

中国石化

买入（首次评级）

公司深度研究

证券研究报告

(600028.SH)

业绩稳健的强防御资产

公司简介

中国石化是中国规模最大的石油开采及炼化企业之一，在布局了上游油气资产同时，还具有大体量的炼能以及完善的成品油及天然气销售网络，是国内上下游及终端销售一体化的大型石油化工企业。

投资逻辑

中国石化具备全球竞争力，尤其是在石化行业周期底部仍能维持一定的净利率，考虑到全球发达国家炼能出清，成品油裂解价差维持相对高位，使得中国石化投资价值得到提升，重点关注：

- 1、公司完善的成品油终端零售网络促使公司业绩持续维持稳健状态。国内成品油批零价差持续维持较为稳健的状态，其中柴油批零价差中枢维持在1000元/吨，汽油批零价差中枢维持在400元/吨，较为稳健的批零价差促使公司2006年至今成品油销售板块业务业绩毛利率维持6-9%，炼油及营销事业部占总业务毛利的79%左右；
- 2、全球原油供需偏紧以及海外炼能出清带来业绩弹性。在全球“双碳”政策推动下，全球原油供需持续偏紧，受益于中国能源安全需求，公司上游资产开采资本开支及产量维持稳定，与此同时，海外炼能近年来持续出清，而成品油供应边际增量有限，促使柴汽油海外裂解价差以及成品油批发及出口价差呈走阔趋势，伴随需求回暖，油价的上涨以及成品油海外价格的走高，有望获得业绩弹性。
- 3、高股息赋予资产强防御属性。通过对公司股利支付率和股息率的回溯，公司股利支付率2016年以来持续维持65%以上，受益于业绩的稳定性，公司A股股息率中枢维持在约9%左右，伴随全球原油价格中枢进入高位震荡格局，公司股息率有望维持，在悲观/中性/乐观不同油价情景假设下，公司A股股息率有望维持7-10%，稳健股利回报赋予资产强防御属性。

盈利预测、估值和评级

我们看好原油价格中枢长期维持高位以及公司稳定生产带来的业绩弹性，在中性油价假设下，2022-2024年原油价格分别为100/90/90美元/桶，预计2022-2024年公司归母净利润分别为693.7亿元/705.7亿元/717.5亿元，对应EPS为0.57元/0.58元/0.59元，对应PE为7.76X/7.63X/7.51X，考虑到公司股息率水平较高，参考中国石油、中国海油、长江电力和宁沪高速市盈率水平，给予2022年10倍市盈率，参考2022年EPS约为0.57元，目标价5.74元，给予公司“买入”评级。

风险提示

1. 油价单向大幅波动；
2. 成品油价格放开风险；
3. 疫情反复扰乱终端产品销售及运输；
4. 行业景气度下行；
5. 境外业务经营风险；
6. 意外事故风险；
7. 汇率风险。

石油化工组

分析师：许隽逸（执业S1130519040001）

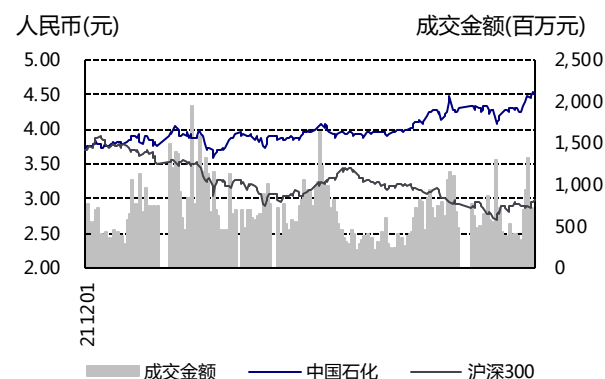
xujunyi@gjzq.com.cn

分析师：陈律楼（执业S1130522060004）

chenlvlu@gjzq.com.cn

市价（人民币）：4.51元

目标价（人民币）：5.74元



公司基本情况（人民币）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,105,984	2,740,884	3,317,579	3,138,106	3,146,876
营业收入增长率	-29.00%	30.15%	21.04%	-5.41%	0.28%
归母净利润(百万元)	32,924	71,208	69,366	70,573	71,746
归母净利润增长率	-42.83%	116.28%	-2.59%	1.74%	1.66%
摊薄每股收益(元)	0.272	0.588	0.573	0.583	0.593
每股经营性现金流净额	1.26	1.68	2.45	1.65	1.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.43%	9.19%	8.67%	8.56%	8.45%
P/E	14.82	7.19	7.76	7.63	7.51
P/B	0.66	0.66	0.67	0.65	0.63

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

1、油气+油品零售业绩稳健，高股息资产防御性强.....	5
1.1、能源安全需求促使上游资产开发稳定.....	6
1.2、批零价差及海外套利促进业绩稳健.....	10
1.3、持续维持高股息，投资回报丰厚.....	14
2、油价中枢有望持续维持高位.....	15
2.1、资本开支与品位下滑双重影响，页岩油增量或低于预期.....	15
2.2、俄乌冲突后遗症或持续.....	20
2.3、增产多次不及配额，OPEC 高油价诉求明显.....	21
3、存量炼能稀缺度逐步提升，全球石化行业或周期反转.....	23
4、盈利预测与投资建议.....	31
4.1、盈利预测.....	31
4.2、不同情景假设下股息率测算.....	32
4.3、投资建议及估值.....	33
5、风险提示.....	34

图表目录

图表 1： 公司原油资产分布.....	5
图表 2： 公司天然气资产分布.....	5
图表 3： 2000-2021 年中国、美国、欧洲能源消耗量.....	6
图表 4： 2021 年中国能源消费结构.....	6
图表 5： 2000-2021 中国石油对外依存度.....	6
图表 6： 2020-2021 中国天然气对外依存度.....	6
图表 7： 2021-2022 年能源安全相关文件、会议.....	7
图表 8： 2011-2022E 公司勘探开发资本支出.....	7
图表 9： 公司原油采储比.....	8
图表 10： 2014-2021 年公司在钻勘探、开发井数.....	8
图表 11： 公司已探明原油储量（百万桶）.....	9
图表 12： 公司已探明天然气储量（十亿立方英尺）.....	9
图表 13： 公司油气总产量.....	9
图表 14： 公司原油产量.....	9
图表 15： 公司天然气产量.....	9
图表 16： 公司归母净利润.....	10
图表 17： 公司主营业务毛利率.....	10
图表 18： 2004-2022 年前三季度柴油、汽油消费量.....	11
图表 19： 公司成品油零售量.....	11
图表 20： 公司加油站数量.....	11
图表 21： 柴油批零价差.....	12
图表 22： 汽油批零价差.....	12

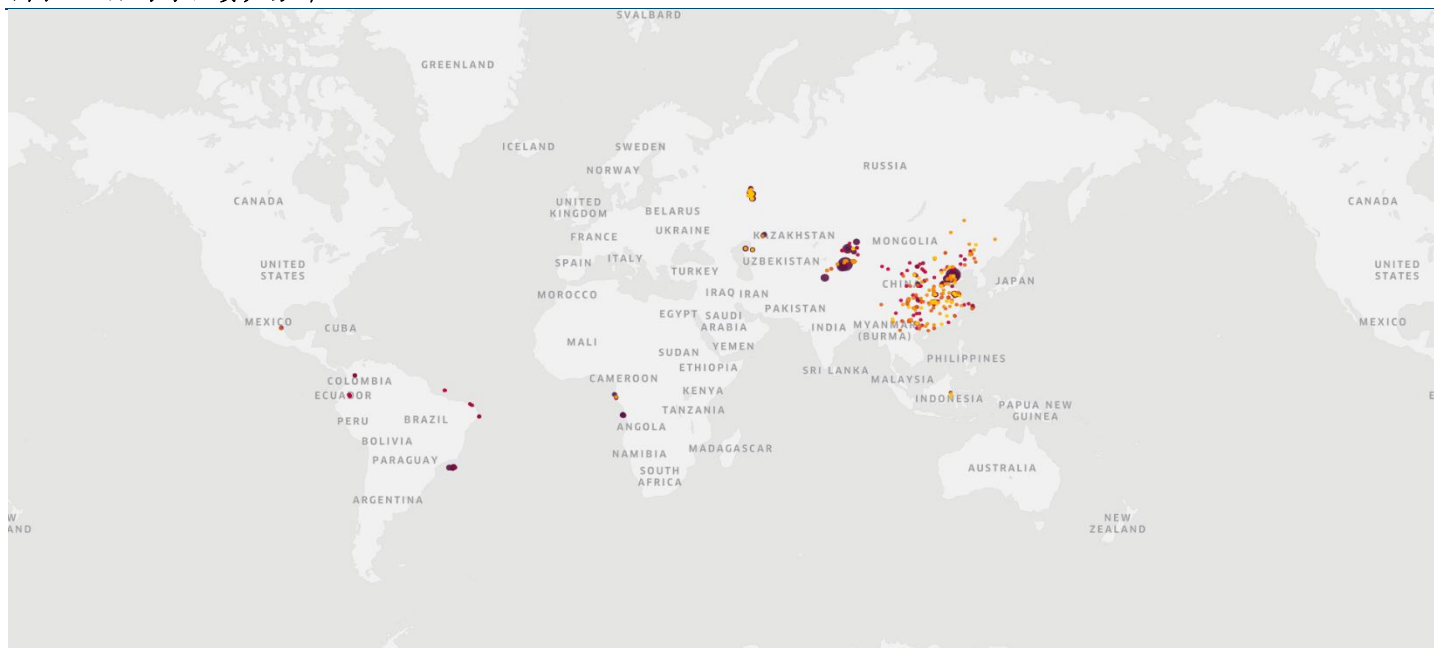
图表 23:	公司成品油出口配额 (万吨)	13
图表 24:	柴油出口价格与批发价格的差额	13
图表 25:	汽油出口价格与批发价格的差额	14
图表 26:	中国石化与可比公司股利支付率	14
图表 27:	中国石化与可比公司股息率	15
图表 28:	全球原油消费结构	15
图表 29:	欧美等发达国家燃油车禁售时间表	16
图表 30:	美国页岩油气总资本开支 (亿美元) 及 YOY	16
图表 31:	美国页岩油气开发类资本开支 (亿美元) 及 YOY	17
图表 32:	美国页岩油气勘探类资本开支	17
图表 33:	美国七大页岩油产区产量 (桶/天)	18
图表 34:	Permian 产区总资本开支 (亿美元) 及 YOY	18
图表 35:	Permian 产区开发类资本开支 (亿美元) 及 YOY	19
图表 36:	Permian 产区勘探类资本开支 (亿美元) 及 YOY	19
图表 37:	Permian 新钻井数及单井原油产量	20
图表 38:	俄罗斯原油产量及占比	20
图表 39:	部分油气公司在俄罗斯资产情况	21
图表 40:	2021 年 8 月以来 OPEC10 生产配额与产量变化 (千桶 /天)	21
图表 41:	美国战略石油储备 (千桶)	22
图表 42:	全球原油供应边际变化测算	22
图表 43:	全球炼厂原油加工能力分布	23
图表 44:	全球炼厂原油加工能力衰退情况 (2022 年与近年峰值环比)	23
图表 45:	全球炼厂产能关闭量 (百万桶/天)	24
图表 46:	美国炼厂产能	24
图表 47:	欧洲炼厂炼能	25
图表 48:	美国成品油净出口量	25
图表 49:	欧洲及地中海区域成品油净进口量	26
图表 50:	中东、亚洲和南美洲成品油净出口量	26
图表 51:	中国成品油净出口量	27
图表 52:	原油及美国成品油价格	27
图表 53:	美国成品油裂解价差	28
图表 54:	原油及欧洲成品油价格	28
图表 55:	欧洲成品油裂解价差	29
图表 56:	新加坡成品油裂解价差	29
图表 57:	出行指数-美国	30
图表 58:	出行指数-英国	30
图表 59:	出行指数-德国	30
图表 60:	出行指数-法国	30
图表 61:	出行指数-意大利	30
图表 62:	出行指数-西班牙	30
图表 63:	盈利预测关键假设	31

图表 64: 中性假设下 A/H 股股息率预测 (以 2022 年 12 月 1 日收盘价为基准)	32
图表 65: 可比公司估值比较 (市盈率法) - 以 2022 年 12 月 1 日收盘价为基准	33
图表 66: 公司股利现值法 (悲观假设)	33
图表 67: 公司股利现值法 (中性假设)	34
图表 68: 公司股利现值法 (乐观假设)	34

1、油气+油品零售业绩稳健，高股息资产防御性强

中国石化是中国规模最大的石油开采及炼化企业之一，在布局了上游油气资产之外，还具有大体量的炼能以及完善的成品油及天然气销售网络，上下游直至终端销售一体化的产业布局促使公司持续维持盈利较为稳定，且现金较为充沛，而公司在此基础上积极回报股东，持续维持较高的股利支付率。受益于公司业绩整体稳定，股利支付率较高，近年来公司股息率也维持较高水平，从而促使资产具有较强的防御属性，与此同时，由于海外炼能持续出清，伴随着海外需求恢复，成品油裂解价差或大幅走廊，而中国成品油对外出口配额主要集中于中国石化和中国石油，公司在获得较为稳定的业绩同时，有望获得石化行业周期反转带来的盈利弹性。

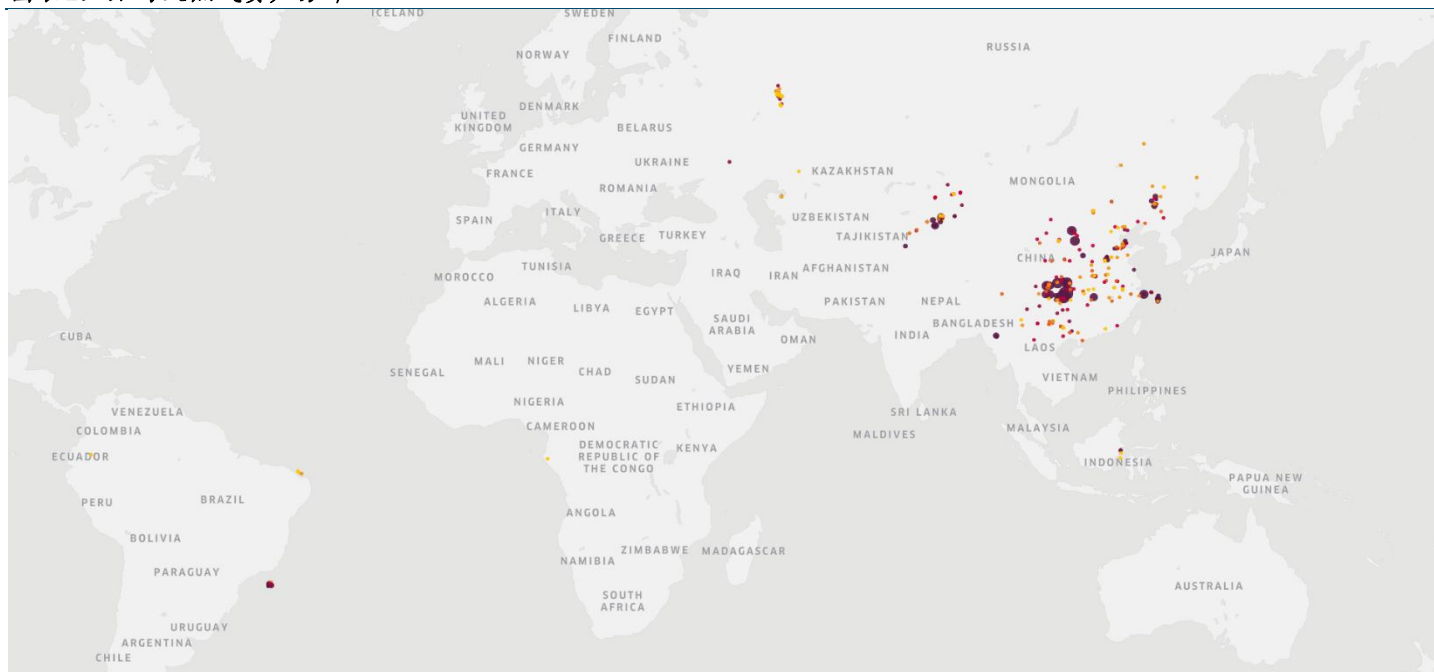
图表1：公司原油资产分布



来源：Rystad Energy，国金数字未来 Lab，国金证券研究所

注：圆圈越大表示储量越大

图表2：公司天然气资产分布



来源：Rystad Energy，国金数字未来 Lab，国金证券研究所

注：圆圈越大表示储量越大

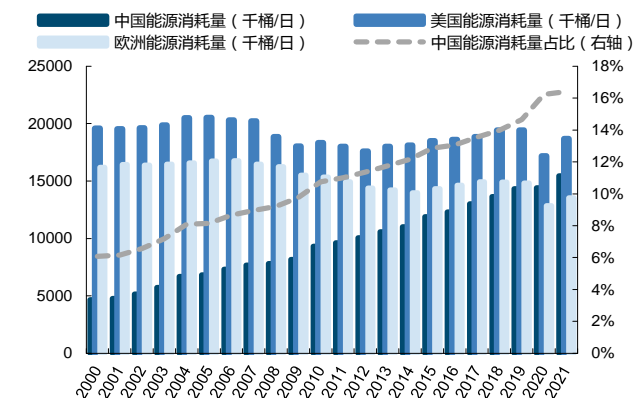
1.1、能源安全需求促使上游资产开发稳定

二十一世纪以来，在经济全球化和国际产业结构调整的过程中，一些高消耗、资源型的产业转移到中国，同时，能源利用水平不高，浪费损失现象严重，这都导致中国能源消耗量快速上升。2020 年，中国反超欧洲成为全球能源消耗量第二的经济体，仅次于美国。2021 年，中国能源消耗量占全球总能源消耗量的 16.4%。

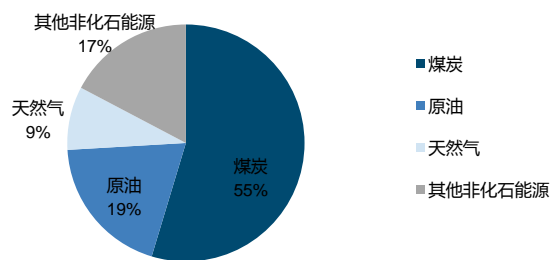
中国已形成煤、油、气、核、新能源、可再生能源多轮驱动的能源供应体系，但化石能源仍占比高达 82.7%，化石能源仍是中国能源供应主导，煤炭、原油、天然气是中国能源重中之重。

图表3：2000-2021 年中国、美国、欧洲能源消耗量

图表4：2021 年中国能源消费结构



来源：BP Amoco，国金证券研究所

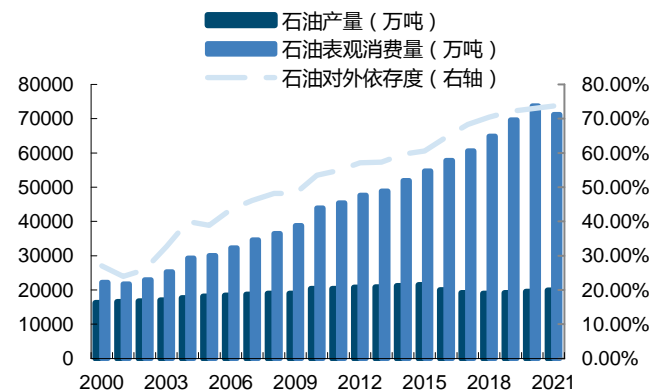


来源：BP Amoco，国金证券研究所

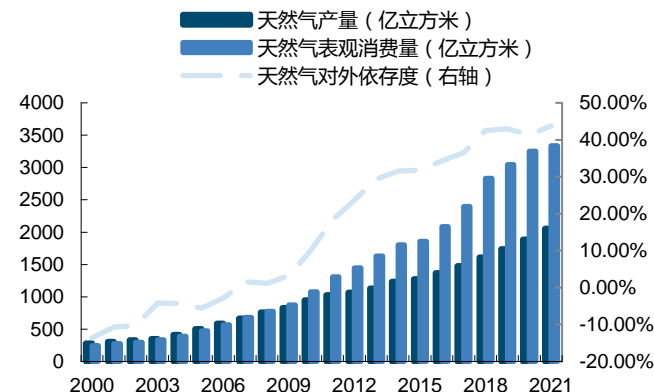
近年来，中国油气产量增速不及随经济发展带来的需求增长，需求缺口被进一步拉大，油气进口依存度增大。2021 年石油、天然气缺口分别达到了 5.13 亿吨和 1282.16 亿立方米，石油、天然气对外依存度分别达到 74%和 44%。对外依存度过大对国家能源安全问题造成威胁。

图表5：2000-2021 中国石油对外依存度

图表6：2020-2021 中国天然气对外依存度



来源：wind，国金证券研究所



来源：wind，国金证券研究所

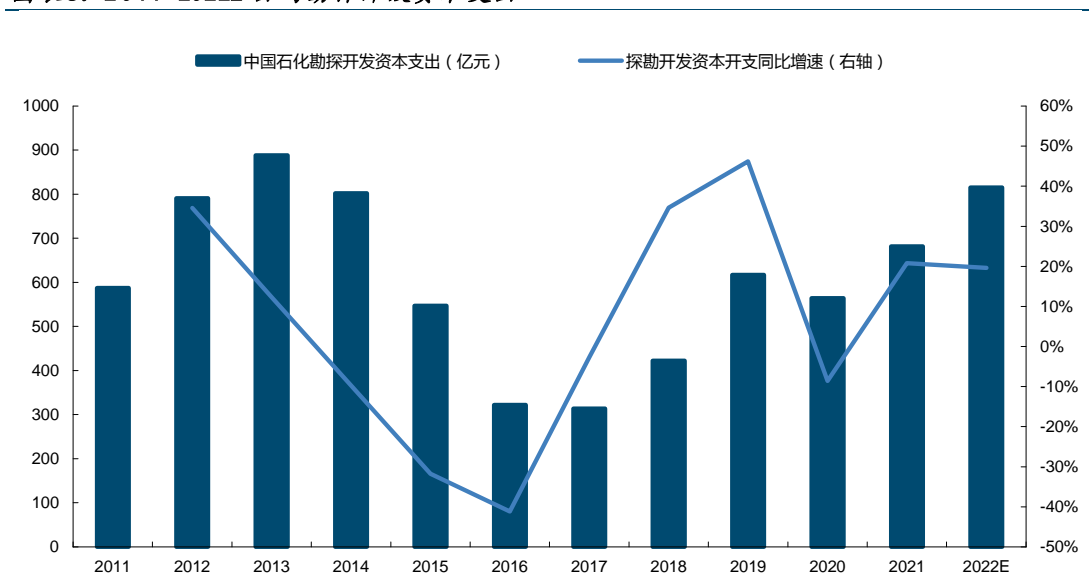
为保护中国能源安全，政府近年持续推出文件加大油气勘探开发和增储上产力度。中国能源安全问题及全球原油价格中枢上抬促使公司增加资本支出，油气增储上产有所保障。公司 2021 年勘探开发资本支出为 681.48 亿元，同比增长 20.80%。根据资本性支出规模及结构指引，2022 年勘探开发支出为 815 亿元，2022 年全年指引值相比 2021 年实际开支增长 19.59%。

图表7：2021-2022年能源安全相关文件、会议

时间	部门	相关文件、会议	内容
2022年11月	国建能源局	2022-2023年采暖季天然气保供稳价专题会议	深入学习贯彻党的二十大精神，做实做细天然气保供稳价工作，切实保障民生用气需求，推动行业高质量发展。党的二十大精神要求深入推进能源革命，加大油气资源勘探开发和增储上产力度，加强能源产供储销体系建设，确保能源安全。能源行业要立足国情、保持定力、坚定信心、增强主动，把采暖季天然气保供稳价提升到保障国家能源安全的战略高度，不折不扣抓好落实。
2022年10月	二十大新闻中心	二十大第一场记者招待会	坚持立足国内多元供应保安全，充分发挥煤炭的压舱石作用和煤电的基础性调节性作用，大力提升油气勘探开发力度。还要进一步建立健全煤炭、石油储备体系，特别是加快储备库、液化天然气接收站等设施建设，确保能源供应保持合理的弹性裕度。推动油气产业高质量发展，统筹推进产供储销体系建设，不断完善油气进口保障体系。继续强化底线思维和风险意识，大力推进能源安全监测预警能力建设，建立健全煤炭、油气、电力供需等预警机制。
2022年8月	国家能源局	《中国天然气发展报告（2022）》	面对更趋复杂的外部环境和能源发展改革的新形势、新要求，天然气行业将以产供储销体系建设为工作指引，统筹发展和安全，立足行业保供稳价、系统谋划、综合施策，不断夯实国内资源基础，加快设施投资建设，提升科技创新能力，深化体制机制改革，完善市场体系设计，努力推动行业高质量发展，为保障国家能源安全、加快建设能源强国贡献行业力量。
2022年7月	国务院	国务院新闻发布会	能源安全新战略提出以来，我国坚定不移推进能源革命，能源强国建设加快推进，安全保障能力明显提升。
2022年4月	国家能源局	《2022年能源工作指导意见》	加快油气先进开采技术开发应用，巩固增储上产良好势头，坚决完成2022年原油产量重回2亿吨、天然气产量持续稳步上产的既定目标。
2022年3月	国家发改委、国家能源局	《“十四五”现代能源体系规划》	加大国内油气勘探开发，坚持常非并举、海陆并重，强化重点盆地和海域油气基础地质调查和勘探，夯实资源接续基础。石油产量稳中有升，力争2022年回升到2亿吨水平并较长期稳产。天然气产量快速增长，力争2025年达到2300亿立方米以上。
2021年11月	国家发改委、财政部、自然资源部	《推进资源型地区高质量发展“十四五”实施方案》	建立安全可靠的资源能源储备、供给和保障体系：加大石油、天然气、铜、铝、钨、稀土、晶质石墨等战略性矿产资源勘查。
2021年1月	中国石油和化学工业联合会	《石油和化学工业“十四五”发展指南及2035年远景目标》	增强油气保障能力被列为“十四五”期间石化行业重要任务之首。

来源：政府网站，国金证券研究所

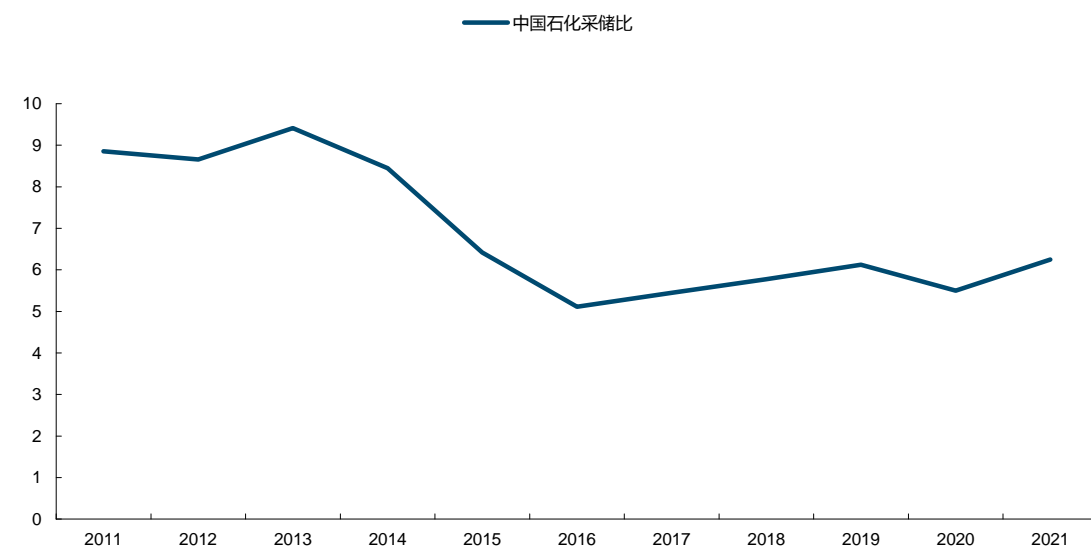
图表8：2011-2022E公司勘探开发资本支出



来源：公司公告，国金证券研究所

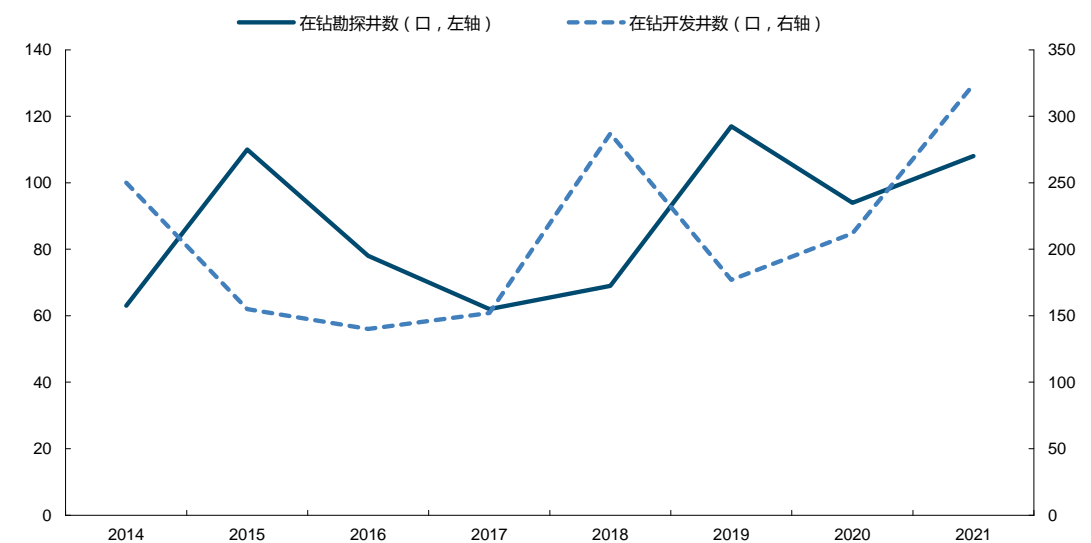
2017 年至今，公司石油液体采储比小幅回升，相比 2016 年有所改善。目前大多可比油企的采储比较 2012、2013 年的高点已有较大幅度下降，而公司通过加大勘探投入，使采储比从底部 5.1 左右恢复至 6.25，接近 2015 年水平。2014 年以来，公司在钻勘探井和在钻开发井数量整体保持增长，2021 年公司在钻勘探井 108 口，在钻开发井 324 口，其中，在钻开发井数量创下历史新高。

图表9：公司原油采储比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表10：2014-2021 年公司在钻勘探、开发井数



来源：公司公告，国金证券研究所

在勘探资本支出扩张的推动下，公司油气储量稳步上升。2017 年起公司已探明原油储量稳中有升，2021 年已探明原油储量为 17.49 亿桶，同比增长 13.42%。公司已探明天然气储量同样持续增长，2021 年达到 8.46 兆立方英尺，同比增长 3.24%。油气储量持续增长。

图表11: 公司已探明原油储量 (百万桶)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

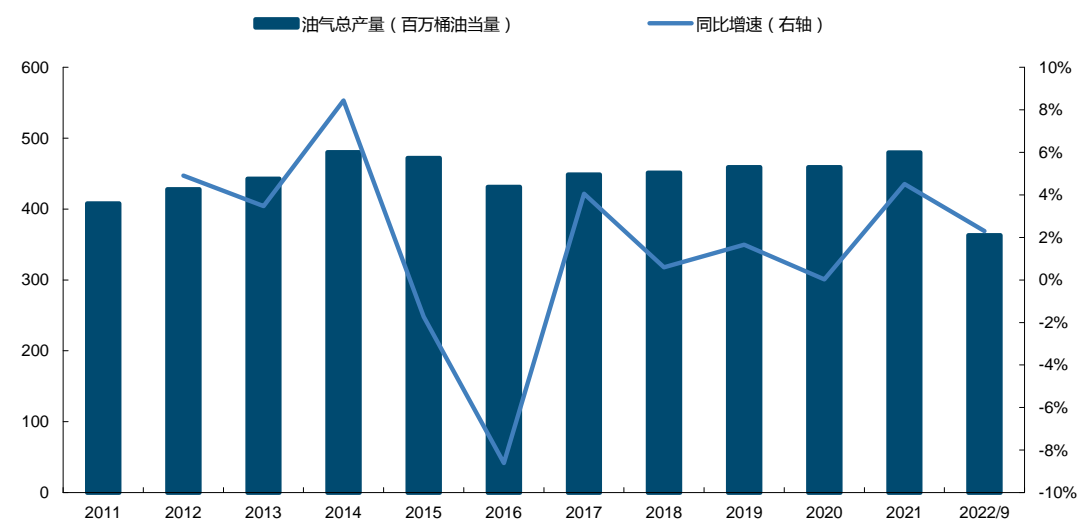
图表12: 公司已探明天然气储量 (十亿立方英尺)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

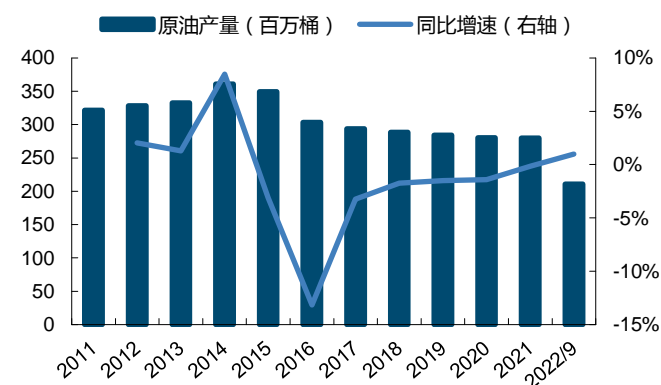
开发工作量的增加带动油气产量逐年上升。近5年公司油气总产量持续增长, 2021年达到4.80亿桶原油当量/年, 同比增长约4.51%。其中, 2021年公司原油产量为76.65万桶/天, 同比下降0.16%, 2017-2021年公司原油产量稳定维持在75-80万桶/天的范围内; 天然气产量为1.20兆立方英尺, 同比增长11.85%, 2018-2021年复合增长率为7.06%。

图表13: 公司油气总产量



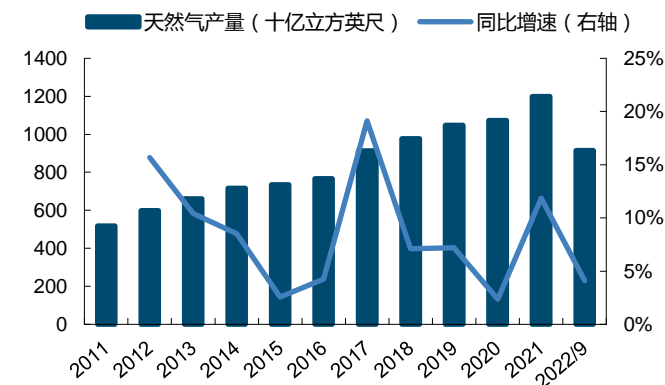
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表14: 公司原油产量



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表15: 公司天然气产量

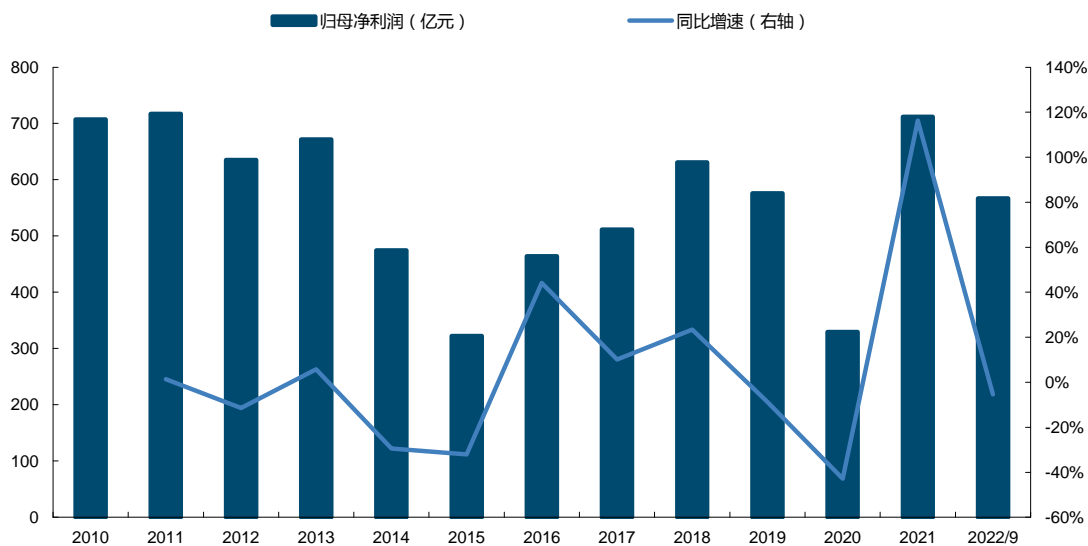


来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.2、批零价差及海外套利促进业绩稳健

2016 年以来，公司归母净利润自低点开始回升，2021 年公司归母净利润为 712.08 亿元，同比增长 116.28%。2022 年前三季度，公司归母净利润为 566.60 亿元，同比下降 5.40%。

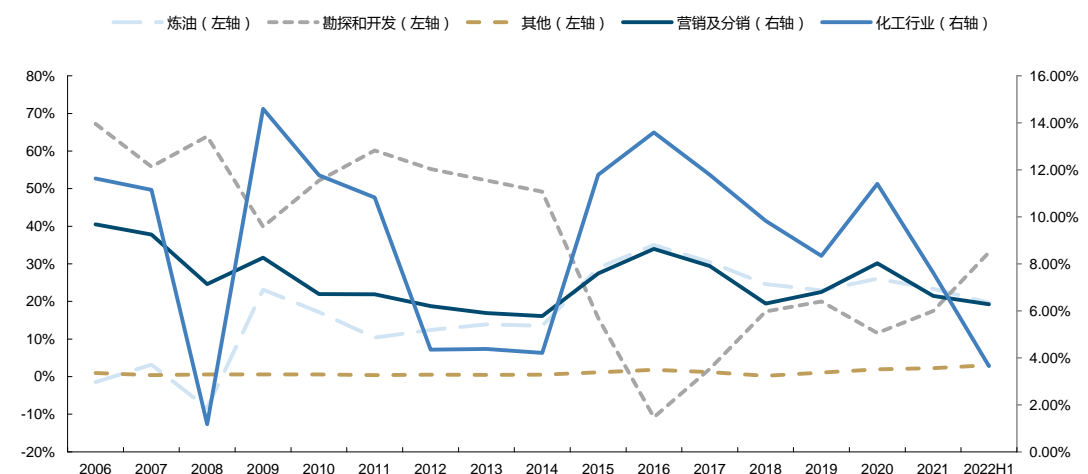
图表 16：公司归母净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

成品油销售（炼油和营销及分销）板块作为公司业务占比最大的板块，持续维持盈利能力稳健，自 2006 年以来，公司成品油销售受行业景气度波动影响较小，毛利率始终保持在 6-9% 的范围，虽然 2006-2008 年/2011-2014 年/2017-2019 年石化行业景气出现下滑周期，但成品油销售业务业绩波动较小，与此同时，公司炼油板块也表现出类似的趋势，2009 年开始平均毛利维持在 20% 左右，2010-2014 年表现较为低迷但也保持在 10% 以上。

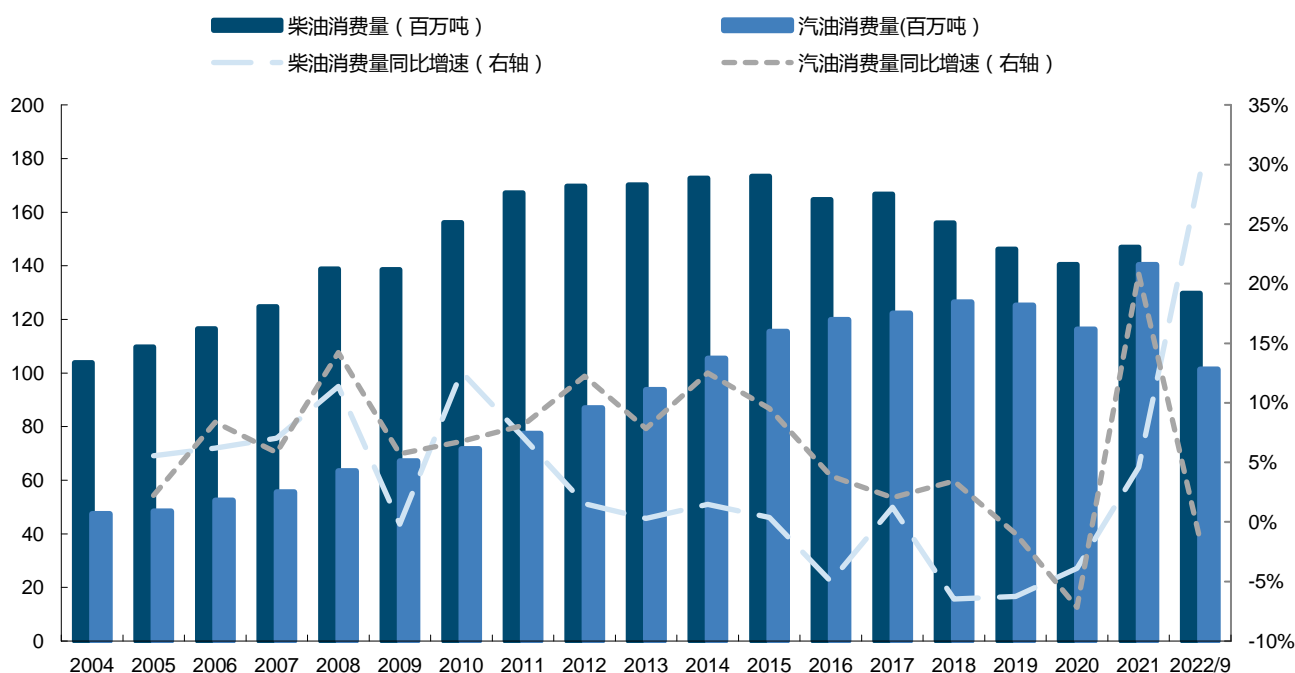
图表 17：公司主营业务毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

柴油消费量在 2015 年达到峰值的 1.73 亿吨，随后的几年里增长率一直为负，柴油需求疲软，2020 年叠加疫情影响创下了近年来的新低，柴油消费量仅有 1.40 亿吨。2021 年以来，受到工程基建等行业复苏，柴油需求提振明显，截至 2022 年 9 月，柴油消费量达到 1.30 亿吨，同比上升 29.20%；2004 年以来，汽油消费量逐年上升，2020 年受疫情影响小幅回落，为 1.16 亿吨。2022 年，汽油需求依旧乏力且国内市场提升空间不足，截至 9 月份，汽油消费量为 1.01 亿吨，同比下降 1.52%，伴随着经济逐步恢复，国内汽油消费需求有望逐步回暖。

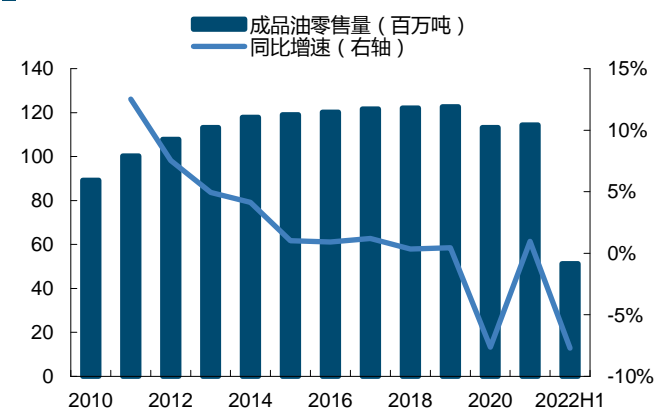
图表 18: 2004-2022 年前三季度柴油、汽油消费量



来源: Wind, 国金证券研究所

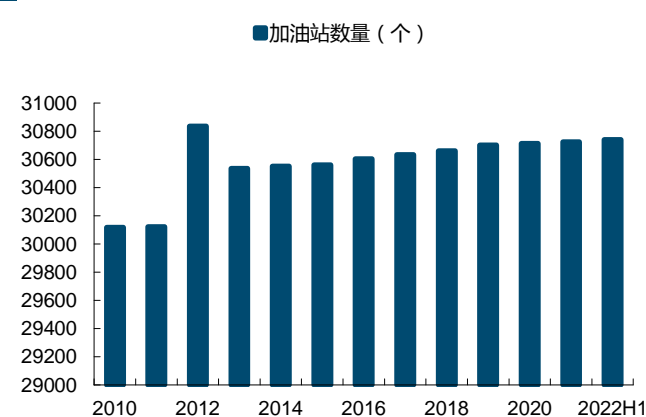
公司成品油零售量自 2010 年以来稳中有升，受疫情对终端需求的负面影响，2020-2022 年公司成品油零售量有所波动，2021 年成品油零售量为 1.14 亿吨，同比上升 0.96%。2022H1 成品油零售量为 51.23 百万吨，同比下降 7.69%，依然维持较高水平。公司加油站数量从 2013 年的 30536 个上升至 2022H1 的 30740 个，与此同时，国内成品油零售门槛较高，除中国石化与中国石油外，其他公司市场份额极低，在未来疫情影响减弱的情景下，国内成品油需求稳步上升或将提振公司零售业绩。

图表 19: 公司成品油零售量



来源: 公司公告, 国金证券研究所

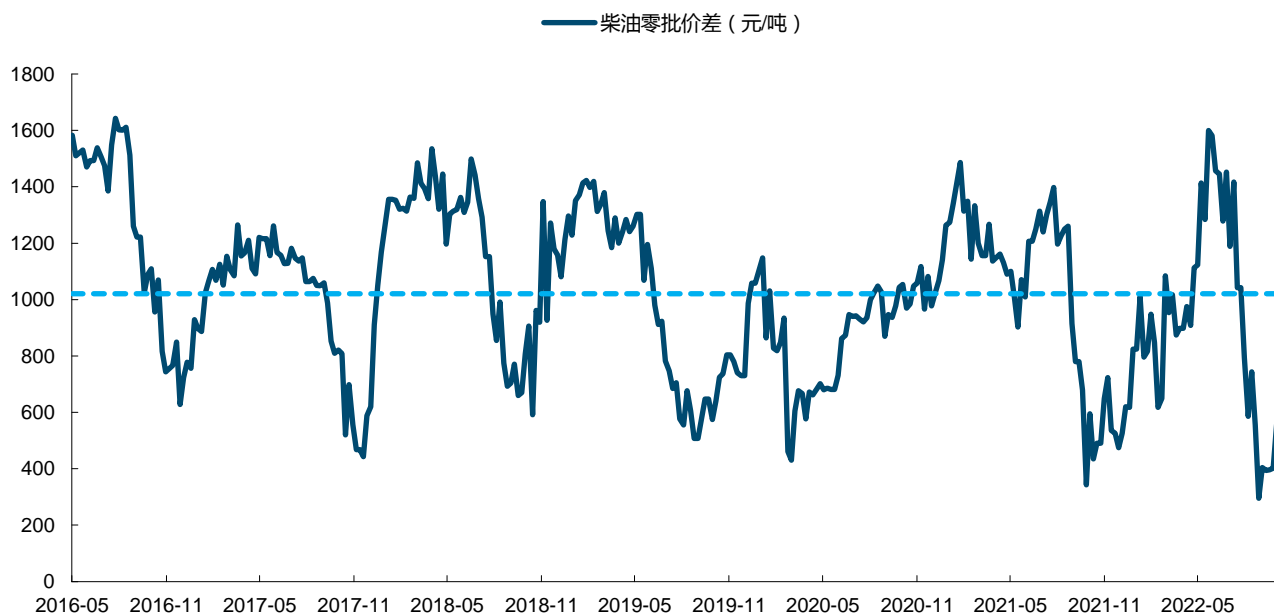
图表 20: 公司加油站数量



来源: 公司公告, 国金证券研究所

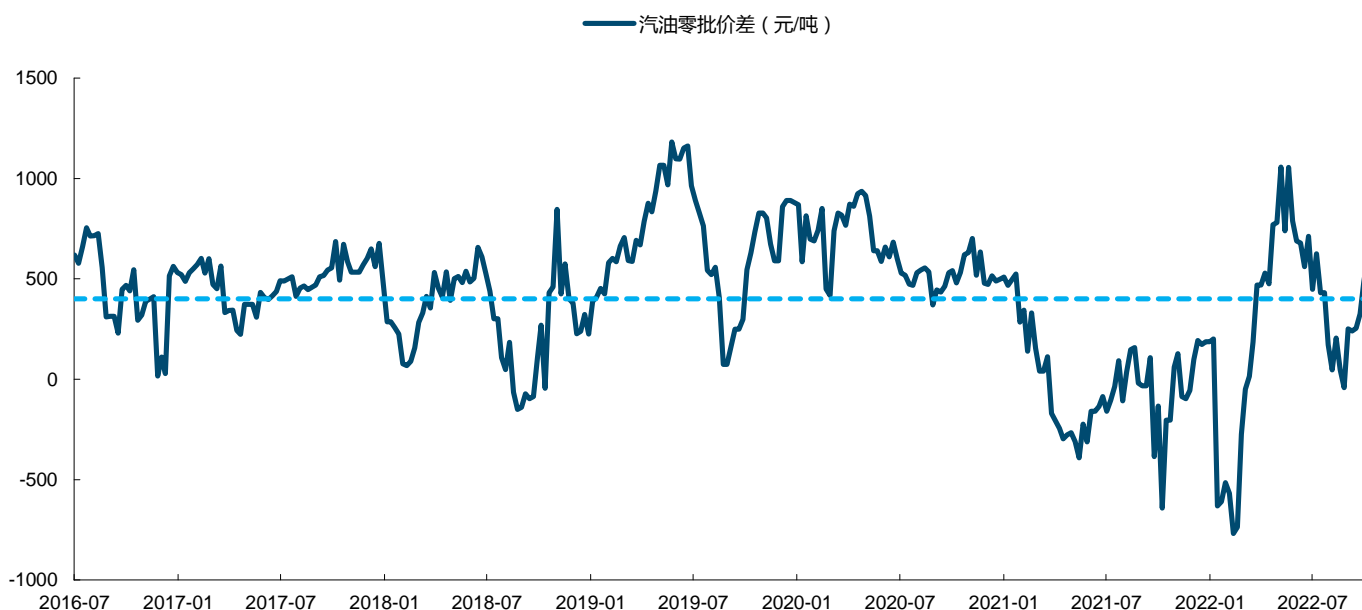
自 2011 年以来，汽油、柴油批零价差一路走高。2022 年柴油零批价差最高在 6 月 17 日达到 1599.47 元/吨。2022 年第三季度以来，批发市场表现出“柴强汽弱”的态势，柴油需求旺盛，叠加出口量预期增加，柴油批发价相比汽油上涨幅度更大，批零价差收窄；汽油需求相对疲软，在 2022 年 6 月 3 日汽油零批价差达到峰值 1056.64 元/吨。2022 年第四季度至今，零批价差又呈现震荡上升趋势，柴油零批价差维持在较高水平，加油站未来业绩有所支撑。

图表21: 柴油批零价差



来源: Wind, 国金证券研究所

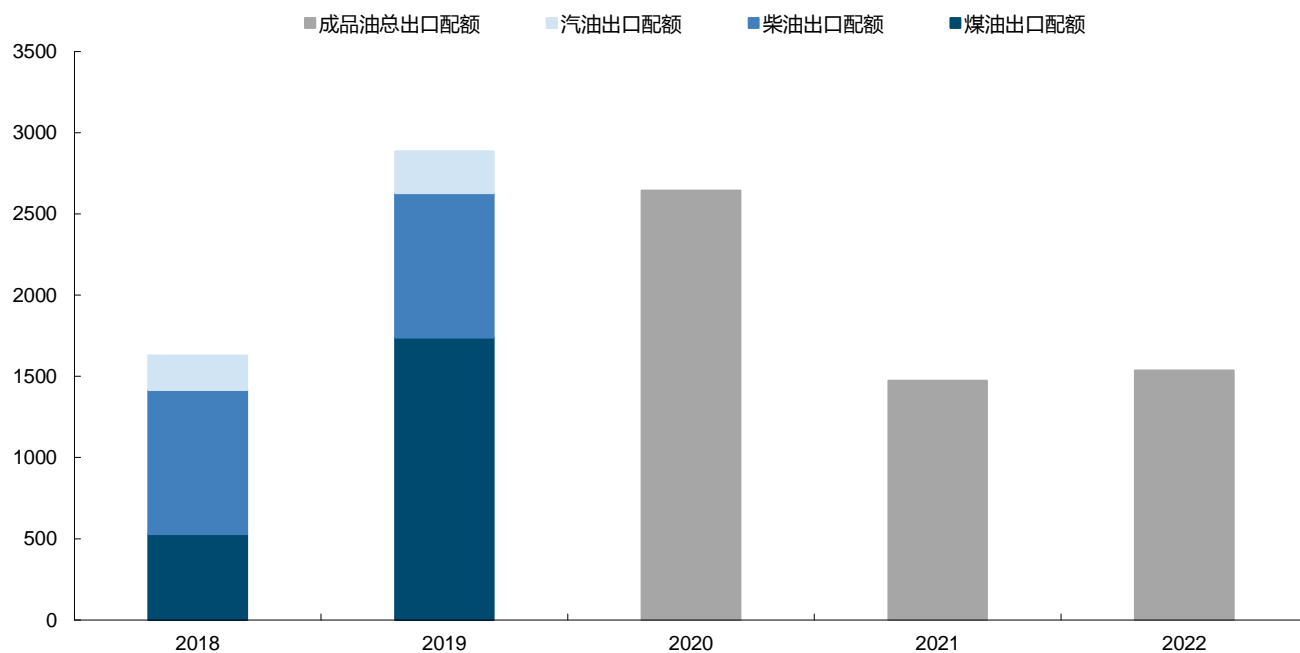
图表22: 汽油批零价差



来源: Wind, 国金证券研究所

出口价格与国内批发价格差额上升, 海外套利空间增大。2022 年受国际原油价格上涨影响, 成品油出口价与国内批发价价差扭负为正, 存在较大海外套利空间。截至 2022 年 11 月 04 日, 柴油、汽油出口价差分别为 868.94 元/吨和 871.01 元/吨。2022 年公司成品油出口配额合计为 1536 万吨, 同比上升 4.28%, 受益于海外炼能退出, 海外成品油裂解价差波动幅度有所增加, 公司有望通过成品油海外套利获得业绩弹性可能性。

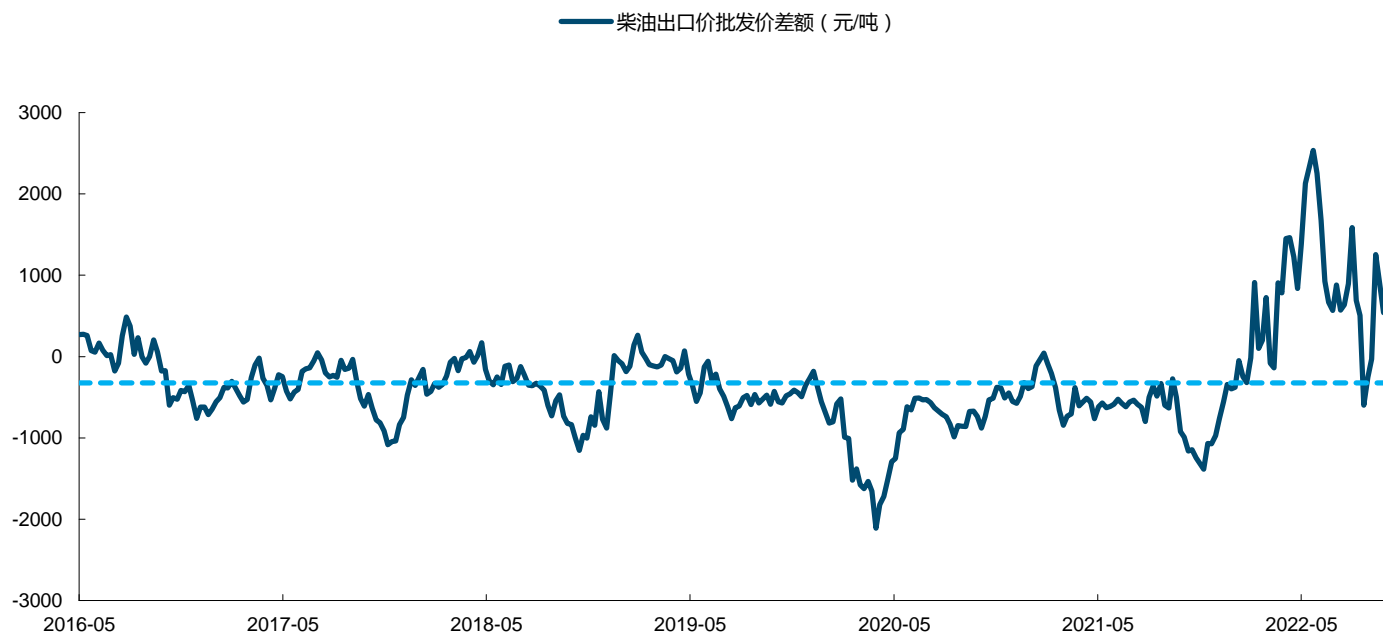
图表23：公司成品油出口配额（万吨）



来源：Wind，国金证券研究所

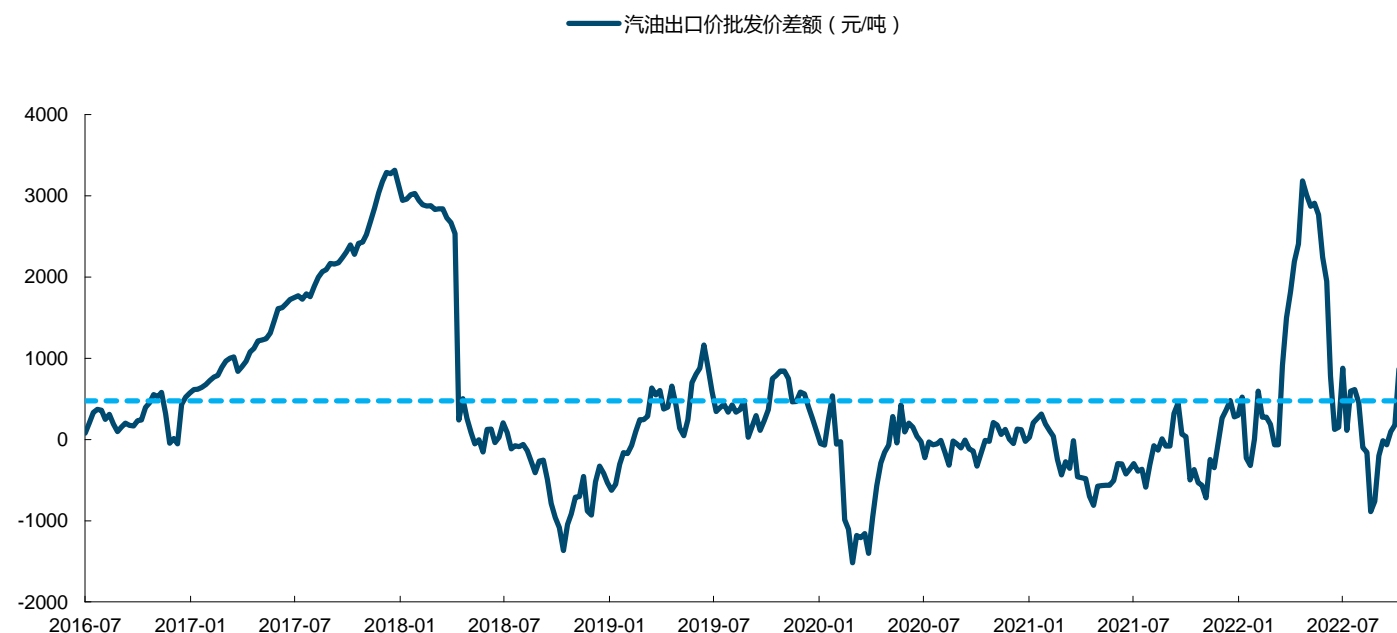
注：2020 年以后不再披露成品油配额分类明细，仅披露成品油总出口配额。

图表24：柴油出口价格与批发价格的差额



来源：Wind，国金证券研究所

图表25：汽油出口价格与批发价格的差额

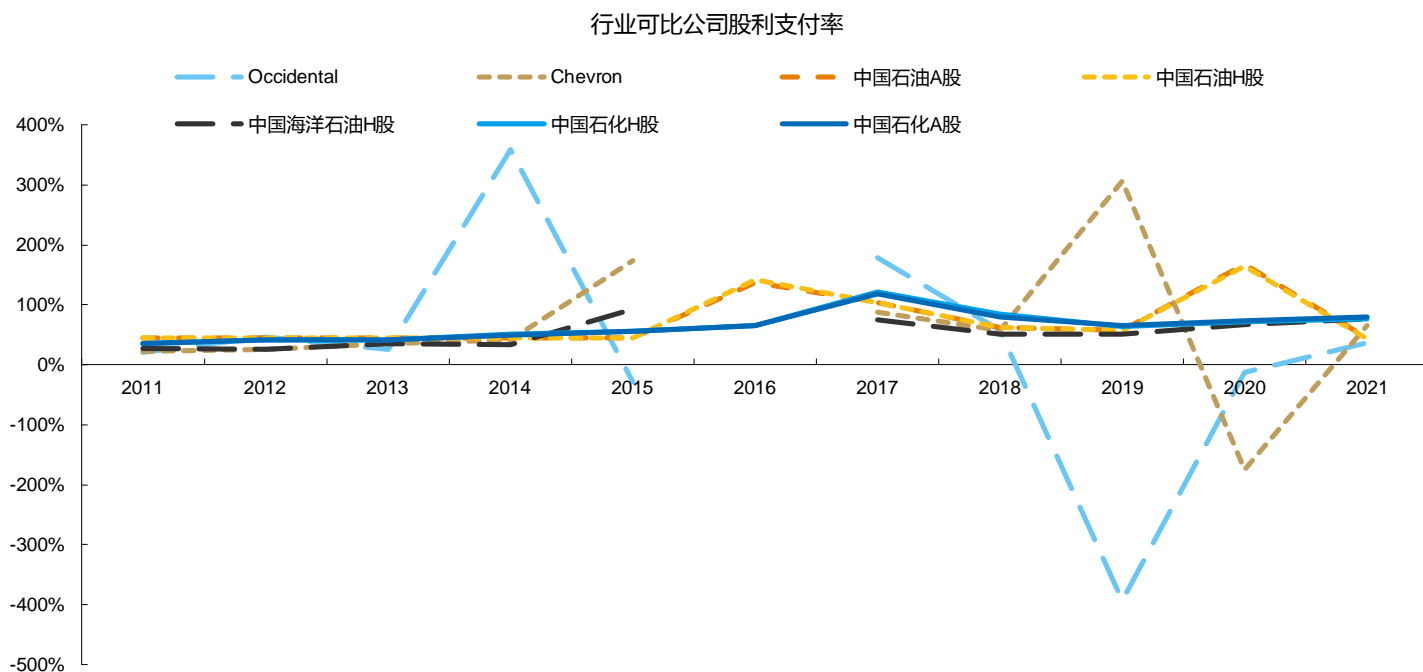


来源：Wind，国金证券研究所

1.3、持续维持高股息，投资回报丰厚

2001-2021 年，公司累计股利支付率高达 50.20%。公司 2021 年全年股息合计为 1239.42 亿元，2021 年股利支付率为 77.83%。自 2016 年以来，公司股息率处于较高水平，公司维持可观的股东回报。

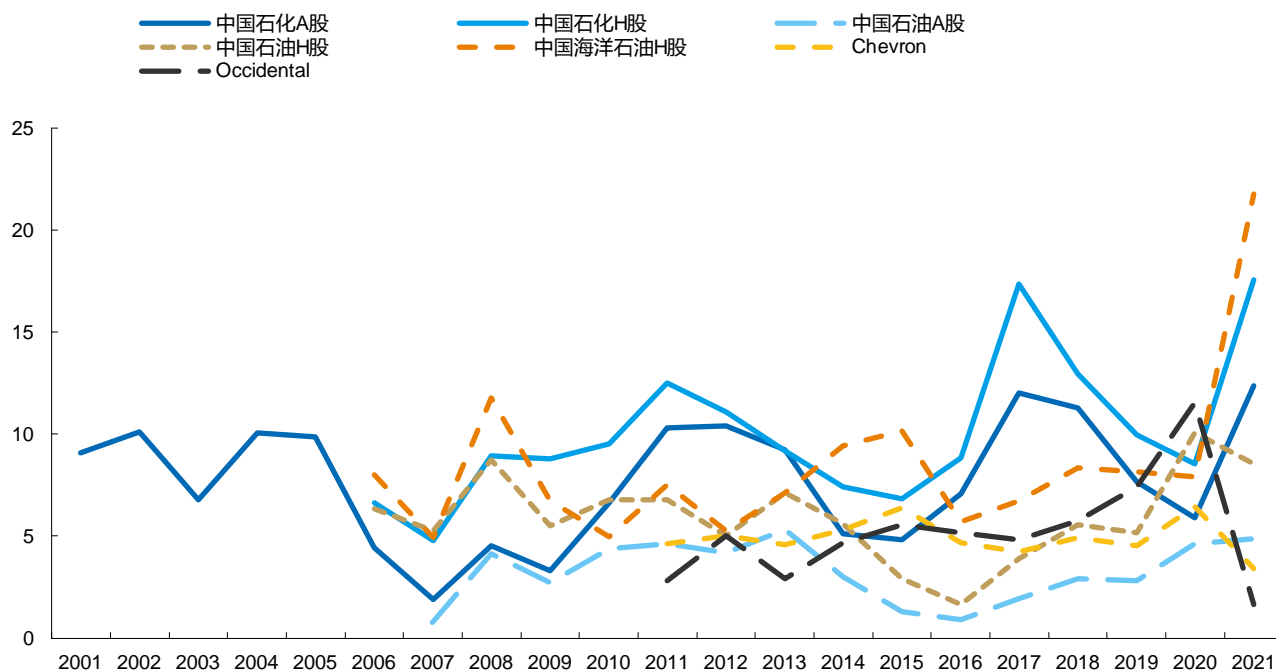
图表26：中国石化与可比公司股利支付率



来源：各公司公告，国金证券研究所

注：由于 2016 年中国海洋石油 H 股和雪佛龙股利支付率过高，因此从图中扣除。

图表27：中国石化与可比公司股息率



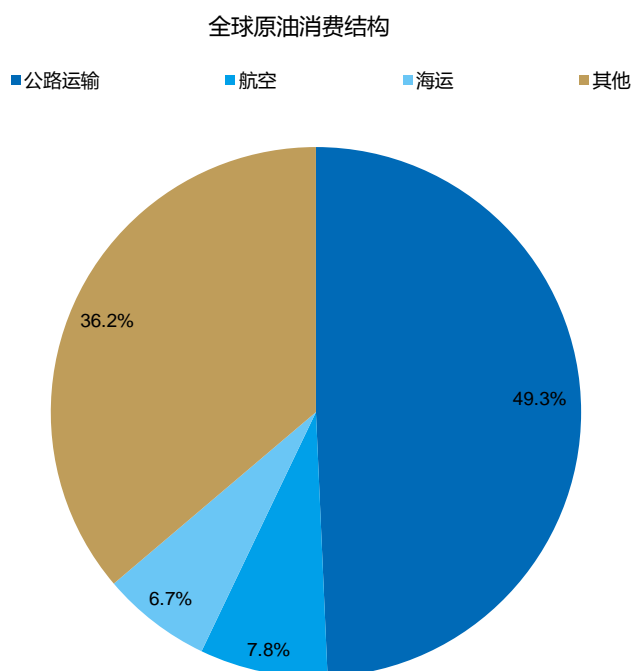
来源：公司公告，国金证券研究所

2、油价中枢有望持续维持高位

2.1、资本开支与品位下滑双重影响，页岩油增量或低于预期

企业转型和节能减排将抑制石油巨头的油气开发投资。随着碳中和概念越来越受到重视，部分发达国家已提出燃油车的禁售计划，以减少汽车的排放，目前普遍计划在 2025-2040 年实现燃油车禁售，全球公路运输对原油消费量占比高达 49.3%，因此对于原油供应商来说，实现业务转型势在必行。

图表28：全球原油消费结构



来源：道达尔，国金证券研究所

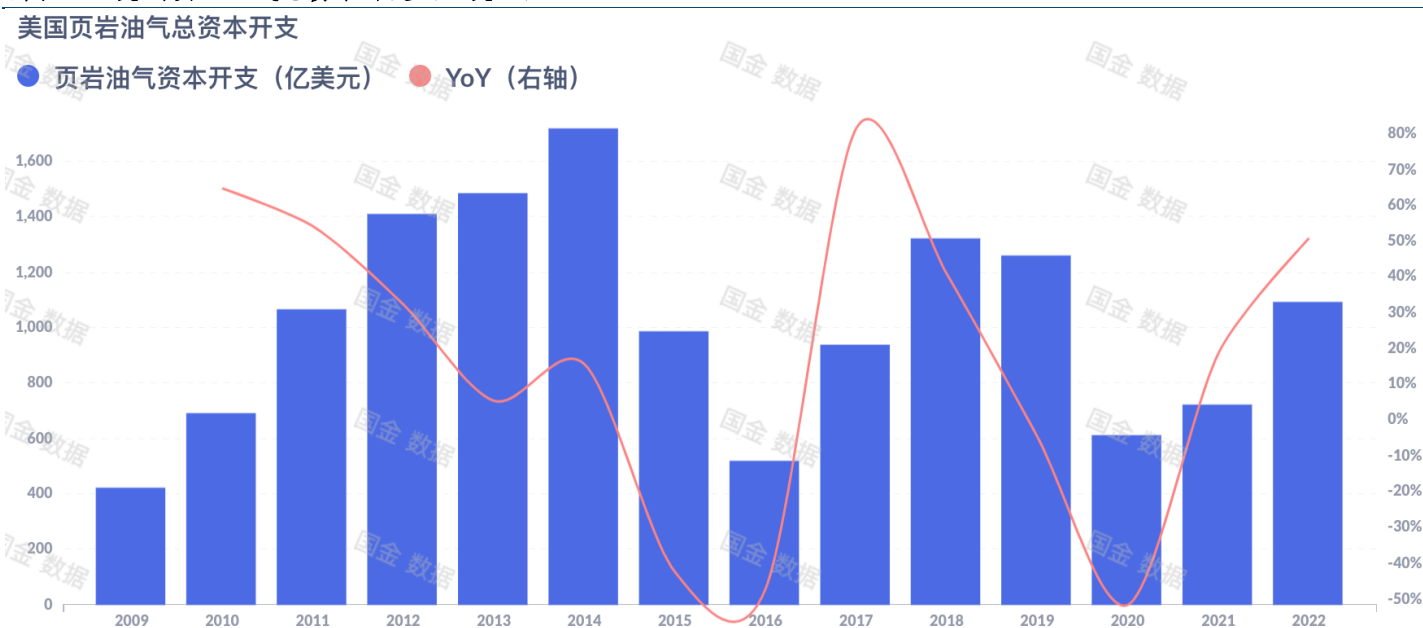
图表29：欧美等发达国家燃油车禁售时间表

国家	燃油车禁售时间	相关文件或政策	提出时间
日本	2035年将实现新销售的汽车100%为电动汽车	第240回国会の施政方針演説	2021年
欧盟	2035年禁止在欧盟销售汽油和柴油汽车	fit for 55	2021年
英国	2030年之前淘汰汽油和柴油汽车销售	Ten Point Plan	2020年
法国	到2040年禁止销售汽油和柴油汽车	Mobility orientation law on transport	2019年
美国	纽约、加州、马萨诸塞州等州将于2035年燃油新车		2020、2021年
加拿大	2035年前禁止销售燃油车	Canada's actions to reduce emissions	2021年
瑞典	2030年后停止销售汽油和柴油汽车	Regeringsförklaringen den 21 januari 2019	2019年
新加坡	2040年后停止销售汽油和柴油汽车	land transport authority	2021年
冰岛	2030年后禁止柴油和汽油车辆重新登记	Iceland's 2020 Climate Action Plan	2020年
挪威	2025年销售的所有乘用车和轻型货车为零排放车辆	National Transport Plan 2018-2029	2017年
荷兰	2030年销售的所有新乘用车为零排放车辆	Mission Zero Powered by Holland	2019年

来源：ICCT，国金证券研究所

通过梳理能够快速释放边际产能的美国页岩油气 2009 年至今合计 12 年的资本开支结构，我们发现，2021-2022 年美国页岩油气资本开支处于持续恢复过程中，其中 2021/2022 年资本开支分别同比增长 19%/34%，但我们通过对美国页岩油气资本开支结构的拆分发现，美国页岩油气资本开支结构存在巨大风险，美国 2021/2022 年勘探资本开支同比增速分别为 40%/-14%，而开发资本开支 2021/2022 年同比增速分别为 15%/43%，用于增加短期产量（2022-2023 产量）的开发类资本开支则大幅增长，用于中长期资本产能资本开支增长有限甚至出现下滑，美国油气或存在中长期供应不足风险。

图表30：美国页岩油气总资本开支（亿美元）及 YOY



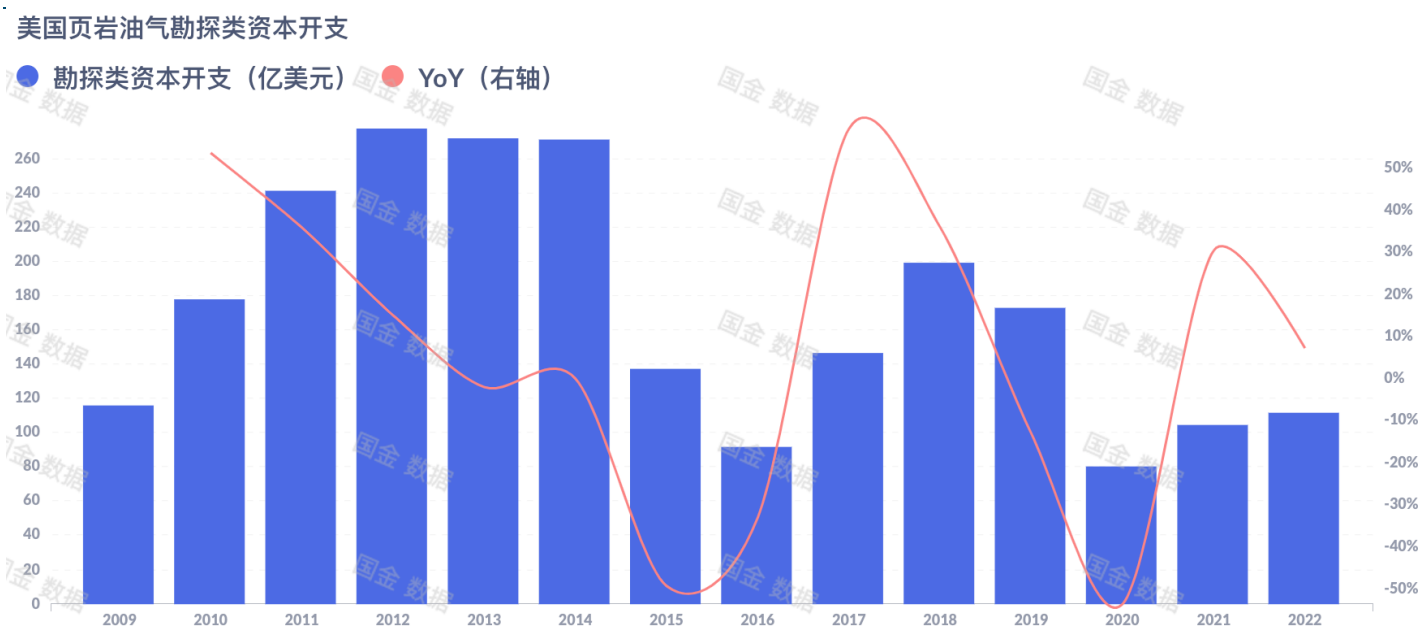
来源：Rystad Energy，国金数字未来 Lab，国金证券研究所

图表31: 美国页岩油气开发类资本开支 (亿美元) 及 YOY



来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表32: 美国页岩油气勘探类资本开支



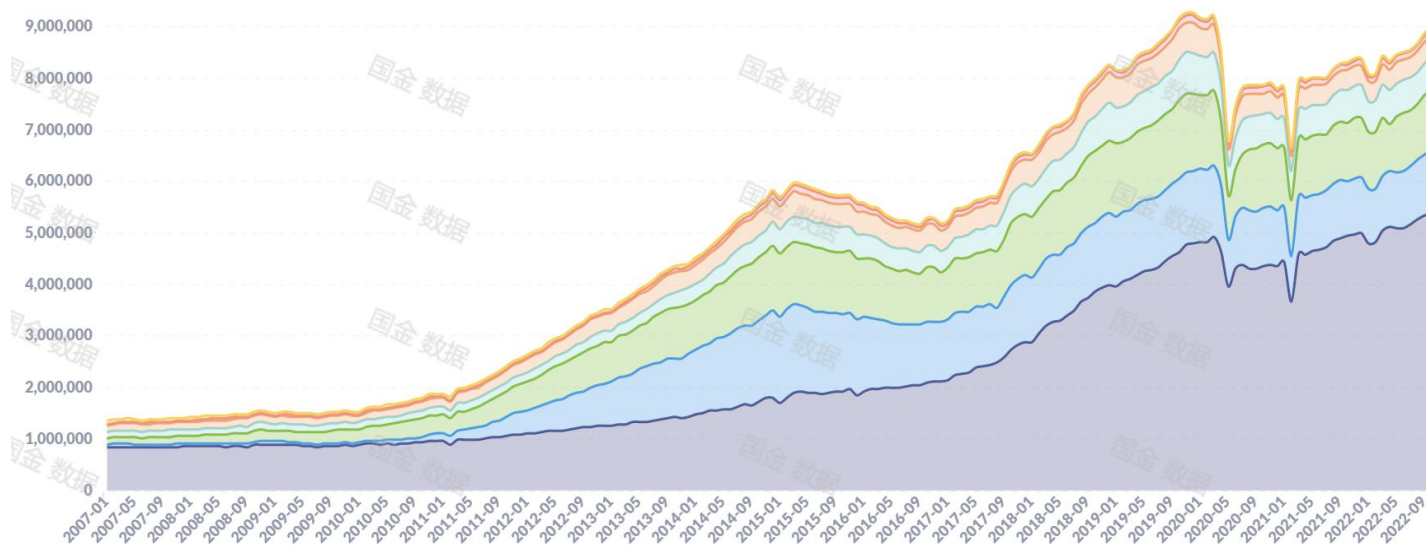
来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

我们对重点页岩油气产区资本开支数据以及结构的梳理, 显著的发现用于存量资产加速释放的开发类资本开支增速均显著高于勘探类资本开支, 且当前页岩油气主要产区均出现新钻单井产量大幅下滑趋势, 结合美国页岩油气资本开支结构及其变化趋势, 侧重于加速短期存量产能释放的资本开支结构或进一步加速资源品位下滑趋势, 美国中长期页岩油气供应不足风险显著增加。

图表33: 美国七大页岩油产区产量 (桶/天)

美国七大产区原油产量 (桶/天)

● permian ● Eagle Ford ● Bakken ● Niobrara ● Anadarko ● Appalachia ● Haynesville

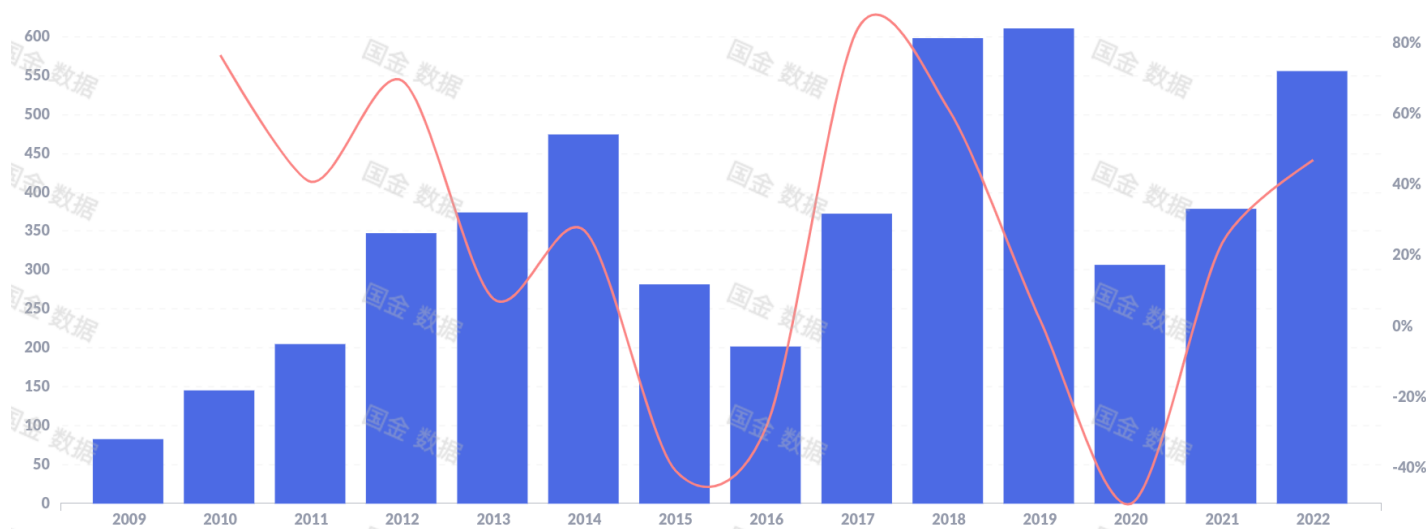


来源: EIA, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表34: Permian 产区总资本开支 (亿美元) 及 YOY

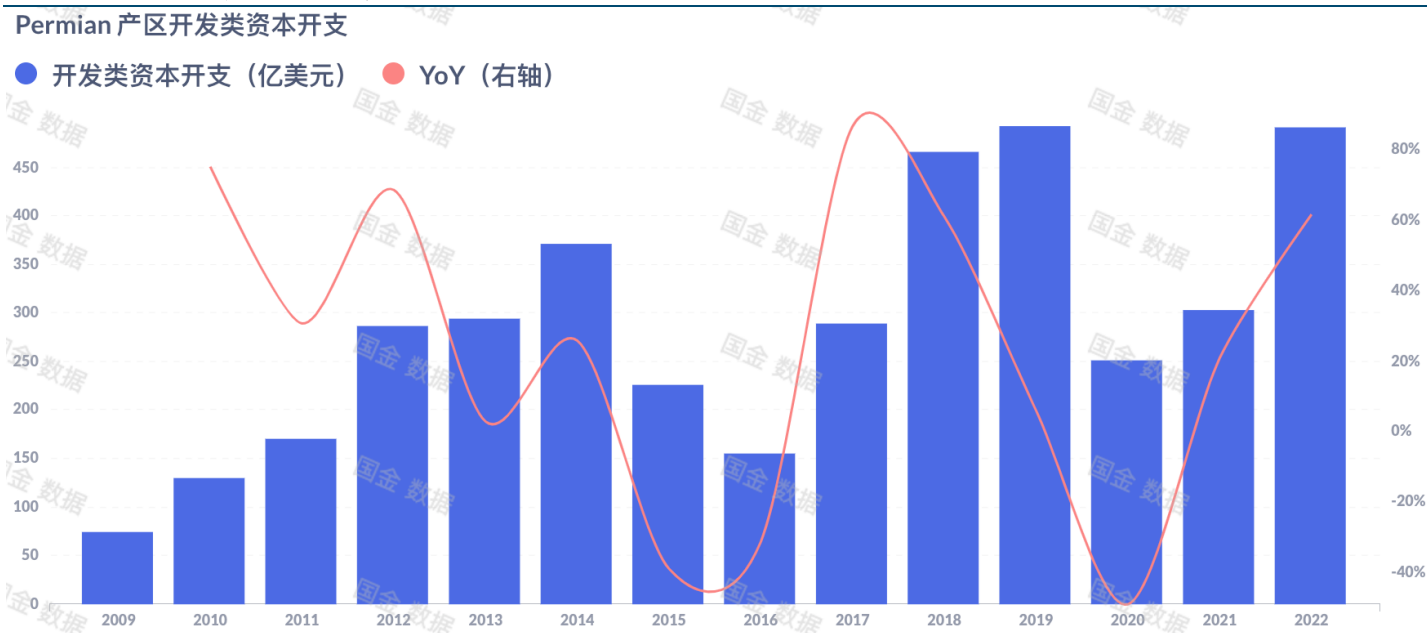
Permian 产区总资本开支

● 总资本开支 (亿美元) ● YoY (右轴)



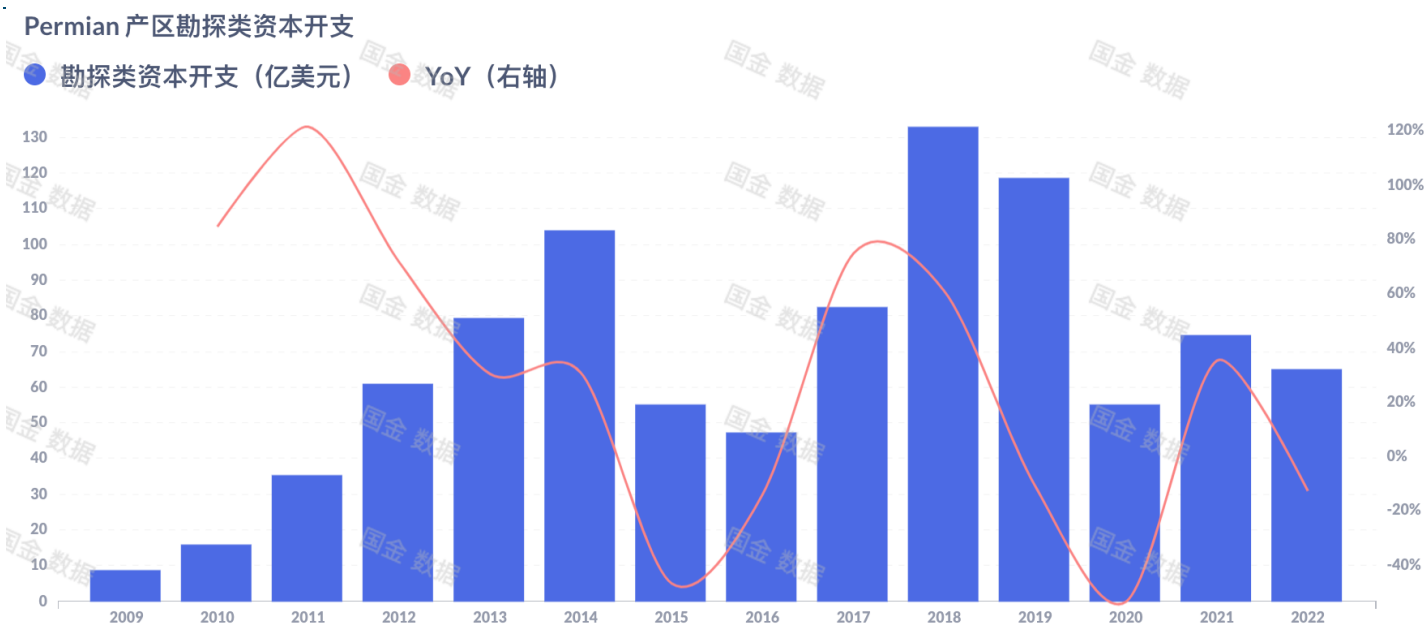
来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表35: Permian 产区开发类资本开支 (亿美元) 及 YOY



来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表36: Permian 产区勘探类资本开支 (亿美元) 及 YOY

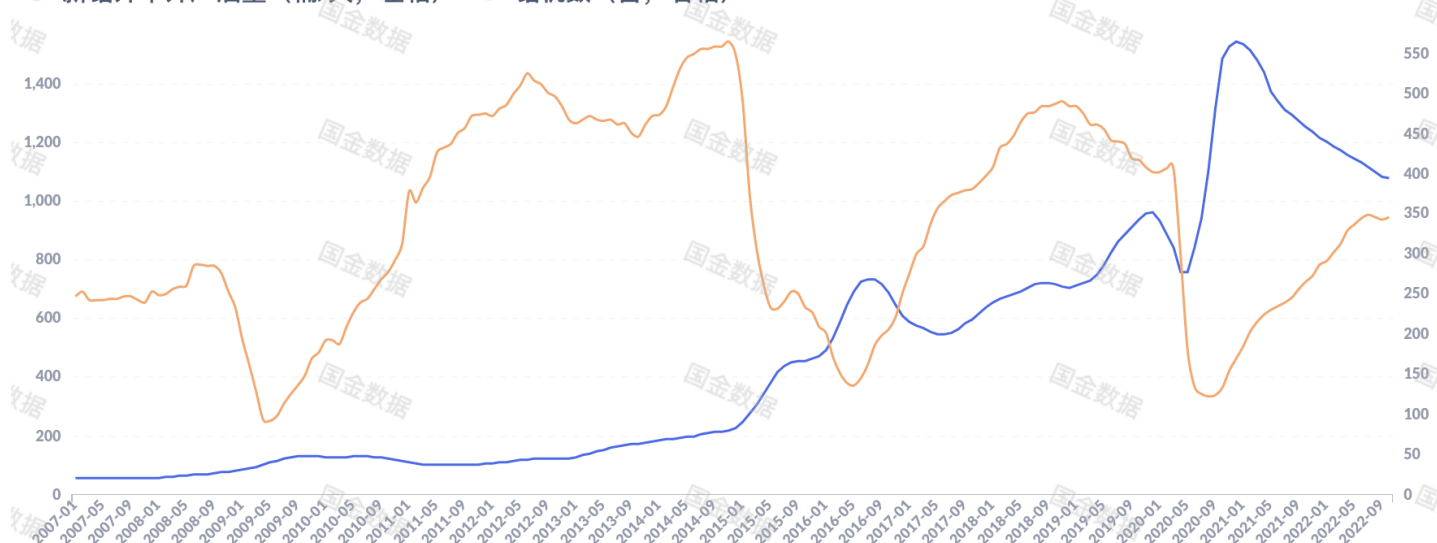


来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表37: Permian 新钻井数及单井原油产量

Permian原油新钻井单井产量

● 新钻井单井产量 (桶/天, 左轴) ● 钻机数 (台, 右轴)



来源: EIA, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

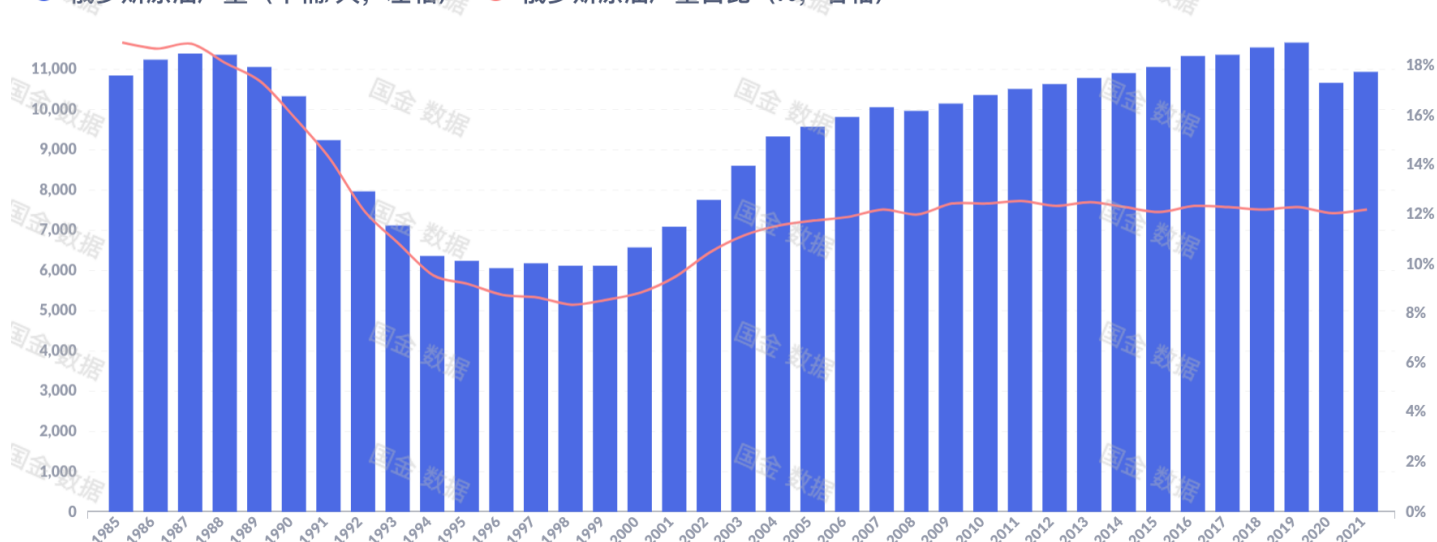
2.2、俄乌冲突后遗症或持续

俄罗斯原油产量占全球原油供应的 12%左右, 受俄乌冲突影响, 虽然短期俄罗斯原油出口并未出现显著变化, 但伴随着欧美油气企业的资金撤出, 欧盟对俄罗斯能源的制裁生效等因素, 俄罗斯原油供应或受资本开支不足, 终端客户需求有限等因素导致实际供应出现边际减少, 而这一趋势短期内出现拐点可能性较低。

图表38: 俄罗斯原油产量及占比

俄罗斯原油产量及占比

● 俄罗斯原油产量 (千桶/天, 左轴) ● 俄罗斯原油产量占比 (% , 右轴)



来源: BP, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表39：部分油气公司在俄罗斯资产情况

公司	产量/储量	2021年末	除去俄罗斯资产后	单位	下降幅度	除去的俄罗斯资产
BP	原油产量	1851	994	千桶/天	46.30%	ROSNEFT19.75%股权
	原油储量	9590	4100	百万桶	57.25%	
	天然气产量	7915	6535	百万立方英尺/天	17.44%	
	天然气储量	39615	23382	十亿立方英尺	40.98%	
Total	原油产量	1274	1219	千桶/天	4.32%	NOVATEK 19.4%股权
	原油储量	5337	4997	百万桶	6.37%	YAMAL LNG 20%股权
	天然气产量	7203	5244	百万立方英尺/天	27.20%	Arctic LNG 2 LNG 21.64%股
	天然气储量	35220	21099	十亿立方英尺	40.09%	ZAO Terneftegas 49%股权
ExxonMobil	原油产量	2289	2217	千桶/天	3.15%	Sakhalin-1 30%股权
	原油储量	7029	6339	百万桶	9.82%	
	天然气产量	8540	8300	百万立方英尺/天	2.81%	
	天然气储量	37960	32830	十亿立方英尺	13.51%	
BP、Total、ExxonMobil 加总	原油产量	5414	4430	千桶/天	18.18%	
	原油储量	21956	15436	百万桶	29.70%	
	天然气产量	23418	20079	百万立方英尺/天	14.26%	
Shell	液体燃料产量	1685	1606	千桶/天	4.69%	在俄罗斯的所有液体燃料和 天然气产量
	天然气产量	3171	3041	十亿立方英尺	4.10%	
Equinor	所有燃料总产量	2079	2057	千桶原油当量/天	1.06%	在俄罗斯的所有燃料总产量 和总储量
	燃料总储量	5356	5268	百万桶原油当量	1.64%	

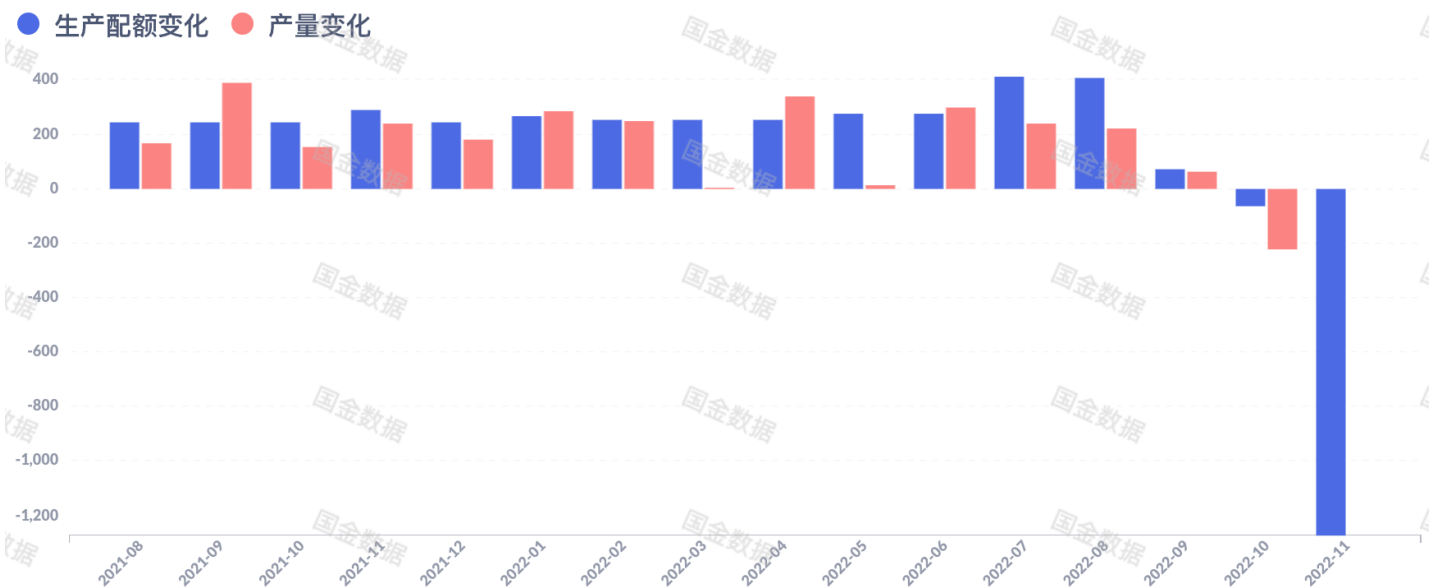
来源：各公司公告及官网，国金证券研究所

2.3、增产多次不及配额，OPEC 高油价诉求明显

OPEC+成员国增产意愿不强，边际增量存在不确定性。回溯往期 OPEC+增产执行率，多个月度执行不及预期，且当全球原油供需偏松后 OPEC+开启了新一轮的减产周期，OPEC+对于高油价诉求明显。

图表40：2021年8月以来OPEC10生产配额与产量变化（千桶/天）

OPEC10产量与生产配额环比变化（千桶/天）



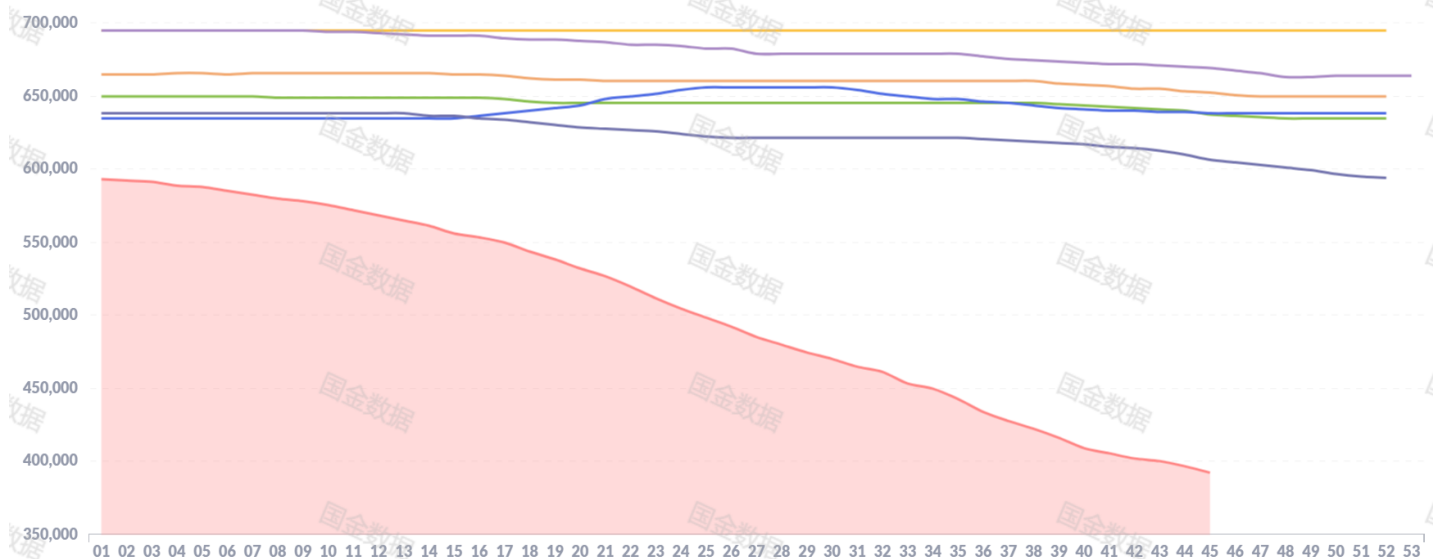
来源：OPEC，国金证券研究所

今年以来，IEA 及美国持续通过释储增加全球原油供应，但最新一轮全球原油释储已在10月结束，目前仅有美国持续释放原油战略库存，预计11月释放1000万桶，12月释放1500万桶，折合供应量11月约为33万桶/天，12月约为48万桶/天。但我们要说明的是，截至11月16日，美国原油总库存和SPR库存分别为8.27亿桶和3.92亿桶，相较于年初已释放2.01亿桶SPR库存，当前SPR库存已不足较高库存水平的53%，考虑到美国潜在能源安全需求，释储以缓解供应不足的操作无法长期进行。

图表41: 美国战略石油储备 (千桶)

美国SPR (千桶)

● 2016 ● 2017 ● 2018 ● 2019 ● 2020 ● 2021 ● 2022

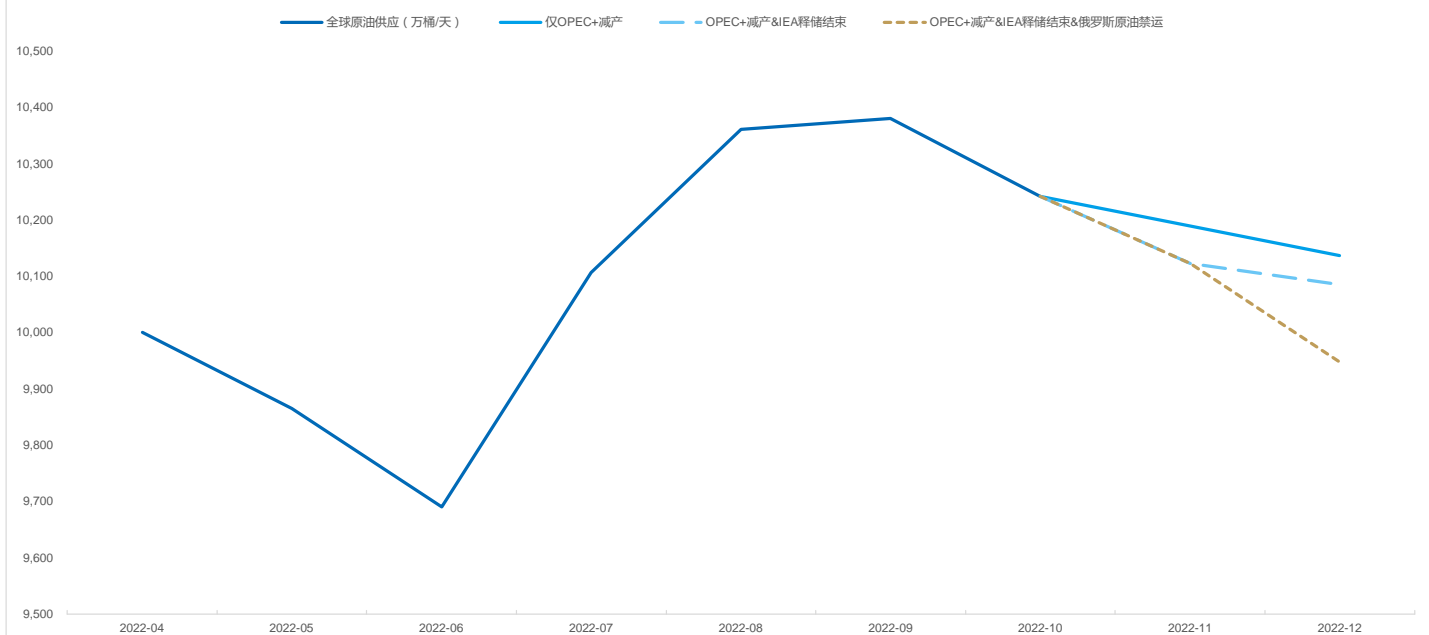


来源: EIA, 国金证券研究所

伴随着 OPEC+新一轮减产周期开启, IEA 联合释储结束, 俄罗斯原油或遭欧美制裁限制, 全球原油 2022 年 11 月供应量或边际减少 300 万桶/天左右, 对应全球原油供应量约为 3% 左右。OPEC+11 月-12 月名义减产 200 万桶/天, 实际减产约 105 万桶/天, IEA 释储计划 10 月底结束, 11 月仅有美国 1000 万桶战略库存释放, 释储结束合计减少边际供应量约 67 万桶/天, 与此同时 12 月 5 日欧盟对俄罗斯原油制裁开始实施, 参考 9 月俄罗斯出口欧盟国家数据, 影响供应量或为 137 万桶/天。供应端边际减少或促使原油价格中枢持续维持中高位。

图表42: 全球原油供应边际变化测算

全球原油供应量测算 (万桶/天)

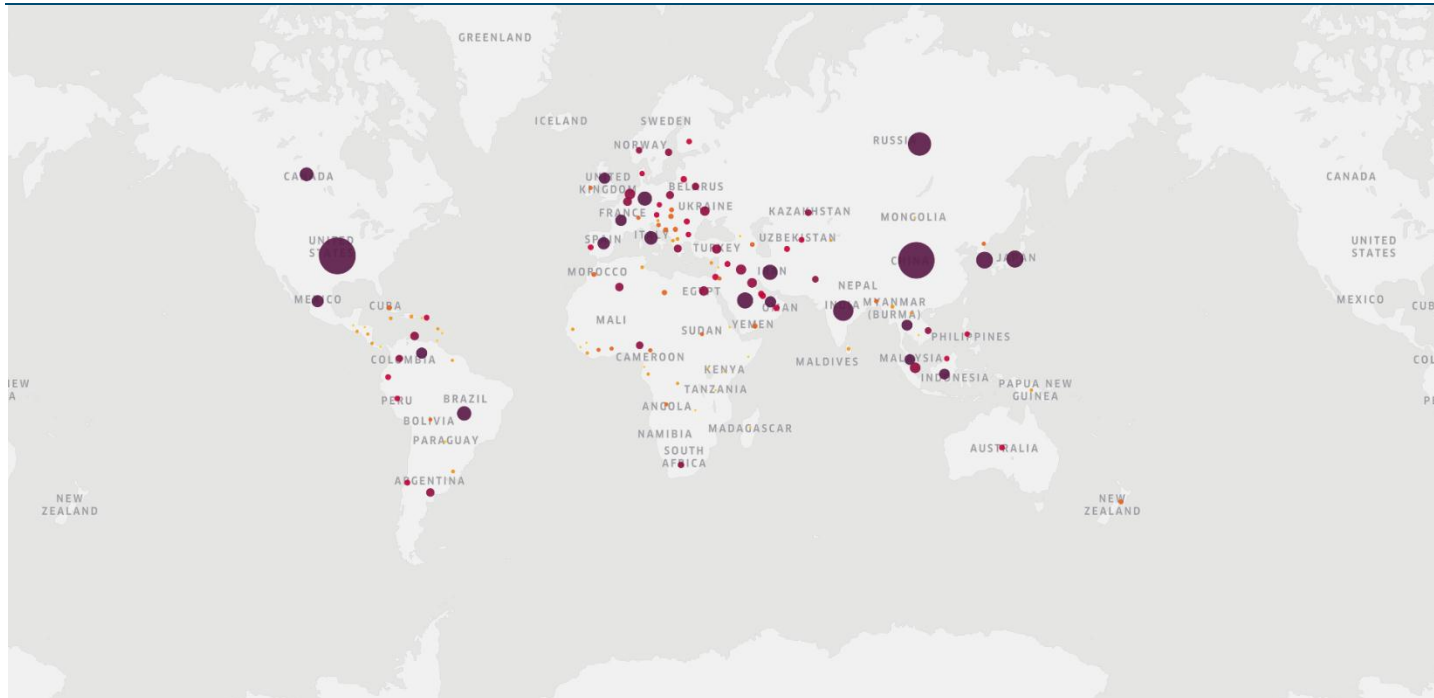


来源: EIA, OPEC, Rystad Energy, 国金证券研究所

3、存量炼能稀缺度逐步提升，全球石化行业或周期反转

通过对全球 131 个国家 1016 个炼厂的大数据追踪，我们发现欧美作为能源消费中心，在疫情及“双碳”影响下，炼厂从近年来峰值产能算起，出现大规模产能淘汰。

图表43：全球炼厂原油加工能力分布



来源：Rystad Energy, Refinitiv, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

注：圆圈越大表示与峰值相比炼能下降越多

图表44：全球炼厂原油加工能力衰退情况（2022 年与近年峰值环比）



来源：Rystad Energy, Refinitiv, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

注：圆圈越大表示与峰值相比炼能下降越多

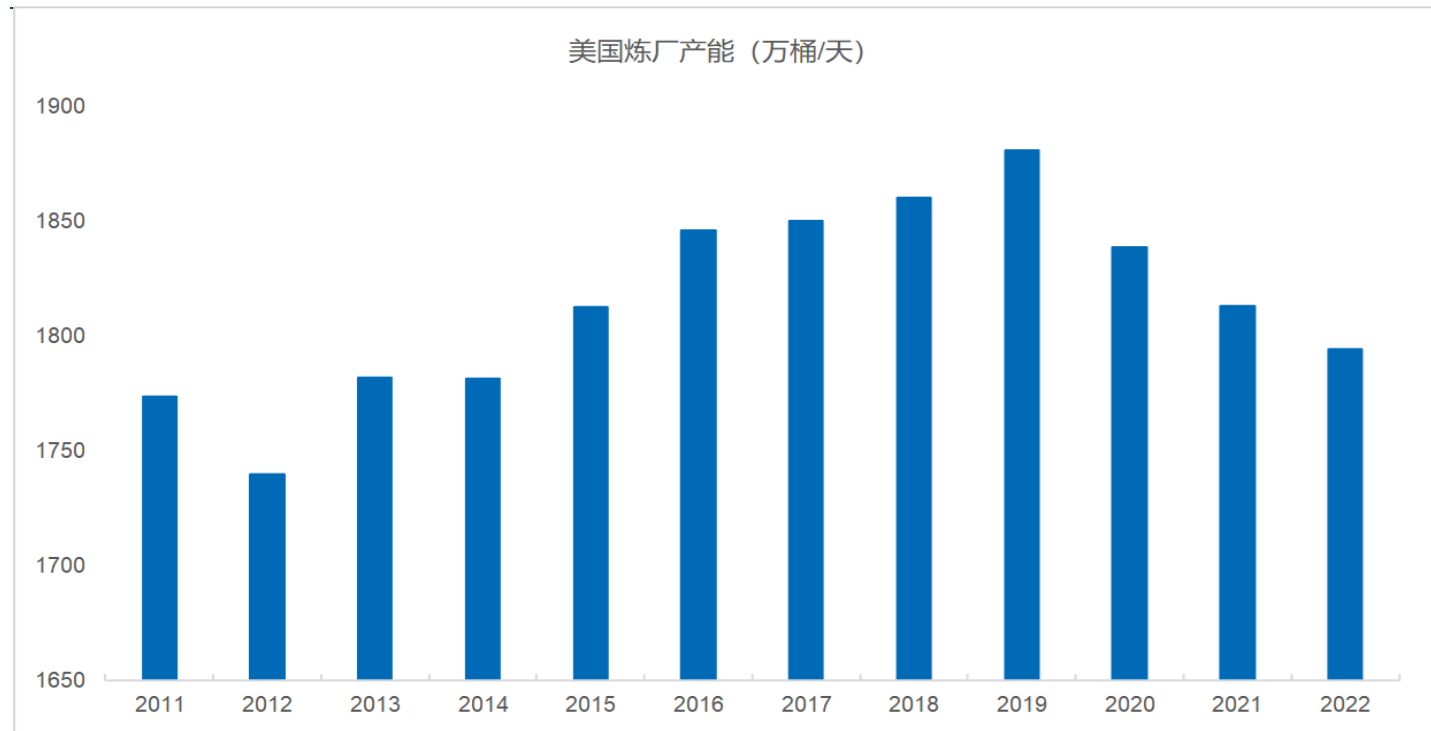
欧美为淘汰炼厂产能的主力军，欧洲炼厂产能长期保持下降趋势，近年仍保持缓慢下降。从近年来高点算起，欧美炼能下降约 140 万桶/日，供应收缩比例约 3.95%。我们认为，在“全面禁售燃油车”以及“2030 排放降低 55%”的政策引导下，已经关闭的炼能大概率永久性丢失，且随着“双碳”推进，不排除进一步关停老旧炼厂的可能性。

图表45：全球炼厂产能关闭量（百万桶/天）



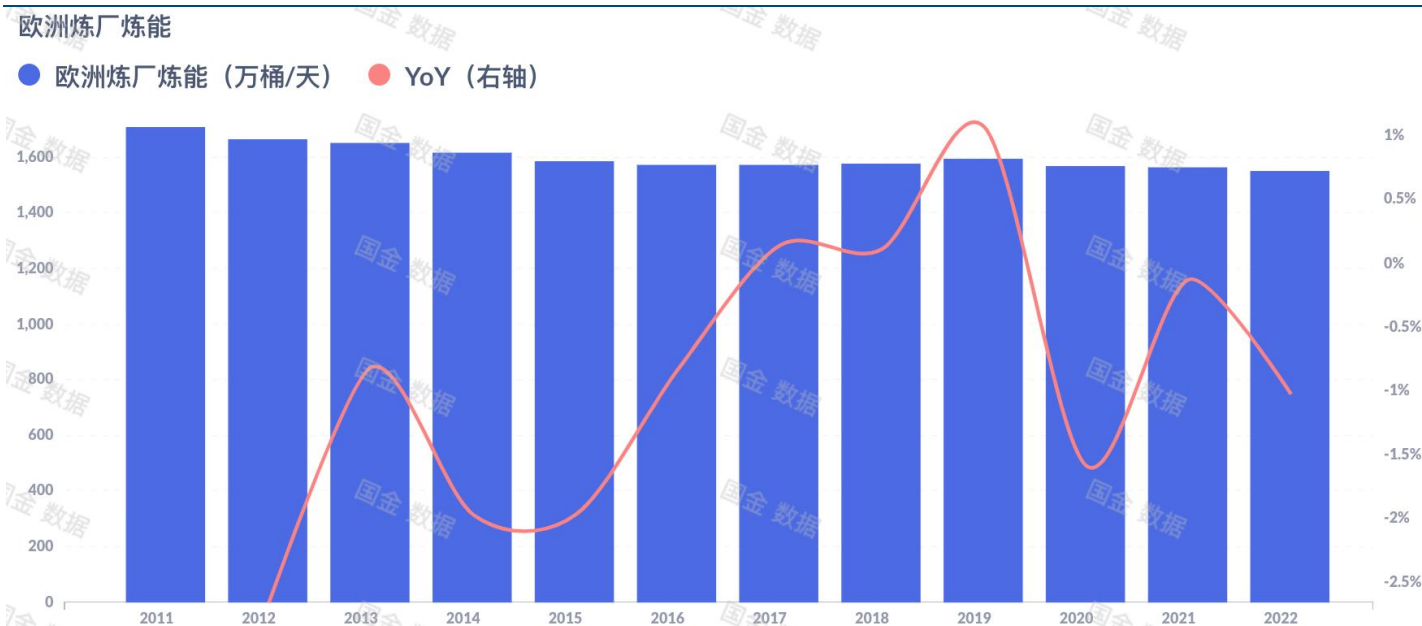
来源：Rystad Energy，国金证券研究所

图表46：美国炼厂产能



来源：EIA，国金证券研究所

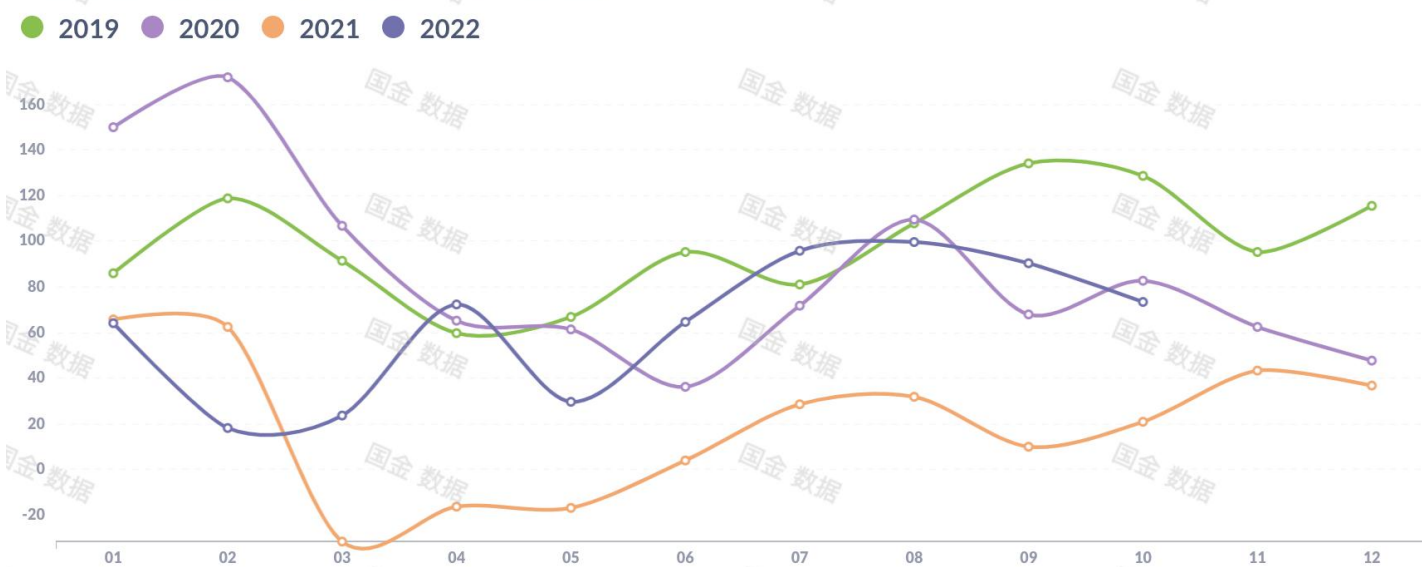
图表47: 欧洲炼厂炼能



来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

图表48: 美国成品油净出口量

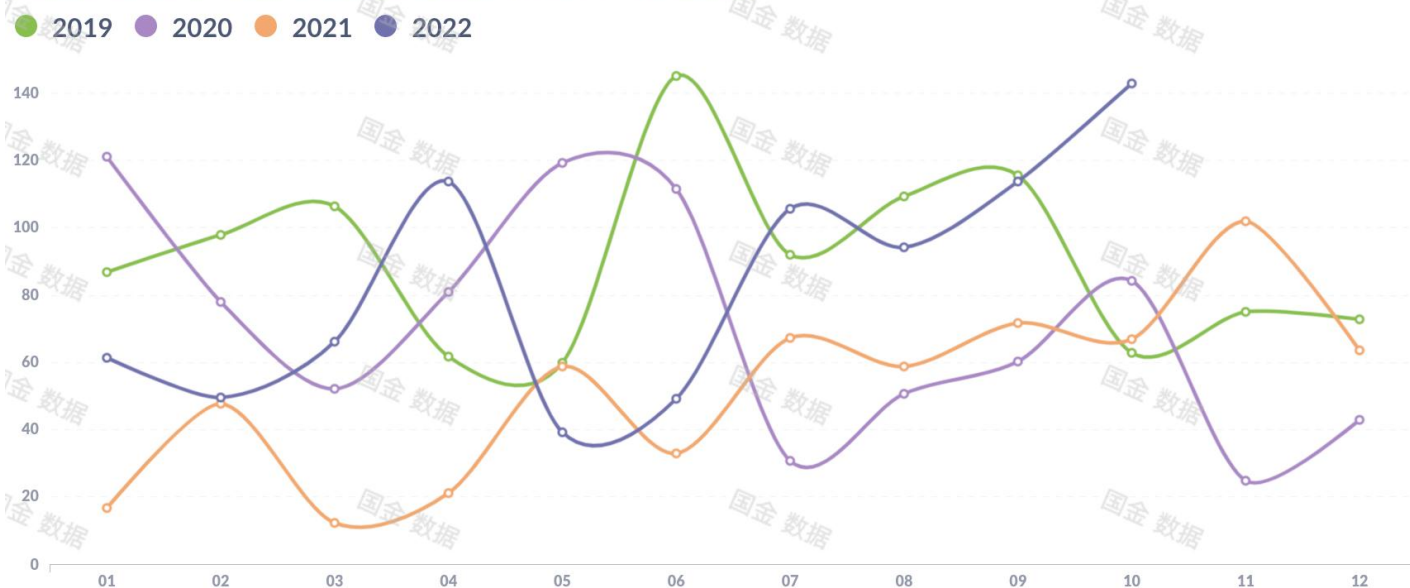
成品油-美国成品油净出口量 (万桶/天-不含石脑油)



来源: Refinitiv, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表49: 欧洲及地中海区域成品油净进口量

成品油-欧洲及地中海区域成品油净进口量 (万桶/天-不含石脑油)



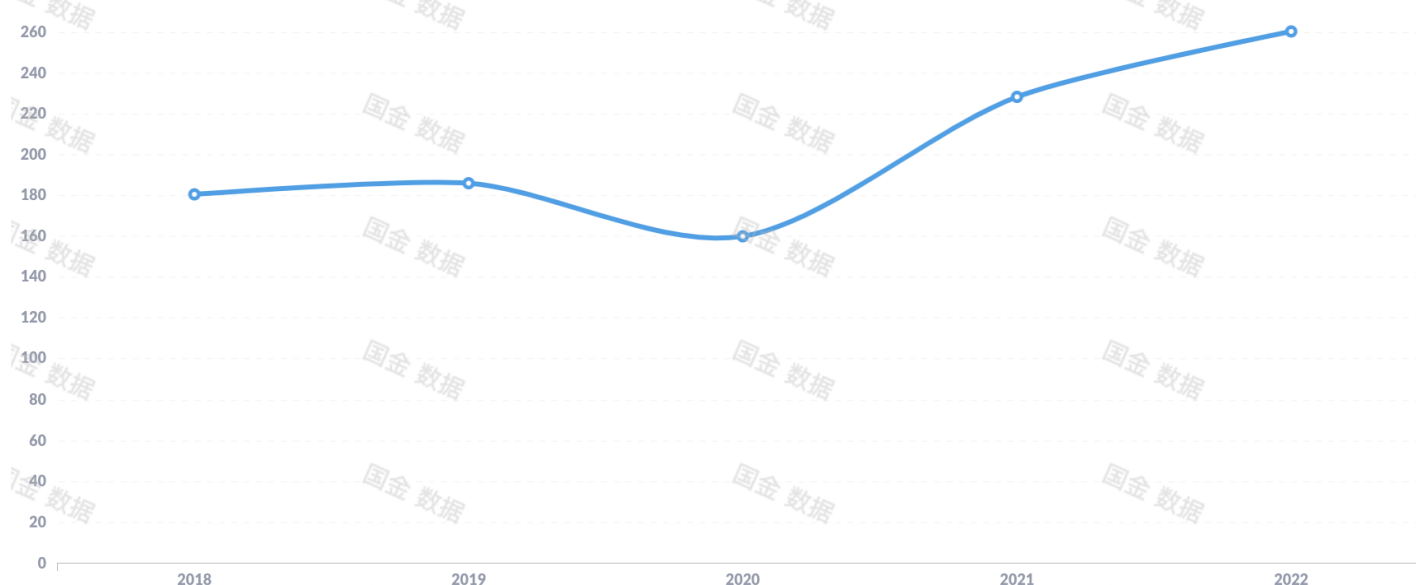
来源: Refinitiv, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

与此同时, 虽然亚洲、中东以及南美等发展中区域的炼厂名义产能或有所增长, 但我们发现这些区域的成品油供应边际增量有限, 说明这些发展中区域几乎没有富裕炼能可填补其他经济体的需求。

考虑到发展中区域的实际炼能数据较难统计, 但是成品油出口量作为关键供应指标, 可以比较直观地监测发展中区域对其他经济体的成品油供应情况。我们发现, 从年度出口的角度, 三大发展中区域: 亚洲, 中东及南美近年来整体成品油边际供应增长有限, 供应增量主要集中在中东地区, 2022 年亚洲净出口与 2019 年持平, 南美仍为成品油净进口地区, 说明发展中区域的富裕炼能缺失, 无法填补其他经济体的需求增长。

图表50: 中东、亚洲和南美洲成品油净出口量

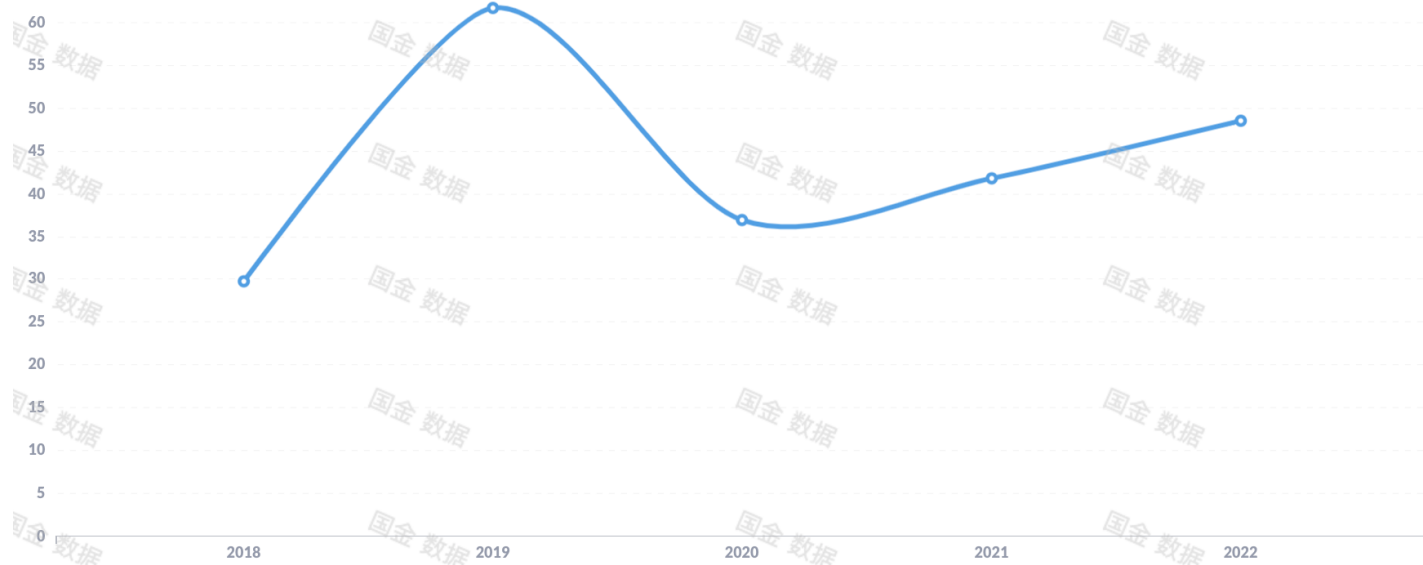
成品油-中东、亚洲和南美洲成品油净出口量 (万桶/天-不含石脑油)



来源: Refinitiv, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表51：中国成品油净出口量

成品油-中国成品油净出口量（万桶/天-不含石脑油）

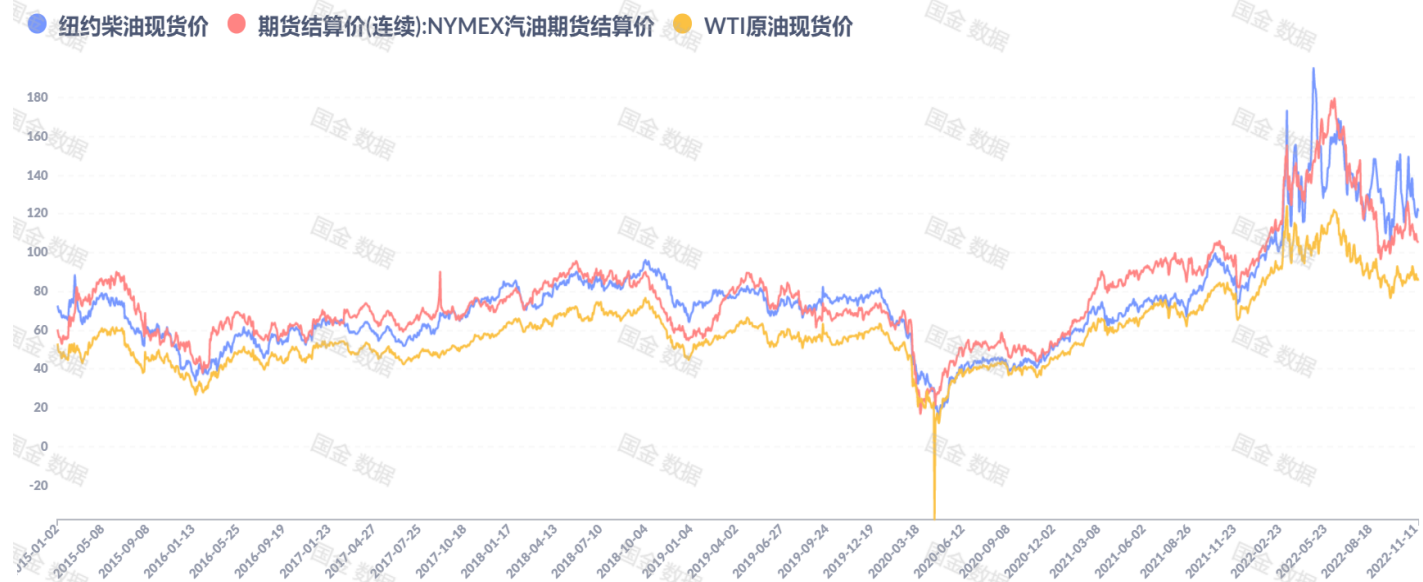


来源：Refinitiv, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

2022 年 3 月以来，海外成品油裂解价差维持在历史高位，成品油价格上涨幅度远超原油上涨幅度，说明成品油自身的供应紧张是推动其价格上涨的重要因素。

图表52：原油及美国成品油价格

原油及美国成品油价格（美元/桶）

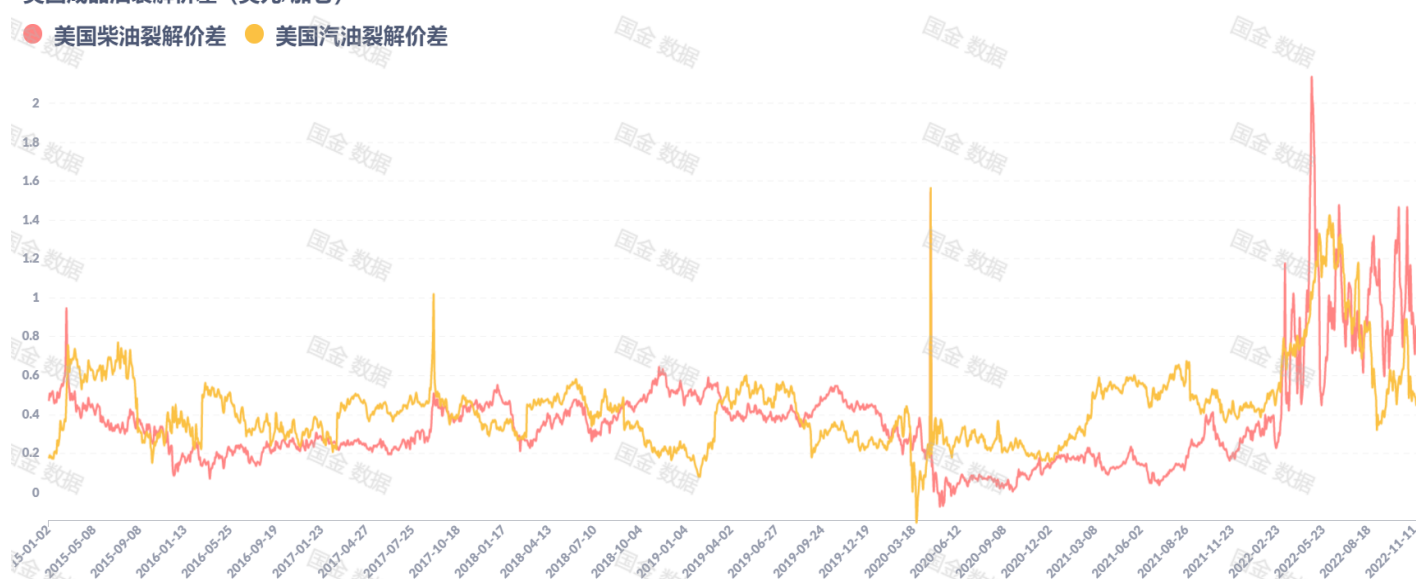


来源：Wind, 国金证券研究所

图表53: 美国成品油裂解价差

美国成品油裂解价差 (美元/加仑)

● 美国柴油裂解价差 ● 美国汽油裂解价差



来源: Wind, 国金证券研究所

图表54: 原油及欧洲成品油价格

原油及欧洲成品油价格 (美元/桶)

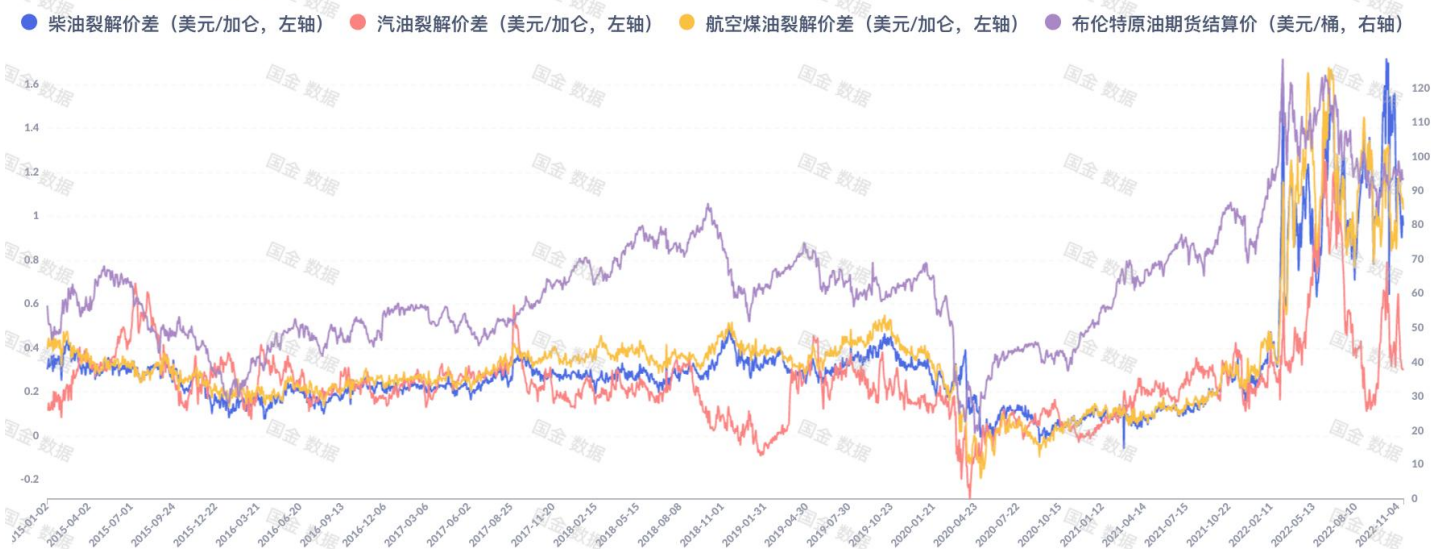
● 现货价:柴油(50ppm):FOB鹿特丹 ● 现货价(中间价):95#优质无铅汽油:FOB鹿特丹 ● 现货价:航空煤油:FOB鹿特丹 ● 布伦特原油期货结算价



来源: wind, 国金证券研究所

图表55: 欧洲成品油裂解价差

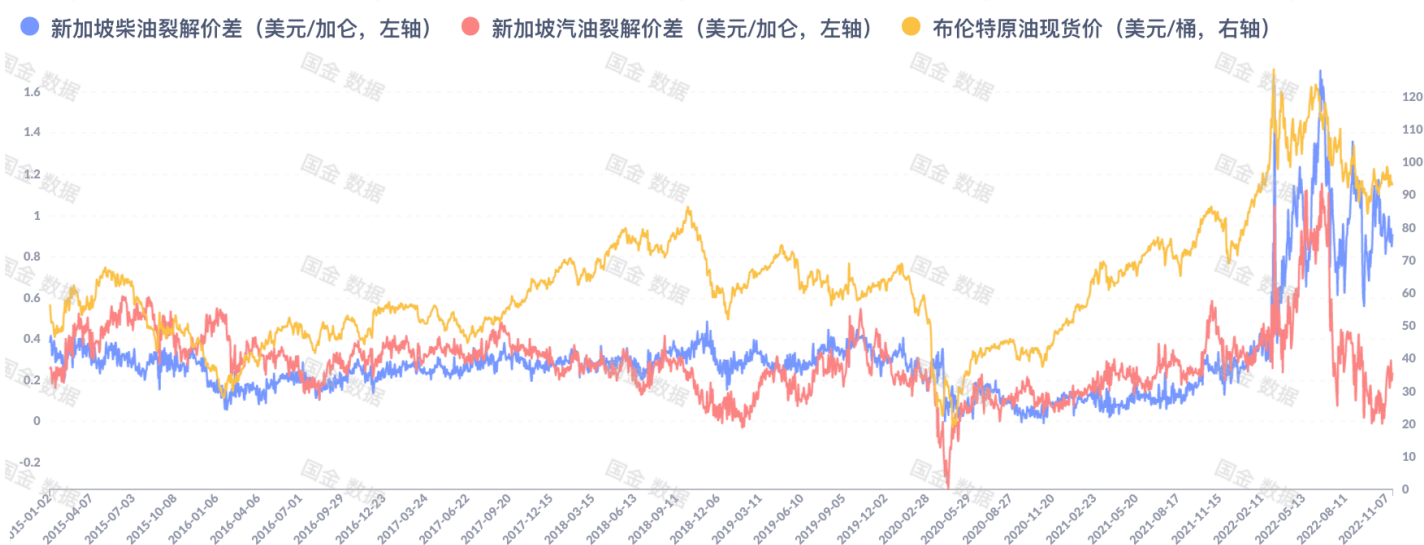
原油价格与欧洲成品油裂解价差



来源: Wind, 国金证券研究所

图表56: 新加坡成品油裂解价差

原油价格与新加坡成品油裂解价差

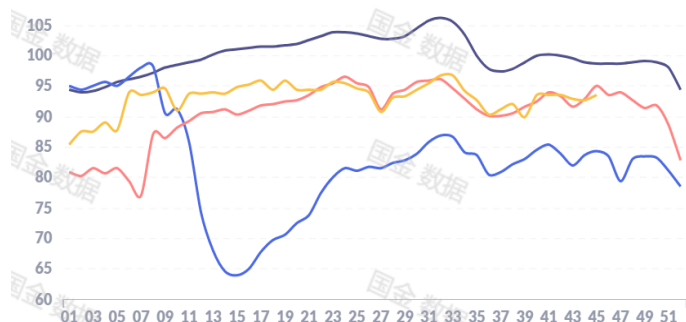


来源: Wind, 国金证券研究所

图表57: 出行指数-美国

美国出行指数

● 2019 ● 2020 ● 2021 ● 2022

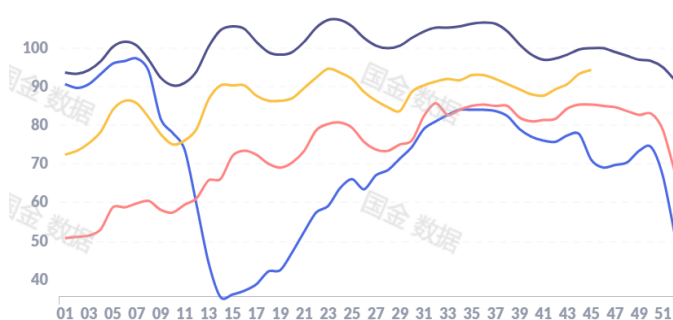


来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表58: 出行指数-英国

英国出行指数

● 2019 ● 2020 ● 2021 ● 2022

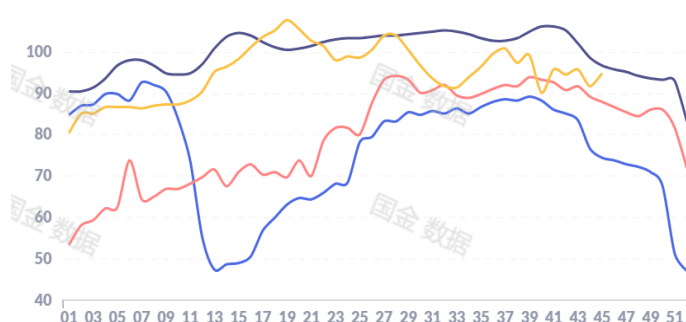


来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表59: 出行指数-德国

德国出行指数

● 2019 ● 2020 ● 2021 ● 2022

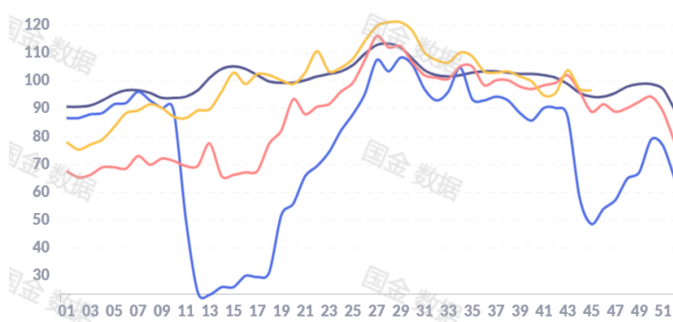


来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表60: 出行指数-法国

法国出行指数

● 2019 ● 2020 ● 2021 ● 2022

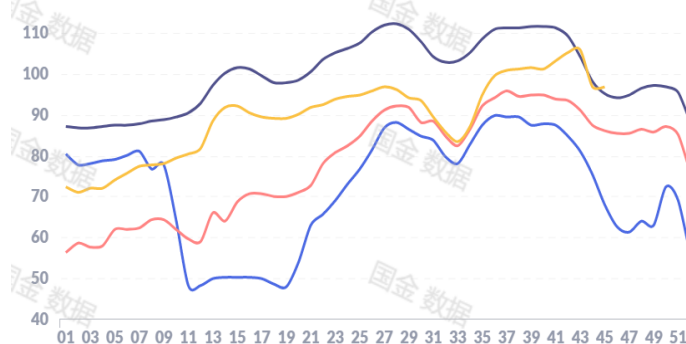


来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表61: 出行指数-意大利

意大利出行指数

● 2019 ● 2020 ● 2021 ● 2022

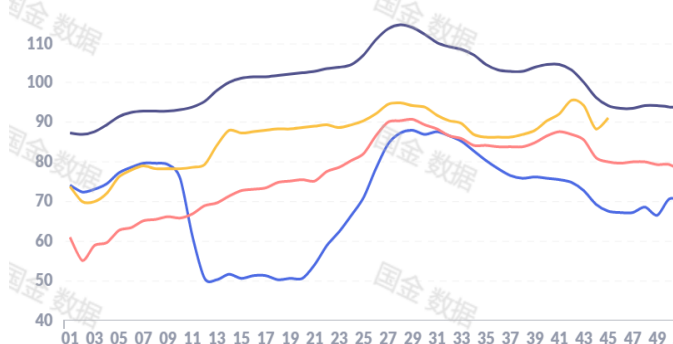


来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表62: 出行指数-西班牙

西班牙出行指数

● 2019 ● 2020 ● 2021 ● 2022



来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

受益于海外炼能的出清, 当前欧美出行强度依然维持较为稳健态势, 促使新加坡、欧美成品油裂解价差依然维持相对高位, 即使当前市场存在终端消费需求衰退的悲观预期, 除非消费需求彻底消失, 一旦需求回暖, 供需缺口或暴露拉动成品油裂解价差, 存量炼能资产稀缺度逐步提升, 全球石化行业或周期反转。

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

我们看好油价因供给边际增量有限而维持高位，以及在保障国内能源供应的大背景下公司加强勘探开发力度，促进油气储量、产量增长。同时，由于批零价差相对稳健，海外成品油裂解价差收益于海外炼能的出清持续维持相对高位，或为公司带来一定业绩弹性。

我们参考了当前全球原油价格、中国成品油零售价以及公司最新业绩情况在不同油价环境假设下对中国石化进行盈利预测。通过回溯布伦特今年的期货结算价，当前全球原油均价约为 101 美元/桶，假设 2022 年全年原油价格约为 100 美元/桶，受俄乌冲突、美国短期释储以及美联储加息等影响，原油价格存在不确定性，在此情况下，我们在悲观/中性/乐观三个不同情景下对中国石化进行盈利测算。

图表63：盈利预测关键假设

	假设项目	2022	2023	2024
悲观情景	原油价格（美元/桶）	100.00	70.00	70.00
	原油产量（百万桶）	281.20	285.00	285.00
	天然气价格（美元/千立方英尺）	8.26	6.88	6.88
	天然气产量（十亿立方英尺）	1,256.70	1,328.00	1,439.00
	原油加工量（百万桶）	1,880.00	1,900.00	1,900.00
	美元汇率	6.70	6.70	6.70
	勘探板块毛利率	37.5%	33.5%	33.2%
	化工品毛利率	11.6%	22.4%	22.4%
	成品油炼化及零售毛利率	7.7%	7.6%	7.6%
	总毛利率	16.3%	16.2%	16.3%
	盈利预测（百万元）	69,366.31	57,852.68	58,392.36
中性情景	原油价格（美元/桶）	100.00	90.00	90.00
	原油产量（百万桶）	281.20	285.00	285.00
	天然气价格（美元/千立方英尺）	8.26	8.12	8.12
	天然气产量（十亿立方英尺）	1,256.70	1,328.00	1,439.00
	原油加工量（百万桶）	1,880.00	1,900.00	1,900.00
	美元汇率	6.70	6.70	6.70
	勘探板块毛利率	37.5%	37.2%	37.2%
	化工品毛利率	11.6%	15.3%	15.3%
	成品油炼化及零售毛利率	7.7%	8.0%	8.0%
	总毛利率	16.3%	16.1%	16.1%
	盈利预测（百万元）	69,366.31	70,572.84	71,746.07
乐观情景	原油价格（美元/桶）	100.00	110.00	110.00
	原油产量（百万桶）	281.20	285.00	285.00
	天然气价格（美元/千立方英尺）	8.26	9.50	9.50
	天然气产量（十亿立方英尺）	1,256.70	1,328.00	1,439.00
	原油加工量（百万桶）	1,880.00	1,900.00	1,900.00
	美元汇率	6.70	6.70	6.70
	勘探板块毛利率	37.5%	39.1%	39.0%
	化工品毛利率	11.6%	9.5%	9.5%
	成品油炼化及零售毛利率	7.7%	7.3%	7.3%
	总毛利率	16.3%	16.2%	16.2%
	盈利预测（百万元）	69,366.31	82,114.28	84,252.95

来源：Wind，国金证券研究所

悲观情景下，或受全球需求衰退，供应端大幅增加等不确定影响，假设全球原油价格 2023-2024 年有所回落，假设 2022-2024 年全球原油价格为 100/70/70 美元/桶。在此假设下，我们预计中国石化 2022-2024 年公司归母净利润为 693.7 亿元/578.5 亿元/583.9 亿元，对应 2022-2024 年 EPS 为 0.57 元/0.48 元/0.48 元，对应 2022-2024 年市盈率倍数为 7.76X/9.31X/9.22X。

中性情景下，我们持续看好原油价格中枢在供需偏紧情景下持续维持高位，2022-2024 年保守给予 100/90/90 美元/桶的原油销售价格。在此假设下，我们预计中国石化 2022-2024 年公司归母净利润为 693.7 亿元/705.7 亿元/717.5 亿元，对应 2022-2024 年 EPS 为 0.57 元/0.58 元/0.59 元，对应 2022-2024 年市盈率倍数为 7.76X/7.63X/7.51X。

乐观情景下，全球原油终端需求稳定，但地缘政治的不确定性或造成原油供应端边际减少可能性，2023-2024 全球原油价格中枢或进一步上抬，假设 2022-2024 年全球原油价格为 100/110/110 美元/桶。在此假设下，我们预计中国石化 2022-2024 年归母净利润为 693.7 亿元/821.1 亿元/842.5 亿元，对应 EPS 为 0.57 元/0.68 元/0.70 元，对应 2022-2024 年市盈率倍数为 7.76X/6.56X/6.39X。

4.2、不同情景假设下股息率测算

我们参考了当前全球原油价格、历史股利支付率情况对公司进行股息率预测。其中当前原油价格中枢维持在 100 美元/桶区间，受俄乌冲突、美国短期释储以及美联储加息等影响，原油价格偶有扰动，分别对原油价格做中性、乐观和悲观假设。与此同时，公司 2016-2021 年累计股利支付率为 80.94%，最低股利支付率在 65%的水平左右，因此，我们保守假设 2022-2024 年股利支付率为 65%。以 2022 年 12 月 1 日收盘价计算，在悲观油价假设情景下，公司 2022-2024 年 A 股股息率为 8.3%/6.9%/7.0%，2022-2024 年 H 股股息率为 11.1%/9.3%/9.4%，因此，我们认为即使按照悲观油价情景，公司 2022-2024 年 A/H 股股息率也分别在 6%和 9%以上的高水平，股东在未来也将维持高股息收益。

图表 64：中性假设下 A/H 股股息率预测（以 2022 年 12 月 1 日收盘价为基准）

油价情景假设		2022	2023	2024
悲观情景	盈利预测（百万元）	69366.3	57852.7	58392.4
	总股本（百万股）	121016.8		
	EPS（元/股）	0.57	0.48	0.48
	股利支付率	65%		
	股利（元/股）	0.37	0.31	0.31
	股息率（A 股）-CNY	8.26%	6.89%	6.95%
	股息率（H 股）-CNY	11.12%	9.28%	9.36%
中性情景	盈利预测（百万元）	69366.3	70572.8	71746.1
	总股本（百万股）	121016.8		
	EPS（元/股）	0.57	0.58	0.59
	股利支付率	65%		
	股利（元/股）	0.37	0.38	0.39
	股息率（A 股）-CNY	8.26%	8.40%	8.54%
	股息率（H 股）-CNY	11.12%	11.32%	11.50%
乐观情景	盈利预测（百万元）	69366.3	82114.3	84253.0
	总股本（百万股）	121016.8		
	EPS（元/股）	0.57	0.68	0.70
	股利支付率	65%		
	股利（元/股）	0.37	0.44	0.45
	股息率（A 股）-CNY	8.26%	9.78%	10.03%
	股息率（H 股）-CNY	11.12%	13.17%	13.51%

来源：Wind，国金证券研究所

在悲观假设下，2022-2024 年原油价格分别为 100/70/70 美元/桶，我们预计公司 2022-2024 年每股股利为 0.37 元/0.31 元/0.31 元，对应 2022-2024 年 A 股股息率为 8.3%/6.9%/7.0%，对应 2022-2024 年 H 股股息率为 11.1%/9.3%/9.4%。

在中性假设下，2022-2024 年原油价格分别为 100/90/90 美元/桶，我们预计公司 2022-2024 年每股股利为 0.37 元/0.38 元/0.39 元，对应 2022-2024 年 A 股股息率为 8.3%/8.4%/8.5%，对应 2022-2024 年 H 股股息率为 11.1%/11.3%/11.5%。

在乐观假设下，2022-2024 年原油价格为 100/110/110 美元/桶，我们预计公司 2022-2024 年每股股利为 0.37 元/0.44 元/0.45 元，对应 2022-2024 年 A 股股息率为 8.3%/9.8%/10.0%，对应 2022-2024 年 H 股股息率为 11.1%/13.1%/13.5%。

4.3、投资建议及估值

我们分别采用市盈率法、股利现值法对公司进行估值。2022-2024 年中国石化盈利预测分别为 693.7 亿元/705.7 亿元/717.5 亿元，对应 2022-2024 年 EPS 为 0.57 元/0.58 元/0.59 元，参考可比石油化工企业平均市盈率水平，给予中国石化 2022 年 10 倍市盈率，目标价 5.74 元，给予公司“买入”评级。

与此同时我们还采用了股利现值法对公司进行估值，通过观测历史数据，我们假设折现率为 7.05%，永续增长率为 0.15%，显性期为 8 年。与此同时，公司 2016-2021 年累计股利支付率为 80.94%，最低股利支付率在 65% 的水平左右，因此，假设 2022-2024 年股利支付率为 65%。公司在中性油价假设情景下，显性期内的股利现值之和为 2.57 元，TV 现值为 3.91 元，对应股价估值为 6.48 元，给予公司“买入”评级。

1. 市盈率法

预计公司 2022-2024 年净利润为 693.7 亿元/705.7 亿元/717.5 亿元，对应 2022-2024 年 EPS 为 0.57 元/0.58 元/0.59 元，对应 2022-2024 年市盈率倍数为 7.76X/7.63X/7.51X。

我们选取 4 家可比公司对公司进行估值。中国石油为国内最大的油气生产商，油气勘探开采业务与公司上游业务相似。中国海油为国内第二大原油生产商，第三大天然气生产商，油气勘探开采业务与公司业务相似。长江电力是国内最大的电力上市公司之一，宁沪高速是国内公路行业中资产规模最大的上市公司之一，长江电力、宁沪高速与公司规模、地位相似。同时，4 家可比公司股息率均与中国石化相似，均处于较高水平。

我们认为，中国石化受益于油价上涨，上游行业资本开支不足以及销售板块业绩稳健，考虑到公司股息率较高，参考可比公司市盈率水平，给予 2022 年 10 倍市盈率，参考 2022 年 EPS 约为 0.57 元，目标价 5.74 元，给予公司“买入”评级。

图表65：可比公司估值比较（市盈率法）-以2022年12月1日收盘价为基准

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
601857	中国石油	4.85	0.82	0.74	0.72	5.94	6.51	6.71
600938	中国海油	15.24	2.94	2.94	3.07	5.18	5.19	4.97
600900	长江电力	21.5	1.20	1.31	1.37	17.87	16.42	15.68
600377	宁沪高速	7.91	0.72	0.91	0.96	11.01	8.73	8.27
平均值						10.13	9.35	9.05
600028	中国石化	4.51	0.57	0.58	0.59	7.75	7.61	7.49

来源：Wind，国金证券研究所

2. 股利现值法

我们通过悲观、中性、乐观不同油价的情景假设对中国石化进行了股利现值估值，通过观测历史数据，我们假设折现率为 7.05%，永续增长率为 0.15%，显性期为 8 年，2022-2024 年股利支付率为 65%，在悲观油价假设情景下，公司股价估值为 5.25 元，在中性油价情景下，公司股价估值为 6.48 元，在乐观油价情景下，公司股价估值为 7.56 元。因此我们认为即使按照悲观油价情景，公司股价也应该在 5 元以上，给予公司“买入”评级。

公司在悲观油价假设情景下，显性期内的股利现值之和为 2.13 元，TV 现值为 3.12 元，对应股价估值为 5.25 元，对应公司市值约为 6355 亿元。

图表66：公司股利现值法（悲观假设）

股利现值法											
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
每股股利	0.37	0.31	0.31	0.32	0.33	0.34	0.34	0.35	0.35	0.35	0.35
股利现值	0.37	0.29	0.27	0.26	0.25	0.24	0.23	0.21	0.20	0.19	0.18
TV	5.02										
TV 现值	3.12										
每股价值	5.25										

来源：Wind，国金证券研究所

公司在中性油价假设情景下，显性期内的股利现值之和为 2.57 元，TV 现值为 3.91 元，对应股价估值为 6.48 元，对应公司市值约为 7844 亿元，给予“买入”评级。

图表 67：公司股利现值法（中性假设）

股利现值法	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
每股股利	0.37	0.38	0.39	0.40	0.42	0.43	0.43	0.43	0.43	0.43	0.43
股利现值	0.37	0.35	0.34	0.33	0.32	0.31	0.29	0.27	0.25	0.23	0.22
TV	6.29										
TV 现值	3.91										
每股价值	6.48										

来源：Wind，国金证券研究所

公司在乐观油价假设情景下，显性期内的股利现值之和为 2.85 元，TV 现值为 4.36 元，对应股价估值为 7.21 元，对应公司市值约为 8725 亿元。

图表 68：公司股利现值法（乐观假设）

股利现值法	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
每股股利	0.37	0.44	0.45	0.44	0.46	0.48	0.48	0.48	0.49	0.49	0.49
股利现值	0.37	0.41	0.39	0.36	0.35	0.34	0.32	0.30	0.28	0.26	0.25
TV	7.02										
TV 现值	4.36										
每股价值	7.21										

来源：Wind，国金证券研究所

5、风险提示

- 1 油价单向大幅波动风险:炼化产业链产品价格与原油价格存在较强的关联性，油价单向大幅波动将很大概率影响企业盈利水平。由于炼化实际运行中存在周转时间及成品油销售价格调整对于全球原油价格波动存在一定滞后性，当全球原油价格呈单边持续下跌时，库存损失或大幅影响业绩，而全球原油价格持续单向上涨过程中，库存受益或增加公司业绩；
- 2 成品油价格放开风险：成品油价格假如放开，转变为由市场进行定价，汽油、柴油价格将存在频繁波动的风险，市场竞争加剧，中国石化和中国石油在成品油销售的垄断地位可能被撼动；
- 3 疫情反复扰乱终端产品销售及运输:疫情反复及外溢或扰乱终端产品销售及运输；
- 4 行业周期变化的风险：公司营业收入主要来自于销售成品油和石油石化产品。部分业务及相关产品具有周期性的特点，存在行业景气度下行风险；
- 5 境外业务经营风险：公司在境外从事油气勘探开发、炼油化工等业务，境外业务和资产均受所在国法律法规管辖。存在国际地缘政治变化、区域贸易集团的排他性以及经贸问题等风险因素；
- 6 意外事故风险：公司炼化、加工、运输等众多环节均存在大量易燃易爆有毒有害易污染品，存在发生意外事故的风险，对人身安全造成威胁，带来较大的经济损失；
- 7 汇率风险：全球原油价格主要由美元计价，公司也有部分资产在海外市场经营，但公司财报通常以人民币结算，如果人民币与美元汇率出现较大波动，或对公司业绩汇算产生影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	2,966,193	2,105,984	2,740,884	3,317,579	3,138,106	3,146,876	货币资金	127,927	184,412	221,989	312,553	315,011	337,745
增长率		-29.0%	30.1%	21.0%	-5.4%	0.3%	应收账款	87,596	77,924	76,464	115,297	109,060	109,365
主营业务成本	-2,488,852	-1,688,398	-2,216,551	-2,779,002	-2,634,260	-2,640,311	存货	192,442	151,895	207,433	223,843	212,184	212,672
%销售收入	83.9%	80.2%	80.9%	83.8%	83.9%	83.9%	其他流动资产	37,891	41,164	52,138	82,266	81,542	81,573
毛利	477,341	417,586	524,333	538,577	503,846	506,565	流动资产	445,856	455,395	558,024	733,959	717,797	741,354
%销售收入	16.1%	19.8%	19.1%	16.2%	16.1%	16.1%	%总资产	25.4%	26.3%	29.5%	34.7%	33.9%	34.5%
营业税金及附加	-242,535	-234,947	-259,032	-281,994	-266,739	-267,484	长期投资	153,725	189,867	209,946	221,934	221,934	221,934
%销售收入	8.2%	11.2%	9.5%	8.5%	8.5%	8.5%	固定资产	795,905	714,050	754,871	792,129	819,006	834,733
销售费用	-63,516	-64,438	-57,891	-63,034	-59,624	-59,791	%总资产	45.3%	41.2%	40.0%	37.5%	38.7%	38.8%
%销售收入	2.1%	3.1%	2.1%	1.9%	1.9%	1.9%	无形资产	126,583	132,221	137,811	138,330	138,445	138,702
管理费用	-62,112	-66,291	-62,535	-59,716	-56,486	-56,644	非流动资产	1,309,215	1,278,410	1,331,231	1,379,039	1,399,783	1,409,738
%销售收入	2.1%	3.1%	2.3%	1.8%	1.8%	1.8%	%总资产	74.6%	73.7%	70.5%	65.3%	66.1%	65.5%
研发费用	-9,395	-10,086	-11,481	-13,270	-12,552	-12,588	资产总计	1,755,071	1,733,805	1,889,255	2,112,998	2,117,581	2,151,092
%销售收入	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	短期借款	100,686	43,249	56,017	72,548	72,026	67,096
息税前利润 (EBIT)	99,783	41,824	133,394	120,562	108,444	110,059	应付款项	272,116	246,256	330,341	369,572	350,311	351,119
%销售收入	3.4%	2.0%	4.9%	3.6%	3.5%	3.5%	其他流动负债	203,572	232,685	254,922	373,426	364,910	366,420
财务费用	-9,967	-9,506	-9,010	-11,529	-10,507	-10,349	流动负债	576,374	522,190	641,280	815,546	787,248	784,635
%销售收入	0.3%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	长期贷款	39,625	45,459	49,341	78,341	78,341	78,341
资产减值损失	-3,053	-28,084	-15,476	-4,568	238	-10	其他长期负债	262,167	282,280	282,593	266,472	262,652	261,665
公允价值变动收益	-3,511	-1,253	3,341	2,144	0	0	负债	878,166	849,929	973,214	1,160,359	1,128,241	1,124,641
投资收益	12,628	47,486	6,032	-5,000	5,000	5,000	普通股股东权益	739,169	742,463	775,102	799,700	824,401	849,512
%税前利润	14.0%	99.0%	5.6%	n.a	4.7%	4.6%	其中：股本	121,071	121,071	121,071	121,017	121,017	121,017
营业利润	90,025	50,331	112,414	106,121	107,687	109,211	未分配利润	287,128	286,575	318,645	342,923	367,624	392,735
营业利润率	3.0%	2.4%	4.1%	3.2%	3.4%	3.5%	少数股东权益	137,736	141,413	140,939	152,939	164,939	176,939
营业外收支	-9	-2,362	-4,066	-450	-450	-450	负债股东权益合计	1,755,071	1,733,805	1,889,255	2,112,998	2,117,581	2,151,092
税前利润	90,016	47,969	108,348	105,671	107,237	108,761	比率分析						
利润率	3.0%	2.3%	4.0%	3.2%	3.4%	3.5%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-17,894	-6,219	-23,318	-24,304	-24,665	-25,015	每股指标						
所得税率	19.9%	13.0%	21.5%	23.0%	23.0%	23.0%	每股收益	0.476	0.272	0.588	0.573	0.583	0.593
净利润	72,122	41,750	85,030	81,366	82,573	83,746	每股净资产	6.105	6.132	6.402	6.608	6.812	7.020
少数股东损益	14,531	8,826	13,822	12,000	12,000	12,000	每股经营现金净流	1.129	1.261	1.683	2.454	1.646	1.887
归属于母公司的净利润	57,591	32,924	71,208	69,366	70,573	71,746	每股股利	0.310	0.200	0.470	0.373	0.379	0.385
净利率	1.9%	1.6%	2.6%	2.1%	2.2%	2.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	7.79%	4.43%	9.19%	8.67%	8.56%	8.45%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	3.28%	1.90%	3.77%	3.28%	3.33%	3.34%
净利润	72,122	41,750	85,030	81,366	82,573	83,746	投入资本收益率	7.66%	3.57%	9.77%	8.21%	7.15%	7.07%
少数股东损益	14,531	8,826	13,822	12,000	12,000	12,000	增长率						
非现金支出	102,911	125,943	121,272	106,832	116,307	130,959	主营业务收入增长率	2.59%	-29.00%	30.15%	21.04%	-5.41%	0.28%
非经营收益	4,620	-42,341	6,171	19,796	11,974	11,996	EBIT 增长率	-3.05%	-58.09%	218.94%	-9.62%	-10.05%	1.49%
营运资金变动	-43,005	27,293	-8,722	89,034	-11,611	1,617	净利润增长率	-8.71%	-42.83%	116.28%	-2.59%	1.74%	1.66%
经营活动现金净流	136,648	152,645	203,751	297,027	199,243	228,318	总资产增长率	10.22%	-1.21%	8.97%	11.84%	0.22%	1.58%
资本开支	-140,439	-128,533	-143,443	-136,174	-137,470	-141,084	资产管理能力						
投资	18,631	48,440	826	-39,844	0	0	应收账款周转天数	6.9	7.8	4.7	5.0	5.0	5.0
其他	1,345	-22,110	-2,581	-5,000	5,000	5,000	存货周转天数	27.6	37.2	29.6	30.0	30.0	30.0
投资活动现金净流	-120,463	-102,203	-145,198	-181,018	-132,470	-136,084	应付账款周转天数	27.4	36.7	29.2	31.0	31.0	31.0
股权募资	3,919	4,219	1,001	-604	0	0	固定资产周转天数	76.6	102.1	79.8	66.6	69.6	66.9
债权募资	-12,242	18,665	18,227	37,449	-522	-4,929	偿债能力						
其他	-76,390	-59,839	-77,170	-61,156	-62,666	-63,451	净负债/股东权益	3.12%	-7.91%	-10.08%	-20.20%	-19.75%	-21.73%
筹资活动现金净流	-84,713	-36,955	-57,942	-24,310	-63,188	-68,380	EBIT 利息保障倍数	10.0	4.4	14.8	10.5	10.3	10.6
现金净流量	-68,381	12,248	-392	91,699	3,585	23,854	资产负债率	50.04%	49.02%	51.51%	54.92%	53.28%	52.28%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402