

600028.SH
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 6.12

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	39.1	1.3	(1.4)	44.0
相对上证综指	40.1	1.6	2.1	45.0

发行股数(百万)	119,863.72
流通股(百万)	119,863.72
总市值(人民币 百万)	733,565.96
3个月日均交易额(人民币 百万)	678.89
主要股东	
中国石油化工集团有限公司	67.2

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以 2023 年 9 月 21 日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

石油石化: 炼化及贸易

证券分析师: 余嫒嫒

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

联系人: 徐中良

(8621)20328516

zhongliang.xu@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122050006

中国石化

提质增效上下游, 能源央企再启航

中国石化主营业务涵盖石油石化全产业链, 在油价剧烈波动的市场环境下, 经营业绩保持稳健。国际油价预计在中高位延续震荡, 上游勘探及开采业务或延续高景气度; 炼油板块及化工板块持续推进提质增效, 主营炼厂的行业竞争力有望提升; 营销及分销板块, 积极布局“油气氢电服”新兴业务, 推动加油站向“加能站”升级, 看好公司上游油气勘探开采业务延续高景气度, 炼厂及加油站资产持续优化升级, 首次覆盖, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- 中国石化主营业务集油气勘探开采、石油炼制、成品油及化工品销售于一体, 业绩稳定可期。2020 年以来, 国际油价剧烈波动, 中石化依托于产业链一体化优势, 经营业绩保持稳健, 同时, 公司运用股份回购等方式维护公司价值及股东权益。
- 勘探及开发板块, 技术进步助力增储上产, 降本增效提升盈利能力。未来随着“深地工程”的全力推进以及勘探开采理论技术的不断革新, 油气开采业务有望迎来增储上产和降本增效的新发展阶段。同时全球油气贸易格局重塑, 国际油价或维持中高位, 油气开采板块高景气度有望延续。
- 炼油板块及化工板块, 炼厂品质持续升级, 高端化工新材料加码布局, 2018 年以来, 中国石化已完成多个大型石化项目新建或改造。2023 年, 镇海炼化扩建项目(二期)、天津南港乙烯项目、海南炼化 100 万吨/年乙烯及炼油改扩建等大型炼化项目正在有序推进。此外, 中国石化科研实力雄厚, 技术储备丰富。未来随着炼厂产品结构调整, 高端化工品占比提升, 中国石化炼厂的规模优势及技术优势有望凸显。
- 营销及分销板块, 加油站数量持续增长, 成品油零售龙头地位巩固; 2023 年上半年, 中国石化的加油站数量达到 30918 座, 境内成品油总经销量为 92.47 百万吨, 同比增长 17.9%。在碳中和及新能源产业快速发展的背景下, 中国石化积极布局“油气氢电服”新兴业务, 推动加油站向“加能站”升级, 并以氢能为核心打造新能源业务, 围绕氢能产业链进行全方位布局, 未来, 中国石化加油站资产有望升级为遍布全国的低碳交通能源供应网络。

估值

- 基于油气开采业务维持高景气度, 炼厂及加油站提质增效持续推进, 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 684.86 亿元、780.07 亿元和 899.94 亿元, 对应 EPS (摊薄) 为 0.57 元/股、0.65 元/股、0.75 元/股, 对应市净率 (PB) 为 0.9 倍、0.9 倍和 0.8 倍, 首次覆盖, 给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 国际油价剧烈波动风险、环保政策变化带来的风险、生产装置异常, 人员操作失误带来的安全生产风险、经济异常波动、全球经济低迷。

投资摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	2,740,884	3,318,168	3,402,976	3,333,711	3,312,311
增长率(%)	30.1	21.1	2.6	(2.0)	(0.6)
EBITDA(人民币 百万)	223,714	195,279	208,002	237,918	269,902
归母净利润(人民币 百万)	71,208	66,302	68,486	78,007	89,994
增长率(%)	116.3	(6.9)	3.3	13.9	15.4
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.59	0.55	0.57	0.65	0.75
市盈率(倍)	10.3	11.1	10.7	9.4	8.2
市净率(倍)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(倍)	3.1	4.4	4.6	3.7	3.2
每股股息(人民币)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4
股息率(%)	7.3	4.5	4.7	5.3	6.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

1 特大型石化央企 一体化产业龙头	5
1.1 公司基本概况	5
1.2 化石能源保供主力军	6
1.3 全球炼化龙头企业，业绩稳健增长	9
1.4 海内外可比公司业绩对比分析	10
2 勘探及开发：增储上产，降本增效	12
2.1 全球油气贸易格局重塑，国际油价有望维持中高位	12
2.2 油气田资源丰富	13
2.3 原油产量维持稳定，天然气产量快速增长	15
2.4 技术进步助力增储上产及降本增效	17
2.5 勘探及开采板块高景气度有望延续	18
3 炼油及化工板块：提质增效，静待花开	19
3.1 我国石化产业的全球竞争力有望整体提升	19
3.2 主营炼厂提质增效	22
3.3 高端化工新材料加码布局	24
3.4 科研实力雄厚，石化产业技术引领	26
3.5 炼油板块及化工板块行业盈利有望修复	27
4 营销及分销：成品油零售龙头，加油站升级加能站	29
4.1 加油站数量持续增长，成品油零售龙头地位稳固	29
4.2 “油气氢电服”齐发力，加油站向“加能站”升级	30
4.3 营销及分销板块有望稳中向好	32
盈利预测与估值	33
风险提示	34

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 中国石化发展历程.....	5
图表 2. 中国石化股权结构.....	5
图表 3. 中国石化产业链.....	6
图表 4. 中国石化相关排名.....	6
图表 5. 中国原油、天然气对外依存度.....	7
图表 6. 中国石油、中国石化、中国海油历年原油产量（2017-2023H1）.....	7
图表 7. 中国石油、中国石化、中国海油天然气产量（2017-2023H1）.....	8
图表 8. 中国石化各业务板块营收占比（2017-2023H1）.....	8
图表 9. 公司历年营业收入（2017-2023H1）.....	9
图表 10. 公司历年归母净利润（2016-2023H1）.....	9
图表 11. 公司归母净利润与国际油价波动.....	10
图表 12. 中国石化市净率走势（2013-2023）.....	10
图表 13. 相关标的营业收入(2018-2023H1).....	11
图表 14. 相关标的归母净利润(2018-2023H1).....	11
图表 15. 相关标的摊薄 ROE(2018-2023H1).....	11
图表 16. 相关标的市盈率（2018-2023H1）.....	11
图表 17. 国际原油期货价格走势.....	12
图表 18. 美国及俄罗斯原油产量走势.....	12
图表 19. 全球原油需求量走势.....	12
图表 20. 中国石化主要油田资源介绍.....	13
图表 21. 中国石化主要气田资源介绍.....	14
图表 22. 中国石化国内油气田分布.....	15
图表 23. 中国石化原油探明储量与历年原油产量比值（2016-2022）.....	15
图表 24. 中国石化钻井数（2016-2022）.....	16
图表 25. 中国石化天然气净井数（2014-2022）.....	16
图表 26. 中国石化天然气探明储量与历年天然气产量比值（2014-2022）.....	17
图表 27. 中国石化石油勘探开发院代表性奖项.....	17
图表 28. 中国石化石油勘探开发院创新技术.....	18
图表 29. 中国石化勘探及开采板块营收、毛利及毛利率（2017-2023H1）.....	18
图表 30. 全球炼厂产能变化.....	19
图表 31. 中国炼厂产能及增速变化.....	20
图表 32. 中国化工新材料自给率发展现状（2021）.....	20
图表 33. 中国炼厂主体构成.....	21
图表 34. 炼油行业部分相关政策.....	21

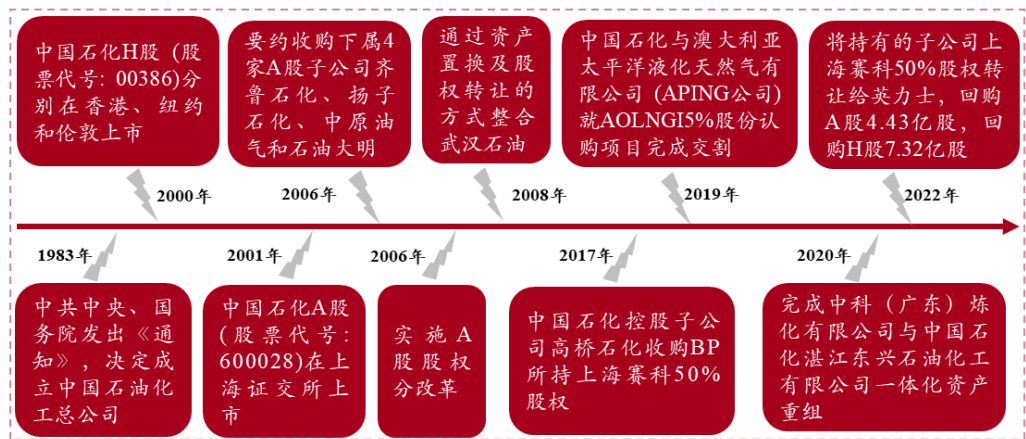
图表 35. 炼厂分类	22
图表 36. 中国石化千万吨规模以上炼厂	22
图表 37. 中国石化历年原油加工量 (2015-2022)	23
图表 38. 中国石化资本开支 (2023H1)	23
图表 39. 中国石化炼油板块和化工板块资本总支出 (2018-2022)	24
图表 40. 2018 年~2022 年炼油板块和化工板块重点建设项目	24
图表 41. 2023 年上半年中国石化炼油及化工板块主要在建项目	24
图表 42. 中国石化成品油收率和轻油收率	25
图表 43. 中国石化历年乙烯产量	25
图表 44. 中国石化部分高端化工品 (含在建)	26
图表 45. 中国石化主要技术研究机构介绍	27
图表 46. 公司炼油板块营业收入、毛利及毛利率	28
图表 47. 公司化工板块营收、毛利及毛利率	28
图表 48. 公司成品油经销及零售量	29
图表 49. 2022 年中国加油站数量分布结构	30
图表 50. 中国石化加油站数量	30
图表 51. “油气氢电服”综合加能站功能分区	31
图表 52. 中国石化 2022 年氢能业务的进展和成果	32
图表 53. 中国石化氢能业务 2050 年发展愿景	32
图表 54. 营销及分销板块营收、毛利及毛利率	32
图表 55. 板块经营数据预测	33
图表 56. 可比公司估值分析	33
利润表(人民币 百万)	35
现金流量表(人民币 百万)	35
财务指标	35
资产负债表(人民币 百万)	35

1 特大型石化央企 一体化产业龙头

1.1 公司基本概况

中国石油化工股份有限公司（China Petroleum & Chemical Corporation，SINOPEC），简称中国石化（上交所：600028.SH、港交所：0386.HK）是能源化工巨头企业，它集石油的勘探、开采、运输、炼制、销售于一体，涵盖石油产业链的上中下游。中国石油化工集团在《财富》世界 500 强企业排名中，2019 年及 2020 年均位居第二名，2021 年和 2022 年均名列第五位。2019 年至 2022 年在财富中国 500 强企业中均位居第 1 名。

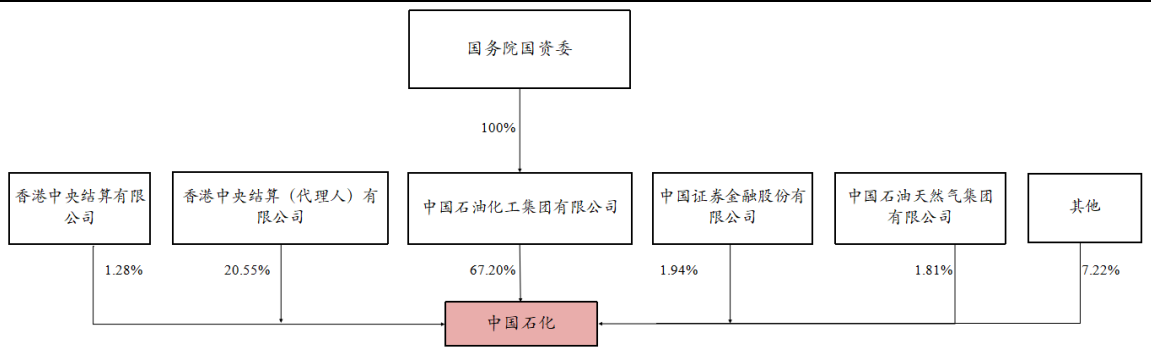
图表 1. 中国石化发展历程



资料来源：公司官网，中银证券

二十世纪末，中国的石油化工行业面临生产厂家众多、生产效率低下、国内竞争激烈、国际竞争力非常薄弱的局面。为改变这一状况，中国政府对石油化工工业实施了全面重组，按生产的上下游和地域关系，将原组织结构松散的中国石化总公司与原石油工业部重组为两大集团，即中国石油化工集团公司和中国石油天然气集团公司。中国石化是由中国石油化工集团公司于 2000 年 2 月 25 日独家发起的股份企业，目前在香港证券交易所和上海证券交易所分别上市，控股股东为国务院国资委。

图表 2. 中国石化股权结构



资料来源：公司官网，中银证券

数据截至：2023 年 6 月 30 日

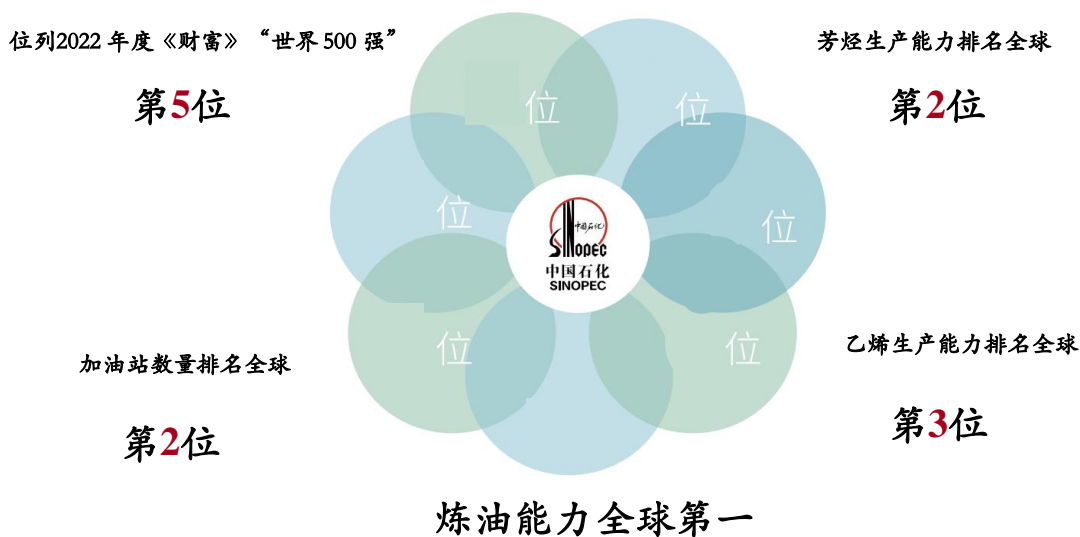
根据产业链关系，中国石化主营业务可分为上中下游三大环节：上游主要从事石油天然气勘探开发、运输、储存；中游主要从事石化产品的生产；下游主要从事成品油及化工产品销售等相关业务。中国石化是中国最大的成品油和石化产品供应商，此外根据 2022 年中国石化发布的报告，中国石化的芳烃生产能力全球排名第二，乙烯生产能力全球排名第三，炼油能力全球排名第一，加油站总数位居世界第二。

图表 3. 中国石化产业链



资料来源：公司官网，中银证券

图表 4. 中国石化相关排名

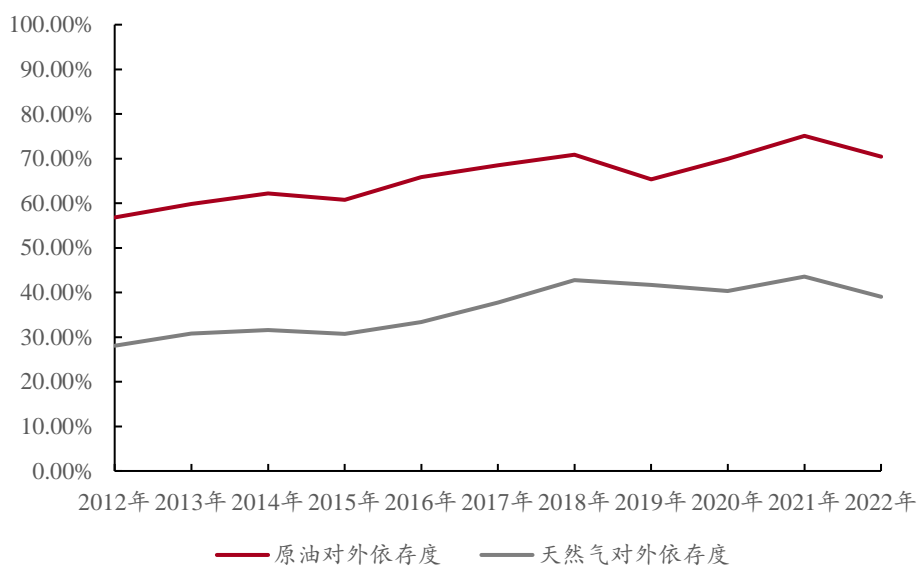


资料来源：2022年中国石化宣传册，中银证券

1.2 化石能源保供主力军

我国化石能源消费占比超 80%，原油天然气对外依赖度维持高位。我国的能源结构依然以传统能源为主，根据国家统计局 2022 年统计数据，在我国的能源结构中，煤炭占比为 56.2%，石油占比为 17.9%，天然气占比为 8.4%，三者累计占比达 82.5%。截至 2022 年，我国原油对外依赖度为 70.46%，天然气对外依赖度为 39.04%。

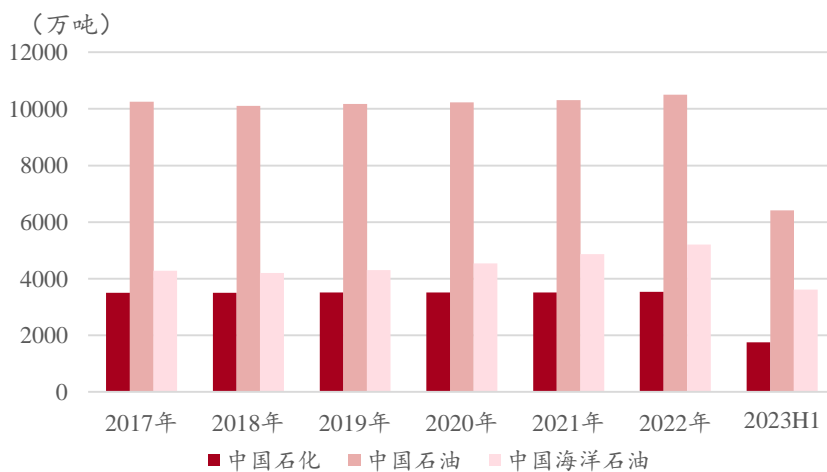
图表 5. 中国原油、天然气对外依存度



资料来源：同花顺、中银证券

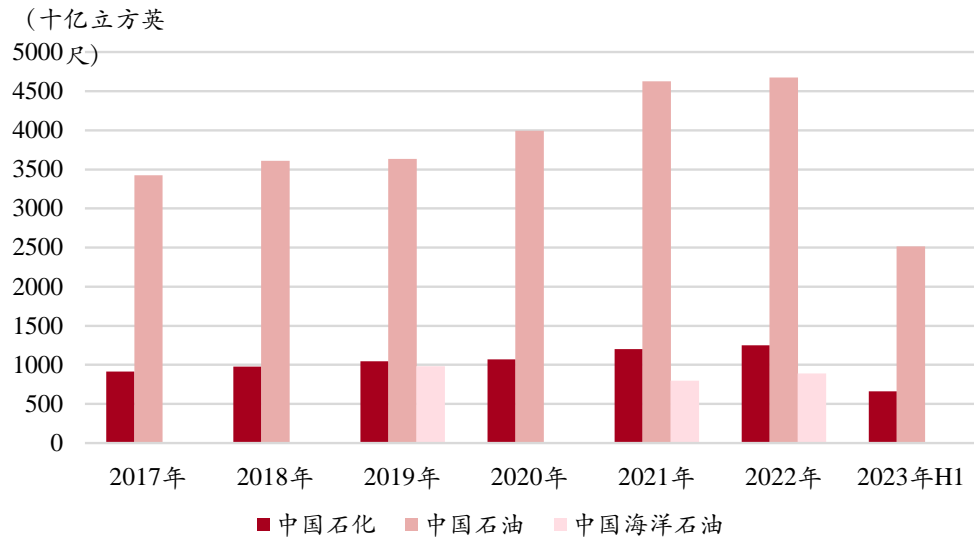
中国石油、中国石化、中国海油，作为国内石油石化行业的主力军，在中国能源产业安全中发挥着举足轻重的作用。中国石油、中国石化、中国海油 2022 年的原油产量分别为 10,500.00 万吨、3,532.30 万吨、5,203.70 万吨，在国内原油总产量的占比分别为 51.86%、17.45%、25.70%，总占比超过 95%。2023 年上半年，中国石化实现油气当量产量 2.50 亿桶，同比增长 3.3%，其中，天然气产量 6,609 亿立方英尺，同比增长 7.6%。

图表 6. 中国石油、中国石化、中国海油历年原油产量（2017-2023H1）



资料来源：万得、中银证券

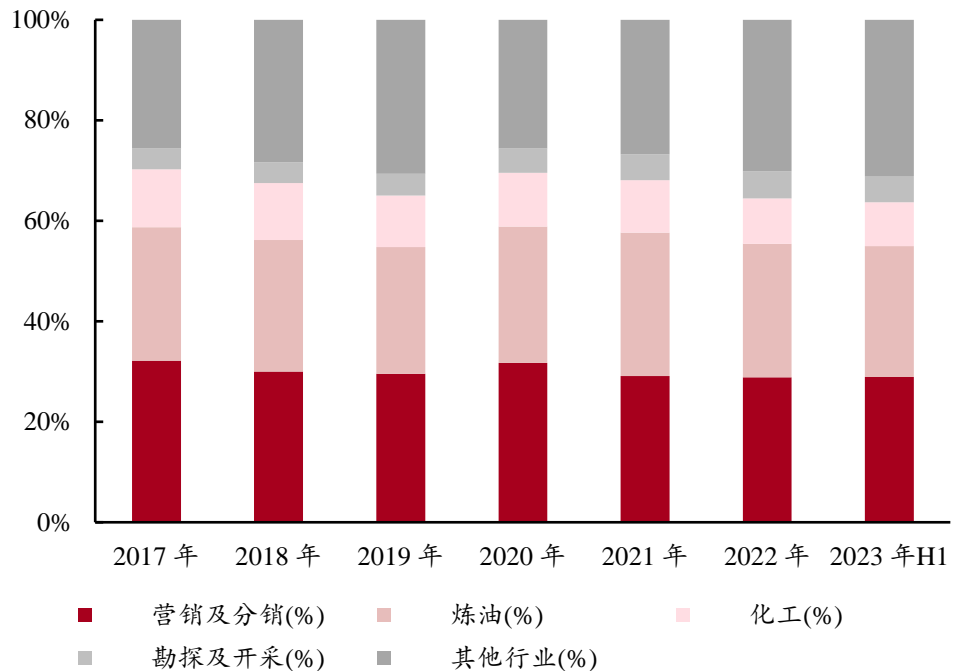
图表 7. 中国石油、中国石化、中国海油天然气产量 (2017-2023H1)



资料来源: 同花顺、中银证券

炼油及化工业务为中国石化核心业务。2022 年中国石化勘探及开采、炼油及化工板块的营收占比分别为 5.38%、35.62%；中国石油勘探及生产、炼油及化工板块的营收占比分别为 16.88%、21.49%；中国海油的油气销售板块业务占比为 83.59%。相比于中国石油和中国海油，中国石化炼油板块及化工板块的业务占比更大。

图表 8. 中国石化各业务板块营收占比 (2017-2023H1)



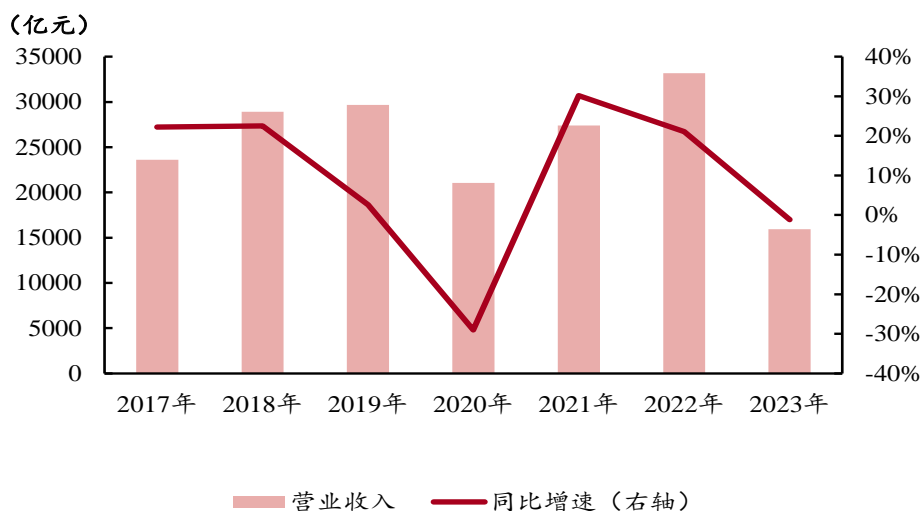
资料来源: 公司公告、中银证券

稳油增气，保障国家化石能源供应。2020 年以来，全球油气勘探开发陷入低潮，但中国石化持续加大勘探开发投入，2020 年—2022 年，中国石化每年油气当量产量均保持 4.50 亿桶以上。同时，中国石化积极利用海外资源，加强国际油气合作，根据中国石化官方统计，截至 2023 年，中国石化在“一带一路”沿线 17 个国家执行油气勘探开发项目 31 个、累计权益产量 3.64 亿吨油当量；中国石化和沙特阿美公司合资的延布炼厂成为中沙合作典范，累计提供 1.29 亿吨清洁油品。

1.3 全球炼化龙头企业，业绩稳健增长

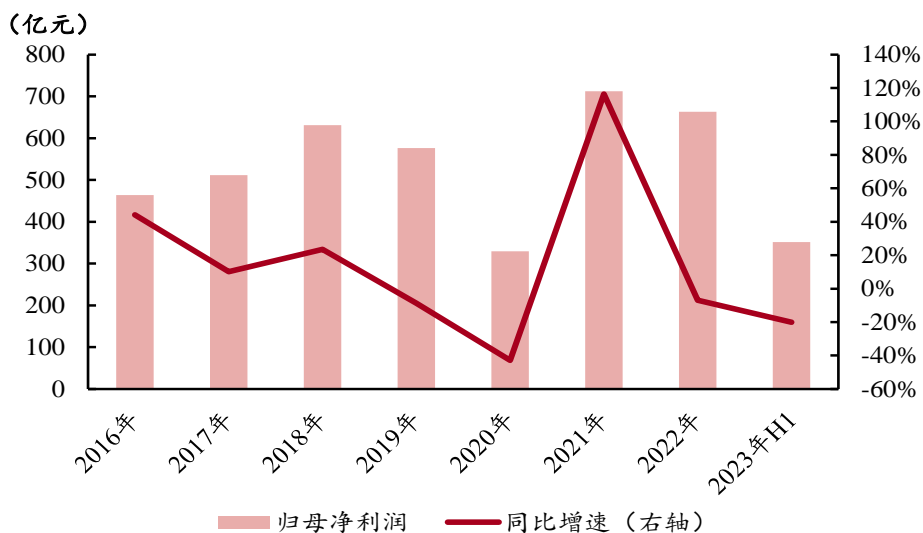
公司经营业绩持续向好。2017 年以来，公司营业收入整体呈上升趋势，2017-2022 年 CAGR 为 7.05%；仅在 2020 年，受全球新冠疫情和油价大幅波动影响，营业收入出现阶段性下降，2022 年公司营业收入达到 3.32 万亿元，同比增长 21.06%，归母净利润保持较快增长，2022 年归母净利润达到 663.02 亿元，2017 年-2022 年 CAGR 为 5.34%。2023 年上半年，公司实现营业收入 15,936.82 亿元，同比下降 1.14%；归母净利润 351.11 亿元，同比下降 20.06%。

图表 9.公司历年营业收入（2017-2023H1）



资料来源：公司公告，中银证券

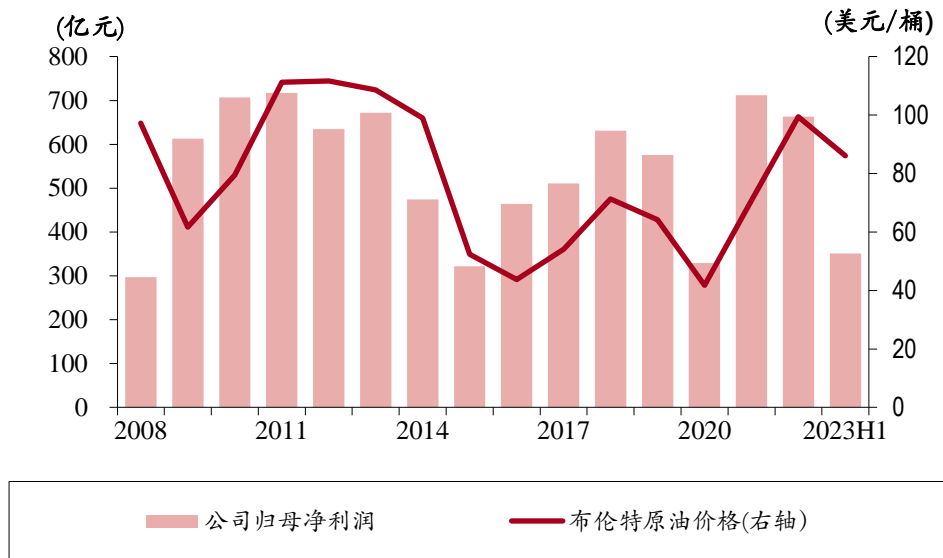
图表 10.公司历年归母净利润（2016-2023H1）



资料来源：公司公告，中银证券

油价高波动环境下，经营业绩稳定持续。2020 年受全球新冠疫情突发以及原油主产国生产政策调整影响，国际油价快速下跌，WTI 原油期货在 2020 年 4 月 20 日更是创下负 37.63 美元的结算价格。2021 年随着 OPEC+ 执行减产政策以及全球经济逐步复苏，国际原油市场供需关系趋稳，价格震荡上行，2022 年，俄乌地缘政治冲突引发全球化石能源贸易体系失衡，原油价格大幅上行。2023，国际油价逐步高位回落，但仍在中高位震荡。在国际油价剧烈波动的背景下，中石化依托于产业链一体化优势，经营业绩保持稳健，其中，2022 年公司营业收入达到 33,181.68 亿元，2020 年-2022 年复合增长率为 25.52%；2022 年实现归母净利润 663.02 亿元，2020 年-2022 年复合增长 41.91%，

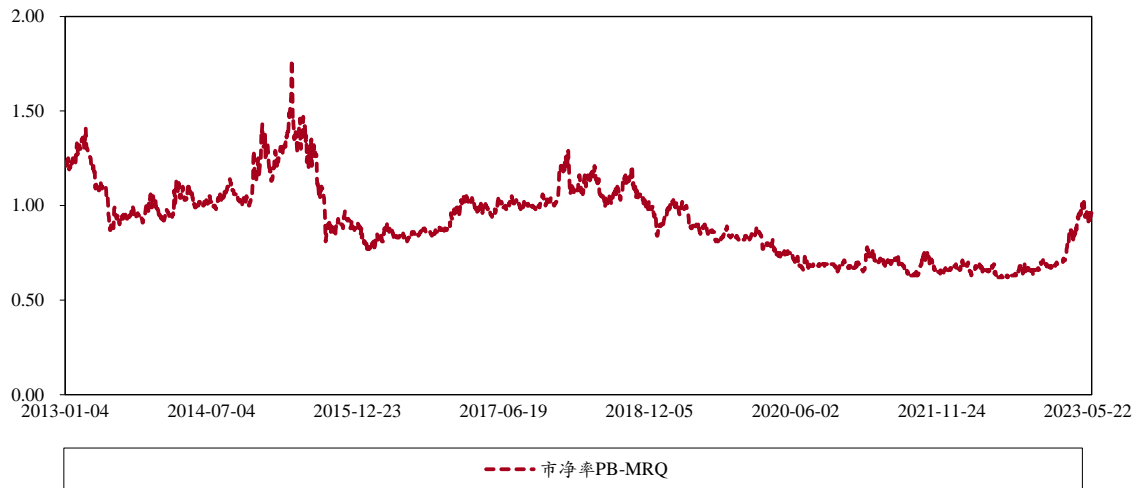
图表 11. 公司归母净利润与国际油价波动



资料来源：公司公告，同花顺，中银证券

对中国石化过去10年的市净率进行研究分析，2015年和2018年公司市净率曾达到1.74倍和1.25倍，2023年以来，中国石化估值虽得到明显修复，但仍处于10年期历史中低位水平。同时，公司运用股份回购等方式维护公司价值及股东权益，根据公司2023年8月份的公告，公司拟使用自有资金通过集中竞价交易的方式回购普通股（A股）股票，截至2023年9月21日，公司已通过集中竞价交易方式回购A股股份数量为10,000,000股，占公司总股本的比例为0.01%。

图表 12. 中国石化市净率走势（2013-2023）

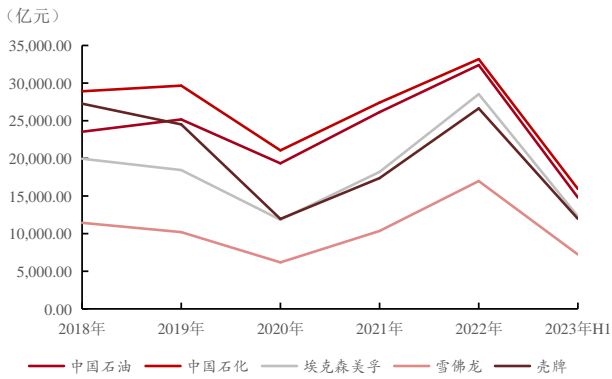


资料来源：公司公告，同花顺，中银证券

1.4 海内外可比公司业绩对比分析

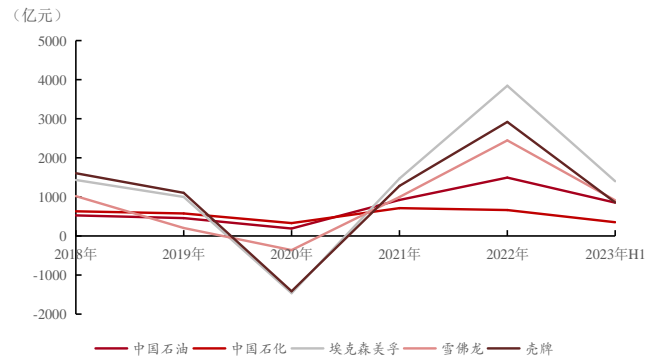
2018年-2022年，国际石油巨头企业业绩波动趋势较为一致，2020年受新冠疫情及国际油价下跌影响，国际石油巨头企业业绩整体承压，其中埃克森、雪佛龙、壳牌均出现亏损。2022年，受国际原油及天然气价格大幅上行影响，石油企业的营业收入、归母净利润及ROE均有显著提升。相比于埃克森美孚、雪佛龙、壳牌等海外企业，中国石化及中国石油的业绩波动相对较小，当油价降至绝对低位时，中国石化及中国石油依然具备相当盈利，当油价涨至绝对高位时，中国石化、中国石油的盈利弹性小于海外标的，估值方面，中国石化及中国石油的市净率依然低于海外石油企业。

图表 13. 相关标的营业收入(2018-2023H1)



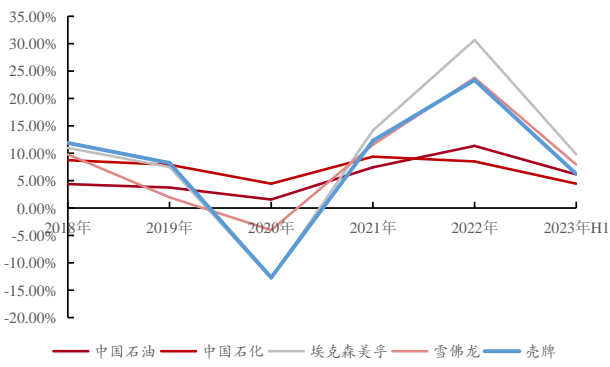
资料来源: 同花顺, 公司公告, 中银证券

图表 14. 相关标的归母净利润(2018-2023H1)



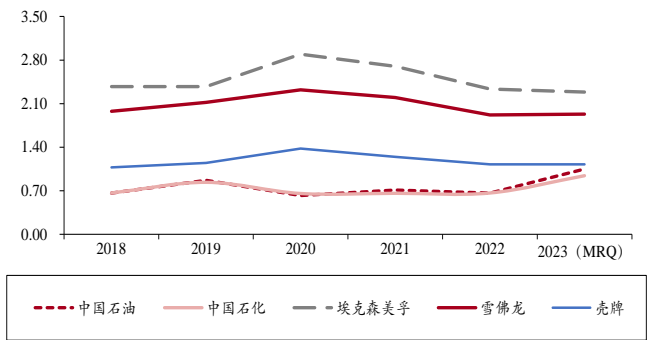
资料来源: 同花顺, 公司公告, 中银证券

图表 15. 相关标的摊薄 ROE(2018-2023H1)



资料来源: 同花顺, 公司公告, 中银证券

图表 16. 相关标的市盈率 (2018-2023H1)



资料来源: 同花顺, 中银证券

2 勘探及开发：增储上产，降本增效

2.1 全球油气贸易格局重塑，国际油价有望维持中高位

需求端，全球原油需求增长延续，但增幅放缓。IEA 在 8 月份原油市场报告中，预测 2023 年全球石油需求将增长 220 万桶/日，达到平均 1.02 亿桶/日，但我们认为受欧美央行加息政策，俄乌冲突延续等因素影响，全球经济增速或进一步放缓，原油需求增幅存在收窄可能。

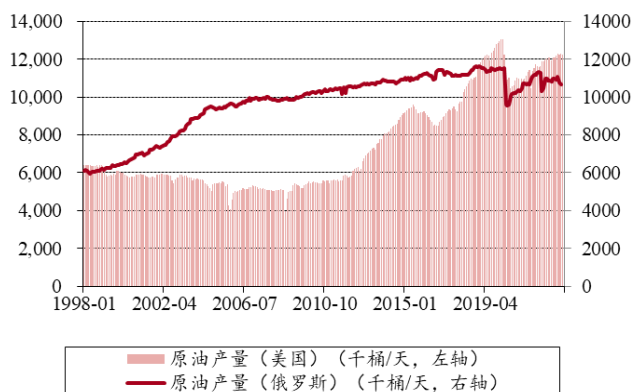
供应端，俄罗斯产量受限，OPEC 持续减产，美国原油产量增长缓慢。俄乌冲突以来，欧美国家先后对俄罗斯实施 8 轮制裁，受运力和替代买家等因素的影响，俄罗斯削减对欧洲原油供应，销售方向转向亚洲国家，根据 EIA 数据，俄罗斯 2023 年 4 月份原油日产量为 1,068.17 万桶，较 2022 年 4 月份减少 38.59 万桶。OPEC 方面，以沙特为代表的产油国推行有力的减产政策；同时，美国页岩油产量增长缓慢，调控油价的能力明显减弱，根据 EIA 公布的周度数据，截至 2023 年 9 月 01 日当周，美国原油日产量为 1280 万桶/日，较 2022 年 12 月 30 日增加 70 万桶/日，国际原油供应量提升缓慢。

图表 17. 国际原油期货价格走势



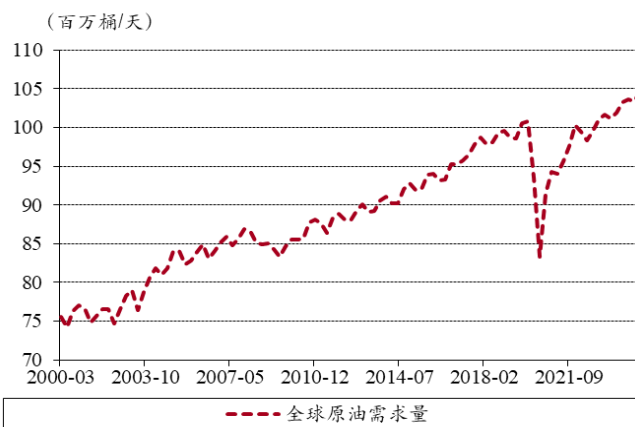
资料来源：同花顺，中银证券

图表 18. 美国及俄罗斯原油产量走势



资料来源：EIA，同花顺，中银证券

图表 19. 全球原油需求量走势



资料来源：EIA，同花顺，中银证券

2.2 油气田资源丰富

中国石化上游主营石油与天然气勘探开采业务，公司在上游板块拥有多家分公司，油气资源覆盖国内各地与海外多个国家和地区。其中，公司在国内拥有中国石化勘探分公司作为专业勘探公司；并拥有胜利油田分公司、中原油田分公司、河南油田分公司、江汉油田分公司、江苏油田分公司、上海海洋油气分公司、华东油气分公司、东北油气分公司、西南油气分公司、西北油气分公司、华北石油局、新星石油有限责任公司、天然气分公司共 13 家油气生产子公司，截至 2022 年底，中国石化累计探明石油储量 94.6 亿吨，天然气探明储量 4.2 万亿方，原油探明储量 19.62 亿桶，天然气探明储量 8.81 万亿立方英尺。

图表 20. 中国石化主要油田资源介绍

公司名称	主要油田资源介绍	储量或产量概况
胜利油田分公司	工作区域分为东部油区和西部油区，东部油区主要分布在山东省东营、滨州、德州、济南、淄博、潍坊、烟台、聊城 8 个市的 28 个县（区），主体部分位于东营市；西部油区分布在新疆、青海、甘肃、宁夏 4 个省（自治区），涉及准噶尔、吐哈等 6 个盆地，主要工区位于准噶尔盆地。	截至 2022 年底，油田探矿权登记面积 7.18 万平方千米，采矿权登记面积 7281.47 平方千米，投入开发 74 个，探明石油地质储量 57.36 亿吨，2022 年生产原油 2340.25 万吨。
中原油田分公司	主要油气勘探区域主要包括东濮凹陷（河南、山东）、内蒙探区、川东北普光气田（四川达州-宣汉）三大地区。其中普光气田是我国已发现的规模最大海相整装高含硫气田。	拥有总矿权面积 15405.164 平方千米，石油资源量 20.88 亿吨、天然气资源量 18451.02 亿立方米，探明石油地质储量 6.258 亿吨、天然气地质储量 4833.36 亿立方米。
河南油田分公司	河南油田油气勘探区域包括南襄盆地南阳、泌阳凹陷，南华北盆地周口坳陷、洛阳伊川地区，焉耆盆地，准噶尔盆地西缘春光探区，伊犁盆地伊宁凹陷，以及鄂尔多斯盆地南部旬邑-宜君区块，主要分布在河南、新疆、陕西等省区。	1970 年至今勘探开发 50 年来，拥有 7 个探矿权区块，探矿权面积 1.476 万平方千米，油田累计生产原油近 9000 万吨，累计探明储量 3.99 亿吨（油当量）。
江汉油田分公司	建有横跨湖北、山东、陕西、重庆、辽宁等省市的 6 个油气生产基地：江汉油区（主力油田王场油田）、八面河油田、坪北油田、建南气田、涪陵页岩气田、彰武油田。	截至 2021 年底，江汉油田在江汉、八面河和坪北、彰武地区探明油田 32 个，累计探明石油地质储量 3.82 亿吨（含非常规 519 万吨），常规油资源探明率 49.7%。
江苏油田分公司	江苏油田现有油气勘探领域主要包括：苏北盆地古近系（含泰州组）、江苏下扬子海相中生界、南华北盆地阜阳地区、北部湾盆地徐闻区块，以及南方新区中小盆地等，主要分布在江苏、安徽、广东、福建、浙江和江西等省区。	拥有探矿权区块 12 个，探矿权面积 4.83 万平方公里。截至 2015 年底，已探明油气田 38 个，累计探明石油地质储量 2.83 亿吨、天然气地质储量 92.93 亿立方米。
华东油气分公司	原油勘探开发区主要分布在江苏的泰州、盐城、淮安、海安、句容等市县；煤层气勘探开发区主要分布在山西乡宁县、吉县，贵州织金等地区；页岩气工区主要分布于重庆南川、武隆以及彭水等地区。	截至 2021 年底，探矿权面积 1.396 万平方公里、采矿权面积 957 平方公里，总资源量 35.4 亿吨油气当量，累计提交探明储量 2.49 亿吨油气当量。2021 年，华东油气田生产油气当量 221.61 万吨，同比增长 15.66%；其中：原油 46.31 万吨，同比增长 0.65%。
东北油气分公司	东北油气分公司辖有油气勘查与采矿区块 32 个，矿权面积 73477 平方千米，分布在黑龙江省、吉林省、辽宁省和内蒙古自治区。	目前探明油田 11 个，气田 10 个。投入开发油田 7 个。油气资源总量 27.3 亿吨，其中石油资源量 12.15 亿吨。
西北油气分公司	先后在塔里木、准噶尔、伊犁、柴达木、敦煌等盆地进行油气勘探工作，目前聚焦塔里木盆地油气勘探。截至 2020 年底中国石化西北油田分公司在塔里木盆地拥有矿权 26 个，面积 82606km ² ；其中勘查区块 17 个，面积 77501 万 km ² ；开采区块 9 个、面积 5105 万 km ² 。	勘查、开采的区块合计 33 个，矿权登记面积 7.96 万平方公里，分布于塔中、塔北、巴麦、库车山前带，探区资源量 110.55 亿吨油当量，其中石油 67.01 亿吨，原油探明程度 25.9%、天然气探明程度 4%。投入开发的有塔河油田、顺北油气田、巴什托油田、雅克拉凝析油气田、大涝坝凝析油气田、轮台凝析油气田等 9 个油气田，累计生产原油 1.33 亿吨。2023 年计划生产原油 683 万。
华北石油局	在鄂尔多斯盆地拥有勘探开发区块 18 个，总面积 4.098 万平方千米，建成了平凉市的红河油田、泾河油田，陕西省延安市、铜川市的洛河油田、渭北油田等油气生产基地，共跨越陕、甘、宁、蒙、豫、晋六省区。	油气资源总量 47.07 亿吨，其中，石油资源量 16.15 亿吨。截至 2021 年底，累计生产原油 438 万吨。2021 年生产原油 19.5 万吨，实现营业收入 96.2 亿元，新增石油探明储量 511 万吨。

资料来源：公司公告、中银证券

在海外地区，公司在全球 6 大资源区 26 个国家拥有 50 多个油气勘探开发项目，已初步形成油气并举、海陆兼顾、常规非常规多样化的总体境外油气战略布局，具备多种油气资源类型，包括常规石油、凝析油、沥青油（加拿大油砂）、溶解气、天然气、凝析气、煤层气和天然气液等。截至 2022 年，中国石化在 23 个国家实施油气勘探开发项目 46 个，已初步形成非洲、南美、中东、亚太、中亚 - 俄罗斯、北美六大油气工作区。

图表 21. 中国石化主要气田资源介绍

公司名称	主要气田资源介绍	储量或产量概况
胜利油田分公司	工作区域分为东部油区和西部油区，东部油区主要分布在山东东营、滨州、德州、济南、淄博、潍坊、烟台、聊城 8 个市的 28 个县（区），主体部分位于东营市；西部油区分布在新疆、青海、甘肃、宁夏 4 个省（自治区），涉及准噶尔、吐哈等 6 个盆地，主要工区位于准噶尔盆地。	截至 2022 年底，油田探矿权登记面积 7.18 万平方千米，采矿权登记面积 7281.47 平方千米，共发现油气田 81 个、投入开发 74 个，探明天然气地质储量 2795 亿立方米，油气水井总数 4.79 万口，2022 年生产天然气 8.03 亿立方米。
中原油田分公司	主要油气勘探区域主要包括东濮凹陷（河南、山东）、内蒙探区、川东北普光气田（四川达州-宣汉）三大地区。其中普光气田是我国已发现的最大规模海相整装高含硫气田。	拥有总矿权面积 15405.164 平方千米，天然气资源量 18451.02 亿立方米，探明天然气地质储量 4833.36 亿立方米。
江汉油田分公司	建有横跨湖北、山东、陕西、重庆、辽宁等省市的 6 个油气生产基地：江汉油区（主力油田王场油田）、八面河油田、坪北油田、建南气田、涪陵页岩气田、彰武油田。	截至 2021 年底，江汉油田在江汉、八面河和坪北、彰武地区探明油田 32 个，累计探明常规油资源探明率 49.7%。
江苏油田分公司	江苏油田现有油气勘探领域主要包括：苏北盆地古近系（含泰州组）、江苏下扬子海相中古生界、南华北盆地阜阳地区、北部湾盆地徐闻区块，以及南方新区中小盆地等，主要分布在江苏、安徽、广东、福建、浙江和江西等省区。	拥有探矿权区块 12 个，探矿权面积 4.83 万平方公里。截至 2015 年底，已探明油气田 38 个，累计探明天然气地质储量 92.93 亿立方米。
华东油气分公司	原油勘探开发区主要分布在江苏的泰州、盐城、淮安、海安、句容等市县；煤层气勘探开发区主要分布在山西乡宁县、吉县，贵州织金等地区；页岩气工区主要分布于重庆南川、武隆以及彭水等地区。	截至 2021 年底，探矿权面积 1.396 万平方公里、采矿权面积 957 平方公里，总资源量 35.4 亿吨油气当量，累计提交探明储量 2.49 亿吨油气当量。2021 年，煤层气 3.95 亿方，同比增长 3.14%；页岩气 13.58 亿方，同比增长 27.03%。
上海海洋油气分公司	分公司拥有我国近海石油天然气矿权面积约 10.3 万平方千米，其中自营矿权面积约 6.5 万平方千米，分布于东海、南海、南黄海；与中海油在东海的合作矿权面积约 3.8 万平方千米。目前主要油气开发区块位于东海油气区。	通过南海勘探的不断推进，2015 年在北部湾盆地涸西自营勘探中获得高产油流突破，东海合作勘探在深层勘探领域取得重大的天然气突破，相继发现多个油气田。
西北油气分公司	先后在塔里木、准噶尔、伊犁、柴达木、敦煌等盆地进行油气勘探工作，目前聚焦塔里木盆地油气勘探。截至 2020 年底中国石化西北油田分公司在塔里木盆地拥有矿权 26 个，面积 82606km ² ；其中勘查区块 17 个，面积 77501 万 km ² ；开采区块 9 个、面积 5105 万 km ² 。	勘查、开采的区块合计 33 个，矿权登记面积 7.96 万平方公里，分布于塔中、塔北、巴麦、库车山前带，探区资源量 110.55 亿吨油当量，其中天然气 5.46 万亿方，天然气探明程度 4%。投入开发的有塔河油田、顺北油气田、巴什托油田、雅克拉凝析油气田、大涝坝凝析油气田、轮台凝析油气田等 9 个油气田，累计生产天然气 355 亿方。2023 年计划生产天然气 39 亿方以上。
华北石油局	在鄂尔多斯盆地拥有勘探开发区块 18 个，总面积 4.098 万平方千米，建成了平凉市的红河油田、泾河油田，陕西省延安市、铜川市的洛河油田、渭北油田等油气生产基地，共跨越陕、甘、宁、蒙、豫、晋六省区。	油气资源总量 47.07 亿吨，其中，天然气资源量 3.59 万亿方。截至 2021 年底，累计生产天然气 505 亿方。2021 年生产天然气 50.8 亿方，实现营业收入 96.2 亿元，新增天然气探明储量 453 亿方。

资料来源：公司公告、中银证券

图表 22. 中国石化国内油气田分布

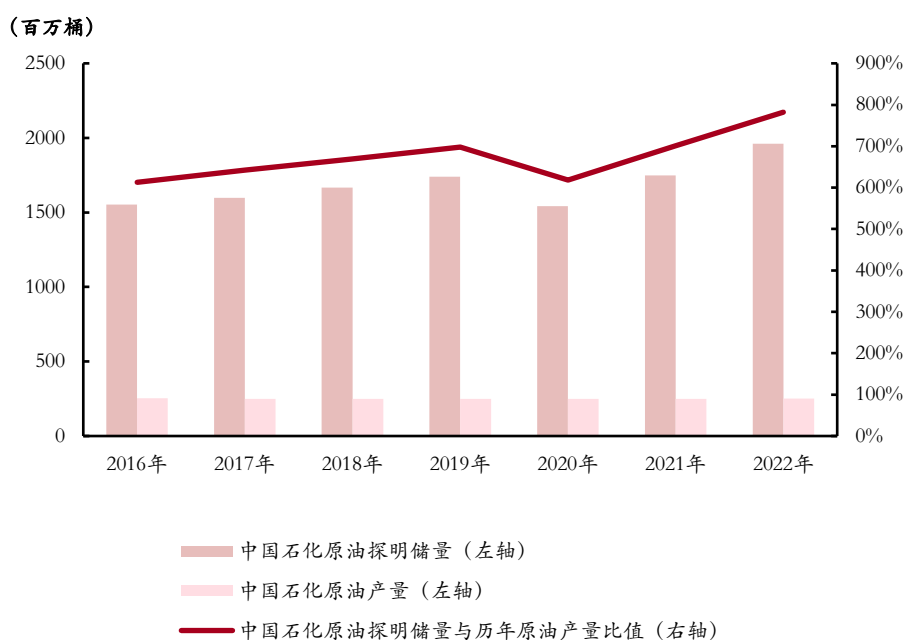


资料来源：公司公告，中银证券

2.3 原油产量维持稳定，天然气产量快速增长

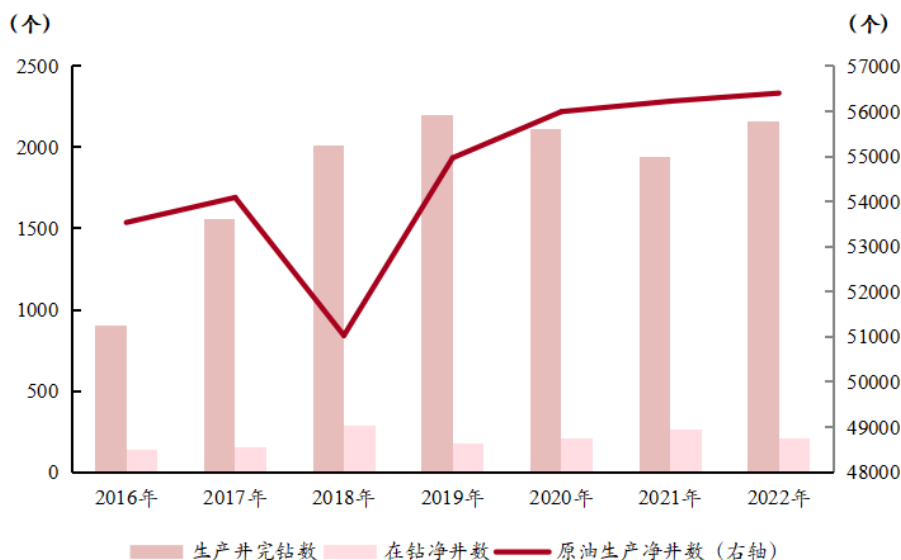
原油产量维持相对稳定。2016年-2022年，公司原油生产井数持续增长，2022年中国石化原油产量达到280.86百万桶，其中国内产量为250.79百万桶，海外产量为30.07百万桶，原油生产净井数为56402口。2023年，公司计划生产原油280.23百万桶，其中境外29.03百万桶。同时，得益于勘探理论和技术的新发展，公司探明储量和原油年产量的比值逐步增长，持续可开采年限维持在合理水平。

图表 23. 中国石化原油探明储量与历年原油产量比值（2016-2022）



资料来源：公司公告，同花顺，中银证券

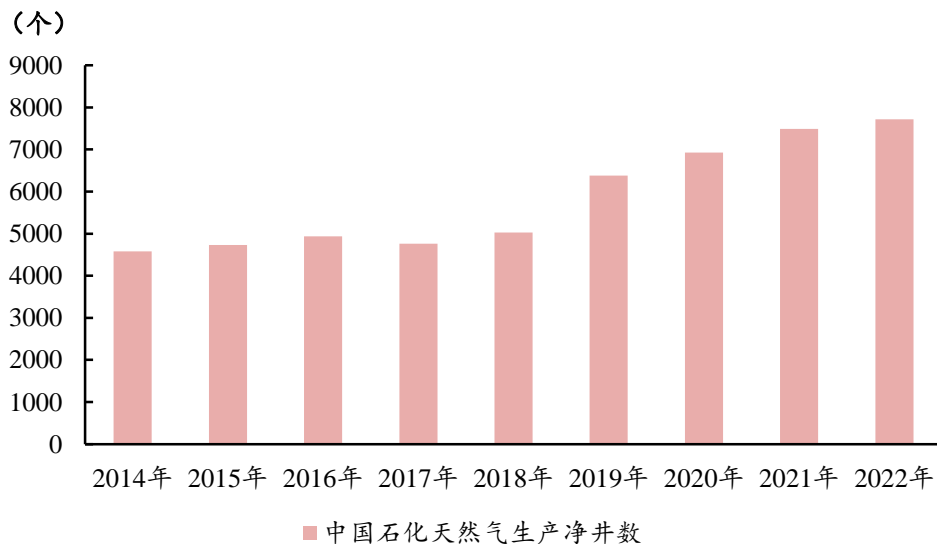
图表 24. 中国石化钻井数 (2016-2022)



资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

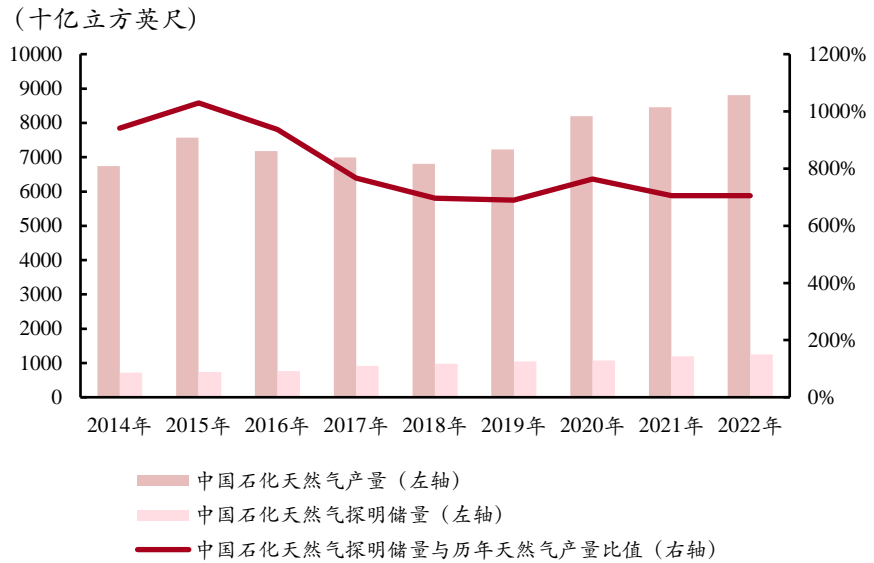
在天然气开发方面, 中国石化天然气产量自 2018 年以来保持连年增长, 2022 年产量达到 12,488 亿立方英尺, 同比增长 4.11%, 2018 年-2022 年 CAGR 为 6.32%。未来, 中国石化将加快东胜、川西等气田产能建设, 加强普光、元坝等气田滚动扩边和精细挖潜, 深化涪陵立体开发调整; 天然气产量有望保持较快增长。

图表 25. 中国石化天然气净井数 (2014-2022)



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 26. 中国石化天然气探明储量与历年天然气产量比值 (2014-2022)



资料来源: 公司公告, 同花顺, 中银证券

2.4 技术进步助力增储上产及降本增效

勘探理论创新及开采技术进步带来油气新储量。2022年中国石化加强新区新领域风险勘探和圈闭预探,在塔里木盆地顺北油气、渤海湾盆地和苏北盆地页岩油、川西和川东南页岩气勘探取得重大突破。公司率先在国内鄂西-渝东红星地区取得二叠系页岩气勘探重大突破,此外,四川、鄂尔多斯、松辽和海域天然气海陆相勘探取得新突破,丁山-东溪深层页岩气和林滩场、阳春沟常压页岩气勘探成果持续扩大,开辟了增储上产新阵地。

石油勘探开发研究院为上游稳油增气降本提供核心技术支持。中国石化以地矿部所属的7家科研单位为核心在2000年7月成立了石油勘探开发研究院,主要承担油气勘探开发的发展战略制定、技术服务、技术研发和集成、以及地质资料信息更新等相关职能。石油勘探开发研究院自成立以来,围绕西北、华北、东北、四川、海域、海外等勘探开发重点领域,提供技术支撑与服务,在川西海相、塔里木玉北地区、塔中北坡油气重大发现和元坝超深层天然气藏开发中发挥了重要作用,并积极参与“转型海外”和持续开展页岩油气研究,为中国石化海外业务和非常规油气大发展做出积极贡献。

图表 27. 中国石化石油勘探开发院代表性奖项

国家奖项	具体成果
国家科技进步特等奖	《特大型超深高含硫气田安全高效开发技术及工业化应用》
国家科技进步一等奖	《塔河奥陶系碳酸盐岩特大型油气田勘探与开发》
	《中华人民共和国 1:50 万数字地质图数据库》
	《深层岩膏蠕变规律及其在石油工程中的应用》
国家科技进步二等奖	《国外含油气盆地研究—亚洲石油地质特征与战略选区》
	《大牛地气田致密碎屑岩成藏理论与勘探开发实践》
	《新一轮全国油气资源评价》
	《油气煤铀同盆共存富集成藏理论技术创新与多种能源矿产协同勘探》

资料来源: 公司官网, 中银证券

图表 28. 中国石化石油勘探开发院创新技术

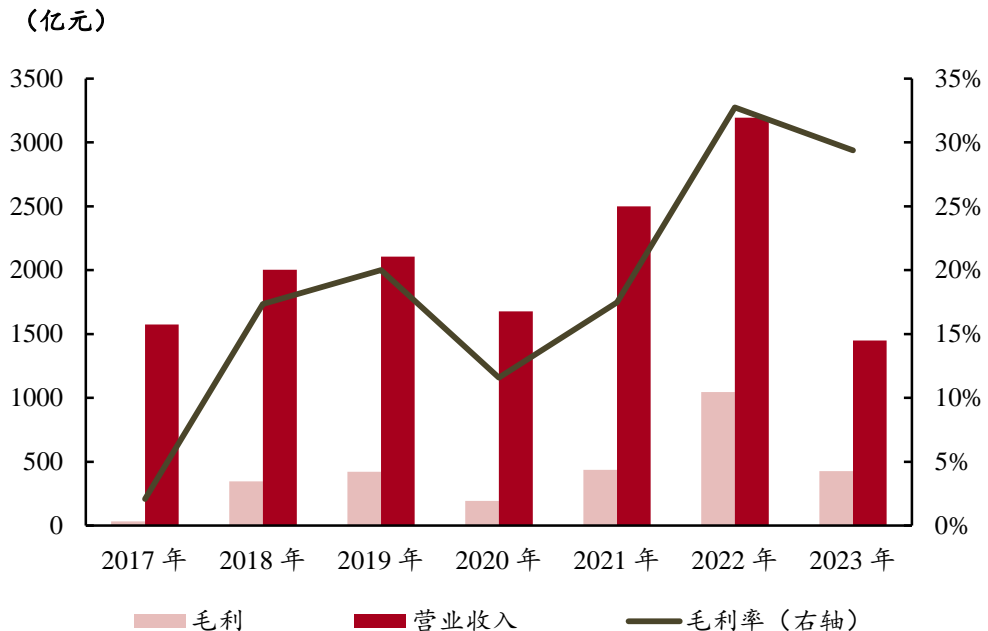
科技创新	具体创新技术
核心技术	海相层系油气成藏理论与勘探评价技术
	低渗透油藏提高采收率技术
	复杂碳酸盐岩油藏开发技术
特色技术	页岩油气勘探开发技术
	特殊天然气藏开发技术
	油气勘探开发科学决策支持系统
	海外项目快速评价技术
	高精度地震成像技术
	油气地球化学技术
	特殊储层预测技术
储层改造与保护技术	
	勘探开发应用信息技术
	多波多分量地震技术

资料来源：公司公告、中银证券

2.5 勘探及开采板块高景气度有望延续

2018 年以来，中国石化勘探及开采板块的营业收入稳步增长，2022 年营业收入达到 33,181.68 亿元，创下历史新高，得益于原油价格上涨，2022 年勘探开采板块的毛利率大幅提升，达到 32.74%，较 2018 年增加 15.38pct。2023 年上半年勘探开采板块营收为 1448.63 亿元，同比减少 8.41%，毛利率为 29.38%，仍处于历史较高位水平。当前全球油气供应链体系正在重塑，美国页岩油气产量提升缓慢，国际油价有望中长期维持在中高位水平，此外国内天然气及原油需求持续增长，展望未来，上游勘探及开采板块高景气度有望延续。

图表 29. 中国石化勘探及开采板块营收、毛利及毛利率（2017-2023H1）



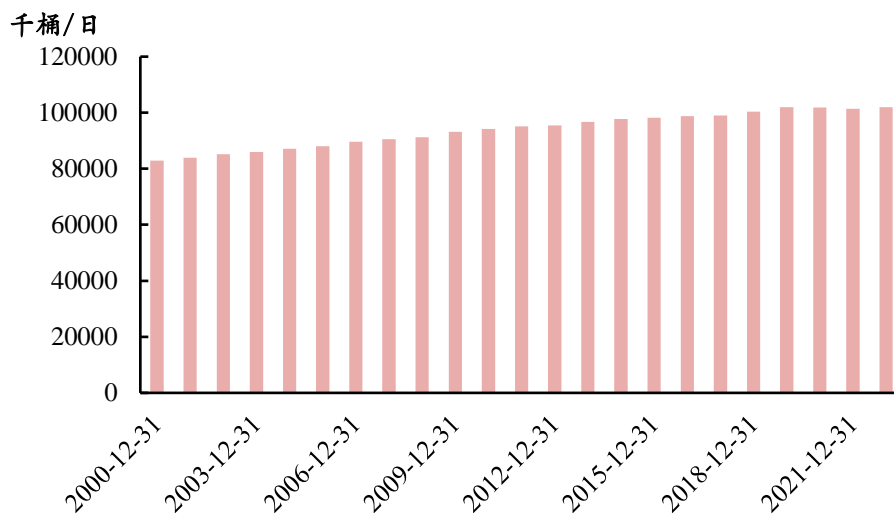
资料来源：同花顺，中银证券

3 炼油及化工板块：提质增效，静待花开

3.1 我国石化产业的全球竞争力有望整体提升

欧洲炼厂产能下滑，全球石化产业重心加速东移。欧洲炼油业面临着能源结构转型、环保压力加大、装置开工率下滑等多重挑战，导致炼厂数量持续走低，根据伍德麦肯兹预测，预计至 2050 年，全球炼油行业产能将萎缩到现有产能的三分之一，运营的炼油厂将从当前 700 多家削减至不足 150 家，未来几年内，欧洲、北美洲和亚洲仍有 20 家业绩不佳的炼油厂面临关停的压力。同时欧美部分炼油厂转型成为生物燃料生产商或从事可再生燃料生产，道达尔、埃尼以及美国大型石油精炼商 HollyFrontie 等都已经让旗下部分炼油厂开始转为生产生物柴油。与此同时，印度和中国的原油加工能力却持续增长，全球石化产业重心有望加速东移。

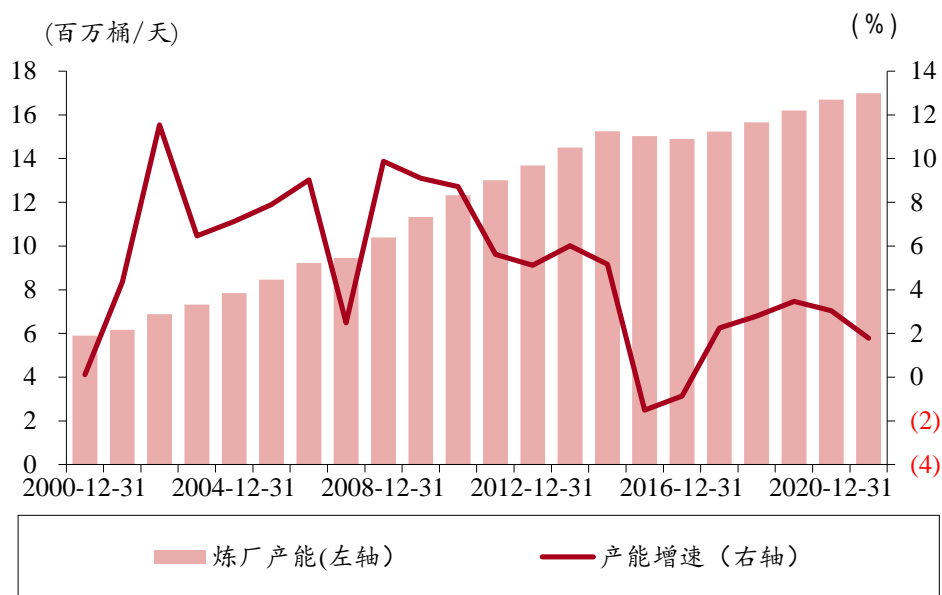
图表 30. 全球炼厂产能变化



资料来源：BP、同花顺、中银证券

中国炼油能力居全球前列。根据 BP 的统计数据，2022 年全球石油炼厂总产能为 10190 万桶/日，其中，亚太地区、北美洲炼厂总产能分别为 3619 万桶/日、2157 万桶/日。相比于 2000 年，分别增长 22.97%、8.35%、和 66.96%。亚太地区的产能增速显著高于全球和北美洲，主要得益于中国、印度、中东等新兴市场的快速发展。2022 年，中国、中东地区和印度的炼厂产能分别为 17259 万桶/日、11055 万桶/日和 5045 万桶/日，相比于 2000 年，分别增长 192.11%、63.92%和 127.35%。截止到 2022 年，中国炼厂产能在全球占比接近 17%。

图表 31. 中国炼厂产能及增速变化



资料来源: BP、同花顺、中银证券

成品油产能相对过剩，化工新材料自给率存在提升空间。根据中国石油和化学工业联合会的数据，2022 年国内原油一次加工装置的平均开工率为 73.6%，同比下降 6.3%，成品油（汽煤柴）产量约 3.66 亿吨，同比增长 3.2%，表观消费量 3.33 亿吨，同比增长 4.2%，未来国内市场成品油产能过剩的局面仍将延续。同时，我国高端化工品自给率不足，根据 2022 年中国化工新材料产业发展报告的统计数据，2021 年我国化工新材料的自给率为 77%，其中工程塑料、高端聚烯烃树脂、高性能纤维、功能性薄膜材料的自给率分别仅为 62%、58%、58%、67%。

图表 32. 中国化工新材料自给率发展现状 (2021)

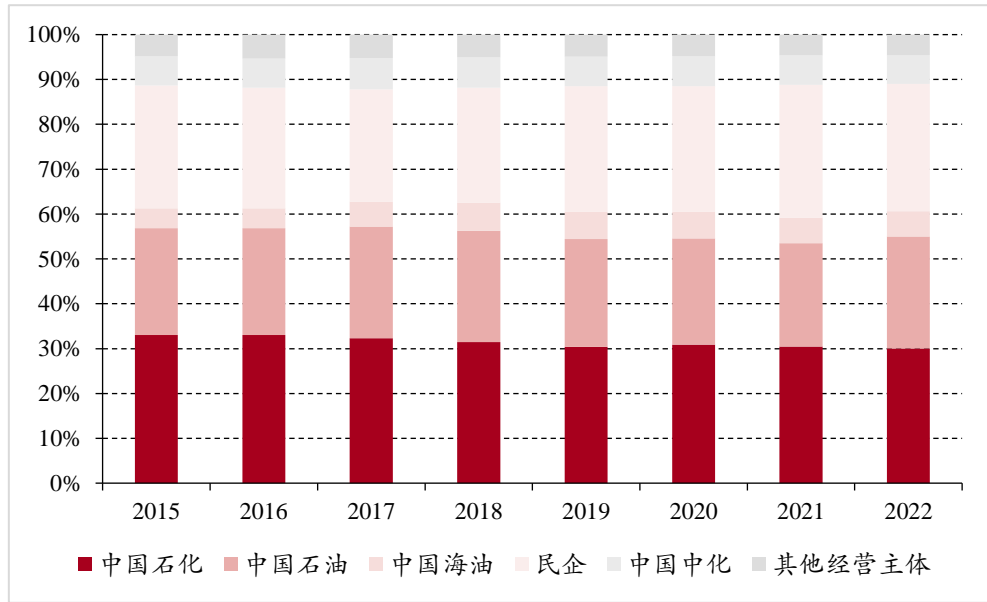
产品类别	产量/万吨	占比(%)	产值/亿元	占比(%)	自给率(%)
工程塑料	340	11.47	741	7.70	62
高端聚烯烃树脂	750	25.30	975	10.10	58
聚氨酯	823.7	27.78	2,000	20.80	100
氟硅原料	90.6	3.06	600	6.20	125
高性能橡胶	494	16.66	1,600	16.60	89
高性能纤维	7.4	0.25	200	2.10	58
功能性膜材料	60	2.02	600	6.20	67
电子化学品	60	2.02	300	3.10	75

资料来源: 中国石油和化学工业联合会化工新材料专委会《中国化工新材料产业发展报告 2022》、中银证券

央企炼厂占据市场主流地位

2022 年国内炼厂呈现央企、民企，以及外资等多元化主体共同参与的市场结构，其中，央企以中国石化、中国石油、中国海油、中国中化为代表，贡献国内 65% 以上的炼油产能，民企以民营大炼化以及山东独立炼厂为代表，在国内炼油总产能的占比不到 30%，此外，巴斯夫、壳牌等外资企业以合资的形式参与成品油的生产。

图表 33. 中国炼厂主体构成



资料来源：中国石油集团经济技术研究院 费华伟等《2021年中国炼油工业发展状况与近期展望》、中银证券注：参照炼厂产能分类

图表 34. 炼油行业部分相关政策

政策	发布单位	相关内容
《关于组织开展 2021 年工业节能诊断服务工作的通知》	工业和信息化部	重点行业节能诊断。以年综合能源消费量 5000 吨标准煤以上的工业企业为重点，全面实施节能诊断
《关于加强高耗能、高排放建设项目生态环境源头防控的指导意见》	生态环境部	对炼油、乙烯等环境影响大或环境风险高的项目类别，不得以改革试点名义随意下放环境影响评价审批权限或降低审批要求
《完善能源消费强度和总量双控制度方案》	国家发展改革委	坚决管控高耗能高排放项目，合理设置能源消费总量指标，并向各省（自治区、直辖市）分解下达能耗“双控”5 年目标
《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》	中共中央、国务院	坚决遏制高耗能高排放项目盲目发展。未纳入国家有关领域产业规划的，一律不得新建改扩建炼油项目。提升高耗能高排放项目能耗准入标准。加强产能过剩分析预警和窗口指导
《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》	国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部等 5 部门	提出了炼油、乙烯、合成氨、电石等重点行业节能降碳的行动目标、重点任务和工作要求
《2030 年前碳达峰行动方案》	国务院	推动石油化工业碳达峰。加大落后产能淘汰力度，有效化解结构性过剩矛盾。严格项目准入，严控新增炼油能力。到 2025 年，中国原油一次加工能力控制在 10 亿吨/年以内
《关于加强产融合作推动工业绿色发展的指导意见》	工业和信息化部、人民银行、银保监会、证监会	加快工业企业绿色化改造提升。全面推行绿色制造、共享制造、智能制造，支持企业创建绿色工厂。加快实施石油、化工等行业绿色化改造。引导企业加大可再生能源使用，推动电能、氢能、生物质能替代化石燃料
《关于深入打好污染防治攻坚战的意见》	中共中央、国务院	坚决遏制高耗能、高排放项目盲目发展。严控新增炼油产能
《“十四五”节水型社会建设规划》	国家发展改革委、工业和信息化部等	推动过剩产能有序退出和转移，完善炼油等行业产能置换政策
《“十四五”全国清洁生产推行方案》	国家发展改革委、生态环境部等 10 部门	在石油化工等行业实施清洁生产改造工程建设，推动一批重点企业达到国际清洁生产领先水平
《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平（2021 年版）》	国家发展改革委等 5 部门	对标全球先进能效水平，合理设置炼油、乙烯、对二甲苯（PX）的能效标杆水平；结合炼化行业发展实际和现行能效限额标准，推动炼化行业生产运行能效不断向标杆水平看齐，将能效水平的高标准转化为绿色发展的高质量

资料来源：中国石油集团经济技术研究院 费华伟等《2021年中国炼油工业发展状况与近期展望》、中银证券

落后炼厂产能逐步淘汰 “十四五”石油化工行业规划的重点在于淘汰小产能，整合炼油指标，建设流程更长、开工率更高、产品更加多样化的炼化一体化项目。根据《石化和化工行业“十四五”规划指南》中的分类，炼厂按照规模可分为 3 大类，分别为大型（1000 万吨/年以上）、中型（500~1,000 万吨/年）和小型（500 万吨以下）三类，其中，小型炼厂基本不具备发展下游化工的资源条件，将成为行业淘汰整合的主要方向。根据《2021 年中国炼油工业发展状况与近期展望》的数据，2021 年中国 200 万吨/年及以下炼油能力为 0.7 亿吨/年，200 万~500 万吨/年炼油能力为 1.2 亿吨/年，小型炼厂在国内总产能的占比超过 20%。未来随着石化产业规划政策的落地以及政府监管政策的收紧，小型炼厂产能退出速度有望加快。

图表 35. 炼厂分类

类型	规模
大型	1,000 万吨/年以上
中型	500~1,000 万吨/年
小型	500 万吨/年以下

资料来源：石油和化学工业规划院《石化和化工行业“十四五”规划指南》、中银证券

2023 年以来，成品油需求增长，炼油型炼厂受益。根据国家发改委统计数据，2023 年一季度，全国天然气表观消费量 974.8 亿立方米，同比增长 3.1%；全国成品油消费量 8464 万吨，同比增长 6.5%，其中，汽油 3723 万吨，同比增长 3.9%；柴油 4009 吨，同比增长 5.1%；航空煤油 732 万吨，同比增长 33.3%。相比于新型的一体化炼厂，传统主营炼厂的成品油收率较高，化工品收率较低，2023 年以来，随着国内经济复苏，交通运输快速恢复，成品油需求显著增长，炼油型炼厂的综合利润明显提升，以中国石化、中国石油为代表的主营炼厂有望受益。

3.2 主营炼厂提质增效

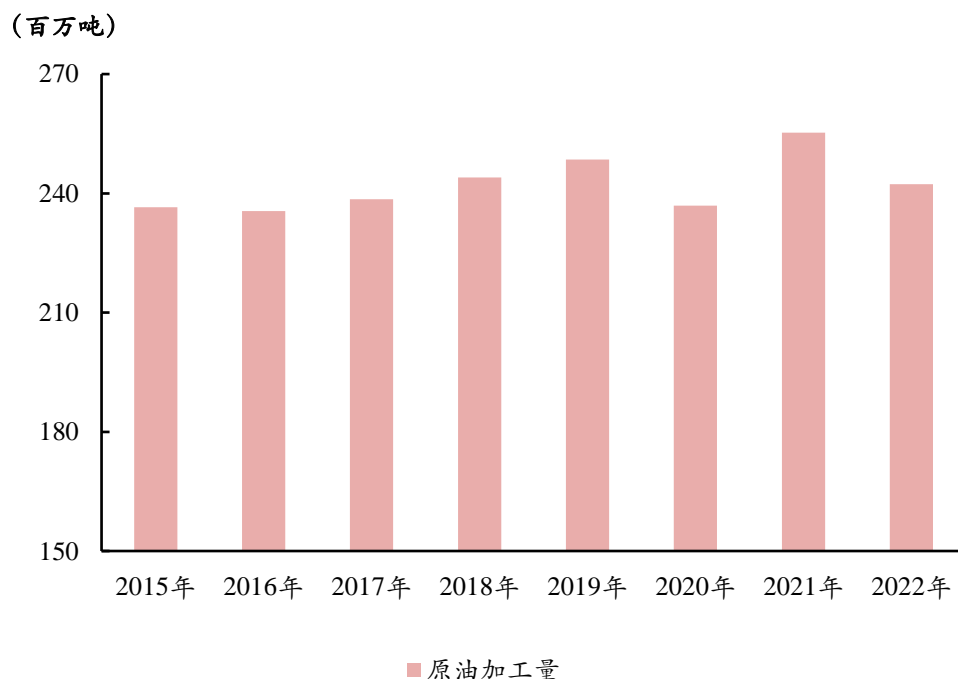
根据公司官网信息，中国石油化工股份有限公司旗下共有 40 家炼化企业（专业公司），拥有镇海炼化、金陵石化、茂名石化等大型炼厂，截至 2022 年，中国石化炼油能力位居全球第一。

图表 36. 中国石化千万吨规模以上炼厂

炼厂名称	上市公司权益(%)	一次原油加工能力
镇海炼化	100	2,700 万吨/年
茂名石化	100	1,800 万吨/年
金陵石化	100	1,800 万吨/年
上海石化	50.44	1,600 万吨/年
广州石化	100	1,570 万吨/年
扬子石化	100	1,450 万吨/年
燕山石化	100	1,350 万吨/年
齐鲁石化	100	1,300 万吨/年
高桥石化	55	1,300 万吨/年
天津石化	100	1,250 万吨/年
青岛炼化	85	1,200 万吨/年
联合石化	50	1,200 万吨/年
长岭炼化	100	1,150 万吨/年
洛阳石化	100	1,000 万吨/年
中科炼化	90.30	1,000 万吨/年

资料来源：公司公告、中银证券

图表 37. 中国石化历年原油加工量 (2015-2022)

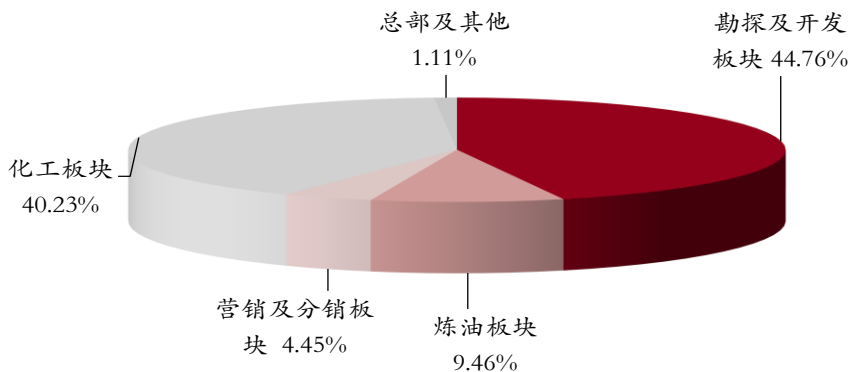


资料来源：公司公告，中银证券

新旧产能转换，新型炼厂有序推进。2018年以来，公司持续加大炼厂转型升级的资本投入，先后完成了镇海炼化扩建（一期）、中科炼化一体化、海南炼化百万吨乙烯及炼油改扩建、武汉乙烯改造等大型石化项目，2018年-2022年炼油板块及化工板块资本总开支 CAGR 为 14.45%。

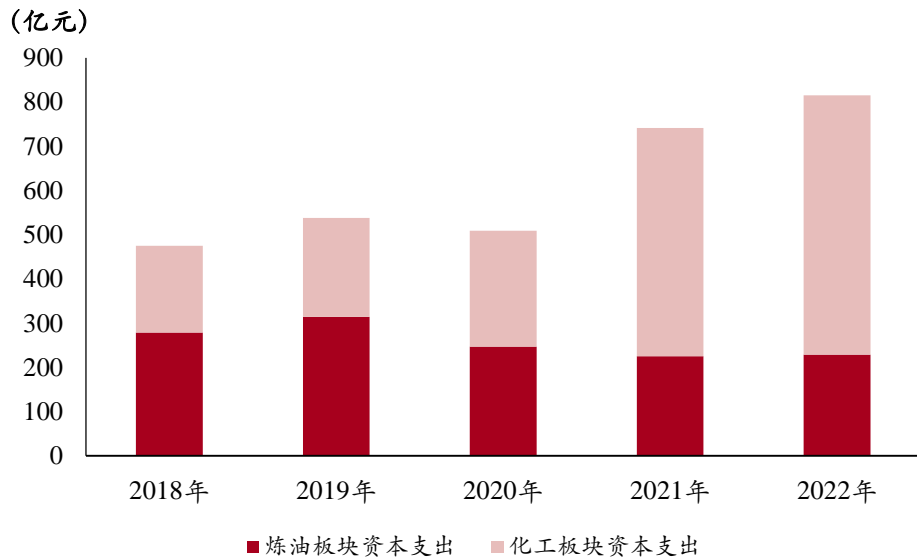
2023年上半年，镇海炼化扩建项目（二期）、天津南港乙烯项目、海南炼化 100 万吨/年乙烯及炼油改扩建等大型炼化项目正在有序推进。镇海炼化扩建项目（二期）主要涉及新建 1,100 万吨/年炼油、60 万吨/年丙烷脱氢及下游加工装置等，项目于 2022 年 6 月启动，预计 2024 年 12 月中交。天津南港乙烯及下游高端新材料产业集群项目主要涉及新建 120 万吨/年乙烯装置及下游加工装置等，项目于 2021 年 5 月启动，预计 2023 年底建成中交。海南炼化 100 万吨/年乙烯及炼油改扩建项目主要涉及新建 100 万吨/年乙烯及配套工程等，项目于 2018 年 12 月开工，2022 年 6 月起主要装置陆续中交，2023 年以来，主要装置逐步进入开车阶段。

图表 38. 中国石化资本开支 (2023H1)



资料来源：公司公告，中银证券

图表 39.中国石化炼油板块和化工板块资本总支出（2018-2022）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 40.2018 年~2022 年炼油板块和化工板块重点建设项目

项目名称	投资额	项目概况
镇海炼化扩建项目（一期）	230 亿元	主要包括炼油老区新增 400 万吨/年原油改造和 120 万吨/年乙烯工程等。
海南炼化 100 万吨/年乙烯及炼油改扩建项目	156 亿元	主要包括新建 100 万吨/年乙烯及配套工程等。
武汉乙烯脱瓶颈改造项目	39 亿元	武汉乙烯脱瓶颈改造项目将原有 80 万吨/年乙烯生产能力扩至 110 万吨/年。
中科炼化一体化项目	346 亿元	中科炼化一体化项目主要包括新建 1,000 万吨/年炼油能力、80 万吨/年乙烯产能、30 万吨接卸规模的原油码头及配套公用工程等。

资料来源：公司公告，中银证券

图表 41.2023 年上半年中国石化炼油及化工板块主要在建项目

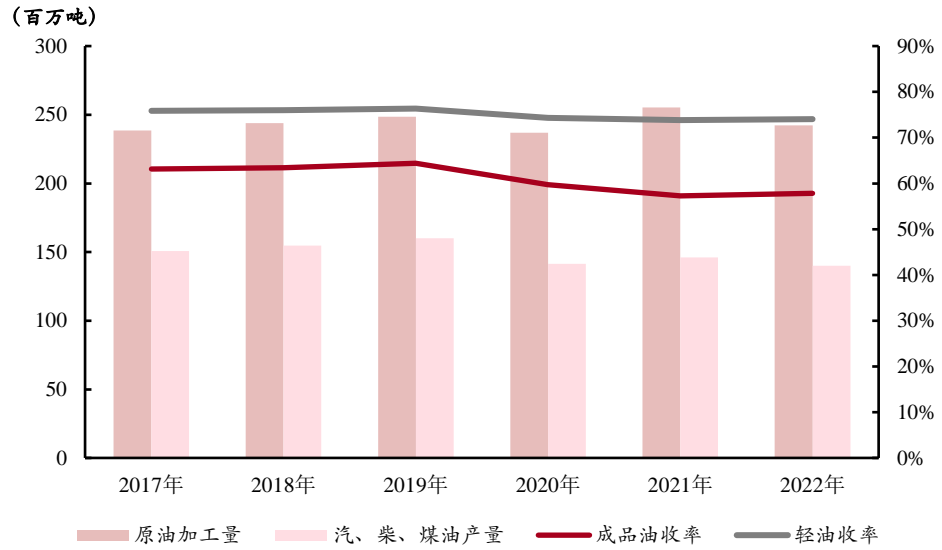
项目名称	规划产能	预计投产时间
镇海炼化扩建项目（二期）	1,100 万吨/年炼油、60 万吨/年丙烷脱氢	2024 年 12 月
天津南港乙烯及下游高端新材料产业集群项目	120 万吨/年乙烯	2023 年底
海南炼化 100 万吨/年乙烯及炼油改扩建项目	100 万吨/年乙烯	2022 年 6 月起
九江石化 PX 项目	89 万吨/年芳烃	2022 年 6 月起
仪征化纤 PTA 项目	300 万吨/年 PTA 项目	2023 年 10 月

资料来源：公司公告，中银证券

3.3 高端化工新材料加码布局

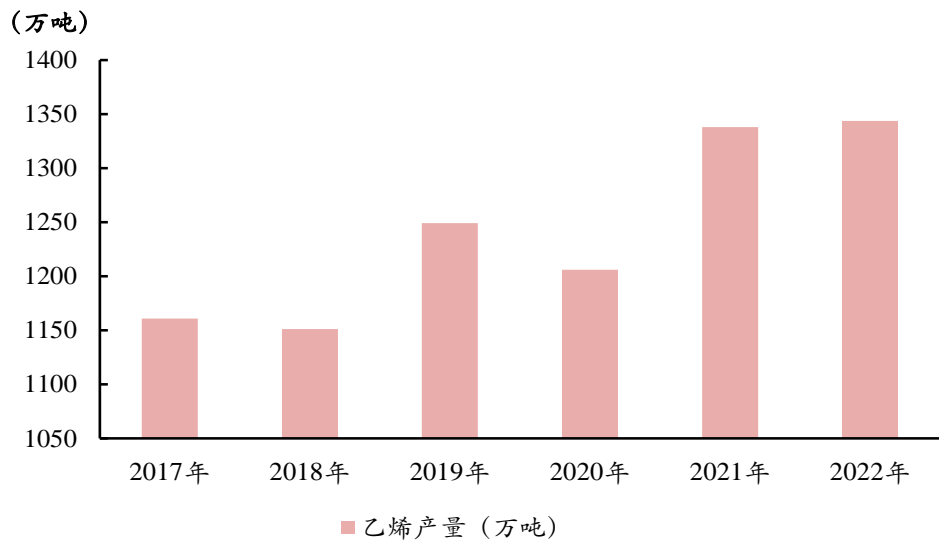
产品结构优化，化工品收率提升。2022 年中国石化成品油收率和轻油收率分别为 57.85% 和 74.06%，相比 2018 年分别下降了 5.59 pct、1.94 pct；乙烯产量达到 1,343.7 万吨，相比 2018 年增加了 182.7 万吨。根据前瞻产业研究网数据，2020 年中国石化合成树脂新产品和专用料比例达 67.1%，合成橡胶高附加值产品比例达 31.6%，随着中国石化一体化炼厂陆续投产，先进产能逐步释放，产品结构进一步升级，化工品板块业务体量有望快速增长。

图表 42. 中国石化成品油收率和轻油收率



资料来源：公司公告，中银证券

图表 43. 中国石化历年乙烯产量



资料来源：公司公告，中银证券

中国石化作为国内石化龙头企业，近年实现多个高端化工品国产化突破。2021 年金陵石化、茂名石化的油系针状焦工业化生产装置相继投产，填补了我国在高端碳材料行业的技术空白；仪征化纤历经 16 年完成了对位芳纶从小试研究、中试放大到工业化生产的创新历程，突破了聚合、纺丝、工程放大等关键核心技术，形成了具有自主知识产权的对位芳纶成套技术，并于 2022 年 8 月，首次实现“仪特斯”夏季阻燃防静电工服的批量生产；2022 年 9 月，1000 吨/年 POE 中试装置在茂名石化顺利打通流程、并产出合格产品；2022 年 10 月，我国首个万吨级 48K 大丝束碳纤维工程第一套国产线在中国石化上海石化碳纤维产业基地生产出合格产品，产品性能媲美国外同级别产品，质量达到国际先进水平，上海石化成为国内第一家、全球第四家掌握大丝束碳纤维技术的企业；2023 年 5 月 24 日，中国石化贵州能化 50 万吨/年 PGA 项目一期场平工程五标段实现顺利中交。此外，中国石化还对透气膜和消光膜用聚乙烯、茂金属聚丙烯、聚丁烯-1、新型阻隔材料、人造木材等“专精特新”产品进行了产业布局，未来高端化工新材料有望成为中国石化新的增长极。

图表 44. 中国石化部分高端化工品（含在建）

产品	产能	实施主体
芳纶 1414	1000 吨/年	仪征化纤
EVA	90 万吨/年	扬子石化、扬子巴斯夫、燕山石化、中科炼化、古雷炼化
POE	55 万吨/年	茂名石化、镇海炼化、天津石化
48K 大丝束碳纤维	1.2 万吨/年	上海石化
针状焦	25 万吨/年	金陵石化、茂名石化
苯乙烯类热塑性弹性体	17 万吨/年	海南炼化
PGA	50 万吨/年	贵州能化
PBST	6 万吨/年	海南炼化

资料来源：公司公告，中银证券

注：合资公司产能按照 100% 口径统计

3.4 科研实力雄厚，石化产业技术引领

中国石化拥有石油化工科学研究院、北京化工研究院、（上海）石油化工研究院、大连石油化工研究院等专业科研院所，在石油炼制、石油化工和化工新材料等众多领域具有全球一流的科研实力。

中国石化石油化工科学研究院（石科院）是中国石化直属的综合性科学技术研究开发机构，创建于 1956 年，主要从事石油炼制技术开发、石油化工技术研发，以及新型替代燃料和新能源领域的技术研发。石科院自主研发的多项炼油工艺达到国际一流水平，其中，DCC（深度催化裂化技术）、MIP（多产异构烷烃催化裂化技术）与 CGP（生产清洁汽油并多产丙烯催化裂化技术）技术处于全球引领位置；全组分加氢技术总体达到国际先进水平，其中 LTAG 技术（耦合加氢与催化裂化工艺）在 2018 年获《Hydrocarbon Processing》最佳炼油技术奖提名奖；目前，石科院已拥有石油炼制全流程的自主知识产权，成长为国内炼油企业主要的技术提供者，具备支撑和引领现代化炼油厂建设、生产和发展的综合能力。

中国石油化工股份有限公司北京化工研究院（北化院）是中国最早从事石油化工综合性研究的科研机构之一，于 1998 年整体并入中国石化；北化院在乙烯、合成树脂、合成橡胶、有机与精细化工、化工环保等领域具备技术优势。北化院合作开发的“复杂原料百万吨级乙烯成套技术”使我国率先成为掌握复杂原料乙烯成套技术的国家，并具有世界领先的聚烯烃催化剂技术，开发出多系列聚丙烯和聚乙烯催化剂。

中石化（上海）石油化工研究院（上海院）是我国最早从事石油化工技术研发的综合性科研机构之一。上海院重点推进有机原料（烯烃、芳烃及其大宗衍生物）、碳一化工、合成材料、油气助剂、精细化工等领域的技术创新与成果转化，开发了一大批具有我国自主知识产权的催化剂和成套技术，以及成功实现芳香腈、表面活性剂、绿色聚酯、高性能纤维、可降解材料等系列产品技术在国内外石化装置的工业应用。

中国石油化工股份有限公司大连石油化工研究院（“大连院”）以重劣质原料的加工和利用、清洁油品生产和化工转型、环保、新能源、新型化工材料、单体与可降解材料、高端碳材料、碳中和以及人工智能与智能化炼厂技术等技术领域为研究重点。截至 2020 年底，科研成果应用于俄日韩中亚等“一带一路”多个国家和地区以及全国 30 个省市自治区的 780 余套生产装置，是国内领先、国际知名的优质炼化技术供应商。

图表 45. 中国石化主要技术研究机构介绍

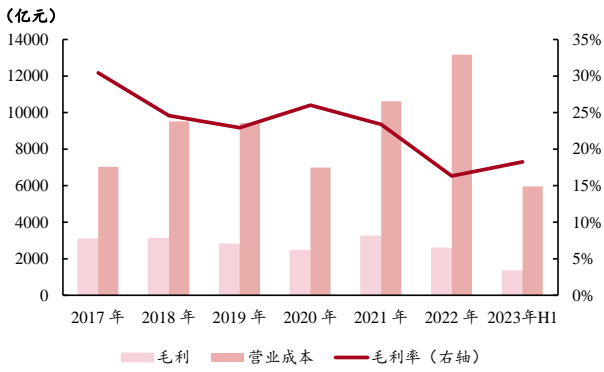
机构名称	主要研究方向介绍	研发成果概况
中国石化石油 化工科学研究 院有限公司	主要从事石油炼制技术开发、石油化工 技术研发，以及新型替代燃料和新能源 领域的技术研发。石科院自主研发的多 项炼油工艺达到国际一流水平。	DCC（深度催化裂化技术）、MIP（多产异构烷烃催化裂化技术）与 CGP（生产清洁汽油并多产丙烯催化裂化技术）技术处于全球引领位置； 全组分加氢技术总体达到国际先进水平，其中 LTAG 技术（耦合加氢与 催化裂化工艺）在 2018 年获《Hydrocarbon Processing》最佳炼油技术奖 提名奖。 开发“复杂原料百万吨级乙烯成套技术”；开发出 N、ND、DQ、H 四大类 BCZ、BCNX、BCM、BCU、BCND、DQC、NDQ、DQS、HA、HR 等 10 个系列聚丙烯催化剂，BCE、BCL、BSG 等系列聚乙烯催化剂。开发 了异戊橡胶、溴化丁基橡胶、功能化溶聚丁苯橡胶、SBS 热塑性弹性 体、丁苯透明抗冲树脂等系列成套技术并产业化；以原料低成本化和产 品高附加值为目标，形成了乙二醇/环氧乙烷、线性 α-烯烃、己二胺、 丁二酸、苯酐、顺酐、有机胺、MTBE 等化学品、催化剂及相关工艺技 术；开发了亲/疏水超滤膜、气体分离膜、纳滤/反渗透膜等极具市场发 展潜力的膜产品
中国石油化工 股份有限公司 北京化工研究 院	中国最早从事石油化工综合性研究的科 研机构之一。北化院逐步形成了乙烯技 术、合成树脂、合成橡胶、有机与精细 化工、化工环保等五大优势领域。	开发了丙烯腈、甲苯歧化、苯乙烯、醋酸乙烯、环氧乙烷、精对苯二甲 酸、乙苯、异丙苯、裂解汽油加氢、甲醇制烯烃、合成气制乙二醇等一 大批具有我国自主知识产权的催化剂和成套技术，以及芳香腈、表面活 性剂、绿色聚酯、高性能纤维、可降解材料等系列化产品技术，在国内 外石化装置上成功实现工业应用，保持了国际领先或先进水平。甲苯歧 化成套技术及催化剂、乙苯/苯乙烯催化剂、二乙烯基苯催化剂、氧化脱 氢催化剂和多金属聚醚醚催化剂等产品和技先后出口东南亚、西欧、中 东、北美等地。上海院创制的全新结构分子筛 SCM-14、SCM-15 获得国 际分子筛协会授予的结构代码 SOR、SOV，实现了我国企业界在该领域 零的突破，强化高性能材料、新能源技术领域技术攻关，为满足国家重 大战略需求、推动产业迈向中高端提供有力支撑。
中石化（上 海）石油化工 研究院有限公 司	我国最早从事石油化工技术研发的综合 性科研机构之一，上化院大力推进有机 原料（烯烃、芳烃及其大宗衍生物）、 碳一化工、合成材料、油气助剂、精细 化工等领域的技术创新与成果转化，形 成了以石油化工催化剂及成套技术为特 色的技术创新体系，研究领域涵盖了当 前石油化工及煤化工产业链的主体技 术。	
中国石油化工 股份有限公司 大连石油化工 研究院	前身为成立于 1953 年的中国石油化工股 份有限公司抚顺石油化工研究院。全院 研究方向重点聚焦在重劣质原料的加工 和利用、清洁油品生产和化工转型、环 保、新能源、新型化工材料、单体与可 降解材料、高端碳材料、碳中和以及人 工智能与智能化炼厂技术等 9 个二级技 术领域。	科研成果应用于俄日韩中亚等“一带一路”多个国家和地区以及全国 30 个 省市自治区的 780 余套生产装置，成为国内领先、国际知名的优质炼化技 术供应商。其中，系统内近 520 套装置应用，为增强中国石化综合实力提 供了坚强的科技支撑；国内民营企业 110 余套装置应用，助力民营经济快 速发展；为域内企业提供技术支持，合计产能近 3000 万吨/年，为推动新 时代东北全面振兴全方位振兴发挥积极作用。

资料来源：公司公告、中银证券

3.5 炼油板块及化工板块行业盈利有望修复

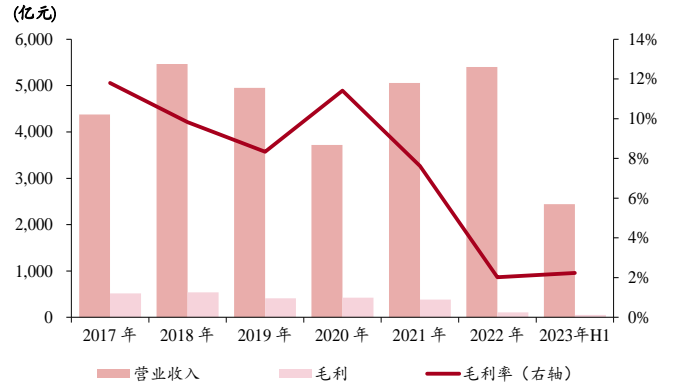
2018 年以来，炼厂新旧产能转换、产品结构优化以及行业景气度变化，带动炼油及化工板块营收持续增长。2022 年炼油板块营业收入达到 15,751.39 亿元，化工板块营业收入达到 5401.52 亿元，创下近四年最高记录。2017 年至 2022 年炼油板块营业收入 CAGR 为 9.25%，化工板块营业收入 CAGR 为 4.29%。2022 年受上游原材料价格上涨，国内炼厂产能增长，以及国内经济增速放缓等因素影响，炼化行业盈利下跌至历史低位水平，2022 年炼油板块的毛利润为 2,572.93 亿元，毛利率为 16.33%，相比 2017 年降低 14.12 pct。化工板块的毛利润为 109.11 亿元，毛利率为 2.02%，相比 2017 年降低 9.78pct。2023 年上半年炼油板块营业收入为 7295.57 亿元，毛利率为 18.25%，同比减少 1.43pct，未来随着国内经济高质量发展，化工品需求复苏，炼化行业景气度提升，炼油和化工板块盈利有望修复。

图表 46. 公司炼油板块营业收入、毛利及毛利率



资料来源：同花顺，公司公告，中银证券

图表 47. 公司化工板块营收、毛利及毛利率



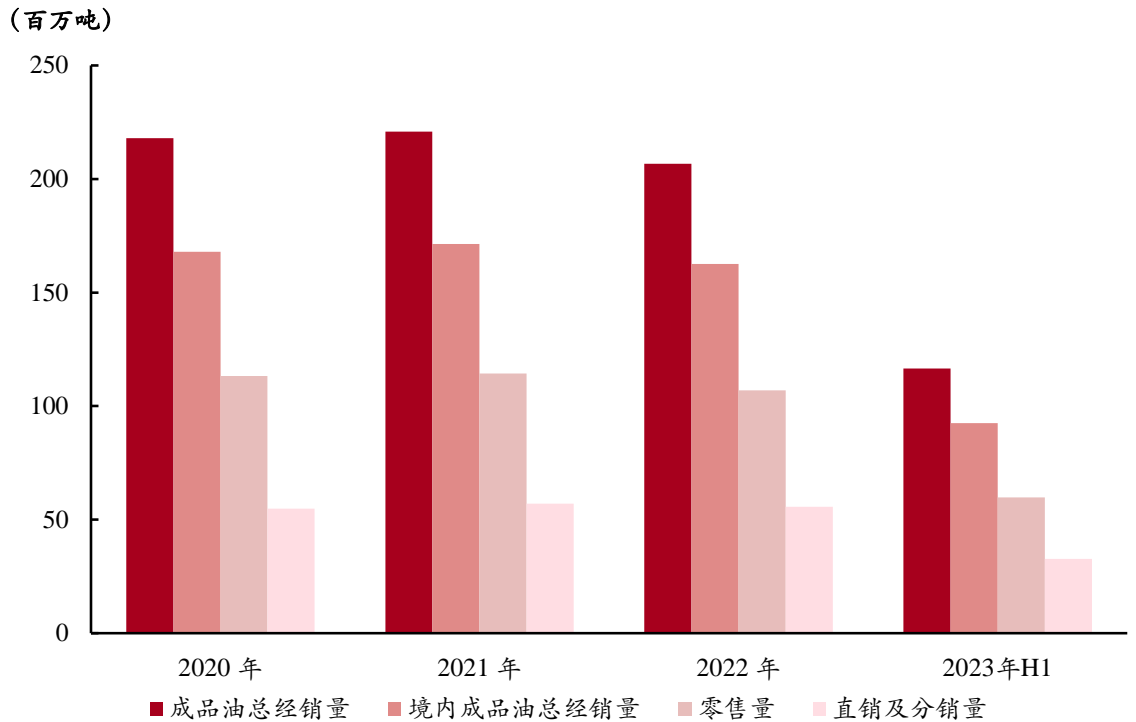
资料来源：同花顺，公司公告，中银证券

4 营销及分销：成品油零售龙头，加油站升级加能站

4.1 加油站数量持续增长，成品油零售龙头地位稳固

中国石化营销及分销事业部业务主要从炼油事业部和第三方采购石油产品，通过该事业部零售分销网络零售、分销或向国内用户直接批发、销售石油产品及提供相关的服务。2022 年中国石化成品油总经销量为 2.07 亿吨，境内成品油总经销量 1.63 亿吨，其中，柴油销售量 8165.7 万吨，同比增长 4.2%。2023 年上半年，中国石化成品油总经销量 1.17 亿吨，同比增长 18.5%，其中境内成品油总经销量 9,247 万吨，同比增长 17.9%。

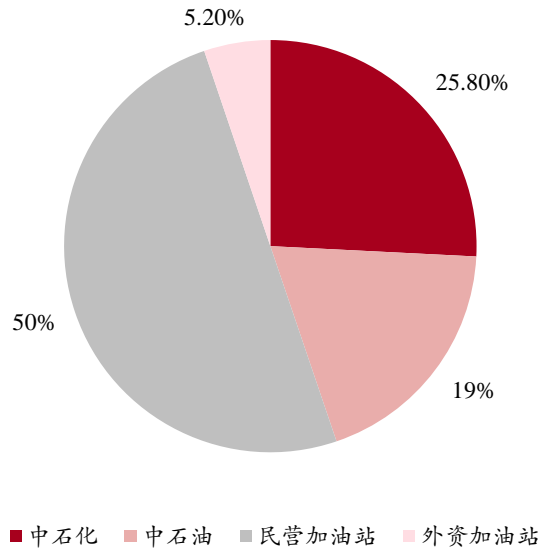
图表 48. 公司成品油经销及零售量



资料来源：公司公告，中银证券

加油站属于稀缺性资源。我国新建加油站申办条件较为严苛，需要经历预核准、规划确认、发改委立项批复、住建局建筑规划许可、取得商务部门预核准、通过国土部门招拍挂程序，取得土地使用权等阶段。近年来，随着成品油流通审批制度改革，加油站审批流程有所简化。2018 年外资加油站数量和股比限制取消，2019 年，根据《国务院办公厅关于加快发展流通促进商业消费的意见》（国办发[2019]42 号），石油成品油批发仓储经营资格审批取消，成品油零售经营资格审批下放至地市级人民政府。近年来，成品油零售行业市场化改革持续推进，但《危险化学品经营许可证》和《成品油零售经营批准证书》仍具有较高的审批要求，此外资金规模大、供应链要求高、品牌粘性等因素也决定了成品油零售行业具有极高的进入壁垒，现有加油站是稀缺性资源。

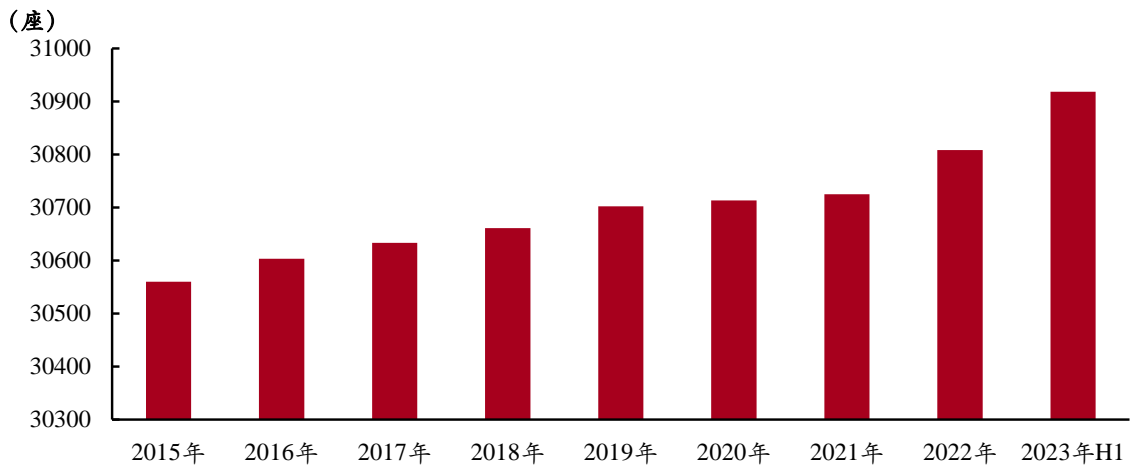
图表 49. 2022 年中国加油站数量分布结构



资料来源：隆众资讯，各公司公告，中银证券

据隆众资讯统计数据，2022 年中国加油站总数量达 11.50 万座，其中，中国石化和中国石油的加油站总数量超过 5 万座，此外，以中石化、中石油为代表的主营加油站主要分布在比较繁华的城区以及车流量较大的地区，而民营加油站非城区占比较多，主营加油站相比于民营加油站具有明显区位优势。截至 2023 年上半年，中国石化的加油站数量达到 30918 座，比上年度期末增长 0.4%，中国石化加油站数量持续增长，成品油零售的行业龙头地位进一步巩固。

图表 50. 中国石化加油站数量



资料来源：公司公告，中银证券

4.2 “油气氢电服”齐发力，加油站向“加能站”升级

拥抱新能源赛道，积极布局“油气氢电服”新兴业务。我国是全球最大的汽车生产国和消费国，在“四个革命、一个合作”能源安全新战略和碳达峰、碳中和“30”“60”战略部署的背景下，国内新能源汽车快速发展。面对深刻变革的行业大势，中国石化积极支持构建清洁低碳能源供给体系，深化充换电站、加氢站等新型基础设施和服务，助力绿色交通、氢能交通发展。截至 2022 年末，中国石化已建成 6 家智能工厂，并在近 2 万座加油站推广建设数字化、无接触的智能加油服务站。

图表 51. “油气氢电服”综合加能站功能分区

“油气氢电服”综合加能站



➤ 加油作业区

设置了92号、95号、98号3座汽油机、4座柴油机、2台尿素加注机



➤ LNG加注

设备安装在站区靠近主干道边缘的位置方便货车驶进、驶离，可同时为两辆车加注LNG



➤ 氢能作业区

设有双枪加氢机2座，日加注能力500公斤。保税区内20余辆氢能公交车加注完氢气后从这里出发，可行驶300公里



➤ 充电区

设有6个充电桩，380v快充，半个小时就可以“喂饱”一辆能源耗尽的电动汽车

资料来源：公司公告，中银证券

加快能源转型，促进产业升级，全面推进氢能全产业链建设

中国石化依托完善的销售网络优势，布局氢能全产业链，推进加氢业务，加快供氢中心、加氢站、充换电站建设。中国石化加快发展以氢能为核心的新能源业务，把从烃到氢作为优先发展级，围绕氢能产业链打造中国第一氢能公司。

2022年中国石化在加氢站、制氢技术、氢燃料电池、储氢材料等多个领域取得突破。自主研发的兆瓦级质子交换膜（PEM）电解水制氢装置在燕山石化成功开车，产出合格高纯度氢气。这标志着中国石化质子交换膜电解水制氢成套技术实现工业应用。并开发了燃料电池车用氢气纯化成套技术，建成3000Nm³/h纯化装置和千吨级供氢母站；攻关形成加氢站与油氢合建站设计、建设和运营规范标准体系，支撑5座高度集成加氢站及油氢合建站实现商业运行；建成6座区域氢气检测质检室，并取得国内首个氢气检测CMA资质认定和CNAS认可，为打造“第一氢能公司”提供有力支撑。截至2022年末，中国石化已累计在9家企业建成燃料电池氢供应中心，提供燃料电池用的高纯度氢气，能力达到1.9万标立/时（折合约1.65万吨/年），累计建成加氢站98座，合计加氢能力约45吨/天，是全球拥有加氢站最多的企业。

根据200年中国石化可持续发展报告的规划，2050年，中国石化加氢站数量、加氢能力保持全国最大；氢气100%来自非化石能源；形成功能齐全、遍布全国的低碳交通能源供应网络，助力国家道路交通领域实现碳中和。并且实现炼化企业用氢100%来自于蓝氢和非化石能源制氢，通过绿氢炼化助力中国石化高质量完成碳中和目标。

图表 52. 中国石化 2022 年氢能业务的进展和成果

制氢	首套 30 标立/时的 PEM（质子交换膜）制氢示范装置和兆瓦级（200 标立/时）PEM 制氢装置已在燕山石化投用。
供氢	截至 2022 年末，已累计在 9 家企业建成燃料电池氢供应中心，提供燃料电池用的高纯度氢气，能力达到 1.9 万标立/时（折合约 1.65 万吨/年）。 2022 年北京冬奥会期间，燕山石化、天津石化两家企业保障了冬奥会用氢需求，4 座冬奥加氢站累计为赛事车辆加氢 87 吨，加注车辆 8,689 车次，有力保障了北京冬奥会的氢气能源供应。
加氢站	2022 年北京冬奥会期间，燕山石化、天津石化两家企业保障了冬奥会用氢需求，4 座冬奥加氢站累计为赛事车辆加氢 87 吨，加注车辆 8,689 车次，有力保障了北京冬奥会的氢气能源供应。

资料来源：公司公告、中银证券

图表 53. 中国石化氢能业务 2050 年发展愿景

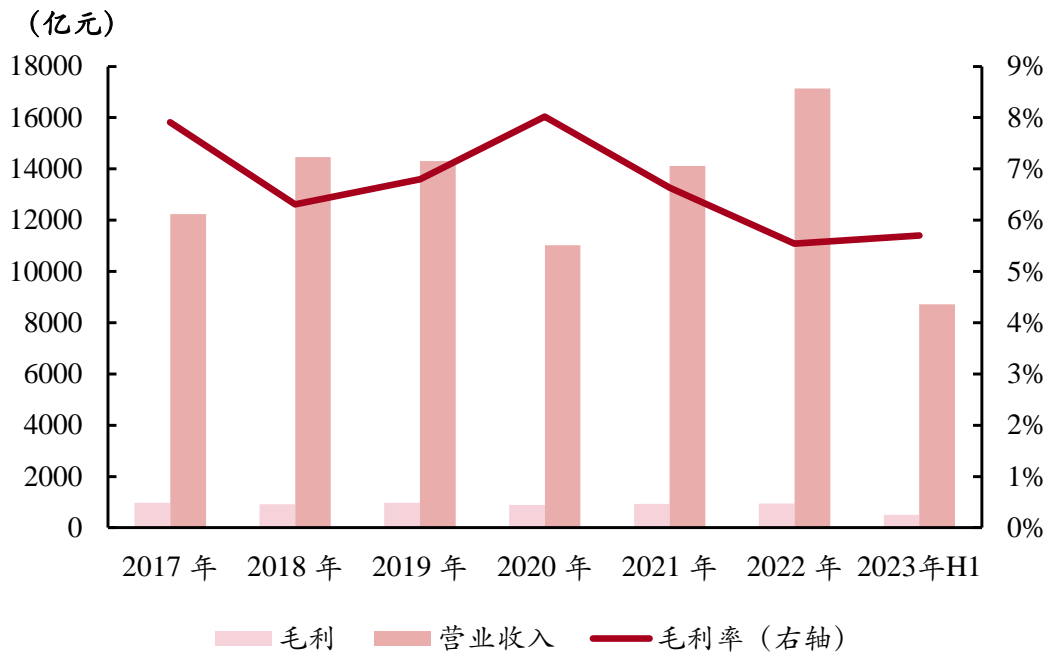
氢能交通	加氢站数量、加氢能力保持全国最大；氢气来源 100% 来自非化石能源；形成功能齐全、遍布全国的低碳交通能源供应网络，助力国家道路交通领域实现碳中和。
绿氢炼化	炼化企业用氢 100% 来自于蓝氢和非化石能源制氢，通过绿氢炼化助力中国石化高质量完成碳中和目标。

资料来源：公司公告、中银证券

4.3 营销及分销板块有望稳中向好

中国石化营销及分销板块的营业收入稳步增长，2022 年营业收入达到 17,138.74 亿元，创下近五年新高，2017~2022 年营业收入 CAGR 为 6.96%。依托于加油站的稀缺资源属性，营销及分销板块的毛利率相对稳定。2023 年上半年营销及分销板块的营业收入为 8713.48 亿元，同比增长 10.02%。未来随着我国经济高质量发展，能源需求持续提升，以及加油站向加能站升级转变，营销及分销板块业绩有望进一步提升。

图表 54. 营销及分销板块营收、毛利及毛利率



资料来源：公司公告，中银证券

盈利预测与估值

假设 1. 国际油价维持中高位，公司原油产量稳定，天然气产量持续增长，勘探及开采板块高景气度延续；

假设 2. 炼化行业景气度回升，公司新型一体化炼厂如期投产，高附加值化工品占比提升；

假设 3. 加油站服务模式升级，新能源业务及非油业务快速增长，营销及分销业务盈利能力改善；

假设 4. 央企管理效率持续提升，销售费用率，管理费用率持续优化。

在上述假设符合预期的情况下，预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 684.86 亿元、780.07 亿元和 899.94 亿元，对应 PB 为 0.9 倍、0.9 倍和 0.8 倍，中国石油，中国石化，中国海油统称为“三桶油”，均为石油石化行业代表性能源央企，三个企业的业务结构类似，业务体量可比，选择中国石油、中国海油作为中国石化的可比公司。当前，中国石化 PB 仍低于中国石油和中国海油，同时，看好公司上游油气勘探开采业务延续高景气度，炼厂及加油站资产持续优化升级，首次覆盖，给予买入评级。

图表 55. 板块经营数据预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
勘探及开发事业部						
营业收入 (百万元)	167,755	249,998	319,411	306,789	305,122	312,040
营业成本 (百万元)	148,306	206,332	214,834	223,450	234,480	241,267
毛利润 (百万元)	19,449	43,666	104,577	83,340	70,642	70,773
炼油事业部						
营业收入 (百万元)	944,510	1,385,564	1,575,139	1,422,904	1,287,640	1,218,794
营业成本 (百万元)	698,838	1,061,650	1,317,846	1,159,411	1,036,211	969,130
毛利润 (百万元)	245,672	323,914	257,293	263,493	251,429	249,663
营销及分销事业部						
营业收入 (百万元)	1,102,206	1,411,544	1,713,874	1,844,378	1,764,888	1,724,983
营业成本 (百万元)	1,013,788	1,317,918	1,618,973	1,737,404	1,650,170	1,612,859
毛利润 (百万元)	88,418	93,626	94,901	106,974	114,718	112,124
化工事业部						
营业收入 (百万元)	371,854	505,503	540,152	502,730	476,710	453,660
营业成本 (百万元)	329,441	466,971	529,241	488,654	438,573	399,221
毛利润 (百万元)	42,413	38,532	10,911	14,076	38,137	54,439
本部及其他						
营业收入 (百万元)	890,283	1,297,701	1,790,478	1,800,000	1,900,000	2,000,000
营业成本 (百万元)	873,067	1,268,685	1,757,535	1,764,000	1,862,000	1,960,000
毛利润 (百万元)	17,216	29,016	32,943	36,000	38,000	40,000
抵销分部间						
营业收入 (百万元)	(1,370,624)	(2,109,426)	(2,620,886)	(2,473,824)	(2,400,650)	(2,397,165)
营业成本 (百万元)	(1,375,041)	(2,105,005)	(2,619,066)	(2,471,350)	(2,398,249)	(2,394,768)
毛利润 (百万元)	4,417	(4,421)	(1,820)	(2,474)	(2,401)	(2,397)

资料来源：公司公告，中银证券

图表 56. 可比公司估值分析

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股净资产 (元/股)			市净率(x)		
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
600938.SH	中国海油	未有评级	20.74	5,843.79	12.6	13.0	14.5	1.7	1.6	1.4
601857.SH	中国石油	未有评级	7.99	14,053.85	7.5	8.0	8.63	1.1	1.0	0.9
行业平均					10.0	10.5	11.6	1.4	1.3	1.2
600028.SH	中国石化	买入	6.12	6,787.76	6.6	6.8	7.1	0.9	0.9	0.9

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：股价为 2023 年 9 月 21 日收盘价

未有评级公司数据来自同花顺 iFinD 一致预期

风险提示

油价剧烈波动风险。影响油价走势的不确定性风险有增加的趋势，美联储加息频率、OPEC+减产协议退出或者重新协商、俄乌冲突加剧等因素都有可能给油价走势带来影响，甚至在个别时点会引起油价异常巨大的波动，并因此给行业政策、企业盈利带来负面影响。

环保政策变化带来的风险。炼厂的生产、加工过程可能伴有污染物或副产物的产生，因此我国环保政策的设计和对于石化行业来讲事关重大，有可能给企业的正常运行、原材料的稳定供应、价格的走势都带来不可预计的影响。

生产装置异常，人员操作失误带来的安全生产风险。石油、天然气的开采生产、运输存储条件较为苛刻，炼化产品多在高温、高压的生产条件下进行反应，若生产装置设备异常、人员操作失误或导致较为严重的安全事故，给公司生产运营和社会安全产生较大影响。

经济异常波动。石化产品与国计民生息息相关，经济发展和人民生活水平直接影响行业的下游需求。作为典型的周期性行业，化工行业又将面临供给侧改革的相关政策的影响。

全球经济低迷。当前全球经济增长放缓，终端需求疲软，石化企业盈利或承压。

利润表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,740,884	3,318,168	3,402,976	3,333,711	3,312,311
营业收入	2,740,884	3,318,168	3,402,976	3,333,711	3,312,311
营业成本	2,216,551	2,819,363	2,901,567	2,823,186	2,787,709
营业税金及附加	259,032	263,991	267,134	265,030	263,329
销售费用	57,891	58,567	57,851	56,673	56,309
管理费用	62,535	57,208	57,851	56,673	56,309
研发费用	11,481	12,773	13,612	13,335	13,249
财务费用	9,010	9,974	10,202	8,400	7,804
其他收益	5,850	8,219	9,000	7,000	7,000
资产减值损失	(13,165)	(12,009)	(11,000)	(11,000)	(11,000)
信用减值损失	(2,311)	1,084	(1,000)	(1,000)	(1,000)
资产处置收益	665	672	650	650	650
公允价值变动收益	3,341	(1,715)	0	0	0
投资收益	6,032	14,462	8,000	8,000	8,000
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	112,414	96,414	100,410	114,063	131,252
营业外收入	3,516	2,960	2,800	2,800	2,800
营业外支出	7,582	4,859	5,000	5,000	5,000
利润总额	108,348	94,515	98,210	111,863	129,052
所得税	23,318	18,757	19,490	22,200	25,611
净利润	85,030	75,758	78,720	89,664	103,441
少数股东损益	13,822	9,456	10,234	11,656	13,447
归母净利润	71,208	66,302	68,486	78,007	89,994
EBITDA	223,714	195,279	208,002	237,918	269,902
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.59	0.55	0.57	0.65	0.75

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	558,024	523,140	552,313	583,733	608,421
货币资金	221,989	145,052	197,373	266,697	231,862
应收账款	34,861	46,364	40,601	44,594	40,054
应收票据	0	0	0	0	0
存货	207,433	244,241	220,602	187,191	246,452
预付账款	9,267	7,956	9,769	7,477	9,552
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	84,474	79,527	83,968	77,774	80,500
非流动资产	1,331,231	1,425,500	1,423,737	1,428,044	1,415,893
长期投资	209,946	234,671	234,671	234,671	234,671
固定资产	598,932	630,758	673,234	709,420	723,617
无形资产	119,210	120,694	120,694	120,694	120,694
其他长期资产	403,143	439,377	395,138	363,260	336,911
资产合计	1,889,255	1,948,640	1,976,050	2,011,778	2,024,313
流动负债	641,280	667,385	663,041	663,102	637,197
短期借款	27,366	21,313	18,682	22,682	19,207
应付账款	203,919	258,642	213,669	209,809	192,860
其他流动负债	409,995	387,430	430,690	430,611	425,130
非流动负债	331,934	344,102	334,330	319,335	299,332
长期借款	49,341	94,964	85,000	70,000	50,000
其他长期负债	282,593	249,138	249,330	249,335	249,332
负债合计	973,214	1,011,487	997,370	982,438	936,529
股本	121,071	119,896	119,864	119,864	119,864
少数股东权益	140,939	151,576	161,810	173,466	186,913
归属母公司股东权益	775,102	785,577	816,870	855,874	900,871
负债和股东权益合计	1,889,255	1,948,640	1,976,050	2,011,778	2,024,313

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	85,030	75,758	78,720	89,664	103,441
折旧摊销	105,796	99,938	115,040	131,105	146,496
营运资金变动	48,715	(47,212)	39,531	26,417	(76,679)
其他	(14,367)	(12,215)	9,063	4,995	5,532
经营活动现金流	225,174	116,269	242,353	252,180	178,790
资本支出	(144,921)	(172,527)	(120,700)	(140,700)	(140,700)
投资变动	(22,580)	(27,406)	0	0	0
其他	22,303	104,923	8,650	8,650	8,650
投资活动现金流	(145,198)	(95,010)	(112,050)	(132,050)	(132,050)
银行借款	10,492	39,570	(12,595)	(11,000)	(23,475)
股权融资	(66,199)	(74,649)	(37,193)	(39,004)	(44,997)
其他	(2,235)	(4,620)	(28,195)	(803)	(13,103)
筹资活动现金流	(57,942)	(39,699)	(77,982)	(50,806)	(81,575)
净现金流	22,034	(18,440)	52,321	69,324	(34,835)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	30.1	21.1	2.6	(2.0)	(0.6)
营业利润增长率(%)	123.3	(14.2)	4.1	13.6	15.1
归属于母公司净利润增长率(%)	116.3	(6.9)	3.3	13.9	15.4
息税前利润增长率(%)	758.2	(19.1)	(2.5)	14.9	15.5
息税折旧前利润增长率(%)	85.3	(12.7)	6.5	14.4	13.4
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	116.3	(6.9)	3.3	13.9	15.4
获利能力					
息税前利润率(%)	4.3	2.9	2.7	3.2	3.7
营业利润率(%)	4.1	2.9	3.0	3.4	4.0
毛利率(%)	19.1	15.0	14.7	15.3	15.8
归母净利润率(%)	2.6	2.0	2.0	2.3	2.7
ROE(%)	9.2	8.4	8.4	9.1	10.0
ROIC(%)	8.4	6.0	6.2	7.3	8.1
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
净负债权益比	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
流动比率	0.9	0.8	0.8	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.7	1.7	1.7	1.6
应收账款周转率	77.8	81.7	78.3	78.3	78.3
应付账款周转率	15.4	14.3	14.4	15.7	16.5
费用率					
销售费用率(%)	2.1	1.8	1.7	1.7	1.7
管理费用率(%)	2.3	1.7	1.7	1.7	1.7
研发费用率(%)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
财务费用率(%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
每股经营现金流(最新摊薄)	1.9	1.0	2.0	2.1	1.5
每股净资产(最新摊薄)	6.5	6.6	6.8	7.1	7.5
每股股息	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4
估值比率					
P/E(最新摊薄)	10.3	11.1	10.7	9.4	8.2
P/B(最新摊薄)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.1	4.4	4.6	3.7	3.2
价格/现金流(倍)	3.3	6.3	3.0	2.9	4.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371