

2023年03月22日

## 标配

## 证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

## 证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

## 证券分析师

吴骏燕 S0630517120001

wjyan@longone.com.cn



## 相关研究

1. 国际石油公司业绩改善，资本开支拐点已至——石化化工行业周报（2023/02/27-2023/03/05）
2. 不一样的周期：风云会合，油服乘势而上——石油石化行业深度报告
3. 配置正当时：油价与石化化工板块反弹条件——石化化工行业周报（2023/01/30-2023/02/05）

# 石油石化龙头企业价值凸显，聚焦附加值提升

——国企对标世界一流系列

## 投资要点：

- 国资委启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动。3月3日国务院国资委召开会议，对国有企业对标世界一流企业价值创造行动进行动员部署。本文将A股上市的石油石化行业央企龙头“三桶油”和上海石化从多个指标与国际石化龙头进行对比，分析国内外差距。
- 从国企对标世界一流的角度，国内石油石化企业具有较强的代表性。我们认为石油石化企业的估值与盈利能力、业绩稳定性、ROE的波动、分红、资源储量价值、公司治理以及可持续发展等因素相关。相对于国际石油石化巨头，我们从企业估值与提升空间给予如下判断及建议：

## 国内上市石油石化国企的估值：

1、国内石油石化企业的资产质量提升，但承担的社会责任较重。以中国石油为例，其油气储量、重资产及净资产等均与ExxonMobil相当，但是ROE低于ExxonMobil，主要是由于承担了较大的税金，且员工数量较多。

2、国内石油石化企业的扩张及外延式发展有待提升。我们认为估值与未来的可持续发展相关，如Total于2021年6月更名为TotalEnergies，致力于能源转型；ExxonMobil合并化工及下游业务，以及集中技术和工程以及其他支持服务来进一步简化其业务结构；Chevron在二叠纪盆地的扩张等。

3、国内石油石化的产业链一体化优势。参考国际的石油石化巨头，在炼油-化工品业务的占比逐渐下降，国内的下游产品市场优势有利于国内石油石化产业链的盈利稳定性。其中：BP逐渐剥离下游化工品业务，Chevron的化工主要由与Phillips66合资的CPChem运行等。

**未来发展建议：**近年来，我国石化上游勘探业务不断走出国门，伴随技术革新，完全平均桶油开采成本不断下降，但仍与国际石油公司存在一定差距。其中中国海油的开采成本相对较低，与国际水平相比也处于相对靠前位置，未来需要增加资源储量价值。中国石油储量资源丰富，未来需进一步降低开采成本以及提高ROE。中国石化的重点是化工及新材料布局。随着我国对外开放程度加深、与中东等地区合作愈加紧密，我国石油石化企业海外优质油田开采原油比重有望进一步提升，继而降低桶油成本。从账面现金以及资产负债率角度，国内的石油石化国企仍有较大的产能扩张及外延式的发展空间。

- **结论与投资建议：**横向对比，我国上市石油石化企业资源储量和产能具备国际竞争力，其中中国石油及中国石化的炼化产能均为国际靠前水平；开采成本近年来也有所改善；公司ROE长期偏低导致企业估值受损，而低于国际七大石油公司的平均水平，PB值处于较低水平。我们认为通过进一步降本增效，提高净资产回报水平，我国上市石油石化国企有望凭借其优良质地，快速进入估值修复轨道。**建议关注：**1) 资源储备水平良好；2) 炼油产能领先；3) 开采成本控制良好的上市石化国企，如：中国石油、中国海油、中国石化。
- **风险提示：**地缘政治不稳定，导致国内商品、服务出口受政策抑制，或导致国际能源价格产生剧烈波动，并传导至国内影响企业盈利水平；美联储加息节奏超预期，或海外通胀超预期，压缩企业资本开支，抑制下游需求；海外银行流动性危机持续发酵，国际需求收缩，市场预期走低。

## 正文目录

1. 国资委启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动 .....	4
2. 对标估值指标，我国上市石油石化国企估值偏低 .....	4
2.1. 我国上市石化国企 ROE 相对稳定 .....	5
2.2. 我国上市石油石化国企 PB 相对偏低 .....	6
3. 对标油气储备，我国上市石油石化国企估值较低 .....	7
3.1. 我国上市石油石化国企油气储备不落下风 .....	7
3.2. 我国上市石油石化国企油气储备角度，估值较低 .....	8
4. 对标炼油产能，我国上市石油石化国企估值较低 .....	8
5. 对标开采成本，我国上市石油石化国企有待改善 .....	9
6. 对标分红，我国上市石油石化国企分红比例良好，但分红金额较低 .....	10
7. 小结 .....	11
8. 风险提示 .....	12

## 图表目录

图 1 国内石油石化国企与世界一流的 PB-PE 及 ROE 对标 .....	5
图 2 我国主要上市石油石化国企 ROE 与世界七大石油公司均值对比 (%) .....	6
图 3 我国主要上市石油石化国企资产负债率与世界七大石油公司均值对比 .....	6
图 4 我国主要上市石油石化国企 PB 与世界七大石油公司均值对比 .....	7
图 5 我国主要上市石化国企油气储备与世界七大石油公司均值对比 (百万桶油当量) .....	7
图 6 我国主要上市石油石化国企市值/油气储备与世界七大石油公司均值对比(亿美元/百万桶油当量) .....	8
图 7 各公司炼油产能对比 (万吨) .....	9
图 8 各公司乙烯产能对比 (万吨) .....	9
图 9 我国主要上市石油石化国企市与世界七大石油公司市值对比 (亿美元) .....	9
图 10 我国主要上市石油石化国企与世界七大石油公司完全桶油成本 (美元/桶) .....	10
图 11 我国主要上市石油石化国企与世界七大石油公司分红比例 (%) .....	11
图 12 我国主要上市石油石化国企与世界七大石油公司归属于母公司股东净利 (亿美元) .....	11
图 13 我国主要上市石油石化国企与世界七大石油公司现金分红总额 (亿美元) .....	11

# 1. 国资委启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动

3月3日国务院国资委召开会议，对国有企业对标世界一流企业价值创造行动进行动员部署。会议提出，国资国企要突出效益效率，加快转变发展方式，聚焦全员劳动生产率、净资产收益率、经济增加值率等指标，有针对性地抓好提质增效稳增长，切实提高资产回报水平；要突出创新驱动，提升基础研究能力，充分发挥企业创新决策、研发投入、科研组织、成果转化的主体作用。会议要求，国资国企要突出产业优化升级，加快布局价值创造的新领域新赛道，一手抓加快战略性新兴产业布局，一手抓加快传统产业转型升级，更好推进新型工业化；要突出服务大局，进一步强化战略支撑作用。

## 2. 对标估值指标，我国上市石油石化国企估值偏低

从国企对标世界一流的角度，国内石油石化企业具有较强的代表性。相对于海外一流企业的发展历程，国内的石油石化企业在规模体量方面近年来有了长足的进步，但是在资产质量、盈利能力等方面仍有较大的提升空间。我们认为石油石化企业的估值与盈利能力、业绩稳定性、ROE的波动、分红、资源储量价值、公司治理以及可持续发展等因素相关。相对于国际石油石化巨头，我们从企业估值与提升空间给予如下判断及建议。

### 一、国内上市石油石化国企的估值

我们从PB-ROE、资产储量价值等角度，从石油石化的国企龙头与世界一流对标。其中国企的PB明显低估，主要参考包括：资产偏重（仍有分红空间），人员占比过高，承担的社会责任较重，外延式并购较少等。

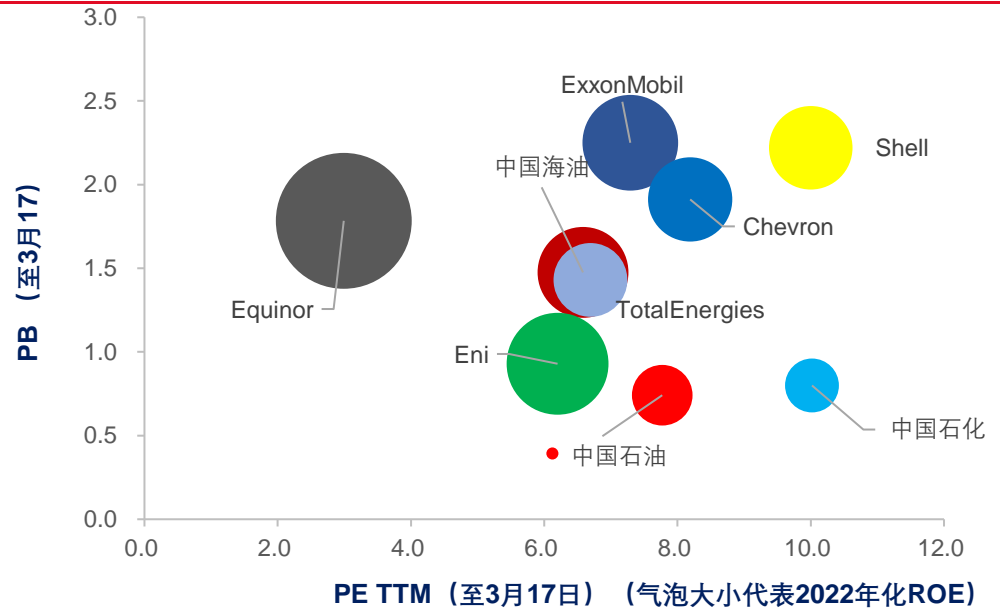
- 1、国内石油石化企业的资产质量提升，但承担的社会责任较重。以中国石油为例，其油气储量、重资产及净资产等均与ExxonMobil相当，但是ROE低于ExxonMobil，主要是由于承担了较大的税金，且员工数量较多。
- 2、国内石油石化企业的扩张及外延式发展有待提升。我们认为估值与未来的可持续发展相关，如Total于2021年6月更名为TotalEnergies，致力于能源转型；ExxonMobil合并化工及下游业务，以及集中技术和工程以及其他支持服务来进一步简化其业务结构；Chevron在二叠纪盆地的扩张等。
- 3、国内石油石化的产业链一体化优势。参考国际的石油石化巨头，在炼油-化工品业务的占比逐渐下降，国内的下游产品市场优势有利于国内石油石化产业链的盈利稳定性。其中：BP逐渐剥离下游化工品业务，Chevron的化工主要由与Phillips66合资的CPCChem运行等。

### 二、未来发展建议

近年来，我国石化上游勘探业务不断走出国门，伴随技术革新，完全平均桶油开采成本不断下降，但仍与国际石油公司存在一定差距。其中中国海油的开采成本相对较低，与国际水平相比也处于相对靠前位置，未来需要增加资源储量价值。中国石油储量资源丰富，未来需进一步降低开采成本以及提高ROE。中国石化的重点是化工及新材料布局。随着我国对外开放程度加深、与中东等地区合作愈加紧密，我国石油石化企业海外优质油田开采原油比重有望进一步提升，继而降低桶油成本。

从账面现金以及资产负债率角度，国内的石油石化国企仍有较大的产能扩张及外延式的发展空间。

图1 国内石油石化国企与世界一流的 PB-PE 及 ROE 对标



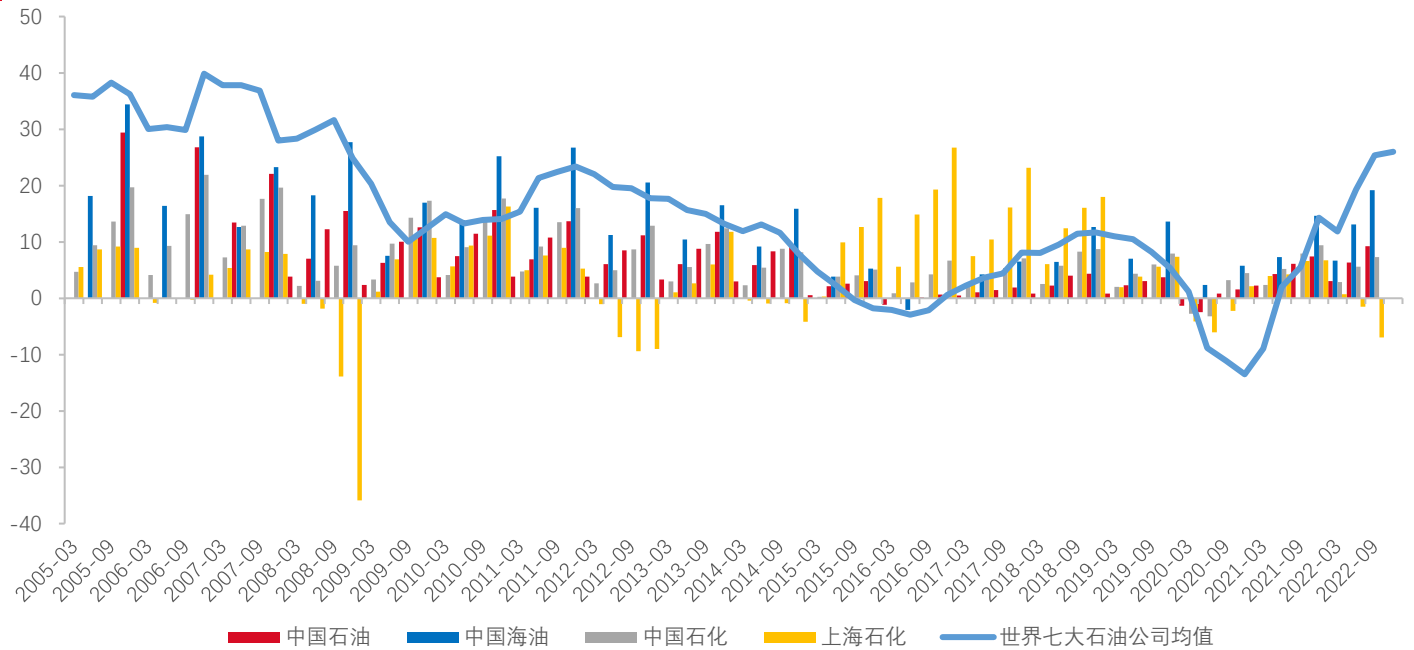
资料来源：Wind，东海证券研究所

## 2.1.我国上市石化国企 ROE 相对稳定

上海石化本身不具备上游油气资源储备，面对油价及下游需求波动的对冲能力相对有限，故 ROE 出现了明显的周期波动性，并在油价快速上涨且下游需求萎缩的阶段易出现亏损，如 ROE 在 2008 年、2012~2013 年、2022 年出现负值。但相对的，由于没有上游资源储备，公司在油价下行周期且下游需求相对稳定的阶段成本具备一定灵活性，上海石化相对世界七大石油公司（Shell、ExxonMobil、BP、Chevron、TotalEnergies、Eni、Equinor）同样出现一定的逆周期特性，如 2010 年、2015 年~2017 年公司 ROE 出现逆周期改善。

中国石油、中国石化、中国海油的业务构成也略有区分。中国海油业务集中在油气资源的勘探与销售，故在油气价格快速上涨的阶段 ROE 表现较好。而中国石油、中国石化同时进行资源开采销售和炼化产品的生产和销售，整体收入结构上与国际七大石油公司更为接近。但值得注意的是，公司的 ROE 的稳定性要显著高于国外对标公司，尤其 2015~2016 年期间海外石油公司 ROE 均值为负，两公司 ROE 同样下行，但仍能保持为正，抗风险能力凸显。此外，2020 年中国石油及中国石化将主要油气管道、部分储气库等资产出售予国家管网集团，分别获得投资收益 469 亿元及 377 亿元，因此当年盈利为正。

图2 我国主要上市石油石化国企 ROE 与世界七大石油公司均值对比 (%)

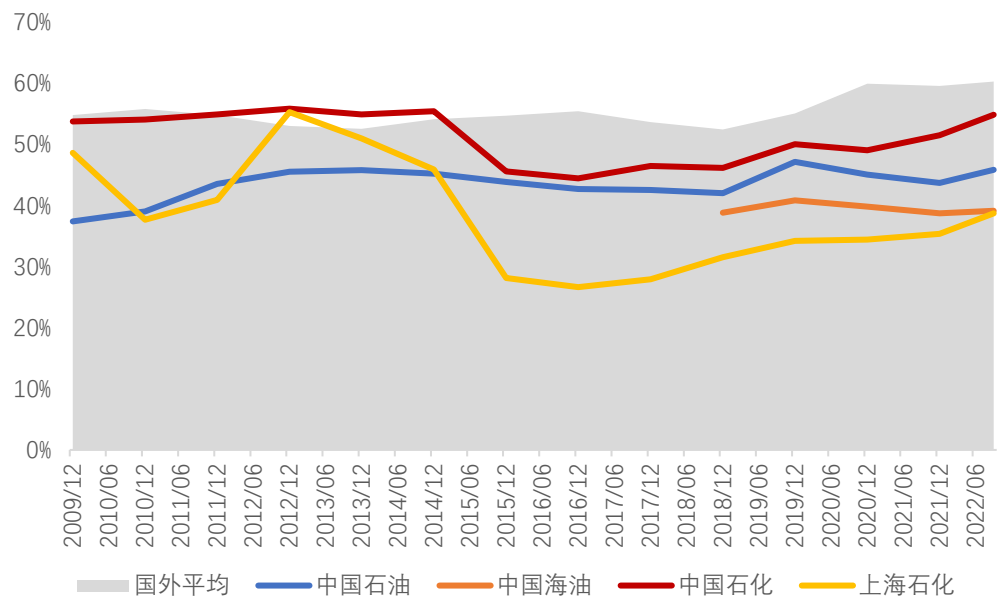


资料来源：Wind、Bloomberg，东海证券研究所

## 2.2.我国上市石油石化国企 PB 相对偏低

从资产负债率来看，我国上市石化国企基本低于国际七大石油公司的平均水平。2018年起，国际石油公司资产负债率有所提升，但在近两年有所下降。考虑到国内公司2022年年报并未完全披露，我们选取2022年三季度数据进行讨论。截至2022年三季度，国际七大石油公司资产负债率分别为：Shell（56.50%）、ExxonMobil（47.85%）、BP（74.13%）、Chevron（38.54%）、TotalEnergies（65.49%）、Eni（67.52%）、Equinor（72.00%），均值为60.29%。而中国石化、中国海油、中国石化、上海石化的资产负债率则分别为45.84%、39.16%、54.86%、38.71%，整体优于国际七大石油公司的平均水平。

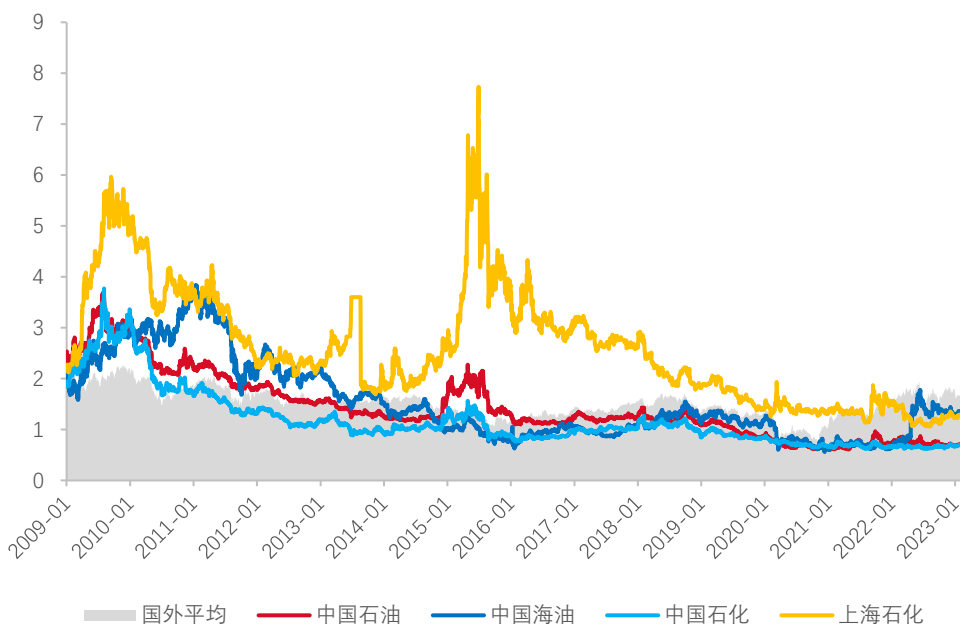
图3 我国主要上市石油石化国企资产负债率与世界七大石油公司均值对比



资料来源：Wind、Bloomberg，东海证券研究所

而从 PB 值来看，2021 年以来我国石化上市国企估值水平也相对较低。截至 2023 年 3 月 10 日，国际七大石油公司 PB 均值为 1.59，最低值为 0.93。而中国石油、中国海油、中国石化、上海石化的 PB 值分别为 0.74、1.48、0.80 和 1.30，处于偏低位置。

图4 我国主要上市石油石化国企 PB 与世界七大石油公司均值对比



资料来源：Wind，东海证券研究所，截至 2023 年 3 月 17 日

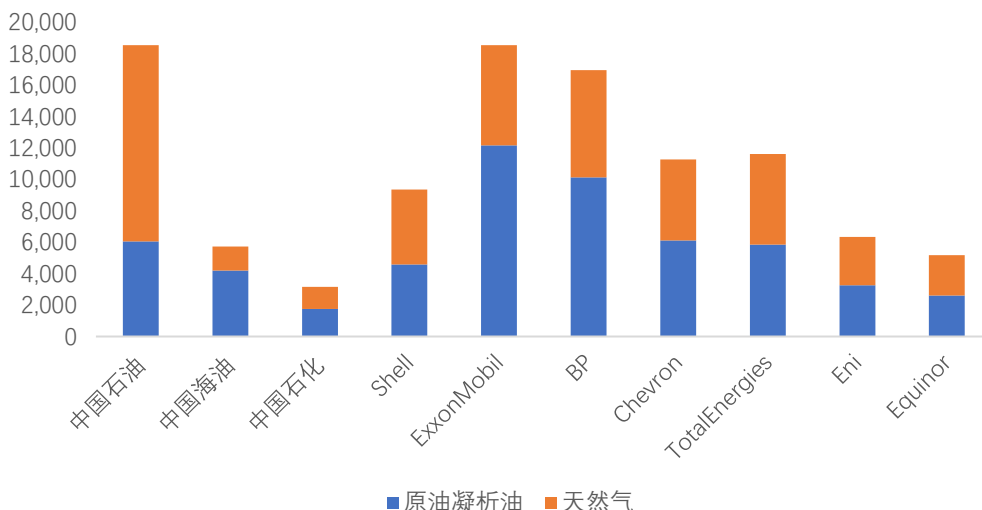
注：中国海油 2023 年 4 月 21 日 A 股上市，此前为提取港股 PB 值

### 3.对标油气储备，我国上市石油石化国企估值较低

#### 3.1.我国上市石油石化国企油气储备不落下风

从油气储备来看，截至 2021 年中国海油和中国石化证实储量分别为 57.28 亿桶油当量和 31.58 亿桶油当量，与七大石油公司相比处于较低水平。但中国石油的油气储量达到了 188.44 亿桶油当量，相比 ExxonMobil 的 185.37 亿桶油当量仍略胜一筹，属于世界一流水平。

图5 我国主要上市石化国企油气储备与世界七大石油公司均值对比（百万桶油当量）

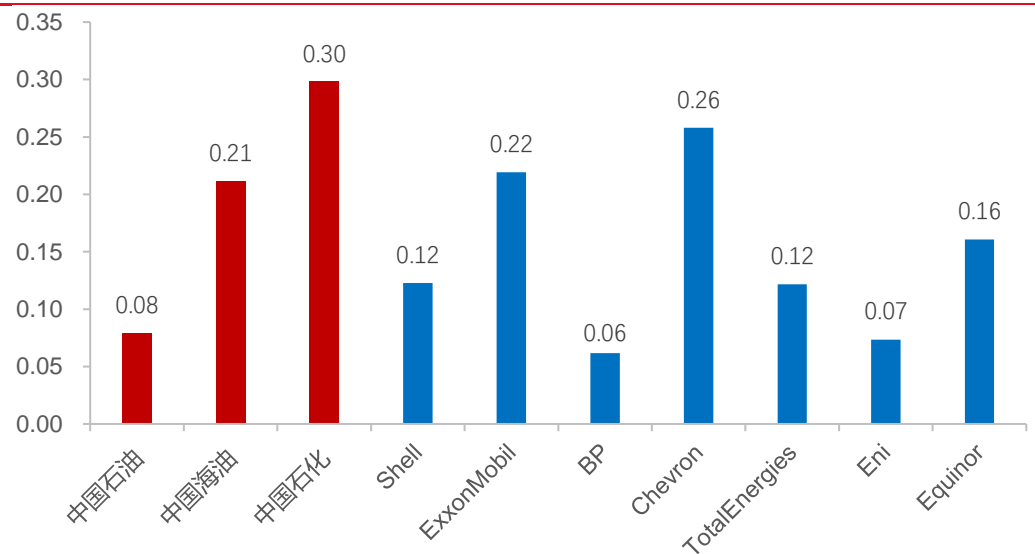


资料来源：各公司年报，东海证券研究所

### 3.2.我国上市石油石化国企油气储备角度，估值较低

为了粗略地衡量资本市场对于油气储量定价水平，我们采用“市值/储量”进行对比。不难看出，指标的差异首先指出了企业内生性的区别：炼化产品能够赋予更高的附加值，故同时经营炼化和下游化工业务的企业一般可以获得更高的“市值/储量”估值。但这一指标也受 ROE 影响，如中国海油、Equinor 的估值更高。2021 年 Equinor 证实储量为 53.56 亿桶油当量，与中国海油基本相当；2022 年盈利高于海油，但是市值低于海油（截至 2023 年 3 月 16 日，中国海油 1166.80 亿美元，Equinor 860.86 亿美元）。而中国石化则是本身业务为炼油为主，油气证明储备较低。ExxonMobil 和 Chevron 作为上下游产业链一体化公司，享有较高的“市值/储量”估值水平，而业务结构类似的中国石油则明显被低估。

**图6 我国主要上市石油石化国企市值/油气储备与世界七大石油公司均值对比（亿美元/百万桶油当量）**



资料来源：各公司年报、Wind、Bloomberg，东海证券研究所，截至 2023 年 3 月 17 日

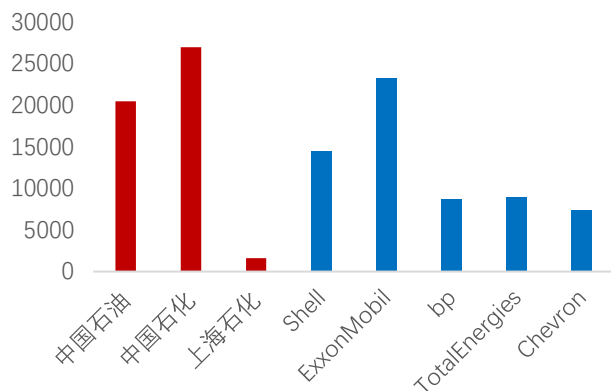
### 4.对标炼油产能，我国上市石油石化国企估值较低

根据《bp 统计年鉴 2022》，截至 2021 年世界炼油产能总计 10191 万桶/日（13903 万吨/日），其中中国产能 1699 万桶/日，占全球的 16.7%。其中中国石油及中国石化的产能分别为 20450 万吨及 26970 万吨，对比 Shell（14441 万吨）和 ExxonMobil（23254 万吨），处于国际第一梯队位置。同样的，截至 2021 年，中国石油及中国石化乙烯产能约为 857 万吨及 1400 万吨，也处于国际领先地位。

从新建炼厂及炼化一体化角度，国内的石油石化国企对应的产能先进，且炼化一体化程度更高，相对于海外的企业竞争力优势更加明显。

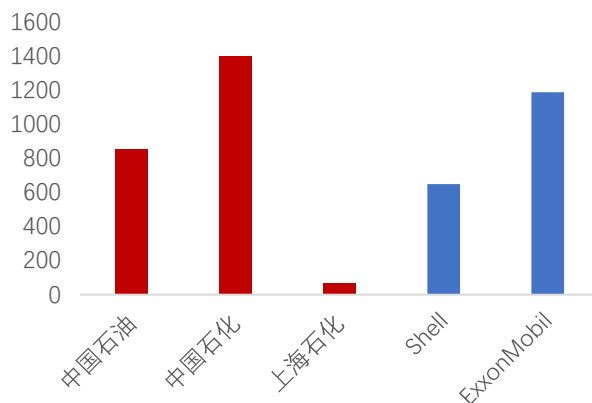


图7 各公司炼油产能对比（万吨）



资料来源：各公司年报，东海证券研究所

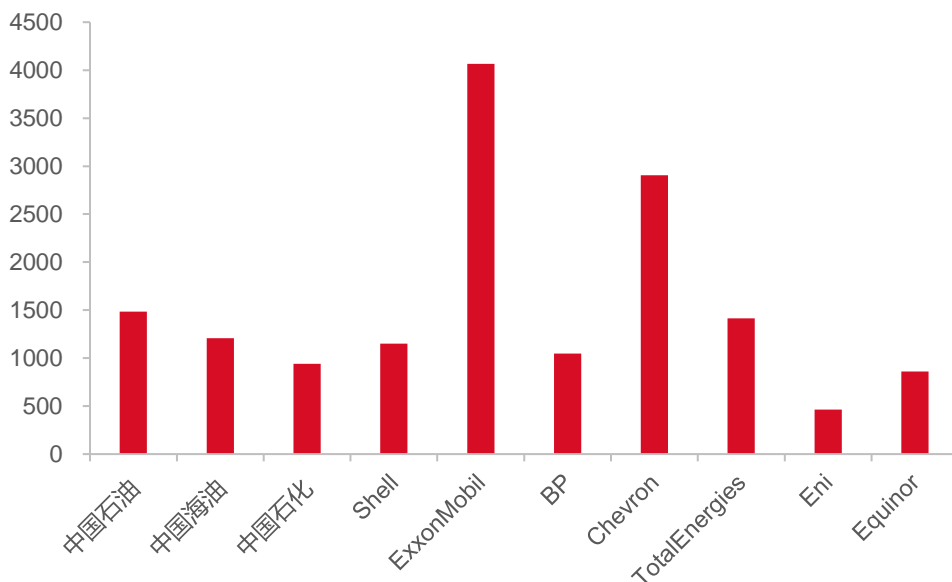
图8 各公司乙烯产能对比（万吨）



资料来源：各公司年报，东海证券研究所

然而截至 2023 年 3 月 17 日，中国石油及中国石化的市值为 1486 亿美元及 941 亿美元（以 3 月 17 日美元兑人民币即期汇率 6.88 计），相比国际石油公司市值如 ExxonMobil（4064 亿美元）、Chevron（2095 亿美元）显著偏低。

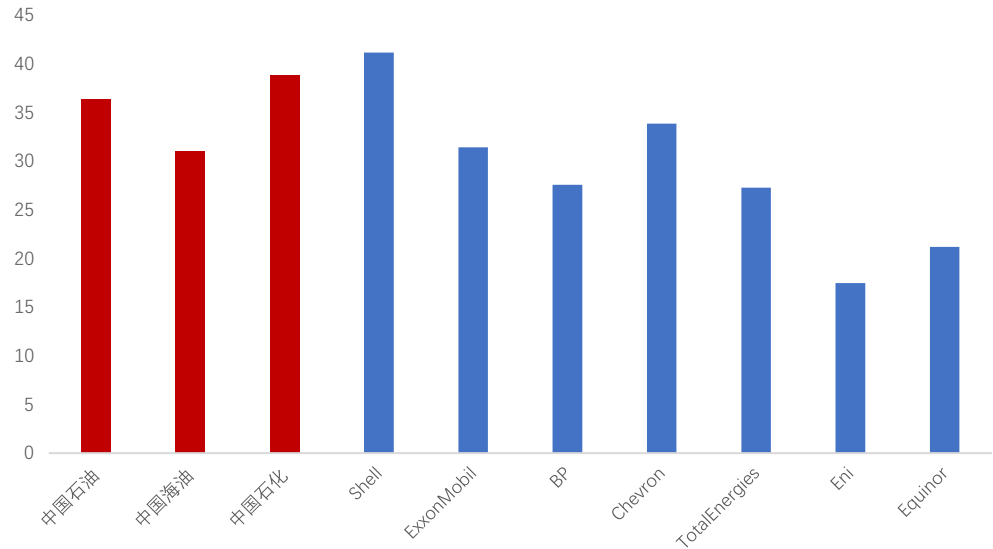
图9 我国主要上市石油石化国企市与世界七大石油公司市值对比（亿美元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 5.对标开采成本，我国上市石油石化国企有待改善

近年来，我国石化上游勘探业务不断走向国门，伴随技术革新，完全平均桶油开采成本不断下降，但仍与国际石油公司存在一定差距。但中国海油的开采成本相对较低，与国际水平相比也处于相对平均的位置。

**图10 我国主要上市石油石化国企与世界七大石油公司完全桶油成本（美元/桶）**


资料来源：各公司年报、Wind、Bloomberg，东海证券研究所，数据截至最新公布 2021 年完整财报

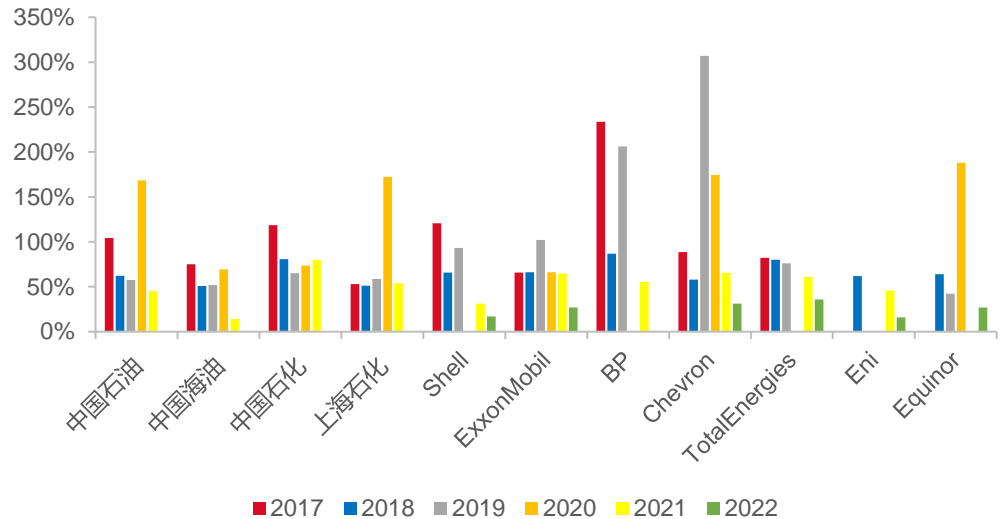
我国的桶油主要成本主要包括五项，分别为作业费用、折旧折耗及摊销、弃置费、销售及管理费用、所得税以外其他税金（在我国以资源税为主）。其中作业费用和折旧与摊销为桶油主要成本的关键，影响因素包括地理位置、人工费用、采油技术、运输费用等。而中国海油的核心开采区域位于渤海、南海西部、南海东部和东海，多为我国优质海上油田聚集区域，故公司占据一定的成本优势。

随着我国对外开放程度加深、与中东等地区合作愈加紧密，我国石化企业海外优质油田开采原油比重有望进一步提升，继而降低桶油成本。

## 6.对标分红，我国上市石油石化国企分红比例良好，但分红金额较低

对比过去 5 年的分红比例，可以看到我国上市石油石化国企分红比例良好，与国际水平基本持平。中国石油、中国海油、中国石化、上海石化 5 年的平均分红比例分别为 87.52%、52.34%、83.53%、77.85%，相比之下世界七大石油公司 5 年平均分红比例则为 Shell（77.76%）、ExxonMobil（73.07%）、BP（145.56%）、Chevron（138.69%）、TotalEnergies（74.82%）、Eni（53.83%）、Equinor（98.19%）。

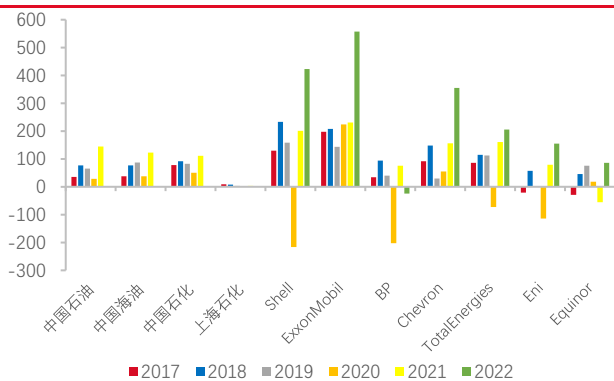
图11 我国主要上市石油石化国企与世界七大石油公司分红比例 (%)



资料来源：各公司年报、Wind、Bloomberg，东海证券研究所  
注：公司净利润为负年份数据已剔除

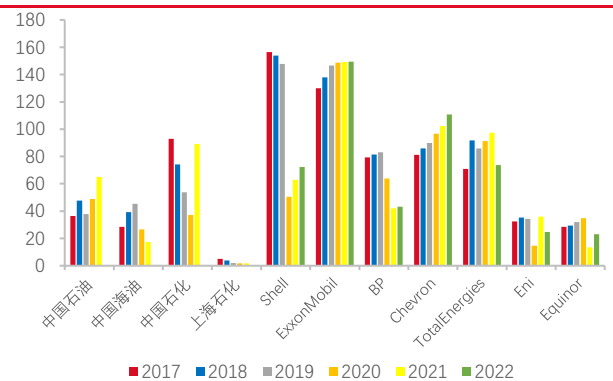
对比归母净利润和现金分红总额，我国上市石油石化国企的优势在于稳定性更高，但即便净利润为亏损，世界七大石油公司也坚持分红并保持相当的金额。我国上市石油石化国企的分红虽然也较为稳定，但是分红总额较低，相对 Shell、ExxonMobil 等外企存在一定差距。此外，2020 年中国石油及中国石化将主要油气管道、部分储气库等资产出售予国家管网集团，分别获得投资收益 469 亿元及 377 亿元，因此当年盈利为正。

图12 我国主要上市石油石化国企与世界七大石油公司归属于母公司股东净利 (亿美元)



资料来源：各公司年报，东海证券研究所  
注：国内公司 2022 年财报未公布

图13 我国主要上市石油石化国企与世界七大石油公司现金分红总额 (亿美元)



资料来源：各公司年报，东海证券研究所  
注：国内公司 2022 年财报未公布

## 7.小结

横向对比，我国上市石化企业资源储量和产能具备国际竞争力，其中中国石油及中国石化的炼化产能均为国际靠前水平；开采成本近年来也有所改善，基本与国际水平持平，未来有望进一步改善；但公司 ROE 长期偏低导致企业估值受损，低于七大国际石油公司的平均水平，且 PB 估值处于较低水平；我国上市石油石化国企分红比例良好，与国际水平基本持平，但是分红总额较低。

**发展建议：**近年来，我国石化上游勘探业务不断走向国门，伴随技术革新，完全平均桶油开采成本不断下降，但仍与国际石油公司存在一定差距。其中中国海油的开采成本相对较

低，与国际水平相比也处于相对靠前位置，未来需要增加资源储量价值。中国石油储量资源丰富，未来需进一步降低开采成本以及提高 ROE。中国石化的重点是化工及新材料布局。随着我国对外开放程度加深、与中东等地区合作愈加紧密，我国石油石化企业海外优质油田开采原油比重有望进一步提升，继而降低桶油成本。从账面现金以及资产负债率角度，国内的石油石化国企仍有较大的产能扩张及外延式的发展空间。

建议关注：（1）资源储备水平良好；（2）炼油产能领先；（3）开采成本控制良好的上市石化国企，如：中国石油、中国海油、中国石化。

## 8.风险提示

- 地缘政治不稳定，导致国内商品、服务出口受政策抑制，或导致国际能源价格产生剧烈波动，并传导至国内影响企业盈利水平；
- 美联储加息节奏超预期，或海外通胀超预期，压缩企业资本开支，抑制下游需求；
- 海外银行流动性危机持续发酵，国际需求收缩，市场预期走低。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

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注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其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。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8621) 20333619  
 传真:(8621) 50585608  
 邮编:200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8610) 59707105  
 传真:(8610) 59707100  
 邮编:100089