

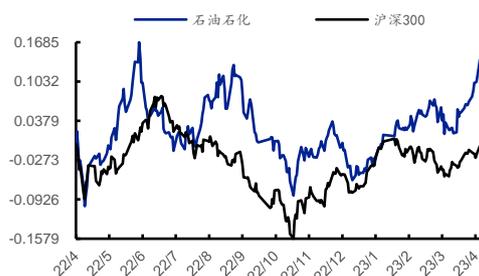
研究所  
 证券分析师：李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn  
 联系人：汤永俊 S0350121080058  
 tangyj03@ghzq.com.cn

## 出行恢复推动成品油景气上行，看好三桶油价

### 值重估

#### ——石油石化行业动态研究

#### 最近一年走势



#### 行业相对表现

表现	1M	3M	12M
石油石化	10.1%	14.8%	12.3%
沪深300	4.8%	0.3%	-0.9%

#### 相关报告

《——基础化工行业周报：万华 Q1 利润环比大幅提升，玲珑 Q1 预计同比扭亏为盈（推荐）\*基础化工\*李永磊，董伯骏》——2023-04-16

《——化工新材料行业周报：2025 年全球 OLED 材料产值将达 30 亿美元，普利特 2022 年归母净利润同比增长 751%（推荐）\*基础化工\*李永磊，董伯骏》——2023-04-16

《——万华化学（600309）一季报点评：一季度业绩环比改善，原料下行推动盈利持续修复（买入）\*化学制品\*李永磊，董伯骏》——2023-04-15

《新亚强(603155)深度报告：立足差异化策略，深耕有机硅细分领域（买入）\*化学制品\*董伯骏，李永磊》——2023-04-14

《长青股份(002391.SZ)2022 年报及 2023 一季报点评：2023Q1 业绩改善明显，宜昌基地逐渐放量（买入）\*农化制品\*董伯骏，李永磊》——2023-04-14

#### 投资要点：

##### ■ 炼厂检修陆续增多，出行增加或推动成品油景气上行

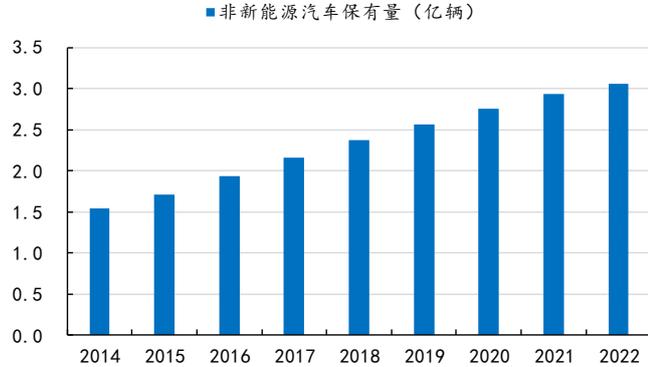
进入 2023 年，随着疫情防控全面放开，民众私家车出行频率增加，且受春节假期带动，车辆出行半径增大，带动汽油等成品油需求提升，汽油价格价差也环比改善。据 Wind，2023 年一季度汽油市场均价达 8899 元/吨，环比+1.99%，汽油-原油（扣除消费税及增值税）价差达 1621 元/吨，环比+68.01%。进入二季度，供给端，炼厂检修逐步增多，据百川资讯，山东地炼方面，垦利石化、联合石化、利津石化、齐成石化合计 1420 万吨/年产能将于二季度相继进入检修，同时一季度开始检修的鑫泰石化、东营石化仍处检修状态；主营炼厂方面，长庆石化、辽阳石化、乌鲁木齐石化和金陵石化也于 4 月份相继进入检修。需求端，随着天气好转，人们外出旅行持续增加，叠加五一长假利好支撑，汽油需求向好发展；同时，春耕备耕工作陆续推进，农业用油增多，工程基建开工、物流运输也逐步恢复，柴油下游需求有所支撑。在供给收缩而需求不断修复背景下，成品油价格价差有望逐步上行，中石油、中石化等主营炼厂或将受益。

##### ■ 成品油供给或将收缩，中石化等现有炼油产能将持续受益

据卓创资讯，2022 年国内原油一次加工能力达 9.46 亿吨，而国务院颁布的《2030 年前碳达峰行动方案》明确提出，到 2025 年国内原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内，这意味着未来 3 年国内炼能只有 6% 的累计增长空间。同时，近年石化行业积极推进“降油增化”，2022 年工信部等六部委印发的《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》提出有序推进炼化项目“降油增化”，延长石油化工产业链。在此背景下，新建炼厂产品结构均以化工品为主，其中盛虹炼化成品油收率仅为 31%；山东裕龙石化一期项目成品油收率仅为 12.5%，而裕龙石化建设指标主要通过整合当地落后地炼产能获得，而被整合的产能过去主要以炼油为主。在国内新增炼能受限、新炼厂成品油收率较低、落后炼油产能逐步被整合背景下，国内成品油供给或将迎来收缩。而需求端，国内燃油车保有量仍呈上行趋势，据 Wind，2022 年国内非新能源汽车保有量达 3.06 亿辆，同比+4.0%。同时，随着疫情放开，出行恢复将有效带动汽油和航煤需求

的提升；而经济的逐步复苏，也将带动工程建设以及物流运输的恢复，进而带动柴油需求提升。因此，从长期看，成品油供给或将收缩，中国石化、中国石油等现有炼油产能将持续受益。

图 1：国内非新能源汽车保有量持续增长



资料来源：Wind，国海证券研究所

■ 海外炼能增长放缓，国内炼能有望得到重估

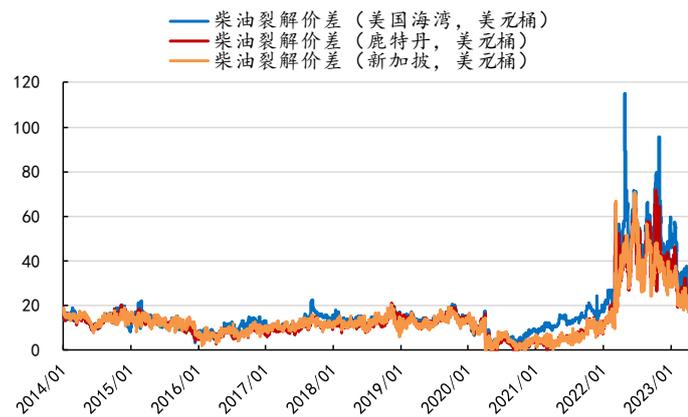
近年海外炼能增长放缓，从炼化行业资本开支/折旧摊销这一指标看，据彭博数据，欧洲地区从 2016 年的 1.57 逐步下行至 1.15，北美地区从 2016 年的 1.28 逐步下行至 0.79，出现一定程度收缩。在海外炼能供给持续收紧的同时，疫情常态化也推动海外成品油需求逐步修复，造成成品油供需趋紧，进而带动成品油裂解价差来到高位。据 Wind，2022 年美国海湾/鹿特丹/新加坡柴油裂解价差分别达 48.2/39.9/35.1 美元/桶；截至 4 月 14 日，2023 年美国海湾/鹿特丹/新加坡柴油裂解价差分别达 37.6/28.8/24.8 美元/桶，虽有所回落，但仍处历史高位。在海外炼能趋紧背景下，国内存量炼能稀缺性凸显，有望得到重估。而 3 月 27 日，荣盛控股与沙特阿美全资子公司 AOC 签署协议，将荣盛石化 10.13 亿股以 24.3 元/股的价格转让给 AOC，若以 3 月 27 日荣盛石化收盘价 12.91 元/股作参考，溢价率高达 88.23%。沙特阿美高溢价收购，也体现了国际市场对中国炼能的认可，国内炼能价值或将获得重估，而中石化、中石油、中海油作为国内拥有炼能最多企业，也有望得到价值提升。

表 1：全球主要地区/国家炼化行业资本开支/折旧摊销情况

地区/国家	2016	2017	2018	2019	2020	2021
欧洲	1.57	1.44	1.55	1.39	1.1	1.15
北美	1.28	0.91	1.06	1.23	0.77	0.79
亚太 (除中国)	1.96	2.03	2	1.89	1.81	1.51
中国	0.93	4.14	8.1	6.15	3.03	2.35

资料来源：Bloomberg，国海证券研究所

图 2: 海外主要地区柴油裂解价差情况

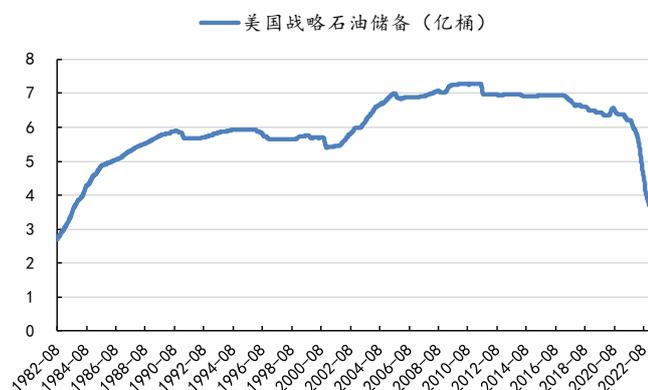


资料来源: Wind, 国海证券研究所

■ OPEC+宣布额外减产, 对油气开采业务形成利好支撑

据隆众资讯, 4月2日沙特和其他 OPEC+ 产油国宣布自愿进行额外减产, 沙特表示将从 5 月起每天减产 50 万桶, 直到 2023 年底。与此同时, 阿联酋、科威特、伊拉克、阿曼和阿尔及利亚表示, 它们将在同一时期自愿减产。叠加俄罗斯此前主动减产 50 万桶/日的额度, 合计减产力度为 164.90 万桶/日, 约占全球石油产量的 1.5%。需求端, 据 OPEC 4 月原油市场报告, 欧佩克预期 2023 年全球石油需求将大幅增长, 增加 232 万桶/天, 达到 1.0189 亿桶/天。而在 OPEC 1 月原油市场报告, 2023 年需求预期值为 1.0177 亿桶/天, 近几个月呈上调趋势, 体现欧佩克对全球原油需求增长的信心, 而这主要来自中国等非经合组织经济体的需求修复。同时, 美国战略石油储备接连下滑, 截至 4 月 7 日, 美国战略石油储备已降至 3.70 亿桶, 为 1984 年以来最低值, 存较大补库压力。供给端减少、需求端预期向上、再叠加美国战略石油储备存较大补库压力, 看好原油价格中高位维持, 这将对中海油、中石油、中石化等油气开采业务形成利好支撑。

图 3: 美国战略石油储备降至 1984 年以来低点

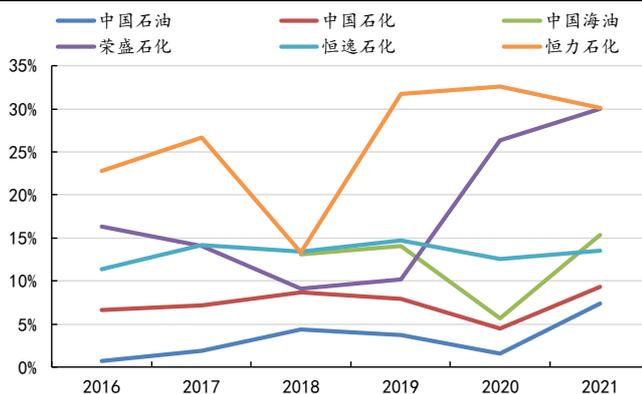


资料来源: EIA, 国海证券研究所

■ 国企改革有序推进，三桶油估值有望修复

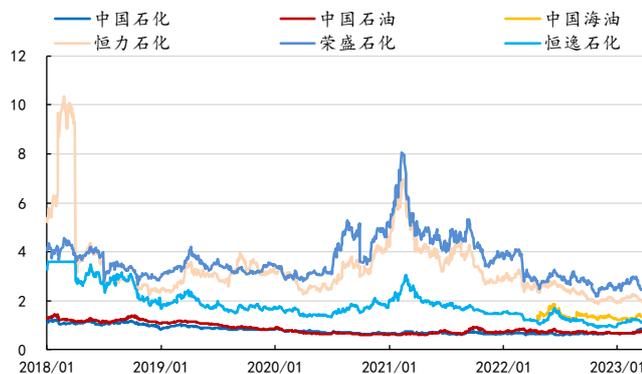
2023年1月，国资委召开央企负责人会议，会议明确，2023年中央企业“一利五率”目标为“一增一稳四提升”，“一增”即确保利润总额增速高于全国GDP增速；“一稳”即资产负债率总体保持稳定；“四提升”即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率4个指标进一步提升。2023年3月，国资委启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动。目前，相较民营炼化等化工企业，三桶油ROE等考核指标仍处于较低水平，在国企改革有序推进背景下，中石化、中石油、中海油等国央企有望不断提高经营水平，加强成本控制，进一步提升公司竞争力及盈利水平。同时，2022年11月证监会主席易会满提出探索建立具有中国特色估值体系；上交所也制定了新一轮央企综合服务相关安排，包括服务推动央企估值回归合理水平。相比国内民营炼化等企业，三桶油目前估值仍处低位，其中截至4月17日，中国石化和中国石油PB分别为0.97和0.98，与恒力石化和荣盛石化的2.13和3.16PB仍存较大差距，未来估值有望持续修复。

图 4：三桶油及民营炼化 ROE 对比情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 5：三桶油及民营炼化 PB 对比情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

- 行业评级及投资策略** 综合考虑出行恢复将带动成品油景气上行，以及成品油新增产能放缓对现有炼能的利好，看好石化行业盈利修复，维持石油石化行业“推荐”评级。
- 重点关注个股** 中国石化、中国石油、中国海油、上海石化。
- 风险提示** 政策落地情况、新产能建设进度不达预期、环保政策变动、经济大幅下行、原油价格大幅震荡。

#### 重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2023/04/20 股价	归母净利润（亿元）			EPS			PE			投资 评级
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
600028.SH	中国石化	6.34	663.02	705.46	758.31	0.55	0.59	0.63	7.88	10.78	10.02	未评级
601857.SH	中国石油	7.30	1493.75	1306.44	1300.15	0.82	0.71	0.71	6.09	10.25	10.30	未评级
600938.SH	中国海油	19.37	1417.00	1276.32	1299.78	2.98	2.68	2.73	5.10	7.22	7.09	未评级
600688.SH	上海石化	3.52	-28.72	9.64	14.43	-0.27	0.09	0.13	—	39.41	26.34	未评级

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：中国石化、中国石油、中国海油盈利取自 Wind 一致预期）

## 【化工小组介绍】

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，2年化工行业研究经验。

贾冰，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

杨丽蓉，浙江大学金融硕士，浙江大学化学工程与工艺本科，化工行业研究助理。

## 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均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，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。