

601857.SH

买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 7.20

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	0.8	7.0	(9.2)	41.7
相对上证综指	5.2	10.7	(1.1)	53.8

发行股数(百万)	183,020.98
流通股(百万)	183,020.98
总市值(人民币 百万)	1,317,751.04
3个月日均交易额(人民币 百万)	761.50
主要股东	
中国石油天然气集团有限公司	82.46

资料来源: 公司公告, 同花顺 iFinD, 中银证券
以2024年1月17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: 余媛媛

(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

中国石油

增储上产业绩可期, 优质资产价值重估

国际油价维持中高位, 公司持续推进增储上产, 油气开采业务盈利向好, 同时, 依托优质乙烷资源, 公司乙烯的低成本优势具有稀缺性, 另一方面, 国内天然气价格市场化改革逐步推进, 公司有望受益。首次覆盖, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- **中国石油是中国最大的油气生产和销售商, 也是世界最大的石油公司之一。**公司主要业务包括原油和天然气的勘探、开发、生产和销售, 原油和石油产品的炼制、运输、储存和销售, 基础石油化工产品、衍生化工产品及其他化工产品的生产和销售, 天然气、原油和成品油的输送及天然气的销售等。2023年前三季度, 公司实现营收 22,821.35 亿元, 同比减少 7.06%, 归母净利润为 1,316.51 亿元, 同比增长 9.78%, 摊薄净资产收益率为 9.28%, 同比提升 0.33 pct。
- **高油价叠加增储上产, 上游油气业务盈利可期。**我们预计 2024 年国际油价有望维持中高位水平。2023 年前三季度, 中国石油实现经营利润 1,862.36 亿元, 其中, 油气及新能源分部实现经营利润 1,326.96 亿元, 油气当量产量达到 1,315.4 百万桶, 同比增长 5.1%, 同时, 2023 年上游资本性支出有望达到 1,955.00 亿元, 远期增储上产潜力提升, 在中高油价背景下, 公司上游油气开采业务或将延续高景气度。
- **乙烷资源助力炼化板块竞争力提升。**2021 年, 中国石油乙烷裂解制乙烯产能达到 140 万吨, 未来乙烷制乙烯产能将继续扩张, 依托原料资源和工艺路线优势, 公司乙烯的低成本优势具有稀缺性。此外, 广东石化一体化炼厂完成投产, 广西石化、吉林石化在建项目有序推进, 炼化板块的行业竞争力有望提升。
- **国内天然气价格市场化改革, 中国石油有望受益。**海外天然气价格宽幅波动, 国内天然气价格市场化改革逐步推进, 2023 年前三季度, 中国石油向国内销售天然气 1,553.64 亿立方米, 同比增长 5.5%, 天然气销售板块实现经营利润 194.76 亿元, 同比增长 24.50%。作为我国天然气供应上游龙头企业, 天然气价格市场化改革, 或推动天然气销售业务盈利持续修复。
- **管理效率提升, ESG 成果显著。**2022 年“四费”费用率达到了 6.27%, 较 2018 年减少 2.24 pct。2016 年-2022 年, 员工总人数由 50.88 万人下降为 39.84 万人, 人均创收由 317.81 万元提升至 812.96 万元, 公司管理效率持续提升。另一方面, 公司全面落实国家碳达峰碳中和战略规划, 提出“清洁替代、战略接替、绿色转型”三步走总体部署, 推动碳捕集、利用与封存 (CCS/CCUS) 工程实现商业化应用, 并致力于打造“油气热电氢”综合能源公司, 实现传统油气和新能源业务高质量融合发展。

估值

- 基于国际油价维持中高位, 公司油气产量稳步增加, 油气开采板块业绩可期, 同时公司炼化板块竞争力提升, 国内天然气价格改革持续推进, 预计公司 2023-2025 年归母净利润为 1,663.85 亿元、1,794.37 亿元、1,909.09 亿元, 对应市盈率为 7.9 倍、7.3 倍、6.9 倍、首次覆盖, 给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 油价下跌风险、环保政策变化带来的风险、经济异常波动、全球经济持续低迷。

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)	2,614,349	3,239,167	3,059,578	3,135,008	3,220,567
增长率(%)	35.2	23.9	(5.5)	2.5	2.7
EBITDA(人民币 百万)	293,296	491,968	478,689	500,142	527,767
归母净利润(人民币 百万)	92,161	149,375	166,385	179,437	190,909
增长率(%)	385.0	62.1	11.4	7.8	6.4
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.50	0.82	0.91	0.98	1.04
市盈率(倍)	14.3	8.8	7.9	7.3	6.9
市净率(倍)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(倍)	5.0	2.8	3.5	3.1	2.6
每股股息(人民币)	0.1	0.2	0.4	0.5	0.5
股息率(%)	2.0	4.4	5.6	6.4	6.5

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 中国石油基本概况	5
1.2 油气和新能源分部贡献利润核心	6
1.3 推进央国企改革，管理效率持续提升	8
2 油气及新能源：增储上产，降本增效	13
2.1 国际原油市场供需紧平衡，价格维持中高位	13
2.2 中国石油油气资源禀赋优异	14
2.3 中国石油油气产量稳步增长	15
2.4 低碳转型和新能源融合发展	17
3 炼油及化工板块：优质资源提升行业竞争力	19
3.1 国内炼油总产能企稳，下游产品转型持续推进	19
3.2 中国石油炼厂提质升级	20
3.3 稀缺乙烷资源，构筑乙烯成本优势	22
3.4 数字化转型助力中国石油炼厂管理升级	23
3.5 炼化和新材料板块行业盈利有望修复	24
4 天然气销量持续增长，盈利修复提升	25
4.1 中国天然气市场供需双增	25
4.2 国内天然气定价机制改革有序推进	26
4.3 天然气销售业绩有望持续提升	27
5 加油站业务多元化，业绩成长可期	29
5.1 成品油消费量维持高位，加油站资产具有稀缺性	29
5.2 传统成品油业务趋稳，新兴非油业务快速增长	30
5.3 销售分部有望稳中向好	32
盈利预测与估值	33
风险提示	35

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 中国石油发展历程.....	5
图表 2. 中国石油股权结构.....	5
图表 3. 中国石油产业链.....	6
图表 4. 中国石油各分部营收占比（2017-2023H1）.....	6
图表 5. 中国石油各分部利润占比（2017-2023H1）.....	7
图表 6. 中国石油营业收入变化（2017-2023 前三季度）.....	7
图表 7. 中国石油归母净利润变化（2017-2023 前三季度）.....	8
图表 8. 中国石油摊薄净资产收益率（ROE）变化（2007-2023 前三季度）.....	8
图表 9. 中国石油员工人数变化（2016-2023H1）.....	9
图表 10. 中国石油员工人均创收变化（2016-2022）.....	9
图表 11. 中国石油销售、管理、研发、财务费用（2018-2023 前三季度）.....	10
图表 12. 中国石油销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率（2018-2023 前三季度）.....	10
图表 13. 中国石油归母净利润与国际油价波动（2006-2023 前三季度）.....	11
图表 14. 中国石油市净率变化（2013-2023）.....	11
图表 15. 中国石油现金分红总额与股息支付率（2007-2023H1）.....	12
图表 16. 中国石油每股股利与股息率（2007-2023H1）.....	12
图表 17. 国际原油现货价格走势（2003-2023）.....	13
图表 18. 全球原油供需平衡关系.....	14
图表 19. 中国石油主要油气田资源.....	14
图表 20. 中国石油的原油储量及产量（2016-2022）.....	15
图表 21. 中国石油原油井数（2016~2022）.....	15
图表 22. 中国石油天然气净井数（2016-2022）.....	16
图表 23. 中国石油天然气历年产量（2017-2022）.....	16
图表 24. 中国石油油气和新能源分部资本开支（2017-2022）.....	17
图表 25. 中国石油油气和新能源板块营业收入、毛利润和毛利率（2016-2023H1）.....	17
图表 26. 中国石油低碳发展举措.....	18
图表 27. 中国炼厂主体构成（2015-2022）.....	19
图表 28. 中国化工新材料发展概况（2021）.....	19
图表 29. 炼厂分类.....	20
图表 30. 中国石油千万吨级炼厂.....	20
图表 31. 中国石油原油加工量（2017-2022）.....	20
图表 32. 中国石油炼油和化工分部资本性支出（2015~2022）.....	21
图表 33. 中国石油炼油板块和化工分部重点建设项目（2018~2023）.....	21

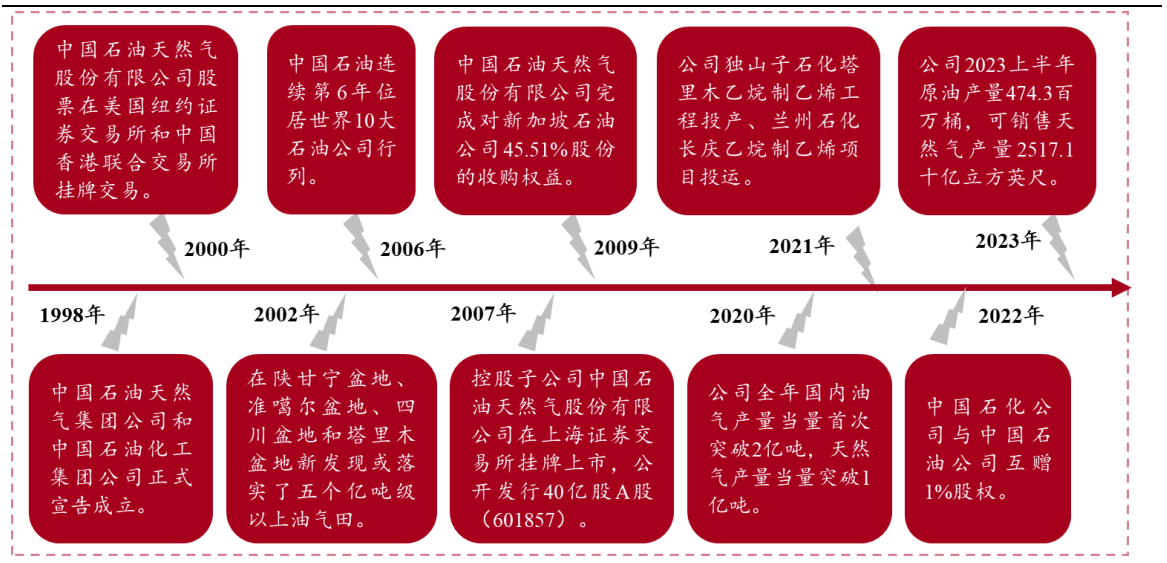
图表 34. 中国石油成品油产量及收率 (2017-2023 前三季度)	22
图表 35. 中国石油乙烯产量 (2017-2023 前三季度)	22
图表 36. 烯烃生产工艺比较	23
图表 37. 中国石油炼油和化工板块营业收入、毛利和毛利率 (2015-2023H1)	24
图表 38. 2022 年中国天然气消费结构	25
图表 39. 中国天然气产量及表观消费量 (2015-2022)	25
图表 40. 中国天然气供给格局 (2022)	26
图表 41. 中国天然气定价机制演变	26
图表 42. 部分省市天然气价格政策	27
图表 43. 中国石油国内天然气销量及增速 (2017-2023 前三季度)	27
图表 44. 中国石油天然气销售平均实现价格 (2015-2023H1)	27
图表 45. 中国石油天然气板块营业收入、毛利和毛利率变化 (2015 年-2023 年 H1)	28
图表 46. 中国成品油消费总量 (2013-2022)	29
图表 47. 2022 年中国加油站数量分布结构	30
图表 48. 中国石油加油站数量 (2017-2023 前三季度)	30
图表 49. 中国石油单站加油量 (2017-2022)	31
图表 50. 中国石油历年汽油、煤油、柴油销量变化 (2015-2023 前三季度)	31
图表 51. 中国石油加油站非油品销售额 (2018-2023H1)	32
图表 52. 中国石油销售分部营业收入、毛利及毛利率 (2015-2023H1)	32
图表 53. 中国石油板块经营数据预测	33
图表 54. 可比公司估值表	34
利润表(人民币 百万)	36
现金流量表(人民币 百万)	36
财务指标	36
资产负债表(人民币 百万)	36

1 特大型石化央企 一体化产业龙头

1.1 中国石油基本情况

中国石油天然气股份有限公司（PetroChina Company Limited），简称中国石油（上交所：601857、港交所：0857），是中国最大的油气生产和销售商，也是世界最大的石油公司之一。公司主要业务包括原油和天然气的勘探、开发、生产和销售，原油和石油产品的炼制、运输、储存和销售，基础石油化工产品、衍生化工产品及其他化工产品的生产和销售，天然气、原油和成品油的输送及天然气的销售等。公司在 2018 年《财富》世界 500 强企业中排名第 4 名，在 2022 年标普全球普氏全球能源公司 250 强榜单中排名第 17 名。

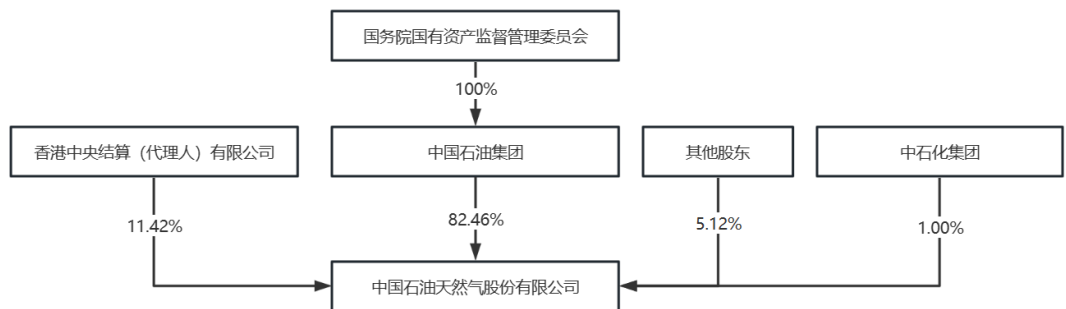
图表 1. 中国石油发展历程



资料来源：公司官网，中银证券

中国石油集团为公司控股股东，成立于 1998 年 7 月，是根据国务院机构改革方案，在原中国石油天然气总公司的基础上组建的特大型石油石化企业。国务院国有资产监督管理委员会是公司的实际控制人。公司的股权结构较为集中，除中国石油集团外，公司目前无其他持股 10% 或以上的法人股东（不包括香港中央结算（代理人）有限公司）。

图表 2. 中国石油股权结构



资料来源：公司官网，中银证券

注：股权结构为 2023 年三季度报告数据

中国石油天然气集团有限公司是一家集油气和新能源生产、成品油和化工新材料生产销售、天然气销售等业务于一体的综合性国际能源公司。按照产业链结构，中国石油主营业务分为三大环节：上游主要从事石油天然气勘探开发、运输、储存和新能源开发利用；中游主要从事成品油及石化产品的生产；下游主要从事成品油、化工品以及天然气的销售等相关业务。

图表 3. 中国石油产业链

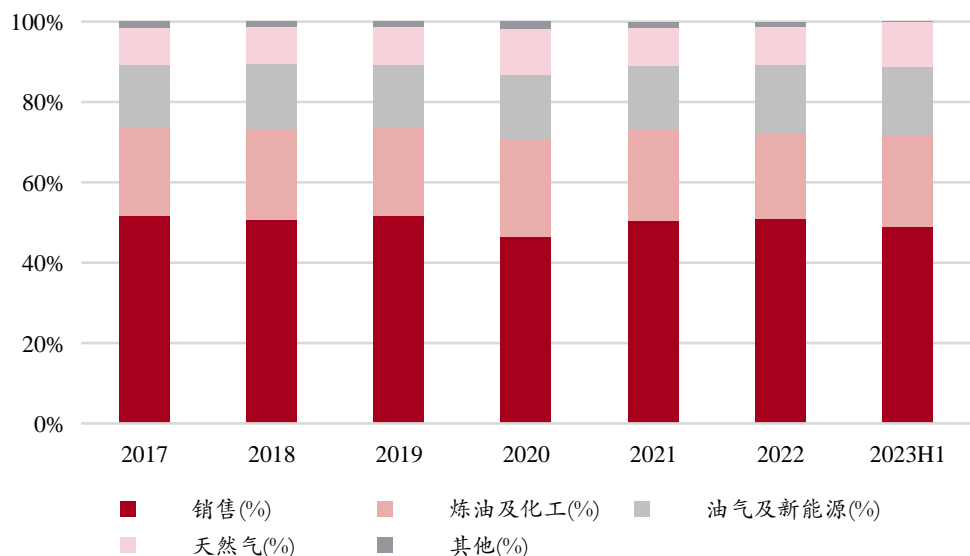


资料来源：公司官网，中银证券

1.2 油气和新能源分部贡献利润核心

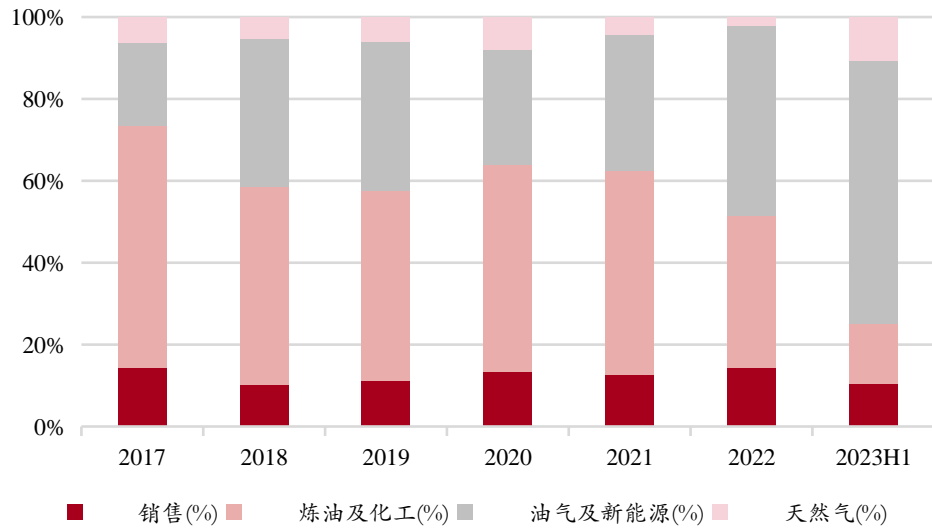
2017年-2022年，油气和新能源分部在总营收中的占比由15.41%提高到16.88%，2022年该分部利润占比达到46.60%，是利润贡献最大的业务板块，2023年前三季度，油气及新能源分部实现经营利润1,326.96亿元，同比减少4.5%。销售板块主要从事成品油销售，2022年销售板块营收占比达到50.90%；2023年前三季度实现经营利润172.77亿元，同比增长138.6%。炼油化工和新材料是公司的重要业务组成部分，2023年前三季度实现经营利润278.12亿元，同比增长5.5%。公司是国内天然气主要上游供应商，2023年前三季度公司天然气销售业务实现营业收入3,927.14亿元，同比增长6.1%，实现经营利润人民币194.76亿元，同比增加24.50%。

图表 4. 中国石油各分部营收占比（2017-2023H1）



资料来源：公司公告，中银证券（未考虑内部抵消）

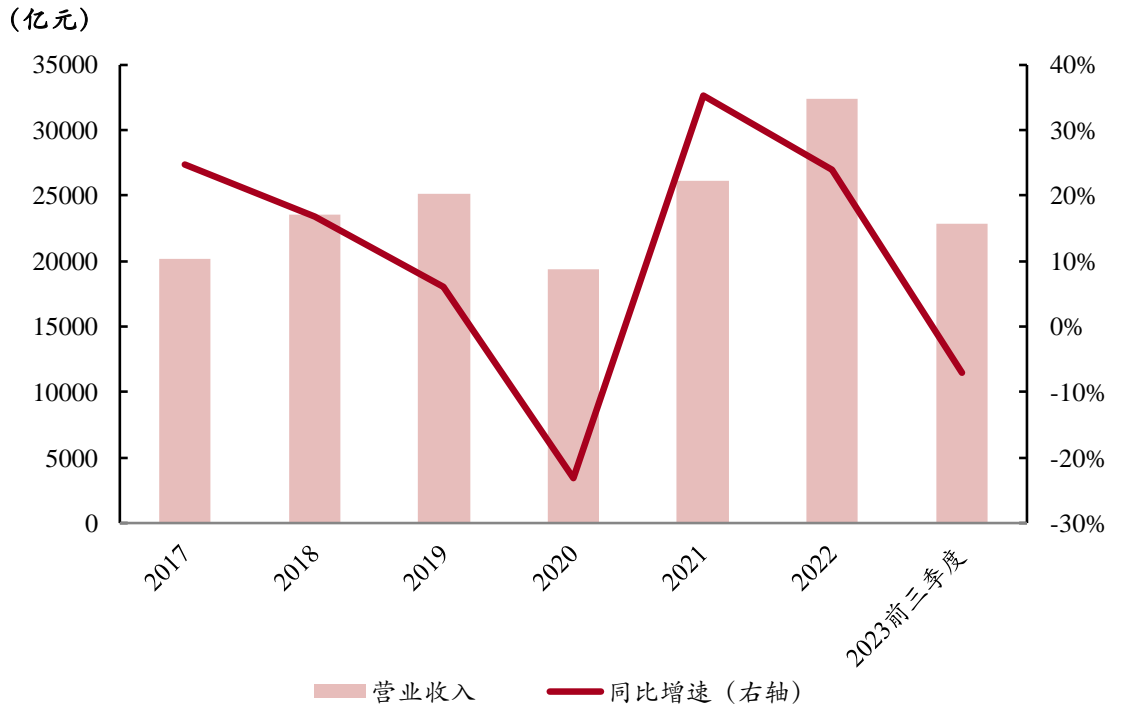
图表 5. 中国石油各分部利润占比 (2017-2023H1)



资料来源: 公司公告、中银证券 (未考虑内部抵消)

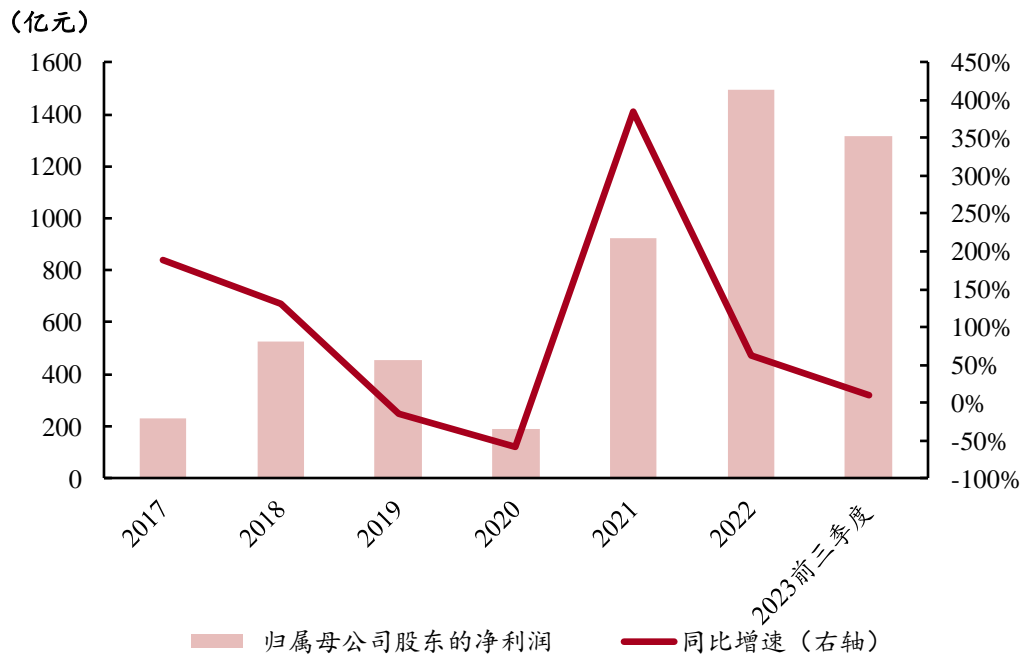
公司经营业绩持续向好。2017-2022 年, 公司营业收入整体呈上升趋势, CAGR 为 9.95%, 其中 2020 年, 受全球新冠疫情和油气价格剧烈波动影响, 营业收入出现阶段性下降, 2021 年以来, 随着油价上涨和下游需求复苏, 营业收入快速提升, 2022 年公司营业收入达到 3.24 万亿元, 同比增长 23.90%。盈利能力方面, 公司归母净利润及净资产收益率快速增长, 2017 年-2022 年公司归母净利润由 227.93 亿元增长到 1,493.75 亿元, CAGR 为 45.64%。2022 年公司摊薄净资产收益率达到 10.91%。2023 年前三季度, 公司实现营收 22,821.35 亿元, 同比减少 7.06%, 归母净利润为 1,316.51 亿元, 同比增长 9.78%, 摊薄净资产收益率为 9.28%, 同比提升 0.33 pct。

图表 6. 中国石油营业收入变化 (2017-2023 前三季度)



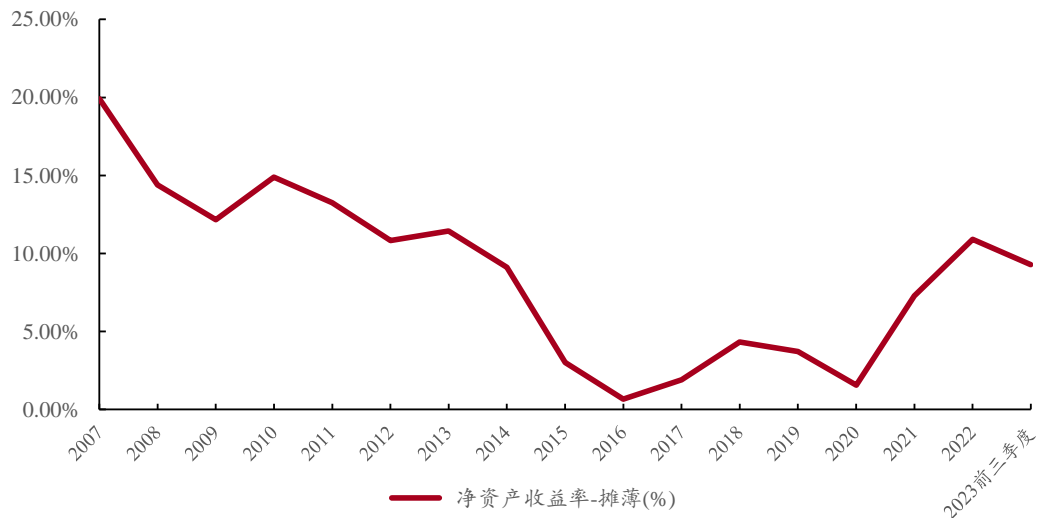
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 7. 中国石油归母净利润变化 (2017-2023 前三季度)



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 8. 中国石油摊薄净资产收益率 (ROE) 变化 (2007-2023 前三季度)



资料来源: 公司公告, 同花顺 iFinD, 中银证券

1.3 推进央国企改革, 管理效率持续提升

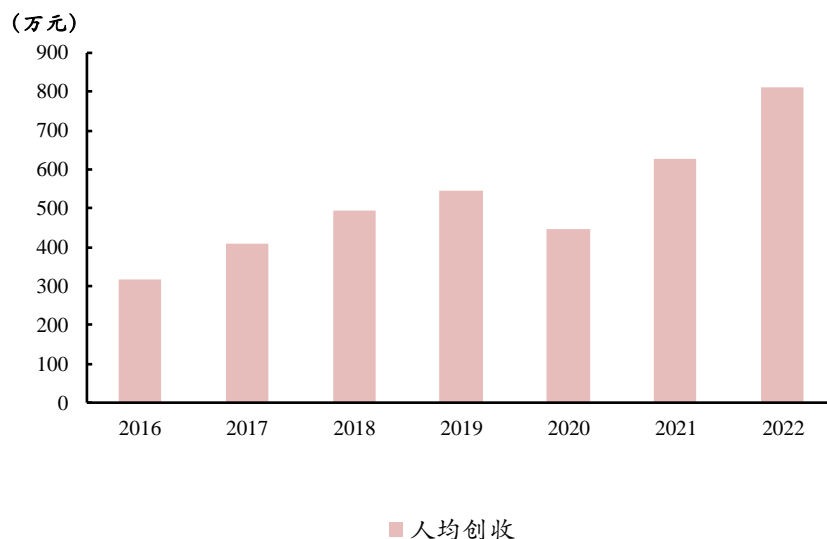
公司国企改革成效显著, 管理效率迈上新台阶。近年来, 中国石油持续推进内部降本增效, 2023 年国资委优化完善中央企业经营指标体系, 提出“一利五率”经营指标体系和“一增一稳四提升”总体目标。2016 年-2022 年, 中国石油的员工总人数由 50.88 万人下降为 39.84 万人, 同时, 中国石油的人均创收快速提升, 由 317.81 万元提升至 812.96 万元。截至 2023 年上半年, 公司员工人数为 38.69 万人, 人均创收已达到 382.48 万元。

图表 9. 中国石油员工人数变化 (2016-2023H1)



资料来源: 公司公告, 同花顺 iFinD, 中银证券

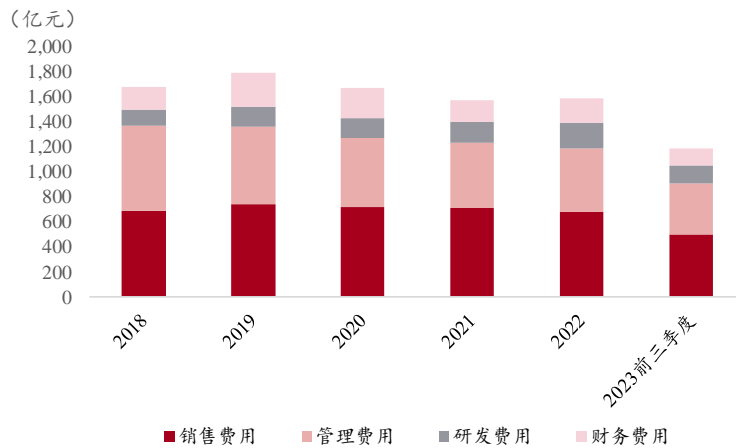
图表 10. 中国石油员工人均创收变化 (2016-2022)



资料来源: 公司公告, 同花顺 iFinD, 中银证券

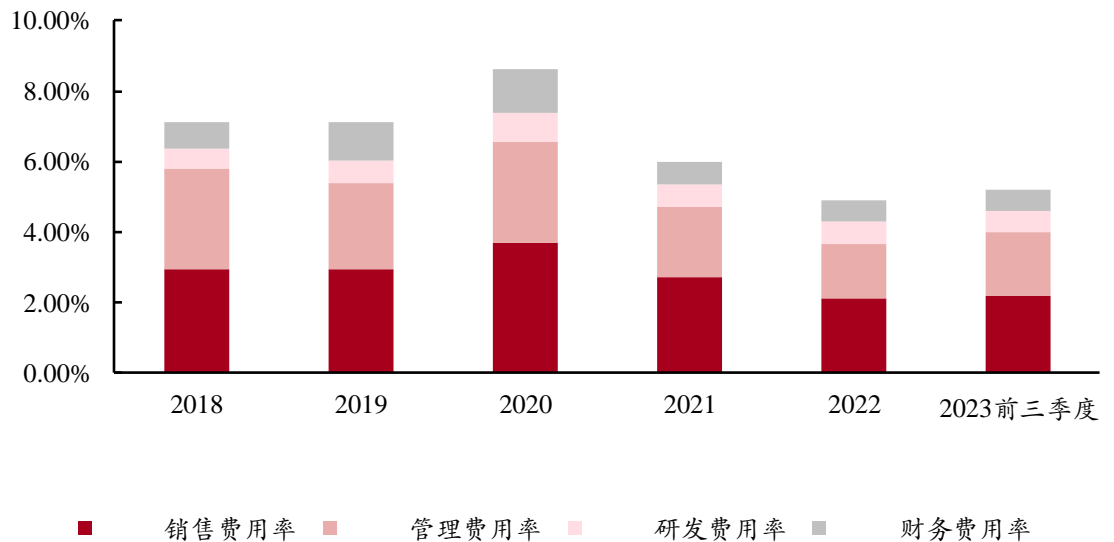
公司四费结构优化, 经营管理高效稳健。随着公司降本增效的深入推进, 公司期间费用率持续下降。2018年-2022年公司管理费由 677.14 亿元下降为 505.23 亿元, 降幅达到 25.39%, 2019年-2022年销售费用、财务费用分别由 741.08 亿元、278.16 亿元, 降至 683.52 亿元、196.14 亿元。随着研发投入的加大, 研发费用有所上涨, 2022年研发费用为 200.16 亿元, 同比增长 19.65%。综合来看, 2022年“四费”费用率总占比为 4.89%, 较 2018年减少 2.24 pct。截至 2023年前三季度, “四费”占比为 5.21%, 仍处于低位水平。

图表 11. 中国石油销售、管理、研发、财务费用（2018-2023 前三季度）



资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

图表 12. 中国石油销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率（2018-2023 前三季度）



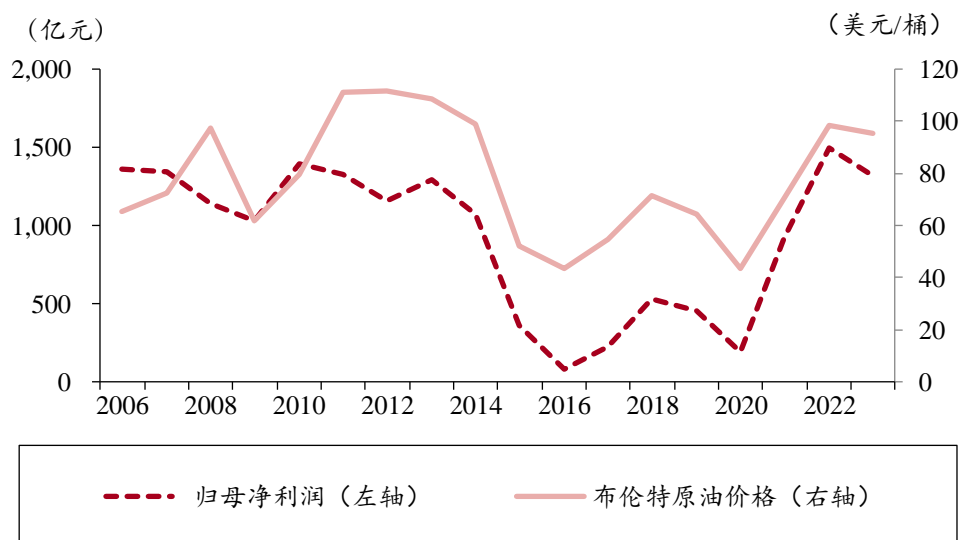
资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

1.3 历史业绩与油价波动高度相关

根据历史业绩数据，公司盈利能力与国际油价走势具有较强的关联性，高油价的市场环境下，公司业绩整体向好。随着天然气产量及占比提升，炼厂规模升级以及产品结构优化，未来油价波动对公司业绩的影响或有所弱化。

估值方面，2019 年以前，公司 PB 长期维持一倍以上，2023 年以来，估值迎来明显修复，但当前估值仍处于历史中低位水平。

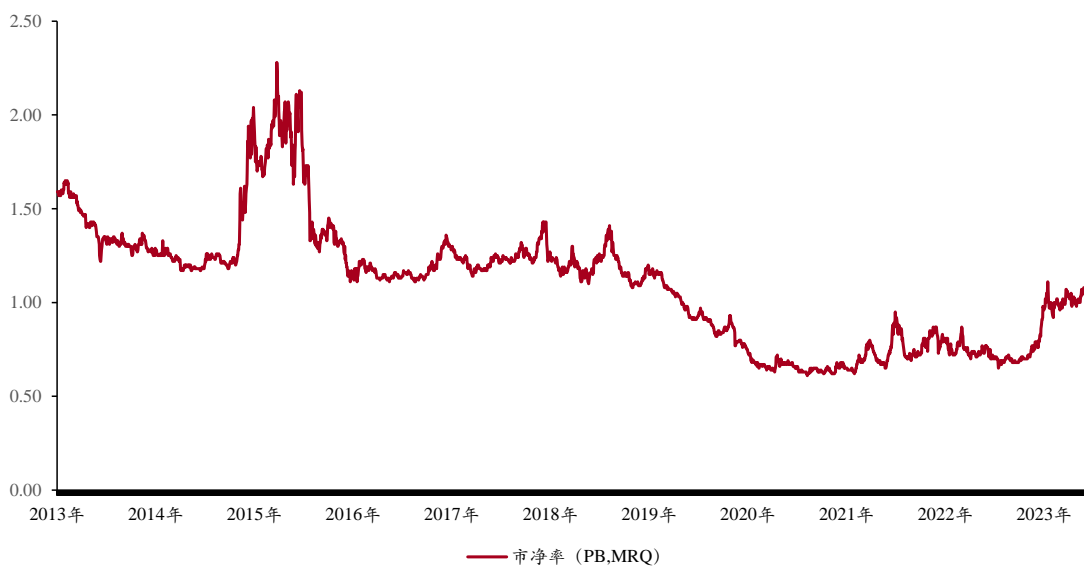
图表 13. 中国石油归母净利润与国际油价波动 (2006-2023 前三季度)



资料来源: 公司公告, 同花顺 iFinD, 中银证券

注: 2023 年归母净利润仅为前三季度数据

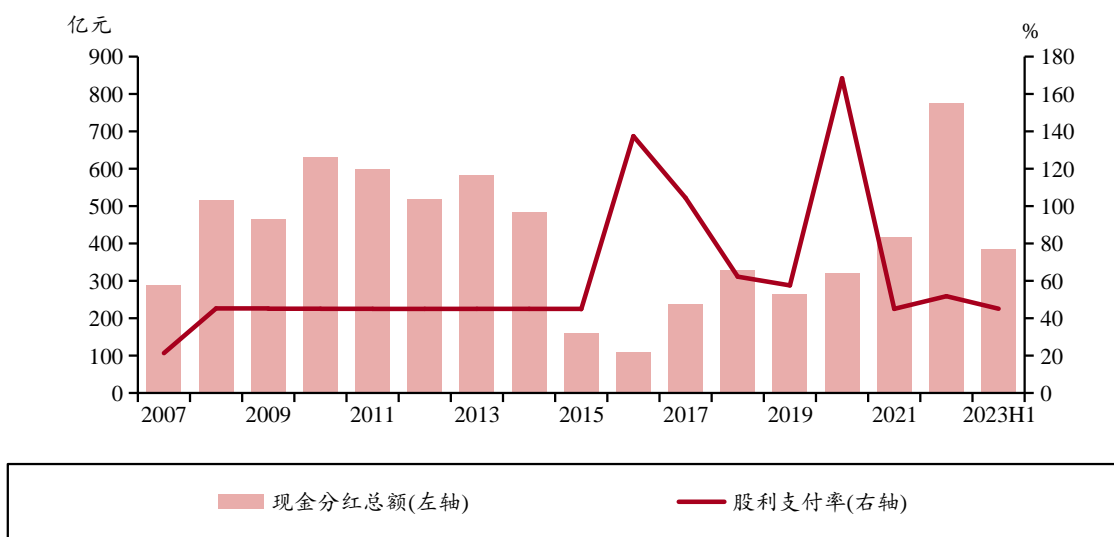
图表 14. 中国石油市净率变化 (2013-2023)



资料来源: 公司公告, 同花顺 iFinD, 中银证券

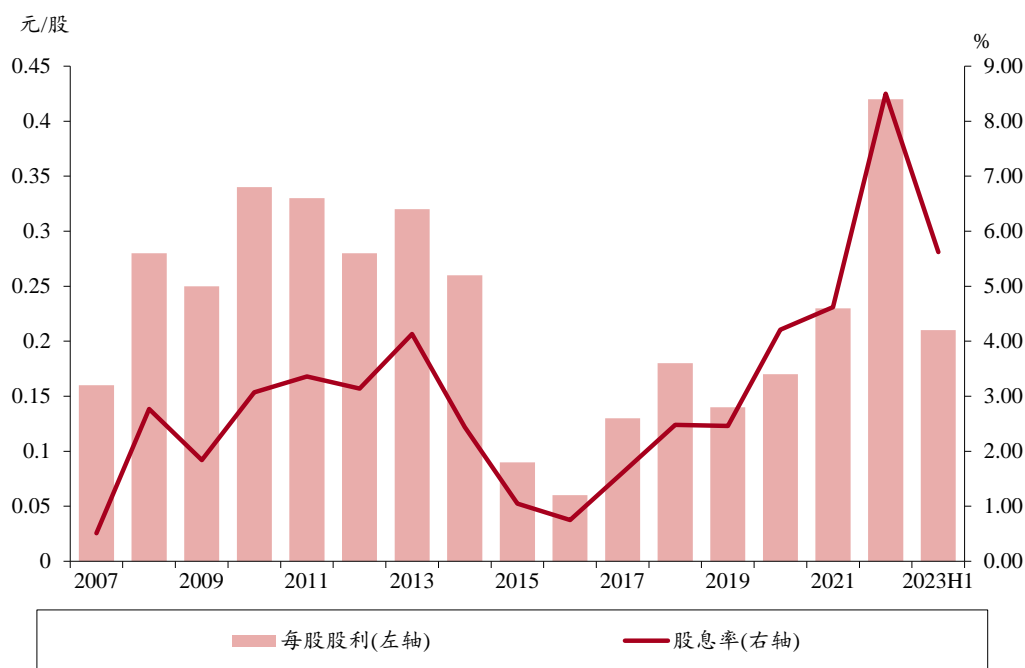
分红政策稳定持续, 公司自 2007 年 A 股上市以来共实施现金分红 32 次, 累计现金分红 7,069.00 亿元, 分红率平均达到 47.54%, 股息支付率总体维持在 45% 以上, 近三年累计现金分红(含回购)达到 1,508.17 亿元。2016 年以来, 公司每股股利最高为 0.42 元, 股息率最高达到 8.5%。2023 上半年, 中国石油按照每股 0.21 元派发中期股息, 分红比率为 45%, 派息总额 384.34 亿元, A 股年化股息收益率为 5.6%。

图表 15. 中国石油现金分红总额与股息支付率 (2007-2023H1)



资料来源: 公司公告, 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 16. 中国石油每股股利与股息率 (2007-2023H1)



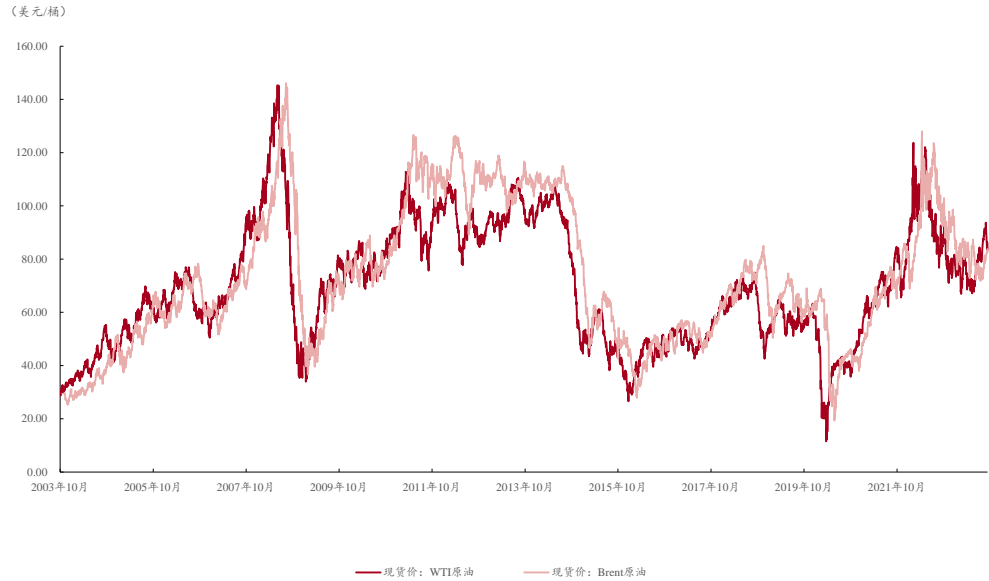
资料来源: 公司公告, 同花顺 iFinD, 中银证券

2 油气及新能源：增储上产，降本增效

2.1 国际原油市场供需紧平衡，价格维持中高位

2019 年以来，国际油价剧烈波动，2020 年受全球公共卫生事件影响，油价大幅下跌，2021 年及 2022 年，随着全球经济复苏，以及俄乌地缘政治冲突影响，国际油价一度超过 120 美元/桶，创下近 10 年价格新高。2023 年以来，受美国央行持续加息、欧美银行业风险暴露、全球经济增速放缓等宏观因素以及 OPEC+ 减产政策等综合影响，国际油价在中高位延续震荡。

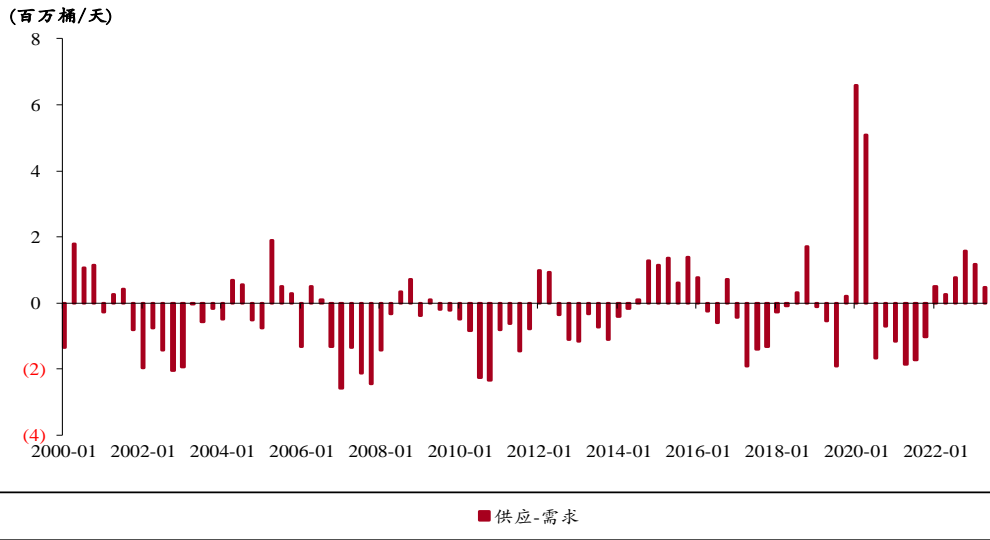
图表 17. 国际原油现货价格走势（2003-2023）



资料来源：同花顺，中银证券

展望国际原油市场，全球原油贸易体系仍在重塑，供需博弈加剧。需求端，全球原油需求仍保持增长，根据欧佩克 11 月份报告，预计 2024 年全球原油需求将增加 225 万桶/日，IEA 的 10 月份月报预测 2024 年全球石油需求将增长 88 万桶/日，EIA 在 11 月份发布的短期能源展望报告中，预测 2024 年全球原油需求增量为 140 万桶/日。供给端，美国方面，根据 EIA 公布的高频数据，截止到 2023 年 11 月 10 日当周，美国原油日产量为 1320 万桶/日，已超过 2020 年初的历史最高水平 1300 万桶。但值得注意的是，受人力成本增加和原材料成本上涨等因素影响，美国页岩油开采成本出现大幅增加，根据 EIA 的报告，2022 年 Q4 美国 48 家油气公司当量油气的平均生产成本为 28.26 美元/桶，较 2020 年 Q1 增加 71%。同时，美国油气行业正在出现新一轮的并购热潮，2023 年 5 月，雪佛龙以 63 亿美元收购页岩油开发商 PDC Energy；2023 年 10 月 11 日，埃克森美孚宣布以 595 亿美元收购先锋自然资源公司；2023 年 10 月 23 日，雪佛龙宣布将以 530 亿美元的价格收购页岩油企业赫斯公司（HES.US）。我们认为，在此轮高油价市场环境下，美国油气巨头对油气勘探开发领域的资本开支支持审慎态度，更倾向于通过收购优质资产，获得优质现金流，随着油气行业竞争格局的调整，2024 年美国原油产量的增长弹性或趋弱。另一方面，OPEC+ 在 2024 年或继续推行联合减产。我们预计 2024 年国际油价有望维持在中高位水平。中国石油作为国内油气生产龙头，受益于中高油价，油气及新能源板块有望维持高景气度。

图表 18. 全球原油供需平衡关系



资料来源: EIA、中银证券

2.2 中国石油油气资源禀赋优异

中国石油上游业务主要涉及原油及天然气的勘探、开发、销售,拥有中油勘探开发有限公司、大庆油田有限责任公司、长庆油田分公司、辽河油田分公司、塔里木油田分公司、新疆油田分公司、西南油气田分公司等 18 家勘探与生产分公司。十年来,中国石油形成并巩固了国内原油产量 1 亿吨、国内天然气产量当量 1 亿吨、海外油气权益产量当量 1 亿吨“三个 1 亿吨”新格局,有力的保障了我国油气供应。

图表 19. 中国石油主要油气田资源

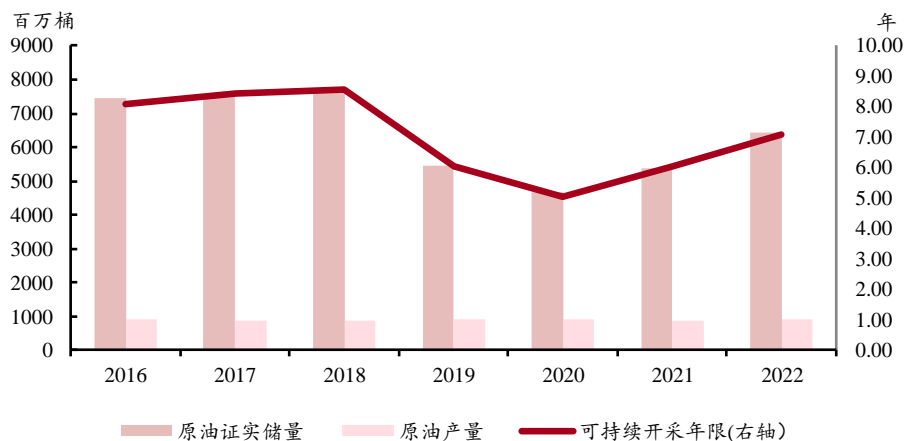
公司名称	主要油田资源介绍	储量或产量概况
大庆油田	特大型陆相砂岩油田,位于在黑龙江省西部,松嫩平原中部,总面积达 5,470 平方千米,是我国第一大油田。	原油连续 8 年保持 3,000 万吨以上稳产,国内外油气产量当量连续 20 年保持 4,000 万吨以上,2022 年天然气产量超过 55 亿立方米。
辽河油田	主要分布在辽河中下游平原以及内蒙古东部和辽东湾滩海地区,已开发建设 26 个油田,建成兴隆台、曙光、欢喜岭、锦州、高升、沈阳、茨榆坨、冷家、科尔沁等 9 个主要生产基地。	2022 年生产原油 933.2 万吨、天然气 8.4 亿立方米。
克拉玛依油田 (新疆油田)	地处新疆克拉玛依市,主要从事准噶尔盆地及其外围盆地油气资源的勘探开发,原油产量居中国陆上油田第四位。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。	2022 年累计生产原油 1442 万吨、天然气 38.4 亿立方米,油气产量当量达到 1,748 万吨,同比增长 100 万吨,连续 4 年实现百万吨级跨越。
长庆油田	勘探区域主要在鄂尔多斯盆地,包括陕西、甘肃、宁夏和内蒙古等地区。勘探总面积约 37 万平方公里,发现油气田 22 个,其中油田 19 个。	累计探明油气地质储量 54,188.8 万吨。2022 年生产原油 2,570 万吨,生产天然气 506.5 亿立方米,全年油气产量当量达到 6,500 万吨。
华北油田	位于河北省中部冀中平原的任丘市,油气勘探主要集中在冀中地区、内蒙古中部地区和冀南—南华北地区等三大探区、山西沁水盆地。	在冀中和内蒙古两大油气生产基地共拥有 53 个油气田,2022 年生产原油 443 万吨,生产常规气 3.5 亿立方米,生产煤层气 18.9 亿立方米,油气产量当量达到 622 万吨。
青海油田	位于青海省西北部柴达木盆地。盆地面积约 25 万平方公里,已探明油田 16 个、气田 6 个,是全国第四大气区。	2022 年油气产量当量达 713 万吨,其中原油产量达 235 万吨,天然气产量达 60 亿立方米。
吉林油田	地处吉林省扶余地区,先后发现并探明了 18 个油田,其中扶余、新民两个油田是储量超亿吨的大型油田。	2022 年油气产量当量累计完成 503 万吨,2023 年全油田新能源发电量突破 1 亿千瓦时。
塔里木油田	位于新疆南部的塔里木盆地,是中国最大的含油气沉积盆地,面积 56 万平方千米。塔里木油田是中国陆上第三大油气田,也是中国西气东输的主力气源地。	探明 9 个大中型油气田、26 个含油气构造,累计探明油气地质储量 3.78 亿吨。2022 年油气产量 309.05 万吨,生产天然气 323 亿立方米,全年油气产量当量达到 3,310 万吨。
玉门油田	位于甘肃玉门市境内,总面积 114.37 平方公里,是中国第一个天然石油基地,开发于 1939 年。	2022 年原油产量达 69 万吨、天然气产量达 4,000 万立方米。
西南油气田	主要经营四川、西昌盆地的油气勘探开发,建成了重庆、蜀南、川中、川西北、川东北五个油气区。	四川盆地探明天然气地质储量达到 1.25 万亿立方米,2022 年生产天然气 383.4 亿立方米,油气产量当量突破 3,000 万吨。

资料来源:公司公告、中银证券

2.3 中国石油油气产量稳步增长

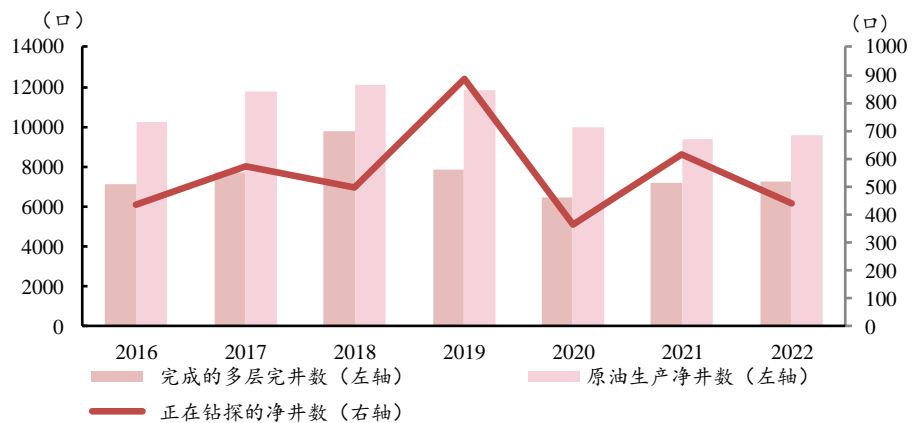
原油开发方面，2020 年以来，中国石油的原油产量稳步提升，可持续开发年限维持在合理区间。2022 年中国石油的原油产量为 906.2 百万桶（折合约 1.23 亿吨），同比增长 2.06%。其中国内产量为 767.4 百万桶，海外产量为 138.8 百万桶。同时，非常规油气呈现快速增长，2022 年公司页岩油产量为 303.6 万吨，首次突破 300 万吨；致密气产量 411.3 亿立方米，同比增长 8.12%。2023 年，公司计划生产原油 912.9 百万桶，未来公司将坚持精细勘探效益开发，保障重点油气田稳产增产，提高老油气田采收率。截至 2023 年前三季度，原油总产量已达到 706.0 百万桶，同比增长 4.3%，其中，国内原油产量 583.8 百万桶，同比增长 1.2%；海外原油产量 122.2 百万桶，同比增长 22.1%。

图表 20. 中国石油的原油储量及产量（2016-2022）



资料来源：公司公告，同花顺，中银证券

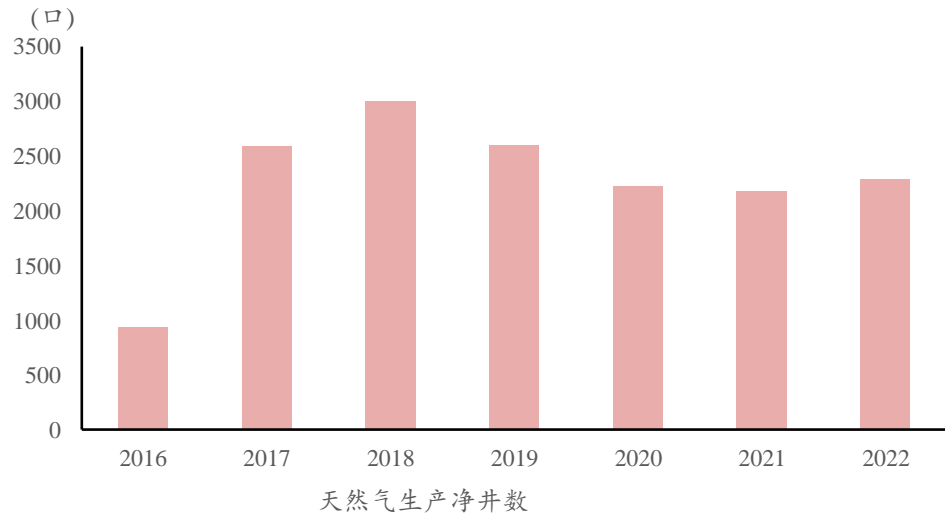
图表 21. 中国石油原油井数（2016~2022）



资料来源：公司公告，万得，中银证券

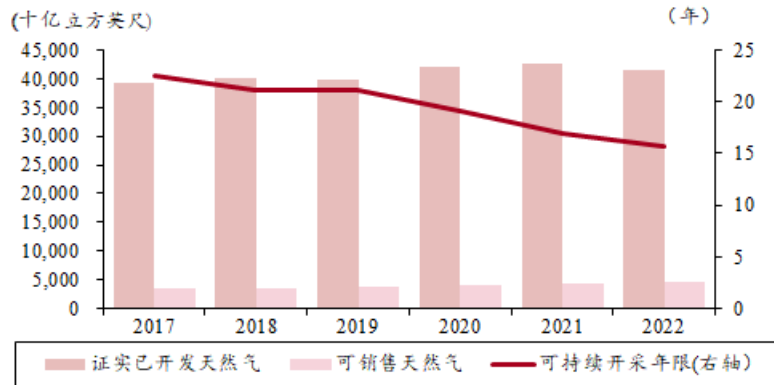
在天然气开发方面，2019 年以来，中国石油的天然气净井数保持稳定。2022 年中国石油的可销售天然气产量为 4,675 十亿立方英尺（约合 1,323.8 亿立方米），比上年同期增长 5.8%，其中，国内可销售天然气产量 4,471.3 十亿立方英尺，海外可销售天然气产量 203.7 十亿立方英尺。非常规气方面，2022 年公司非常规气勘探开采取得新突破，页岩气产量达到 139.2 亿立方米，煤层气产量达到 30.1 亿立方米。截至到 2023 年前三季度，公司可销售天然气产量已经达到 3,656.6 十亿立方英尺，同比增长 6.1%，其中国内 3,513.7 十亿立方英尺，同比增长 6.6%，海外 142.9 十亿立方英尺，同比下降 4.0%。根据 2022 年公司年报，2023 年公司可销售天然气产量有望达到 4,888.9 十亿立方英尺，未来公司将持续推进稳油增气，继续加大国内天然气开发力度，实现国内天然气产量较快增长。

图表 22. 中国石油天然气净井数 (2016-2022)



资料来源: 公司公告, 中银证券

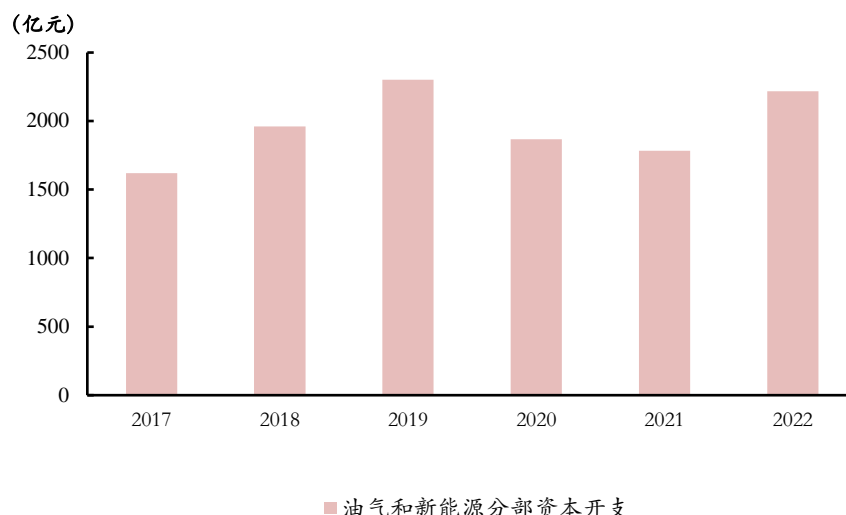
图表 23. 中国石油天然气历年产量 (2017-2022)



资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

2017-2022 年, 中国石油在油气和新能源分部的资本支出维持在高位, 2022 年油气和新能源分部资本开支为 2,215.92 亿元, 同比增长 24.31%, 主要用于国内重点盆地资源的勘探开发, 非常规资源开发和新能源工程, 以及中东、中亚、美洲等海外重点项目产能建设, 根据公司 2023 年半年报, 预计 2023 年, 油气和新能源分部的资本性支出将达到 1,955.00 亿元, 我们认为未来几年, 公司油气和新能源分部的资本开支或维持高位, 油气资源的产量和储量均有望提升。

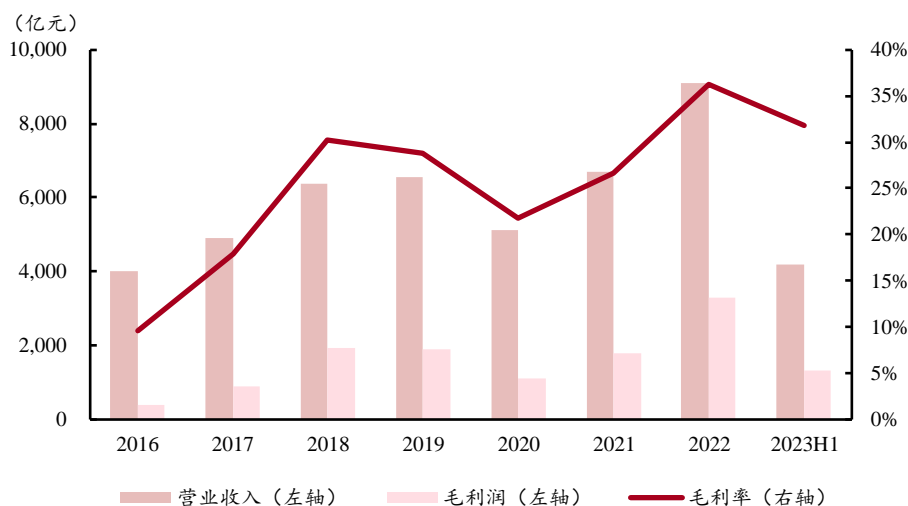
图表 24. 中国石油油气和新能源分部资本开支 (2017-2022)



资料来源: 公司公告, 中银证券

2016-2022 年中国石油油气和新能源板块的经营业绩整体呈上升趋势, 营业收入 CAGR 为 43.34%。2020 年由于新冠疫情对生产和出口的影响, 营业收入出现下降, 2022 年营业收入达到 909.41 亿元, 同比增长 35.79%, 创下历史新高。盈利能力方面, 2016 年-2022 年油气和新能源板块毛利润由 379.33 亿元增加到 3,289.53 亿元, CAGR 达到 43.34%。2018 年以来, 板块毛利率均在 20% 以上。

图表 25. 中国石油油气和新能源板块营业收入、毛利润和毛利率 (2016-2023H1)



资料来源: 公司公告, 中银证券

2.4 低碳转型和新能源融合发展

油气生产和碳减排融合发展。 中国石油全面落实国家碳达峰碳中和战略规划, 提出“清洁替代、战略接替、绿色转型”三步走总体部署。上游油气及新能源板块推进生产端节能减排和用能清洁替代, 从源头上减少化石能源消耗和二氧化碳排放。公司大力发展碳捕集、利用和封存 (“CCUS”) 工程, 应用 CCUS-EOR 技术, 通过二氧化碳驱油提高油气田采收率, 助力老油气田稳产。根据中国石油 2022 年度 ESG 报告, 2022 年, 公司在吉林油田实施的 CCUS 专项工程年注入二氧化碳能力达到 80 万吨, 年产油能力达到 20 万吨, 原油采收率提高 25% 以上。油气生产和碳减排的融合发展技术有望延缓老油气田自然递减, 助力油田稳油增产。

打造“油气热电氢”综合能源公司。地热、氢能 and 绿电是中国石油新能源业务的重要发展方向，地热方面，2022 年中国石油新增地热供暖面积 1,006 万平方米，累计地热供暖面积达到 2,500 万平方米。风、光伏发电项目方面，2022 年公司首个自主设计建设的水面光伏发电工程——大庆油田建成，装机规模 18.7 兆瓦。公司累计已建成风、光伏发电装机超 140 万千瓦。氢能方面，2022 年中国石油新增高纯氢产能 1,500 吨/年，高纯氢总产能达到 3,000 吨/年，2022 年新投运加氢站（综合服务站）23 座，累计建设加氢站 35 座，根据中国石油新闻中心的统计数据，2022 年中国石油新能源开发利用能力达到 800 万吨标准煤/年。

图表 26. 中国石油低碳发展举措



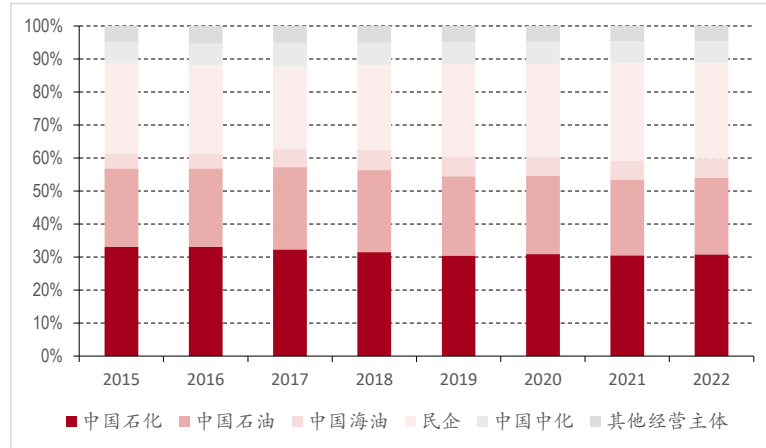
资料来源：公司 2022 年 ESG 报告，中银证券

3 炼油及化工板块：优质资源提升行业竞争力

3.1 国内炼油总产能企稳，下游产品转型持续推进

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，约占国内炼油总产能的 30%，此外，巴斯夫、壳牌等外资企业以合资的形式参与炼厂的运营和管理。

图表 27. 中国炼厂主体构成（2015-2022）



资料来源：《2021 年中国炼油工业发展状况与近期展望》中国石油集团经济技术研究院 中国石油集团油气市场模拟与价格预测重点实验室、石油商报、中银证券

注：参照炼厂产能分类

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%，低于全球炼化装置平均开工水平，主要是由于产品结构不合理，炼化装置的化工品收率依旧偏低，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、功能性膜材料的自给率分别仅为 62%、58%、58%、67%。

图表 28. 中国化工新材料发展概况（2021）

产品类别	产量/万吨	产量占比/%	产值/亿元	产值占比/%	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：中国化工产业发展报告 2022 中国石油和化学工业联合会化工新材料专委会、中银证券

落后炼厂产能逐步淘汰。“十四五”期间，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是国内炼化行业发展的重要方向。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，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 29. 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：《石化和化工行业“十四五”规划指南》石油和化学工业规划院、中银证券

3.2 中国石油炼厂提质升级

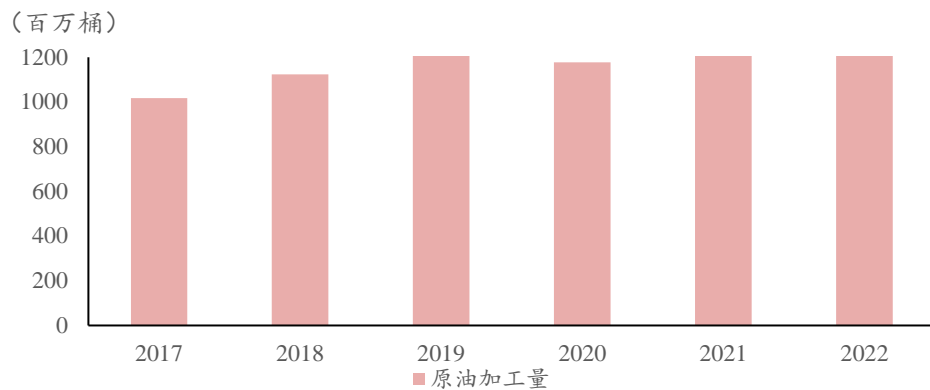
中国石油天然气集团股份有限公司拥有大型炼化一体化企业 8 个，千万吨规模炼厂 13 个。2022 年，中国石油加工原油 1,212.7 百万桶，生产成品油 10,535.4 万吨，原油加工能力仅次于中国石化，此外公司乙烯、合成树脂、合成橡胶等产品的生产能力也在国内位居前列。2023 年公司计划加工原油 1,293 百万桶，截至 2022 年第三季度，公司原油加工量已达到 1,044 百万桶，同比增长 16.5%。

图表 30. 中国石油千万吨级炼厂

炼厂名称	一次原油加工能力
大连石化	2,050 万吨/年
广东石化	2,000 万吨/年
云南石化	1,300 万吨/年
抚顺石化	1,150 万吨/年
兰州石化	1,050 万吨/年
大连西太平洋石化	1,000 万吨/年
广西石化	1,000 万吨/年
独山子石化	1,000 万吨/年
四川石化	1,000 万吨/年
华北石化	1,000 万吨/年
大庆石化	1,000 万吨/年
吉林石化	1,000 万吨/年
辽阳石化	1,000 万吨/年

资料来源：流程工业网，中银证券

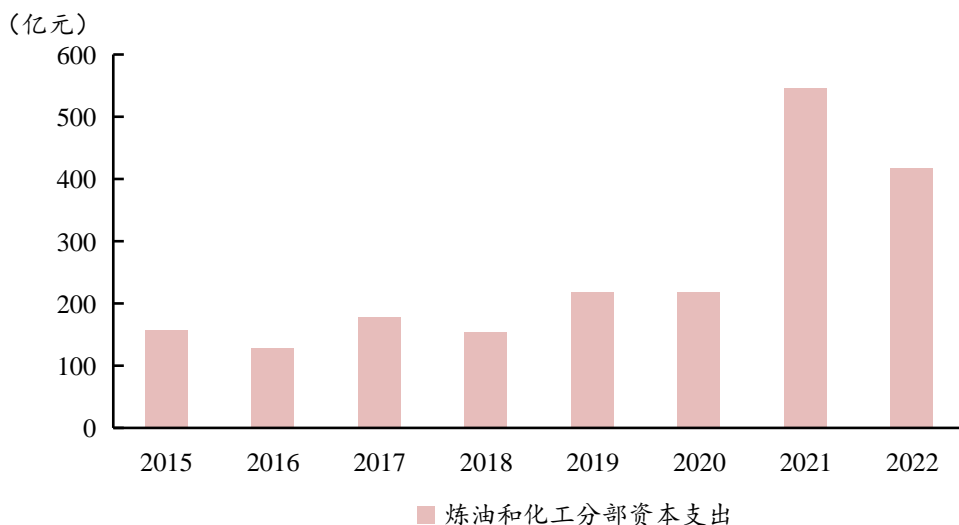
图表 31. 中国石油原油加工量（2017-2022）



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，中国石油先后完成了广东石化炼化一体化项目、兰州石化分公司长庆乙烷制乙烯项目和塔里木乙烷制乙烯项目等大型炼化项目。2022 年中国石油在炼油及化工板块的资本性支出为 417.71 亿元，2018 年-2022 年的 CAGR 为 28.57%，2023 年上半年，广西石化炼化一体化转型升级项目和广东揭阳 60 万吨/年 ABS 及其配套工程等大型炼化项目有序推进。广西石化炼化一体化项目主要包括 120 万吨/年乙烯等 14 套化工装置，200 万吨/年柴油吸附脱芳等 2 套炼油装置，项目完成后，广西石化汽柴油产量将减少，化工品收率将提升，可为下游乙烯装置提供大量优质原料。广东揭阳 ABS 项目包括 60 万吨/年 ABS、13 万吨/年丙烯腈、4,000 吨/年乙腈、5 万吨/年 MMA、15 万吨/年废酸再生 5 套主要生产装置，并已于 2023 年 2 月开车投产，预计 2023 年炼油化工和新材料分部的资本性支出为人民币 340.00 亿元。

图表 32. 中国石油炼油和化工分部资本性支出 (2015~2022)



资料来源: 公司公告, 中银证券

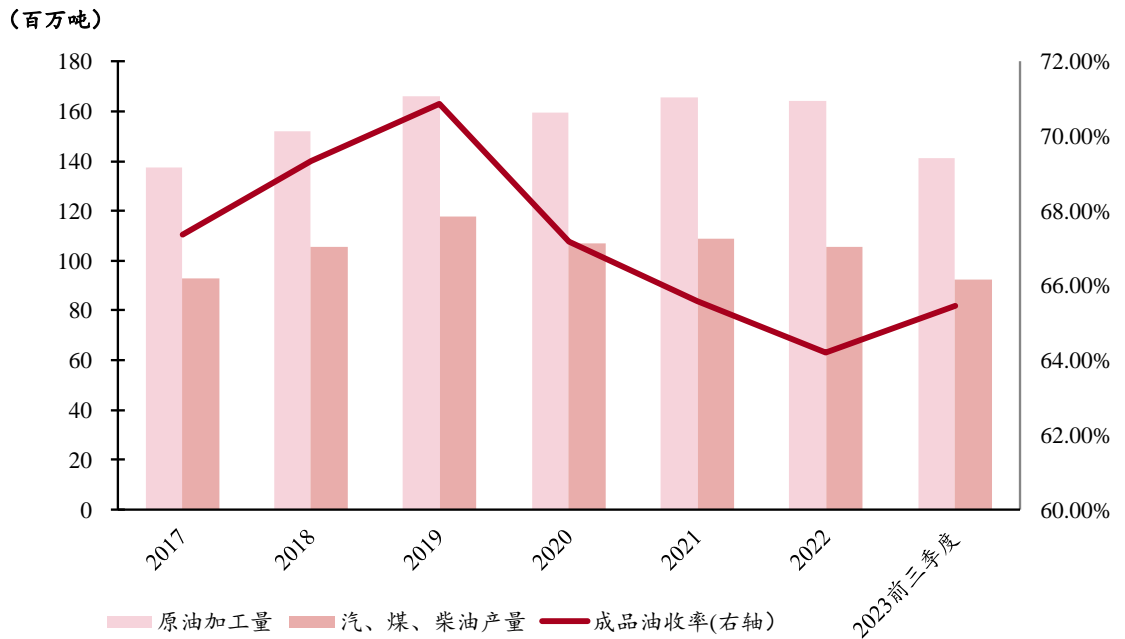
图表 33. 中国石油炼油板块和化工分部重点建设项目 (2018~2023)

项目名称	投资额	项目概况
广东石化炼化一体化项目	654.3 亿元	建设规模为 2,000 万吨/年炼油+260 万吨/年芳烃+120 万吨/年乙烯
兰州石化分公司长庆乙烷制乙烯项目	92.88 亿元	国内首套上下游一体化大型乙烷制乙烯项目, 产能 80 万吨/年乙烯
塔里木乙烷制乙烯项目	80.42 亿元	中石油在新疆的首套 60 万吨/年乙烷制乙烯装置
广西石化炼化一体化转型升级项目	304.59 亿元	在广西石化现有一次原油加工能力为 1,000 万吨/年的炼油基础上新建 120 万吨/年的乙烯及下游装置
广东揭阳 60 万吨/年 ABS 及其配套工程	64.94 亿元	主要包括 60 万吨/年 ABS、13 万吨/年丙烯腈、0.4 万吨/年乙腈、5 万吨/年甲基丙烯酸甲酯(MMA)、15 万吨/年度酸再生 5 套生产装置和配套工程

资料来源: 公司公告, 中银证券

产品结构优化, 化工品收率提升。2022 年中国石油的成品油收率为 64.19%, 相比 2018 年下降 5.13 pct; 乙烯产量达到 741.9 万吨, 同比增长 10.5%, 与 2018 年相比增加了 185.0 万吨。此外, 2022 年合成树脂产量为 1162 万吨, 合成纤维原料及聚合物产量为 109.9 万吨, 合成橡胶产量为 104.4 万吨。2023 年前三季度乙烯、合成树脂、合成纤维原料及聚合物、合成橡胶的产量分别达到 582.6 万吨、915.8 万吨, 同比分别增长 6.0%、6.2%。未来随着炼厂产品结构优化, 中国石油的化工品收率及产量有望保持增长趋势。

图表 34. 中国石油成品油产量及收率 (2017-2023 前三季度)



资料来源：公司公告，中银证券

图表 35. 中国石油乙烯产量 (2017-2023 前三季度)



资料来源：公司公告，中银证券

3.3 稀缺乙烷资源，构筑乙烯成本优势

在我国，石脑油裂解、煤制烯烃、烷烃脱氢等烯烃生产工艺均有工业化应用。其中，石脑油裂解制烯烃的技术较为成熟，最早实现工业化，是我国主流的烯烃生产路线。石脑油裂解制烯烃的优势在于技术工艺成熟、装置运行稳定、产品丰富多样、原料适应性广，但该技术工艺流程长、设备多、投资大、能耗高。煤制甲醇制烯烃工艺目前有 MTO 和 MTP 两种代表性的工艺路线，该技术的优势在于开辟了一条非石油生产烯烃的技术路径，且原材料甲醇来源广泛，技术成熟可靠，劣势在于水资源消耗大、装置规模相对较小、资源利用不充分。乙烷裂解技术以乙烷为原料，乙烯收率明显高于石脑油工艺路线，且在现有技术中流程最短、成本最低，缺点在于原料乙烷供应受限，对比各工艺路线经济性，轻烃脱氢制烯烃具有工艺流程短，原料成本低、产品收率高等优势，在多数时间具有更强的盈利能力。

图表 36. 烯烃生产工艺比较

生产工艺	主要技术	优势	劣势
石脑油裂解制烯烃	石脑油蒸汽裂解 石脑油催化裂解	技术工艺成熟、装置运行稳定、产品丰富多样、原料适应性广	流程长、设备多、投资大、能耗高，受原材料价格影响较大
煤制甲醇制烯烃	Methanol to Propylene (MTO) Methanol to Olefins (MTP)	非石油生产烯烃、原材料来源广泛，技术成熟可靠	规模较小、水资源消耗大、资源利用不充分、产品品种少
烷烃脱氢制烯烃	丙烷脱氢 乙烷裂解	丙烷脱氢的产品单一性较好，分离成本低，原料来源简单；乙烷裂解收率高，工艺流程最短、成本最低	原料乙烷来源受限，产品结构较为单一，丙烯-丙烷、乙烯-乙烷价差收窄时，装置盈利能力可能出现较大波动

资料来源：CNKI，中银证券

从全球范围来看，随着中东油田伴生气和北美页岩油气的大量开采利用，全球乙烯行业呈现裂解原料轻质化、多元化，装置规模大型化的新发展格局，根据中国化工报的报导，中东超过 90% 的乙烯装置、北美地区超过 70% 的蒸汽裂解装置都已采用乙烷、丙烷和液化石油气等轻质化原料。我国是世界第一大乙烯生产国，但我国乙烯工业仍主要以液态石脑油为原料，导致乙烯生产成本高于世界平均水平。

中国石油在乙烷制烯烃领域独具优势

根据中国化工报的报道，2017 年，中国石油启动大型乙烯重大科技专项二期项目，联合多家单位开始乙烷制乙烯成套技术的集中开发。2021 年 8 月，中国石油兰州石化长庆乙烷制乙烯项目 80 万吨/年乙烯装置和独山子石化塔里木 60 万吨/年乙烷制乙烯装置先后生产出合格乙烯产品，其中长庆石化是我国首次利用自主技术建成的乙烷制乙烯项目。在乙烷原材料供应方面，中国石油在长庆油田和塔里木油田建设了天然气分离乙烷项目，每年可稳定供给乙烷超过 180 万吨；在工艺技术方面，实现了乙烷制乙烯项目从生产技术、工程设计、施工建设的全流程自主运营；在提升产业链价值方面，中国石油通过乙烷裂解制乙烯工艺，既改变了天然气副产物乙烷燃料利用率低、附加值低的现状，又提高了中国石油的乙烯整体收率；在绿色发展方面，长庆石化乙烷制乙烯项目氮氧化物排放比常规裂解炉装置排放降低 70%，废水回用率达到 95% 以上。根据巴音郭楞日报的报道，2023 年 12 月，中国石油塔里木二期 120 万吨/年乙烯项目正式开工建设。依托于稀缺的乙烷资源禀赋，中国石油在乙烯产业链的竞争力有望提升。

3.4 数字化转型助力中国石油炼厂管理升级

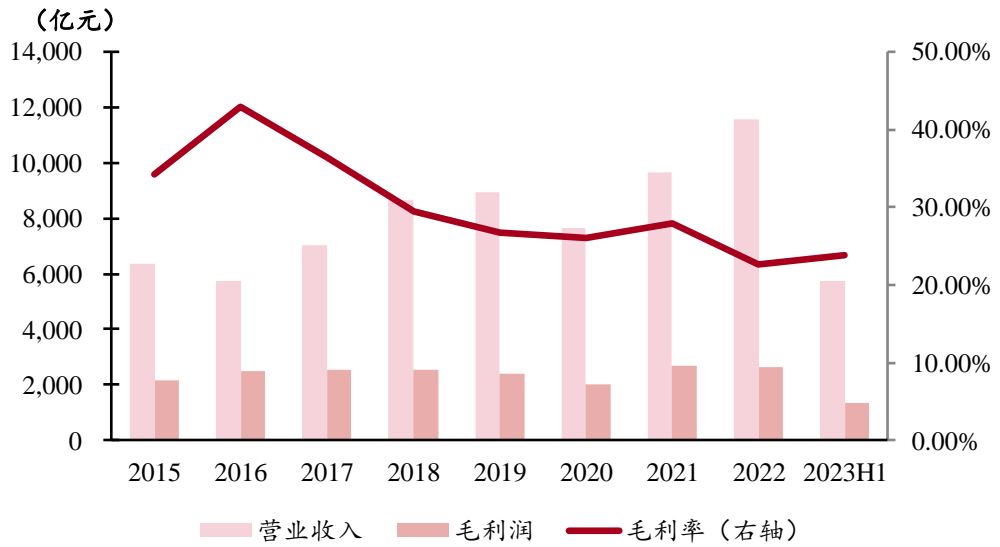
炼化行业生产工艺流程复杂、装置数量多、加工单元联系紧密，炼化企业数字化转型有利于提升炼厂及时反应能力，保障装置操作安全平稳。中国石油积极推进炼油化工板块数字化转型，将互联网、大数据、人工智能等技术与公司业务融合应用。根据中国石油新闻中心的报道，2017-2021 年，中国石油的智能炼厂建设在成本管控、降低能耗物耗、提高产品效益、减少人工成本等方面累计创效达到 76 亿元，经济效益可观。

长庆石化是中国石油炼厂数字化转型示范试点，自 2017 年正式启动智能工厂建设以来，目前已搭建了国内首套全厂级、高精度的三维数字化工厂模型，建立了覆盖生产管理、设备管理、安全管理、能源管理等六大领域的可视化管控系统和平台。长庆石化在 MEC（移动边缘计算）平台上部署的 5G+ 动设备智能预警系统，可自动跟踪厂区内数百台动设备的运行状态，以预知性维修替代传统的定期维修模式，故障预警准确率达 95% 以上，检维修成本下降 10% 左右。除长庆石化外，中国石油在独山子石化、四川石化、广西石化、云南石化、大连石化也基本建成了智能工厂 1.0 企业。

3.5 炼化和新材料板块行业盈利有望修复

2015 年以来，炼厂新旧产能转换以及产品结构调整，带动炼油及化工分部营收持续增长。2022 年中国石油炼油和化工板块营业收入达到 11,579.18 亿元，创下历史新高。2015 年—2022 年炼油和化工板块营业收入 CAGR 为 8.94%。2022 年以来，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多重因素影响，炼化行业盈利短期承压，2022 年中国石油炼油板块的毛利润为 2,614.03 亿元，毛利率为 22.58%，相比 2015 年降低 11.73 pct。2023 年前三季度，炼油化工和新材料分部实现营业收入人民币 9,027.56 亿元，同比增长 2.6%；实现经营利润 278.12 亿元，同比增长 5.5%，其中炼油业务实现经营利润 276.81 亿元，同比增长 4.1%；化工业务实现经营利润 1.31 亿元，同比扭亏为盈，增利 3.52 亿元。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继续修复。

图表 37. 中国石油炼油和化工板块营业收入、毛利和毛利率（2015-2023H1）



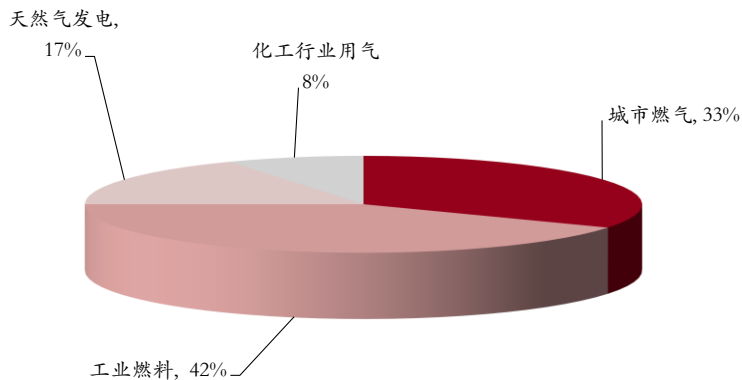
资料来源：公司公告，中银证券

4 天然气销量持续增长，盈利修复提升

4.1 中国天然气市场供需双增

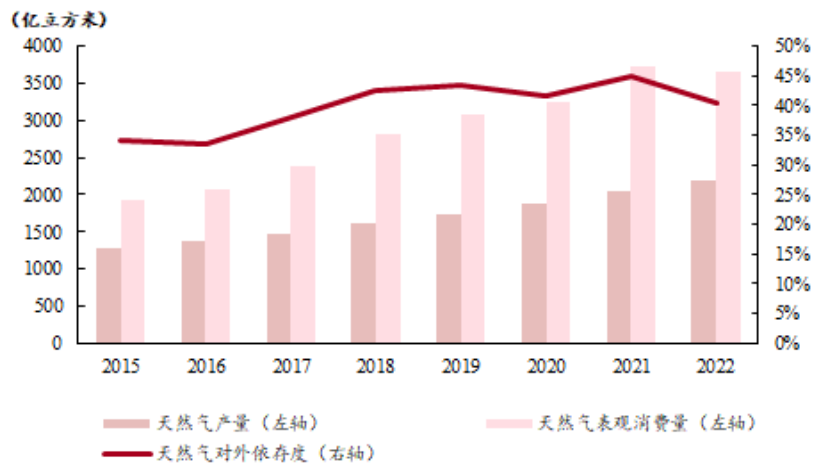
国内天然气需求快速增长，产量逐步提升。需求侧来看，国内天然气消费快速增长，根据同花顺 iFinD 数据，2022 年全国天然气表观消费量为 3,663 亿立方米，同比下降 1.69%，2015-2022 年 CAGR 为 9.57%。根据发改委统计数据，2023 年 1-10 月，全国天然气表观消费量 3217.1 亿立方米，同比增长 7.1%。从消费结构看，工业燃料用气占比最高，达到 42%；城市燃气消费占比为 33%，天然气发电、化工行业用气占比分别为 17%和 8%。供给侧来看，近十年来我国天然气产量持续增长，产能快速提升，根据国家统计局的数据，2022 年我国天然气产量为 2,177.90 亿立方米，同比增长 6.10%，2015-2022 年 CAGR 为 7.99%。2023 年 1-11 月，我国天然气产量为 2,095.90 亿立方米，同比增长 6.00%。

图表 38. 2022 年中国天然气消费结构



资料来源：《中国天然气发展报告（2023）》，国家统计局、中银证券

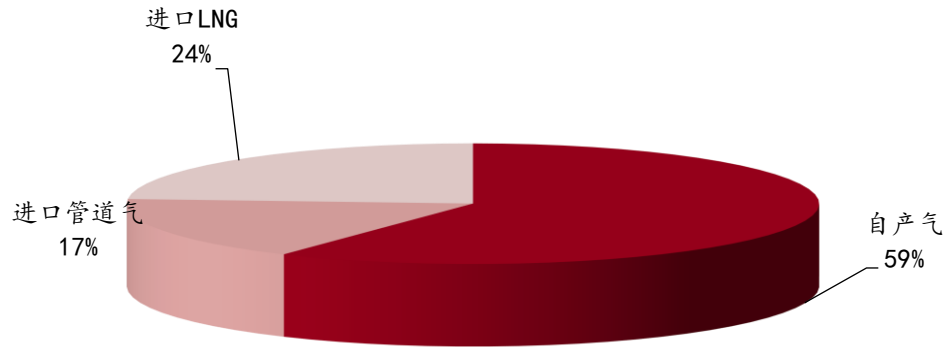
图表 39. 中国天然气产量及表观消费量（2015-2022）



资料来源：隆众资讯、中银证券

我国进口天然气包括管道气和 LNG 两种形式，LNG 通过海运方式，实现就近供应，管道气通过管网系统，供应内陆各地。根据海关总署统计数据，2023 年上半年，中国天然气进口量为 781.5 亿立方米，同比增长 5.8%。其中管道气进口总量为 320 亿立方米，同比增长 3.9%，占进口总量的 40.9%；LNG 进口量为 461.5 亿立方米，同比增长 7.2%，占比 59.1%。

图表 40. 中国天然气供给格局 (2022)



资料来源：中国石化报、中银证券

受俄乌冲突影响，全球化石能源供应体系重塑，海外天然气价格宽幅波动的可能性增加，提高自产气占比，优化进口气来源，推动国内市场天然气价格机制改革，或成为保障我国天然气安全供应的重要手段。

4.2. 国内天然气定价机制改革有序推进

我国天然气定价机制共经历了多个时期。新中国成立后至 1982 年，天然气价格由国家统一制定，生产企业无权自主定价。1982 年 5 月开始，我国天然气价格实行双轨制，即对天然气实行计划垄断性定价和市场定价两种不同的定价机制。2005 年 12 月，国家发改委出台了改革天然气出厂价格形成机制的相关政策措施，对天然气统一实行政府指导价。2015 年天然气价格改革提出天然气定价要“管住中间，放开两端”，即管住输配气成本和价格，放开天然气气源和销售价格，政府只对属于网络型自然垄断环节的管网输配价格进行监管，气源和销售价格由市场形成。2019 年 11 月，《中央定价目录（修订征求意见稿）》明确将天然气划分为管制气与非管制气，对非管制气（包括页岩气、液化天然气、直供用户用气等）放开价格管制，供需双方可以自行确定价格，政府不再进行参与；管制气定价采取市场净回值法，把门站价格与进口燃料油、LPG 价格挂钩，实施“基准价+浮动幅度”的管理方式。

图表 41. 中国天然气定价机制演变

时期	定价机制	具体政策
1949 年-1982 年 5 月	高度集中的计划体制	天然气价格由国家统一制定，生产企业无权自主定价。
1982 年 5 月-2005 年 12 月	天然气价格双轨制	对天然气实行计划垄断性定价和市场定价两种不同的定价机制。
2005 年 12 月-2019 年 11 月	政府指导价	对天然气统一实行政府指导价，取消天然气价格双轨制
2019 年 11 月至今	市场化改革	将天然气划分为管制气与非管制气，放开非管制气价格管制

资料来源：中国清洁发展机制基金、人民网、中银证券

我国现有天然气上下游顺价机制仍有待完善。我国管道天然气终端下游用户类型分为居民用户和非居民用户，居民用户用气量相对较小且有明显季节性特点；非居民用户用气量大且稳定。天然气终端用户价为门站价与配气费之和，省级门站价格由各省人民政府确定，然而实际操作中，省级门站价的调整频率并不高。天然气价格调控机制滞后，难以适应价格宽幅波动的进口气价，造成上游天然气进口持续亏损，下游城燃企业经营承压：一方面，供气企业需要承担起保供责任；另一方面，进口高气价拉高天然气成本，而目前非居民用气顺价有明确上限，根据 2019 年国家发展改革委的规定，各省级天然气基准门站价格下，非居民气价允许上浮 20%。当海外天然气价格大幅波动时，天然气终端价格变化远低于供气企业实际成本上涨幅度，超限部分主要由企业自行承担，进口天然气价格与门站价格形成倒挂，或影响国内天然气生产积极性，最终影响国内天然气行业的长期可持续发展。

新一轮天然气价格市场化改革逐步推进。2023 年以来，天津市、北京市和杭州市等地方政府都提出建立和完善天然气上下游价格联动机制，在天然气价格大幅波动时灵活调整天然气销售价格。浙江省出台天然气体制改革方案，提出以管网独立和管销分离、天然气价格市场化、城镇燃气扁平化和规模化改革为重点的改革任务。

图表 42. 部分省市天然气价格政策

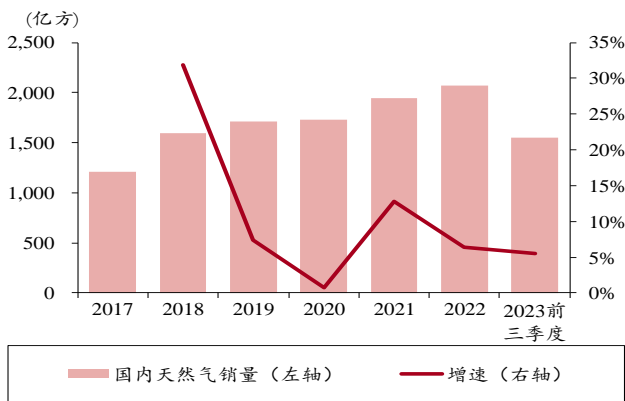
省市	天然气价格政策
贵州省	居民用气销售价格实行政府定价，非居民用气销售价格原则上实行政府最高指导价。根据气源采购价格和配气价格变动情况，实行动态调整。居民用气销售价格实行阶梯价格制度，根据实际情况适时调整各档气量和气价。
浙江省	出台浙江省天然气体制改革方案，提出以管网独立和管销分离、天然气价格市场化、城镇燃气扁平化和规模化改革为重点的改革任务。2020 年底，浙江天然气交易市场有限公司正式运营，成为浙江省首个、全国第五个天然气交易平台。
天津市	建立天津市城市燃气管网非居民天然气上下游价格联动机制，根据天然气市场季节性供需结构划分为淡季和旺季两个时段，推行实施季节性差价。当上游气源企业供天津市非居民天然气价格大幅波动，与公布的当期价格出现较大偏差，可动态调整天然气销售价格。
北京市	加强天然气配气环节价格监管，完善上下游价格联动机制，推进居民家庭液化石油气补贴政策改革。
山东省	天然气门站价格均实行基准价格管理，天然气价格（不包括管输价格）由供需双方以省界基准门站价格（胜利油田自产气按供东营市基准门站价格）为基础，在上浮 20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格。2023 年居民用气城市门站价格仍按国家发展改革委明确的上浮 5% 执行。
上海市	配气价格实行政府定价，本市行政区域内原则上统一配气价格，按照燃气企业年度准许总收入除以年度配送气量确定，原则上每三年校核一次。如管网设施投资、配送气量、成本等发生重大变化，可提前校核调整。

资料来源：隆众资讯，中银证券

4.3 天然气销售业绩有望持续提升

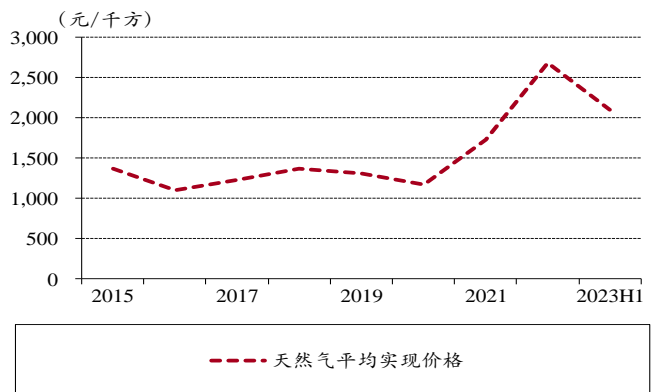
中国石油在国内的天然气销量整体保持增长态势，2017 年-2022 年 CAGR 为 11.34%，2023 年以来，中国天然气市场需求进一步释放。2023 年前三季度，中国石油的天然气销量为 1,931.31 亿立方米，同比增长 1.9%，其中国内天然气销量为 1,553.64 亿方，同比增长 5.5%。2022 年受俄乌冲突影响，中国石油的天然气销售均价大幅增长，同比上涨 55.23%，2023 年以来，国际天然气供应紧张的局面有所缓解，乌克兰危机对国际能源市场冲击减弱，天然气价格逐步回落，2023 年上半年，中国石油的天然气平均实现价格为 2,105 元/千方，同比降低 16.50%。

图表 43. 中国石油国内天然气销量及增速（2017-2023 前三季度）



资料来源：同花顺，公司公告，中银证券

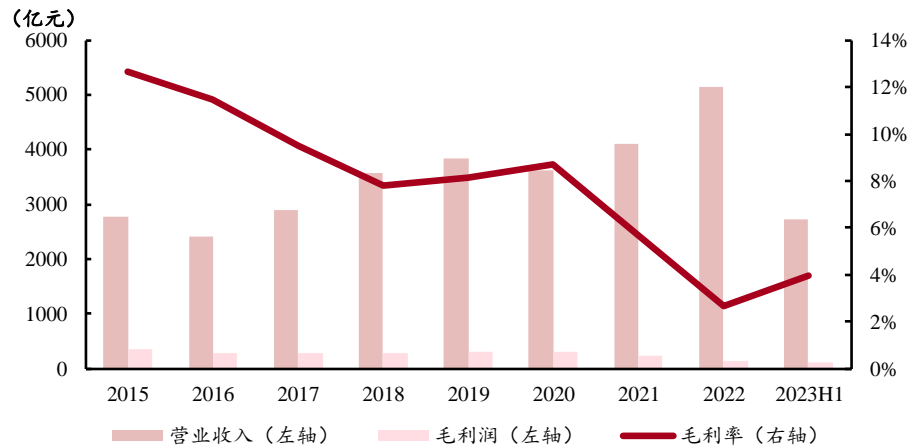
图表 44. 中国石油天然气销售平均实现价格（2015-2023H1）



资料来源：同花顺，公司公告，中银证券

2015年-2022年，中国石油的天然气板块营收持续增长，营业收入 CAGR 为 9.22%，2022 年天然气板块营业收入达到 5,133.31 亿元，同比增长 25%，再创历史新高。2020 年以来，受新冠疫情、进口天然气价格上涨、以及国内经济增速放缓等多重因素影响，天然气板块盈利持续走低。2022 年中国石油天然气板块的毛利润为 137.64 亿元，毛利率为 2.68%，相比 2015 年的 12.66%，降低 9.98 pct。2023 年前三季度，天然气销售板块实现营业收入 3,927.14 亿元，同比增长 6.1%；实现经营利润 194.76 亿元，同比增长 24.50%。未来随着国内天然气价格市场化改革的推进，以及天然气消费需求的增长，中国石油天然气销售板块营收及盈利有望持续提升。

图表 45. 中国石油天然气板块营业收入、毛利和毛利率变化（2015 -2023 H1）



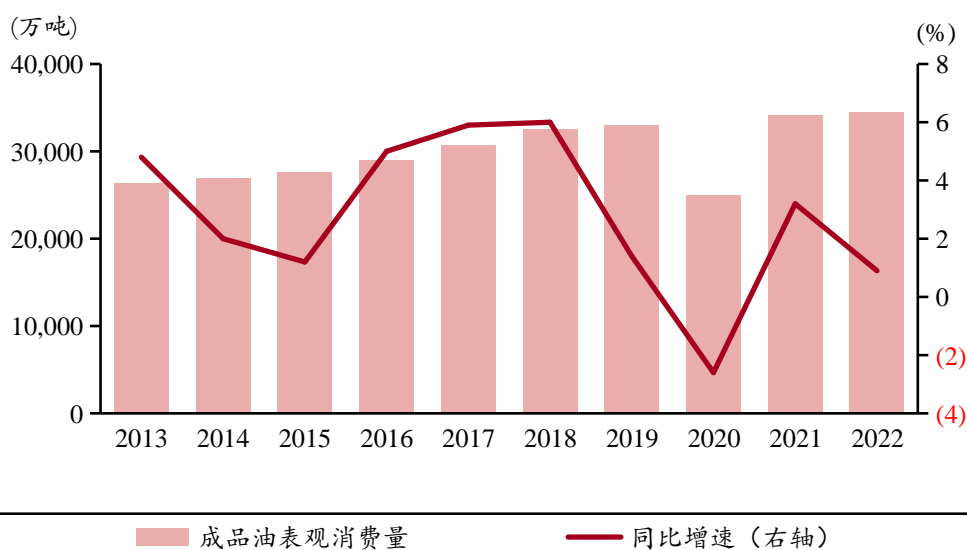
资料来源：公司公告、同花顺 iFinD、中银证券

5 加油站业务多元化，业绩成长可期

5.1 成品油消费量维持高位，加油站资产具有稀缺性

国内成品油消费量维持高位。2023 年成品油需求向好，根据中国石化半年报统计，上半年，中国境内成品油表观消费量同比增长 16.2%，其中，汽油增长 9.8%，柴油增长 15.1%，煤油增长 78.1%。分产品来看，柴油是我国消费量最大的成品油品种，仓储物流是柴油的主要消费领域，占比超过 60%，随着物流行业稳步增长，柴油的消费需求存在支撑。汽油消费量低于柴油，燃油车是汽油的核心应用领域，燃油车保有量、平均油耗和使用强度是影响国内汽油表观消费量的重要因素，随着新能源车销量的快速提升，新能源汽车在汽车保有量市场的占比逐步提升，但基于燃油车存量较大，国内市场汽油的消费量仍有望在较长时间保持高位，煤油的消费量则有望随着国内经济复苏呈现持续增长。展望未来，国内成品油需求虽然增速放缓，但消费总量有望在较长时间维持高位。

图表 46. 中国成品油消费总量（2013-2022）

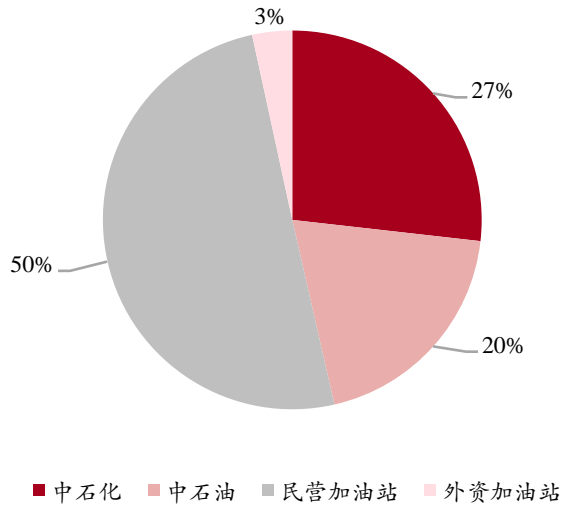


资料来源：国家统计局，中银证券

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。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、品牌粘性强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优质资产。

5.2 传统成品油业务趋稳，新兴非油业务快速增长

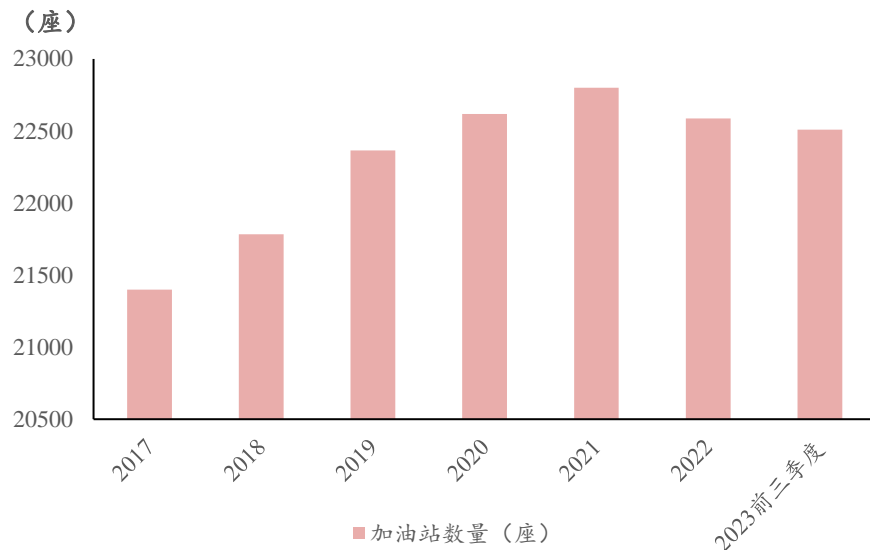
图表 47. 2022 年中国加油站数量分布结构



资料来源：隆众资讯，公司年报，中银证券

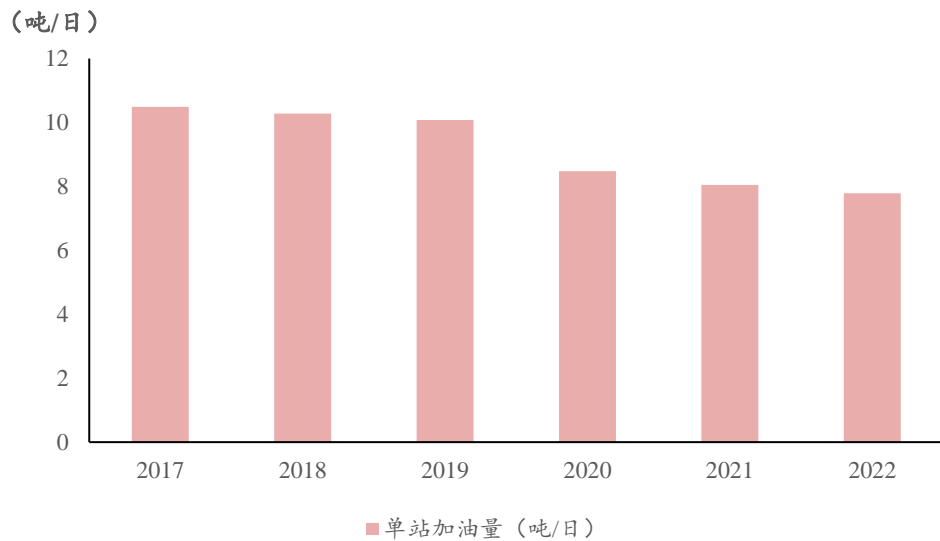
据隆众资讯统计数据，2022 年中国加油站总数量达 11.50 万座，其中，中国石化和中国石油的加油站总数量超过 5 万座，此外，以中石化、中石油为代表的主营加油站主要分布在比较繁华的城区以及车流量较大的地区，而民营加油站在非城区占比较多，主营加油站相比于民营加油站具有明显区位优势。2017-2021 年，中国石油加油站数量逐年上升。2022 年末，中国石油的加油站数量达到 22,586 座，相比 2017 年增加 1187 座。截至 2023 年前三季度，中国石油加油站数量为 22,509 座。

图表 48. 中国石油加油站数量（2017-2023 前三季度）



资料来源：公司公告，中银证券

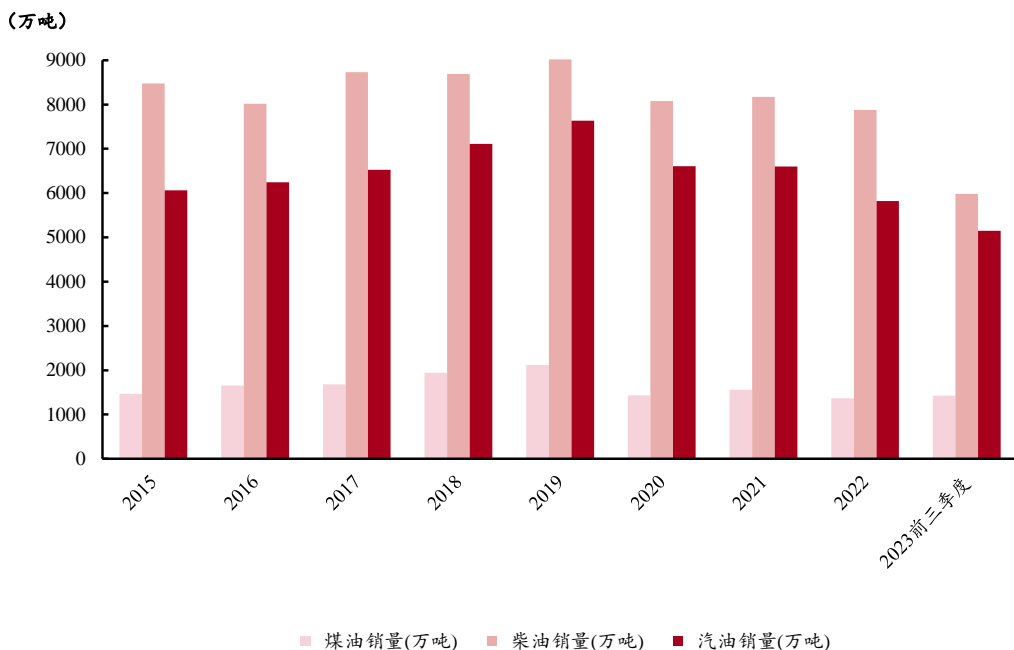
图表 49. 中国石油单站加油量 (2017-2022)



资料来源: 公司公告, 中银证券

2023 年成品油销售量明显提升, 前三季度中国石油销售汽油、煤油、柴油 12,562.4 万吨, 同比增长 13.4%, 国内销售汽油、煤油、柴油 9,307.9 万吨, 同比增长 17.2%。其中, 汽油、煤油、柴油销售量分别为 3933.0 万吨、766.5 万吨、4,609.4 万吨, 同比分别增长 13.3%、70.6% 和 14.6%。

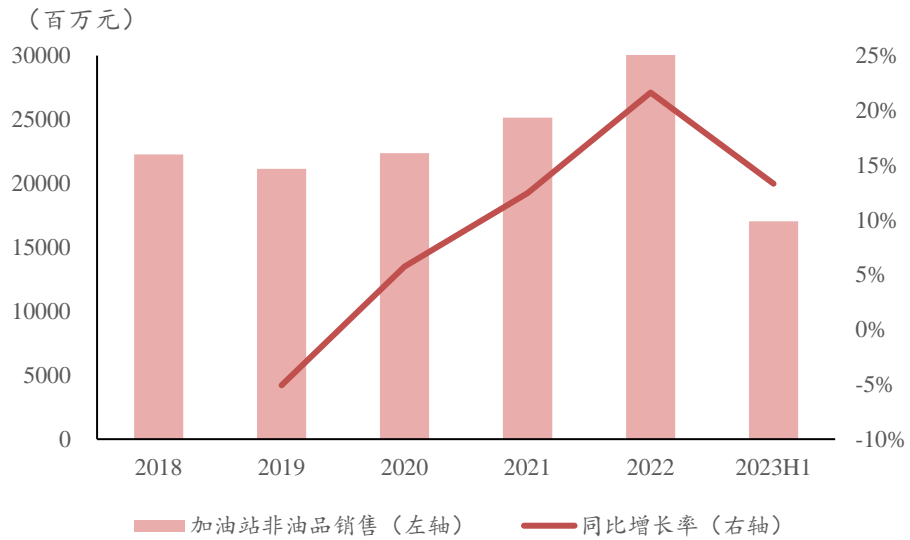
图表 50. 中国石油历年汽油、煤油、柴油销量变化 (2015-2023 前三季度)



资料来源: 公司公告, 中银证券

非油业务是加油站业务的重要组成部分, 进一步完善了成品油销售的服务体系。中国石油的非油业务以加油站为平台, 做大做精便利店业务, 做实做强汽服及集采、自有商品业务, 加快推进加油站快餐、生鲜等业务, 并探索广告、金融、保险、专卖、车辅产品、便民服务 etc 跨界经营, 致力于通过融合、共享、跨界, 为消费者提供“一站式”的服务, 着力构建“人·车·生活”生态圈。2018 年以来, 非油业务发展迅速, 2022 年, 中国石油非油品销售额 305.9 亿元, 同比上涨 21.64%, 2018 年-2022 年 CAGR 为 8.25%, 2023 年上半年非油品销售额为 170.5 亿元, 同比增长 13.32%。2023 年三季度, 中国石油完成对普天新能源的股权收购, 汽车充电领域的布局有望加速。

图表 51. 中国石油加油站非油品销售额 (2018-2023H1)

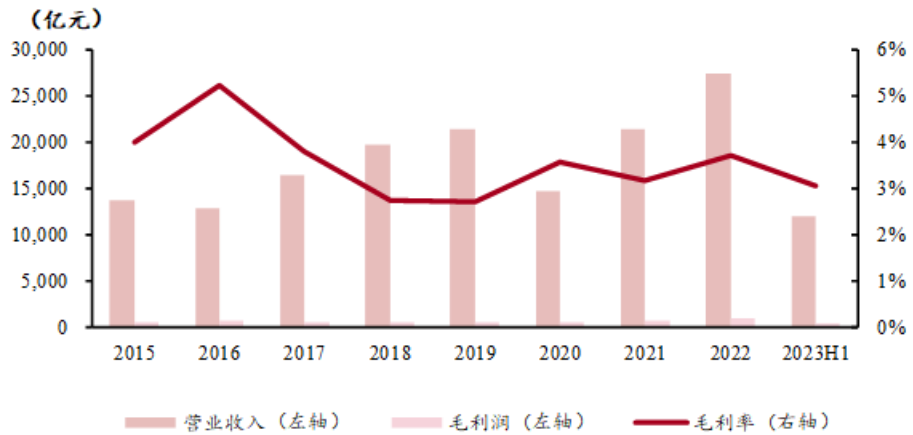


资料来源: 公司公告, 中银证券

5.3 销售分部有望稳中向好

中国石油销售板块营业收入稳步增长, 仅在 2020 年受到疫情影响有所下降, 2015-2022 年营业收入 CAGR 为 10.43%。2022 年营业收入达到 27,423.69 亿元, 同比增长 27.96%, 创下历史新高。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。2015-2022 年销售板块毛利润从 547 亿元增长到 1,017.54 亿元, CAGR 达到 9.27%。未来随着我国经济高质量发展, 能源需求持续提升, 以及加油站业务模式多元化转型, 销售分部业绩有望稳中向好。

图表 52. 中国石油销售分部营业收入、毛利及毛利率 (2015-2023H1)



资料来源: 公司公告, 同花顺 iFinD, 中银证券

盈利预测与估值

假设 1. 国际油价维持中高位，非常规油气开采技术持续进步，原油及天然气产量持续增长，油气及新能源业务高景气度延续；

假设 2. 炼化行业景气度回升，乙烷裂解制乙烯新项目如期投产，炼油及化工板块盈利能力修复；

假设 3. 海外天然气价格降低，国内天然气价格市场化改革顺利推进，同时国内天然气需求量稳步增长；

假设 4. 央企业管理效率持续提升，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 年归母净利润为 1,663.85 亿元、1,794.37 亿元、1,909.09 亿元，对应市盈率为 7.9 倍、7.3 倍、6.9 倍；每股净资产分别为 8.0 元、8.5 元、9.1 元，对应 PB 为 0.9 倍、0.8 倍和 0.8 倍，中国石油、中国石化、中国海油均为我国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，选择中国石化、中国海油作为中国石油的可比公司，2023 年，中国石油 PB 仍低于中国海油，与同样为高分红高股息率的中国神华、兖矿能源等煤炭公司相比，PB 依然偏低，同时，看好公司上游油气勘探开采业务延续高景气度，以及天然气销售板块盈利能力提升，首次覆盖，给予**买入**评级。

图表 53. 中国石油板块经营数据预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
油气和新能源					
主营业务收入 (亿元)	6,695.37	9,091.41	8,213.98	8,483.09	8,601.01
主营业务成本 (亿元)	4,907.97	5,801.88	5,585.51	5,810.92	5,848.69
毛利润 (亿元)	1,787.40	3,289.53	2,628.47	2,672.17	2,752.32
毛利率 (%)	26.70	36.18	32.00	31.50	32.00
炼油化工和新材料					
营业收入 (亿元)	9,677.23	11,579.18	11,097.86	10,919.99	11,069.99
营业成本 (亿元)	6,981.14	8,965.15	8,545.35	8,299.19	8,413.19
毛利润 (亿元)	2,696.09	2,614.03	2,552.51	2,620.80	2,656.80
毛利率 (%)	27.86	22.58	23.00	24.00	24.00
销售					
营业收入 (亿元)	21,430.71	27,423.69	24,700.00	25,500.00	26,500.00
营业成本 (亿元)	20,753.02	26,406.15	23,761.40	24,556.50	25,519.50
毛利润 (亿元)	677.69	1,017.54	938.60	943.50	980.50
毛利率 (%)	3.16	3.71	3.80	3.70	3.70
天然气销售					
营业收入 (亿元)	4,102.26	5,133.31	5,670.00	6,020.00	6,160.00
营业成本 (亿元)	3,870.41	4,995.67	5,471.55	5,767.16	5,821.20
毛利润 (亿元)	231.85	137.64	198.45	331.10	338.80
毛利率 (%)	5.65	2.68	3.50	5.50	5.50
其他业务					
营业收入 (亿元)	626.11	644.59	660.00	660.00	660.00
营业成本 (亿元)	664.98	734.00	690.00	690.00	690.00
毛利润 (亿元)	(38.87)	(89.41)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
毛利率 (%)	(6.21)	(13.87)	(4.55)	(4.55)	(4.55)
总部					
营业收入 (亿元)	3.00	5.39	5.00	5.00	5.00
营业成本 (亿元)	2.23	6.93	6.00	6.00	6.00
毛利润 (亿元)	0.77	(1.54)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
毛利率 (%)	25.67	(28.57)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
内部抵销					
营业收入 (亿元)	(16,391.19)	(21,485.90)	(19,751.07)	(20,238.00)	(20,790.33)
营业成本 (亿元)	(16,464.71)	(21,630.43)	(19,861.07)	(20,348.00)	(20,900.33)
毛利润 (亿元)	73.52	144.53	110.00	110.00	110.00
毛利率 (%)	(0.45)	(0.67)	(0.56)	(0.54)	(0.53)

资料来源：公司公告，中银证券

图表 54. 可比公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股净资产			市净率(x)		
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
600188.SH	兖矿能源	未有评级	21.5	1,387.99	16.5	13.72	12.57	1.8	1.6	1.7
601088.SH	中国神华	未有评级	34.14	6,484.04	19.8	19.5	20.4	1.6	1.8	1.7
煤炭行业平均					19.8	19.49	20.40	1.7	1.7	1.7
600938.SH	中国海油	未有评级	20.66	5,961.48	12.6	13.0	14.5	1.7	1.6	1.4
600028.SH	中国石化	买入	5.36	5,924.17	6.6	6.8	7.1	0.8	0.8	0.8
油气行业平均					9.6	9.9	10.8	1.3	1.2	1.1
601857.SH	中国石油	买入	7.2	12,627.50	7.5	8.0	8.5	1.0	0.9	0.8

资料来源：万得，中银证券

注：股价截至日 2024 年 1 月 17 日

未有评级标的盈利预测取自 wind 一致预期

对于多地上市标的，市值按照不同类型的股份数据数量和对应股价分别计算市值，然后加总

风险提示

油价下跌风险。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。油气田及炼厂的生产、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。

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	2,614,349	3,239,167	3,059,578	3,135,008	3,220,567
营业收入	2,614,349	3,239,167	3,059,578	3,135,008	3,220,567
营业成本	2,071,504	2,527,935	2,419,874	2,478,176	2,539,825
营业税金及附加	226,664	276,821	260,064	264,908	270,528
销售费用	71,295	68,352	64,251	65,835	67,632
管理费用	51,701	50,523	52,013	47,025	48,309
研发费用	16,729	20,016	18,906	19,372	19,901
财务费用	17,043	19,614	18,144	17,557	15,927
其他收益	14,251	18,177	17,000	17,000	17,000
资产减值损失	(27,611)	(37,233)	(20,000)	(20,000)	(20,000)
信用减值损失	(353)	(1,587)	(480)	(495)	(495)
资产处置收益	1,091	905	350	500	500
公允价值变动收益	0	(2,464)	0	0	0
投资收益	35,389	(11,140)	4,000	6,000	6,000
汇兑收益	0	0	16,000	16,000	16,000
营业利润	182,180	242,564	243,195	261,138	277,450
营业外收入	2,983	3,515	2,000	2,000	2,000
营业外支出	26,969	32,807	8,000	8,000	8,000
利润总额	158,194	213,272	237,195	255,138	271,450
所得税	43,507	49,295	54,555	58,172	61,891
净利润	114,687	163,977	182,640	196,967	209,560
少数股东损益	22,526	14,602	16,255	17,530	18,651
归母净利润	92,161	149,375	166,385	179,437	190,909
EBITDA	293,296	491,968	478,689	500,142	527,767
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.50	0.82	0.91	0.98	1.04

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	480,838	613,867	597,197	702,272	866,244
货币资金	163,536	225,049	240,697	347,284	467,294
应收账款	56,659	72,028	72,452	72,107	76,397
应收票据	0	0	0	0	0
存货	143,848	167,751	144,144	131,209	179,214
预付账款	14,598	13,920	12,967	14,568	13,652
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	102,197	135,119	126,937	137,104	129,686
非流动资产	2,021,695	2,059,884	2,073,834	2,033,062	1,992,585
长期投资	267,060	270,621	280,621	285,621	290,621
固定资产	418,837	463,027	463,546	460,479	451,545
无形资产	90,587	92,960	88,019	83,078	78,137
其他长期资产	1,245,211	1,233,276	1,241,648	1,203,884	1,172,282
资产合计	2,502,533	2,673,751	2,671,031	2,735,334	2,858,829
流动负债	518,158	624,263	516,507	495,650	501,796
短期借款	40,010	38,375	35,000	35,000	35,000
应付账款	237,102	289,117	215,024	170,471	182,283
其他流动负债	241,046	296,771	266,483	290,179	284,514
非流动负债	575,251	511,385	506,990	479,372	473,181
长期借款	198,005	169,630	150,000	130,000	120,000
其他长期负债	377,246	341,755	356,990	349,372	353,181
负债合计	1,093,409	1,135,648	1,023,496	975,022	974,977
股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
少数股东权益	145,309	168,527	184,782	202,312	220,963
归属母公司股东权益	1,263,815	1,369,576	1,462,753	1,558,000	1,662,889
负债和股东权益合计	2,502,533	2,673,751	2,671,031	2,735,334	2,858,829

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	114,687	163,977	182,640	196,967	209,560
折旧摊销	144,804	235,268	254,700	260,947	273,889
营运资金变动	(525)	(2,279)	(45,032)	(32,012)	(31,482)
其他	82,503	(3,198)	(14,767)	25,337	2,287
经营活动现金流	341,469	393,768	377,542	451,239	454,255
资本支出	(265,563)	(243,752)	(233,000)	(228,000)	(222,000)
投资变动	(15,452)	(29,336)	(10,000)	(5,000)	(5,000)
其他	67,983	40,117	4,334	6,508	6,496
投资活动现金流	(213,032)	(232,971)	(238,666)	(226,492)	(220,504)
银行借款	36,521	(30,010)	(23,005)	(20,000)	(10,000)
股权融资	(64,082)	(84,559)	(73,208)	(84,190)	(86,020)
其他	(80,410)	856	(27,015)	(13,970)	(17,721)
筹资活动现金流	(107,971)	(113,713)	(123,228)	(118,160)	(113,741)
净现金流	20,466	47,084	15,648	106,587	120,010

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(%)	35.2	23.9	(5.5)	2.5	2.7
营业利润增长率(%)	181.2	33.1	0.3	7.4	6.2
归属于母公司净利润增长率(%)	385.0	62.1	11.4	7.8	6.4
息税前利润增长率(%)	472.7	72.9	(12.7)	6.8	6.1
息税折旧前利润增长率(%)	30.7	67.7	(2.7)	4.5	5.5
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	385.0	62.1	11.4	7.8	6.4
获利能力					
息税前利润率(%)	5.7	7.9	7.3	7.6	7.9
营业利润率(%)	7.0	7.5	7.9	8.3	8.6
毛利率(%)	20.8	22.0	20.9	21.0	21.1
归母净利润率(%)	3.5	4.6	5.4	5.7	5.9
ROE(%)	7.3	10.9	11.4	11.5	11.5
ROIC(%)	5.4	9.9	8.7	9.3	10.1
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
净负债权益比	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0
流动比率	0.9	1.0	1.2	1.4	1.7
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.3	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	48.0	50.3	42.4	43.4	43.4
应付账款周转率	11.4	12.3	12.1	16.3	18.3
费用率					
销售费用率(%)	2.7	2.1	2.1	2.1	2.1
管理费用率(%)	2.0	1.6	1.7	1.5	1.5
研发费用率(%)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
财务费用率(%)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.5	0.8	0.9	1.0	1.0
每股经营现金流(最新摊薄)	1.9	2.2	2.1	2.5	2.5
每股净资产(最新摊薄)	6.9	7.5	8.0	8.5	9.1
每股股息	0.1	0.2	0.4	0.5	0.5
估值比率					
P/E(最新摊薄)	14.3	8.8	7.9	7.3	6.9
P/B(最新摊薄)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.0	2.8	3.5	3.1	2.6
价格/现金流(倍)	3.9	3.3	3.5	2.9	2.9

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转载或转发的，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