

低谷期不会持续，国企改革推动估值提升

2023年03月27日

➤ **本次银行危机不同于前两次金融危机，预计油价下行空间有限。**受欧美银行流动性危机的影响，市场对欧美的经济衰退预期加强。然而，本轮周期油价的下跌是源于2022年经济修复叠加俄乌冲突导致油价上行至极度高位，从而当前油价处于回调期间，而非是经济泡沫的破裂，且欧美银行发生危机后，美国政府迅速发布相关的救助计划以保护储户存款资金，欧洲也出台了一系列加强监管的措施以切断金融性风险。目前来看，美联储已经表露出放缓加息的态度，后续风险敞口持续加大的可能性较小，市场恐慌情绪最终将回归理性。

➤ **原油增量达到瓶颈，基本面长期向好。供给方面，**主要增产国之一的美国产量已达到瓶颈，存量产量自2022年下半年以来基本维持在1190-1230万桶/日的水平，增量方面，低资本开支意愿导致原油钻机数量呈下降趋势，主要矿区二叠纪盆地新井的单井产量也表现出下滑；俄罗斯则将在3月主动减产50万桶/日，并且维持该产量至6月；OPEC成员国沙特和伊朗复交短期难以改变伊朗受美国制裁的局面，目前，我们认为OPEC共同托底油价、保证油价高位维稳的可能性更高，因此，OPEC方面不会轻易提高原油产量。**需求方面，**中国经济目前已表现出复苏态势，且降准有望进一步刺激需求释放；美国的汽油消费正在快速上升，随着出行旺季即将到来，我们预计油价低谷期不会维持太久，油价有望重启上行通道。

➤ **国央企改革持续推进，“三桶油”投资机会到来。**从“三桶油”过去的财务表现来看，受油价的影响，公司的利润总额增速波动较大，除了中海油以外，中石油和中石化的营业现金比率较低，抗风险能力有待进一步强化，但公司的资产负债率均维持在较低水平，资产质量较为优秀。随着国企改革从“两利四率”转变为“一利五率”，“三桶油”的资产质量有望更进一步，且在中国特色估值体系的催化下，其估值水平也具备大幅上修的空间，若对比国外石油公司的PB水平，“三桶油”的A股市值至少有50%-100%的提升空间，而“三桶油”的H股市值则具备100-200%的提升空间。

➤ **投资建议：**上游原油行业资本开支长期低迷，供给方面增量有限，对油价形成支撑；且当前国家大力推动国企改革深化、推动中国特色估值体系的完善。我们认为，无论是从行业角度还是从政策导向来看，“三桶油”的估值都将得到重塑，推荐中国海油、中国石油、中国石化。

➤ **风险提示：**地缘政治风险，美国放松对伊朗的制裁导致供给激增的风险，全球经济衰退导致需求下行的风险，油气价格大幅波动的风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600938	中国海油	16.47	1.48	2.97	2.19	11	6	8	推荐
601857	中国石油	5.58	0.50	0.82	0.62	11	7	9	推荐
600028	中国石化	5.35	0.59	0.55	0.51	9	10	10	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为2023年3月27日收盘价，中国石化2022年数据为实际EPS)

推荐

维持评级



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

研究助理 王姗姗

执业证书：S0100122070013

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

相关研究

- 石化周报：供给支撑坚挺，出行旺季即将到来-2023/03/25
- 石化周报：市场短暂低谷，静待理性回归-2023/03/19
- 石化周报：多空因素致油价波动，供需基本面仍无忧-2023/03/12
- 石化周报：三大石油央企有望迎来估值重塑-2023/03/05
- 石化周报：多因素制衡，油价短期暂稳-2023/02/26

目录

1 金融风险发酵，预期担忧致油价下滑	3
2 基本面长期向好，低谷期不会持续	4
3 国企改革持续推进，“三桶油”投资机会到来	9
3.1 国有企业资产优质，新考核形式进一步推动高质发展	9
3.2 高分红+高股息，稳盈利+提估值	11
4 投资建议	13
5 风险提示	14
插图目录	15
表格目录	15

1 金融风险发酵，预期担忧致油价下滑

欧美银行危机蔓延致油价下跌，当前市场已逐步回归理性。受美国硅谷银行和签名银行关闭的影响，市场对美国的经济衰退预期加强，同时，全球大型银行瑞士信贷近期被曝出财务报告内控存在重大缺陷，外加其现有大股东——沙特国家银行表示不会向瑞信提供进一步流动性资金支持，从而市场恐慌情绪的蔓延导致 3 月 17 日当周的布伦特原油现货价跌幅为 12.28%。然而，在欧美政府的积极介入下，油价理性回暖，截至 3 月 24 日当周，布伦特原油现货价以 1.56% 的周涨幅回升至 73.44 美元/桶的价格。

不同于前两次金融危机导致的油价下跌，本轮油价下行空间有限。对比前两次金融危机导致油价下行的背景来看：

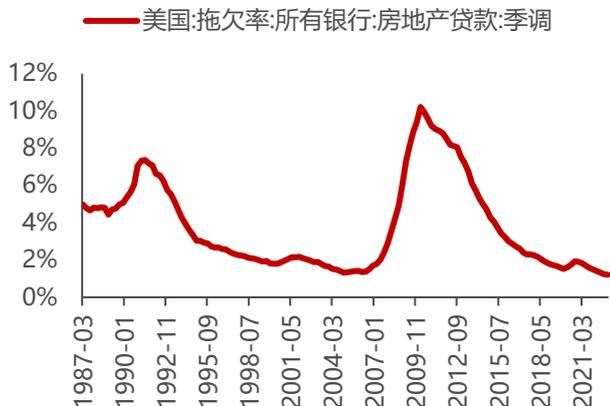
1) 1997 年之前，东南亚国家经济高速增长，东南亚的股市和房地产中的热钱催化了泡沫的产生，在该阶段中，日本是东南亚市场的主要出口国家，因此，随着日本经济泡沫的破裂，银行业的不良贷款等问题逐步暴露，日元贬值，东南亚其他新兴经济体经常账户出现巨额逆差，从而货币存在投机机会，最终导致亚洲的金融体系崩溃，经济和需求出现下行。

2) 2008 年之前，在美国持续性的经济扩张背景下，美联储不断降息，刺激了人们的购房热情，而后资本介入房地产市场，加大了地产市场的杠杆和泡沫，随着房贷违约和拖欠现象逐渐显现，房地产的业绩不及市场预期，美国的雷曼兄弟也面临挤兑，从而危机蔓延向全球。

3) 2021 年以来，全球处于疫后修复阶段，油价的上涨是来源于 GDP 的稳步上行，即实体需求的复苏，2022 年价格的快速上行也是在地缘冲突影响下，市场对于原油供给产生了较大担忧，因为油价的波动实际是来源于供需基本面的预期和实际变化，而非泡沫经济和房地产等投机需求。此外，在经历了之前的金融危机，本次欧美银行出现信贷风险后，美国政府迅速发布相关的救助计划以保护硅谷银行和签名银行的存款资金，欧洲也出台了一系列加强监管的措施以切断金融性风险。截至当前，瑞银已经宣布，将以 30 亿瑞郎（约合 32 亿美元）的价格收购瑞士信贷，且瑞士央行称，将提供大量流动性援助，支持瑞银收购瑞士信贷。

银行“爆雷”的根源在于欧美快速加息，金融机构无法迅速调整资产负债表，从而出现久期和流动性的错配。目前来看，一方面，欧美均在积极解决流动性问题以缓解全球的资金压力，3 月 20 日，加拿大央行、英国央行、日本央行、欧洲央行、美联储和瑞士央行宣布，通过常设美元流动性互换额度增加流动性供应，从当日开始，提供美元操作的央行已同意将 7 天到期操作的频率从每周增加到每天，并将至少持续到 4 月底；另一方面，美联储已经表露出放缓加息的态度，后续风险敞口持续加大的可能性较小，市场恐慌情绪最终将回归理性。

图1：2008年金融危机之前美国房贷拖欠率迅速上升



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：1997年日本房地产业GDP增速居于高位



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：欧盟当前房地产GDP增速处于合理区间



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：本轮油价下行区别于前两次金融危机所致的油价下跌

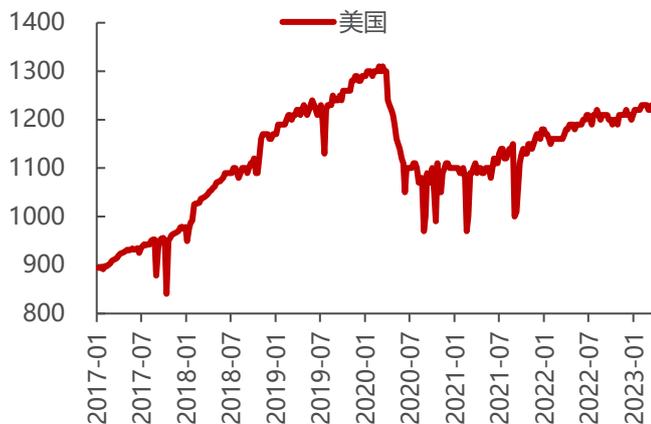


资料来源：wind，民生证券研究院

2 基本面长期向好，低谷期不会持续

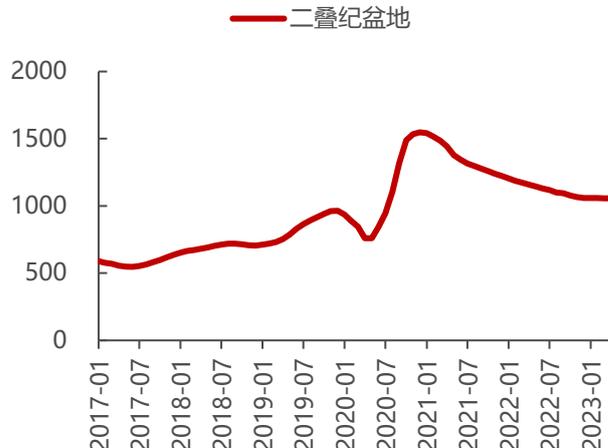
美国原油产量达到瓶颈，资本开支投入不足。截至2023年3月17日，美国原油产量为1230万桶/日，且自2022年下半年以来基本维持在1190-1230万桶/日的区间内，低于疫前高点，因此，我们预计目前美国原油产量已经达到瓶颈。同时，美国原油矿藏丰富、成本较低的二叠纪盆地目前的单井产量在快速下滑，当前的DUC库存井已经消耗到低位水平，低资本开支意愿导致钻机数量恢复缓慢、且目前也呈现出下降的趋势，因此，我们预计，美国原油后续提产动力不足、提产空间有限。

图5：美国原油产量达到瓶颈（万桶/日）



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：美国新井单井产量逐月下滑（桶/日）



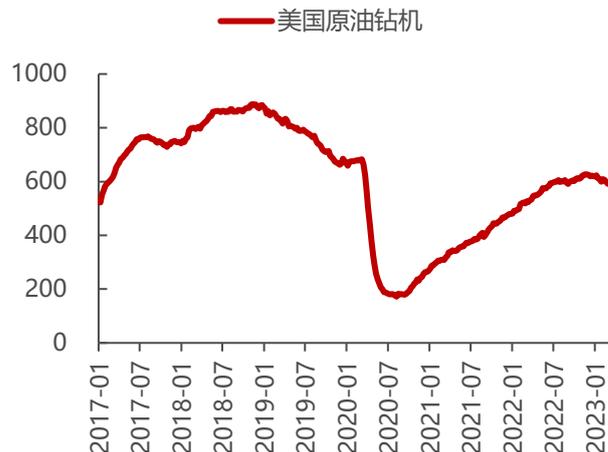
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：美国 DUC 井储备数量位于低位（口）



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：美国原油钻机数量开始呈现下降趋势（部）



资料来源：wind，民生证券研究院

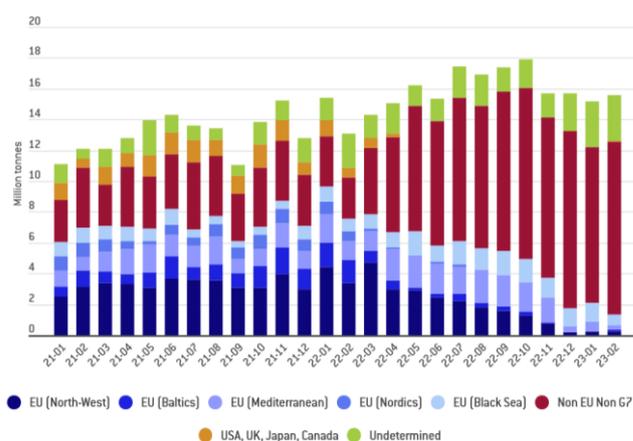
俄罗斯主动减产 50 万桶/日至 6 月底。Bruegel 数据表明，因对欧盟的原油出口下滑，俄罗斯海运和管道出口原油量都在 2022 年 11 月左右出现了明显下降。然而，俄罗斯能源局的原油产量数据显示，市场预期的俄罗斯原油产量大幅下滑并没有如期出现，而是仍然保持在高位，考虑到俄罗斯内需有限、且经济没有出现明显增长，因此预计这部分产量并非是供给国内需求。2023 年 2 月初大宗商品贸易公司 Trafigura 的石油交易联席主管表示，目前约有 400 艘原油船已从主流贸易“转向”俄罗斯业务；而在成品油船领域，大约有 200 艘成品油船在从事俄罗斯贸易；同时，劳氏日报 2 月数据表明，运输俄罗斯油品的船舶中，希腊船东船舶占比 31%，俄罗斯船东船舶占比 15%，影子船队占比 48%。因此，我们预计，原来对欧盟的一部分出口转化为了通过影子船队的出口，从而俄罗斯产量仍居高位。然而，俄罗斯副总理于 3 月 21 日表示，俄罗斯当前产量已经接近 3 月减产 50 万桶/日的承诺，且这一产量水平将保持到 6 月底，我们预计，来源于俄罗斯的主动减产将有望表现在产量数据和全球的供需基本面中。

图9：俄罗斯原油日产量超预期维持在较高水平



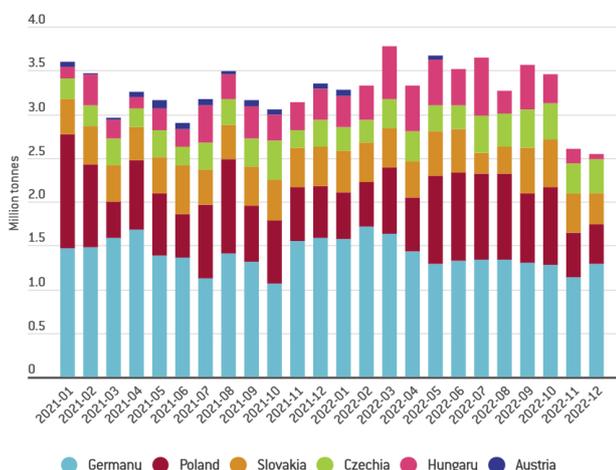
资料来源：Datayes!, 民生证券研究院

图10：俄罗斯海运出口下滑



资料来源：Bruegel, 民生证券研究院

图11：俄罗斯管道出口下滑



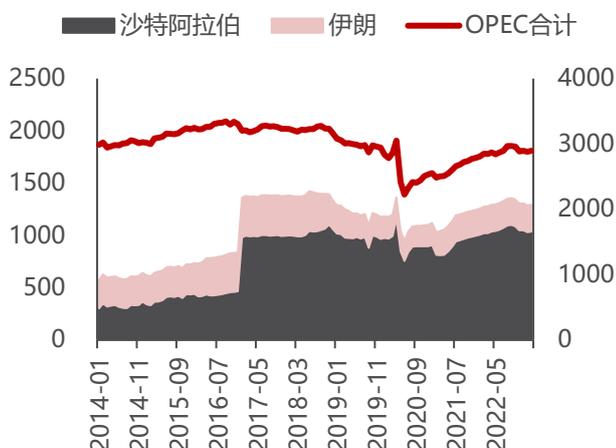
资料来源：Bruegel, 民生证券研究院

图12：俄罗斯经济没有出现明显增长，内需不足

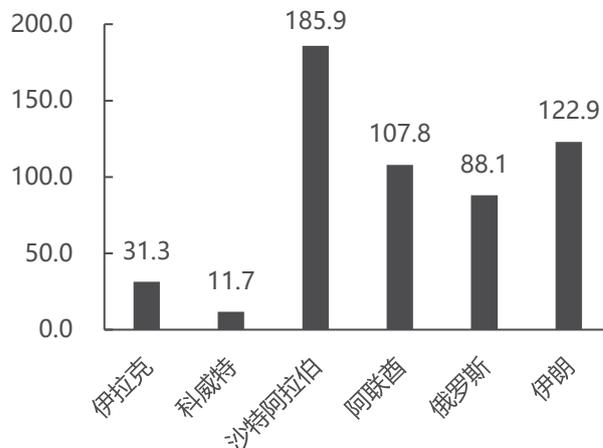


资料来源：wind, 民生证券研究院

沙伊复交有望提升 OPEC 话语权，中短期共同托底油价的可能性更高。自 2020 年下半年以来，随着疫情影响逐渐减弱，沙特阿拉伯逐渐提高自身产量，由于 2022 年俄乌冲突导致油价快速上行，市场担忧需求疲软，沙特从 2022 年 9 月开始积极减产，而伊朗则因为部分产能受限，产量基本比较稳定。2023 年 2 月，沙特原油产量为 1036.1 万桶/日和 257.1 万桶/日，在 OPEC 产量中分别占比 35.8% 和 8.9%，且在 OPEC 和 OPEC+ 成员国中，闲置产能超过 10 万桶/日的国家只有沙特阿拉伯、阿联酋、俄罗斯、伊朗、伊拉克、科威特，因此来看，整个 OPEC 可释放的闲置产能非常有限，叠加美国目前还没有对伊核协议有所放松，中短期内伊朗的产量无法实现快速提升，且以沙特为代表的 OPEC 国家挺价意愿较强，其诉求更多是将油价稳定于高位，因此，我们预计沙伊复交将有望巩固 OPEC 的合作、提升 OPEC 在石油市场的话语权，从而托底油价的可能性更高。

图13: 沙特和伊朗的原油产量占 OPEC 的 44.7% (万桶/日)


资料来源: wind, 民生证券研究院

图14: 2 月份 OPEC+ 成员国中闲置产能超过 10 万桶/日的国家 (万桶/日)


资料来源: OPEC, IEA, 民生证券研究院

中国需求和国际航空煤油需求有望复苏。2023年1、2月国内工业增加值环比分别增长0.26%和0.12%，但从同比增速来看，工业增加值同比分别变化-9.79%、18.77%，1月受疫情停工影响，需求恢复略差，2月工业经济修复明显。2023年1-2月固定资产投资累计同比增速为5.5%，较2022年1-12月的增速上升0.4个百分点，且基建投资延续高增长、房地产开发投资降幅收窄，表现出国内经济的稳步复苏。此外，年初国际航班的放开已经使得国际航旅表现出强劲的复苏态势，近期国际航班架次稳步提高，5-10月的出行季有望再次拉动航空煤油对原油的需求；且3月17日央行发布将于3月27日开始下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，释放了我国稳经济的强烈决心。

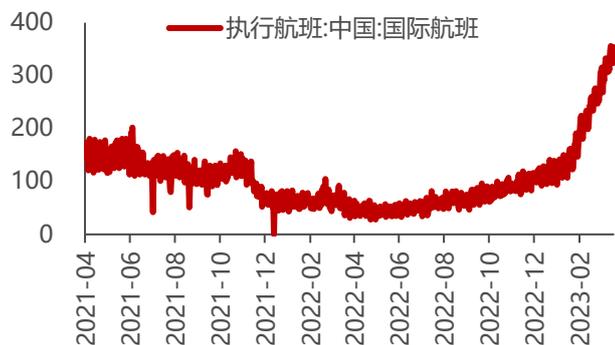
图15: 2 月工业增加值同比增长 18.77%


资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 2023 年 1-2 月固定资产投资累计同比为 5.5%

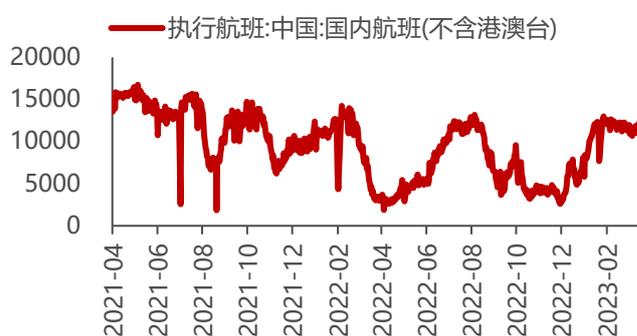

资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 国际航班数量快速提升 (架次)



资料来源: wind, 民生证券研究院

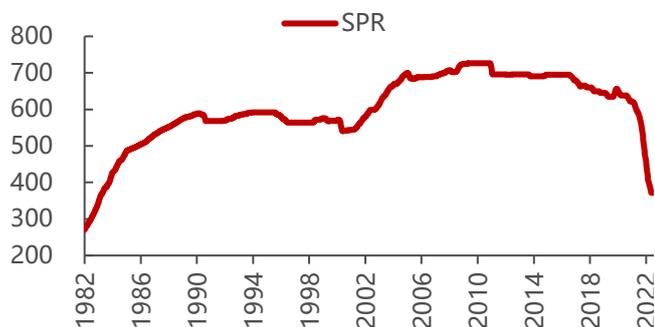
图18: 国内航班数量环比提升 (架次)



资料来源: wind, 民生证券研究院

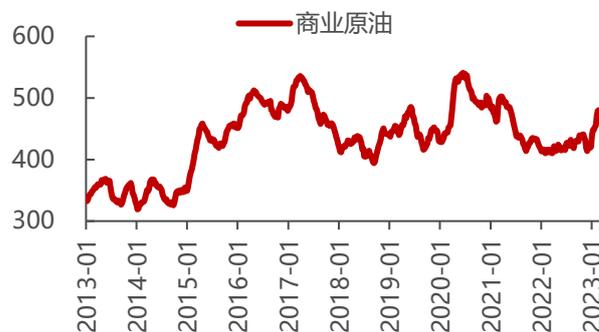
美国 SPR 处于极低位, 且北美出行旺季即将到来。 尽管美国延迟了回补战略储备计划, 但目前美国的原油战略储备库存仅为 371.58 百万桶, 已经下降至 1984 年的水平, 库存的持续释放非常紧张。商业原油库存方面, 虽然近期有所回升, 但对比前几年的库存情况其实是在合理区间内的, 且在淡季影响下, 库存累计速度较快, 然而, 目前汽油库存已经出现下滑趋势, 我们预计, 石油消费量也将迎来出行季的催化逐步向上。

图19: 美国战略原油储备位于极低点 (百万桶)



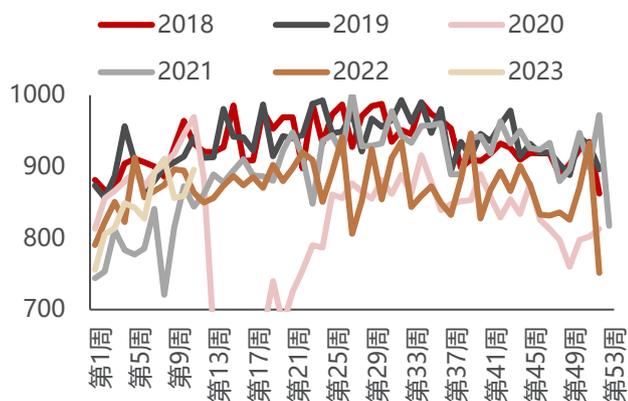
资料来源: EIA, 民生证券研究院

图20: 美国商业原油库存近期回升 (百万桶)



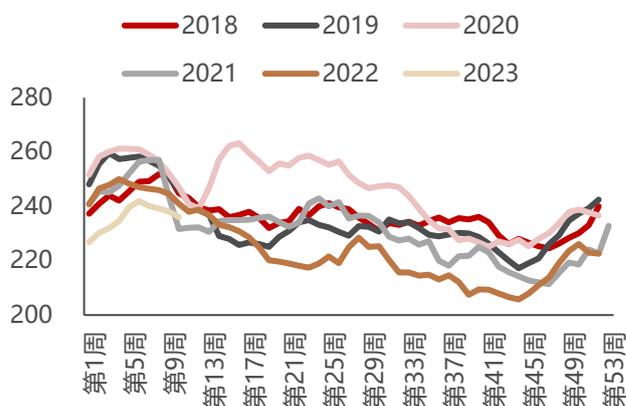
资料来源: EIA, 民生证券研究院

图21: 美国汽油消费量在 5-10 月是消费旺季 (万桶/天)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图22: 美国车用汽油库存表现出明显的周期性 (百万桶)



资料来源: wind, 民生证券研究院

3 国企改革持续推进，“三桶油”投资机会到来

3.1 国有企业资产优质，新考核形式进一步推动高质发展

“两利四率”考核转变为“一利五率”，资产质量将更进一步。1月，国资委对国人在经营指标体系层面的考核由“两利四率”调整为“一利五率”，在目标定位层面则由“两增一控三提高”优化为“一增一稳四提升”。在从“两利四率”到“一利五率”的转变中，对ROE指标的突出强调体现了国资委作为出资人对国有企业资本回报质量的要求，有利于引导国有企业提高资产利用效率与净资产创收效率；营业现金比率与ROE的结合，有利于推动国有企业在关注账面利润基础上，更加关注现金流的稳定与投资能力的可持续。

图23：“两利四率”考核转变为“一利五率”

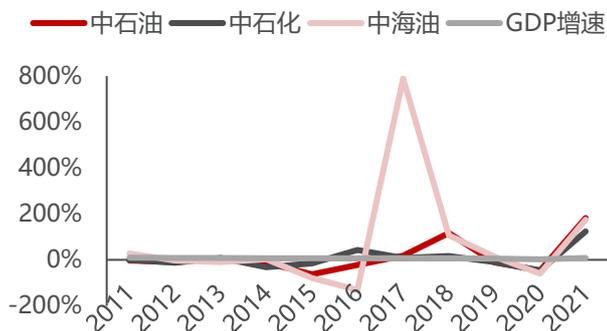


资料来源：国资委官网，民生证券研究院

从利润总额增速来看，由于外部形势复杂严峻，国际油价波动剧烈，因此“三桶油”的利润总额增速变动幅度较大。2021年，得益于国际油价上升，中石油、中石化、中海油利润总额增速分别为182.14%、123.67%、174.50%，远高于2021年的GDP增速8.40%；反观油价波动比较小的年份，上市公司的利润增长水平相对较低。然而，随着近年来国有企业考核维度与深度的持续优化，“三桶油”的成长性和抗风险能力有望进一步提升，且在当前原油供需相对紧张背景下，油价有望高位维稳，难以出现深跌，从而“三桶油”后续的利润总额增速有望保持在较为理想的水平。

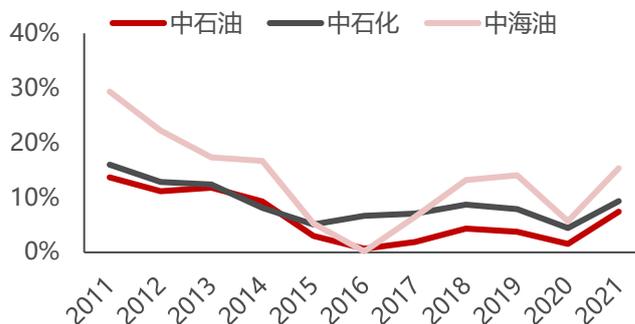
“三桶油”持续降本增效，2021年中石油、中石化、中海油ROE分别提升至7.43%、9.38%、15.38%。过去十年，“三桶油”的ROE经历了从高位下滑而后低位震荡的过程，随着国企改革首次使用ROE代替净利润增速，“三桶油”作为头部能源国企，将提高分红回购重视程度，结合考核框架为ROE提升积蓄动能，进而从多角度推动估值修复。

图24：“三桶油”利润总额增速变动幅度较大



资料来源：wind，民生证券研究院

图25：2021年“三桶油”净资产收益率提升

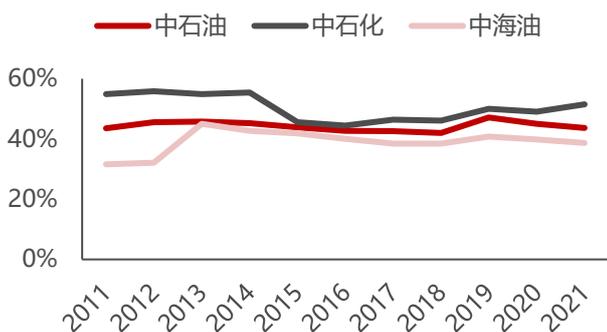


资料来源：wind，民生证券研究院

“三桶油”资产负债率保持稳定。过去十年，“三桶油”里中石化资产负债率最高，但仍低于此次改革要求的65%的水平。在国资委对负债率管控坚持“有保有压，总体稳定”原则的框架下，以及“三桶油”本身负债率较低、风险可控的背景下，我们预计，其融资渠道将更加多元，同时，若资产负债率出现可控范围内的上行，公司对于盈利能力的要求或将进一步提升。

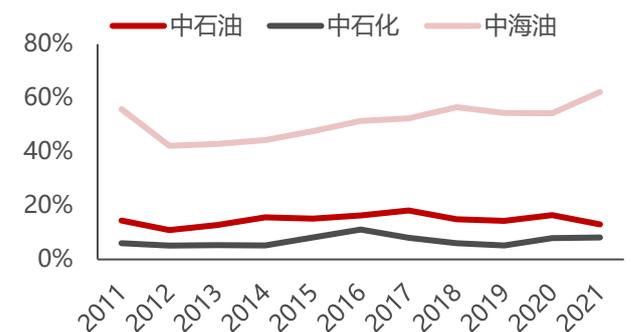
2021年中海油营业现金比率62.25%，兼顾收入质量与抗风险能力；相比之下中石油营业现金比率不足20%，中石化营业现金比率不足10%，边际修复空间较大。本次国企改革增加了对现金流的考核，我们预计中石油与中石化将进一步优化财务结构，重点关注现金流的安全稳定，并在考核标准的助推下持续提升营业现金比率。

图26：“三桶油”资产负债率保持相对稳定



资料来源：wind，民生证券研究院

图27：2021年中海油营业现金比率高达62.25%



资料来源：wind，民生证券研究院

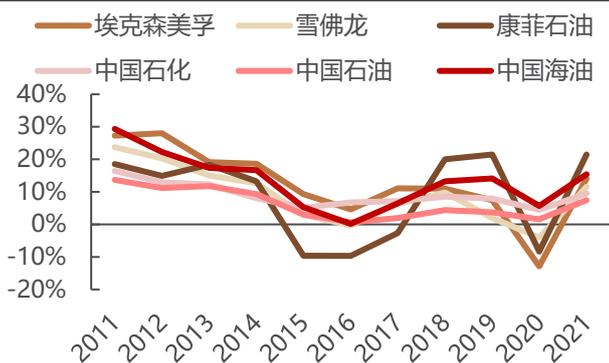
随着国有企业改革持续深化与中国特色估值体系的催化，“三桶油”估值水平有望得到改善。2022年11月，证监会主席易会满在2022金融街论坛年会上首次提出探索建立具有中国特色的估值体系，对于国有上市公司，一方面要“练好内功”，加强专业化战略性整合，提升核心竞争力；另一方面，要进一步强化公众公司意识，主动加强投资者关系管理；2023年初，证监会系统工作会议针对“建设中国特色现代资本市场”再次提出要推动提升估值定价科学性有效性；2023年3月，国资委对国有企业对标世界一流企业价值创造行动进行动员部署，强调国企要

突出效益效率，加快转变发展方式。目前，A股国企普遍呈现出估值长期偏低的状态，随着国有企业改革持续深化与中国特色估值体系的催化，资本市场对于“三桶油”的关注度和对其业绩的认可度有望提高，估值有望迎来上修。

3.2 高分红+高股息，稳盈利+提估值

攻守兼备+高股息率，国内石油公司受到低估。对比国内外头部油气开采公司的经营效益：1) 在油价高位的时候，国外石油公司的业绩弹性更大，ROE水平略高；但在油价回落时，国内石油公司基本都能维持正的ROE，抗风险能力非常强劲。2) 国内石油公司的股息率明显高于国外公司，截至2023年3月17日，中国石化、中国石油、中国海油2021年的股息率分别为8.27%、3.89%、5.76%；港股股息率分别为11.56%、6.22%、12.76%。然而，从PE来看，国外石油公司的估值明显高于国内石油公司，国内石油公司的估值显著受到了低估。

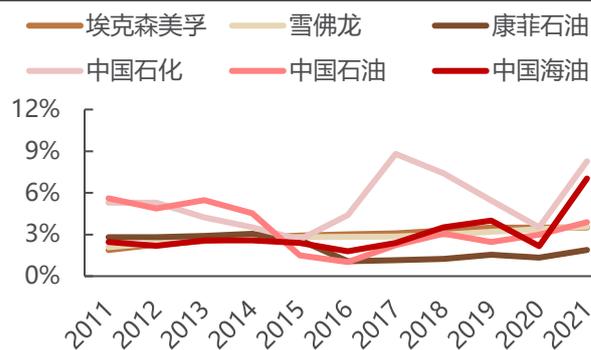
图28：国内外上游公司的ROE对比



资料来源：wind，民生证券研究院

注：红色系为国内公司，黄色系为国外公司

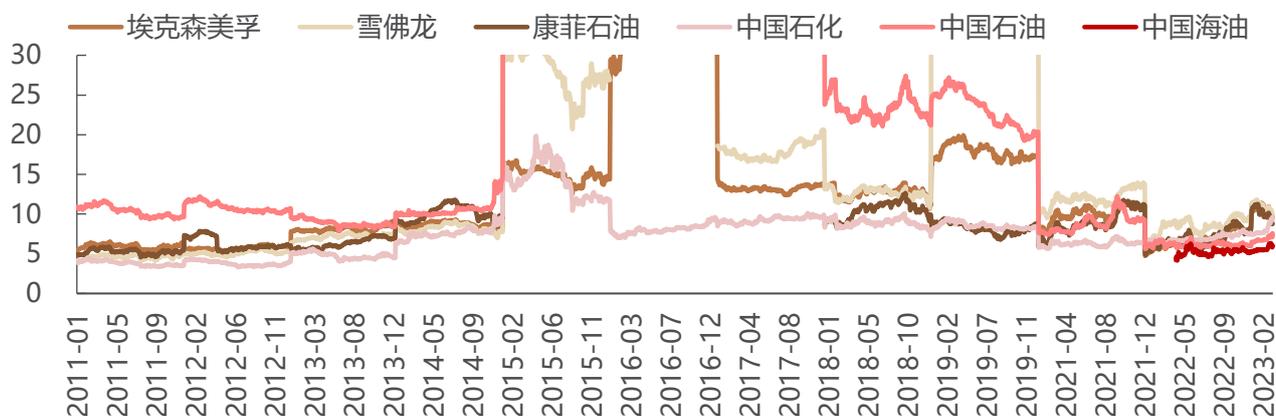
图29：国内外上游公司的股息率对比



资料来源：wind，民生证券研究院

注：1) 红色系为国内公司，黄色系为国外公司；2) 股价为2023年3月17日收盘价；3) 中国海油2022年上市，因此股息率按照港股股息转换为人民币计算

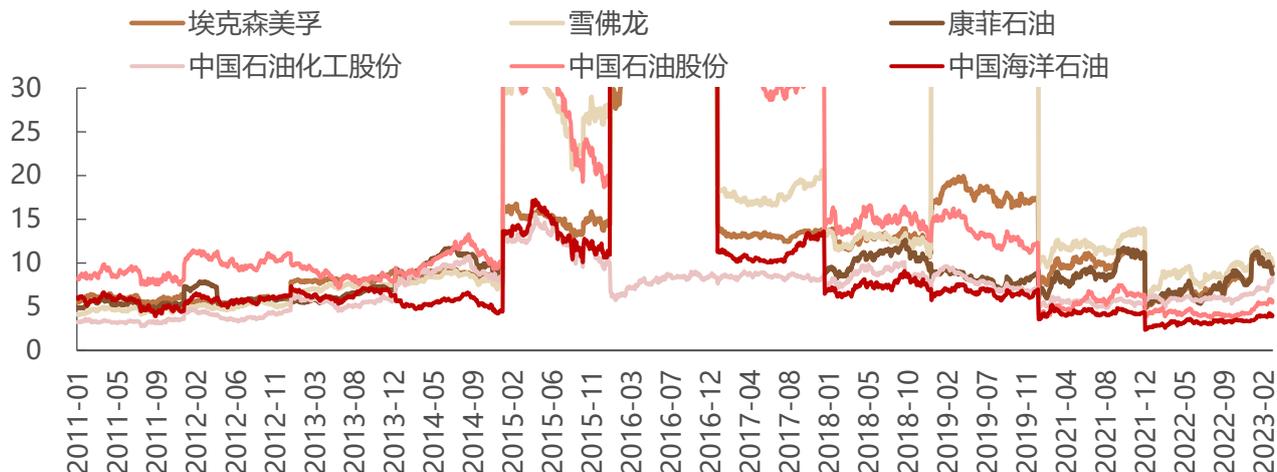
图30：国外石油公司和“三桶油”A股标的的PE对比



资料来源：Bloomberg，wind，民生证券研究院

注：1) 红色系为国内公司，黄色系为国外公司；2) PE的计算采用当年股价除以当年EPS，2023年EPS为Bloomberg和wind的一致预测

图31: 国外石油公司和“三桶油”H股标的的PE对比



资料来源: Bloomberg, wind, 民生证券研究院

注: 1) 红色系为国内公司, 黄色系为国外公司; 2) PB 的计算采用当年股价除以当年 EPS, 2023 年 EPS 为 Bloomberg 和 wind 的一致预测

稀缺资产属性凸显, 叠加中特估值体系催化, 板块有望迎来价值重塑。从 PB 来看, 随着原油产量增长受限, 油气资产的稀缺性逐渐凸显, 2021 年以来, 国外石油公司的 PB 显著提升, 然而, 国内石油公司无论是 A 股还是 H 股, 其 PB 估值都未能得到明显提升, 甚至有下滑趋势, 且相比国外公司的 PB 水平不到一半, 无论是纵向的时间对比还是横向的区域对比, 国内石油公司的估值都被严重低估。我们认为, 需求的持续增长和资本开支的长期低意愿, 将导致板块长期景气度向好, 且国内上游能源公司具有高股息率和较强的抗风险能力; 外加在国企改革的推动下, 国企资产将持续优化, 中国特色估值体系也将助推上市国企提升市值管理的重视度, 从而, 整个板块的估值存在大幅上行空间。

图32: 国外石油公司和“三桶油”A股标的的PB对比



资料来源: Bloomberg, wind, 民生证券研究院

注: 1) 红色系为国内公司, 黄色系为国外公司; 2) PB 的计算采用当年股价除以当年 BPS, 2023 年 BPS 为 Bloomberg 和 wind 的一致预测

图33: 国外石油公司和“三桶油”H股标的的PB对比



资料来源: Bloomberg, wind, 民生证券研究院

注: 1) 红色系为国内公司, 黄色系为国外公司; 2) PB 的计算采用当年股价除以当年 BPS, 2023 年 BPS 为 Bloomberg 和 wind 的一致预测

4 投资建议

上游原油行业资本开支长期低迷, 供给方面增量有限, 对油价形成支撑; 且当前国家大力推动国企改革深化、推动中国特色估值体系的完善。我们认为, 无论是从行业角度还是从政策导向来看, “三桶油”的估值都将得到重塑, 推荐中国海油、中国石油、中国石化。

表1: 石化行业重点关注个股

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600938.SH	中国海油	16.47	1.48	2.97	2.19	11	6	8	推荐
601857.SH	中国石油	5.58	0.50	0.82	0.62	11	7	9	推荐
600028.SH	中国石化	5.35	0.59	0.55	0.51	9	10	10	推荐

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

注: 股价为 2023 年 3 月 27 日收盘价, 中国石化 2022 年数据为实际 EPS

5 风险提示

1) 地缘政治风险。地缘政治的发生可能会影响原油供给国的出口或原油需求国的进口，从而影响到全球的供需局面，并可能造成油价的大幅波动。

2) 美国放松对伊朗的制裁导致供给激增的风险。因伊朗受到美国制裁，伊朗存在大量闲置产能无法释放，若伊核协议达成新的进展，则伊朗可能会增加原油产量和出口，从而增加全球的原油供给，对供需平衡造成冲击。

3) 全球经济衰退导致需求下行的风险。油气开采下游的炼化产品所应用的领域包含化肥、饲料、纺织、医药、房地产、工程塑料等多个行业，和民生领域息息相关，因此若经济衰退，宏观需求下行，原油需求将面临下降。

4) 油气价格大幅波动的风险。行业内以油气开采为主营业务的公司，其业绩与国际市场上的原油和天然气的价格挂钩，若油气价格出现大幅波动，公司的业绩可能会受到较大影响。

插图目录

图 1: 2008 年金融危机之前美国房贷拖欠率迅速上升	4
图 2: 1997 年日本房地产业 GDP 增速居于高位	4
图 3: 欧盟当前房地产 GDP 增速处于合理区间	4
图 4: 本轮油价下行区别于前两次金融危机所致的油价下跌	4
图 5: 美国原油产量达到瓶颈 (万桶/日)	5
图 6: 美国新井单井产量逐月下滑 (桶/日)	5
图 7: 美国 DUC 井储备数量位于低位 (口)	5
图 8: 美国原油钻机数量开始呈现下降趋势 (部)	5
图 9: 俄罗斯原油日产量超预期维持在较高水平	6
图 10: 俄罗斯海运出口下滑	6
图 11: 俄罗斯管道出口下滑	6
图 12: 俄罗斯经济没有出现明显增长, 内需不足	6
图 13: 沙特和伊朗的原油产量占 OPEC 的 44.7% (万桶/日)	7
图 14: 2 月份 OPEC+ 成员国中闲置产能超过 10 万桶/日的国家 (万桶/日)	7
图 15: 2 月工业增加值同比增长 18.77%	7
图 16: 2023 年 1-2 月固定资产投资累计同比为 5.5%	7
图 17: 国际航班数量快速提升 (架次)	8
图 18: 国内航班数量环比提升 (架次)	8
图 19: 美国战略原油储备位于极低水平 (百万桶)	8
图 20: 美国商业原油库存近期回升 (百万桶)	8
图 21: 美国汽油消费量在 5-10 月是消费旺季 (万桶/天)	8
图 22: 美国车用汽油库存表现出明显的周期性 (百万桶)	8
图 23: “两利四率”考核转变为“一利五率”	9
图 24: “三桶油”利润总额增速变动幅度较大	10
图 25: 2021 年“三桶油”净资产收益率提升	10
图 26: “三桶油”资产负债率保持相对稳定	10
图 27: 2021 年中海油营业现金比率高达 62.25%	10
图 28: 国内外上游公司的 ROE 对比	11
图 29: 国内外上游公司的股息率对比	11
图 30: 国外石油公司和“三桶油”A 股标的的 PE 对比	11
图 31: 国外石油公司和“三桶油”H 股标的的 PE 对比	12
图 32: 国外石油公司和“三桶油”A 股标的的 PB 对比	12
图 33: 国外石油公司和“三桶油”H 股标的的 PB 对比	13

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 石化行业重点关注个股	13

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026