



石油化工行业研究

买入（维持评级）
行业点评
 证券研究报告

石油化工组

分析师：许隽逸（执业 S1130519040001） 分析师：陈律楼（执业 S1130522060004）

xujunyi@gjzq.com.cn

chenlou@gjzq.com.cn

矿业权出让收益对石化企业影响几何？

事件

2023年3月24日，国家财政部、自然资源部、税务总局关于印发《矿业权出让收益征收办法》的通知，2023年5月1日起执行。2023年12月25日，广东省财政厅、自然资源厅、税务总局发布《关于明确矿业权出让收益征收有关事项的通知》，2024年1月12日，宁夏回族自治区财政厅等部门研究制定了《宁夏回族自治区矿业权出让收益征收管理实施办法》，各地方政府开始积极响应规范矿业权出让收益征收管理。

2023年12月25日，第十四届全国人大常委会第七次会议上作了关于《矿产资源法修订草案》的说明，《矿产资源法修订草案》第十八条中指出矿业权出让合同约定的矿业权出让收益数额与缴纳方式等，应当符合国家有关矿业权出让收益征收的规定。

事件点评

1、征收矿业权出让收益不改三桶油业绩稳健预期：2023年5月1日起执行的《矿业权出让收益征收办法》中明确指出“逐年征收的采矿权出让收益=年度矿产品销售收入×矿业权出让收益率”以及“陆域矿业权出让收益率为0.8%，海域矿业权出让收益率为0.6%”。目前最早提及到采矿权出让收益的文件为2017年7月1日起执行的《矿业权出让收益征收管理暂行办法》，其第十条中指出“可探索通过矿业权出让收益率的形式征收”，但并未明确提出征收办法。参考《矿业权出让收益征收办法》，我们测算2017H2-2023年中国石油/中国石化/中国海油预计年均出让收益分别为47亿元/14亿元/9亿元/年，其中2023年预计出让收益分别为62亿元/17亿元/13亿元，影响相对较为有限，不改央企长期业绩稳健预期。

2、Q4原油价格同环比下降，三桶油依托大体量优质油气资产业绩有望维持稳健：2023Q4布伦特原油期货结算价均值为82.93美元/桶，同比下降6.50%，环比下降3.52%，原油价格同环比小幅下降以及成品油、化工产品需求季节性转淡，三桶油Q4业绩环比或将出现小幅下滑，但依托于大体量优质油气资产稳定开发，整体业绩仍有望维持稳健。

3、征收矿业权出让收益对民营炼化&长丝企业基本没有影响，伴随终端消费需求回暖行业或将迎来复苏：民营炼化及长丝企业因不涉及矿业权基本不会受到影响，我们认为2024年涤纶长丝产能投放速度显著放缓，伴随经济回暖涤纶长丝需求增速或大于供应增速，涤纶长丝行业或迎反转，桐昆股份、新凤鸣作为涤纶长丝龙头企业有望获得显著盈利弹性。与此同时，民营炼化龙头企业持续推进产业链深加工项目，布局新能源新材料等高成长领域相关产品，产业链向下游高附加值领域延伸，新建深加工产能在23-27年的持续释放有望带来显著的业绩修复，民营炼化龙头企业业绩持续修复值得关注。

投资建议

由于重点产油国原油供应边际增量有限，全球出行强度持续维持复苏态势，原油价格有望持续维持中高位震荡，三桶油拥有大体量优质油气资产，业绩有望持续维持稳健。同时，伴随下游终端消费需求好转，涤纶长丝产能集中投放期即将结束，有望迎来长丝行业拐点。此外，民营炼化企业持续全面布局产业链深加工，炼油板块业绩有望维持强劲，化工板块业务有望实现复苏。我们持续看好拥有大体量上游油气优质资产的三桶油以及业绩有望修复的下游涤纶长丝企业和民营炼化企业，维持石油化工行业“买入”评级。

风险提示

(1) 采矿权出让收益补缴风险；(2) 供应端不确定性的风险；(3) OPEC+减产执行强度不及预期风险；(4) 加息超预期抑制终端需求的风险；(5) 能源政策及制裁对企业经营的影响；(6) 汇率风险；(7) 成品油价格放开风险；(8) 终端需求恢复不及预期风险；(9) 其他不可抗力影响。



1、征收矿业权出让收益不改三桶油业绩稳健预期

2023年3月24日，国家财政部、自然资源部、税务总局关于印发《矿业权出让收益征收办法》的通知，2023年5月1日起执行。2023年12月25日，广东省财政厅、自然资源厅、税务总局发布《关于明确矿业权出让收益征收有关事项的通知》，2024年1月12日，宁夏回族自治区财政厅等部门研究制定了《宁夏回族自治区矿业权出让收益征收管理实施办法》，各地方政府开始积极响应规范矿业权出让收益征收管理。

2023年12月25日，第十四届全国人大常委会第七次会议上作了关于《矿产资源法修订草案》的说明，《矿产资源法修订草案》第十八条中指出矿业权出让合同约定的矿业权出让收益数额与缴纳方式等,应当符合国家有关矿业权出让收益征收的规定。

2023年5月1日起执行的《矿业权出让收益征收办法》中明确指出“逐年征收的采矿权出让收益=年度矿产品销售收入×矿业权出让收益率”以及“陆域矿业权出让收益率为0.8%，海域矿业权出让收益率为0.6%”。目前最早提及到采矿权出让收益的文件为2017年7月1日起执行的《矿业权出让收益征收管理暂行办法》，其第十条中指出“可探索通过矿业权出让收益率的形式征收”，但并未明确提出征收办法。参考《矿业权出让收益征收办法》，我们测算2017H2-2023年中国石油/中国石化/中国海油预计年均出让收益分别为47亿元/14亿元/9亿元/年，其中2023年预计出让收益分别为62亿元/17亿元/13亿元，影响相对较为有限，不改央企长期业绩稳健预期。

图表1：三桶油预计出让收益测算

	2017H2	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
中国石油油气销售收入(亿元)	1785.17	4477.35	4516.17	3406.90	5327.94	8222.45	7763.08
中国石油预计出让收益率	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%
中国石油预计出让收益(亿元)	14.28	35.82	36.13	27.26	42.62	65.78	62.10
中国石化油气销售收入(亿元)	510.08	1431.81	1476.15	1095.71	1575.42	2149.35	2153.90
中国石化预计出让收益率	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%
中国石化预计出让收益(亿元)	4.08	11.45	11.81	8.77	12.60	17.19	17.23
中国海油油气销售收入(亿元)	453.06	1145.24	1159.27	801.57	1361.11	2184.32	2171.17
中国海油预计出让收益率	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%
中国海油预计出让收益(亿元)	2.72	6.87	6.96	4.81	8.17	13.11	13.03

来源：《矿业权出让收益征收办法》，《矿产资源法修订草案》，公司公告，国金证券研究所

2、Q4 业绩前瞻：三桶油业绩持续稳健，民营炼化&长丝企业或将复苏

2023Q4 布伦特原油期货结算价均值为 82.93 美元/桶, 同比下降 6.50%, 环比下降 3.52%, 原油价格同环比小幅下降以及成品油、化工产品需求季节性转淡, 三桶油 Q4 业绩环比或将出现小幅下滑, 但依托于大体量优质油气资产稳定开发, 整体业绩仍有望维持稳健。此外, 我们预计 2023 年中国石油/中国石化/中国海油预计出让收益分别为 62 亿元/17 亿元/13 亿元, 对业绩整体影响较为有限。

民营炼化及长丝企业因不涉及矿业权基本不会受到影响, 我们认为 2024 年涤纶长丝产能投放速度显著放缓, 伴随经济回暖涤纶长丝需求增速或大于供应增速, 涤纶长丝行业或迎反转, 桐昆股份、新凤鸣作为涤纶长丝龙头企业有望获得显著盈利弹性。与此同时, 民营炼化龙头企业持续推进产业链深加工项目, 布局新能源新材料等高成长领域相关产品, 产业链向下游高附加值领域延伸, 新建深加工产能在 23-27 年的持续释放有望带来显著的业绩修复, 民营炼化龙头企业业绩持续修复值得关注。



图表2: 2023Q4 及 2023 年全年业绩前瞻 (公司以市值排序, 市值以2024年1月19日收盘价计算)

证券代码	公司简称	公司市值 (亿元)	单季度营业收入 (亿元)						同比增速	环比增速
			2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4E			
601857.SH	中国石油	13067.70	7837.66	7324.71	7474.00	8022.64	8360.66	6.67%	4.21%	
600938.SH	中国海油	9751.19	1110.85	977.11	943.53	1147.53	550.58	-50.44%	-52.02%	
600028.SH	中国石化	6385.18	8648.46	7913.31	8023.51	8762.59	4268.51	-50.64%	-51.29%	
002493.SZ	荣盛石化	956.86	639.77	697.21	848.05	845.22	667.41	4.32%	-21.04%	
600346.SH	恒力石化	861.59	519.83	561.54	533.03	637.05	614.40	18.19%	-3.56%	
601233.SH	桐昆股份	313.93	148.05	159.13	209.84	248.45	221.60	49.69%	-10.80%	
603225.SH	新凤鸣	197.61	128.44	125.09	156.73	160.17	161.30	25.58%	0.70%	
证券代码	公司简称	公司市值 (亿元)	单季度归母净利润 (亿元)						同比增速	环比增速
			2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4E			
601857.SH	中国石油	13067.70	291.09	436.30	416.46	463.75	386.90	32.91%	-16.57%	
600938.SH	中国海油	9751.19	329.32	321.13	316.48	338.84	327.13	-0.67%	-3.46%	
600028.SH	中国石化	6385.18	96.42	201.02	150.09	178.55	141.54	46.80%	-20.73%	
002493.SZ	荣盛石化	956.86	-21.10	-14.68	3.41	12.34	9.23	143.73%	-25.22%	
600346.SH	恒力石化	861.59	-37.68	10.20	20.29	26.52	13.26	135.19%	-49.99%	
601233.SH	桐昆股份	313.93	-18.05	-4.90	5.95	7.98	4.55	125.21%	-43.00%	
603225.SH	新凤鸣	197.61	-4.89	1.89	2.90	4.07	1.90	138.93%	-53.27%	
证券代码	公司简称	公司市值 (亿元)	全年营业收入 (亿元)			全年归母净利润 (亿元)			同比增速	环比增速
			2022A	2023E	同比增速	2022A	2023E	同比增速		
601857.SH	中国石油	13067.70	32391.67	31182.01	-3.73%	1493.75	1703.41	14.04%		
600938.SH	中国海油	9751.19	4222.30	3618.75	-14.29%	1417.00	1303.58	-8.00%		
600028.SH	中国石化	6385.18	33181.68	28967.92	-12.70%	663.02	671.20	1.23%		
002493.SZ	荣盛石化	956.86	2890.95	3057.88	5.77%	33.40	10.31	-69.15%		
600346.SH	恒力石化	861.59	2223.73	2346.02	5.50%	23.18	70.26	203.09%		
601233.SH	桐昆股份	313.93	619.93	839.02	35.34%	1.30	13.59	943.40%		
603225.SH	新凤鸣	197.61	507.87	603.29	18.79%	-2.05	10.77	625.26%		

来源: Wind, 国金证券研究所

注: 盈利预测均为国金研究所预测数据

3、风险提示

- 1) 采矿权出让收益补缴风险: 采矿权出让收益存在补缴可能性, 假使补缴采矿权出让收益或将影响三桶油 2023 年业绩。
- 2) 俄乌局势变化、巴以冲突、伊核协议推进以及委内瑞拉制裁解除等地缘政治事件造成供应端不确定性的风险: 伊核协议推进、委内瑞拉制裁解除巴以冲突等地缘政治事件或造成原油供应端的不确定性, 俄乌局势变化或造成俄罗斯对欧洲天然气、原油、煤炭等多种化石能源供应端存在不确定性风险。
- 3) OPEC+减产执行强度不及预期风险: OPEC+减产计划是全球原油供应边际减少重大影响因素, 假使 OPEC+减产执行力度不及预期, 或影响当前供应端测算结果。
- 4) 加息超预期抑制终端需求的的风险: 美联储加息或带动美元指数走强, 而美元指数与原油价格通常为负相关走势, 假使美联储加息或对原油价格产生扰动。欧洲央行加息或在一定程度上抑制能源需求。
- 5) 能源政策及制裁对企业经营的影响: 三桶油有较大体量海外油气资产, 海外油气资产的开发以及生产受当地能源政策所制约, 假设油气资产所在国的能源政策产生变化或对企业经营产生影响; 不同国家间的关系恶化而导致的贸易及经济制裁可能会对行业内企业经营、现有资产或未来投资产生重大不利影响, 与此同时, 不同级别的美国联邦、州或地方政府对某些国家或地区及其居民或被指定的政府、个人和实体施加不同程度的经济制裁。如果美国对公司在部分地区经营进行制裁或导致公司海外资产经营受负面影响; 2021 年 1 月, 美国商务部将中国海油列入实体清单, 或对公司从事国际贸易产生一定负面影响。
- 6) 汇率风险: 全球原油价格主要由美元计价, 公司也有部分资产在海外市场经营, 但公司财报通常以人民币结算, 如果人民币与美元汇率出现较大波动, 或对公司业绩汇算产生影响。
- 7) 成品油价格放开风险: 成品油价格假如放开, 转变为由市场进行定价, 汽油、柴油价格将存在频繁波动的风险, 市场竞争加剧, 中国石化和中国石油在成品油销售的垄断地位可能被撼动;



7) 终端需求恢复不及预期风险：涤纶长丝行业产品多数为中间产品，受制于产业链的供求关系存在超预期变动可能，在考虑油价的同时，下游消费、包装、汽车、基建等宏观经济需求也会对长丝产品的需求造成影响；

9) 其他不可抗力影响。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究