

油气开采

能源央企估值修复逻辑

央企考核指标“净资产收益率”指标的加入是一个重大变化。对于能源央企，我们认为，自上而下市场环境改善、自下而上提升竞争力，能源央企或迎来一轮估值修复。

逻辑一：双碳提升能源价格中枢。我们判断，油价中枢从前些年的约 50-60 美金/桶上升到约 70-80 美金/桶新中枢；中国煤炭价格从前些年的约 500-600 元/吨上升到约 1000 元/吨新中枢，市场对此基本也形成了一致预期。

逻辑二：国内炼化市场格局改善，提升资产稀缺性。《2030 年前碳达峰行动方案的通知》明确要求，到 2025 年，国内原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内。未来 3 年，我们预计国内芳烃产能停滞、烯烃增幅放缓、成品油甚至可能出现产能略微负增。

逻辑三：重视分红回购。分红方面，我们预计几家能源央企（中国石化、中国神华、中国海油、中国石油）未来分红收益率或在 6-10%左右的较好水平。且中国石化（A+H）、中国海洋石油(H)分别有回购和分红行为。

对净资产收益率的考核有望推动能源央企多方面努力提升 ROE，推动估值修复。我们认为，能源央企中，ROE 相对较高的中国海油、中国神华，PB 估值已经修复至 1.5 倍左右，但相比国际石油公司或有一定修复空间。中国石化、中国石油目前 PB 估值仍显著低于 1，这两家公司近年来随着经营环境改善，以及自下而上降本努力、加强重视分红回购，估值有望迎来一轮修复。

风险提示：1) 能源品价格回落的风险；2) 企业自下而上层面，降本增效、提升 ROE 努力效果弱于预期的风险；3) 业绩下滑或分红比例下降，导致分红金额不及预期的风险；4) 文中测算具有一定主观性，仅供参考。

证券研究报告

2023 年 03 月 07 日

投资评级

行业评级

强于大市(首次评级)

上次评级

作者

张樨樨

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517120003

zhangxixi@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《油气开采-行业专题研究:中国石油 2021 年业绩创七年最佳》2022-01-13
- 《油气开采-行业专题研究:原油专题:价格对基本面的反作用开启了吗?》2021-07-10
- 《油气开采-行业专题研究:专题:景气向上游传导,重申石化上游配置价值》2021-06-17

内容目录

逻辑一：双碳提升能源品价格中枢.....	3
逻辑二：国内炼化市场格局改善，双碳提升资产稀缺性.....	4
逻辑三：重视分红回购.....	5
风险因素.....	6

图表目录

图 1：美国原油产量增长情况（单位：百万桶/天）.....	3
图 2：美国 47 家油公司再投资比例下降（CAPEX/经营现金流）.....	3
图 3：全球煤炭产量变化情况（单位：百万桶/天）.....	3
图 4：低卡煤成本曲线，供需趋紧价格向右侧移动.....	3
图 5：国内主要石化产品产能增速预测.....	4
图 6：中国石化分红金额和分红收益率（右轴）.....	5
图 7：中国石油分红金额及分红收益率（右轴）.....	5
图 8：中国海油分红金额和分红收益率（右轴）.....	5
图 9：中国神华分红金额及分红收益率（右轴）.....	5

3月3日，国务院国资委召开会议，对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署。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。“净资产收益率”指标的加入是一个重大变化。

具体到能源央企，我们认为，自上而下市场环境改善、自下而上提升竞争力，能源央企或迎来一轮估值修复。

逻辑一：双碳提升能源品价格中枢

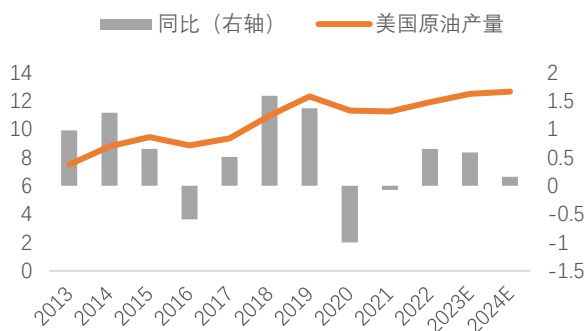
碳中和对投资意愿的抑制，提升油价中枢。国际石油公司都提出了自身的碳中和目标，尤其欧洲公司相对积极。比如壳牌在其2021年能源转型战略中提出，2019年原油产量见顶，此后每年下降1-2pct。

美国方面，页岩油过去十年一直是全球原油供给增长的主要来源，我们认为随着2021年美国重回《巴黎协定》，或带来投资者意愿、政策环境的变化，可能会对页岩油的产量增长构成制约。根据EIA预计美国原油产量增速近两年会维持在50万桶/天左右，虽然还保有一定的增长，但是已经与之前某些年份的100万桶/天以上的年度增长幅度不可比拟。

煤炭价格同样受到碳中和因素的影响中枢抬升。海外方面，根据IEA预测，2022-2025年美国、欧盟、印尼、俄罗斯煤炭产量都将有所下降，全球煤炭供给量将出现净减量。高煤价虽然刺激了一定的维护性资本开支，但是并没有看到绿地项目加速的迹象。然而需求出现反扑，因俄乌战争使得欧洲被迫气改煤拉动煤炭需求。国内方面，尽管国家发改委要求增产保供，但微观上企业的资本开支意愿都不强。

我们判断，油价中枢从前些年的约50-60美金/桶上升到约70-80美金/桶新中枢；中国煤炭价格从前些年的约500-600元/吨上升到约1000元/吨新中枢，市场对此基本也形成了一致预期。

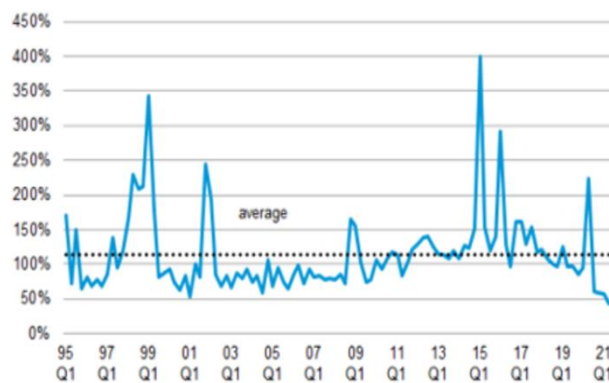
图 1：美国原油产量增长情况（单位：百万桶/天）



资料来源：EIA，天风证券研究所

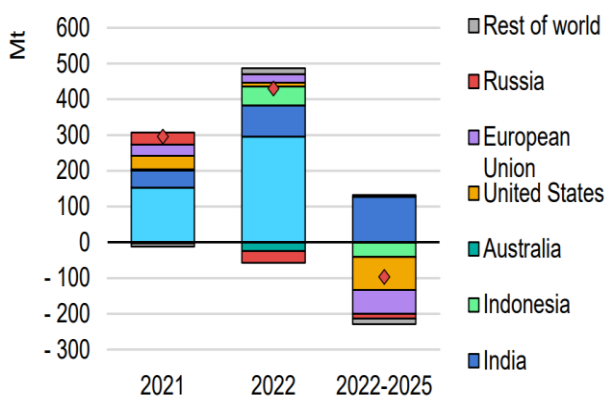
图 3：全球煤炭产量变化情况（单位：百万桶/天）

图 2：美国 47 家油公司再投资比例下降（CAPEX/经营现金流）

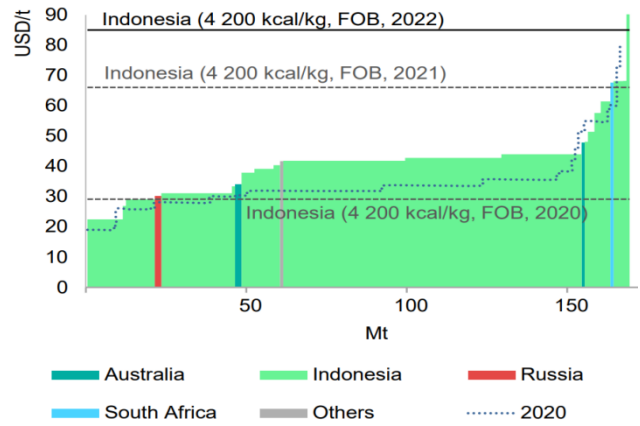


资料来源：EIA，天风证券研究所

图 4：低卡煤成本曲线，供需趋紧价格向右侧移动



资料来源：EIA，天风证券研究所



资料来源：EIA，天风证券研究所

逻辑二：国内炼化市场格局改善，双碳提升资产稀缺性

政策影响下，未来3年，我们预计国内芳烃产能停滞、烯烃增幅放缓、成品油甚至可能出现产能略微负增。

《2030年前碳达峰行动方案的通知》明确要求，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。自2021年以来，国内已经没有审批新的炼油项目，这意味着国内的芳烃PX产能增长将进入停滞期，供给压力将得到明显缓解。

乙烯方面，仍有一定新产能待投放，速度明显放缓。原料用能不纳入能耗双控考核之后，对乙烯项目审批边际放松，乙烯供给压力仍需一段时间才能得到缓解。

成品油方面，考虑到原油加工能力总体不增加的前提下，乙烯新上项目均为油改化，可能导致成品油产能略微负增。随着疫情恢复带来出行需求恢复，成品油供需关系或将趋紧。

图5：国内主要石化产品产能增速预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
乙烯	6%	9%	4%	7%	10%	25%	22%	18%	7%	10%	6%
聚乙烯	2%	6%	5%	7%	5%	13%	24%	6%	7%	3%	—
丙烯	16%	12%	4%	3%	8%	7%	13%	17%	8%	—	—
聚丙烯	6%	13%	9%	4%	9%	17%	11%	19%	20%	8%	—
丙烯酸	9%	-5%	5%	14%	6%	3%	6%	6%	12%	15%	6%
PX	13%	0%	1%	1%	46%	23%	14%	34%	8%	0%	0%
PTA	-5%	5%	10%	5%	9%	12%	4%	13%	17%	7%	6%
涤纶	6%	4%	4%	8%	6%	8%	6%	6%	10%	6%	4%
苯乙烯	2%	6%	17%	7%	3%	2%	26%	20%	19%	22%	—
苯酚	14%	0%	0%	9%	0%	27%	0%	25%	39%	—	—
丙酮	14%	0%	0%	9%	0%	27%	0%	26%	36%	—	—

资料来源：隆众石化等，天风证券研究所

注：“—”表示尚未有充分统计数据

消费税整顿改善成品油市场竞争环境。

国家自2021年开始对消费税问题加强整顿。“自2021年6月12日起，对部分成品油视同石脑油或燃料油征收进口环节消费税。轻循环油、混合芳烃、稀释沥青通常含有较多芳烃或沥青成分，一般不用作燃油。近年来，少数企业大量进口，加工生产为不符合国家标准的燃油，流向非法经营渠道，危害成品油市场公平，存在较大社会安全隐患，造成环境污染。为解决这些问题，国内已将有关产品纳入消费税征收范围。”

对个体企业的查处整顿也明显增强。2022年初，辽宁省税务局对宝来等企业偷逃成品油消费税案件进行查处。

具体而言，我们认为成品油市场整顿或利好中石化、中石油的炼厂和销售板块，对成品油

加工价差和销售终端到价率或有改善。

逻辑三：重视分红回购

分红方面，近年来能源央企加强分红回报。具体油气公司而言，2021 年的分红收益率相较于 2016 年明显提升。2021 年中国海油经营现金流中 56%用于资本开支，40%用于分红，是分红占比最高的一家，主要因为上市 20 周年特别分红，分红收益率达到 7.4%。中国石化 64%用于资本开支，25%用于分红，但是中国石化分红收益率最高，2021 年达到 11.1%。中国石油 78%用于资本开支，仅 12%用于分红，近几年分红金额和分红收益率都在稳步提升，2021 年分红收益率达到 4.6%。

而煤炭公司的经营现金流，用更高比例进行分红（相比油气公司而言）。2021 年，中国神华的现金分红占比最高，占其经营现金流的比例达到 53%，用 25%的现金流进行资本开支，分红收益率达到 11.3%。

分红方面，我们预计几家能源央企（中国石化、中国神华、中国海油、中国石油）未来分红收益率或在 6-10%左右的较好水平。且中国石化（A+H）、中国海洋石油(H)分别有回购和分红行为。

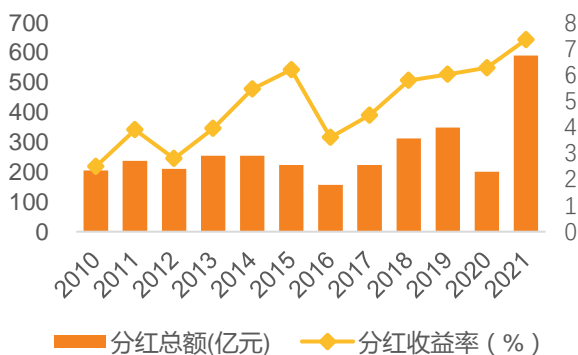
回购股票方面，中国海洋石油（H）已于 2022 年 9 月 13 日开始港股回购，全年共计回购 7069.2 万股，共计 6.94 亿港元，回购均价为 9.82 港元/股。中国石化（A）已完成回购并注销，回购数量 4.423 亿股，回购均价为 4.27 元/股，并于 2022 年 12 月 30 日注销；中国石化（H）于 9 月 21 日开始回购，2022 年总回购 7.325 亿股，共计约 25 亿港元，回购均价约 3.4 港元/股。

图 5：中国石化分红金额和分红收益率（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：中国海油分红金额和分红收益率（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：中国石油分红金额及分红收益率（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：中国神华分红金额及分红收益率（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

结论：能源央企中，ROE 相对较高的中国海油、中国神华，PB 估值已经修复至 1.5 倍左右，

但相比国际石油公司或有一定修复空间。中国石化、中国石油目前 PB 估值仍显著低于 1，这两家公司近年来随着经营环境改善，以及自下而上降本努力、加强重视分红回购，估值有望迎来一轮修复。

风险因素

- 1) 宏观层面：若经济衰退导致需求大幅下降，存在能源品价格回落，导致企业业绩出现下滑的风险；
- 2) 企业自下而上层面：若企业降本增效、提升 ROE 努力效果弱于预期，估值或修复不及预期的风险；
- 3) 企业因不可抗力等因素导致业绩下滑或分红比例下降，导致分红金额不及预期的风险；
- 4) 文中测算具有一定主观性，仅供参考。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com