

石油石化

证券研究报告
2023年04月12日

三桶油国际对标，如何提估值？

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

张樨樨

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517120003

zhangxixi@tfzq.com

在国际能源股整体价值重估的背景下，三桶油对比国际公司，在两方面存在提估值空间：

- 1) PB/ROE 本身存在低估，分红收益率也高于国际同行。海外投资者对能源股认知的改变，也正在向国内传导，有望拉动 PB 估值回升。
- 2) 基本面 ROE 水平相比国际同行的差距也是不容忽视的。对比 2021 年 vs.2018 年，同样油价环境下，三桶油盈利中枢已经上移，主要得益于政策红利和减员增效。展望未来，关注三桶油进一步改善空间——对于中国海油主要来自资源禀赋优势和资产负债表扩张；对于中国石化、中国石油主要来自降本和减油增化结构调整。

重点看好：中国石化（A）、中国石油（A）；建议重点关注：中国海油（H）。

风险提示：国际油公司股价大跌的风险；成品油消费税放松的风险；天然气价改滞后以及天然气实现价格下跌的风险；中国石油、中国石化降本不及预期的风险。

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《石油石化-行业专题研究：“石油人民币”时代，有哪些投资主线？》
2023-04-01
- 2 《石油石化-行业专题研究：能源央企估值修复逻辑》
2023-03-07
- 3 《石油石化-行业专题研究：天然气专题：美国天然气大跌，2023 怎么看？》
2023-02-13

内容目录

1. 三桶油估值国际比较，是否严重低估？	3
1.1. 分红收益率	3
1.2. PB/ROE	3
2. 业绩中枢正在潜移默化地提升（2021 vs. 2018）	4
3. 内生发展，如何进一步提升 ROE？	5
3.1. 中国海油：应凭借资源禀赋，扩张资产负债表	5
3.2. 中国石油：应进一步降成本	6
3.3. 中国石化：减油增化，进一步降本	7
4. 外部因素，将如何享受政策红利？	7
4.1. 成品油稀缺性提升，及消费税整顿	7
4.2. 天然气价改	8
5. 投资观点	8
6. 风险因素	8

图表目录

图 1：2022 年三桶油分红收益率与国际公司比较	3
图 2：三桶油 PB/ROE 估值与国际公司比较	3
图 3：中国石油：2021vs.2018 经营利润（亿元）	4
图 4：中国石化：2021vs.2018 经营利润（亿元）	4
图 5：中国石油：员工人数变化（左图单位：人；右图单位：人/万吨）	4
图 6：中国石化：员工人数变化（左图单位：人；右图单位：人/万吨）	5
图 7：中国海油：与国际同行 ROE 分拆比较	5
图 8：中国石油：与国际同行 ROE 分拆比较	6
图 9：中国石油：油气生产成本和盈利（美金/桶）	6
图 10：中国石油：油气产量结构（百万桶油当量）	6
图 11：中国石化：与国际同行 ROE 分拆比较	7
图 12：中国石化：油气生产成本和盈利（美金/桶）	7
图 13：中国石化：油气产量结构（百万桶油当量）	7
图 14：中国石油：天然气实现价格（元/方）	8
图 15：中国石化：天然气实现价格（元/方）	8

1. 三桶油估值国际比较，是否严重低估？

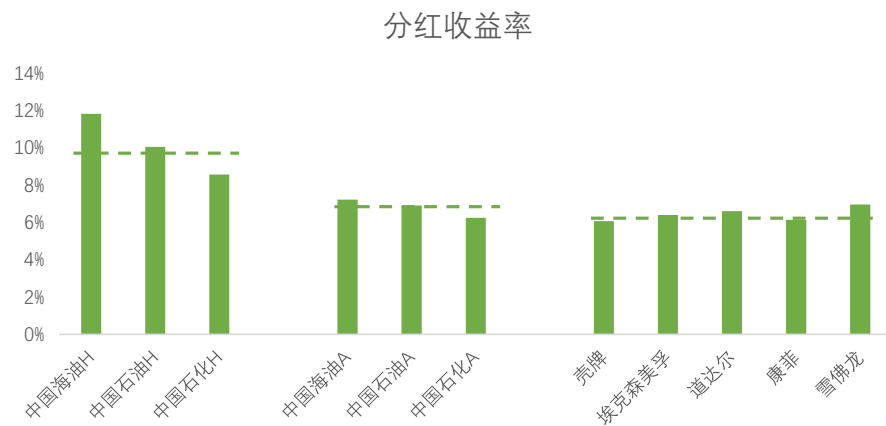
1.1. 分红收益率

将分红收益率放在最前面，因为我们认为分红收益率是最为保守的估值方法。当市场比较悲观的时候，追求安全边际的投资者倾向于看该指标。在我们分析三桶油和国际公司的分红时，都考虑了常规分红和回购股票两方面加总。

三桶油 A 股平均分红收益率 7%，三桶油 H 股平均分红收益率高达 10%，都高于国际公司平均的 6%。

相较之下，国际公司 2022 年的分红和回购中，回购占比已经占到了一半或以上。比如埃克森美孚 2022 年报分红和回购各约 150 亿美元；壳牌分红 74 亿美金，回购高达 184 亿美金。国内三桶油仍然以普通分红为主，中国石化在 2022 年四季度开启了回购股票，2023 年一季度中国石油也在董事会上提交了股东大会关于回购股票的一般授权。

图 1：2022 年三桶油分红收益率与国际公司比较



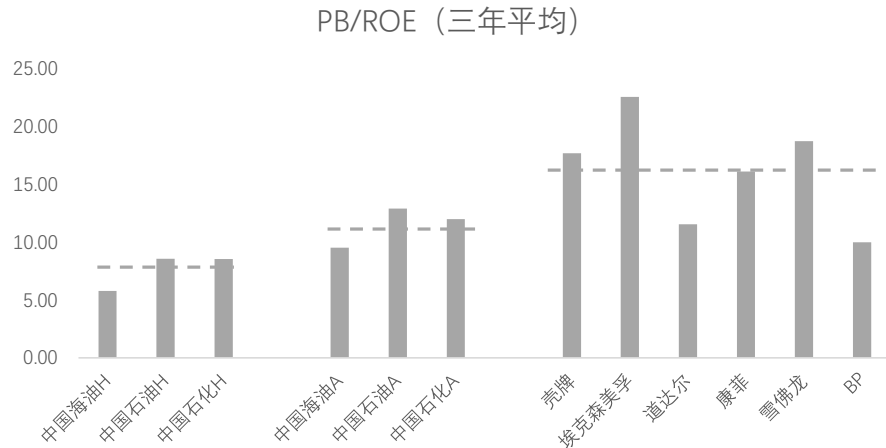
资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. PB/ROE

PB/ROE 的估值比较，因为 ROE 指标的加入，相当于在分红回报之外，额外加入了对成长因素的考量（因为公司赚取的利润不仅可以用于分红，也可以用于资本开支支撑未来成长）。该估值方法的缺陷在于未考量增长的有效性，即边际投入的回报率，然而在边际投入回报方面中国海油可能具有显著优势。

在 PB/ROE 估值比较中，我们使用三年（2020-2022 年）平均的 ROE 水平，以求看到在中枢油价下的估值水平比较。三桶油 A 股平均的 PB/ROE 为 11.5 倍，H 股平均为 7.6 倍，均显著低于国际公司平均值 16.1 倍。

图 2：三桶油 PB/ROE 估值与国际公司比较



资料来源: wind, 天风证券研究所 (注: 以上数据为 2019-2022 年三年平均)

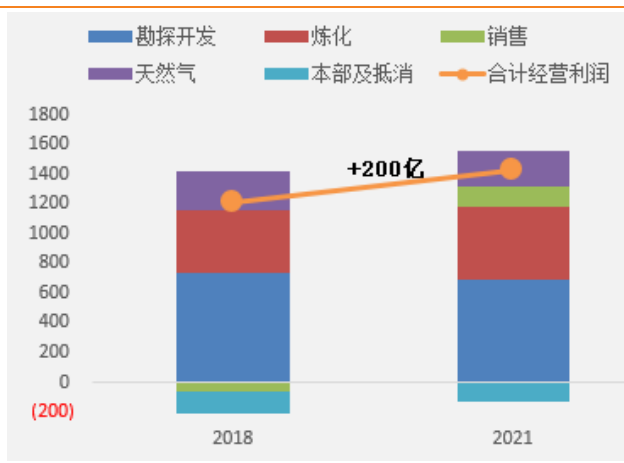
2. 业绩中枢正在潜移默化地提升 (2021 vs. 2018)

2021 年和 2018 年的 Brent 油价均值都在 71 美金/桶左右, 这是个巧合, 刚好可以帮助我们比较同等油价下两家公司的业绩中枢变化。

中国石化 2021 年经营利润比 2018 年+120 亿左右, 主要来自上游板块, 即降本带来的好处。

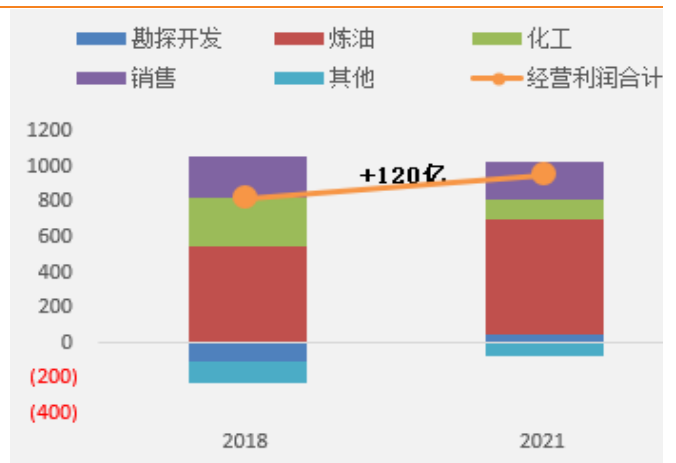
中国石油 2021 年经营利润比 2018 年+200 亿左右, 主要来自炼化和销售板块。

图 3: 中国石油: 2021vs.2018 经营利润 (亿元)



资料来源: 中国石油公司公告, 天风证券研究所

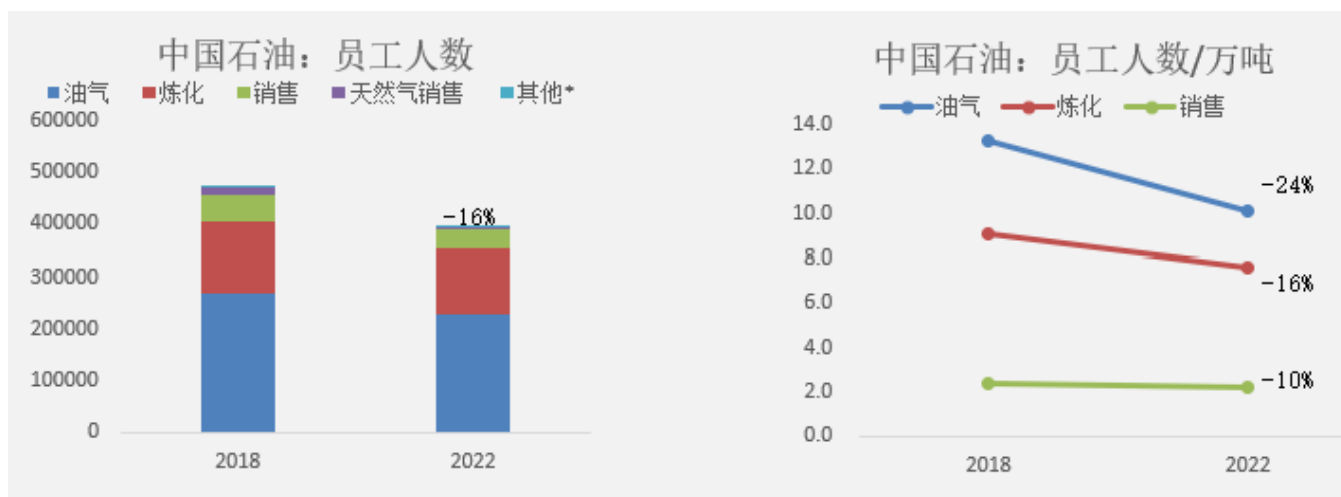
图 4: 中国石化: 2021vs.2018 经营利润 (亿元)



资料来源: 中国石化公司公告, 天风证券研究所

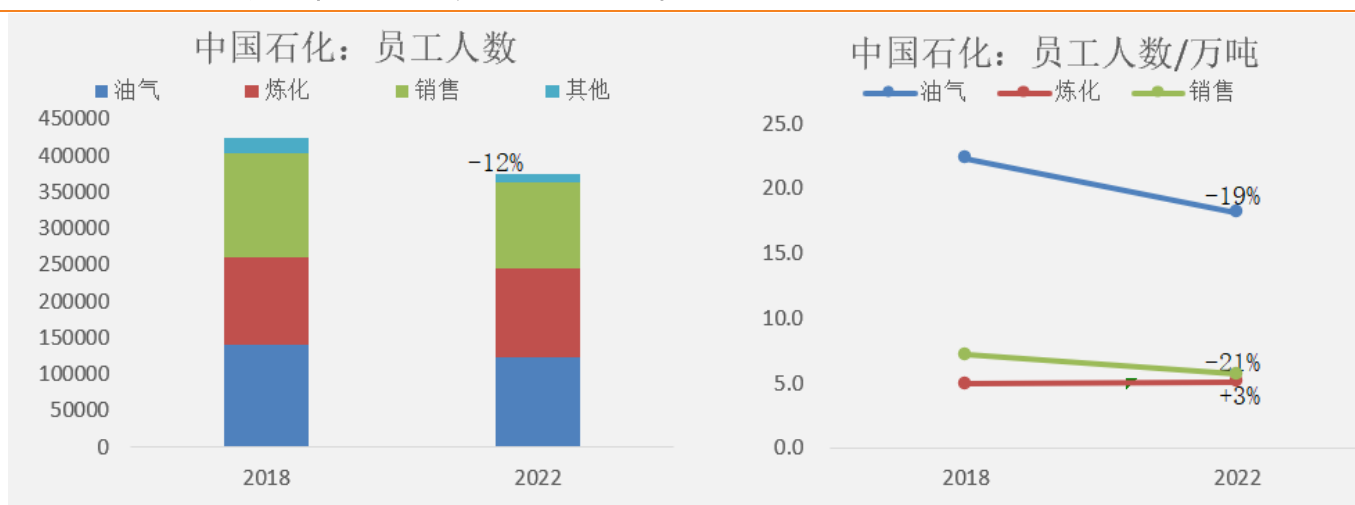
人员成本包袱逐渐减轻。自国家要求央企“三供一业”移交之后, 两家公司通过减员和业务增量, 实现了单位产量员工人数的明显下降。

图 5: 中国石油: 员工人数变化 (左图单位: 人; 右图单位: 人/万吨)



资料来源：中国石油公司公告，天风证券研究所

图 6：中国石化：员工人数变化（左图单位：人；右图单位：人/万吨）



资料来源：中国石化公司公告，天风证券研究所

3. 内生发展，如何进一步提升 ROE?

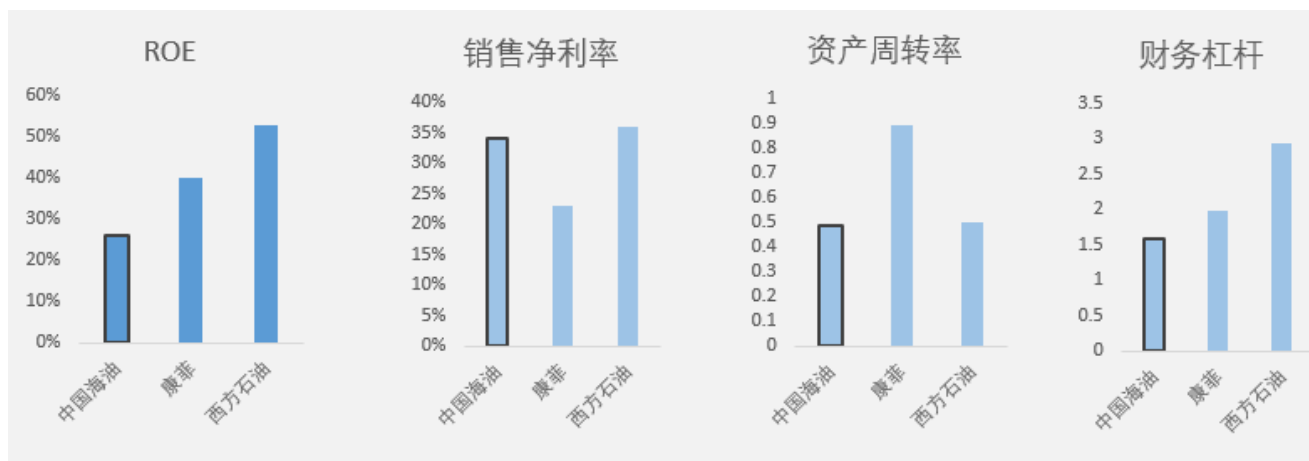
国际同行 PB 平均 1.9 倍，三桶油 A 股平均 PB 1.06 倍，三桶油 H 股平均 PB 仅 0.69 倍。

国际同行 ROE 三年平均 12%，三桶油 ROE 三年平均 10%，仍有提升空间。如果单看 2022 年，由于油价高位，考虑到产业结构差异，三桶油 ROE 相比国际同行差异更大。

3.1. 中国海油：应凭借资源禀赋，扩张资产负债表

2022 年中国海油 ROE 为 26%，低于国际同行（选取了康菲和西方石油两家独立上游公司）。拆分来看，中国海油的销售净利率并不低，表明其油气资源质量较好。但是财务杠杆显著低于国际同行。**给中国海油的建议**，我们认为考虑公司资源禀赋优良、油气成本低，或可以提高杠杆率，扩张资产负债表，以提升 ROE。

图 7：中国海油：与国际同行 ROE 分拆比较



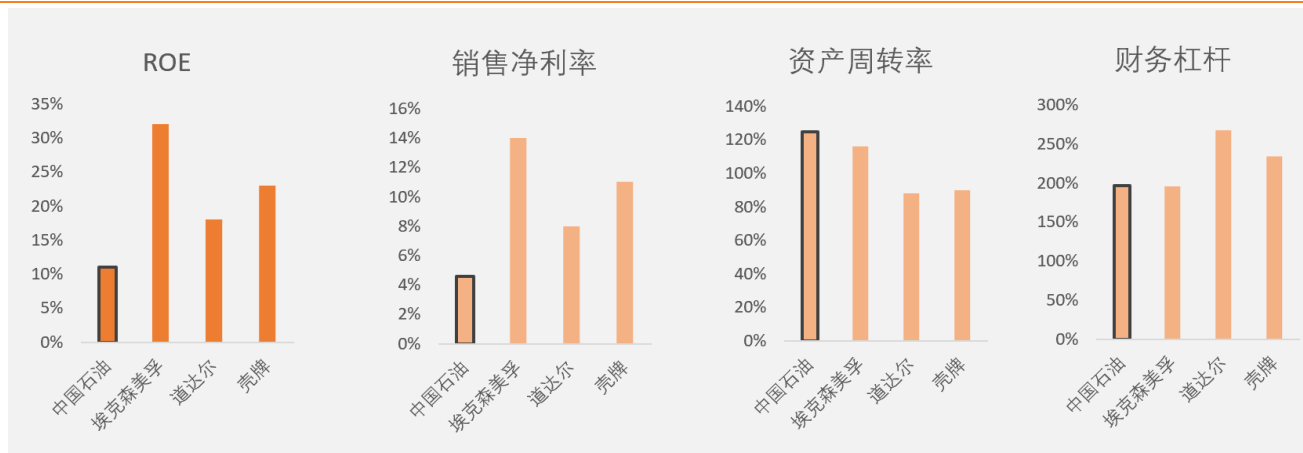
资料来源：wind，天风证券研究所

3.2. 中国石油：应进一步降成本

2022 年 ROE=11%，显著低于国际同行（选取了埃克森美孚、道达尔等几家产业结构与中石油比较类似的国际石油公司）。拆分来看，主要是销售净利率偏低，具体原因可能是桶油成本较高。

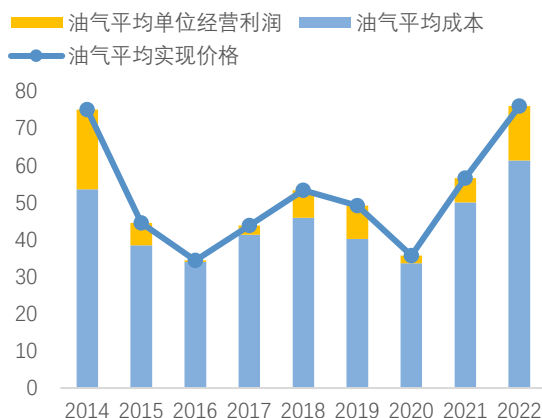
值得注意的是，中国石油过去几年，原油产量变化不大，而天然气产量持续攀升，目前上游产量结构中天然气已经占到 46%。而随着国内天然气价改推进，公司天然气实现价格连年上升。**给中国石油的建议**，我们认为公司或可以降低上游生产成本，并进一步提升天然气比例，以提升净利率和 ROE。

图 8：中国石油：与国际同行 ROE 分拆比较



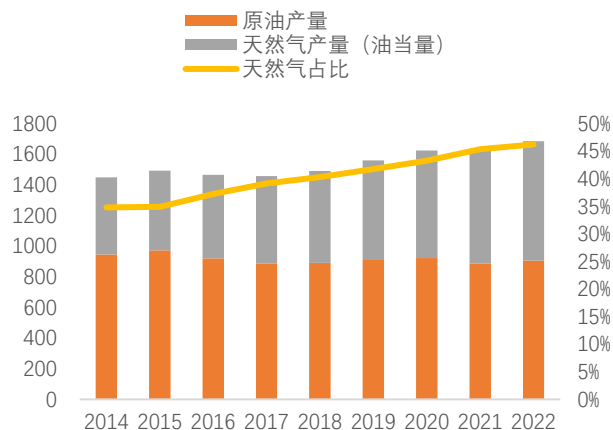
资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：中国石油：油气生产成本和盈利（美金/桶）



资料来源：中国石油公司公告，天风证券研究所

图 10：中国石油：油气产量结构（百万桶油当量）



资料来源：中国石油公司公告，天风证券研究所

3.3. 中国石化：减油增化，进一步降本

中国石化与国际同行的比较，考虑中石化的产业链特点，我们选取了炼化公司作为对标。中石化 2022 年 ROE=8.5%，但主要贡献来自上游业务，炼化板块的 ROE 约为 0%。拆分来看，主要差异在于炼化毛利率偏低，可能有两方面原因：1) 成本负担偏重；2) 炼化资产结构偏炼油。对比毛利率和资产周转率，中石化偏炼油的资产结构决定了其毛利率偏低、资产周转率较高；反过来，荣盛石化、恒力石化偏化工的资产结构决定了其毛利率较高，但资产周转率偏低。

未来几年的行业环境，可能对炼油型炼厂的友好程度改善。因为国内炼能扩张政策较为严格，意味着成品油以及相关的芳烃产品稀缺性会（至少阶段性）增强。

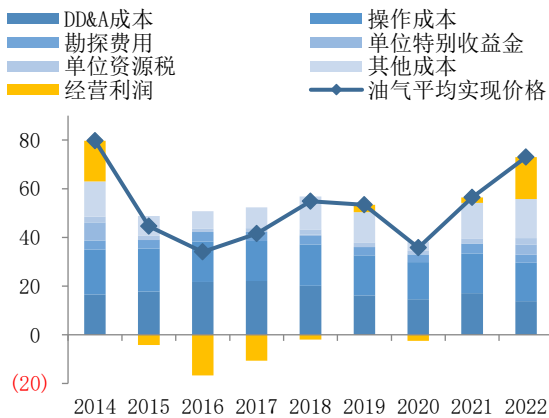
给中国石化的建议，我们认为炼化板块长期来看减油增化是趋势，降低成本、削减低效炼厂也有助于提升毛利率和 ROE。

图 11：中国石化：与国际同行 ROE 分拆比较



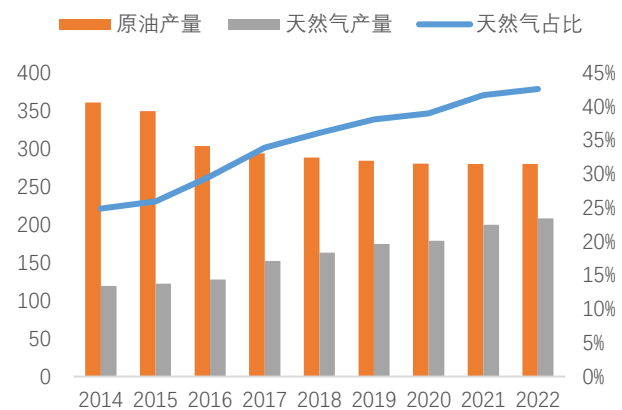
资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：中国石化：油气生产成本和盈利（美金/桶）



资料来源：中国石化公司公告，天风证券研究所

图 13：中国石化：油气产量结构（百万桶油当量）



资料来源：中国石化公司公告，天风证券研究所

4. 外部因素，将如何享受政策红利？

4.1. 成品油稀缺性提升，及消费税整顿

政策影响下，未来 3 年，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。

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，成品油供需关系将趋紧。

国家自 2021 年开始对消费税问题加强整顿。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将有改善。

详见此前报告《能源央企估值修复逻辑》。

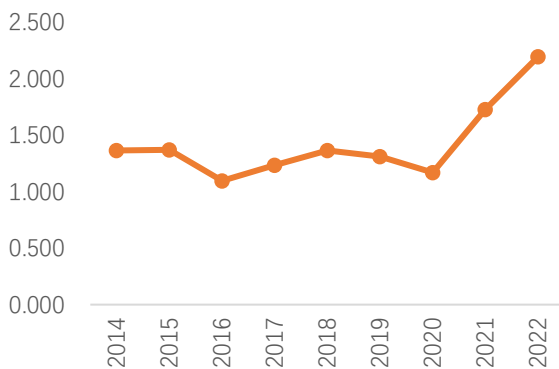
4.2. 天然气价改

中国天然气市场化改革持续推进。2020 年《国务院关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》提出，推进油气管网对市场主体公平开放，适时放开天然气气源和销售价格，健全竞争性油气流通市场。

从报表上来看，中国石油 2022 年国内天然气实现价格同比+27.6%，中国石化 2022 年天然气实现价格同比+13%。

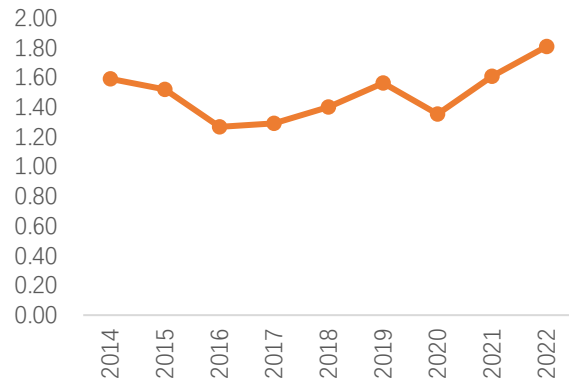
根据财新，中石油已发布 2023-2024 合同年度管道气价格政策。与 2022 年度方案相比，新方案压减了低价气量，同时提升了合同内气价。

图 14：中国石油：天然气实现价格（元/方）



资料来源：中国石油公司公告，天风证券研究所

图 15：中国石化：天然气实现价格（元/方）



资料来源：中国石化公司公告，天风证券研究所

5. 投资观点

在国际能源股整体价值重估的背景下，三桶油对比国际公司，在两方面存在提估值空间：

- 1) PB/ROE 本身存在低估，分红收益率也高于国际同行。海外投资者对能源股认知的改变，也正在向国内传导，有望拉动 PB 估值回升。
- 2) 基本面 ROE 水平相比国际同行的差距也是不容忽视的。对比 2021 年 vs.2018 年，同样油价环境下，三桶油盈利中枢已经上移，主要得益于政策红利和减员增效。展望未来，关注三桶油进一步改善空间——对于中国海油主要来自资源禀赋优势和资产负债表扩张；对于中国石化、中国石油主要来自降本和减油增化结构调整。

重点看好：中国石化（A）、中国石油（A）；建议重点关注：中国海油（H）。

6. 风险因素

- 1) 全齐经济衰退，需求大幅减少，导致油价大跌、国际油公司股价大跌的风险；

- 2) 消费税问题实际整顿力度或较弱，成品油消费税放松的风险；
- 3) 中国天然气市场化改革进度不及预期，或存在天然气价改滞后以及天然气实现价格下跌的风险；
- 4) 公司经营层面，或受通胀等因素影响，存在中国石油、中国石化降本不及预期的风险。

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