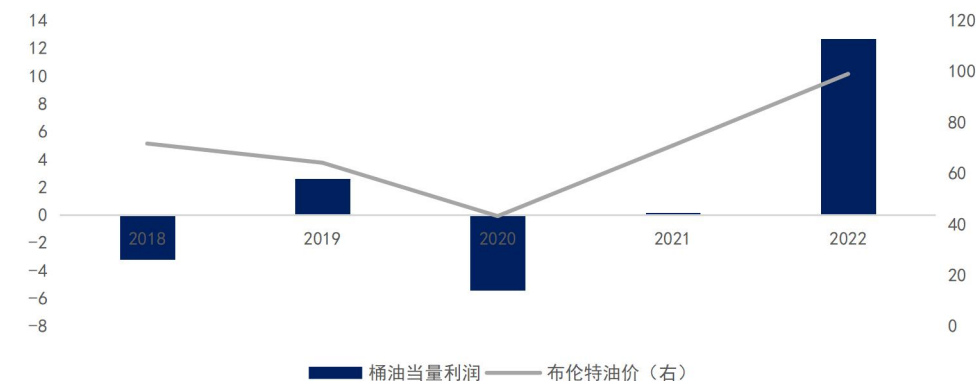
勘探开发板块：油价维持较高区间下，盈利可期

公司勘探开发板块盈利主要取决于桶油成本和油价。由于公司桶油成本相对较高，因此近几年公司勘探开发盈利能力相对较弱，2022 年在高油价下勘探开发板块盈利大幅提升。

油价：未来布伦特油价有望维持在 70-90 美元/桶的较高区间。供给端俄罗斯原油将继续受制裁影响，OPEC 加大减产举措，页岩油资本开支不足增产有限；需求端随着全球经济的不断修复，仍然维持小幅增长，整体供需仍然维持紧平衡。在美联储加息趋缓的预期下，油价有望继续维持在较高区间。

成本：桶油成本主要包括折耗折旧摊销（DD&A）、资源税、特别收益金、勘探费用、操作成本等，其中 DD&A 与经济可采储量反向相关，即经济可采储量越高，DD&A 越低，带动桶油成本下降。因此随着公司增储上产的不断推动，以及新油田的大力开发，实际桶油成本有望实现下降。

图13: 公司勘探开发板块经营利润（美元/桶油当量）与油价（美元/桶）



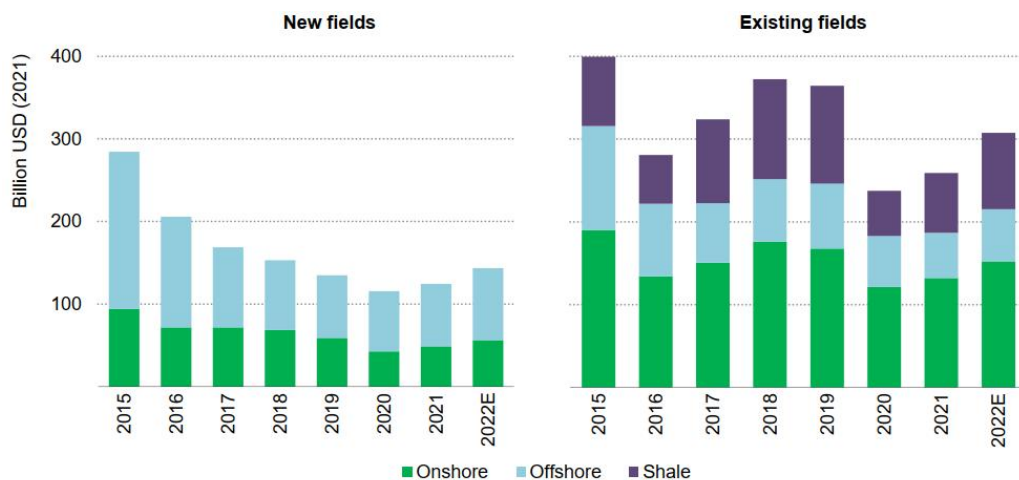
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

油价有望维持在较高区间

供给端：2023 年供给端增长动力不足

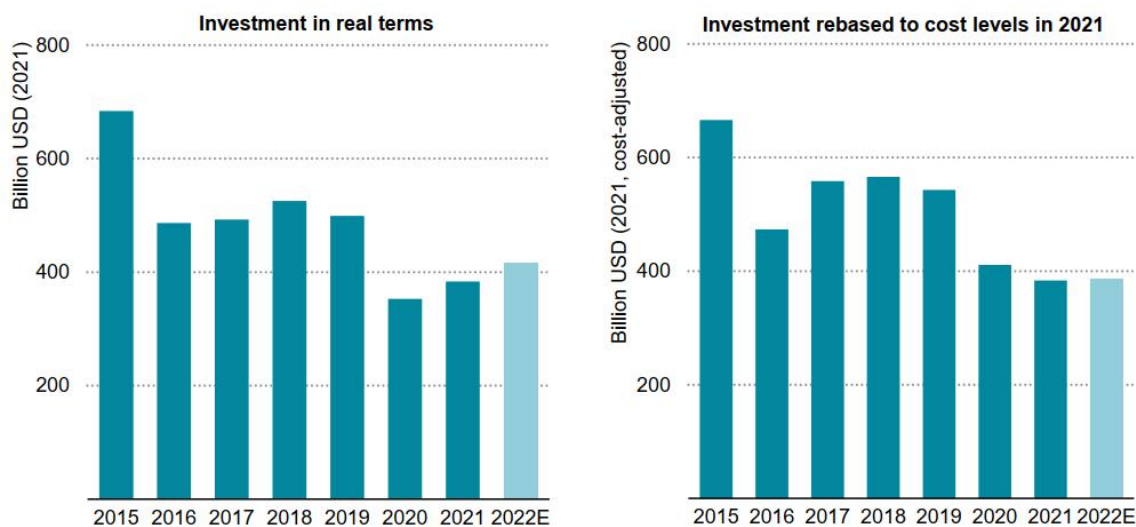
从全球能源上游资本开支角度看，虽然全球油气资本开支呈现明显的提升，但是根据 IEA 的测算，实际反应的是全球油气项目成本的提升。2015-2020 年新的油气项目开发呈现下跌趋势，直到 2020 年以后才触底小幅反弹。资本开支主要集中在已经开发的项目上，这就导致传统油气项目随着时间的推移，成本在不断提升。因此我们认为即使未来油气资本开支不断增长，但由于油田投资成本的提升，实际带来的投资效果逐步减弱。

图14: 新建和现有油气田上游投资（十亿美元）



资料来源：IEA，国信证券经济研究所整理

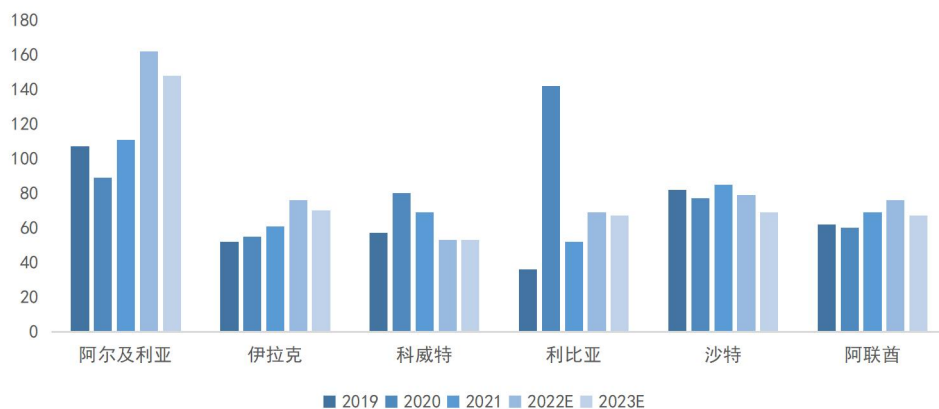
图15: 全球上游石油和天然气投资, 实值(左)和按2021不变成本重新定价(右)



资料来源: IEA, 国信证券经济研究所整理

OPEC 继续加大减产力度。出于对高油价的诉求, 12月4日的OPEC+会议决定维持200万桶/天的减产政策不变(OPEC减产127万桶/天,其他国家减产73万桶/天),并将该产量政策一直延续至2023年底。并且2023年开始, OPEC调价频率也将放缓, 不再召开高频的月度会议调整产量政策, 而是每6个月举行一次部长级会议(ONOMM), 每两个月举行一次欧佩克+联合部长级监督委员会(JMMC)会议, 从而更加保证减产政策的稳定性。

图16: OPEC 主要成员国财政平衡油价(美元/桶)



资料来源: IMF, 国信证券经济研究所整理

从目前实施结果看, 2023年2月OPEC主要减产国原油产量相比2022年8月减少约76万桶, 维持较好的减产力度。近期沙特等OPEC成员国和非OPEC成员国再次宣布削减产量, 削减石油总量超160万桶/日。因此我们认为出于对高油价的诉求, OPEC减产约束力仍在, 对于油价可以起到良好的托底作用。

表1: OPEC 减产情况 (千桶/天)

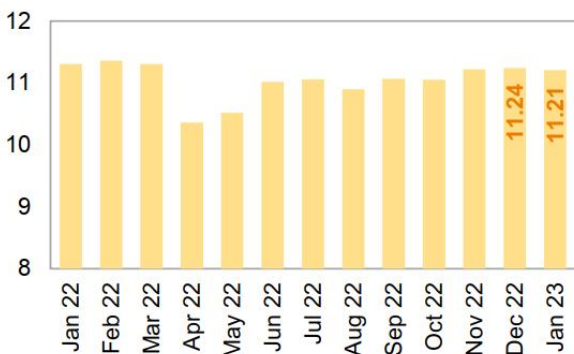
国家	2022年8月产量	2023年2月产量	实际减产	减产目标
阿尔及利亚	1,039	1,017	-22	-48
安哥拉	1,171	1,084	-87	-70
刚果	264	276	12	-15
赤道几内亚	88	63	-25	-6
加蓬	197	196	-1	-9
伊拉克	4,546	4,387	-159	-220
科威特	2,811	2,683	-128	-135
尼日利亚	1,057	1,380	323	-84
沙特阿拉伯	10,909	10,361	-548	-526
阿联酋	3,168	3,042	-126	-160
OPEC 10 国产量	25,250	24,489	-761	-1,273

资料来源: OPEC, 国信证券经济研究所整理

受制裁影响俄罗斯供给预期下降。欧盟第六轮对俄罗斯的制裁结果为2022年12月5日开启对俄罗斯海运原油的禁运,2023年2月5日实施对于俄罗斯海运石油产品的禁运,通过对海上运输保险的控制,对俄罗斯原油设定了60美金的上限。后续俄罗斯的原油供应仍有较强不确定性,俄罗斯正在积极通过贸易转移的方式将原油卖到亚洲地区,预计随着全球原油贸易格局的重塑,制裁的影响也将逐步减弱,因此我们判断俄罗斯的产量受制裁影响会先呈现快速下滑,而后逐步修复。

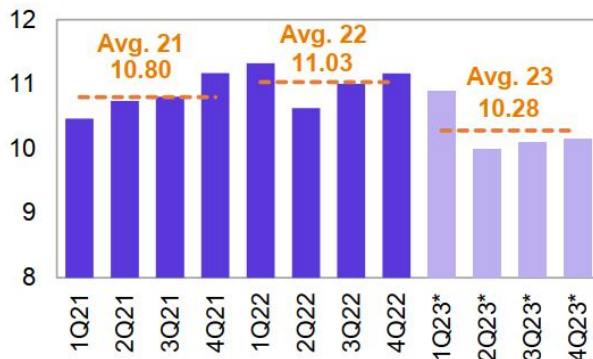
俄罗斯1月份的原油产品产量减少0.36百万桶/天至11.21百万桶/天,其中原油产量为980万桶/日,石油液产量为140万桶/天。OPEC预计,2023年俄罗斯原油产品产量将下降0.75百万桶/天至10.28百万桶/天,但是由于东欧的地缘政治影响,俄罗斯的实际产量存在很多不确定性。

图17: 俄罗斯原油产品月度产量 (百万桶/天)



资料来源: OPEC, 国信证券经济研究所整理

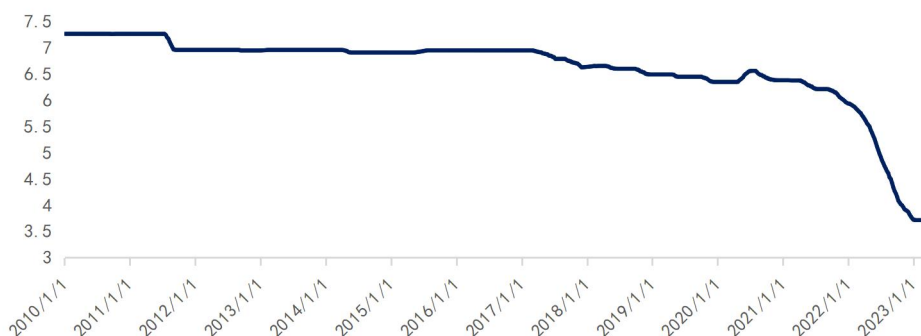
图18: 俄罗斯原油产品年度产量预测 (百万桶/天)



资料来源: OPEC, 国信证券经济研究所整理

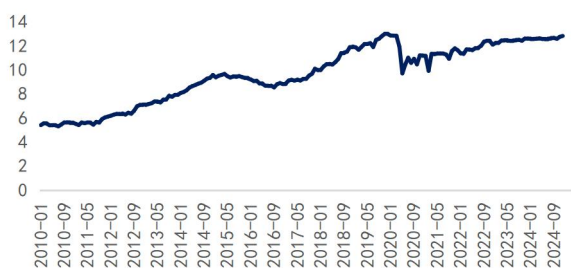
美国页岩油增速缓慢。自2021年下半年开始,美国多次释放战略原油,目前原油战略储备已经降至4亿桶以下,后续或进入补库周期。在页岩油方面,美国目前资本开支意愿仍然较低,仍不具备大幅增产的条件。根据EIA的预测,2023年美国原油产量小幅增长0.56百万桶/天至12.44百万桶/天。

图19: 美国原油战略储备 (亿桶)



资料来源: EIA, 国信证券经济研究所整理

图20: 美国原油月度产量及预测 (百万桶/天)



资料来源: EIA, 国信证券经济研究所整理

图21: 美国原油年度产量及预测 (百万桶/天)

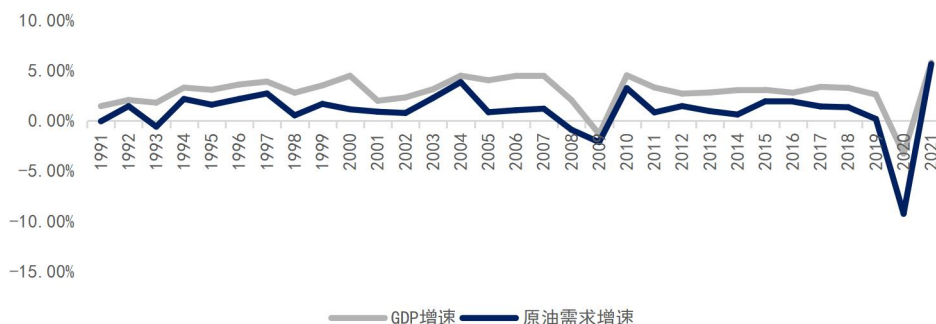


资料来源: EIA, 国信证券经济研究所整理

需求端: 预期 2023 年表现疲软

2022 年海外的高通胀环境引发了以美联储为代表的海外央行的竞相加息, 从而不可避免地带来了海外经济的衰退预期。根据 IMF 在 2022 年 10 月的预测, 2022 年与 2023 年全球 GDP 增速分别为 3.2% 与 2.7%。由于原油需求增速与 GDP 增速高度相关, 因此 2023 年随着经济增速的放缓, 预计原油需求表现也较为疲软。

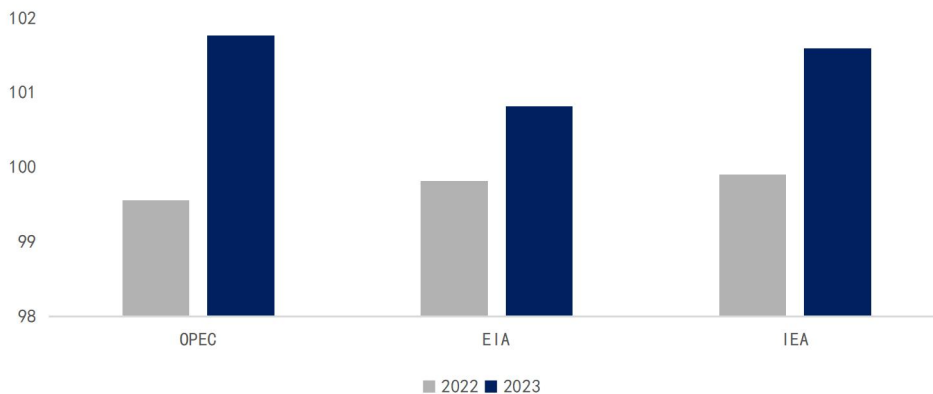
图22: 原油需求增速与 GDP 增速高度相关



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国际主要能源机构预期 2023 年原油需求小幅增长。OPEC、EIA、IEA 分别在最新的月报中预期 2023 年原油需求为 101.77、100.82、101.6 百万桶/天，虽然比 2022 年有小幅增长，但相比之前预期有所下调，也体现了对于 2023 年宏观经济的担忧。

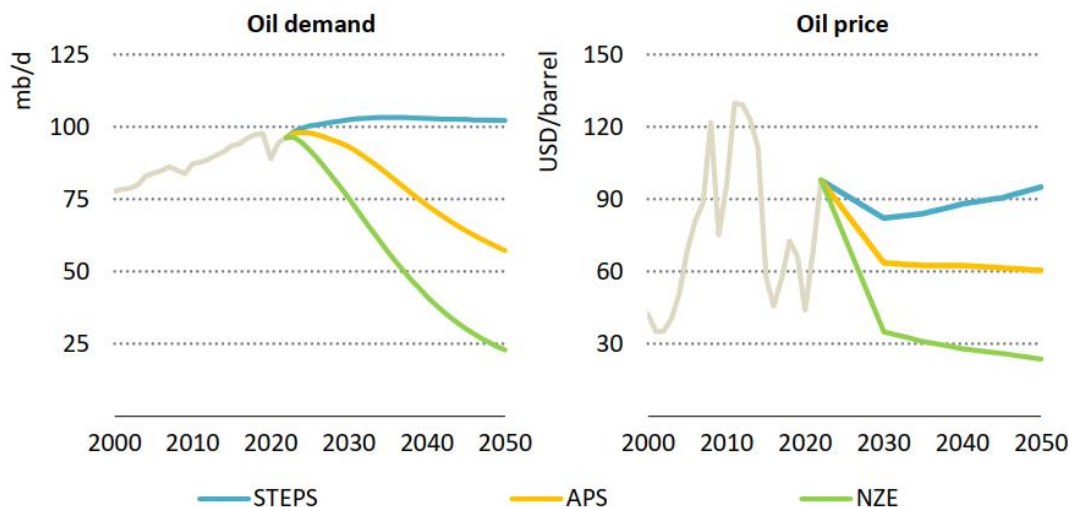
图23: 主流机构对于原油需求的预测（百万桶/天）



资料来源：IEA, EIA, OPEC, 国信证券经济研究所整理

现有政策环境下，原油需求达峰仍未来临，需求增长仍将持续。IEA 对于未来原油需求分为了三种情景：当前政策情景、气候承诺情景、2050 年净零排放情景。当前政策情景下，全球石油需求在 2023 年超过 2019 年的水平，需求在 2030 年代中期达到峰值，为 1.03 亿桶/日，然后到 2050 年略有下降，油价从 2022 年的非常高的水平下降到 2030 年的每桶 82 美元左右；气候承诺情景下，更强有力的政策行动导致全球石油需求在 2020 年代中期达到峰值，略高于 2019 年的需求水平，然后在 2030 年降至 9300 万桶/日，2030 年油价降至 65 美元/桶以下，此后随着需求下降，油价继续缓慢下跌；2050 年净零排放情景下，2021 至 2030 年间需求平均每年下降 2.5%，2030 至 2050 年间每年下降不到 6%，油价越来越多地由边际项目的运营成本决定，2030 年降至 35 美元/桶左右，2050 年降至 24 美元/桶。

图24: 不同情景下的原油需求（百万桶/天）与油价（美元/桶）



资料来源：IEA, 国信证券经济研究所整理 注：STEPS 为当前政策情景，APS 为气候承诺情景，NZE 为 2050 年净零排放情景

增储上产保障国家能源安全

由于资源禀赋的差异，我国是典型的“富煤、贫油、少气”的国家，因此一直以来石油和天然气对外依存度很高。截至 2022 年，中国原油对外依存度达到 72%，天然气对外依存度达到 42%。

图25: 中国原油供需与对外依存度（亿吨）

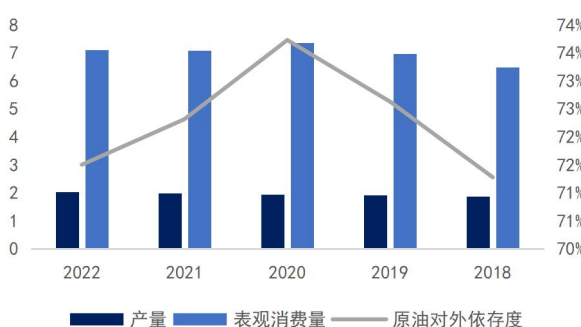
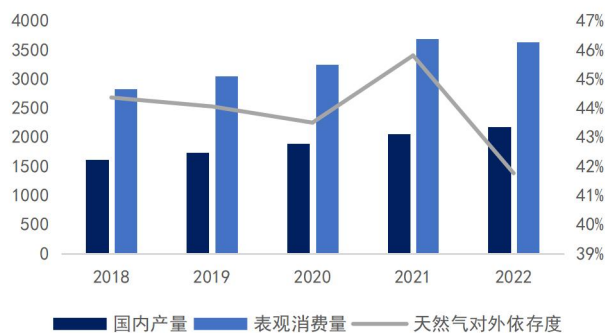


图26: 中国天然气供需与对外依存度（亿方）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

近年来，能源安全问题受到高度重视。2018 年 8 月，国家提出要站在保障国家能源安全高度，加大国内油气勘探开发力度，获得三大石油公司积极响应。2019 年 5 月，国家能源局提出“为进一步把 2019 年和今后若干年大力提升油气勘探开发各项工作落到实处，石油企业要落实增储上产主体责任，不折不扣完成 2019-2025 七年行动方案工作要求”。2022 年《政府工作报告》将能源安全上升至与粮食安全同等重要的战略高度，对保障我国能源安全、能源高质量发展提出了新要求。党的二十大报告提出，深入推进能源革命，加强能源产供储销体系建设，确保能源安全。

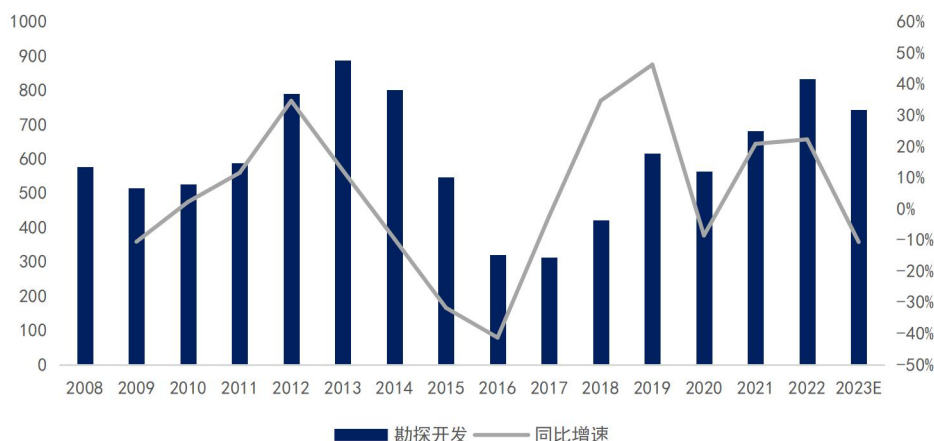
表2: 能源安全相关政策

时间	发布机构	政策名称	主要内容
2020 年 12 月 21 日	国务院新闻办公室	《新时代的中国能源发展》	加强国内勘探开发，深化体制机制改革、促进科技研发和新技术应用，加大低品位资源勘探开发力度，推进原油增储上产
2021 年 3 月 12 日	全国人民代表大会	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	有序放开油气勘探开发市场准入，加快深海、深层和非常规油气资源利用，推动油气增储上产
2022 年 1 月 29 日	国家能源局	《“十四五”现代能源体系规划》	展望 2035 年，能源高质量发展取得决定性进展，基本建成现代能源体系。能源安全保障能力大幅提升，绿色生产和消费模式广泛形成，非化石能源消费比重在 2030 年达到 25% 的基础上进一步大幅提高。
2022 年 1 月 30 日	国家发展改革委、国家能源局	《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》	到 2030 年，基本建立完整的能源绿色低碳发展基本制度和政策体系，形成非化石能源既基本满足能源需求增量又规模化替代化石能源存量、能源安全保障能力得到全面增强的能源生产消费格局。
2022 年 3 月 11 日	国务院	《2022 年国务院政府工作报告》	增强国内资源生产保障能力，加快油气、矿产等资源勘探开发，完善国家战略物资储备制度，保障初级产品供给。
2023 年 1 月 4 日	国家能源局	《2023 年能源监管工作要点》	认真落实党中央、国务院关于能源工作的决策部署，把能源安全保障作为能源监管的首要任务，督促地方政府相关部门和能源企业履行保供主体责任、落实保供政策

资料来源: 各机构官网, 国信证券经济研究所整理

受政策影响，公司上游资本开支增长显著。2022 年公司勘探及开发板块资本支出人民币 833 亿元，主要用于顺北、塔河、胜利海上等原油产能建设，川西、涪陵、威荣等天然气产能建设，胜利济阳页岩油国家级示范区开发试验以及油气储运设施建设。2023 年计划勘探及开发板块资本支出人民币 744 亿元，主要用于济阳、塔河等原油产能建设，川西等天然气产能建设以及油气储运设施建设。

图27: 公司勘探开发板块资本开支 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

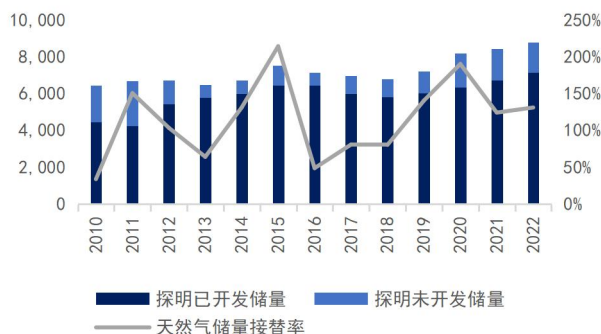
在油价回暖和政策支持下, 公司原油和天然气储量近几年呈现小幅增长的趋势。由于经济可采储量受油价影响较大, 因此在油价暴跌时期公司储量呈现一定下滑, 但近几年基本呈现稳定增长的趋势, 并且从储量接替率上看, 近几年除2020年低油价时期外, 储量接替率均在100%以上, 意味着公司原油储量增长超过产量增长, 增长潜力巨大。天然气方面, 由于气价相对比较稳定, 因此天然气可采储量呈现震荡上行的趋势, 并且从2019年开始储量接替率一直维持在100%以上, 公司天然气同样具备良好的增长潜力。

图28: 公司原油储量与储量接替率 (百万桶)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图29: 公司天然气储量与储量接替率 (十亿方)

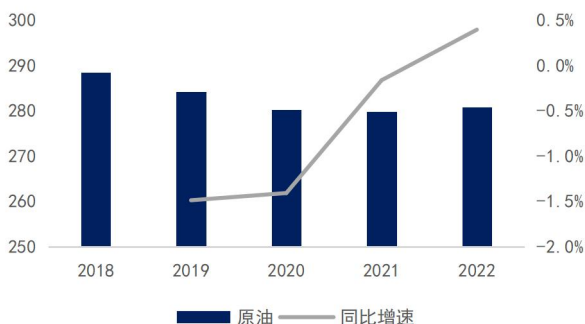


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

产量方面, 公司原油产量近几年基本稳定在2.8亿桶左右, 未来公司将聚焦提产能、控递减、增可采、降成本, 加快济阳、塔河等产能建设, 加强老区精细开发, 预计2023年原油产量仍维持在2.8亿桶上方。

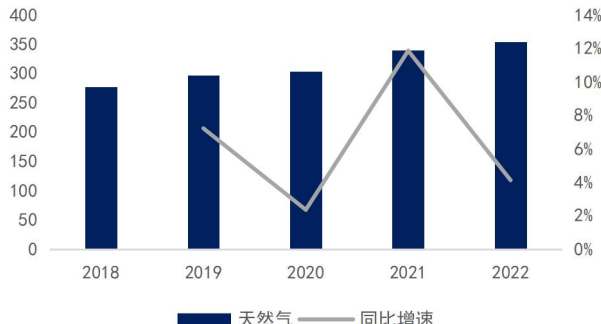
公司天然气近几年增长较为明显, 2022年产量达到354亿方, 同比增长4%。未来公司将加快川西海相、鄂北等产能建设, 推动天然气效益上产; 多元化拓展天然气资源渠道, 培育发展优质客户, 持续完善天然气产供储销体系。预计2023年公司天然气产量达到366亿方, 继续维持稳定增长。

图30: 公司原油产量（百万桶）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图31: 公司天然气产量（亿方）



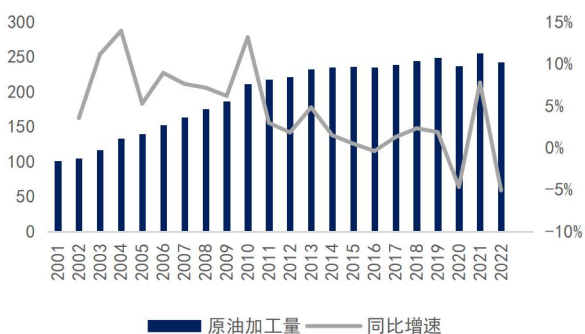
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

炼油板块：单位利润相对稳定，经济复苏下成品油销量有望增长

原油加工量小幅增长，单位炼油利润相对稳定

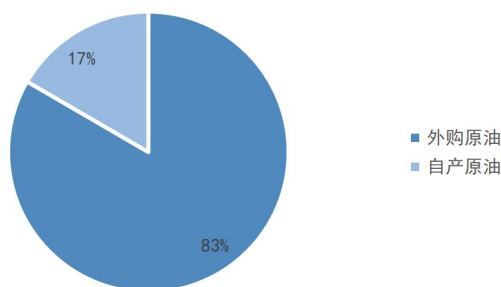
上市以来，中国石化原油加工量呈现稳步上涨的趋势，但是近几年基本稳定在2.4亿吨左右，并且由于自身资源禀赋的限制，83%的原油来自于外购。2022年公司原油加工量为2.42亿吨，规划2023年原油加工量2.50亿吨，同比小幅增长。

图32: 中国石化原油加工量（百万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

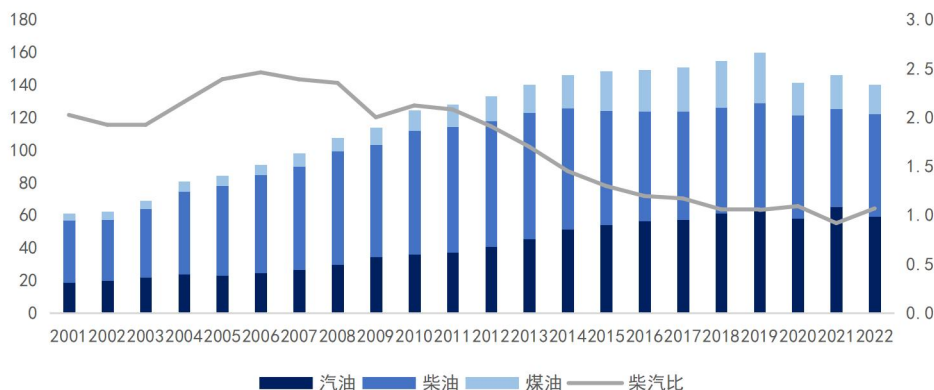
图33: 中国石化原油来源结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司成品油产量基本呈现稳定增长的趋势，2020年以来，由于疫情对成品油需求影响较大，成品油整体产量有所下滑。2022年公司成品油产量1.4亿吨，其中汽柴煤分别为0.59/0.63/0.18亿吨，规划2023年成品油产量1.46亿吨。公司成品油结构在不断优化，柴汽比已经下降至1左右，意味着公司装置灵活性更高，可以根据市场情况更加自由的调整产品结构，从而提高经营业绩。

图34: 中国石化成品油产量（百万吨）与柴汽比（右轴）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

历史上看，在 40-80 美金的油价下，公司炼油盈利相对较好，主要与我国成品油定价机制有关。根据《石油价格管理办法》，汽、柴油最高零售价格以国际市场原油价格为基础，考虑国内平均加工成本、税金、合理流通环节费用和适当利润确定，当国际市场原油价格低于每桶 40 美元(含)时,按原油价格每桶 40 美元、正常加工利润率计算成品油价格；高于每桶 40 美元低于 80 美元(含)时,按正常加工利润率计算成品油价格；高于每桶 80 美元时,开始扣减加工利润率,直至按加工零利润计算成品油价格；高于每桶 130 美元(含)时,按照兼顾生产者、消费者利益,保持国民经济平稳运行的原则,采取适当财税政策保证成品油生产和供应,汽、柴油价格原则上不提或少提。

图35: 中国石化单位炼油利润（元/吨，左）与布伦特油价（美元/桶，右）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表3: 我国成品油调价机制

国际油价	成品油调价机制
国际油价 ≤ 40	按原油价格每桶 40 美元、正常加工利润率计算成品油价格
40<国际油价 ≤ 80	按正常加工利润率计算成品油价格
80<国际油价< 130	扣减加工利润率，直至按加工零利润计算成品油价格
国际油价 ≥ 130	按照兼顾生产者、消费者利益，保持国民经济平稳运行的原则，采取适当财税政策保证成品油生产和供应，汽、柴油价格原则上不提或少提

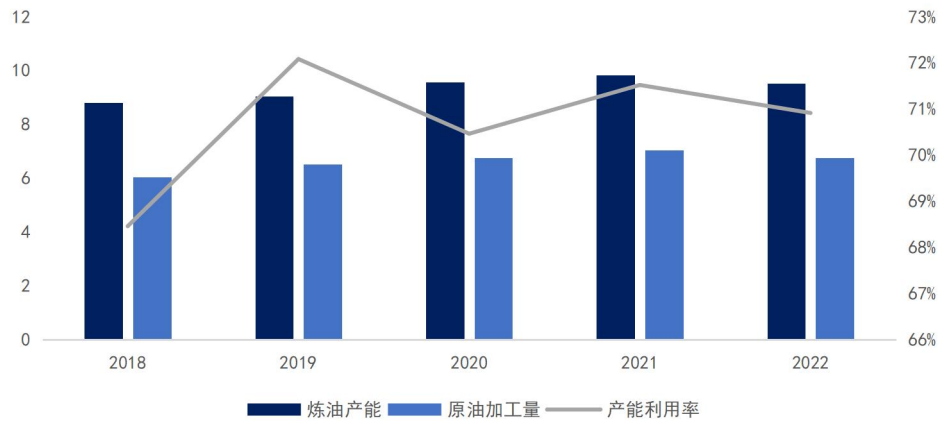
资料来源：国家发展改革委，国信证券经济研究所整理

供需错配下，传统炼厂利润有望提升

国内成品油供给受限，传统型炼厂利润随经济修复而提升

政策方面，根据国务院颁布的《2030年前碳达峰行动方案》，到2025年国内原油一次加工能力控制在10亿吨以内，主要产品产能利用率提升至80%以上。根据卓创资讯，2022年国内原油一次加工能力达9.53亿吨，原油加工量6.76亿吨，产能利用率71%，产能基本已经接近天花板，因此新增炼化项目需要靠现有产能置换。

图36: 国内原油加工能力（亿吨，左）与产能利用率（%，右）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

从企业的角度看，一般情况下化工品的盈利是高于成品油，因此国内如民营大炼化等新进炼厂成品油收率都相对较低，盈利能力好于传统型炼厂。与此同时，大炼化与传统型炼厂也纷纷采取“降油增化”措施，逐步降低成品油收率，加大化工品收率来提升盈利能力。因此对于成品油来说，未来国内供给将逐步收缩。

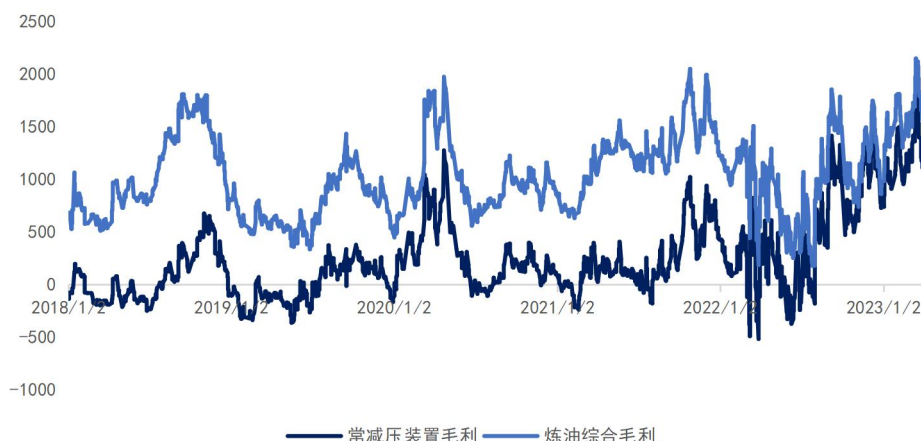
表4: 国内主要炼化企业成品油收率情况（万吨）

公司	原油加工量	汽油产量	柴油产量	煤油产量	成品油合计	成品油收率
中国石化	24227	5905	6309	1801	14015	57.85%
中国石油	16412	4351	5365	819	10535	64.19%
浙江石化	4000	682	380	456	1518	37.95%
恒力石化	2000	461	161	371	993	49.65%
东方盛虹	1600	278	49	170	497	31.06%

资料来源：各公司年报、环评，国信证券经济研究所整理

2022年在油价上涨以及需求受疫情抑制的影响下，国内炼油企业盈利大幅下滑，但随着油价的回调，炼油利润快速恢复，并且随着需求的逐步向好，炼油利润水平也出现了大幅提升，目前已经达到近5年来的最高水平。未来随着经济复苏，预期炼油利润将非常可观。

图37: 国内炼油毛利情况 (元/吨)

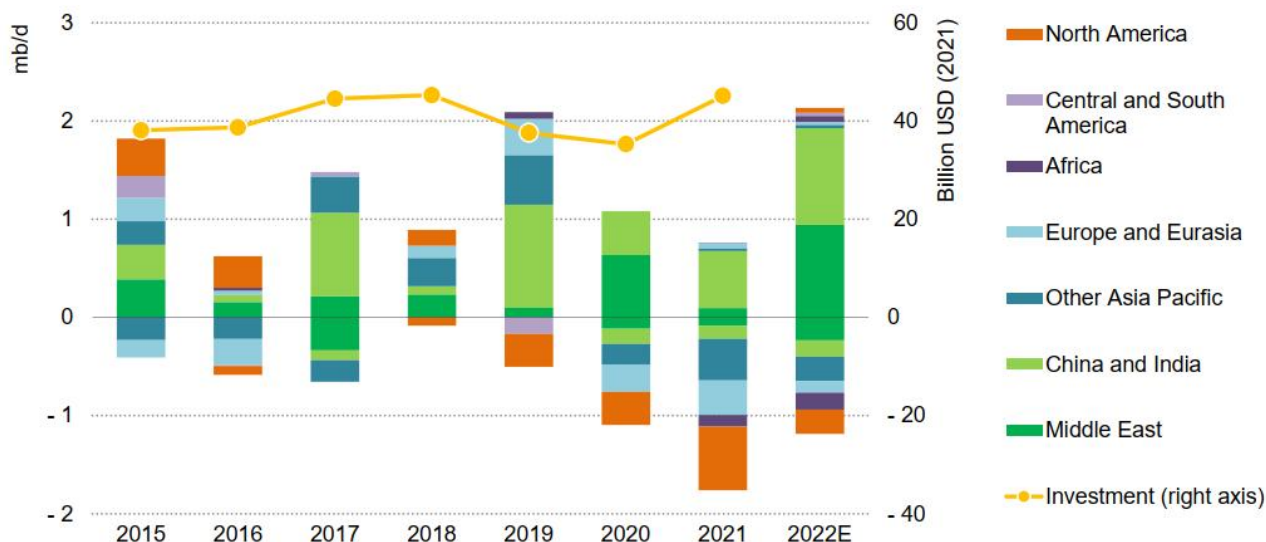


资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

全球炼油产能紧张, 成品油海外销售利润可观

近年来, 受疫情和“碳中和”政策影响, 全球越来越多的炼油能力逐步被淘汰。2020 年和 2021 年的炼油产能增加水平明显低于 2019 年的水平, 其中 2021 年北美、欧洲和亚洲共有 180 万桶/日左右的炼油能力被淘汰, 导致全球炼油能力 30 年来首次出现净下降。预计 2022 年将有 100 多万桶/日的产能退出, 一定程度上抵销炼化产能的增长。2022 年后, 新增产能的速度可能会放缓, 未来几年炼油投资或将减少。

图38: 新增/衰减炼能 (百万桶/天) 与炼化投资额 (十亿美元)

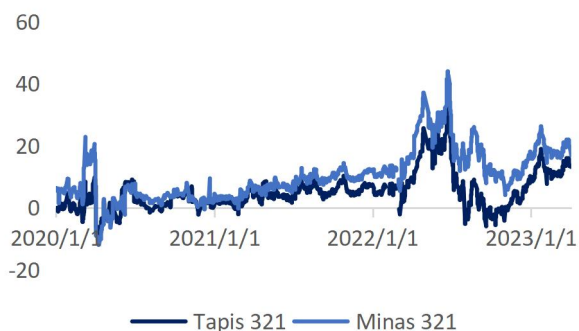


资料来源: IEA, 国信证券经济研究所整理

2021 年由于汽油和石脑油等较轻产品的裂解价差较好, 炼油厂利润率已经出现上升趋势, 并且在 2022 年的前几个月, 柴油和煤油的裂解价差也因俄乌冲突而急剧上升。鉴于石油需求前景的不确定性, 即使我们发现成品油裂解价差表现强劲, 但并不意味着未来几年在炼油领域会有更高的投资。许多炼油商正在寻求扩大低

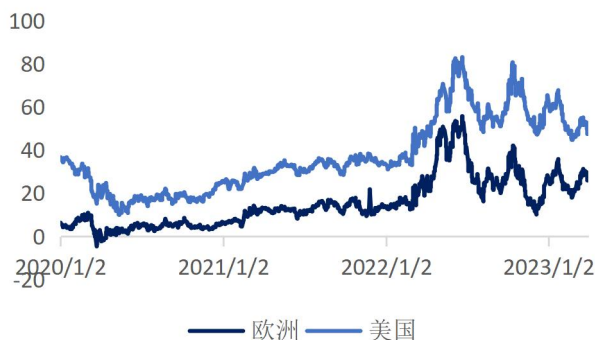
碳业务，投资可能集中在可再生生物燃料、塑料回收和低碳氢气等。因此，海外成品油裂解价差由于供需错配，利润可能会较长时间维持在较高水平，国内有成品油出口配额的企业将会十分受益。

图39: 亚太成品油 321 裂解价差 (美元/桶)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

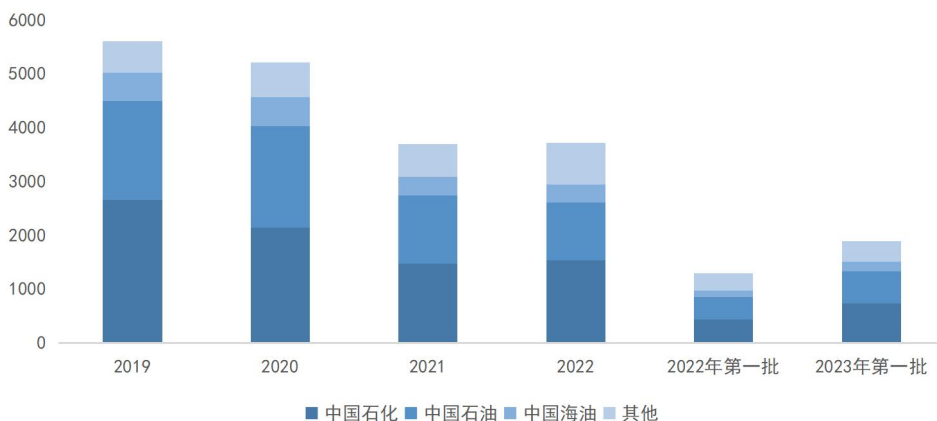
图40: 欧美成品油 321 裂解价差 (美元/桶)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

中国石化在成品油出口配额中基本占到 40%以上的份额，2023 年第一批成品油配额中，公司获得 741 万吨，同比增长 72%。在海外成品油裂解价差较高的情况下，公司盈利有望进一步提升。

图41: 我国成品油出口配额情况 (万吨)

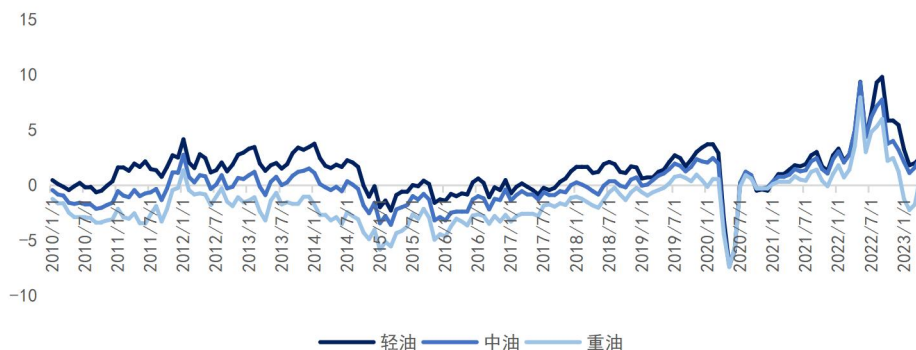


资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

炼油成本端：沙特官价升水回调显著，VLCC 运费仍处高位

2022 年二季度以来，考虑到俄乌冲突对油价的提振，沙特大幅上调官价升水，但是从四季度以来，考虑亚洲需求较弱以及俄罗斯受西方制裁以后油品会更多流入亚洲，尤其是印度、中国等国对于低价油品有强烈偏好，因此沙特官价升水在逐步回调。2023 年 4 月轻/中/重油的升水分别达到 2.5/2.5/0.75 美元，相比 2022 年 5 月约月的 9.35/9.3/7.95 已经呈现明显的改善。

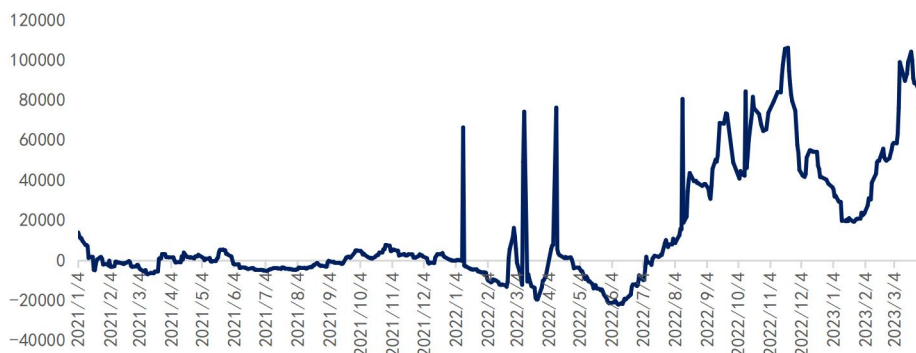
图42: 沙特至亚洲官价升贴水 (美元/桶)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

运费方面, 2022年下半年开始, 在俄乌冲突的影响下, 中东和美湾原油出口增加带动 VLCC 运费呈现出历史性的涨价行情。随后在俄油禁运、欧佩克+减产以及美国储备释放量减少导致海运量下降之后, VLCC 运费又呈现快速下跌。但是从今年2月以来, 在中国、欧洲进口需求的带动下, VLCC 运费再次快速上涨, 目前运费已经超过7万美元/天, 处在历史高位。

图43: VLCC 运费 (美元/天)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

销售板块: 成品油批零价差扩大, 非油业务稳步发展

疫情修复下成品油销售有望回暖

2020年以来, 在疫情影响下, 公司成品油销售受到一定抑制。2022年公司实现境内成品油销售1.63亿吨, 其中零售1.07亿吨, 直销及分销0.56亿吨, 均小幅下滑。公司加油站单站年均加油量也出现明显下滑, 2022年单站加油量达到3470吨, 比疫情前的水平大约下降500吨左右。2023年在疫情修复下, 预计随着国内出行需求的恢复, 成品油销售量将有所提升, 公司规划2023年境内成品油经销量1.75亿吨。

图44: 中国石化成品油销售量 (百万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

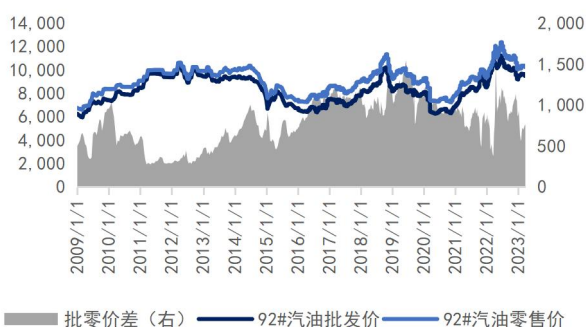
图45: 中国石化加油站总数 (座) 与单站年均加油量 (吨/站)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

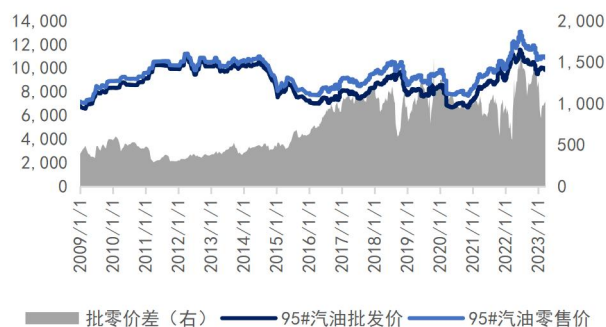
2022 年年初开始成品油批零价差一路走高, 尤其二季度受高油价和疫情影响, 成品油需求下降导致批发价格下滑, 批零价差大幅拉升至历史高位, 三季度以后随着油价下跌, 批零价差收窄。今年以来, 成品油批零价差有所回升, 全年有望维持在合理区间, 中国石化销售业绩存在一定支撑。

图46: 92#汽油批零价差 (元/吨)



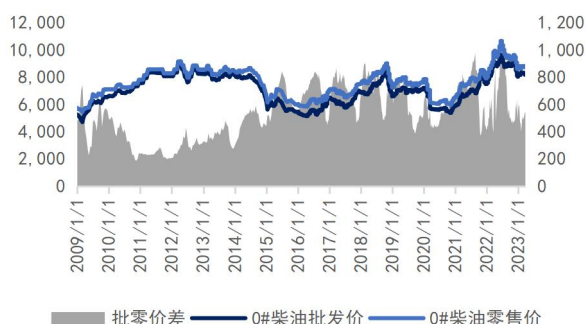
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图47: 95#汽油批零价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图48: 0#柴油批零价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图49: 中国石化与中国石油单位销售毛利 (元/吨)

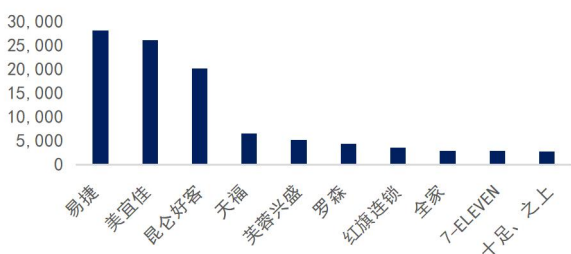


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

非油业务快速发展

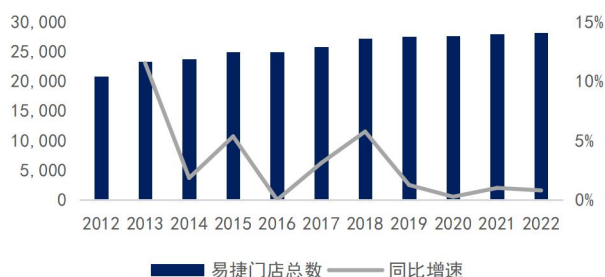
易捷创立于 2008 年，是中国石化非油品业务的运营主体。2014 年 3 月，中石化易捷销售有限公司揭牌成立，标志着中国石化非油品业务向市场化、专业化发展。易捷不断扩大便利店业务规模，以 2.8 万座便利店高居全国连锁便利店数量排行榜榜首；培育自有品牌，孵化了卓玛泉、长白山天泉、鸥露纸、赖茅酒、三人炫、澳托猫汽服、易捷咖啡等子品牌；发展汽服、餐饮、广告、金融等多种业态，建设加油站汽服网点 9100 余座，拓展餐饮门店 1300 余座，开发广告媒体 15 万块；积极打造全国统一线上平台和会员体系，推出易捷国际跨境商城，构建“易捷自提、易捷到车、易捷到家”等全渠道消费场景，目前全国全渠道会员超 2 亿。2022 年易捷品牌价值达到 197.53 亿，并荣获“2021 我喜爱的中国品牌”称号。

图50: 2021 年全国便利店前十门店数量 (个)



资料来源:《2022 年中国便利店发展报告》，国信证券经济研究所整理

图51: 中石化易捷门店数量 (个)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图52: 易捷产品与服务

EASY JOY PRODUCT

易捷产品



EASY JOY SERVICE

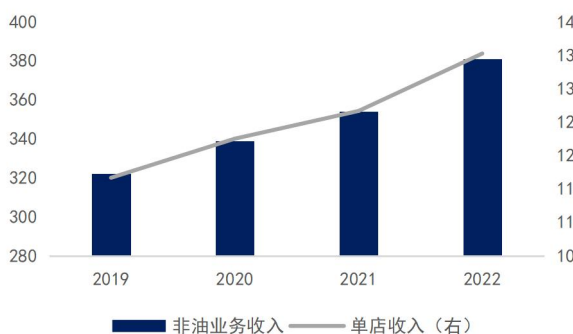
易捷服务



资料来源: 易捷官网, 国信证券经济研究所整理

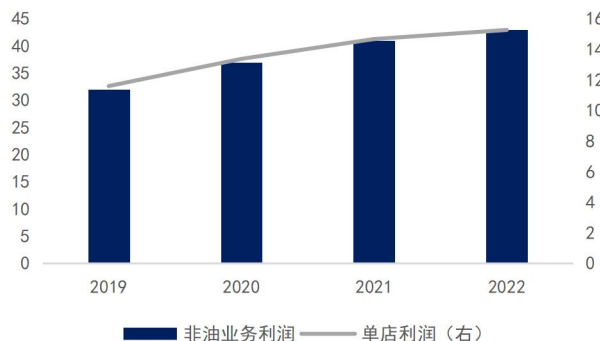
从经营业绩上看，非油业务的经营质量和效益持续提升。2022 年中国石化非油业务收入达到 381 亿元，同比增长 7.6%，单店年收入达到 135 万元，同比增长 6.8%；非油业务利润达到 43 亿元，同比增长 4.9%，单店年利润达到 15 万元，同比增长 4.1%。

图53: 中国石化非油业务收入情况（亿元，万元/店）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图54: 中国石化非油业务利润情况（亿元，万元/店）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

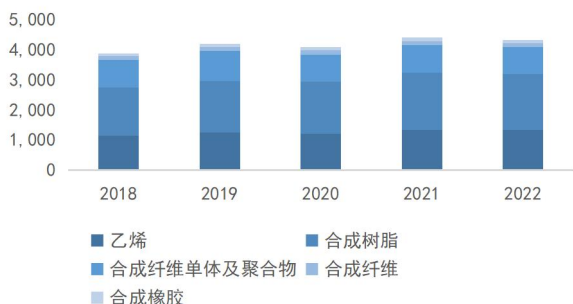
化工板块：传统化工品供需压力较大，新材料提升附加值

传统化工品新增产能较大，压力突出

公司化工板块产品主要为乙烯、合成树脂、合成纤维单体及聚合物、合成纤维、合成橡胶等。公司化工品近几年产量相对稳定，总产量基本维持在 8000 万吨以上，其中乙烯产量逐年增长，2022 年达到 1344 万吨，规划 2023 年乙烯产量 1400 万吨，带动化工品整体产量持续提升。

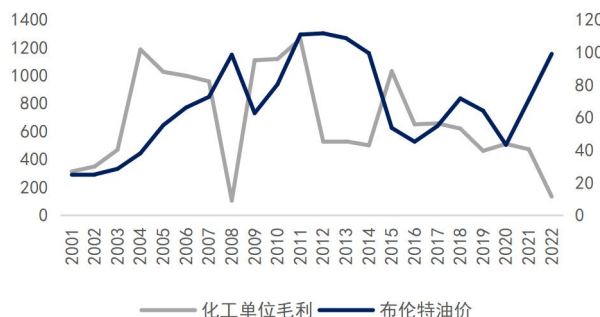
在利润表现上，化工品受自身供需的景气度以及上游油价的波动影响较大，油价缓慢波动下对于化工品盈利影响不大，但是高油价下化工品利润受到一定挤压，因此随着油价高位回调，2023 年化工品的成本压力有望减轻。

图55: 中国石化主要化工品产量（万吨）



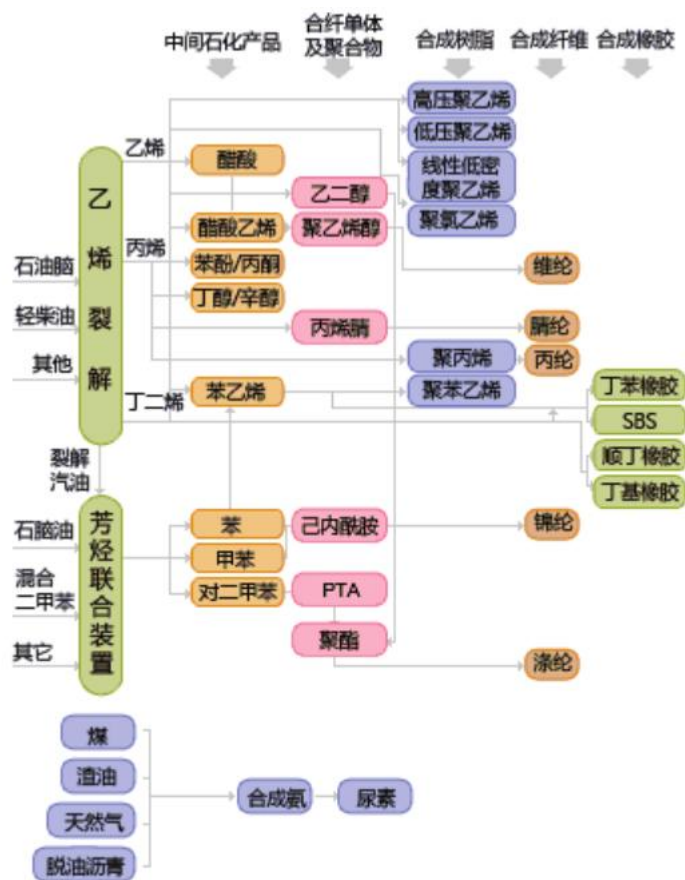
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图56: 公司化工单位毛利（元/吨，左）与油价（美元/桶，右）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图57: 公司主要化工品分类



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

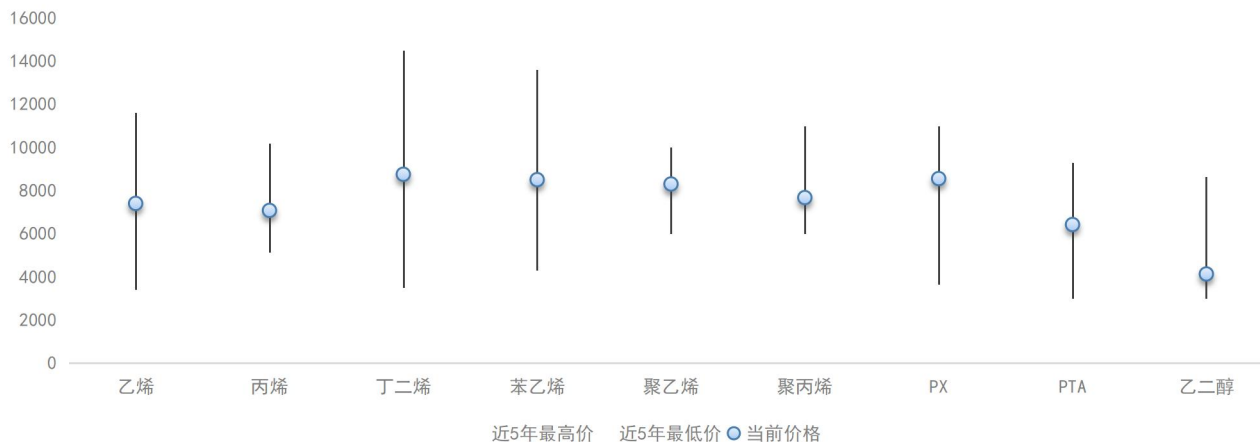
从大宗化工品的产能增长上看, 目前大宗化工品在建产能较大, 虽然部分项目存在延期的可能, 但是整体看未来供给压力较大, 因此我们认为大宗化工品中短期可能会维持较低的利润。

表5: 化工主要产品产能及增速 (万吨)

产品	产能								产能增速						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乙烯	2,511	2,854	3,431	4,151	4,676	4,867	6,678	7,318	13.66%	20.22%	20.99%	12.65%	4.09%	37.21%	9.58%
丙烯	3,560	3,927	4,477	5,000	5,606	6,239	7,916	8,457	10.31%	14.01%	11.68%	12.11%	11.29%	26.88%	6.83%
丁二烯	395	412	489	542	595	595	617	652	4.30%	18.62%	10.85%	9.79%	0.00%	3.70%	5.68%
苯乙烯	922	931	1,197	1,450	1,742	2,289	2,897	3,027	0.95%	28.59%	21.15%	20.14%	31.41%	26.59%	4.49%
聚乙烯	1,813	1,906	2,256	2,661	2,871	2,936	3,173	3,555	5.13%	18.36%	17.95%	7.89%	2.26%	8.07%	12.04%
聚丙烯	2,244	2,446	2,816	3,131	3,394	3,549	4,813	5,407	9.00%	15.13%	11.19%	8.40%	4.57%	35.62%	12.34%
PX	1,393	2,053	2,553	2,908	3,596	3,906	4,586	5,286	47.38%	24.35%	13.91%	23.66%	8.62%	17.41%	15.26%
PTA	5,129	4,856	5,696	6,451	6,781	7,081	8,301	9,151	-5.33%	17.30%	13.26%	5.12%	4.42%	17.23%	10.24%
乙二醇	1,051	1,076	1,570	2,006	2,497	2,737	3,227	3,769	2.38%	45.90%	27.77%	24.47%	9.61%	17.90%	16.79%

资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图58: 主要化工品价格历史分位情况 (元/吨)

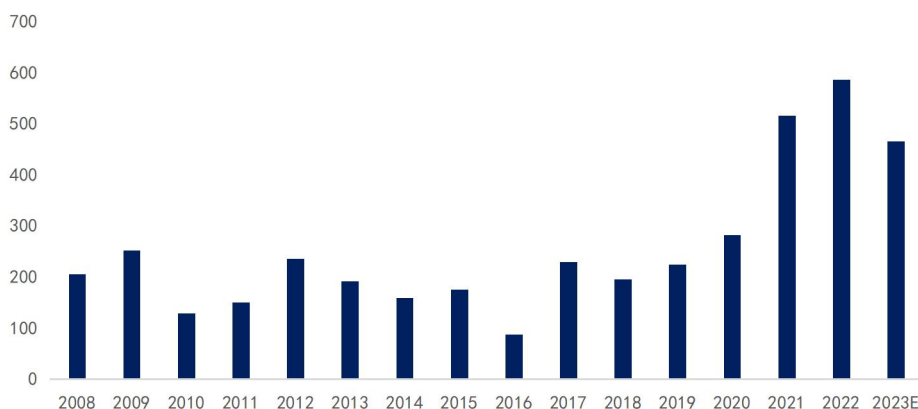


资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

大力发展新材料，提升化工附加值

近年来，公司化工业务坚持“基础+高端”战略，不断加快科技创新，密切产销研用结合，加大高端产品和高附加值材料研发力度，努力填补技术空白，着力扩大高端市场份额。公司不断提升光伏级 EVA、茂金属聚烯烃、顺丁橡胶等高附加值产品产量，合成树脂、合成橡胶、合成纤维和精细化工高附加值产品比例也在稳步提升。公司化工板块资本开支从 2021 年开始大幅提升，体现了公司发展高端化工品的决心。

图59: 化工板块资本开支 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

为积极响应国家能源转型战略号召，助力实现“双碳”目标，公司以 5.36 元的价格向大股东中国石化集团定增 120 亿用于清洁能源、高附加值材料等方向的业务发展升级。其中高附加值材料项目主要包括三项：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/年聚烯烃弹性体 (POE) 工业试验装置项目、中科 (广东) 炼化有限公司 2 号 EVA 项目。

茂名分公司炼油转型升级及乙烯提质改造项目内容包括炼油转型升级部分和乙烯提质改造部分，募集资金主要投入乙烯提质改造部分中的热塑性高分子新材料装置等高附加值材料相关方向，产品主要用于新能源汽车、精密仪器、电子电器等领域。

茂名分公司 5 万吨/年聚烯烃弹性体（POE）工业试验装置项目主要建设内容包括新建 5 万吨/年 POE 装置及配套的公用工程及辅助设施，项目的产品主要用于高效电池封装胶膜、热塑性聚烯烃弹性体、聚合物改性、汽车、电线电缆等领域。

中科（广东）炼化有限公司 2 号 EVA 项目主要建设内容包括新建 1 套 10 万吨/年 EVA 装置及配套辅助公用设施，项目的产品主要用于光伏电池、功能性薄膜、热熔胶、电线电缆等领域。

表6: 中国石化定增项目情况（万元）

投资方向	项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
清洁能源	天津 LNG 项目三期工程一阶段	556,169	450,000
	燕山分公司氢气提纯设施完善项目	20,706	20,000
高附加值材料	茂名分公司炼油转型升级及乙烯提质改造项目	3,305,746	480,000
	茂名分公司 5 万吨/年聚烯烃弹性体（POE）工业试验装置项目	109,076	90,000
	中科（广东）炼化有限公司 2 号 EVA 项目	215,832	160,000
合计		4,207,529	1,200,000

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

POE 生产技术壁垒高，全球量产企业数量少，市场主要被陶氏化学、埃克森美孚、三井化学、SK 等少数美日韩企业所占据。中国石化在 POE 领域有望率先突破，2022 年 9 月茂名石化 1000 吨/年 POE 中试装置已一次开车成功，并且在 2023 年 3 月正式开工 5 万吨/年 POE 工业试验装置项目，预计 2025 年建成投产，规划生产 3 万吨 1-辛烯弹性体和 2 万吨 1-丁烯弹性体。此外公司在天津南港 120 万吨乙烯项目中，也规划了 10 万吨 POE 和 20 万吨 α -烯烃。

表7: 2021 年全球 POE 企业情况（万吨）

企业名称	装置地点	产能	备注
陶氏公司	美国	83.0	陶氏公司独资工厂，自有溶液聚合技术
	西班牙	5.5	
	沙特	22.0	
	泰国	22.0	
埃克森美孚	美国	13.5	自有 Exxpol 茂金属技术，可生产 POE、POP、EPDM 及其他化学品
	新加坡	30.0	
三井化学	日本	10.0	自有技术，茂金属和 Ziegler-Natta 催化剂均可使用
	新加坡	22.5	
LG 化学	韩国	28.0	原 DSM 溶液聚合技术
SSNC	韩国	23.0	Nexlene 溶液聚合技术，可生产 POE、POP、LLDPE
北欧化工	荷兰	11.8	Borceed 茂金属催化技术
合计		271.3	

资料来源：《中国化工信息》，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

勘探开发业务：假设公司国内原油产量维持 2%左右的稳定增速，海外原油产量维持 3000 万桶，2023-2025 年整体原油产量达到 2.80/2.85/2.90 亿桶。由于天然气未来需求增长相对较快，预期公司天然气产量维持 5%左右增速，2023-2025 年产量达到 366/384/403 亿方。销售价格方面，我们预期未来油价中枢较为稳定，2023-2025 年达到 80/80/75 美元/桶，天然气价格高位稳定下降，自产气价格分别达到 1.70/1.65/1.60 元/方。成本端，油气操作成本小幅下降，2023-2025 年分别达到 16/15/14 美元/桶油当量。测算 2023-2025 年公司勘探开发业务收入达到 3,179/3,193/3,089 亿元，毛利率为 29.82%/30.79%/29.22%。

炼油业务：假设原油加工量维持 2%左右的增速，2023-2025 年分别达到 2.50/2.55/2.60 亿桶。成品油销售价格跟随油价下跌，但是由于成品油需求回暖，裂解价差整体提升。测算 2023-2025 年公司炼油业务收入达到 14,490/14,783/14,489 亿元，毛利率为 20.25%/20.29%/21.21%。

销售业务：假设成品油销售量维持 2%左右的增速，非油业务由于基数小、市场空间大，假定维持 8%收入增速。销售价格同样随油价下跌，但是批零价差有所提升，利润小幅提升。测算 2023-2025 年公司销售业务收入达到 16,542/17,083/17,149 亿元，毛利率为 6.60%/6.65%/6.90%。

化工业务：假设化工品产量维持 2%左右的增速，2023-2025 年产量分别达到 8,200/8,364/8,531 万吨。化工品价格受供需过剩影响有所下跌，并且在油价较高水平下利润受到挤压，因此我们认为 2023-2025 年化工品利润维持低位。测算 2023-2025 年公司化工业务收入达到 5,439/5,300/5,153 亿元，毛利率为 0.72%/0.40%/0.98%。

其他业务：主要包括附属公司的进出口贸易业务及本公司的研究开发活动以及总部管理活动，盈利能力相比主营业务较低，假定公司其他业务收入整体维持相对稳定，收入规模维持在 15,000 亿元左右，毛利维持 200 亿元左右。

综上所述，考虑到各项业务的分部间抵销，预计 2023-2025 年公司实际营收合计 31,849/32,312/32,153 亿元，同比 -4.02%/1.45%/-0.49%，毛利率为 16.37%/16.53%/16.82%。

表8: 中国石化业务预测情况 (亿元)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	28,912	29,662	21,053	27,409	33,182	31,849	32,312	32,153
勘探	2,002	2,107	1,678	2,500	3,194	3,179	3,193	3,089
炼油	12,634	12,242	9,441	13,856	15,751	14,490	14,783	14,489
分销	14,466	14,310	11,022	14,115	17,139	16,542	17,083	17,149
化工	5,467	4,952	3,716	5,055	5,402	5,439	5,300	5,153
其他	13,686	14,848	8,903	12,977	17,905	15,000	15,000	15,000
内部抵扣	-19,344	-18,797	-13,706	-21,094	-26,209	-22,802	-23,047	-22,727
营业成本	24,010	24,889	16,884	22,166	28,194	26,636	26,972	26,744
勘探	1,654	1,685	1,483	2,063	2,148	2,231	2,210	2,186
炼油	9,526	9,435	6,988	10,617	13,178	11,556	11,784	11,416
分销	13,554	13,337	10,138	13,179	16,190	15,450	15,947	15,966
化工	4,930	4,540	3,294	4,670	5,292	5,400	5,279	5,103

其他	13,653	14,689	8,731	12,687	17,575	14,800	14,800	14,800
内部抵扣	-19,307	-18,797	-13,750	-21,050	-26,191	-22,802	-23,047	-22,727
毛利	4,902	4,773	4,169	5,243	4,988	5,213	5,340	5,408
勘探	347	422	194	437	1,046	948	983	903
炼油	3,108	2,807	2,452	3,239	2,573	2,934	2,999	3,073
分销	912	973	884	936	949	1,092	1,136	1,183
化工	537	413	422	385	109	39	21	50
其他	32	160	172	290	329	200	200	200
内部抵扣	-36	0	44	-44	-18	0	0	0
毛利率	16.95%	16.09%	19.80%	19.13%	15.03%	16.37%	16.53%	16.82%
勘探	17.36%	20.01%	11.59%	17.47%	32.74%	29.82%	30.79%	29.22%
炼油	24.60%	22.93%	25.98%	23.38%	16.33%	20.25%	20.29%	21.21%
分销	6.31%	6.80%	8.02%	6.63%	5.54%	6.60%	6.65%	6.90%
化工	9.83%	8.34%	11.35%	7.62%	2.02%	0.72%	0.40%	0.98%
其他	0.24%	1.08%	1.93%	2.24%	1.84%	1.33%	1.33%	1.33%
内部抵扣	0.19%	0.00%	-0.32%	0.21%	0.07%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

我们预测未来业务维持相对稳定，同样预期 2023-2025 年费用率维持相对稳定，根据公司历史费率情况，我们假设销售费用率维持 2%，管理费用率维持 2%，研发费用由于公司重视研发投入而增长，2023-2025 年分别达到 0.45%/0.50%/0.55%。未来三年业绩测算结果如下：

表9：未来 3 年盈利预测表（百万元）

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3318168	3184916	3231234	3215288
营业成本	2819363	2663571	2697221	2674442
销售费用	58567	63698	64625	64306
管理费用	57208	68526	69452	69134
研发费用	12773	14332	16156	17684
财务费用	9974	9194	8363	7075
营业利润	96414	106801	112918	121425
利润总额	94515	103801	109918	118425
归属于母公司净利润	66302	70585	74744	80529
EPS（元/股）	0.55	0.59	0.62	0.67
ROE	8.44%	8.67%	8.86%	9.19%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2023-2025 年归属母公司净利润 706/747/805 亿元，利润年增速分别为 6.5%/5.9%/7.7%，每股收益分别为 0.59/0.62/0.67 元。

盈利预测的敏感性分析

由于公司主要产品为大宗品，周期性较强，价格波动较大，因此我们采取乐观、中性、悲观三种不同情景下的表现来测算公司业绩敏感性。

表10：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	2,740,884	3,318,168	3,182,251	3,229,455	3,213,200
(+/-%)	30.1%	21.1%	-4.1%	1.5%	-0.5%

净利润(百万元)	71208	66302	112848	117789	123228
(+/-%)	116.3%	-6.9%	70.2%	4.4%	4.6%
摊薄 EPS	0.59	0.55	0.94	0.98	1.03
中性预测					
营业收入(百万元)	2,740,884	3,318,168	3,184,916	3,231,234	3,215,288
(+/-%)	30.1%	21.1%	-4.0%	1.5%	-0.5%
净利润(百万元)	71208	66302	70585	74744	80529
(+/-%)	116.3%	-6.9%	6.5%	5.9%	7.7%
摊薄 EPS(元)	0.59	0.55	0.59	0.62	0.67
悲观的预测					
营业收入(百万元)	2,740,884	3,318,168	3,187,581	3,233,010	3,217,375
(+/-%)	30.1%	21.1%	-3.9%	1.4%	-0.5%
净利润(百万元)	71208	66302	28654	31691	37657
(+/-%)	116.3%	-6.9%	-56.8%	10.6%	18.8%
摊薄 EPS	0.59	0.55	0.24	0.26	0.31
总股本(百万股)	119,896	119,896	119,896	119,896	119,896

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：6.38-7.13 元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表11：公司盈利预测假设条件（%）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	-29.0%	30.1%	21.1%	-4.0%	1.5%	-0.5%	1.0%	1.0%
营业成本/营业收入	80.6%	80.9%	85.0%	83.6%	83.5%	83.2%	83.2%	83.2%
管理费用/营业收入	2.7%	1.9%	1.4%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
研发费用/营业收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用/销售收入	3.1%	2.1%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
营业税及附加/营业收入	11.2%	9.5%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
所得税税率	13.0%	21.5%	19.8%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股利分配比率	131.0%	68.9%	108.3%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表12：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.5	T	20.00%
无风险利率	2.60%	Ka	6.10%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	0.61
公司股价（元）	5.79	Ke	6.90%
发行在外股数（百万）	119896	E/(D+E)	77.79%
股票市值(E, 百万元)	694198	D/(D+E)	22.21%
债务总额(D, 百万元)	198234	WACC	6.34%
Kd	5.50%	永续增长率（10年后）	1.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，由于公司分红情况较好，因此我们采用 DDM 估值方法，得出公司价值区间为 6.38-7.13 元。从估值方法特征来看，以 DDM 为代表的绝对估值更适用于连续盈利、分红较为稳定的公司，因为周期股盈利波动较大，因此在周期股预测中存在失真现象。

表13: 中国石化 DDM 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
每股红利	0.35	0.37	0.40	0.41	0.41	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44	7.55
PV(红利)	0.33	0.33	0.33	0.31	0.30	0.28	0.27	0.25	0.24	0.23	3.87
每股价值	6.73										

资料来源: 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于公司普通权益资本成本 (Ke) 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

	Ke 变化	Ke 变化				
		6.5%	6.7%	6.90%	7.1%	7.3%
永续 增长 率变 化	1.4%	7.58	7.29	7.03	6.78	6.55
	1.2%	7.40	7.13	6.87	6.64	6.42
	1.0%	7.23	6.97	6.73	6.51	6.30
	0.8%	7.07	6.82	6.60	6.38	6.18
	0.6%	6.92	6.69	6.47	6.27	6.08

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值: 5.90-7.08 元

我们选取与公司业务相似的国际能源公司进行对比, 可以发现一体化程度越高的公司, 其估值水平越高, 原因在于油价对于能源巨头的业绩影响较大, 因此一体化程度越高的公司越能平滑油价波动的风险, 利润相对更加稳定, 更有利于持续稳定的给股东分红回报。因此参考同行业可比公司的估值情况, 由于公司一体化程度较高, 并且上游资产比重较低, 在油价下行周期下波动较小, 我们认为公司的估值水平对于上游资产较重的公司应当存在一定溢价, PE 估值 10-12 倍相对合理, 对应目标区间 5.90-7.08 元。

表15: 相对估值表

公司	收盘价 2023.4.3	EPS			PE			PB (MRQ)
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
埃克森美孚	116.13	10.22	9.73	9.1	11.36	11.94	12.76	2.42
壳牌	60.51	8.51	8.2	8.26	7.11	7.38	7.33	1.11
道达尔	63.14	10.95	9.68	8.58	5.77	6.52	7.36	1.41
雪佛龙	169.95	14.74	14.58	14.88	11.53	11.66	11.42	2.03
英国石油	39.74	6.31	5.97	5.96	6.30	6.66	6.67	1.74
中国石油	6	0.71	0.7	0.73	8.45	8.57	8.22	0.80
中国海油	17.64	2.66	2.72	2.77	6.63	6.49	6.37	1.41
中国石化	5.56	0.59	0.62	0.67	9.42	8.97	8.30	0.85
平均					8.32	8.52	8.55	1.47

资料来源: Wind 一致预期, Bloomberg 一致预期, 国信证券经济研究所整理

投资建议

综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票合理估值区间在 6.38-7.08 元之间, 今年动态市盈率 11-12 倍, 相对于公司目前股价有 10%-22% 溢价空间。考虑公司龙头地位和稳健成长, 首次覆盖给与“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 6.38-7.08 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、公司普通权益资本成本（ K_e ）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

公司普通权益资本成本（ K_e ）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 K_e 时假设无风险利率为 2.6%、风险溢价 7%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 K_e 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的全球能源巨头，比如埃克森美孚、壳牌、道达尔、雪佛龙、英国石油、中国石油、中国海油等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2022 年 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，在行业平均动态 PE 的基础上给予一定溢价，最终给予公司 22 年 11-12 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长-4.0%/1.5%/-0.5%，可能存在对公司产品价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 16.37%/16.53%/16.82%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司主要油品增速维持 2%左右，若实际产销情况不及预期，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。

经营风险

油价大幅波动风险：油价对于石化企业影响较大，虽然我们对于油价中枢进行合理假设，但在实际经营过程中，油价不可避免会出现一定波动，若油价波动率较大，可能会导致石化企业经营决策的变化，从而导致实际产品产销高于或低于原有的规划，从而造成经营业绩与预测情况造成偏离过大的情况。

行业竞争加剧的风险：由于国内民营大炼化等企业的快速崛起，化工新材料突破速度加快，因此公司未来研发的新材料可能面临行业竞争加剧的风险，导致壁垒的逐步降低从而利润水平下滑。

新业务市场推广的风险：公司非油业务的发展存在市场推广不达预期的风险，由于非油业务更偏消费属性，虽然公司有加油站的优势，但是不代表非油业

务板块收入稳定提升，如果公司品牌、渠道、产品体系存在搭建不完善的情况，非油业务的市场推广存在不及预期的可能。

贸易保护主义和贸易摩擦风险：公司营业收入中海外占比达 15%，并且公司也在境外上市，若贸易摩擦进一步加剧，境外客户可能会减少订单、要求公司降价或者承担相应关税，进而对公司的经营业绩形成不利影响，甚至对公司境外资产有制裁的风险。

境外经营的风险：公司下设多家境内外子公司，层级较多，面临各国法律及税收的监管要求。如果未来境外子公司所在国家或地区法律及税收的监管要求发生不利变化，同时公司实际控制人、管理层缺少相应的管理经验和能力，将增加公司管理协调的难度，带来经营管理风险，从而对公司业绩造成不利影响。

财务风险

应收账款风险：公司应收账款账面价值为 463 亿元，占流动资产的比例为 9%、账龄在 1 年以内的应收账款 461 亿元，占应收账款账面净值的 91%。如果宏观经济形势及行业发展前景发生重大不利变化或个别客户经营状况发生困难，则公司存在因应收账款难以收回而产生坏账的风险。

存货跌价风险：公司存货账面价值为 2442 亿元，占当期流动资产的比例为 47%。若未来市场环境发生变化或竞争加剧导致产品滞销、存货积压等情况，将造成公司存货跌价损失增加，对公司的盈利能力产生不利影响。

资产负债率及短期负债过高的风险：公司资产负债率超过 50%，且流动比率、速动比率都在 1 以下，若财务管理不当，未来存在短期流动性的风险。

技术风险

技术被赶超或替代的风险：公司所处行业属于资本、技术密集型行业，在未来提升研发技术能力的竞争中，如果公司不能准确把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向决策上发生失误；或研发项目未能顺利推进，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，出现技术被赶超或替代的情况，公司将无法持续保持产品的竞争力，从而对公司的经营产生重大不利影响。

关键技术人才流失风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

核心技术泄密风险：经过多年的积累，公司自主研发积累了一系列核心技术，这些核心技术是公司的核心竞争力和核心机密。如果未来关键技术人员流失或在生产经营过程中相关技术、数据、图纸、保密信息泄露进而导致核心技术泄露，将会在一定程度上影响公司的技术研发创新能力和市场竞争力，对公司的生产经营和发展产生不利影响。

政策风险

公司所处传统能源行业一定程度上受到国家政策的影响，可能由于政策变化，使得公司出现销售收入/利润不及预期的风险。

“碳达峰、碳中和”政策可能对公司的长期发展存在一定制约，如果公司未来不能够及时转型，业务发展空间可能受限。

内控风险

实际控制人控制不当的风险。公司实际控制人持有公司 67%的股权，对公司重大经营决策有实质性影响。如果实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权或其他方式对公司整体经营决策与投资计划、股利分配政策和人事任免等进行控制，将可能对其他股东利益造成不利影响。

其它风险

增发失败风险：公司规划定增 120 亿股用于发展清洁能源、高附加值材料业务，存在发行失败的风险，对于公司长期发展存在不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	221989	145052	150000	150000	186022	营业收入	2740884	3318168	3184916	3231234	3215288
应收款项	70525	73373	74169	84101	92495	营业成本	2216551	2819363	2663571	2697221	2674442
存货净额	207433	244241	233764	235602	232798	营业税金及附加	259032	263991	254793	258499	257223
其他流动资产	58077	60472	63698	80781	96459	销售费用	57891	58567	63698	64625	64306
流动资产合计	558024	523140	521634	550486	607776	管理费用	62535	57208	68526	69452	69134
固定资产	598932	826803	884521	930406	966419	研发费用	11481	12773	14332	16156	17684
无形资产及其他	119210	120694	125866	131038	136211	财务费用	9010	9974	9194	8363	7075
投资性房地产	403910	244062	244062	244062	244062	投资收益	6032	14462	10000	10000	10000
长期股权投资	209179	233941	253941	273941	293941	资产减值及公允价值变动	(9824)	(13724)	(14000)	(14000)	(14000)
资产总计	1889255	1948640	2030024	2129933	2248408	其他收入	(19659)	(13389)	(14332)	(16156)	(17684)
短期借款及交易性金融负债	56017	84157	90273	54806	50000	营业利润	112414	96414	106801	112918	121425
应付款项	215640	269424	272725	314136	349198	营业外净收支	(4066)	(1899)	(3000)	(3000)	(3000)
其他流动负债	369623	313804	356583	419404	473759	利润总额	108348	94515	103801	109918	118425
流动负债合计	641280	667385	719581	788346	872956	所得税费用	23318	18757	20760	21984	23685
长期借款及应付债券	91990	107961	107961	107961	107961	少数股东损益	13822	9456	12456	13190	14211
其他长期负债	239944	236141	232141	228141	224141	归属于母公司净利润	71208	66302	70585	74744	80529
长期负债合计	331934	344102	340102	336102	332102	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	973214	1011487	1059683	1124448	1205058	净利润	71208	66302	70585	74744	80529
少数股东权益	140939	151576	156531	161777	167430	资产减值准备	(12853)	(1156)	3937	888	704
股东权益	775102	785577	813811	843709	875920	折旧摊销	102708	96146	79064	94055	104111
负债和股东权益总计	1889255	1948640	2030024	2129933	2248408	公允价值变动损失	9824	13724	14000	14000	14000
						财务费用	9010	9974	9194	8363	7075
						营运资本变动	(117491)	110752	52579	72269	64852
						其它	17158	367	1017	4358	4949
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	经营活动现金流	70554	286135	221183	260314	269145
每股收益	0.59	0.55	0.59	0.62	0.67	资本开支	0	(299118)	(160000)	(160000)	(160000)
每股红利	0.40	0.60	0.35	0.37	0.40	其它投资现金流	1	(2)	0	0	0
每股净资产	6.40	6.55	6.79	7.04	7.31	投资活动现金流	(20836)	(323882)	(180000)	(180000)	(180000)
ROIC	12.56%	9.73%	10%	11%	12%	权益性融资	(1003)	3946	0	0	0
ROE	9.19%	8.44%	8.67%	8.86%	9.19%	负债净变化	3882	45623	0	0	0
毛利率	19%	15%	16%	17%	17%	支付股利、利息	(49027)	(71831)	(42351)	(44847)	(48318)
EBIT Margin	5%	3%	4%	4%	4%	其它融资现金流	79152	9280	6116	(35468)	(4806)
EBITDA Margin	9%	6%	6%	7%	7%	融资活动现金流	(12141)	(39190)	(36235)	(80314)	(53123)
收入增长	30%	21%	-4%	1%	-0%	现金净变动	37577	(76937)	4948	0	36022
净利润增长率	116%	-7%	6%	6%	8%	货币资金的期初余额	184412	221989	145052	150000	150000
资产负债率	59%	60%	60%	60%	61%	货币资金的期末余额	221989	145052	150000	150000	186022
股息率	7.1%	10.3%	6.1%	6.5%	7.0%	企业自由现金流	0	(7043)	67640	106548	114964
P/E	9.8	10.5	9.8	9.3	8.6	权益自由现金流	0	47859	66401	64390	104498
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8						
EV/EBITDA	7.1	8.4	8.8	8.3	8.0						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032