

# 大炼化景气向上，上游估值性价比仍存

## ——2023年度石油石化行业策略报告

证券分析师：

魏征宇 执业证书编号：S0210520050001

- **2023年传统能源继续得到重视，国内增储上产、资本开支稳定，预期油价中枢80美金/桶，油价先降后升。** 2022年传统能源价格暴涨，给全球投资者上了“一课：逆周期调节以及能源供给结构超调“负反馈”和供应链安全的重要性。2023年，油价影响最大的因素变成美元加息周期的威力，我们调低23年油价中枢，从2022年均价约100美金/桶，调低至80美金/桶中枢波动，预期油价在2023年前低后高。
- **2023年重点推荐大炼化企业估值大幅反弹，基于业绩我们认为明年下半年修复明显。** 1) 我们预期油价明年先下后上，以80美金为中枢，上半年预计炼化受库存跌价存在压力，下半年受益于库存价值提升及下游需求提升双振，盈利能力有望大幅回暖；2) 明年下半年预计美元加息进入到尾声，甚至不排除转向，全球经济景气反弹对于炼化产品需求有提振效应；3) 投资节奏上，我们建议左侧布局，明年上半年及时关注炼化综合价差走势。
- **投资建议：**2023年投资主线：1) 炼化领域高附加值产品愈加丰富，大炼化综合赛道将享受“周期+材料附加值成长性”带来的盈利底部反转机会，建议关注中国石化、恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣；2) 上游能源价格处于相对历史高位，建议继续关注油气服务设备、运输以及油服技术领域，估值性价比高，建议关注中国海油、中国石油、广汇能源、中海油服、石化油服、杰瑞股份。
- **风险提示：**1) 原油价格大幅波动风险；2) 下游需求不及预期风险；3) 安全生产及环保风险。

- 2022年回顾：对称的上半年和下半年，冰与火的对冲
- 2023年展望：大炼化触底归来，上游景气度仍存
- 投资策略
- 重点建议关注个股
- 风险提示

# 2022年回顾：对称的上半年和下半年，冰与火的对冲

## ➤ 2022年布油价格位于80-128USD/区间，上下半年趋势相反，呈现倒“V”字。

- 1-2月，油价2022年初以来均处于80美金/桶以上，市场美元较为充沛，21年延续的供给不足紧平衡下，油价稳中有升。（80-95usd/B）
- 3-6月，2月中旬俄乌冲突打响，俄油产能全球占比大，冲突引领油价迅速走高至120美金/桶，情绪主导下（120-100-120）区间震荡。
- 6-10月，受到美国通胀系数大幅提升影响，美联储加息政策变得鹰派且较为激进，3-11月迅速加息（0-0.25%加息至3.75-4%）快速拉升美元指数，美元指数一度达到116高位，油价及权益市场均大幅承压，价格持续单边下行，从120逐步下滑至80，下跌30%。
- 10月-12月初以来，原油价格进入到区间震荡区（80-100USD/桶），美元加息周期进入后程，美元指数持续回落，衰退预期下，原油价格承压，此背景下，10月初OPEC有意控制未来产量，希望采用减产手段扭转油价下滑趋势，目前来看，这种策略是奏效的。

## ➤ 2022年供需从偏紧逐步过渡到供需相对平衡

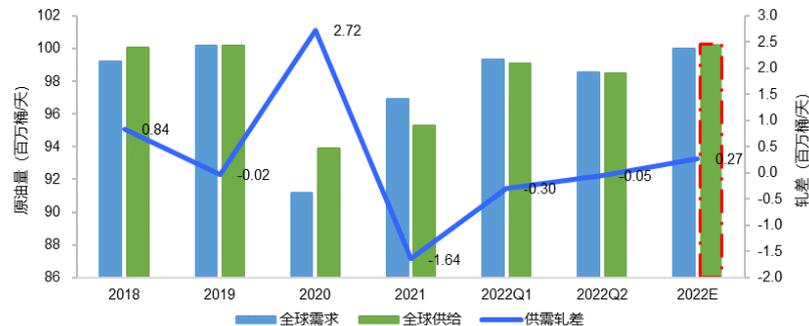
- 2021年供需整体背景：供给小于需求，活跃钻井平台处于低位。2022年随着时间推移，供给逐步增加，需求相对稳定，供需层面从动态趋势来看，整体相对供需平衡态势。

图表1：2022年布油价格变化及影响因素分析



数据来源：wind, opec, 华福证券研究所

图表2：2018-2022年原油全球供需变化



## ➤ 2022年石油石化板块表现优于沪深300，趋势方向大体一致，高油价刺激板块景气贝塔。

- 石油石化板块从2月底油价大幅提升后，指数表现一直优于沪深300，下半年油价下滑后，石化景气度整体高于沪深300；
- 能源危机贯穿2022年全年，全球主要经济体关注能源紧缺程度，天然气价格暴涨，煤炭价格提升，能源紧平衡上下游景气度充分保障。

### 分阶段来看：

(1) 2-5月份石油石化板块相对于沪深300超额收益明显，主要得益于油价大幅攀升带来相关公司业绩大幅提升预期，上游公司1季报数据持续表现，在上游单位成本相对稳定的前提下，能源价格提升带来的业绩弹性十分明显，因此股价表现强势。

(2) 5-7月份，油价处于高位震荡，整体趋势方向与沪深300较为一致，超额收益不明显。

(3) 7-9月中旬，油价处于下滑通道，石化板块却明显与沪深300明显背离，主要得益于市场对于上游商品比较优势的盈利确定性诉求。

(4) 9-12月，油价处于80-100美金震荡，石化板块再次与沪深300保持趋势一致，然而全年建立较强的超额收益比较优势。

图表 3： 2022年中信石油石化指数及沪深300指数变化趋势



数据来源：wind, 华福证券研究所

## ➤ 石化子板块盈利变化趋势差异，对于未来业绩具有昭示意义。

- 石化板块盈利总水平来看，2022年前三季度单季度盈利均较理想，其中二季度盈利最高达到1186亿元，三季度最低为911亿元；
- 子板块季度业绩来看：1) 工程服务2/3季度景气度明显高于1季度，盈利水平较前期翻倍；2) 炼油板块1-2季度盈利维持高位，3季度油价下跌承压，盈利折半；3) 其他石化（主要是大炼化及下游聚酯）：1-3季度盈利能力逐步下滑，三季度转亏，景气低位；
- 4) 石油开采单季度盈利在750亿元以上，2季度盈利最高，3季度居中；5) 油品销售及仓储2季度盈利较1季度大幅提升，3季度盈利接近1季度；6) 油田服务类似工程服务，但盈利弹性更强，2/3季度较1季度盈利翻6倍，盈利能力大幅增强。

## ➤ 细分子行业股价表现差异大，整体与盈利能力、趋势及弹性相一致。

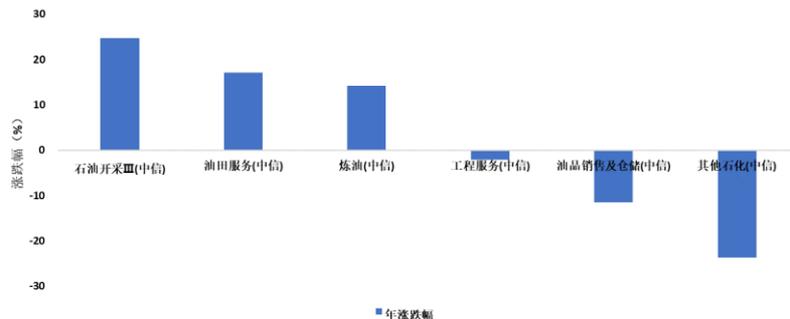
- 2022年石化板块景气度提升，其中石油开采子板块年度涨幅20%领跑（主要包含中国海油、中国石油、广汇能源、新潮能源），油田服务子板块涨幅17%，表现较好，炼油板块取得+14%。
- 其他石化及油品销售及仓储板块由于受到上游原料价格高涨、下游需求疲软双重压力，整体业绩承压，股价走势偏弱。

图表 4：石油石化子板块Q1-Q3单季度利润变化（单位：亿元）

子行业板块	2022Q1	2022Q2	2022Q3
工程服务	8.71	19.45	17.36
炼油	229.82	204.50	114.83
其他石化	115.69	96.91	-24.81
石油开采III	764.50	850.59	790.94
油品销售及仓储	0.90	3.94	1.01
油田服务	2.18	11.21	12.33
总计	1121.80	1186.60	911.65

数据来源：wind, 华福证券研究所

图表5：石油石化子板块不同周期涨跌幅情况（截至2022-11-18）



- 2022年回顾：对称的上半年和下半年，冰与火的对冲
- 2023年展望：大炼化触底归来，上游景气度仍存
- 投资策略
- 重点建议关注个股
- 风险提示

## 2.1 紧平衡，美元加息压制，2023年油价中枢80美金/桶，先下后上。

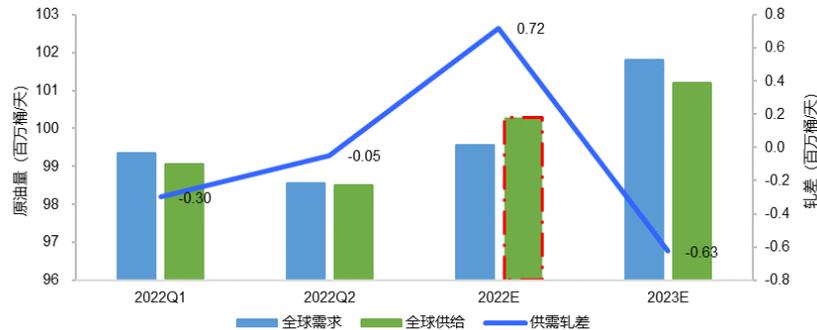
### 商品属性影响因素：

- 1) 库存低，补库待机：2021年美国原油库存下滑速度较快，从超5亿桶迅速下滑至4亿桶附近低位水平，根据美国库存周期来看，当前的库存处于近五年历史低位，对应有补库需求。
- 2) 需求旺，疫情影响有所降低：从需求的维度来看，2022年全球整体需求已经逐步恢复到疫情前水平，随着新兴市场的需求持续提升，我们认为23年全球整体需求维持高位。
- 3) 供给相对谨慎：2022年整体供给逐步抬升，以满足需求快速恢复，然而在年末的油价下滑趋势下，OPEC+开启了减产计划（2百万桶/天），我们认为后续油价的动态变化趋势中，OPEC+的供应变化将成为主要变量之一。

图表6：2021-2022年美国原油库存变量与油价波动关系



图表7：2023年全球原油供需展望



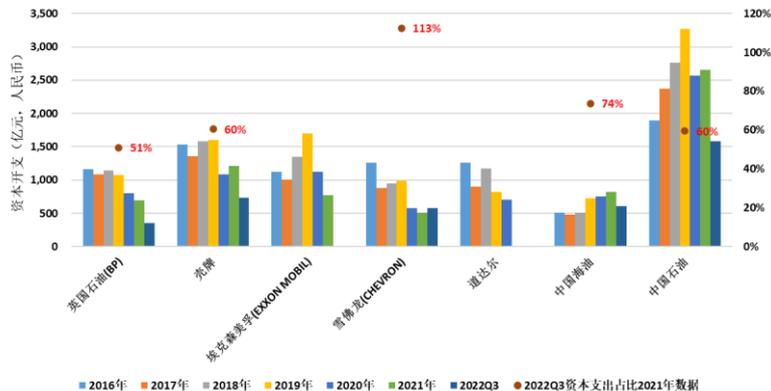
数据来源：wind,opec,华福证券研究所

## 2.1 紧平衡，美元加息压制，2023年油价预期中枢80美金/桶，先下后上。

### 油气资本开支、地缘因素及金融属性影响因素：

- 1) 资本开支：主要油气企业资本提升整体较为谨慎：2022年国际大型油气企业前三季度资本开支占比2021年全年数据小于75%，只有雪佛龙超过，中海油接近此数据，油气企业资本支出整体较为谨慎。
- 2) 地缘政治影响：俄乌冲突边际风险有所降低，从2月14日发生冲突后，油价快速提升，目前整体边际影响已经逐步钝化，欧洲逐步调整了进口来源。
- 3) 金融属性影响因素：美元加息未止，3月基准0.5%，逐步加息至11月4%，预计12月仍会加息50-100bps，油价在下半年整体承压，因此2023年联邦利率预计高位维持一定时间，会从货币计价及需求压制两个方面压制油价。
- 综合影响油价多种因素来看：**我们认为油价在2023年供需偏紧的情况下，以美元加息金融因素带来的边际影响最为显著，全年前低后高，中枢为80美金/桶的趋势判断。

图表 8：全球主要油气企业资本开支数据



数据来源：wind,华福证券研究所

图表 9：美国加息节点及美元指数、布油价格变化

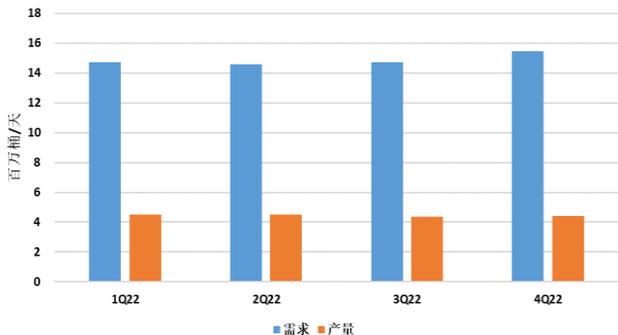




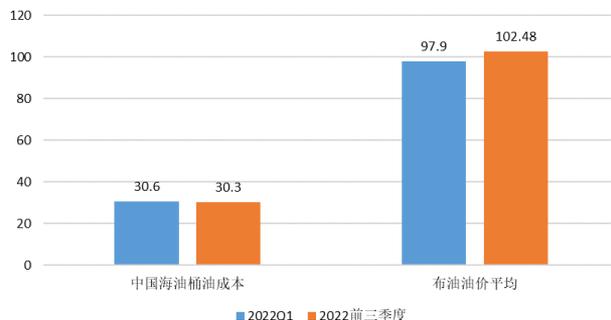
## ➤ 2.3 国内“增储上产”大方向维持，油气价格相对高位，上游油气高盈利弹性带来估值重估。

- **1) 我国油气资源整体仍紧缺，进口依存度高。**国际油价具有全球定价特点，我们认为明年油气价格整体仍处于相对较高水平，我国基于依存度高以及战略储存水平提升需求，主要三桶油自身开采仍旧维持相对较高的资本开支以及开采动力，因此，整体油气公司及油服、工程公司盈利能力具有较好的保障性。
- **2) 桶油成本来看，我国部分油企桶油成本低，业绩弹性好。**油气当量成本对于上游油气企业的竞争力或者盈利能力提供很好的指引，根据今年三季报公布数据来看，中海油桶油成本为30.3美元/桶，相较一季度30.6美元/桶，相对有所下滑，这是在原油价格从98美元上涨到102美元的过程中实现，因此相对于油价而言，桶油价差空间大，保障了上游公司巨大的盈利能力。
- **3) 全球大型油气开发企业对比来看，国内上游油气公司PE估值偏低。**我们选取全球6家大型油气开发企业及中海油、中石油对应PE水平，横向对比来看，国际大型油气企业平均PE在15-20XPE，国内油气企业在10XPE，叠加国内油气企业增储上产及相对成长性而言，价值有望重估。

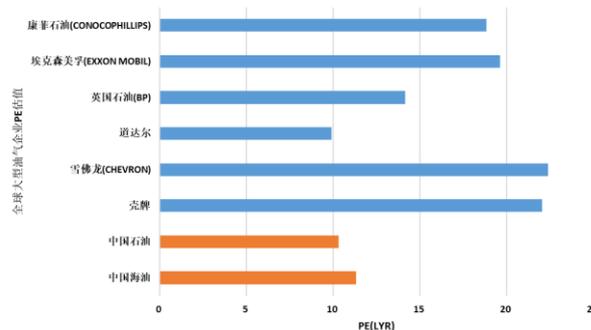
图表12: 国内需求整体稳中有升，产量较为稳定，进口依赖度高



图表 13: 桶油成本VS油价变化



图表 14: 国内外主要油气公司估值水平比较



数据来源: wind,opec, 华福证券研究所

- 2022年回顾：对称的上半年和下半年，冰与火的对冲
- 2023年展望：大炼化触底归来，上游景气度仍存
- **投资策略**
- 重点建议关注个股
- 风险提示

## ➤ 2023年油价中枢80美金/桶，中游炼化利润修复，上游景气度持续。

**(1) 首推：**大炼化板块：油价下滑，成本缓解，房地产及疫情管控边际改善预期带来下游需求提升。建议关注中国石化、恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。

**投资节奏：**2023年1季度预计业绩受库存跌价及需求回暖温和影响，业绩承压，2季度库存跌价损失影响预期减弱，同时需求弹性恢复，景气向上。我们认为2023年1季度是布局时机，偏左侧。**重点观测指标：**油价、美元加息节奏变化及下游需求恢复情况，炼化综合价差变化。

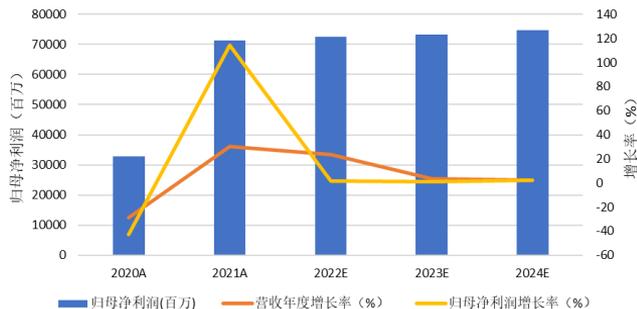
**(2) 其次：**上游整体受益于油价位于80美金中枢相对高位，桶油成本相对较低（30-50美金/桶），盈利空间足，估值性价比高，价值重估下，建议持续关注。建议关注：中国海油、中国石油、广汇能源、中海油服、石化油服、杰瑞股份。

**投资节奏：**把握估值性价比，关注油价区间反弹机会。

- 2022年回顾：对称的上半年和下半年，冰与火的对冲
- 2023年展望：大炼化触底归来，上游景气度仍存
- 投资策略
- **重点建议关注个股**
- 风险提示

- 油气价格处于高位，勘探及生产板块盈利能力大幅提升。**
  - 中石化2022年前三季度归母净利润567亿元，yoy-5.6%，其中勘探及开发实现息税前利润为462亿元，原油实现价格为94.24usd/桶，yoy+55%，天然气实现价格7.54usd/千立方英尺，yoy+12%。
  - 勘探开发力度加大，塔里木盆地、渤海湾、苏北盆地、四川盆地等取得突破，加快顺北、塔河、海上等原油建设，增储上产趋势不变。
- 炼油、化工及销售板块有望景气度反转，看好全产业链利润扩张，平滑周期。**
  - 2022年前三季度炼油、化工及销售板块分别实现利润200、-45、218亿元，均有所承压，考虑到后续成本端有所缓解，下游需求提升景气度明显，对冲上游利润减少，我们认为整体盈利能力稳定，有效平滑周期，具有比较优势。
  - 能源转型方面，积极布局下游，包括传统加油站转变为“油气氢电服”综合能源供应能力，突出公司网点优势，实现能源供应平台化能力，消费属性持续增强。此外，CCUS及生物航煤有望持续增加公司附加值。
- 万得盈利一致预期：**2022-24年万得盈利一致预期为339/350/359亿元，对应PE分别为7/7/7倍，建议关注。

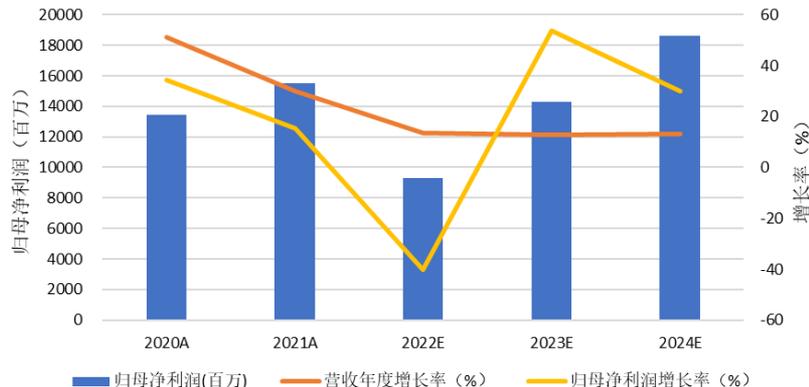
图表 15: 中国石化2020-2024业绩及万得一一致预期



数据来源: wind, 华福证券研究所

- **民营大炼化代表之一，三季报承压，成本端缓解有望边际修复。**
  - 2022前三季度实现营收1704亿元，yoy+12.5%，归母净利润61亿元，yoy-52.1%；
  - 2023年预期原材料成本缓解、需求景气度提升及产能利用率提升有望实现业绩改善。
- **精细产业园布局高端涤纶、功能性薄膜、可降解材料及新能源化学品。**
  - 炼化一体化创造稳定良好现金流，产业链超高附加值产品延伸，新材料综合平台逐步显现。
  - 化工新材料产品种类丰富，定位于中高端市场需求，涵盖民用涤纶长丝、工业丝、BOPET、PBT、PBS/PBAT等聚酯与化工新材料，年产260万吨高性能聚酯工程、南通新建锂电隔膜项目，产品线丰富持续为公司增加成长性。
- **万得盈利一致预期：**2022-24年万得盈利一致预期为93/143/186亿元，对应PE分别为13/8/6倍，建议关注。

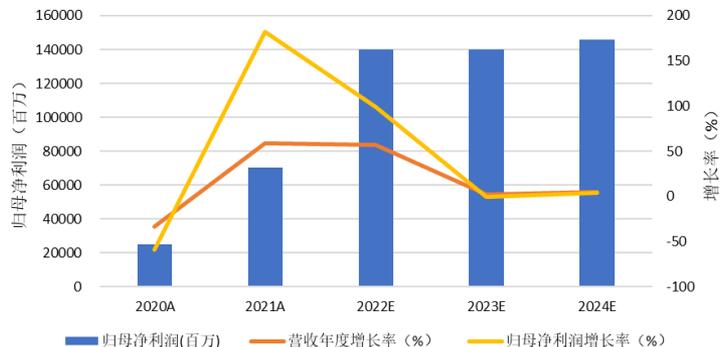
图表 16: 恒力石化2020-2024业绩及万得一一致预期



数据来源: wind, 华福证券研究所

- **增产加速，油气量价处于高位，业绩稳定性足。**
  - 销量：2022Q3，公司油气净产量为1.57亿桶油当量，同比上升8.8%；
  - 价格：三季度实现油价95.8USD/桶，yoy+36%；气价8.15usd/千立方英尺，yoy+15%。
- **成本管控能力优秀，桶油成本具有明显优势。**
  - 2022Q1-Q3，桶油主要成本30.3usd/桶，桶油成本管控良好；
- **国内外勘探新发现，储量提升支撑估值稳定性。**
  - 2022Q3获得5个新发现&评价4个含油气构造；国外圭亚那stabroek区块可采量约110亿桶当量，该区块年内获得7个新发现。
- **万得盈利一致预期**：2022-24年万得盈利一致预期为1401/1398/1460亿元，对应PE分别为5/5/5倍，建议关注。

图表 17：中国海油 2020-2024 业绩及万得一一致预期



数据来源：wind, 华福证券研究所

- 2022年回顾：对称的上半年和下半年，冰与火的对冲
- 2023年展望：大炼化触底归来，上游景气度仍存
- 投资策略
- 重点建议关注个股
- 风险提示

- **原油价格大幅波动风险：**影响原油价格因素众多，假设无法做到穷尽，此外，突发因素的变化，可能导致油价大幅波动（暴涨或者暴跌），此类情况下，对于油价的判断将产生较大差异，继而对上市公司业绩判断亦会产生重大偏差。
- **下游需求不及预期风险：**炼化下游产品多，产业链较广，我们预测基于整个宏观经济边际复苏，然而宏观经济受影响因素较多，存在一定的经济复苏不及预期风险带来的需求不及预期风险。
- **安全生产及环保风险：**安全生产对于化工企业尤为重要，然而存在不可抗力或其他因素导致的安全生产风险带来公司生产经营风险，甚至停产风险。

## 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

**在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。**

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道5129号陆家嘴滨江中心N1幢

邮编：200120

邮箱：[hfyjs@hfzq.com.cn](mailto:hfyjs@hfzq.com.cn)

