

央企重估正当时，三桶油乘风而起

能源化工首席证券分析师：陈淑娴，CFA

执业证书编号：S0600523020004

联系邮箱：chensx@dwzq.com.cn

2023年04月09日

- **三桶油财务分析对比：**1) **油价与业绩关系：**中石油、中石化分别在Brent油价100美元/桶、80美元/桶附近盈利能力最好，中海油盈利能力与油价近乎正相关。2) **财务比率：**三桶油近两年ROE水平整体提升，资产负债率水平保持稳定。3) **现金流：**随着国资委对央企现金流考核的重视，预计未来现金流质量将得到改善。4) **资本开支：**中石油资本开支最多，其次为中石化、中海油。5) **资本投入业务占比：**中石油在勘探与生产的投入占比高，中石化各业务投入相对比较平衡，中海油则将更多的资本投入到上游的开发中。
- **三桶油业务分析对比：**1) **营业收入：**中石油一半的营业收入来源于油气销售，中石化的营业收入来源的比例相对均衡且稳定，中海油营业收入以原油为主。2) **毛利率：**中石油、中石化整体毛利率稳定，中海油油气毛利率近三年呈上升趋势。3) **上游业务情况：**三桶油积极响应国家“增储上产”的政策号召，自2019年之后，三桶油原油储量稳步提升；三桶油天然气储量基本稳定；中石油原油产量较为稳定，中海油原油产量提升，中石化原油产量略有下降；三桶油的天然气产量稳定上升。4) **下游业务情况：**中石化的原油加工量规模大，当前保持在2-2.5亿，中石油原油加工量同样呈上升趋势；中石油和中石化的成品油以柴油、汽油产量居多，煤油产量最少。5) **终端业务情况：**中石化、中石油的加油站数量分别是我国的第一位和第二位，规模优势显著。
- **估值情况：**1) **PB水平：**截至2023年4月7日，三桶油H股PB低于A股PB，其中中石油A+H、中石化A+H、中海油H的PB小于1，中海油A股的PB大于1。2) **PE水平：**截至2023年4月7日，三桶油H股PE低于A股PE，其中中石油A+H股、中海油H股PE位于2018年以来10%相对分位数以下。3) **敏感性分析：**根据我们测算，中石油、中石化2023年的归母净利润与油价的关系呈倒U型，中海油的归母净利润随着油价升高而增加。
- **投资建议：**随着国资委对央企的逐渐重视，预计三桶油未来现金流、资产质量以及ROE水平都将得到改善，央企估值具备修复空间。三桶油是国内头部的油气公司，拥有巨大的油气储量规模，有突出的勘探开发开采、炼油、化工和销售能力，具有显著的资源 and 规模优势，且公司抗风险能力强，建议重点关注中国海油/中国海洋石油（600938.SH/0883.HK）、中国石油/中国石油股份（601857.SH/0857.HK）、中国石化/中国石油化工股份（600028.SH/0386.HK）。
- **风险提示：**地缘政治风险；宏观经济波动风险；成品油需求复苏不及预期。



■ 财务分析

■ 业务分析

■ 盈利预测、估值、分红与回购

■ 风险提示

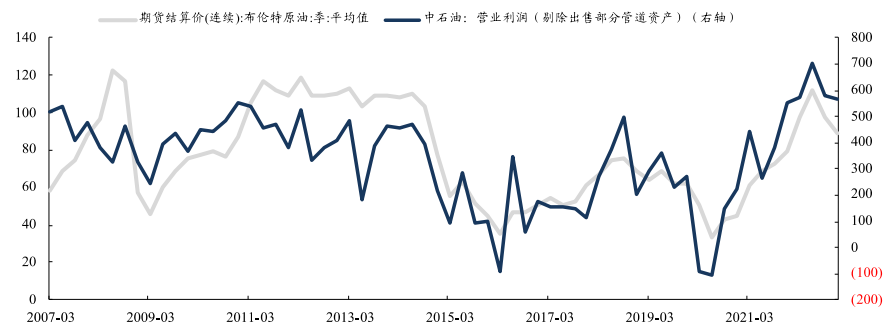
第一章 财务分析

- 1.1 油价和业绩对比
- 1.2 盈利能力
- 1.3 净利率、ROE、资产负债率
- 1.4 现金流水平
- 1.5 资本开支

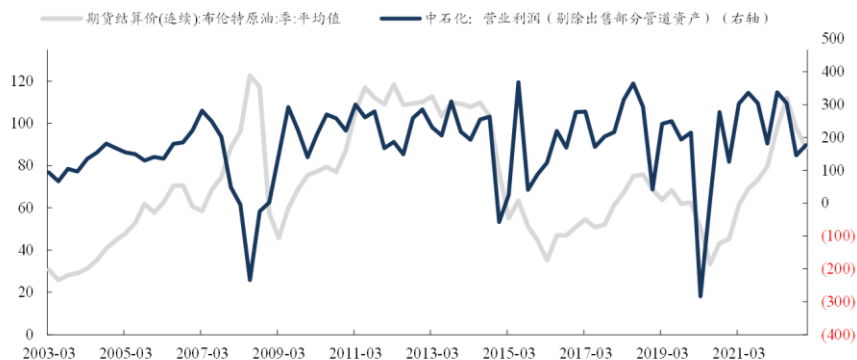
1.1 油价和业绩对比

- 中石油和中海油的营业利润随油价波动。
- 中石化业绩更稳定，受油价波动影响较小。

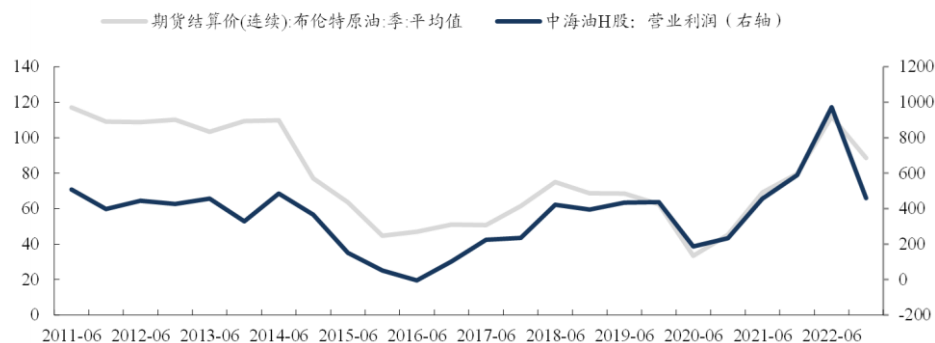
中石油季度营业利润与Brent油价变化情况（亿元，美元/桶）



中石化季度营业利润与Brent油价变化情况（亿元，美元/桶）



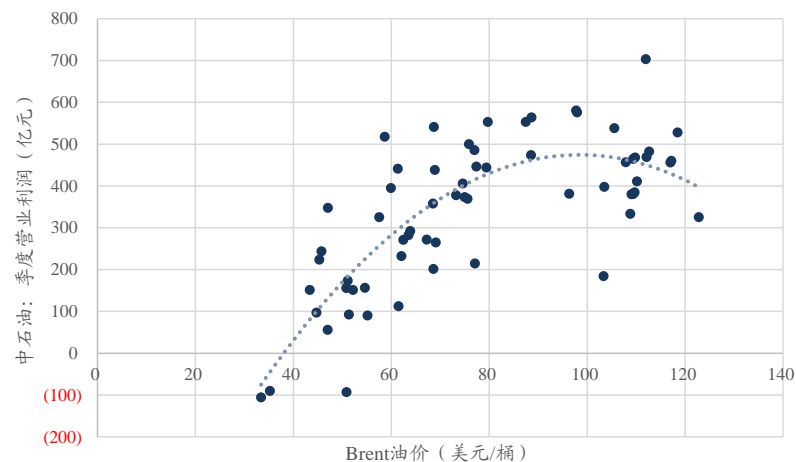
中海油半年度营业利润与Brent油价变化情况（亿元，美元/桶）



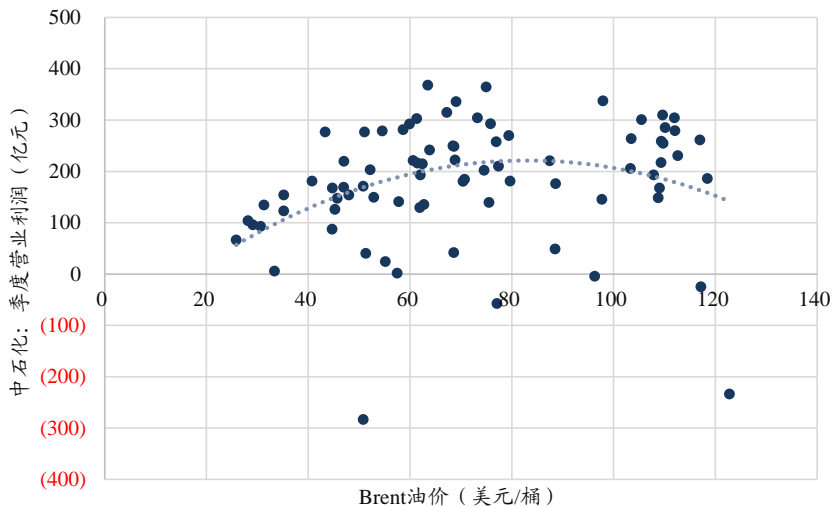
1.1 油价和业绩对比

- 中石油、中石化分别在Brent油价100美元/桶、80美元/桶附近盈利能力最好，中海油盈利能力与油价近乎正相关。

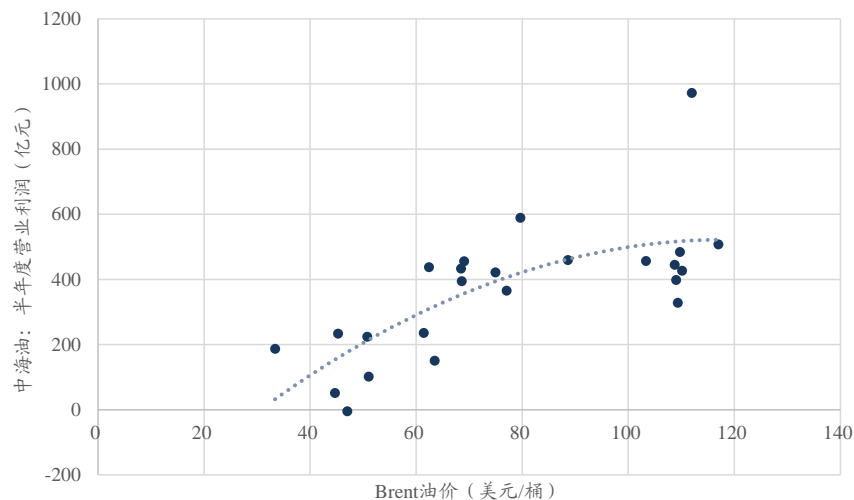
2007年3月-2022年中石油季度营业利润与Brent油价变化情况



2003年3月-2022年中石化季度营业利润与Brent油价变化情况

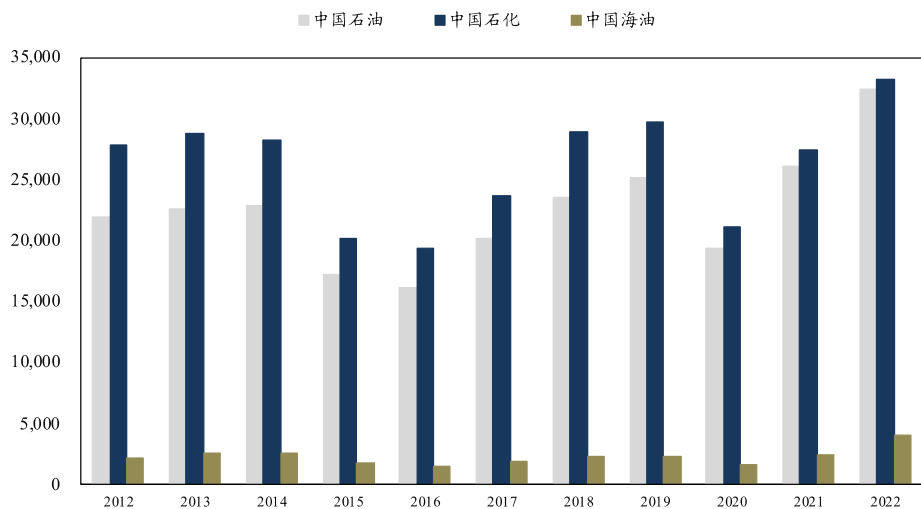


2011年6月-2022年中海油半年度营业利润与Brent油价变化情况

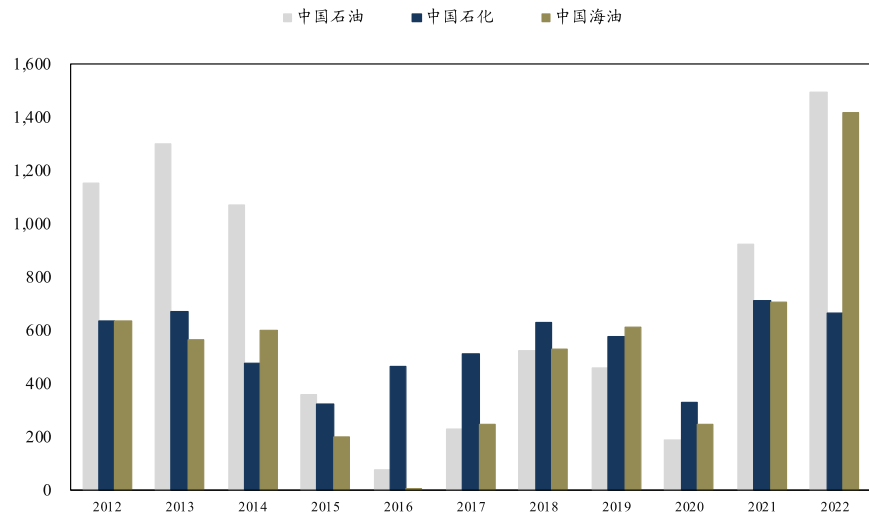


1.2 盈利能力

三桶油 营业收入（亿元）



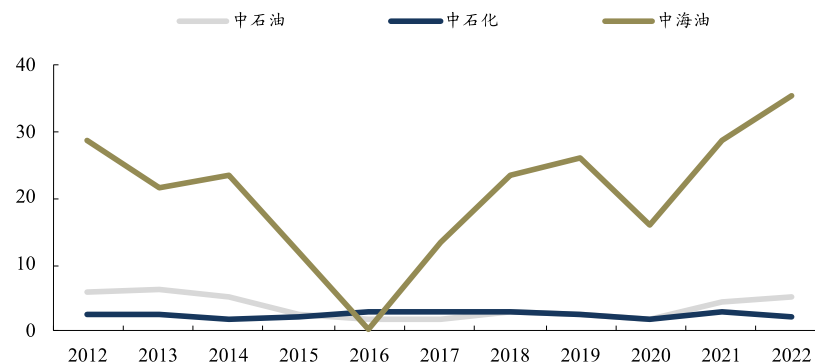
三桶油 归母净利润（亿元）



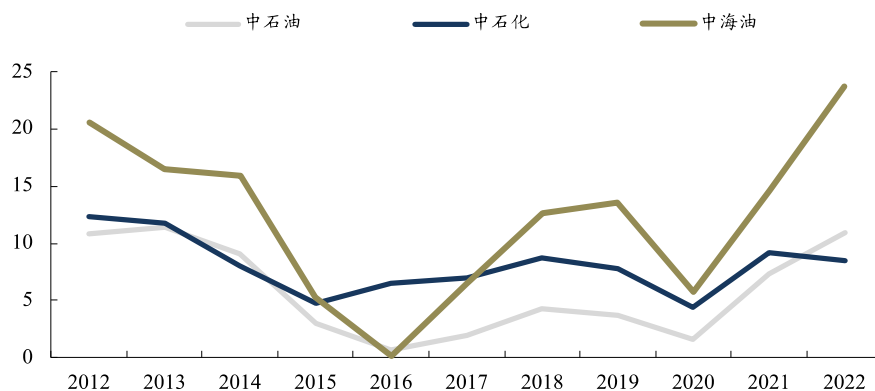
1.3 净利率、ROE、资产负债率

- **销售净利率：**2022年，中海油销售净利率最高，约为35%；中石油和中石化的销售净利率约为5%。
- **国资委明确：**以净资产收益率（ROE）替代营收利润率，对盈利质量考核更加全面。在保持“资产负债率相对稳定”的情况下，提升ROE需要进一步提升净利率和总资产周转率综合表现。
- 三桶油近两年ROE水平整体提升，资产负债率水平保持稳定。

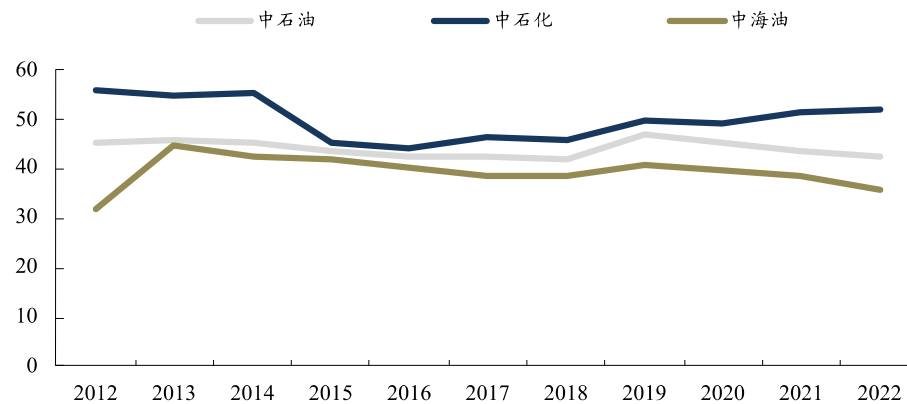
三桶油 销售净利率（%）



三桶油 净资产收益率ROE（摊薄）（%）



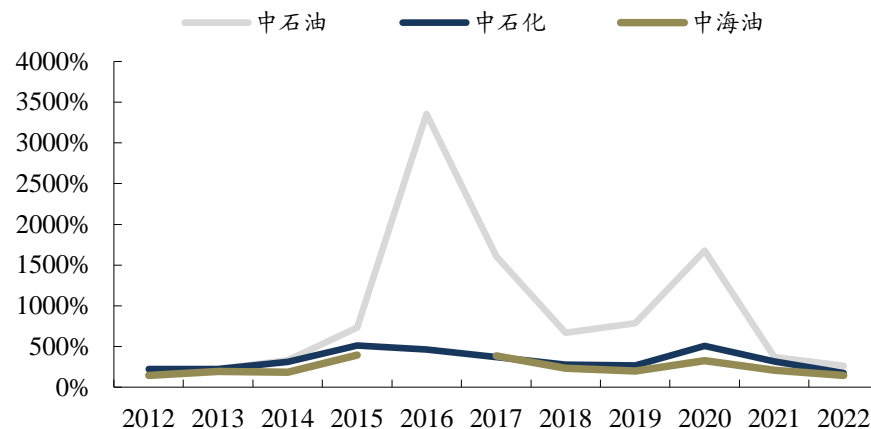
三桶油 资产负债率（%）



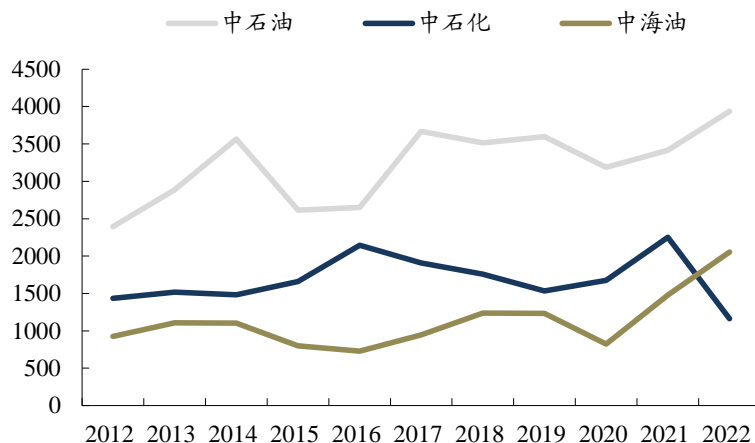
1.4 现金流水平

- **经营性现金流：**中石油的经营性现金流最高，其次为中石化、中海油。2022年中石化经营性现金流降低主要系集中缴纳上年四季度缓缴税款，以及经营效益下降。
- **国资委明确：**新增营业现金比率考核，首次将现金流相关指标纳入央企考核。
- **三桶油经营性现金流净额与归母净利润比值略有下滑，**随着国资委对央企现金流考核的重视，预计未来现金流质量将得到改善。

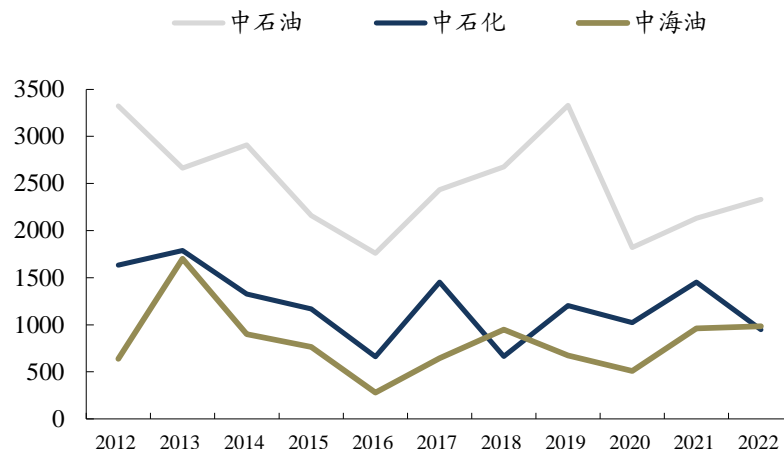
三桶油 经营性现金流/归母净利润比重 (%)



三桶油 经营性现金流 (亿元)



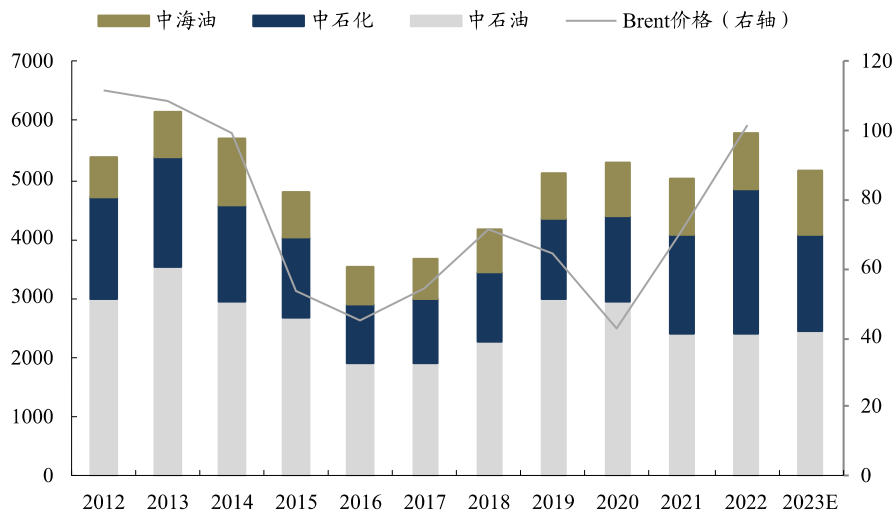
三桶油 投资现金流 (亿元)



1.5 资本开支

- 油价处于高位时，三桶油加大资本开支力度。
- 中石油资本开支最多，其次为中石化、中海油。2023年，中石油计划资本开支2435亿元，中石化计划资本开支1658亿元，中海油计划资本开支1050亿元。

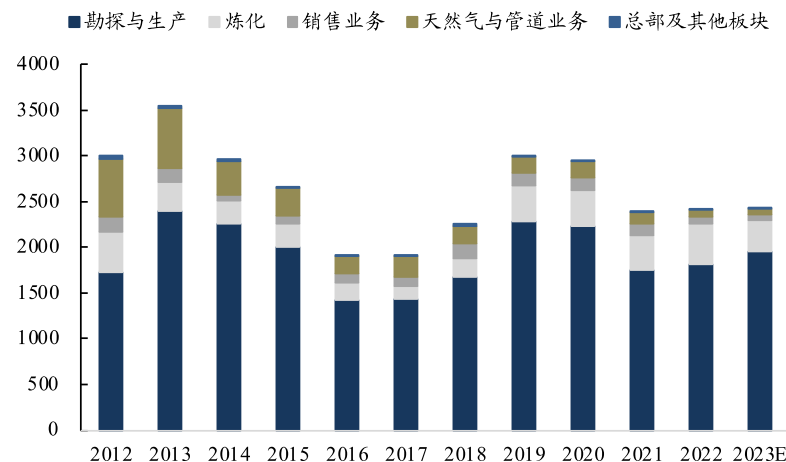
三桶油资本开支（亿元）与油价（美元/桶）



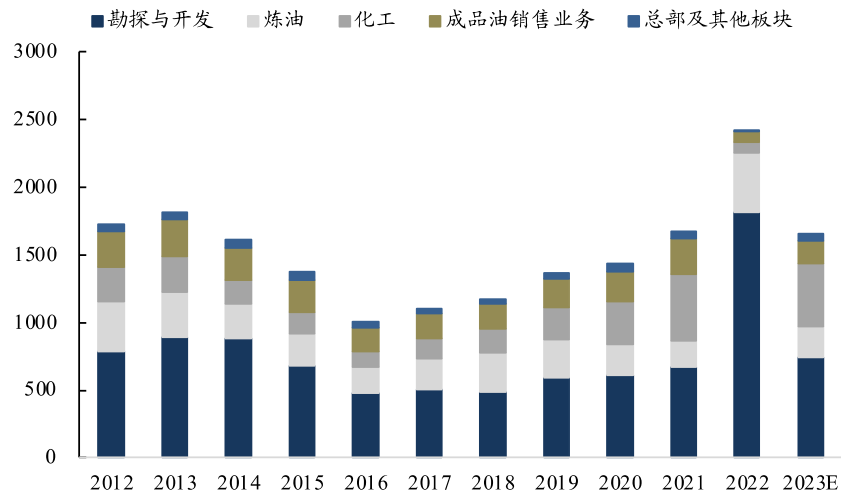
1.5 资本投入

- 中石油注重上游产业，在勘探与生产的投入占比很高，通常在75%以上。
- 中石化各业务投入相对比较平衡，2022年加大对勘探与开发的计划资本投入，2023年计划资本投入与2021年投入相当。
- 中海油则将更多的资本投入到上游的开发中，近十年占资本开支的比例始终在55%以上。

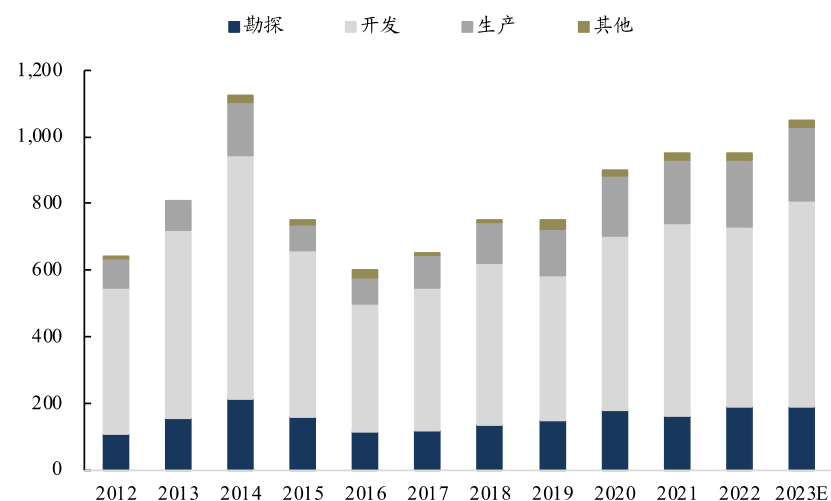
中石油 资本投入（亿元）



中石化 资本投入（亿元）



中海油 资本投入（亿元）



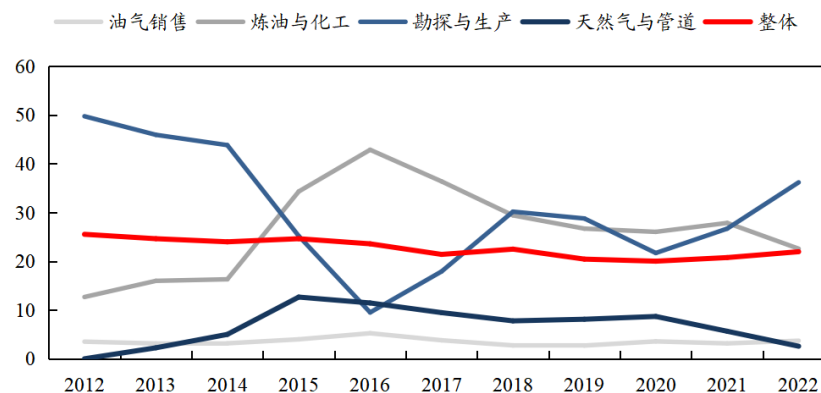
第二章 业务分析

- 2.1 业务拆分
- 2.2 上游：油气资源情况
- 2.3 下游：炼油化工情况
- 2.4 终端：产品销量、加油站情况

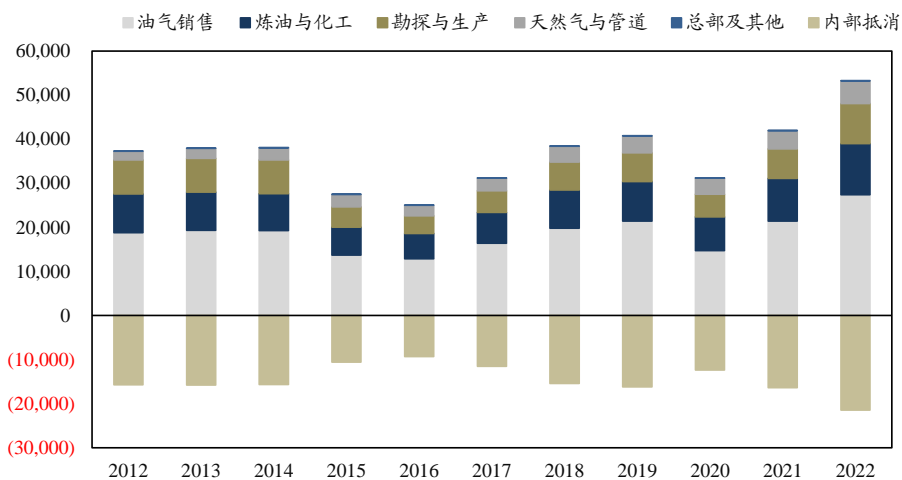
2.1 业务拆分：中石油

- 中石油一半的营业收入来源于油气销售，另外一半的营业收入来源于炼油与化工、勘探与生产、天然气与管道，近三年天然气与管道业务的比重稳步增加。
- 从营业利润上看，中石油的营业利润在2014年之前主要来源于勘探与生产，在2015年之后主要来源于炼油与化工。
- **毛利率：**中石油整体毛利率稳定在25%左右，其中炼油与化工、勘探与生产的毛利率较高。

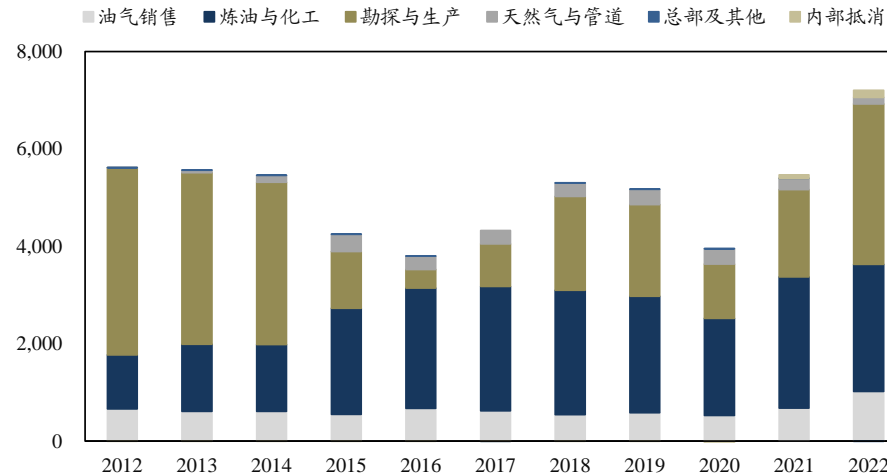
中石油毛利率（%）



中石油营业收入拆分（亿元）



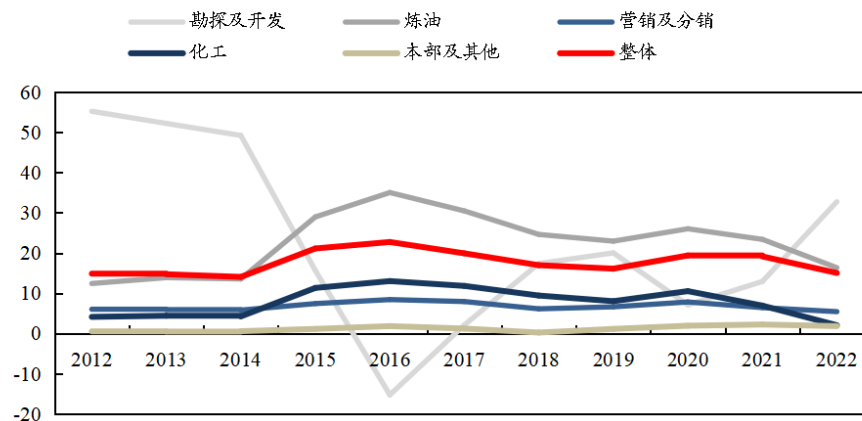
中石油营业利润拆分（亿元）



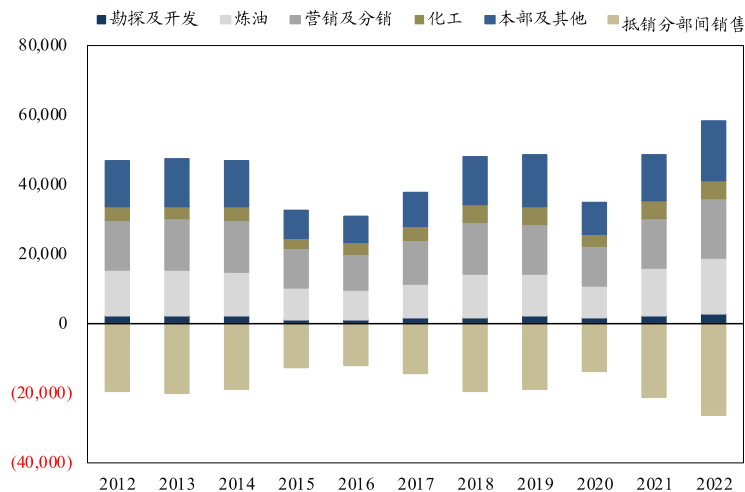
2.1 业务拆分：中石化

- 从营业收入上看，中石化的营业收入主要来源于炼油、营销及分销、本部及其他三个部分，且比例相对均衡且稳定。
- 毛利率：**中石化整体毛利率稳定在15%左右，其中勘探及开发、炼油板块的毛利率水平较高。

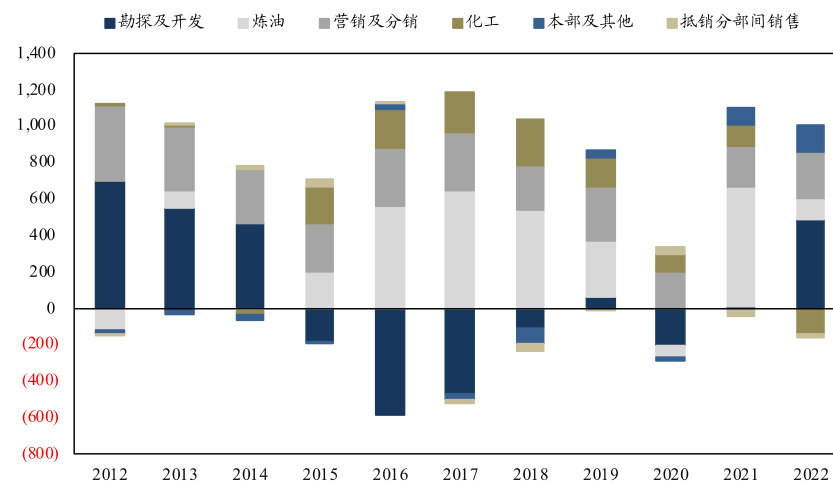
毛利率 (%)



中石化营业收入拆分 (亿元)



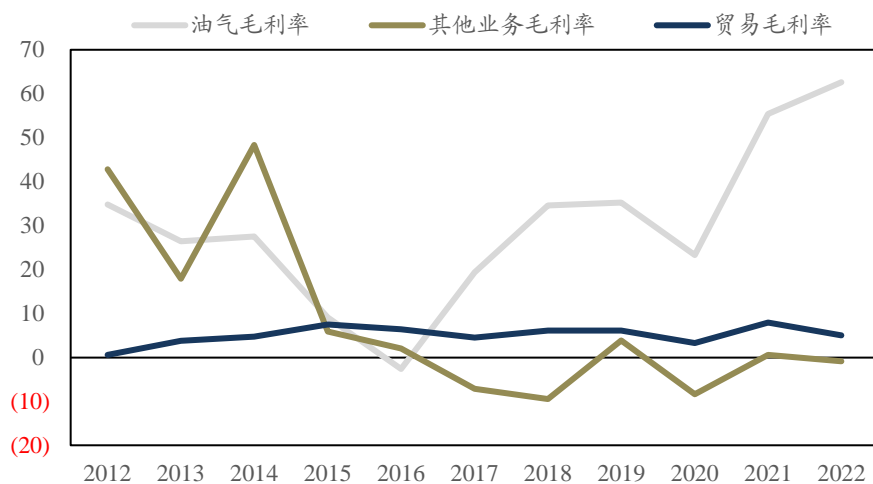
中石化营业利润拆分 (亿元)



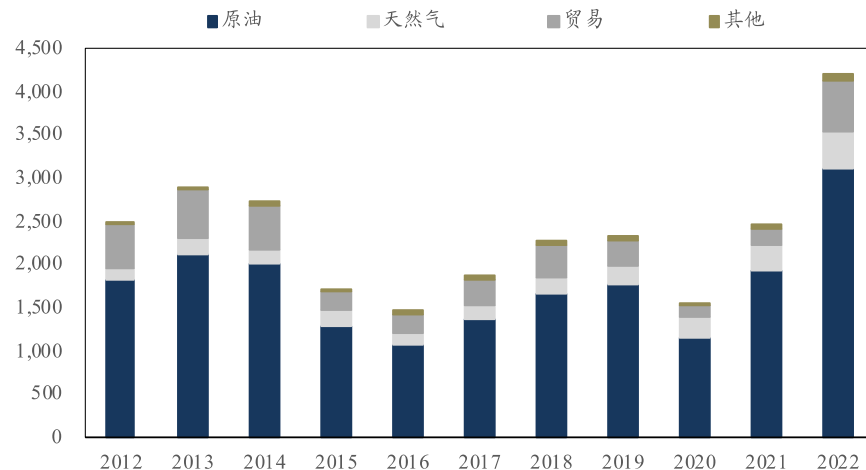
2.1 业务拆分：中海油

- 中海油营业收入以原油为主，原油营业收入占总营业收入的比例超过3/4，其余部分主要是天然气和贸易的营业收入。
- 中海油成本管控体系完备，油气毛利率近三年呈上升趋势。

中海油毛利率（%）



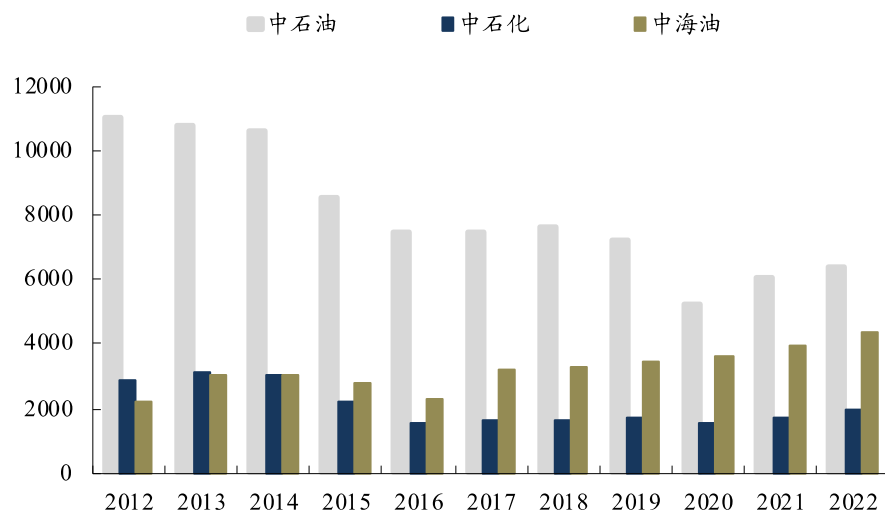
中海油营业收入拆分（亿元）



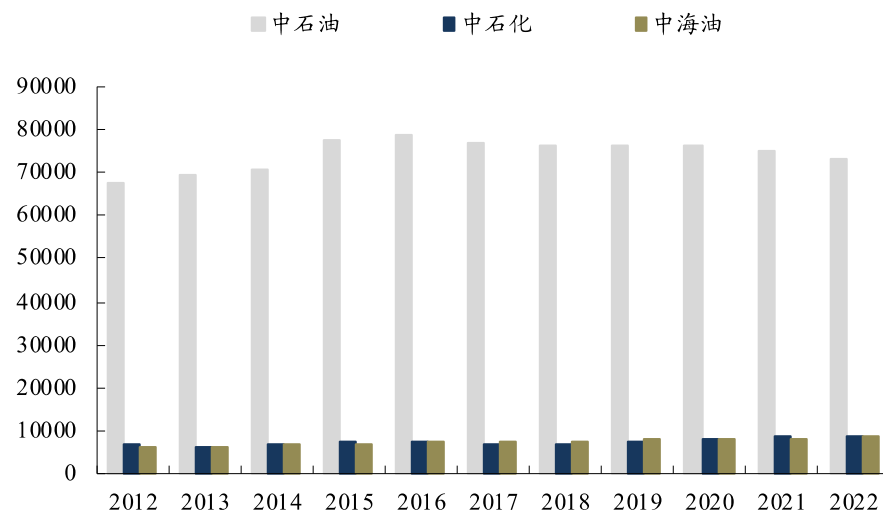
2.2 上游：油气资源情况 - 油气储量

- 三桶油积极响应国家“增储上产”政策号召，自2019年之后，三桶油原油储量稳步提升。
- 三桶油天然气储量比较稳定，中石油天然气储量最多。中石油天然气储量在70-80万亿立方英尺，是中石化和中海油天然气储量的十几倍。

三桶油 原油储量（百万桶）



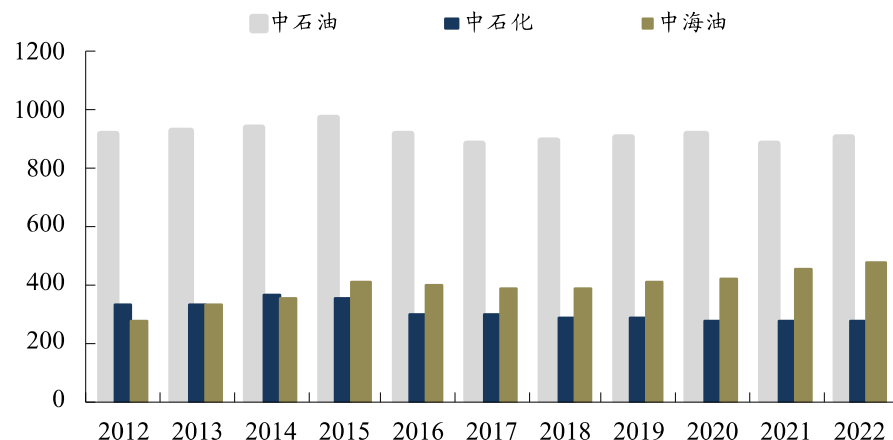
三桶油 天然气储量（十亿立方英尺）



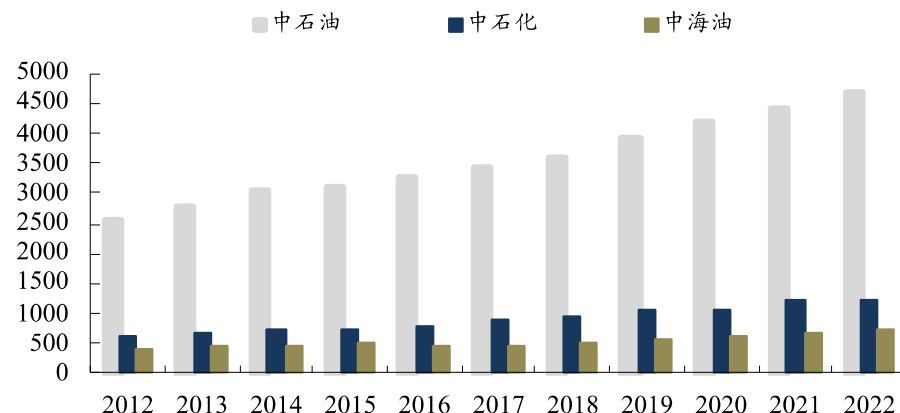
2.2 上游：油气资源情况 - 油气产量

- 中石油原油产量较为稳定，中海油原油产量提升，中石化原油产量略有下降。过去十年内，中石油原油产量约9亿桶；中海油原油产量有上升趋势，2022年为4.8亿桶；中石化2022年为2.8亿桶。
- 三桶油的天然气产量稳定上升。过去十年内，三桶油天然气产量都在逐步提升，中石油的天然气产量从2.8万亿立方英尺逐步增加到4.7万亿立方英尺，中石化的天然气产量从6.6千亿立方英尺增加到1.2万亿立方英尺，中海油的天然气产量从4.6千亿立方英尺增加到7.2千亿立方英尺。

三桶油 原油产量（百万桶）



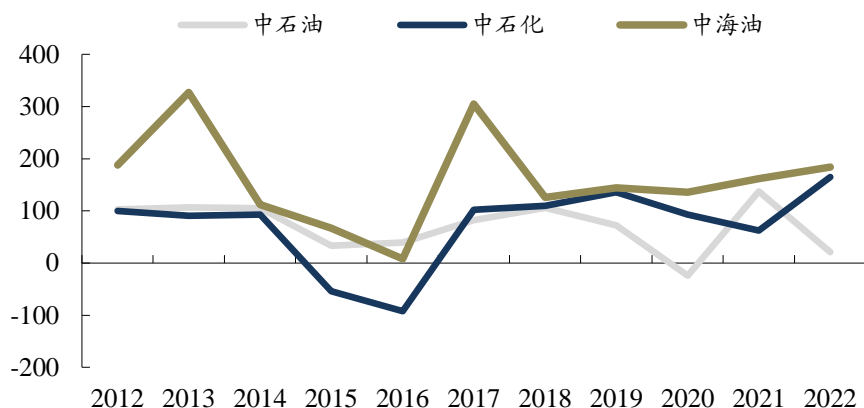
三桶油 天然气产量（十亿立方英尺）



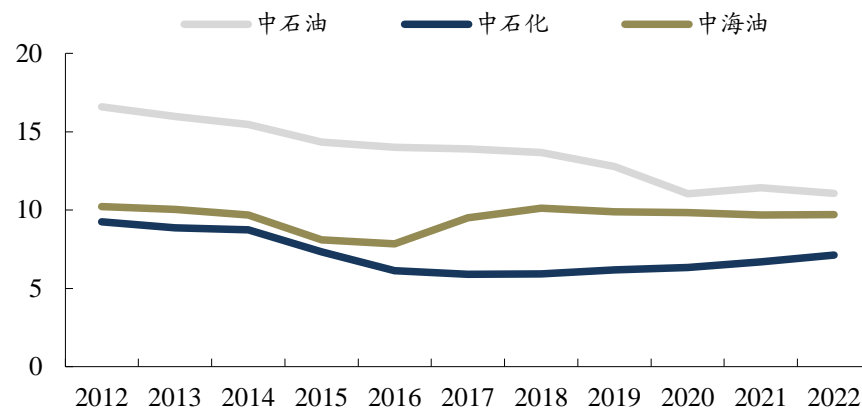
2.2 上游：油气资源情况

- 中海油的储量替代率最高，大概在100%-300%之间，近几年稳步提升。储量替代率指在指定年度，证实储量的总增加量除以该年度的油气净产量。2022年，中石化、中海油的储量替代率均超过150%，资源储备后备十分充足。
- 中石油的储量寿命最高，其次为中海油、中石化。

三桶油 储量替代率 (%)



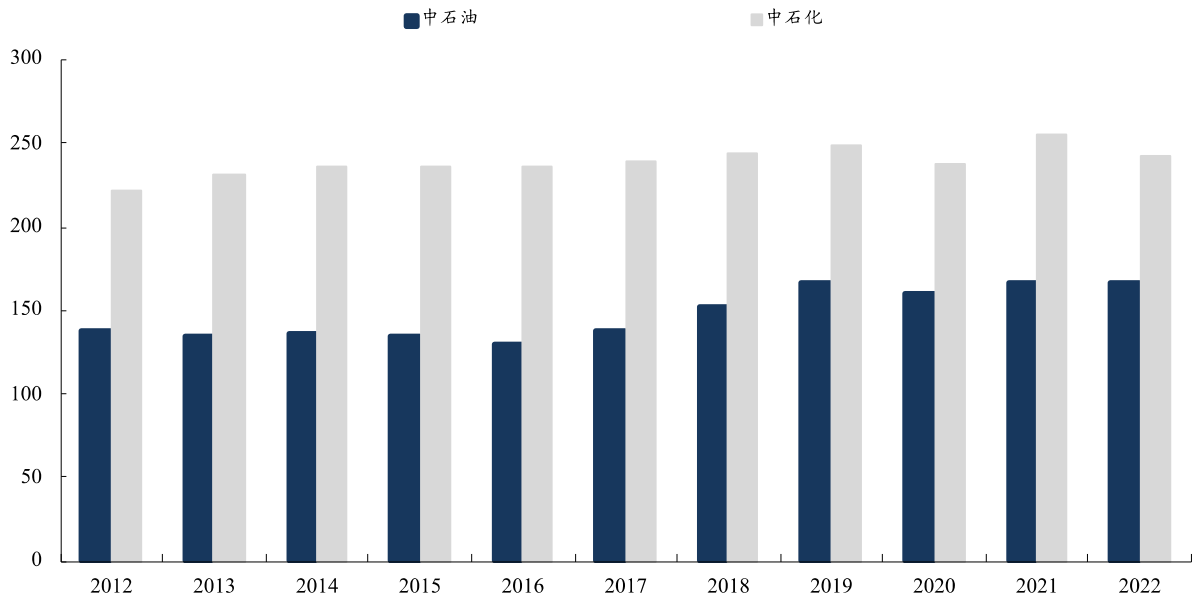
三桶油 储量寿命 (年)



2.3 下游：炼化化工情况

- 中石化的原油加工量规模大，在2019年之前一直保持上升趋势，当前保持在2-2.5亿。
- 中石油原油加工量同样呈上升趋势，目前几乎恢复至疫情前水平。

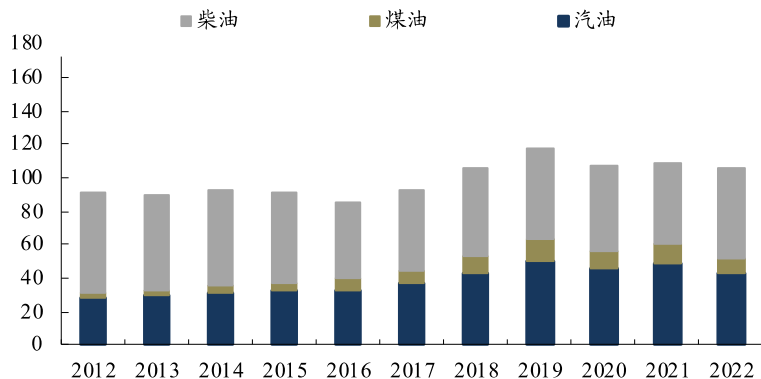
中石油、中石化 原油加工量（百万吨）



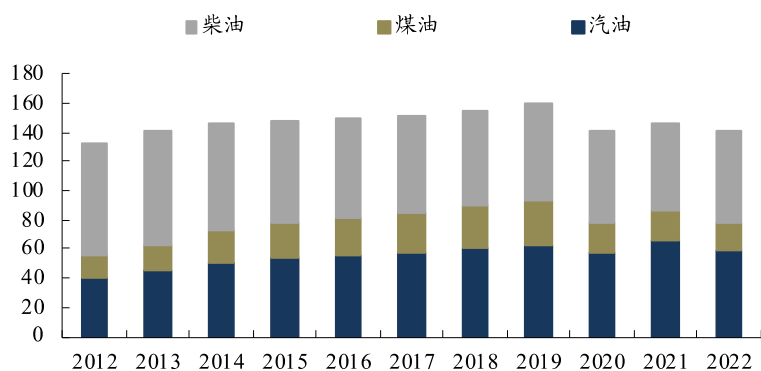
2.3 下游：炼油化工情况

- 中石油和中石化的成品油以柴油、汽油产量居多，煤油产量最少。
- 中石油和中石化逐步提升汽油收率，均在2021年超过柴油收率。

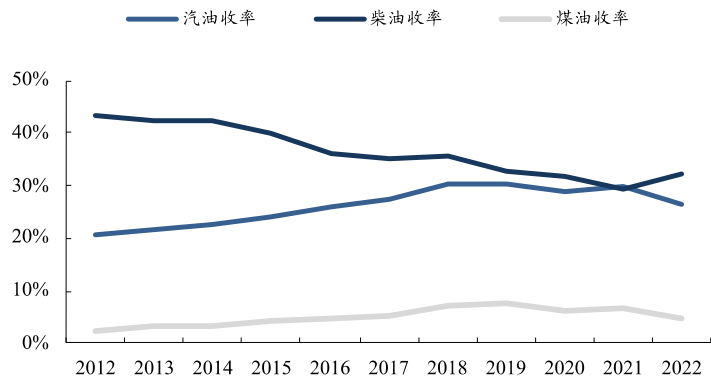
中石油成品油产量（百万吨）



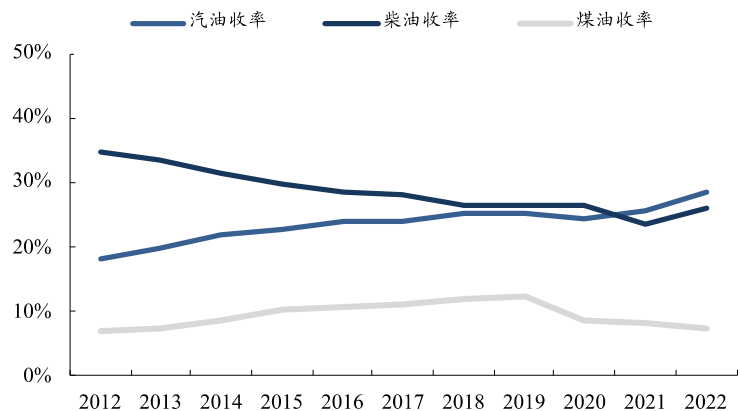
中石化成品油产量（百万吨）



中石油 成品油收率（%）



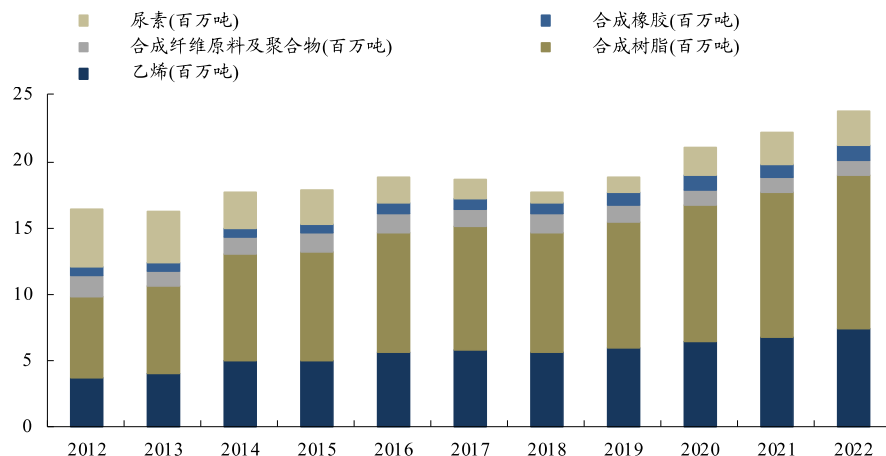
中石化 成品油收率（%）



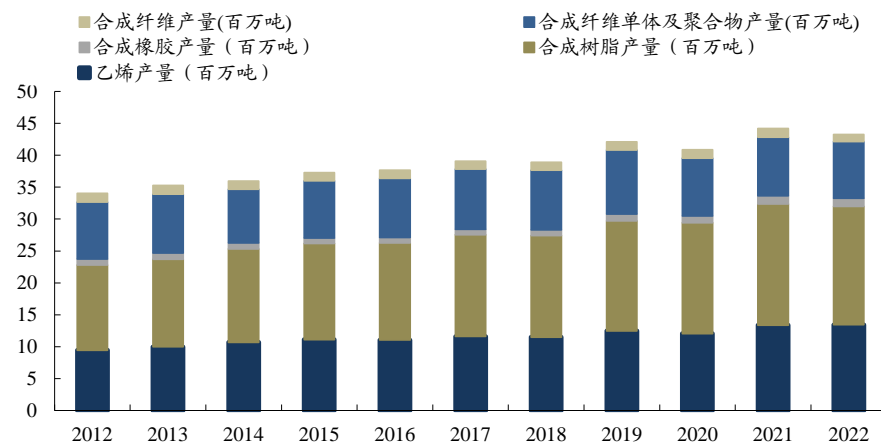
2.3 下游：炼油化工情况

- 中石油、中石化坚持“减油增化”“减油增特”，持续优化产品结构。
- 中石油成立日本新材料研究院，加大化工新材料研发力度，努力提升高端专用料和高附加值产品比例，新材料产量大幅增加。近5年，中石油化工品产量不断提升。
- 中石化根据市场需求积极调整产品结构，2022年中石化加快优势、先进产能建设和落后产能淘汰，加大高端产品和新材料研发力度。

中石油 化工品产量



中石化 化工品产量



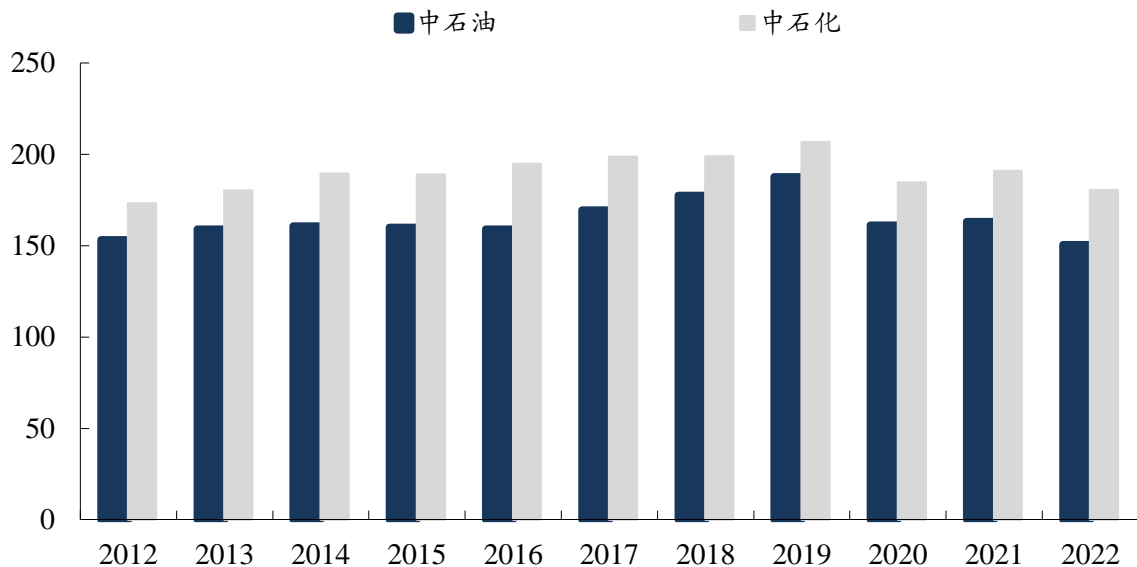
2.3 下游：炼油化工情况

企业名称	项目名称	地区	项目建设内容	炼油规模	投产或拟投产时间
恒力石化	大连长兴岛2000万吨/年炼化一体化项目	辽宁省	2000万吨/年炼油、450万吨/年PX、150万吨/年乙烯等	2000万吨/年	2019年5月炼化投产； 2020年5月乙烯投产
恒逸石化	文莱PMB 800万吨/年炼化一体化一期项目	文莱	800万吨/年炼油，150万吨/年PX、50万吨/年苯等	800万吨/年	2019年11月投产
荣盛石化（51%） 桐昆股份（20%）	浙江石化2000万吨/年炼化一体化一期项目	浙江省	2000万吨/年炼油、400万吨/年PX、140万吨/年乙烯等	2000万吨/年	2019年12月投产
2019年合计				4800万吨/年	
中国石化	中科炼化1000万吨/年炼化一体化项目	广东省	1000万吨/年炼油、80万吨/年乙烯等	1000万吨/年	2020年6月正式投产
2020年合计				1000万吨/年	
中国石化	古雷炼化一体化一期项目	福建省	80万吨/年乙烯，年产10万吨/70万吨的环氧乙烷/乙二醇，30万吨/年EVA装置等9套。	--	2021年8月正式投产
2021年合计				--	
荣盛石化（51%） 桐昆股份（20%）	浙江石化2000万吨/年炼化一体化二期项目	浙江省	2000万吨/年炼油、400万吨/年PX、140万吨/年乙烯等	2000万吨/年	2022年1月全面投产
中国石化	镇海炼化一体化项目改扩建	浙江省	120万吨/年乙烯	-	2022年1月全面投产
东方盛虹	盛虹炼化1600万吨/年炼化一体化项目	江苏省	1600万吨/年炼油、280万吨/年PX、110万吨/年乙烯等	1600万吨/年	2022年底全面投产
2022年合计				3600万吨/年	
南山集团（51%） 山东能源（46%） 万华实业（1.6%） 华鲁控股（1.3%）	山东裕龙岛2000万吨/年炼化一体化项目（一期）	山东省	一期2000万吨/年炼油、300万吨/年PX、2套150万吨/年乙烯等	2000万吨/年	预计2023年
中国石化	广东石化2000万吨/年炼化一体化项目	广东省	2000万吨/年炼油、260万吨PX、120万吨乙烯	2000万吨/年	2023年2月全面投产
中国石化	海南炼化改扩建项目	海南省	新建500万吨/年常减压装置、250万吨/年蜡油加氢裂化、200万吨/年柴油加氢、160万吨/年重整、60万吨/年聚酯原料装置以及硫磺回收装置	500万吨/年	2023年2月全面投产
2023年合计				4500万吨/年	
北方华锦	兵器工业集团精细化工及原料工程项目	辽宁省	1500万吨/年炼油、163万吨/年乙烯	1500万吨/年	2024年
中海油	大榭石化改扩建第五期项目	浙江省	600万吨/年炼油，并新建下游18套生产装置	600万吨/年	2024年
中国石化	镇海炼化1100万吨/年炼油和高端合成新材料项目	浙江省	1100万吨/炼油、60万吨丙烷脱氢、40万吨丙烯腈联合装置	1100万吨/年	2024年底
大连石化	大连石化搬迁改造项目（一期）	辽宁省	1000万吨/炼油，120万吨/年乙烯项目	1000万吨/年	2024年
2024年合计				4200万吨/年	
中国石化	古雷炼化一体化二期项目	福建省	1600万吨/年炼油、320万吨/年芳烃、120万吨/年乙烯、60万吨/年己内酰胺等	1600万吨/年	2025年底
2025年合计				1600万吨/年	
中海油	惠州三期炼化一体化项目	广东省	炼油部分配套改扩建500-800万吨/年炼油能力、160万吨/年乙烯	500-800万吨/年	2026年预计乙烯投产
大连石化	大连石化搬迁改造项目（二期）	辽宁省	1000万吨/炼油，120万吨/年乙烯项目	1000万吨/年	2026年
2026年合计				1500-1800万吨/年	
中国石化	中科合资广东炼化一体化二期项目		1500万吨/年炼油、120万吨/年乙烯工程，包括70万吨/年聚丙烯，45万吨/年聚乙烯等	1500万吨/年	未知
恒逸石化	文莱PMB 1400万吨/年炼化一体化二期项目	文莱	1400万吨/年炼油、200万吨/年PX、165万吨/年乙烯、250万吨/年PTA、100万吨/年PET	1400万吨/年	审批中

2.4 终端：产品销量

- 在2019年之前，中石油和中石化的成品油销售量逐年增加。2020年起受疫情影响，全球经济衰退，成品油需求下滑，中石油和中石化的成品油销售量下降。
- 疫后成品油需求有望回暖，成品油总经销量仍具备上升潜力。

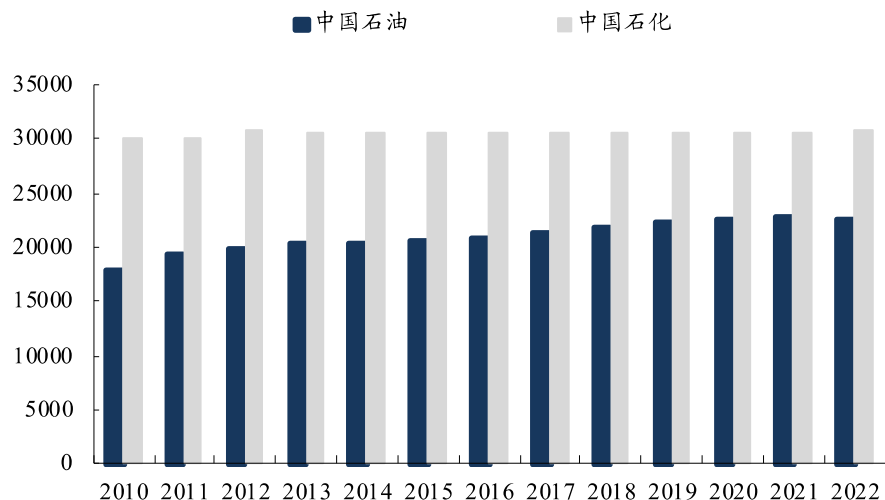
中石油、中石化 成品油销售量（百万吨）



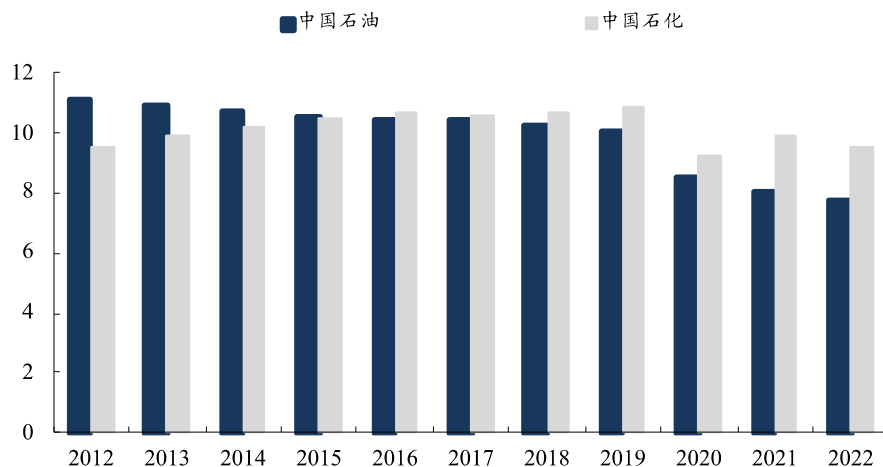
2.4 终端：加油站情况

- 中石化、中石油的加油站数量分别是我国的第一位和第二位，规模优势显著。
- 中石化加油站数量常年稳定在3万座左右，中石油加油站数量从2010年的17996座增加到2022年的22586座。

中石油、中石化 加油站数量（座）



中石油、中石化 单站加油量（吨/日）

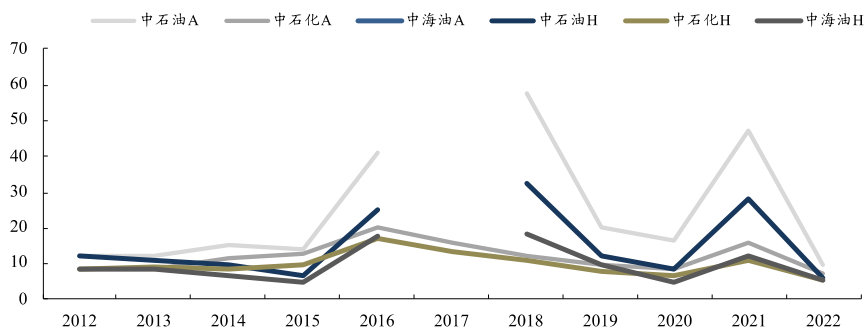


第三章 盈利预测、估值、分红与回购

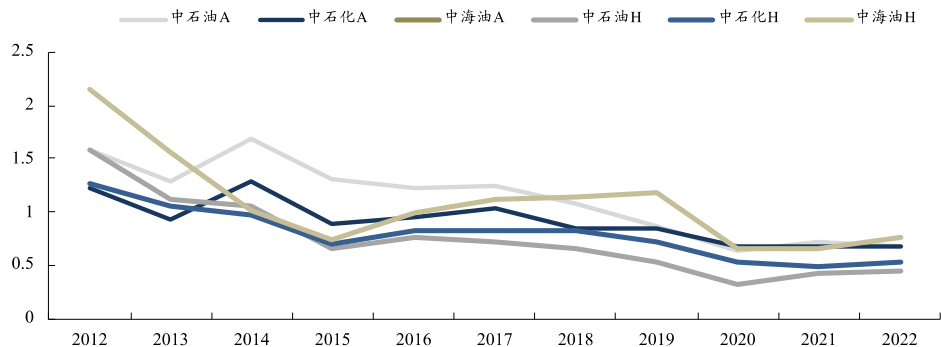
- 3.1 估值水平
- 3.2 分红水平
- 3.3 回购情况
- 3.4 敏感性分析

3.1 估值水平

三桶油A+H PE水平



三桶油A+H PB水平



三桶油A+H估值水平

代码	公司名称	货币	股价	EPS (元/股)				PE				PB			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
0857.HK	中国石油股份*	HKD	4.79	0.82	0.76	0.77	0.81	3.91	5.53	5.42	5.18	0.43	0.53	0.50	0.48
601857.SH	中国石油*	CNY	6.15	0.82	0.76	0.77	0.81	6.06	8.10	7.97	7.63	0.66	0.78	0.74	0.70
0386.HK	中国石油化工股份*	HKD	4.72	0.55	0.62	0.67	0.68	6.10	6.63	6.20	6.12	0.51	0.60	0.58	0.56
600028.SH	中国石化*	CNY	5.71	0.55	0.62	0.67	0.68	7.96	9.15	8.56	8.45	0.67	0.83	0.80	0.78
0883.HK	中国海洋石油*	HKD	12.20	3.03	2.72	2.82	2.83	2.99	3.94	3.79	3.78	0.71	0.75	0.67	0.61
600938.SH	中国海油*	CNY	17.57	3.03	2.72	2.82	2.83	5.02	6.47	6.23	6.22	1.21	1.24	1.11	1.00

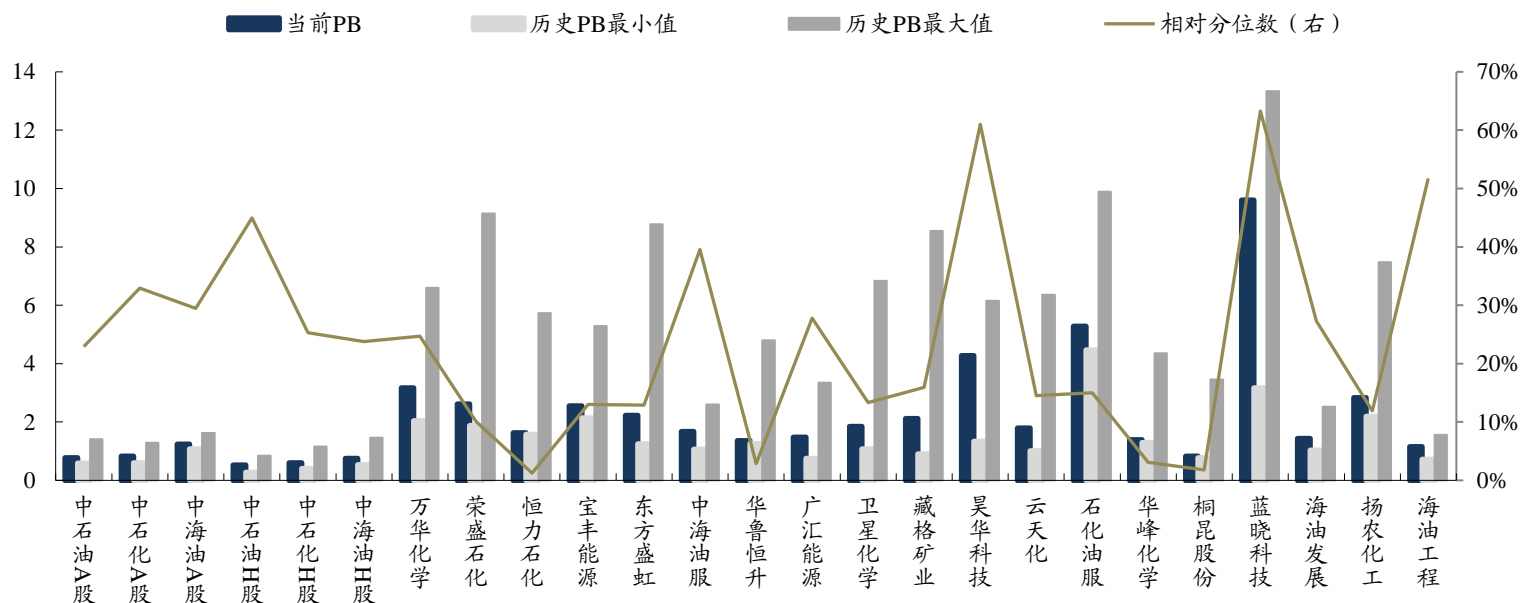
资料来源: Wind, 东吴证券研究所。股价为2023年4月7日收盘价, 港元汇率为2023年4月7日的0.88

注: 标*为东吴证券预测, 中石油为Wind一致预期; 剔除过高异常值, 2017年中石油A、H的PE为187、114倍, 中海油H的PE为703倍, 并没有在折线图中体现

3.1 估值水平

- PB水平：截至2023年4月7日，三桶油H股PB低于A股PB，其中中石油A+H、中石化A+H、中海油H的PB小于1，中海油A股的PB大于1。
- 1) 从A股对比来看，截至2023年4月7日，中石油A股、中石化A股、中海油A股PB分别为0.78、0.83、1.24，分别位于历史的22.93%、32.96%、29.48%相对分位点。
- 2) 从H股对比来看，截至2023年4月7日，中石油H股、中石化H股、中海油H股PB分别为0.53、0.60、0.75，分别位于历史的44.93%、25.32%、23.78%相对分位点。

2018年1月2日至2023年4月7日市值靠前的石化企业PB情况

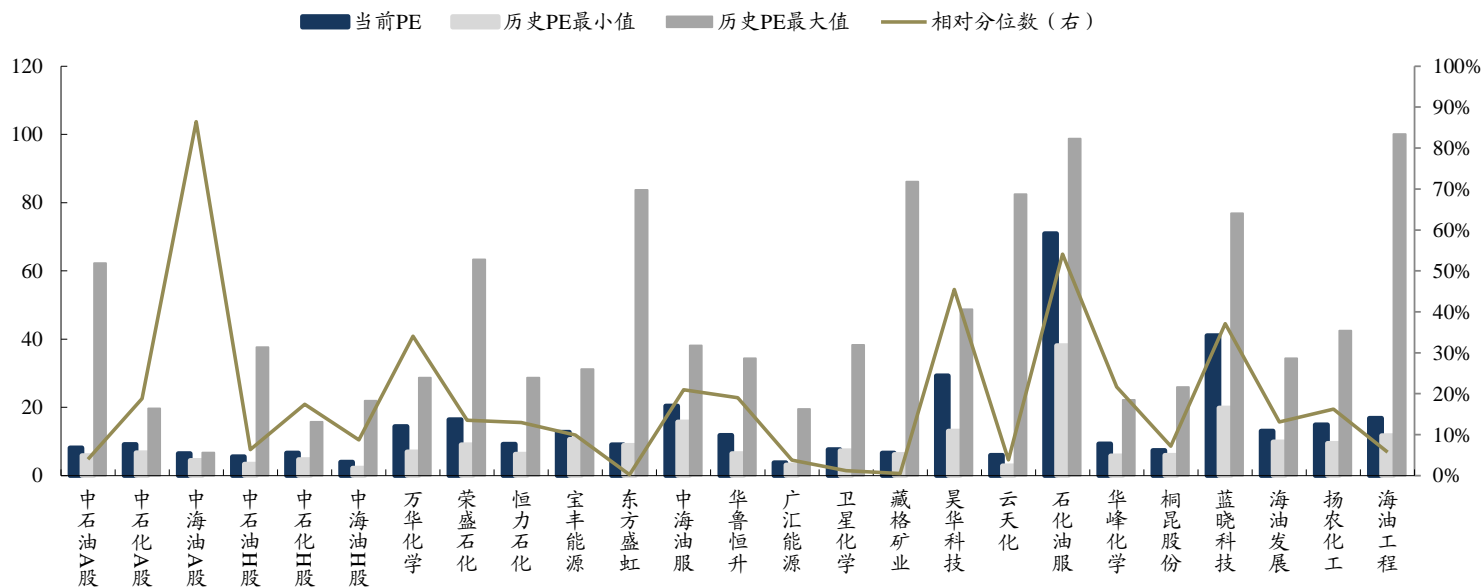


资料来源：Wind，东吴证券研究所，注：相对分位数=(当前PB-区间内历史最低PB)/(区间内历史最高PB-区间内历史最低PB)；中海油A股由2022年4月21日开始计算

3.1 估值水平

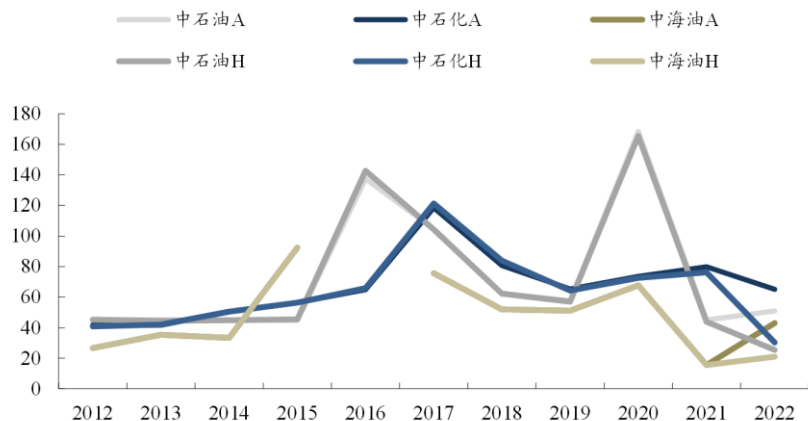
- PE水平：截至2023年4月7日，三桶油H股PE低于A股PE，其中中石油A+H股、中海油H股PE水平位于2018年以来10%相对分位数以下。
- 1) 从A股对比来看，截至2023年4月7日，中石油A股、中石化A股、中海油A股PE分别为8.10、9.15、6.47，分别位于历史的4.00%、18.82%、86.46%相对分位点。
- 2) 从H股对比来看，截至2023年4月7日，中石油H股、中石化H股、中海油H股PE分别为5.53、6.63、3.94，分别位于历史的6.38%、17.42%、8.74%相对分位点。

2018年1月2日至2023年4月7日市值靠前的石化企业PE情况

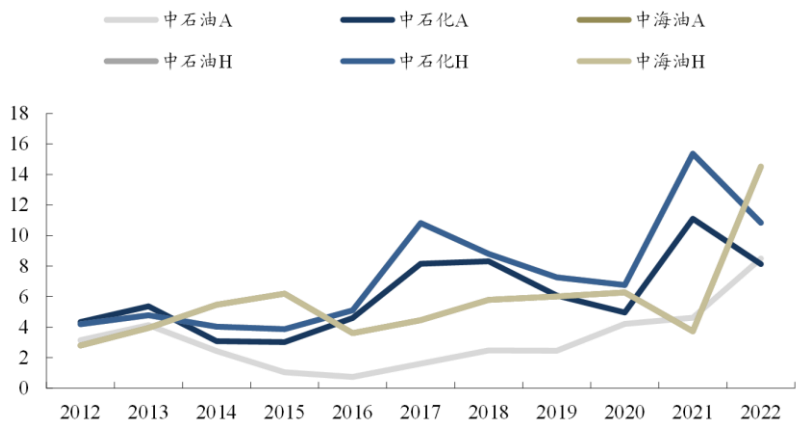


3.2 分红水平

三桶油A+H 股利支付率 (%)



三桶油A+H 股息率 (%)



2022年三桶油分红股息情况

2022年	中石油A股	中石油H股	中石化A股	中石化H股	中海油A股	中海油H股
归母净利润 (亿元)	1494	1494	663	663	1417	1417
股利支付率 (%)	51%	51%	65%	65%	43%	43%
总股本 (亿)	1830	1830	1199	1199	476	476
中期分红 (元/股)	0.20	0.20	0.16	0.16	0.61(0.7HKD)	0.61(0.7HKD)
末期分红 (元/股)	0.22	0.22	0.20	0.20	0.61(0.75HKD)	0.61(0.75HKD)
总分红 (元/股)	0.42	0.42	0.36	0.36	1.27	1.27
2023/4/7股价 (CNY)	6.15	4.20	5.71	4.14	17.57	10.70
股息率 (%)	6.9%	10.1%	6.2%	8.6%	7.2%	11.9%

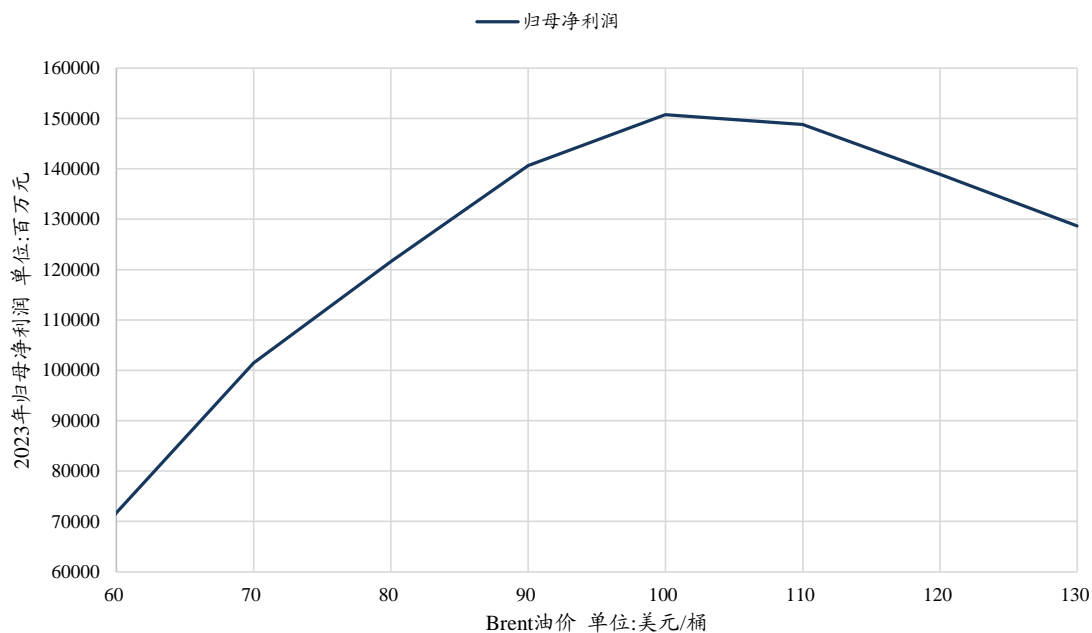
3.3 回购情况

- 中石油A+H股在2023年3月发布了拟回购公告；中石化A+H股均在2022年进行了回购，并在2023年3月发布了拟回购公告；中海油H股在2022年进行了回购。彰显三桶油对未来发展的信心。
- 中石油A+H股拟回购公告：2023年3月中石油发布公告，授权董事会决定单独或同时收购不超过公司已发行的A股或H股各自数量的10%的股份。
- 中石化A+H股：2022年，董事会加强战略规划，审议通过公司中长期发展规划，在境内外同步实施上市以来首次股份回购。
 - 中石化A股回购：2022年9月21日，公司自上市以来首次实施回购股份，计划使用12.5亿-25亿元的自有资金回购A股股票。2022年11月25日，完成回购，实际回购A股股份4.4亿股，占公司总股本的0.37%，回购均价为人民币4.27元/股，使用资金总额为人民币18.9亿元。中石化于2022年12月30日完成了本次所回购的全部A股股份的注销。
 - 中石化H股回购：截至2022年12月31日，中石化已累计回购H股股份7.3亿股，其中，约0.5亿股H股已于2022年10月14日注销，约6.8亿股H股已于2022年12月29日注销。
 - 中石化A+H股拟回购公告：2023年3月发布公告，授权董事会决定单独或同时收购不超过公司已发行的A股或H股各自数量的10%的股份。
- 中海油H股：2022年9月至11月期间，公司陆续回购H股股份并实施注销。截至2022年12月31日，公司合计注销回购的H股股份约0.7亿股，公司股份总数约475.7亿股。

3.4 敏感性分析：中石油

- 根据我们测算，按照油价90美元/桶的假设，公司2023年归母净利润为1400亿左右。当油价位于100美元/桶时，公司归母净利润达到峰值1500亿元；当油价位于100美元/桶以下，随着油价增加，上游板块表现改善，公司归母净利润不断提升；当油价在100美元/桶以上，由于成品油定价机制影响，随着油价增加，炼化板块盈利收缩，公司归母净利润不断下降。

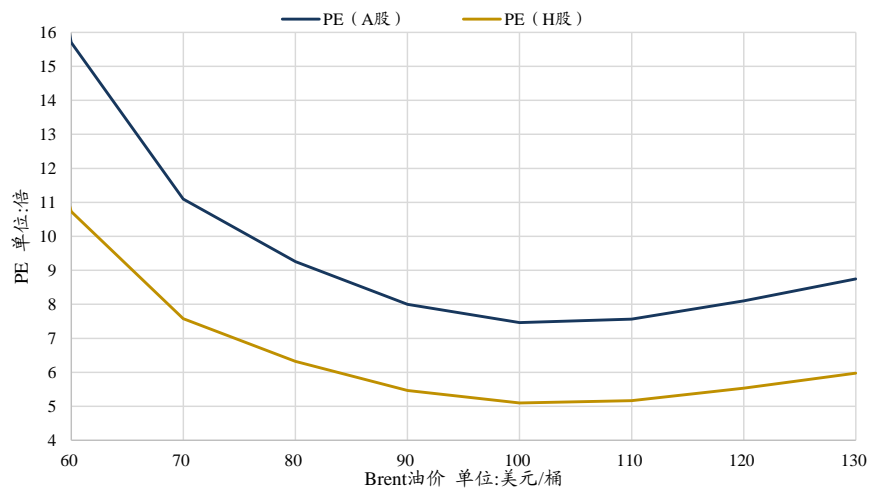
2023年公司归母净利润对油价敏感性分析（百万元，美元/桶）



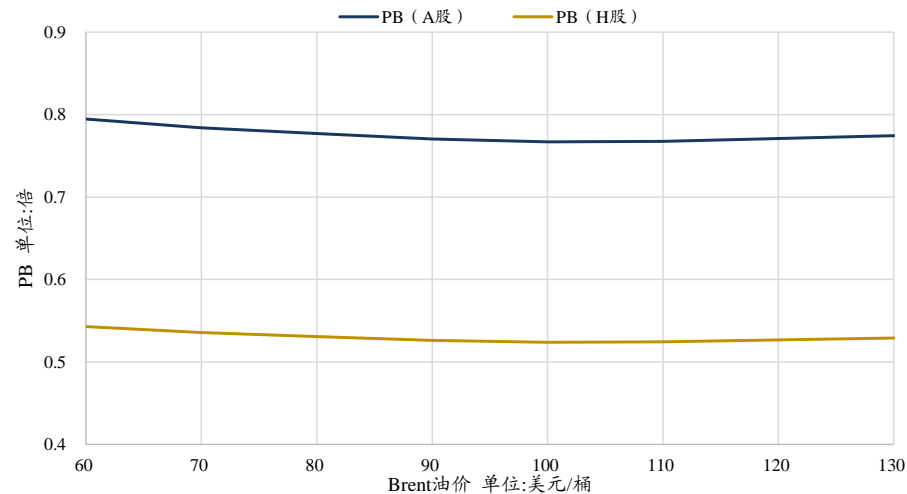
3.4 敏感性分析：中石油

- 根据我们测算，当油价位于60-100美元/桶时，中石油A股PE在7-16倍之间，H股PE在5-11倍之间；中石油A股PB在0.7-0.8倍左右，H股PB在0.5-0.6倍左右，PB仍存在较大估值修复空间。

2023年公司PE对油价敏感性分析（倍，美元/桶）



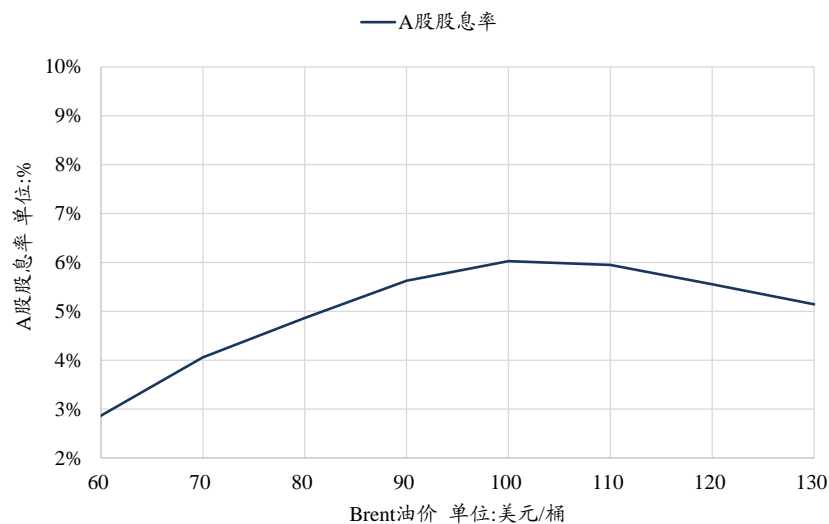
2023年公司PB对油价敏感性分析（倍，美元/桶）



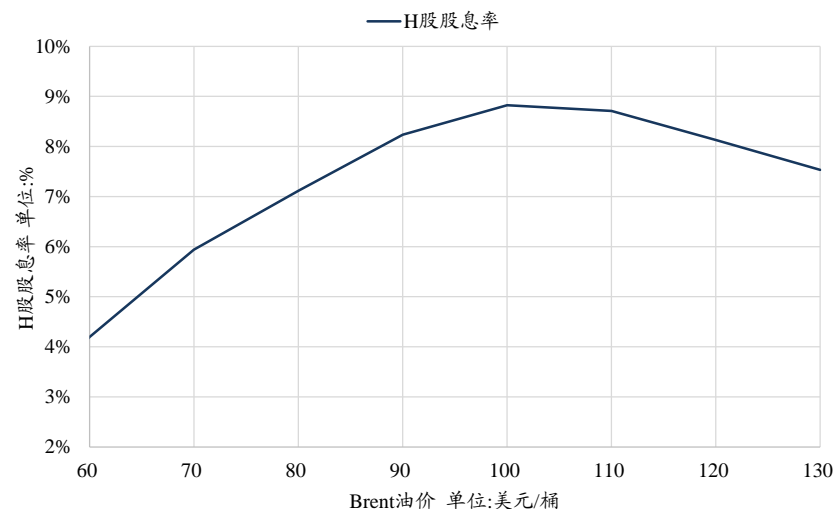
3.4 敏感性分析：中石油

- 根据敏感性分析，在油价位于60-100美元/桶之间，按照2023年4月7日收盘价，中石油A股股息率在3-6%，H股股息率在4-9%，保持相当良好的绝对收益水平。

2023年公司A股股息率对油价敏感性分析（%，美元/桶）



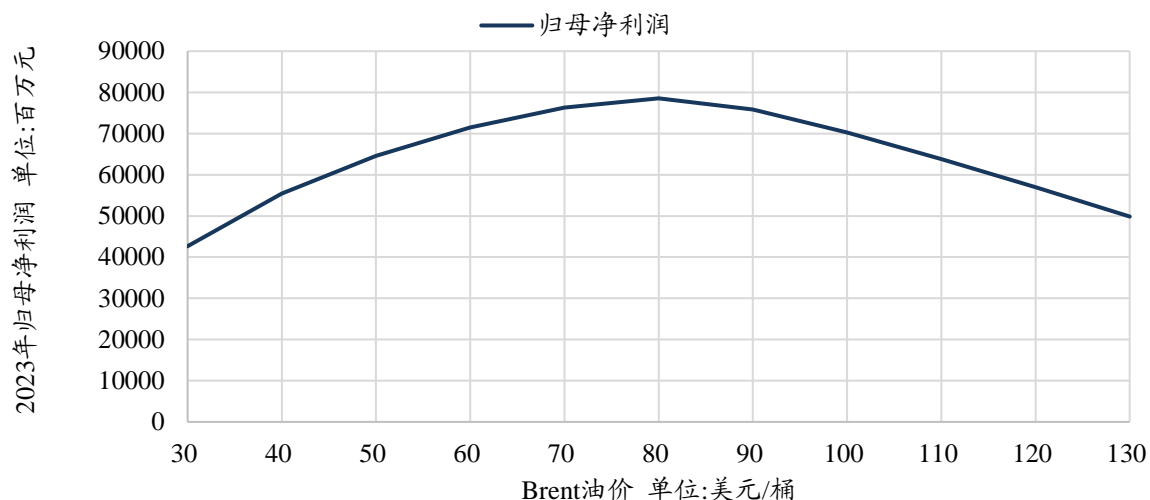
2023年公司H股股息率对油价敏感性分析（%，美元/桶）



3.4 敏感性分析：中石化

- 根据我们测算，按照油价90美元/桶的假设，公司2023年归母净利润为760亿左右。当油价位于80美元/桶时，公司归母净利润达到峰值800亿元；当油价位于80美元/桶以下，随着油价增加，上游板块表现改善，公司归母净利润不断提升；当油价在80美元/桶以上，由于成品油定价机制影响，随着油价增加，炼化板块盈利收缩，公司归母净利润不断下降。

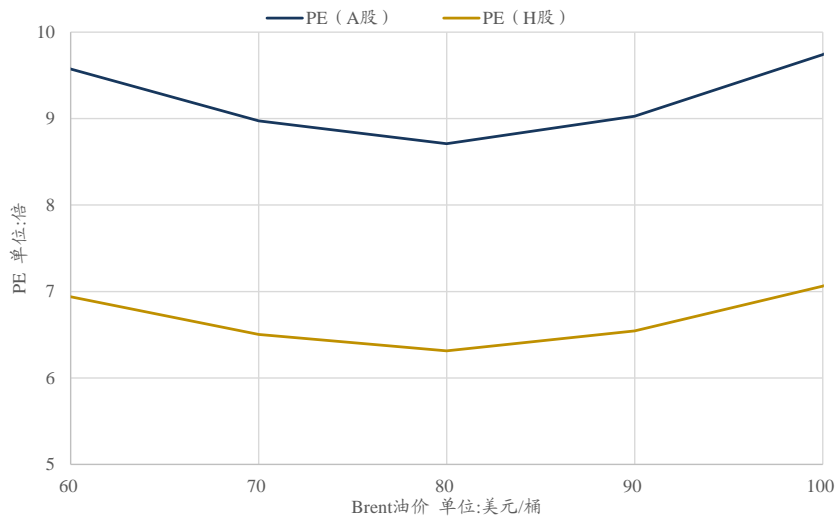
2023年公司归母净利润对油价敏感性分析（百万元，美元/桶）



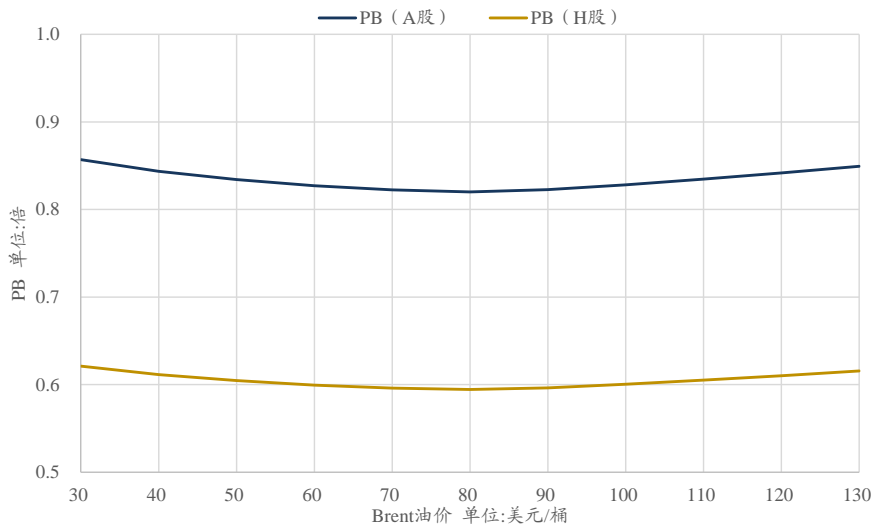
3.4 敏感性分析：中石化

- 根据我们测算，当油价位于60-100美元/桶时，中石化A股PE在8-10倍之间，H股PE在6-8倍之间；中石化A股PB在0.8倍左右，H股PB在0.6倍左右，PB仍存在较大估值修复空间。

2023年公司PE对油价敏感性分析（倍，美元/桶）



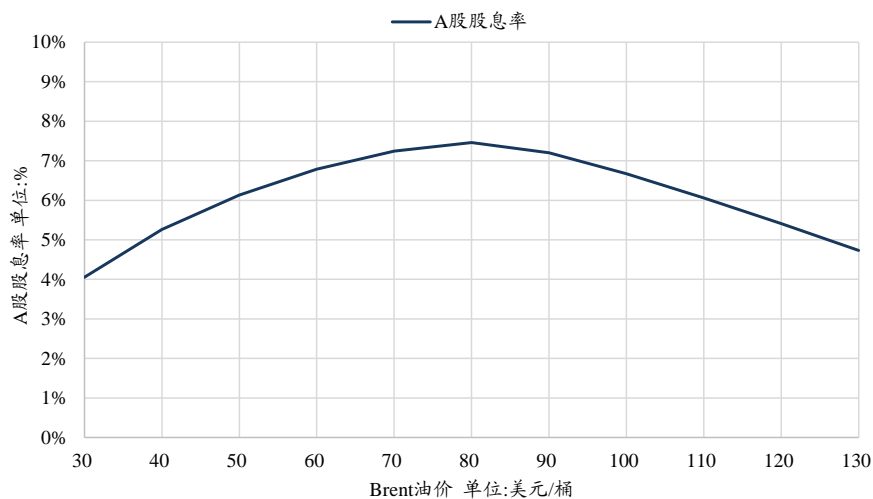
2023年公司PB对油价敏感性分析（倍，美元/桶）



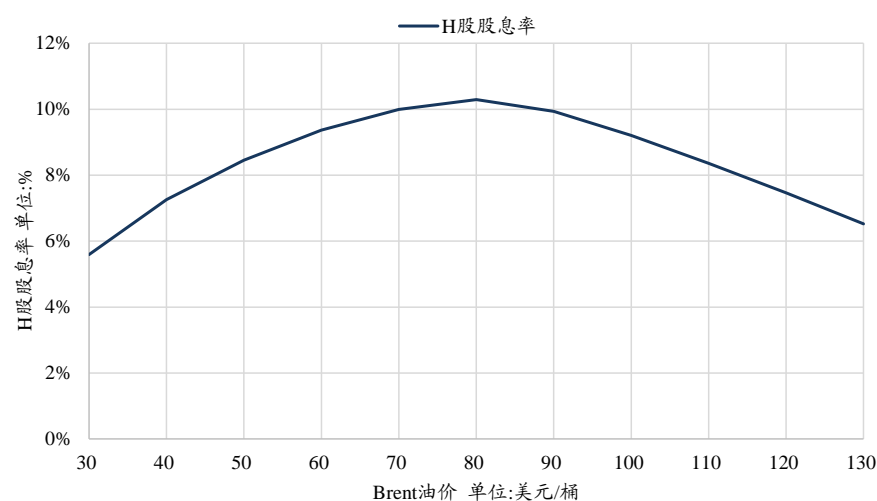
3.4 敏感性分析：中石化

- 根据敏感性分析，在油价位于60-100美元/桶之间，按照2023年4月7日收盘价，中石化A股股息率在6-8%，H股股息率在9-11%，保持相当良好的绝对收益水平。

2023年公司A股股息率对油价敏感性分析（%，美元/桶）



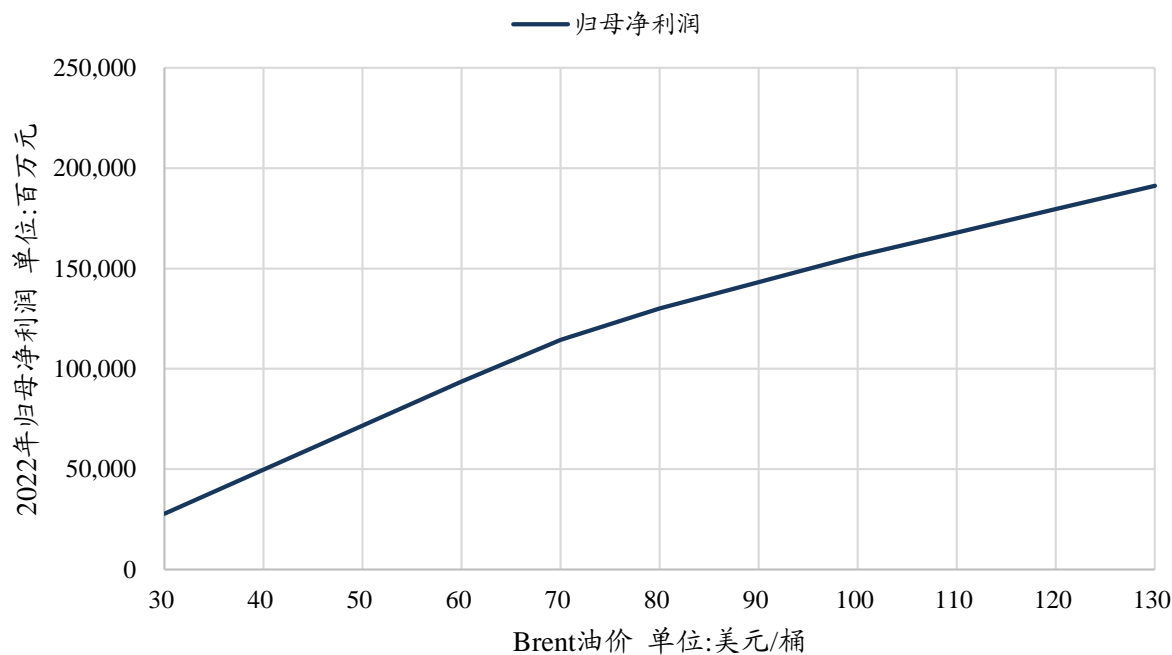
2023年公司H股股息率对油价敏感性分析（%，美元/桶）



3.4 敏感性分析：中海油

- 根据我们测算，按照油价90美元/桶的假设，公司2023年归母净利润为1430亿左右。随着油价增加，公司上游板块盈利能力更强，公司归母净利润不断提升。但油价过高时，由于国家征收石油特别收益金，公司盈利增速会放缓。

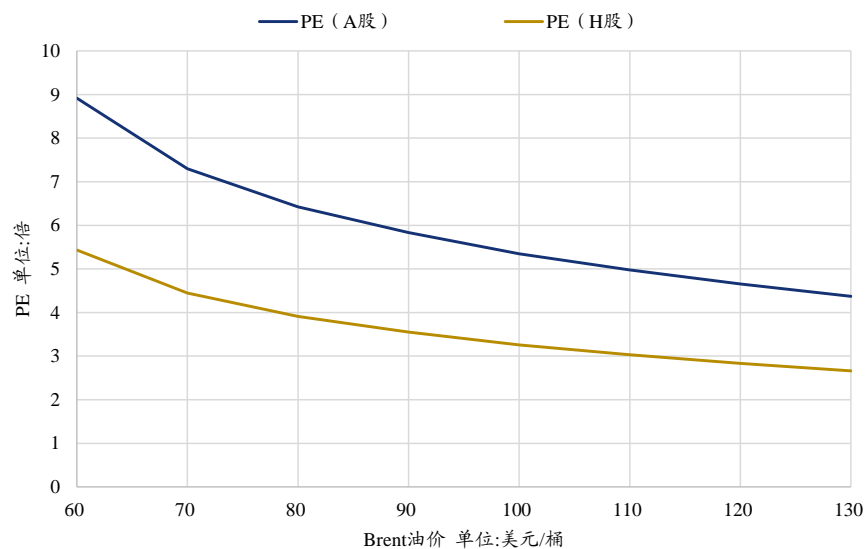
2023年公司归母净利润对油价敏感性分析（百万元，美元/桶）



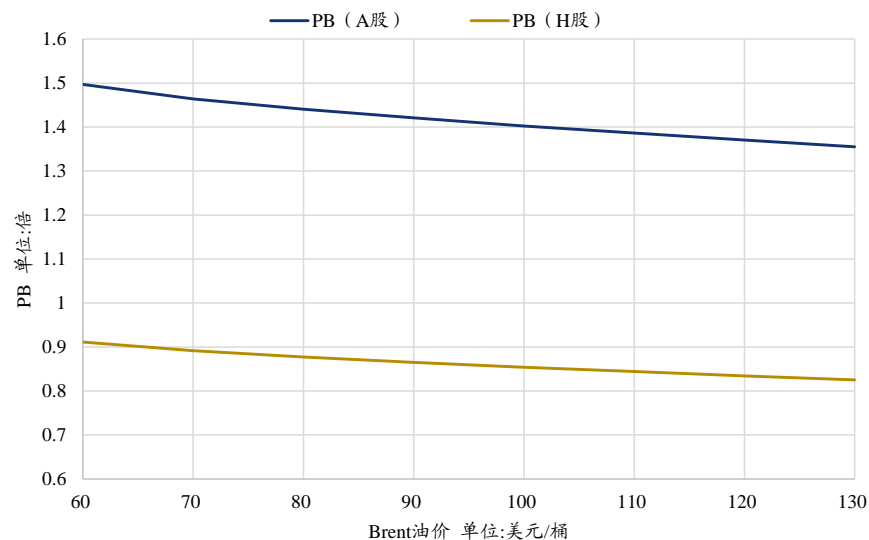
3.4 敏感性分析：中海油

- 根据我们测算，当油价位于60-100美元/桶时，中海油A股PE在4-9倍之间，H股PE在2-6倍之间；中海油A股PB在1.4倍左右，H股PB在0.9倍左右。纵向看，中海油H股2011-2021年PE区间为9-12倍，PB区间为1-1.8倍，中海油H股估值仍有上行空间。

2023年公司PE对油价敏感性分析（倍，美元/桶）



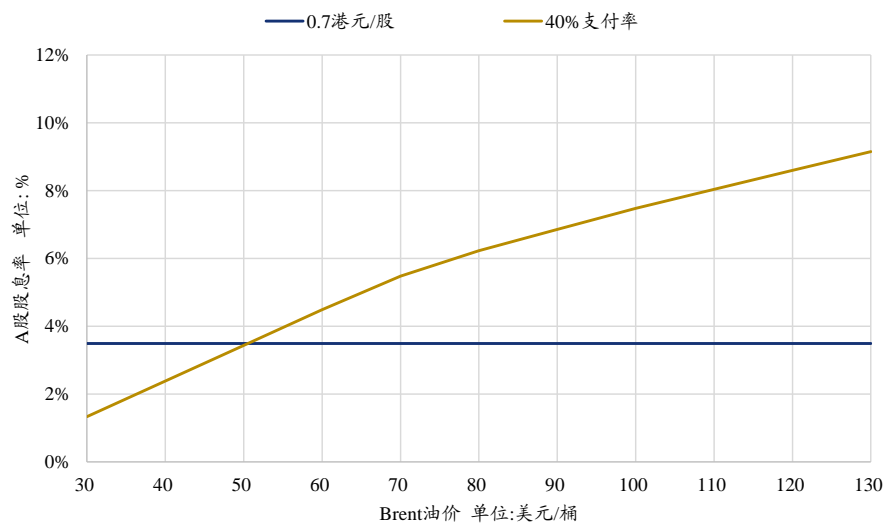
2023年公司PB对油价敏感性分析（倍，美元/桶）



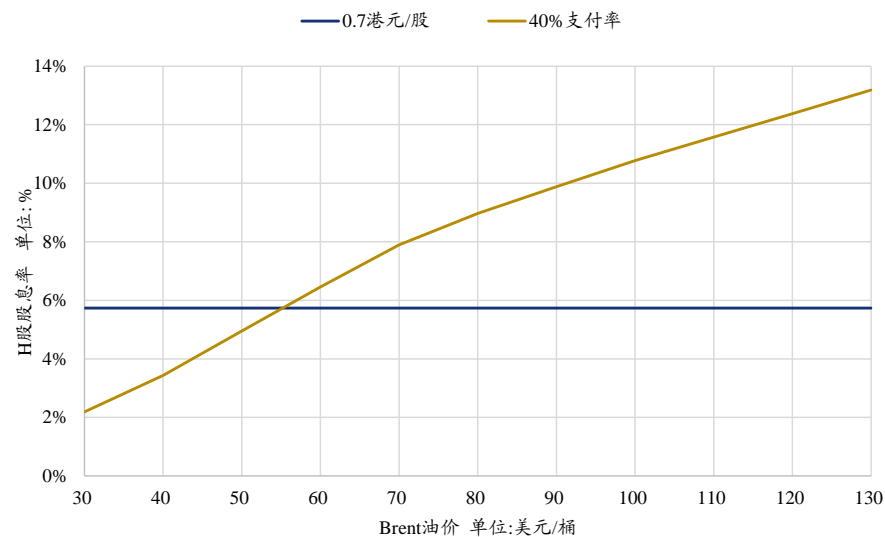
3.4 敏感性分析：中海油

- 根据敏感性分析，在油价位于60-100美元/桶之间，按照2023年4月7日收盘价，中海油A股股息率在4-8%，H股股息率在6-11%，收益率水平处于国内领先地位。

2023年公司A股股息率对油价敏感性分析（%，美元/桶）



2023年公司H股股息率对油价敏感性分析（%，美元/桶）



第四章 风险提示

4. 风险提示

- 地缘政治风险。
- 宏观经济波动风险。
- 成品油需求复苏不及预期。

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园