

评级：买入（首次覆盖）

市场价格：5.99元

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

基本状况

总股本（百万股）	119349
流通股本（百万股）	94972
市价（元）	5.99
市值（百万元）	714902
流通市值（百万元）	568882

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	27409	33182	32754	33967	35036
增长率 yoy%	30%	21%	-1%	4%	3%
净利润（亿元）	712	663	729	784	843
增长率 yoy%	116%	-7%	9.9%	7.6%	7.5%
每股收益（元）	0.60	0.56	0.61	0.66	0.71
净资产收益率	9%	8%	9%	9%	9%
P/E	10.0	10.8	9.8	9.1	8.5
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8

备注：股价截至2024年2月8日，每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- 中国石化：高分红稳健央企。**公司是国资委控股的石化一体化龙头企业。有别于另两桶油，公司业务侧重中下游炼化和成品油销售，业绩表现穿越油价周期，2001-2022年营收和归母净利CAGR分别约12%和8%，ROE表现稳中有升，2001-2022年ROE中枢约11%。同时，公司重视股东回报，2022年股息率达到超8%的高水平。
- 盈利的思考：业绩能否维持？**
 - 勘探：量增价稳。**国家能源安全自主可控背景下，量上看，2023年前三季度公司实现油气当量产量376.15百万桶，同比+3.6%，增储上产推动下，后续产量量增可期。价格端，我们预计未来布伦特油价有望继续维持在70-85美元/桶区间偏强震荡；成本端，公司勘探开发领域技术储备深厚，随老油田的精细开发以及新油田的持续开发，公司桶油成本有望实现下降。量增价稳利好公司整体勘探业务维持在较高的利润水平。
 - 炼油：盈利稳定。**复盘可知，基于国家发改委成品油定价机制，桶油在40-80美金时，公司炼油业务毛利率维持在20%以上，且油价容忍度高于行业平均。当前，公司已具备17家千万吨级炼厂，总炼能2.85亿吨/年，国内市占率超30%，规模、技术、资金等护城河深厚。国内炼能几近红线+海外能源革命深化，供需错配利好成品油裂解价差维持中高位。
 - 化工：提质升级。**短期看，传统化工品尚处高产能投放期，供给端承压导致价格价差落入相对底部区间；中长期看，乙烯产能审批趋严下，公司现已具备11套百万吨级乙烯产能，存量资产优势突出；公司在建优质项目镇海炼化预计在未来三年内逐步投产，且以POE、EVA等为代表的高附加值新材料持续突破，化工业务内部结构持续优化。
 - 销售：批零增扩。**成品油销售是公司收入贡献的重要来源之一。宏观预期向好下，成品油消费有望继续增长，带动整体销量稳定提升。此外，复盘可知，油价中高位震荡期内批零价差表现趋稳，基于当下全球原油供需格局，我们认为批零价差未来有望继续维持在合理区间。非油业务依附自有加油站搭建完整销售网络，易捷便利店全国多点开花，利润表现稳定向上。
- 估值的思考：提升空间如何？**
 - 本质上内在价值已经提升：**新一轮央企深化改革，基于“一利五率”及“市值管理”考核目标，公司作为国内转型升级、改革创新排头兵，管理上提升公司治理能力和精益管理活力效率，生产上大力推进产品高附加值化发展、技术创新化改造。
 - 全球炼化资产的估值对标：**根据Wind，截至2月8日，公司（A/H）的PB（MRQ）分别为0.89x/0.56x，低于国内民营炼化龙头及国际石化巨头。一方面，公司自身资产的内在价值不断提升；另一方面，在国内10亿吨炼能红线的约束下，公司具备强α竞争实力的存量炼厂资产更有望在本轮行业洗牌后凸显稀缺性，估值理应得到相应溢价。叠加政策端的激励推动，公司估值整体有望回归理性水平。
 - 高股息夯实资产防御价值：**低利率市场环境下，公司分红表现穿越周期，自2014年起股息支付率始终保持在50%以上，2022年股息率超8%。若以2月8日收盘价计算，公司（A/H）股息率（TTM）分别为5.7%/9.2%，显著高于当前十年期国债收益率的2.4%。此外，公司重视股东回报，大股东增持+境内外回购等举措下，分红率水平有望不断提高，彰显公司长期发展信心。
- 盈利预测与估值：**我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为728.63、784.18、843.05亿元，同比+9.9%、+7.6%、+7.5%，EPS分别为0.61、0.66、0.71元。以2024年2月8日收盘价计算，对应PE分别为9.8x、9.1x、8.5x，对应PB分别为0.9x、0.8x、0.8x。公司是聚焦中下游的一体化国际巨头。高油价环境保障盈利，低利率市场环境体现高股息资产的强防御价值，技术赋能下公司内部资产结构不断优化，政策催化下公司估值有望迎来重塑。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**经济下行、需求不及预期、油价大幅波动、项目建设进度不及预期、汇率波动、信息更新不及时等。

内容目录

一、中国石化：国资实控的强中下游一体化龙头	- 7 -
1.1 世界级石化航母，国资委间接实控	- 7 -
1.2 一体化协同布局，中下游实力突出	- 8 -
1.3 业绩强油价相关，盈利高抗风险性	- 10 -
二、油价中高位偏强震荡下，四大业务板块整体趋稳	- 14 -
2.1 不同油价环境，公司主业毛利表现出现分化	- 14 -
2.2 原油供需紧平衡延续，油价或维持偏强震荡	- 15 -
2.3 勘探开发：增储上产能源保供，油价高位支撑盈利	- 27 -
2.4 炼油业务：中高油价保障盈利，能源革命显稀缺性	- 29 -
2.5 营销分销：经销量增批零增扩，加油站布局网络化	- 32 -
2.6 非油业务：易捷便利店高价值，油气氢电服一体化	- 35 -
2.7 化工业务：基础化工尚处底部，提质升级高端转型	- 37 -
三、新一轮央企深化改革，高股息资产有望价值重估	- 39 -
3.1 市值管理拟纳入考核，内在价值本质已提升	- 39 -
3.2 质地优化+资产稀缺，估值可修复空间广阔	- 42 -
3.3 持续深化分红回购，高股息彰显强防御属性	- 45 -
四、盈利预测与投资建议	- 48 -
4.1 盈利预测关键假设	- 48 -
4.2 投资建议	- 50 -
五、风险提示	- 50 -

图表目录

图表 1: 上中下游全链打通, 炼化营销网络布局.....	- 7 -
图表 2: 中国石化集团公司内上市主体股权结构 (截至 2024 年 2 月)	- 7 -
图表 3: 重点聚焦中下游业务, 国资委是公司实控人.....	- 8 -
图表 4: 中国石化四大主营业务高度协同.....	- 9 -
图表 5: 中国石化全产业链布局.....	- 9 -
图表 6: 2011-2022 年中国石化各主业营收结构.....	- 10 -
图表 7: 2011-2022 年中国石化各主业毛利结构.....	- 10 -
图表 8: 2001-2023 年前三季度公司营业收入表现.....	- 10 -
图表 9: 2001-2023 年前三季度公司归母净利表现.....	- 10 -
图表 10: 公司与国内石化龙头 ROE 表现对比 (%).....	- 11 -
图表 11: 公司与国际石化龙头 ROE 表现对比 (%).....	- 11 -
图表 12: 公司与国内石化龙头毛利率表现对比 (%).....	- 11 -
图表 13: 公司与国际石化龙头毛利率表现对比 (%).....	- 11 -
图表 14: 公司与国内石化龙头净利率表现对比 (%).....	- 11 -
图表 15: 公司与国际石化龙头净利率表现对比 (%).....	- 11 -
图表 16: 公司期间费用率水平整体下降.....	- 12 -
图表 17: 公司与国内石化龙头期间费用率表现对比.....	- 12 -
图表 18: 经营性现金流净额表现稳中有升 (百亿元).....	- 12 -
图表 19: 国内石化龙头经营性现金流净额对比 (亿元).....	- 12 -
图表 20: 公司与国内石化龙头资产负债率对比 (%).....	- 13 -
图表 21: 公司与国际石化龙头资产负债率对比 (%).....	- 13 -
图表 22: “十三五”以来, 资本支出表现强劲 (亿元).....	- 13 -
图表 23: 勘探开发及化工业务资本支出占比较高.....	- 13 -
图表 24: 下游营销及分销业务与成品油销量密切相关.....	- 14 -
图表 25: 上游勘探开发业务油价波动敏感性极强.....	- 14 -
图表 26: 中游炼油在桶油 40-80 美元时盈利优异.....	- 14 -
图表 27: 中游化工盈利受油价和供需格局双重影响.....	- 14 -
图表 28: 2023 年以来 OPEC+ 成员国减产决议.....	- 15 -
图表 29: 2023-2024 年 OPEC+ 产量政策变化情况.....	- 16 -
图表 30: 非洲三国原油产量配额及剩余产能.....	- 16 -
图表 31: 2023 年以来非洲三国原油产量变化.....	- 17 -
图表 32: 2019 年以来伊拉克原油产量变化.....	- 17 -
图表 33: 2019 年以来伊朗原油产量变化.....	- 17 -

图表 34: 2019 年以来委内瑞拉原油产量变化.....	- 18 -
图表 35: 2019 年以来美国原油产量变化.....	- 18 -
图表 36: 2023 年以来美国七大产油地产量同比.....	- 18 -
图表 37: 2019 年以来美国原油钻机数量变化.....	- 19 -
图表 38: 2019 年以来北美压裂车队数变化.....	- 19 -
图表 39: 美国现有油井关井价格.....	- 19 -
图表 40: 美国新增油井盈亏平衡价格.....	- 19 -
图表 41: 2022 年全球新发现油气田分布图.....	- 20 -
图表 42: 2015-2022 年圭亚那斯塔布鲁克区块油气发现.....	- 20 -
图表 43: 圭亚那和巴西是全球原油主要增量国.....	- 21 -
图表 44: 2024-2028 年巴西预计还将新增 14 套 FPSO 装置.....	- 21 -
图表 45: 2022 年以来欧美连续多轮加息.....	- 22 -
图表 46: 欧美通胀表现整体回落.....	- 22 -
图表 47: EIA 对美国原油需求的预测.....	- 22 -
图表 48: OPEC 对美国原油需求的预测.....	- 22 -
图表 49: EIA 对欧元区原油需求的预测.....	- 23 -
图表 50: OPEC 对欧元区原油需求的预测.....	- 23 -
图表 51: 2019 年以来国内原油加工量变化.....	- 23 -
图表 52: 2019 年以来国内原油进口量变化.....	- 23 -
图表 53: 2023 年国内汽柴煤油产量同比变化.....	- 24 -
图表 54: 2019 年以来国内新能源车产量渗透率变化.....	- 24 -
图表 55: EIA 对中国原油需求的预测.....	- 25 -
图表 56: OPEC 对中国原油需求的预测.....	- 25 -
图表 57: EIA、OPEC 全球原油供需平衡预测.....	- 26 -
图表 58: 油价变动与公司上游营收同比强正相关.....	- 27 -
图表 59: 油价变动与公司上游毛利同比强正相关.....	- 27 -
图表 60: 七年行动指引下, 公司原油产量稳增.....	- 27 -
图表 61: 七年行动指引下, 公司天然气产量高增.....	- 27 -
图表 62: 油价变动与公司原油产量同比相关性较小.....	- 28 -
图表 63: 近两年公司原油探明储量持续性增长.....	- 28 -
图表 64: 增储上产推动下, 公司桶油成本有望下行.....	- 28 -
图表 65: 国内炼厂利润变动与油价波动呈负相关.....	- 29 -
图表 66: 我国成品油价格制定与调整机制 (美元/桶).....	- 29 -
图表 67: 桶油 60-80 美金, 利好炼油行业盈利.....	- 30 -
图表 68: 油价变动与公司营业收入呈正相关.....	- 30 -

图表 69: 油价变动与公司营业成本呈正相关	- 30 -
图表 70: 油价变动与炼油业务毛利的相关性表现	- 31 -
图表 71: 桶油 40-80 美金, 利好公司炼油盈利 (%)	- 31 -
图表 72: 公司 23Q1-3 成品油总经销同比+19.1%	- 32 -
图表 73: 公司加油站总数国内第一、全球第二	- 32 -
图表 74: 全球成品油定价的三种模式	- 32 -
图表 75: 国内石油定价机制	- 32 -
图表 76: 国内成品油批发价、零售价定价调价机制	- 33 -
图表 77: 成品油零售环节加价幅度远高于采购和批发环节 (2017-2019 年)	- 33 -
图表 78: 92#汽油出厂价、批发价、零售价与油价变化正相关 (元/吨)	- 34 -
图表 79: 92#汽油批零价差与油价相关性	- 34 -
图表 80: 0#柴油批零价差与油价相关性	- 34 -
图表 81: 易捷便利店加能业务领域丰富	- 35 -
图表 82: 2016-2022 年间易捷便利店门店数始终位居行业 TOP2	- 35 -
图表 83: 推动氢能业务站稳行业排头	- 36 -
图表 84: 温室气体减排卓有成效	- 36 -
图表 85: 公司非油业务利润稳定增长	- 36 -
图表 86: 炼化一体化下游主要为成品油和化工品	- 37 -
图表 87: 基础化工品仍处大规模扩产期, 部分产能边际增速放缓	- 37 -
图表 88: 公司化工业务产业链布局	- 38 -
图表 89: 强技术实力中高端转型, 产品结构优化提质增效	- 38 -
图表 90: 国资委持续深化推进央企经营考核	- 39 -
图表 91: “一利五率”经营指标体系	- 39 -
图表 92: “一利五率”经营指标体系及其目标的逻辑关系	- 40 -
图表 93: 对标国内民营炼化龙头利润总额 (亿元)	- 40 -
图表 94: 对标国内民营炼化龙头资产负债率	- 40 -
图表 95: 对标国内民营炼化龙头净资产收益率	- 41 -
图表 96: 对标国内民营炼化龙头研发投入强度	- 41 -
图表 97: 对标国内民营炼化龙头全员劳动生产率	- 41 -
图表 98: 对标国内民营炼化龙头营业现金比率	- 41 -
图表 99: 公司与国内民营和海外油气巨头 PB (MRQ) 估值对比	- 42 -
图表 100: 公司与国内民营和海外油气巨头 PB (TTM) 估值对比	- 42 -
图表 101: 三桶油 PB/ROE 估值与海外油气巨头对比	- 43 -
图表 102: 公司百万吨级乙烯项目明细	- 43 -
图表 103: 公司千万吨级炼厂明细 (含待投产能)	- 44 -

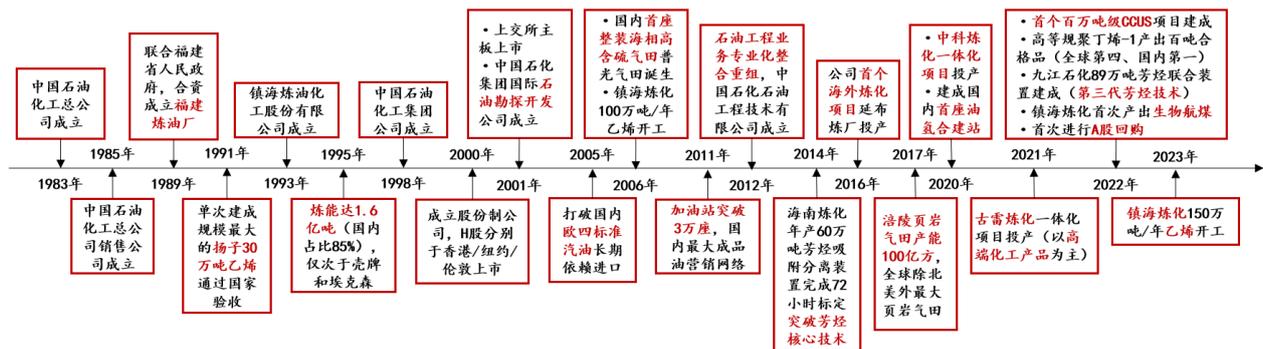
图表 104: 2022-2023 年 A 股已回购数量及金额.....	- 45 -
图表 105: 2022-2023 年 H 股已回购数量及金额.....	- 45 -
图表 106: 2023 年起高股息板块具备明显超额收益	- 45 -
图表 107: 2023 年起高股息指数跑赢其他宽基指数	- 45 -
图表 108: 2009 年至今高股息策略胜率达 60%.....	- 46 -
图表 109: 震荡期内更能体现高股息资产的强防御属性.....	- 46 -
图表 110: 高股息资产兼具高市值、高盈利、高现金流和低估值的特征.....	- 47 -
图表 111: 公司与国内民营和海外油气巨头分红率对比	- 47 -
图表 112: 公司与国内民营和海外油气巨头股息率对比.....	- 47 -
图表 113: 公司业务收入及盈利预测.....	- 49 -
图表 114: 可比公司估值对比.....	- 50 -
图表 115: 盈利预测表	- 51 -

一、中国石化：国资实控的强中下游一体化龙头

1.1 世界级石化航母，国资委间接实控

■ **四十载耕耘筚路蓝缕，成就世界级石化航母。**中国石油化工集团有限公司前身中国石油化工总公司成立于1983年7月。1998年7月，基于党中央石油石化行业战略性重组部署要求，在原中国石油化工总公司的基础上重组成立中国石油化工集团公司并在2000年2月设立股份制公司。同年10月，中国石化以167.8亿股H股股票在纽约、香港、伦敦三地正式挂牌交易，进军国际资本市场。2001年8月，公司登陆上交所主板。历经数十年砥砺前行，公司打通上中下游全产业链，炼油能力国内第一、乙烯产能全国首位，是世界第一大炼油公司、第二大化工公司。作为国内最大的成品油提供商，公司在国内拥有完善的成品油销售网络，加油站总数全球第二。2023年，中石化易捷销售公司品牌价值位列国内零售业榜首。

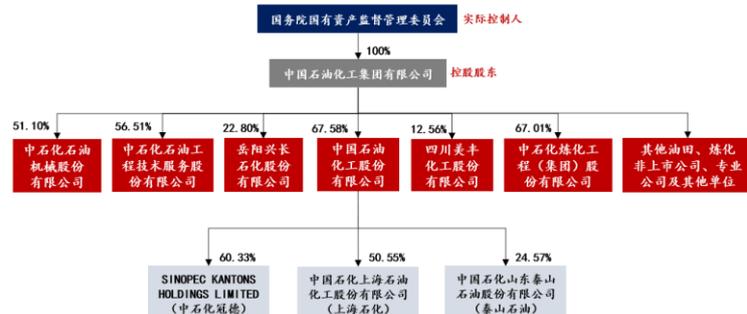
图表 1：上中下游全链打通，炼化营销网络布局



来源：Wind、公司官网、公司公告、中国石化、中泰证券研究所

■ **集团公司直接控股，下设上市主体多样。**截至2024年2月，公司控股股东中国石油化工集团有限公司持有公司67.6%的股权。从组织结构上看，除股份公司外，集团公司还分别持有四川美丰、岳阳兴长、石化机械、石化油服、中石化炼化工程12.6%、22.8%、51.1%、56.5%、67.0%的股权。中国石化下设上市主体上海石化、中石化冠德和泰山石油，分别持股60.3%、50.6%和24.6%。

图表 2：中国石化集团公司内上市主体股权结构（截至2024年2月）



来源：Wind、公司官网、中泰证券研究所

■ **国资委是实控人，中下游分支众多。** 鉴于中国石油化工总公司是一个综合利用石油资源的跨行业、跨地区经济实体，1988年2月，国务院总理办公室决定中国石化暂归国务院直属。截至目前，国资委作为公司的实际控制人，通过中国石化集团间接持股67.6%。作为国内最大的石化一体化企业之一，公司现有全资子公司、控股和参股子公司、分公司等百余家，包括油气勘探开发、炼油、化工、产品销售以及科研、外贸等企业和单位。其中，炼油化工公司和油品销售分（子）公司数量均超过40家，经营资产和主要市场集中在国内经济最为发达和活跃的东部、南部和中部地区。

图表3：重点聚焦中下游业务，国资委是公司实控人

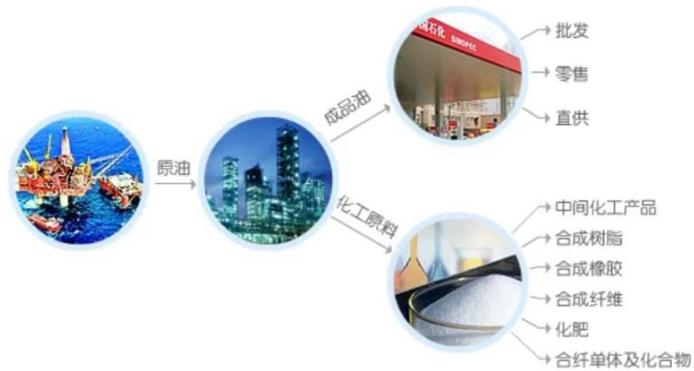


来源：Wind、公司官网、中泰证券研究所

1.2 一体化协同布局，中下游实力突出

■ **一基两翼三新发展，四大主业齐头并进。** 作为国内最大的一体化能源化工公司之一，公司主营业务涵盖上游勘探及开发、中游炼油和化工和下游营销及分销，着力构建以能源资源为基础，洁净油品和现代化工为两翼，以新能源、新经济、新领域为重要增长极的“一基两翼三新”产业格局。根据公告，截至2023年前三季度，公司四大主业勘探及开发、炼油、营销和分销和化工板块息税前利润分别为416.20、187.00、265.28和-67.07亿元，同比分别-46.25、-19.45、+33.74和-56.46亿元。

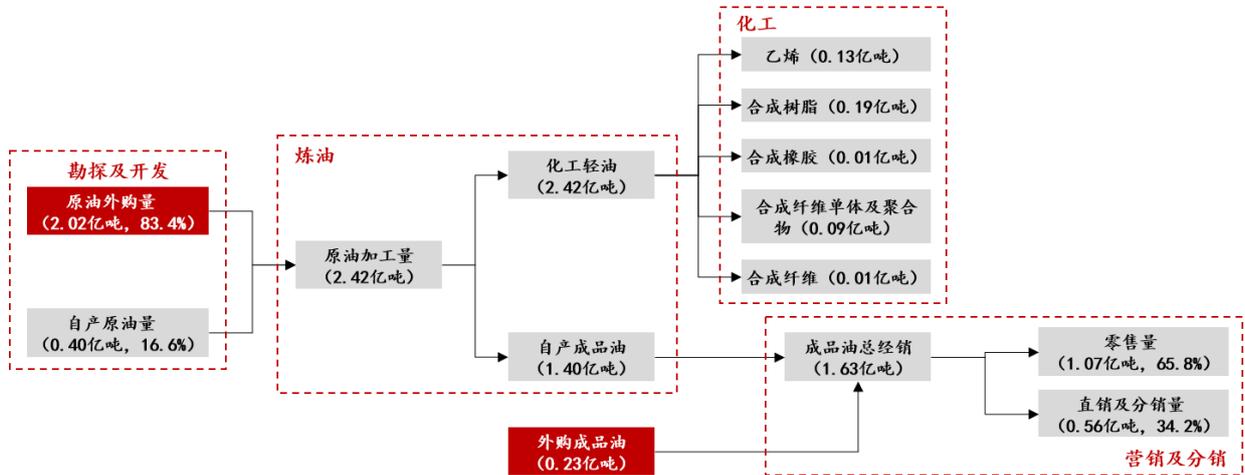
图表 4：中国石化四大主营业务高度协同



来源：公司官网、中泰证券研究所

- **产业链聚焦中下游，原油加工外购为主。**从业务结构上看，不同于中国石油侧重上游能源开采环节，公司中游炼油和化工业务表现强势。炼油方面，2022 年公司合计加工原油 2.42 亿吨，较中国石油相比高出约 0.78 亿吨。化工方面，2022 年公司乙烯、合成树脂、合成橡胶、合成纤维及单体累计生产量分别为 1344、1854、128、889 万吨，分别高于中国石油 602、692、24、779 万吨。此外，不同于中国石油的原油加工以自产为主，公司原油加工多依赖于外购原油，在 2022 年合计 2.42 亿吨的原油加工量中，外购原油加工量超 2 亿吨（占比约 83.4%）。

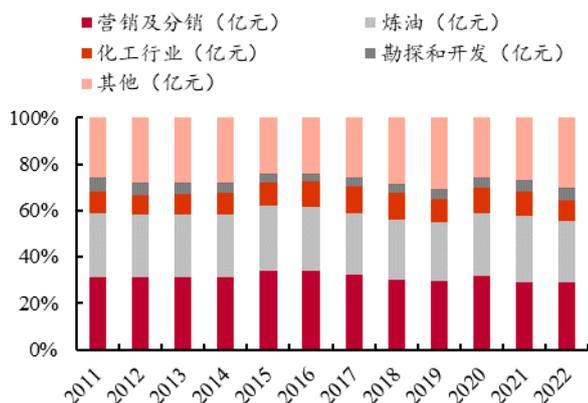
图表 5：中国石化全产业链布局



来源：公司公告、中泰证券研究所（注：数据截取自公司 2022 年年报）

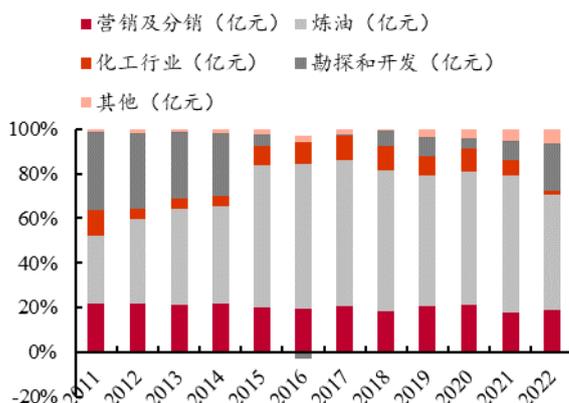
- **销售贡献主要收入，炼油毛利占比过半。**我们复盘了 2011-2022 年间公司各业务板块的营业收入和毛利表现。营收方面，炼油业务与营销分销基本平分秋色，两业务营收贡献维持在 30% 附近。2022 年公司营销及分销和炼油业务营收分别为 17139 和 15751 亿元，占比分别为 28.9% 和 26.5%，营收表现同比增长 21.4% 和 13.7%。毛利方面，在不考虑内部抵消的前提下，炼油业务毛利占比自 2015 年以来始终保持在 50% 以上。2022 年炼油业务合计贡献约 2573 亿元的毛利润，占比高达 51.4%。

图表 6: 2011-2022 年中国石化各主业营收结构



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 7: 2011-2022 年中国石化各主业毛利结构

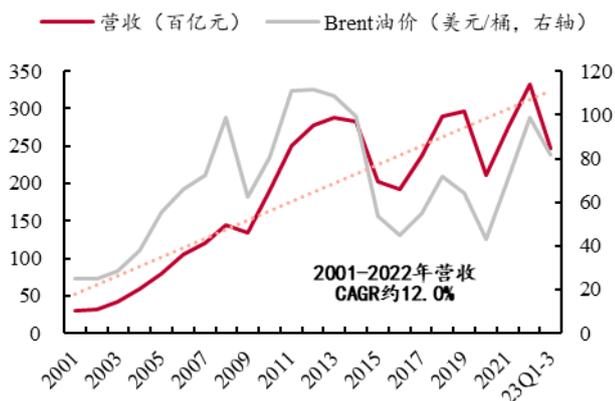


来源: Wind、中泰证券研究所

1.3 业绩强油价相关，盈利高抗风险性

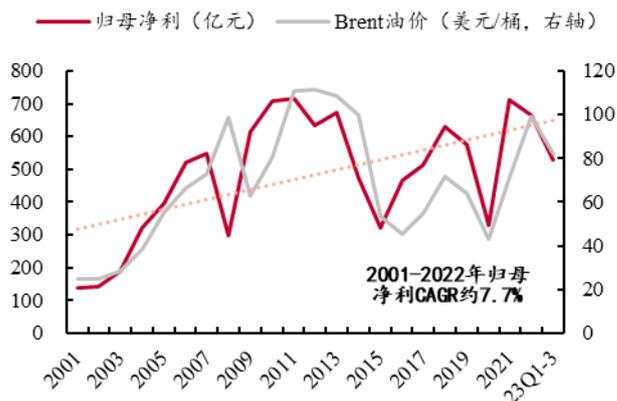
- 业绩经营稳健增长。**从整体趋势上看，公司营业收入与归母净利整体表现均与 Brent 油价走势呈强正相关。营业收入方面，自 2001 年公司上市以来，营业收入由 3043 亿元增至 2022 年的 33182 亿元，CAGR 约 12.0%。2023 年前三季度实现营业收入 24699 亿元，同比+0.7%。归母净利方面，除 2008 年因国际金融危机蔓延叠加国内成品油价从紧控制、罕见特大自然灾害影响需求导致公司归母净利与油价走势相背外，整体趋势仍与油价表现密切挂钩，2001-2022 年归母净利 CAGR 约 7.7%。2023 年前三季度，公司实现归母净利 530 亿元，同比-7.5%。

图表 8: 2001-2023 年前三季度公司营业收入表现



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 9: 2001-2023 年前三季度公司归母净利表现

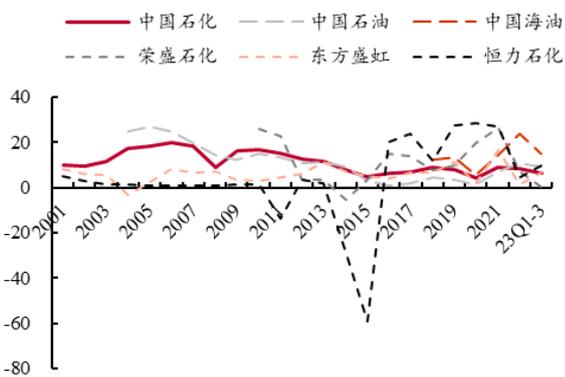


来源: Wind、中泰证券研究所

- 我们采用杜邦分析法对公司及海内外同业巨头的盈利表现展开讨论。**
- 盈利能力: 稳定。**首先，公司净资产收益率 (ROE) 整体居于行业中游，但波动率显著小于国内民营大炼化和国际石化巨头，且从未出现极端负值。2001-2022 年 ROE 中枢约 11.4%; 2023 年前三季度 ROE 约 6.6%，同比-0.62pct。

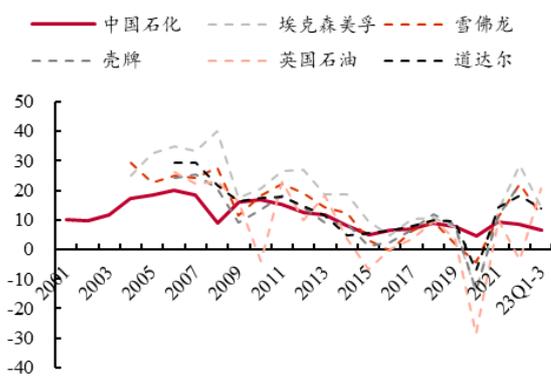
■ 毛利率和净利率方面，2001-2022 年公司毛利率和净利率中枢约 18.1% 和 3.5%，位于行业中游水平。进入 2023 年，海外高通胀叠加欧美加息持续，能源价格同比有所下滑。与此同时，国内化工品仍处高产能释放阶段，供过于求导致化工业务承压明显。2023 年前三季度，公司分别实现毛利率和净利率 15.5% 和 2.5%，同比-0.21pct 和-0.06pct。

图表 10: 公司与国内石化龙头 ROE 表现对比 (%)



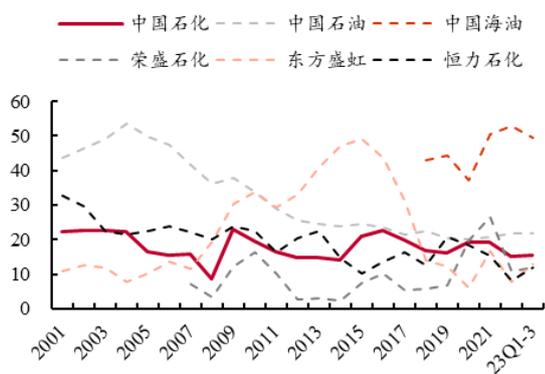
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 11: 公司与国际石化龙头 ROE 表现对比 (%)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 12: 公司与国内石化龙头毛利率表现对比 (%)



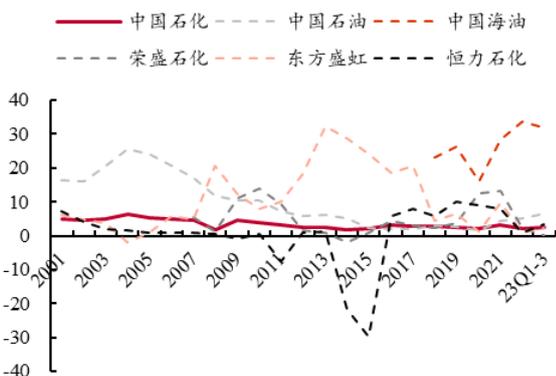
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 13: 公司与国际石化龙头毛利率表现对比 (%)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 14: 公司与国内石化龙头净利率表现对比 (%)



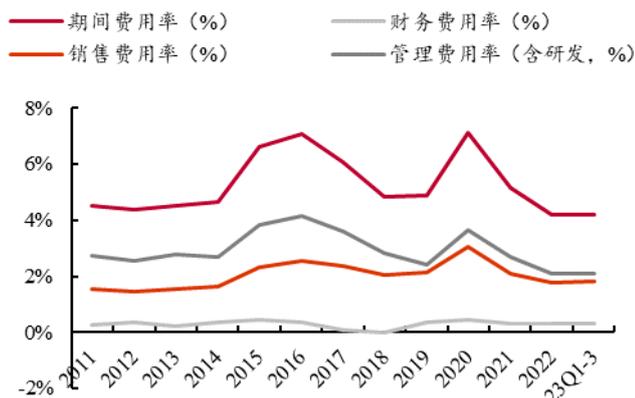
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 15: 公司与国际石化龙头净利率表现对比 (%)

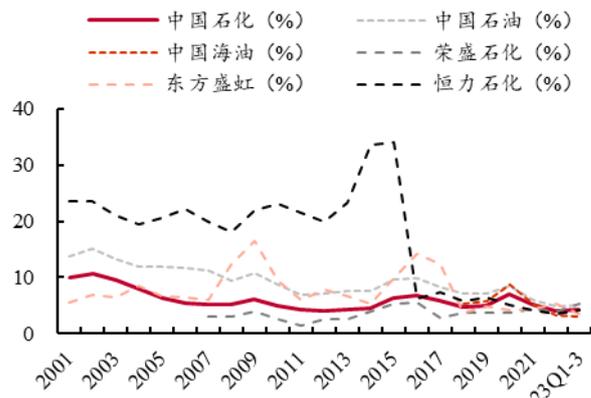


来源: Wind、中泰证券研究所

- 控费能力: 优化。**根据公告, 2023 年前三季度公司原油实现价格为 75.73 美元/桶, 同比-19.6%。在此基础上, 经过我们的测算, 2023 年前三季度公司桶油完全成本约 47.53 美元/桶, 同比-22.1%。期间费用率方面, 公司整体期间费用率已由 2001 年上市初的 9.9%下降至 2022 年底的 4.2%。2023 年前三季度, 公司期间费用率合计约 4.2%, 同比+0.16pct。其中, 管理费用率(含研发, 可比口径)、销售费用率和财务费用率分别为 2.1%、1.8%和 0.3%, 同比分别+0.12pct、+0.07pct 和-0.03pct。

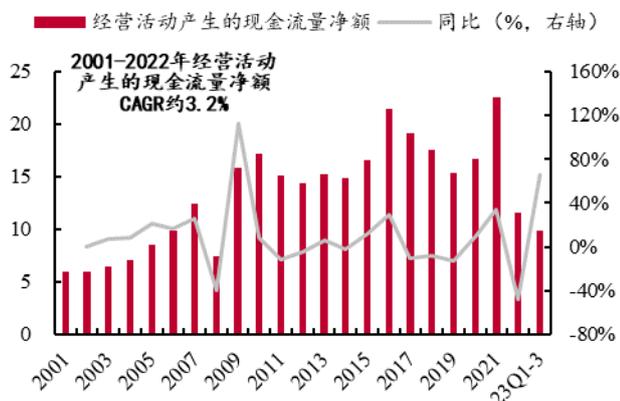
图表 16: 公司期间费用率水平整体下降


来源: Wind、中泰证券研究所

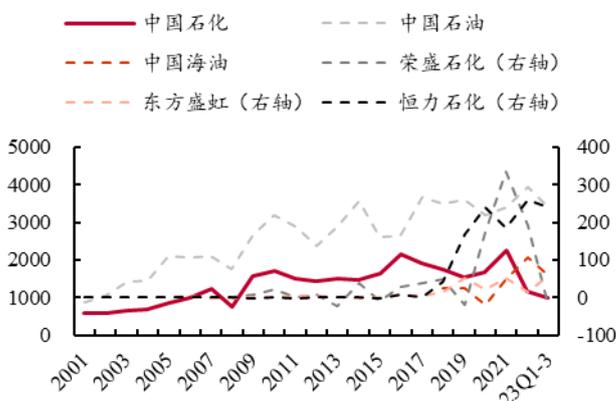
图表 17: 公司与国内石化龙头期间费用率表现对比


来源: Wind、中泰证券研究所

- 在手现金: 充沛。**现金流方面, 受原油、成品油存货净占用比例下降以及 2022 年同期支付缓缴税款等影响, 2023 年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额大幅增长, 累计实现 983.09 亿元, 同比+65.9%。趋势上看, 公司在手现金流表现良好, 整体上看稳中有升, 2001-2022 年 CAGR 约 3.2%。对比同业, 2023 年前三季度, 尽管公司现金流表现低于另两桶油, 但显著高于民营大炼化代表荣盛石化、恒力石化、东方盛虹, 且从未出现极端负值。

图表 18: 经营性现金流净额表现稳中有升 (百亿元)


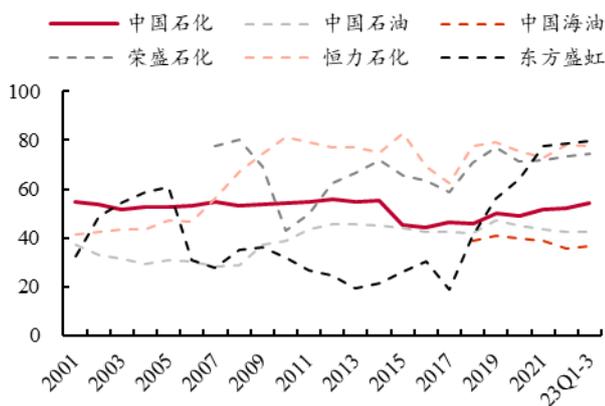
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 19: 国内石化龙头经营性现金流净额对比 (亿元)


来源: Wind、中泰证券研究所

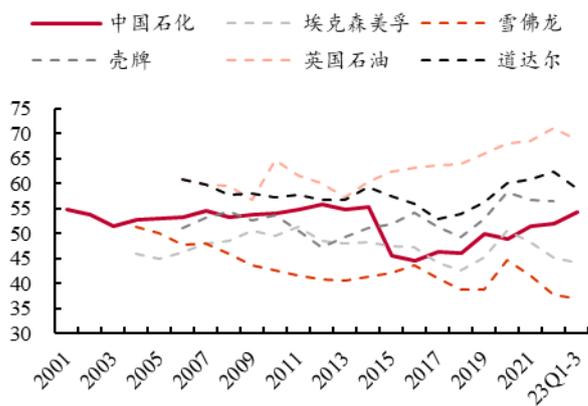
- 财务杠杆：稳健。** 资产负债率与权益乘数呈正相关。公司上市至今大致可分为两大阶段。2015 年因销售公司引资款到位，经营现金流大幅改善，资产负债率同比下降 9.85pct。2023 年前三季度，公司资产负债率约 54.2%，对应权益乘数约 2.19，同比-0.03。对比另两桶油，2023 年前三季度，公司权益乘数分别领先中国石油、中国海油 0.44、0.60。对比荣盛石化、恒力石化、东方盛虹（国内民营大炼化龙头），公司分别-1.70、-2.27、-2.79。对标国际公司，公司较埃克森美孚、雪佛龙、英国石油和道达尔相比分别+0.39、+0.60、-1.01、-0.26。

图表 20：公司与国内石化龙头资产负债率对比 (%)



来源：Wind、中泰证券研究所

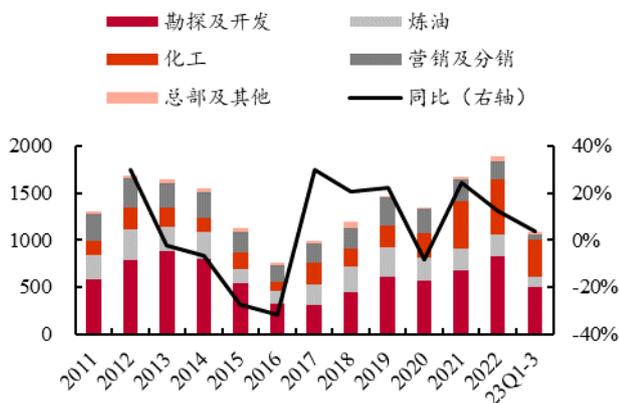
图表 21：公司与国际石化龙头资产负债率对比 (%)



来源：Wind、中泰证券研究所

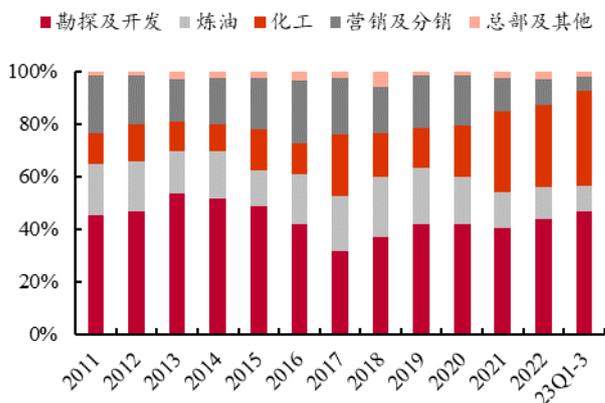
- 资本开支保持强劲。** 2016 年以来，公司资本开支增势强劲。截至 2023 年前三季度，公司累计资本支出 1081.64 亿元，同比+4.0%。分业务看，上游勘探开发和中游化工占比较高，“十三五”规划（2016-2020）至今，勘探及开发和化工业务资本支出占比分别约 40.7%和 23.0%。随着公司上游油气产能及储运设施建设提速，叠加化工项目高附加值化转型，产能兑现后，成长性可期。

图表 22：“十三五”以来，资本支出表现强劲 (亿元)



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 23：勘探开发及化工业务资本支出占比较高



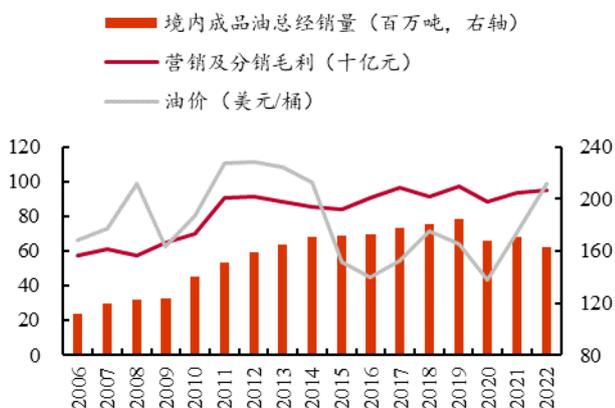
来源：公司公告、中泰证券研究所

二、油价中高位偏强震荡下，四大业务板块整体趋稳

2.1 不同油价环境，公司主业毛利表现出现分化

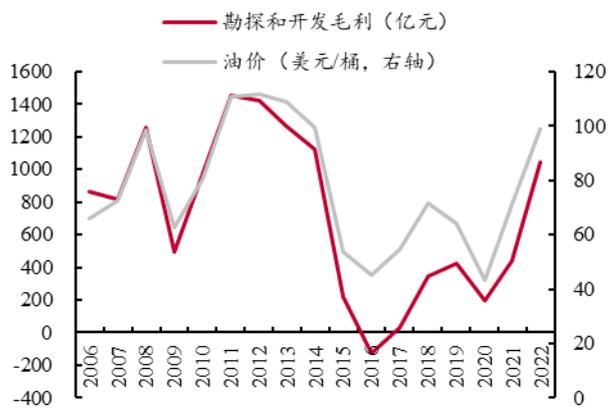
- 主业盈利表现与油价走势强相关。**历史数据上看，公司下游营销及分销业务与油价相关性相对较小，近年来毛利表现稳中有升，整体与公司自身成品油销量密切相关；上游勘探及开发业务油价敏感度极高，反映出强油价正相关性，即油价越高对应业务板块的盈利越高；中游业务上看，**炼油业务**在油价处于 40-80 美元/桶时盈利表现较强，这主要与国内成品油定价机制有关；**化工业务**受油价和供需格局的双重影响，油价缓慢上行叠加需求表现良好时，利好化工品景气提升。

图表 24: 下游营销及分销业务与成品油销量密切相关



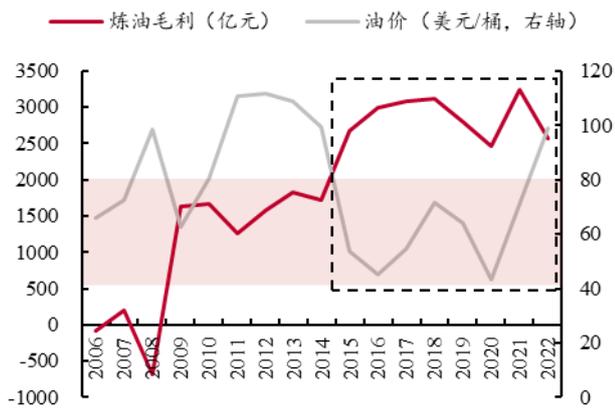
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 25: 上游勘探开发业务油价波动敏感性极强



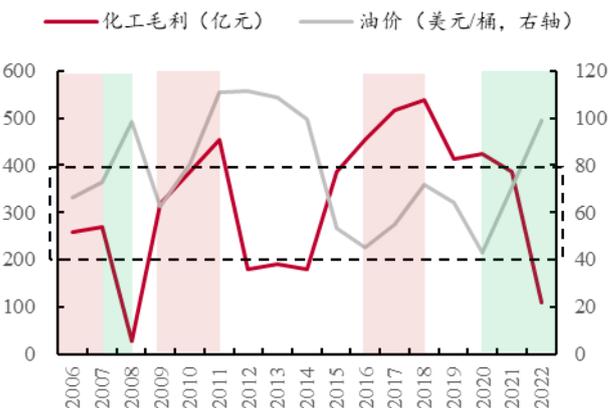
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 26: 中游炼油在桶油 40-80 美元时盈利优异



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 27: 中游化工盈利受油价和供需格局双重影响



来源: Wind、中泰证券研究所 (注: 红色阴影区域表示随油价上涨, 公司化工业务毛利相应增长; 绿色阴影区域表示受行业扩产潮驱使, 即使油价处于上行通道, 公司化工业务毛利整体表现仍在下行; 黑色框线表示类似于炼油业务, 当桶油处于 40-80 美金时, 公司化工业务整体毛利水平相对较高)

2.2 原油供需紧平衡延续，油价或维持偏强震荡

■ 低供给：OPEC+维持减产、美页岩油增速放缓、南美贡献主要增量

（一）OPEC+护盘持续然力度下降，OPEC+豁免国存较强增产意愿

- 1) OPEC+：本轮减产不同以往，继续深化难度加深。
- 减产护盘动作：2023年11月30日，第36届OPEC+部长级会议决定2024Q1自愿减产219.3万桶/日。从减产力度上看，同年4月的OPEC+会议已决定自愿减产165.7万桶/日，叠加沙特于7月起额外减产的100万桶/日，OPEC+整体自愿性减产规模已达265.7万桶/日，因而本次自愿减产额度实际较此前相比仅增加3.6万桶/日（沙特此次11月减产较4月相比增加50万桶/日）。
- 执行难度上升：近年来，OPEC+在全球油价定价中的话语权和议价权显著上升，产量政策的执行直接影响全球原油供需格局。从本轮OPEC+会议上看，中东国家主动减产以维持高油价的诉求并未发生改变，然而变化点主要有三：①类似于2023年4月份所提出的减产政策，2024Q1的减产仍为自愿性减产，其约束强度的相对偏弱或将对成员国后续减产实际执行效果产生直接影响；②2023H2，OPEC+维持深化减产政策，然油价表现前高后低，到2023年底，WTI油价和Brent油价均已跌破减产执行初期的价格水平；③海外宏观经济走弱易引发原油需求增速放缓，金融市场的系统性风险扰动同步增强，如此因素均易导致油价表现进一步下探，届时OPEC+或在低产的同时面临更低的油价。
- 警惕放松减产：OPEC+是全球原油的主要提供方，中东国家的财政平衡诉求为全球油价的定价提供托底支撑。但需警惕的是，当前沙特产量表现已低于减产目标值，反映出其减产效果已达预期，后续进一步深化减产的空间相对有限。减产执行难度提升下，一旦OPEC+放弃减产或放松减产力度，全球原油市场或呈供过于求的局面，届时油价中枢也将相应下移。

图表 28：2023 年以来 OPEC+ 成员国减产决议

日期	主要决议内容
2023年4月3日	以2023年2月产量为基准，从2023年5月至2023年底，OPEC+自愿减产总额达165.7万桶/日（沙特50万桶/日、俄罗斯50万桶/日、伊拉克21.1万桶/日、阿联酋14.4万桶/日、科威特12.8万桶/日、哈萨克斯坦7.8万桶/日、阿尔及利亚4.8万桶/日、阿曼4万桶/日、加蓬0.8万桶/日）
2023年6月4日	1、确定OPEC+成员国2024年原油产量为4046万桶/日；2、俄罗斯将50万桶/日自愿性减产延长至2024年底；3、自2023年7月起，沙特自愿性减产100万桶/日
2023年7月3日	沙特将100万桶/日自愿性减产延长至2023年8月
2023年7月7日	自2023年8月起，俄罗斯以减少出口的形式自愿性减产50万桶/日
2023年8月3日	1、沙特将4月宣布的50万桶/日的减产延长至2024年底，100万桶/日自愿性减产决议延长至2023年9月；2、俄罗斯继续延长出口减产至2023年9月，减产量由50万桶/日减少到30万桶/日
2023年9月5日	俄罗斯30万桶/日自愿性出口减产和沙特100万桶/日自愿性减产均延长至2023年底
2023年10月4日	俄罗斯和沙特自愿性减产政策维持至2023年底，减产额度未作调整
2023年11月30日	1、巴西将于2024年1月加入OPEC+组织；2、在2023年6月宣布的2024年OPEC+成员国原油产量的基础上，调整部分成员国原油产量配额（安哥拉为110万桶/日、刚果为27.7万桶/日、尼日利亚为150万桶/日）；3、自愿性减产以2024年产量配额为基准，OPEC+计划在2024Q1合计减产219.3万桶/日（沙特100万桶/日、伊拉克22.3万桶/日、阿联酋16.3万桶/日、科威特13.5万桶/日、哈萨克斯坦8.2万桶/日、阿尔及利亚5.1万桶/日、阿曼4.2万桶/日；俄罗斯以2023年5月和6月的平均出口水平为基准，在2024Q1日减产50万桶（含30万桶/日的原油和20万桶/日的成品油）

来源：IEA、OPEC、财联社、新华社、环球网、环球时报、中国经济网、沙特通讯社、俄罗斯卫星通讯社、中泰证券研究所

图表 29：2023-2024 年 OPEC+ 产量政策变化情况

单位：百万桶/日	自愿性减产份额		原油产量目标基线		2024Q1 自愿减产后的产量目标	24/01 产量 (按 IEA 口径)	24/01 产量-2024 年产量目标	
	23/5-23/12	2024Q1	22/11-23/12	24/01-24/12				
OPEC-9 *安哥拉自 24/01 起退出 OPEC	沙特阿拉伯	-0.50	-1.00	10.48	10.48	9.48	8.97	-0.51
	伊拉克	-0.21	-0.22	4.43	4.43	4.21	4.23	0.02
	阿联酋	-0.14	-0.16	3.02	3.22	3.06	3.21	0.15
	科威特	-0.13	-0.14	2.68	2.68	2.54	2.47	-0.07
	尼日利亚			1.74	1.50	1.50	1.40	-0.10
	安哥拉			1.46	1.10	1.10		
	阿尔及利亚	-0.05	-0.05	1.01	1.01	0.96	0.91	-0.05
	刚果			0.31	0.28	0.28	0.25	-0.03
	加蓬	-0.01		0.18	0.18	0.18	0.23	0.05
	赤道几内亚			0.12	0.07	0.07	0.05	-0.02
非 OPEC	俄罗斯	-0.50	-0.3 (仅原油出口减量)	10.48	9.83	9.53	9.44	-0.09
	墨西哥			1.75	1.75	1.75	1.64	-0.11
	哈萨克斯坦	-0.08	-0.08	1.63	1.63	1.55	1.62	0.07
	阿曼	-0.04	-0.04	0.84	0.84	0.80	0.76	-0.04
	阿塞拜疆			0.68	0.55	0.55	0.48	-0.07
	马来西亚			0.57	0.40	0.40		
	巴林群岛			0.20	0.20	0.20		
	南苏丹			0.12	0.12	0.12	0.85	-0.02
	文莱			0.10	0.08	0.08		
	苏丹			0.07	0.06	0.06		
OPEC+ 合计	-1.66	-2.00	41.86	40.46	38.41	36.51		

来源：IEA、OPEC、中泰证券研究所（注：①统计数据中未考虑俄罗斯 20 万桶/日的成品油减产；②由于安哥拉已于 2023 年 12 月 21 日退出 OPEC 组织，故在 IEA 在 2 月月报数据中已剔除该国数据，OPEC-10 相应变更为 OPEC-9）

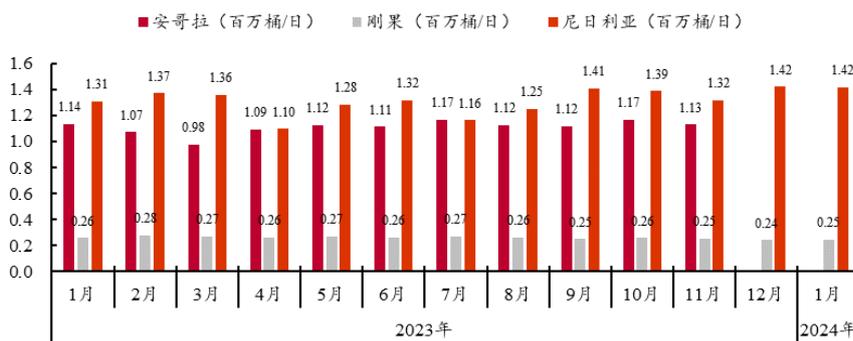
- **关注非洲三国：**在 2023 年 11 月底召开的 OPEC+ 部长级会议上，除宣布 2024Q1 减产动作外，同样对同年 6 月所提出的产量配额进行调整。根据 OPEC，调整后安哥拉、刚果、尼日利亚的产量配额分别为 110、27.7、150 万桶/日，较前值分别-18、+0.1、+12 万桶/日，较 2023 年产量配额分别-35.5、-3.3、-24.2 万桶/日。后续看，一方面，结合 IEA 最近三个月月报数据可知，非洲三国产量整体均已低于 2024Q1 既定产量目标；另一方面，IEA 最新 2 月月报数据显示，刚果和尼日利亚的原油产能余量仅 2 万桶/日和 1 万桶/日，产能瓶颈限制增产空间。对于安哥拉，尽管该国政府因不满原油产量份额下调而强硬退出 OPEC，但该国也同样受到产能瓶颈的制约（IEA 在 23 年 12 月月报中显示，安哥拉剩余有效产能为 3 万桶/日），退出后大幅增产的可能性仍然偏低。

图表 30：非洲三国原油产量配额及剩余产能

单位：百万桶/日	2024Q1 产量目标	24/01 产量 (按 IEA 口径)	23/12 产量 (按 IEA 口径)	24/01 产量-2024Q1 目标	可使用产能	可使用产能-24/01 产量
安哥拉	1.10	1.08	1.08	-0.02	1.11	0.03
刚果	0.28	0.25	0.26	-0.03	0.27	0.02
尼日利亚	1.50	1.40	1.35	-0.10	1.41	0.01

来源：IEA、OPEC、中泰证券研究所（注：由于安哥拉已宣布退出 OPEC，故 IEA 在 2 月月报数据中已剔除对该国产量数据的统计。在此处测算时，我们假设安哥拉 24 年 1 月产量与 IEA 在 12 月月报中所披露的 23 年 11 月产量数持平）

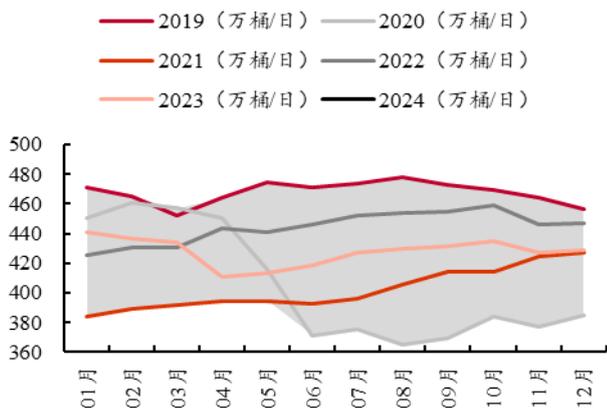
图表 31：2023 年以来非洲三国原油产量变化



来源：Wind、中泰证券研究所

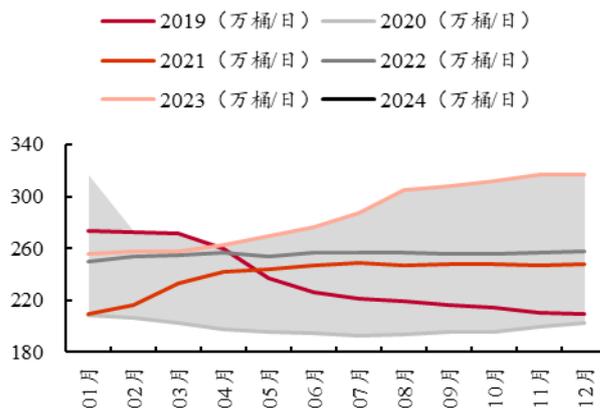
- **2) OPEC+豁免国表现出偏强的增产意愿。**
- **伊拉克：**2023 年 3 月，伊拉克库尔德自治区（库区）输送的 40 万桶原油和从伊拉克联邦输送的 7 万桶原油管道关闭。同年 10 月，土耳其能源部长和伊拉克驻安卡拉大使先后证实土耳其已同意恢复通过伊土管道（ITP）的石油出口，但截至目前该管线仍未恢复。若后续管线输送恢复运营，预计将带来约 50 万桶/日的原油供给增量。
- **伊朗：**2023 年，伊朗原油供应超预期回升。根据 IEA，2024 年 1 月，伊朗当地原油日产量为 315 万桶，为 2019 年以来的最高值。另据伊朗石油部，预计到 2024Q1 当地石油日产量将增至 4 百万桶/日，为先前从未企及的量值，可见其增产意愿强烈。沙特伊朗关系修复下，OPEC+或也将默许伊朗额外增加石油供应。

图表 32：2019 年以来伊拉克原油产量变化



来源：Wind、中泰证券研究所（注：阴影区域表示 2019 年以来伊拉克原油产量区间）

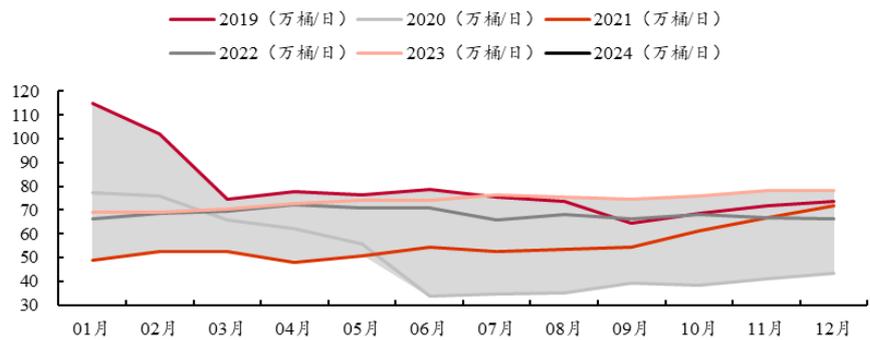
图表 33：2019 年以来伊朗原油产量变化



来源：Wind、中泰证券研究所（注：阴影区域表示 2019 年以来伊朗原油产量区间）

- **委内瑞拉：**2023 年 10 月，美国财政部海外资产控制办公室宣布解除对委内瑞拉部分能源贸易制裁，授权开放涉及委内瑞拉石油和天然气的行业交易（为期 6 个月）。同年 11 月，委国家石油公司副总裁表示，在美国部分解除制裁后，该国原油日产量现已提升至约 85 万桶的水平，委政府正考虑将产量进一步提升至 100 万桶/日。然而受自身产能瓶颈以及当地发展落后等因素制约，后续出现大幅增量的可能性较小。

图表 34：2019 年以来委内瑞拉原油产量变化

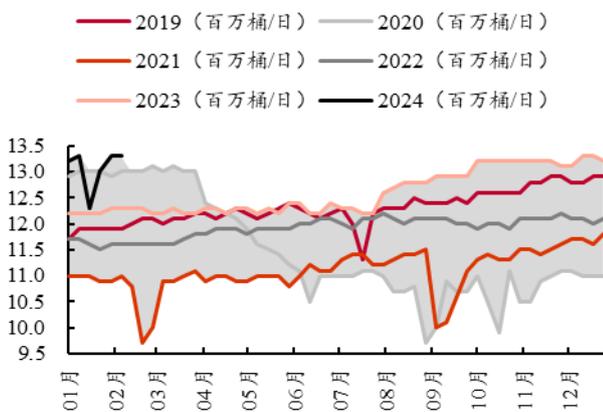


来源：Wind、中泰证券研究所（注：阴影区域表示 2019 年以来委内瑞拉原油产量区间）

（二）美国页岩油增量边际减弱，南美海上油田或贡献增量

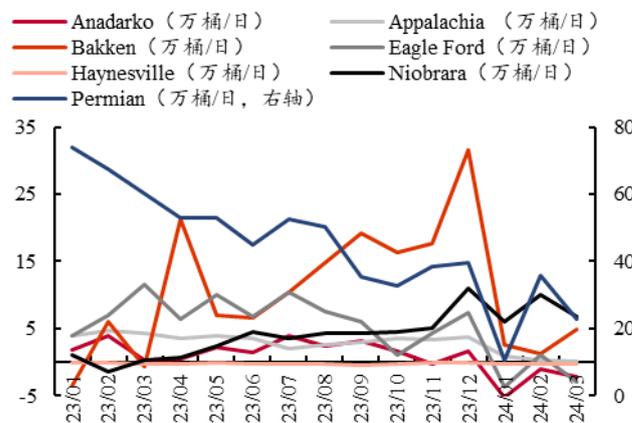
- **1) 美国产量惯性增长，但边际增速或放缓。**
- **2023 年超预期增长：**尽管 2023 年美国上游油气企业资本开支表现较弱，但源于库存井的释放以及钻机使用效率的提升，全年原油产量表现强势。根据 EIA，2023 年美国原油产量自 7 月底起实现快速增长，到年底最高达 1330 万桶/日，连续 9 个月超越公共卫生事件前原油产量水平，并创下近五年历史新高。分产区看，Permian 产区是美国页岩油产量增量的主要来源。然而，随着 DUC 库存的持续消耗以及钻机数量的接连下滑，Permian 产量的同比增速也在逐步下降。

图表 35：2019 年以来美国原油产量变化



来源：Wind、中泰证券研究所（注：阴影区域表示 2019 年以来美国原油产量区间）

图表 36：2023 年以来美国七大产油地产量同比

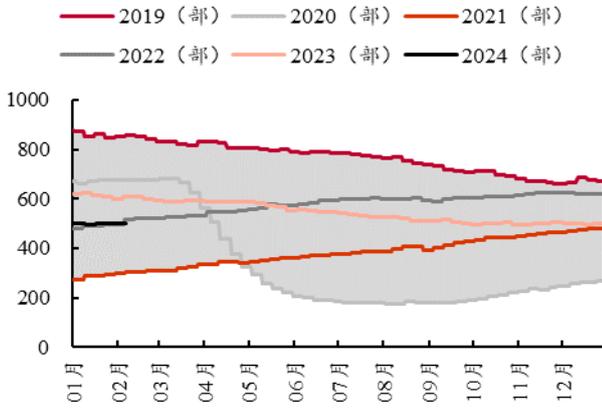


来源：EIA、中泰证券研究所

- **2024 年增量或放缓：**从原油产量的前置指标钻机数量和压裂车队数上看，2023 年前三季度美国钻机数持续下滑，较 2022 年底的峰值相比下降约 125 部。进入四季度，美国原油钻机数量见底后逐步企稳，基本保持在 500 部。压裂车队数量自 2023 年 12 月起下滑明显，单月降幅约 40 支。2024 年以来，钻机数量仍维持在 500 部附近，压裂车队数较 2023 年年底略有增长，但仍处历史低位。受高利率宏观环境影响，美国页岩油企生产成本逐年提升。根据 Dallasfed，2023 年，北美主要页岩油产地 Permian 产区和 Eagle Ford 产地的新井开采成本均出现不同程度的

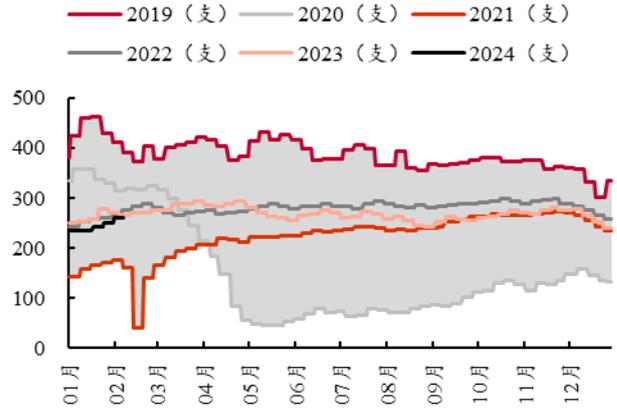
抬升，进一步抑制上游油气企业资本开支，进而挤压当地原油产量增长。单井产油效率提升下的原油增量幅度预计也会受到一定程度的挤压，整体看，美国 2024 年原油产量增长基本确定但增量空间较 2023 年相比预计会有所收窄。

图表 37: 2019 年以来美国原油钻机数量变化



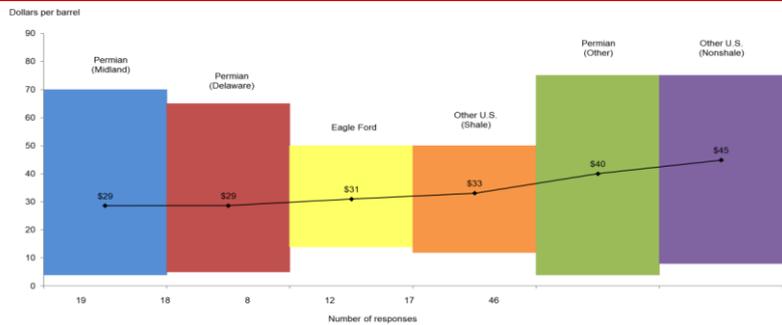
来源：Wind、中泰证券研究所（注：阴影区域表示 2019 年以来美国原油钻机数量区间）

图表 38: 2019 年以来北美压裂车队数变化



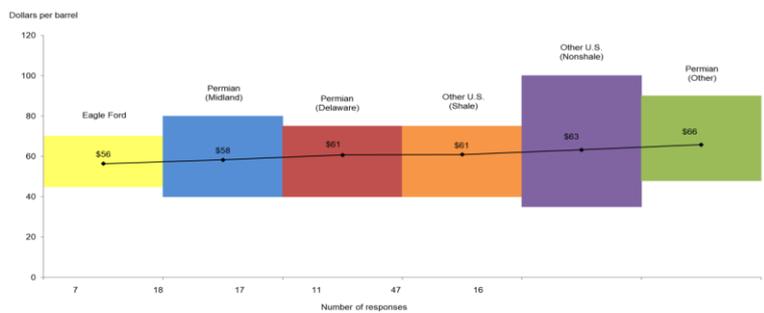
来源：Wind、中泰证券研究所（注：阴影区域表示 2019 年以来北美压裂车队数量变化区间）

图表 39: 美国现有油井关井价格



来源：Federal Reserve Bank of Dallas、中泰证券研究所

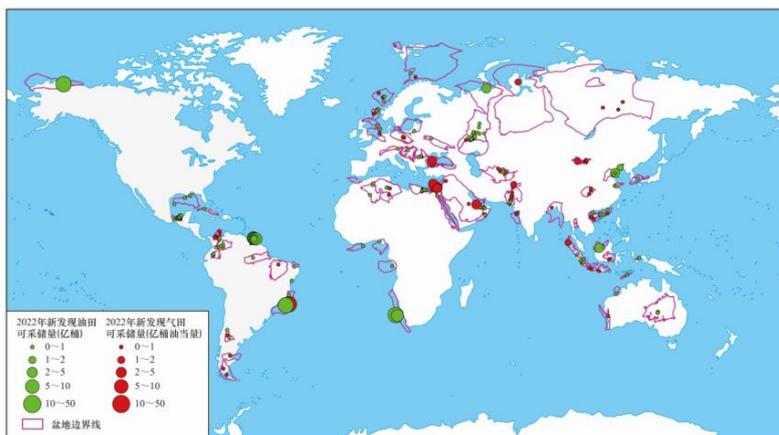
图表 40: 美国新增油井盈亏平衡价格



来源：Federal Reserve Bank of Dallas、中泰证券研究所

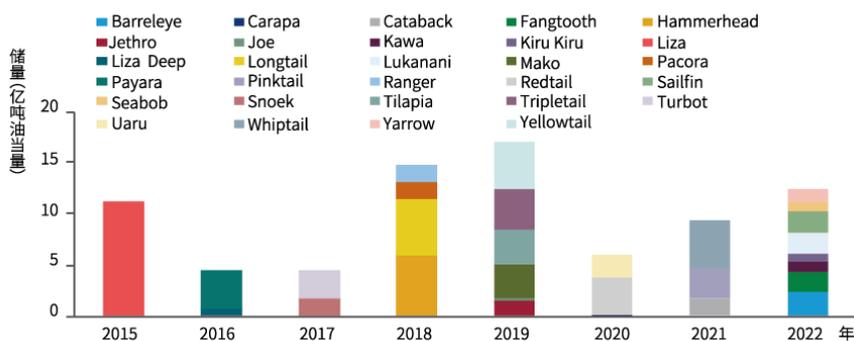
- **2) 南美或成为非 OPEC+供应的主要增长来源。**
- **海上油田开采重启，低碳成本优势共振。** 不同于常规油田的开采，海上油田的勘探周期更长、投资成本和技术难度要求更高。过去几年间，受公共卫生事件影响，大量海上钻井巨头遭受重创，项目延期率明显增加。随着疫情带来的影响逐步减退，海上油田凭借更强的成本和清洁优势，成为美洲甚至全球原油供给增量的重要组成部分。根据《全球油气勘探开发形势及油公司动态（2023年）》，在2022年全球新发现的31个常规大-中型油气田中，有21个集中分布于深水-超深水领域。从地理区位上看，美洲地区位居前列，新发现的常规油气可采储量约14.22亿吨油当量，主要来自圭亚那盆地、坎波斯盆地、阿拉斯加北坡盆地和苏瑞斯特盆地。其中，圭亚那盆地新发现油气可采储量6.83亿吨油当量，约占美洲地区总量的48.1%。

图表 41：2022 年全球新发现油气田分布图



来源：《全球油气勘探开发形势及油公司动态（2023年）》、中泰证券研究所

图表 42：2015-2022 年圭亚那斯塔布鲁克区块油气发现

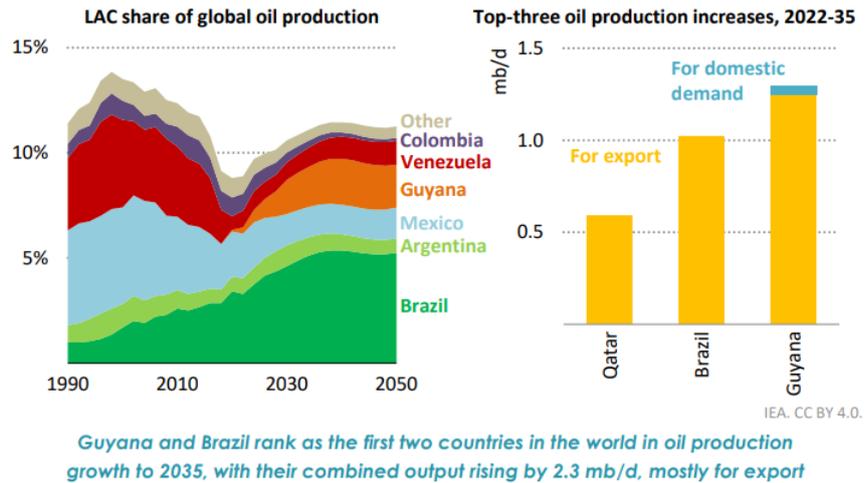


来源：Wood Mackenzie、国际石油经济、中泰证券研究所

- **低成本：**根据国际石油经济，以圭亚那斯塔布鲁克区块为例，Liza 一期开发的盈亏平衡点 35 美元/桶，随 Liza 二期达峰，盈亏平衡点将降至 25 美元/桶。对于即将投产的 Payara 和 Yellowtail 项目，预计分别在 32 和 29 美元/桶实现盈亏平衡，显著低于美国常规油田新井开采成本。
- **高增量：**根据 IEA，圭亚那和巴西将是未来全球原油增量的主要来源，到 2035 年，两地原油日产量增量较 2022 年相比增量分别为 130 和 100

万桶。具体看，巴西原油开采主要由 Petrobras 主导，增量贡献主要源于 FSCO 装置，预计 2024-2028 年间还将新增 14 套 FPSO 装置（10 套装置已签署合同）。对于圭亚那，当地目前石油产量已接近 40 万桶/日。根据国际石油经济，截至 2022 年底，仅斯塔布鲁克区块已获得累计超 30 个新油田发现。根据埃克森美孚的预测，到 2027 年该区块原油产量有望达到 120 万桶/日。

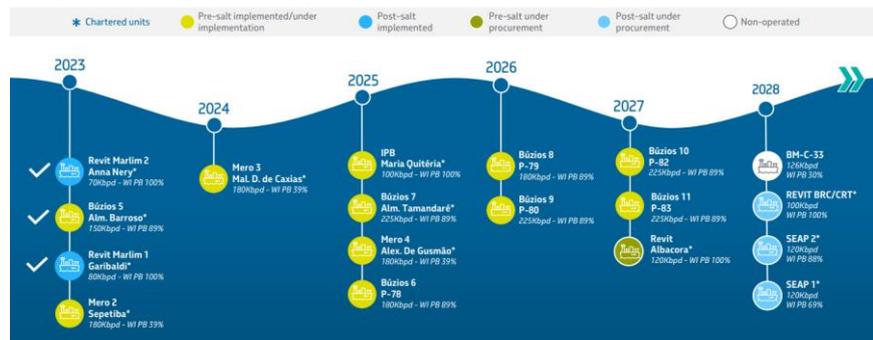
图表 43：圭亚那和巴西是全球原油主要增量国



来源：IEA、中泰证券研究所

图表 44：2024-2028 年巴西预计还将新增 14 套 FPSO 装置

We will add 14 FPSOs in the 2024-2028 period, 10 of which already contracted



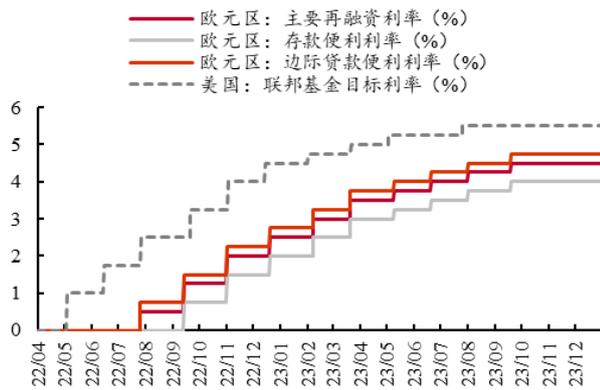
来源：Petrobras、中泰证券研究所

■ 稳需求：美国缓增、欧洲衰退、国内复苏

（一）海外：高利率环境+新能源转型，美欧需求动能仍旧不足

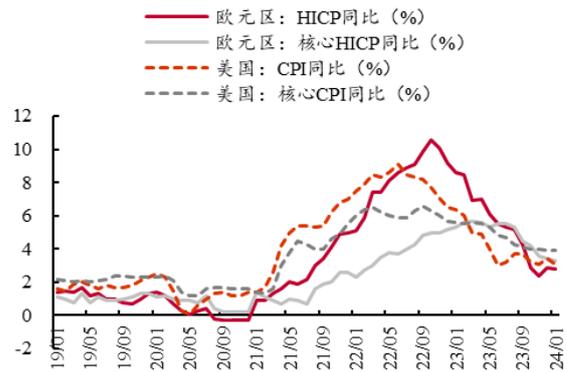
- 进入货币周期后半程，美欧衰退预期仍存。自 2022 年 3 月起，欧元区和美国同步开启加息周期，分别完成 10 轮（累计 450bp）和 11 轮（累计 525bp）的加息。通胀表现上看，尽管 2024 年 1 月欧美通胀数据均超预期，但整体延续 2023 年以来的回落趋势。根据 Wind，1 月美国 CPI 和欧元区 HICP 同比分别为 3.1% 和 2.8%，环比上月-0.30pct 和-0.10pct，较 2023 年初-3.30pct 和-5.80pct。PMI 指数上看，2023 年美国制造业 PMI 基本位于荣枯线下。欧元区走弱更为明显，自 2023 年 5 月起连续 8 个月低于 45。2024 年 1 月，欧美制造业 PMI 分别为 46.6 和 50.7。

图表 45: 2022 年以来欧美连续多轮加息



来源：Wind、中泰证券研究所

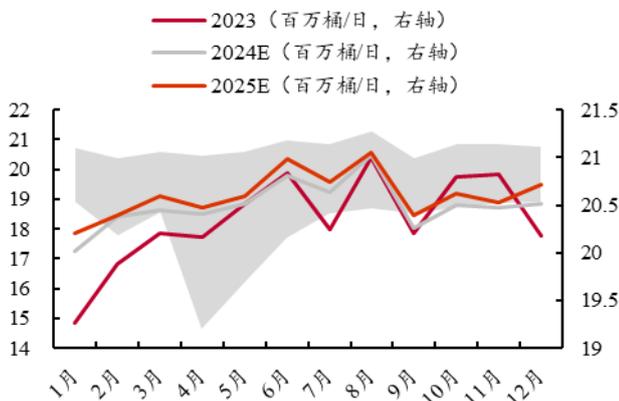
图表 46: 欧美通胀表现整体回落



来源：Wind、中泰证券研究所

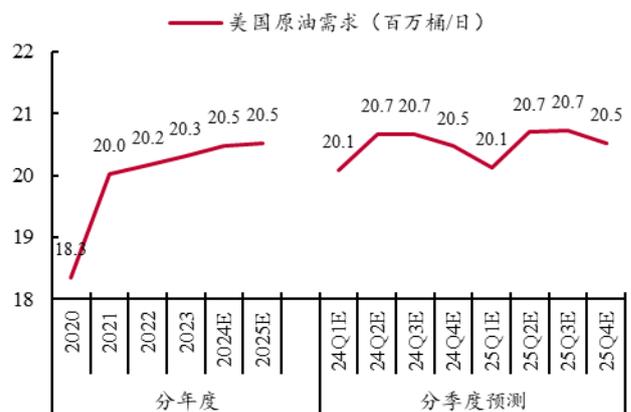
- **美国：软着陆可能性增强，能源转型压制需求。**美联储 12 月公开纪要表示，当前政策利率或已见顶。软着陆预期增强下，预计 2024 年上半年美国原油存量需求有望维持，下半年随货币政策紧缩以及滞后性的进一步显现，叠加新能源渗透率的不断提升，预计原油需求将出现较为明显的放缓。EIA 和 OPEC 两大机构 2024 年 2 月的预测数据基本趋同，分别预计 2024 年美国原油需求总量分别为 20.50 和 20.48 百万桶/日，同比+15 和+18 万桶/日，较前值-6 和+7 万桶/日。我们判断，2024 年美国当地原油需求有望维持低基数增长，增量大小需关注美联储降息的具体时间和频次以及当地制造业的修复程度等。

图表 47: EIA 对美国原油需求的预测



来源：EIA、中泰证券研究所 (注：①美国需求数据为 U.S.(50 States)和 U.S.Territories 的合计值；②阴影区域为左轴数据，表示 2019-2025E 美国产量最大最小值的范围区间)

图表 48: OPEC 对美国原油需求的预测

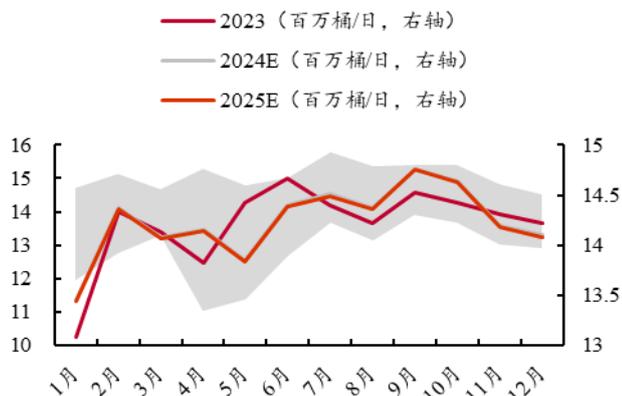


来源：OPEC、中泰证券研究所

- **欧洲：制造业表现仍疲软，需求短期难有增长。**根据欧盟委员会冬季经济预测报告，受高通胀影响，2024 年经济增速或继续放缓，预计 2024 年欧盟和欧元区经济增长率分别为 0.9%和 0.8%，较前值相比均下调 0.40pct。经济表现持续低迷叠加欧元区政府维持鹰派论调，即便 2024 年欧央行态度由鹰转鸽且降息，政策落地实施尚需传导时间，短期内认为当地原油需求大幅提升的可能性不大。EIA 和 OPEC 在 2024 年 2 月的预测中

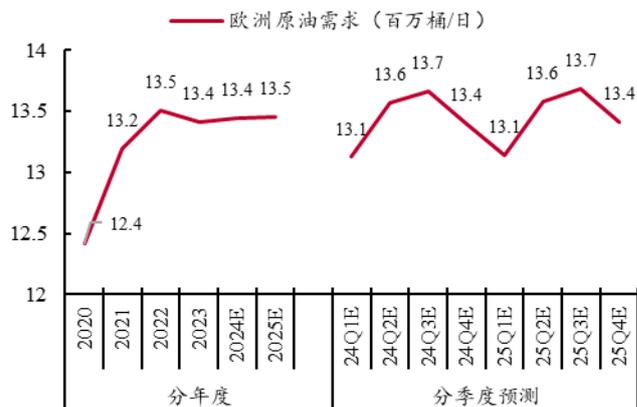
继续保持谨慎悲观态度，预计 2024 年欧元区原油需求分别为 14.24 和 13.44 百万桶/日，同比均+3 万桶/日，较前值持平-3 万桶/日。我们认为，欧央行转鸽的时间及降息后对经济的影响或成为影响其原油需求的关键变量。

图表 49: EIA 对欧元区原油需求的预测



来源: EIA、中泰证券研究所 (注: ①美国需求数据为 U.S.(50 States)和 U.S.Territories 的合计值; ②阴影区域为左轴数据, 表示 2019-2025E 欧元区产量最大最小值的范围区间)

图表 50: OPEC 对欧元区原油需求的预测

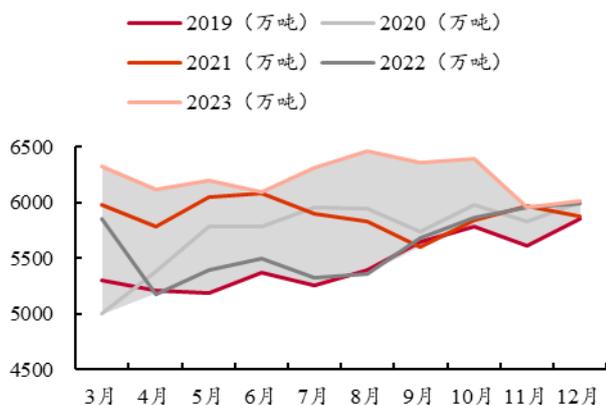


来源: OPEC、中泰证券研究所

(二) 国内: 2023 年快速修复, 2024 年增速趋缓

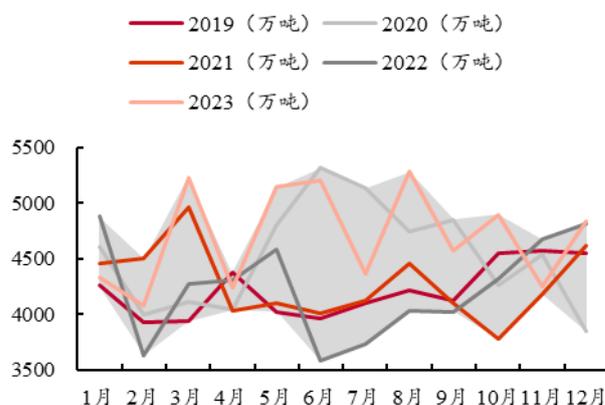
- 2023 年: 国内原油消费显著增长。**随着疫情影响转淡, 国内经济逐步恢复下用油需求量出现显著增长。根据 Wind, 2023 年国内累计加工原油 6.22 亿吨, 同比+10.9%, 较 2019 年公共卫生事件前相比+13.9%。全年累计进口原油 5.64 亿吨, 同比+11.0%, 较 2019 年公共卫生事件前相比+11.5%。终端消费上看, 2023 年国内汽油、柴油和煤油产量的累计值分别为 1.61、2.17 和 0.50 亿吨, 同比+10.1%、+13.3%和+68.3%。与此同时, 除需求端增量外, 2023 年新增的成品油出口配额同样提供了额外的炼油需求。根据金联创, 2023 年国内成品油出口配额累计下发 3999 万吨, 相较 2022 年全年总量增加 274 万吨。

图表 51: 2019 年以来国内原油加工量变化



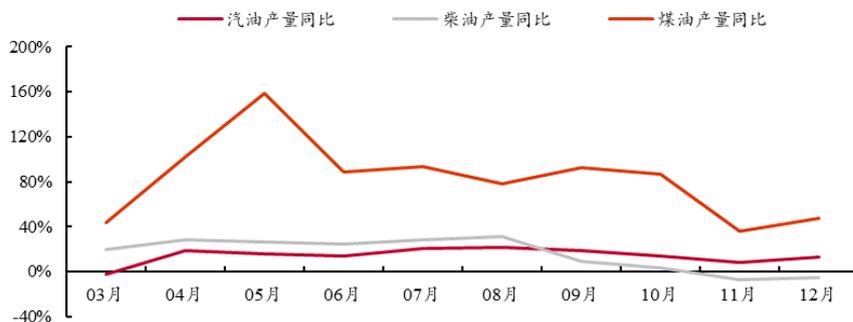
来源: Wind、中泰证券研究所 (注: 阴影区域表示 2019 年以来国内原油加工量变化区间)

图表 52: 2019 年以来国内原油进口量变化



来源: Wind、中泰证券研究所 (注: 阴影区域表示 2019 年以来国内原油进口量变化区间)

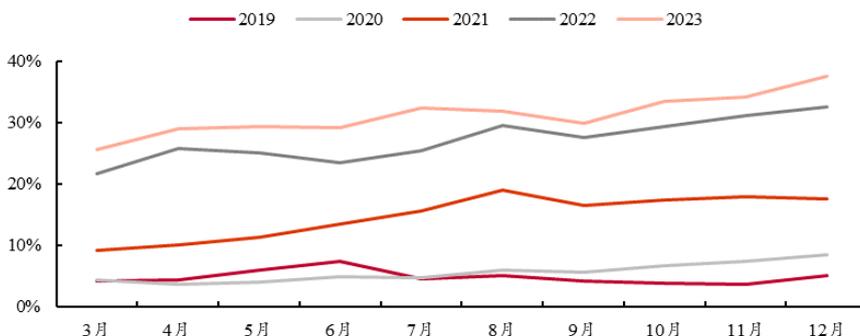
图表 53：2023 年国内汽柴煤油产量同比变化



来源：Wind、中泰证券研究所

- 2024 年：预计原油需求增速放缓。**在国内经济稳步恢复的背景下，预计原油的消费量有望继续维持增长态势。但从增速上看，一方面，能源转型下，国内新能源车渗透率已由 2021 年底的 17.6% 提升至 2023 年 12 月的 37.5%。在新能源汽车占比不断的提升背景下，传统汽车对于汽油用量的贡献将出现不可逆地减少。另一方面，2022 年低基数效应不再体现且疫后需求的大幅提升也已在 2023 年基本兑现。由此我们预计，2024 年我国原油需求有望进一步增长，但增速上看，会出现一定程度的放缓。

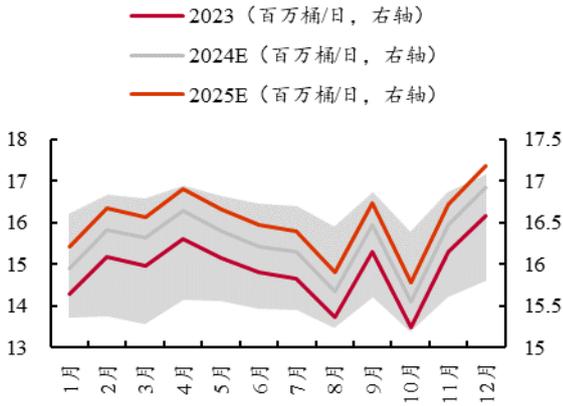
图表 54：2019 年以来国内新能源车产量渗透率变化



来源：Wind、中泰证券研究所

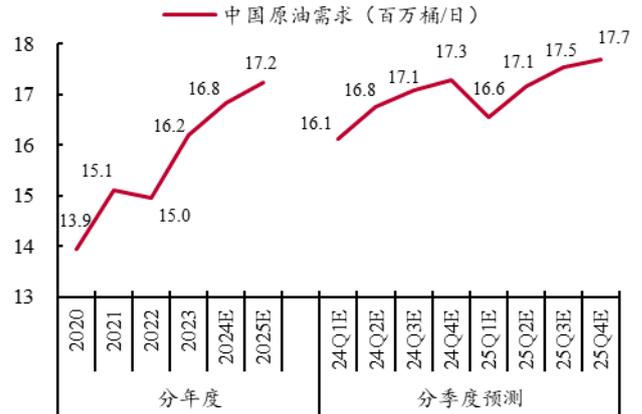
- EIA 和 OPEC 均维持谨慎乐观态度。**根据 EIA 和 OPEC 两大机构 2024 年 2 月最新预测数据显示，预计 2024 年国内原油总消费量分别为 16.27 和 16.82 百万桶/日，较 2023 年全年消费量分别增长 33 和 63 万桶/日，相较前预测值分别持平和+4 万桶/日。然而从需求增速上看，EIA 预测 2023-2025 年国内需求增速分别为 5.2%、2.1%、1.5%；OPEC 预测 2023-2025 年我国原油需求增速分别为 8.0%、3.9%、2.4%，均有显著的放缓迹象。

图表 55: EIA 对中国原油需求的预测



来源: EIA、中泰证券研究所(注: 阴影区域为左轴数据, 表示 2019-2025E 中国产量最大最小值的范围区间)

图表 56: OPEC 对中国原油需求的预测



来源: OPEC、中泰证券研究所

■ 紧平衡: 供需博弈持续, 油价偏强震荡

- **1) EIA: 同步下调供需预测, 维持一贯谨慎态度。**根据 EIA 机构 2 月最新预测数据, 2024 年全球原油供需分别为 102.30 和 102.42 百万桶/日, 较 1 月预测值相比均-4 万桶/日。分季度看, 全球原油整体供需由紧向松, 除 2024Q1 存 80 万桶/日的缺口外(较前预测值相比缺口缩小 1 万桶/日), 自 2024Q2 起, 单季度供需差分别为 15/11/8 万桶/日, 较 1 月预测值相比分别持平/-2/+4 万桶/日。**供给方面**, OPEC+ 现有产量目标将于 2024 年年底到期, 因此预测 2025 年有望带来 70 万桶/日的增量, 非 OPEC 国家(以美国、加拿大、巴西和圭亚那为代表)预计 2025 年原油产量增量为 120 万桶/日。**需求方面**, 全球原油消费量增集中在中国和印度, 预计 2024 和 2025 年的增量分别为 60 和 50 万桶/日。**油价方面**, EIA 最新 2 月预测数据与上月保持一致, 预计 2024/2025 年 Brent 油价分别为 82/79 美元/桶, 其中 2024 年的油价预测值较 2023 年 12 月相比下调 1 美元/桶。
- **2) IEA: 1 月供应同比骤降, 供需整体增速放缓。****供给方面**, 受 OPEC+ 深化减产叠加北美停产影响, 2024 年 1 月全球原油供应同比大幅下滑 140 万桶/日。展望 2024 年, 美国、巴西、圭亚那和加拿大仍将主导原油攻击增长, 预计非 OPEC+ 国家 2024 年供应量将增加 160 万桶/日, 较 2023 年相比放缓约 80 万桶/日。**需求方面**, IEA 认为当前全球需求增长正逐步失去动力, 数据上看, 原油需求年增长率已由 2023Q3 的 280 万桶/日下降至 2023Q4 的 180 万桶/日, 主要受国内原油需求的急剧下降所致。预计 2024 年全球原油需求的扩张速度将进一步放缓至 120 万桶/日。其中, 中国、印度和巴西仍将主导增长。
- **3) OPEC: 下调原油供给预测, 需求预测维持不变。****供给方面**, OPEC 在 2 月月报中下调对非 OPEC 国家液体原油产量的预测, 新预测值为 120 万桶/日, 较前值相比下调 10 万桶/日; 对 2025 年的预测值仍为 130 万桶/日。美国、巴西、加拿大、挪威、哈萨克斯坦和圭亚那将主导全球原油供给增量。**需求方面**, OPEC 认为 2024-2025 年全球原油需求增量仍为 220 和 180 万桶/日, 与前值持平。鉴于美国经济预期的改善, 对美国当地原油需求量略有上调, 抵消 OPEC 成员国中欧洲国家预测值的

下调影响。预计 2024-2025 年 OPEC 成员国的需求增量分别约 30 和 10 万桶/日，非 OPEC 原油需求增量约 200 和 170 万桶/日。

- 综合看，三大机构一致认为 2024 年全球原油供需增速均有所放缓，供给端增量主要来自美国、加拿大、巴西和圭亚那，而中国和印度则将主导全球原油需求增量。油价变化的关键在于欧美宏观环境对需求端冲击力度及 OPEC+ 实际减产力度的强弱。

图表 57: EIA、OPEC 全球原油供需平衡预测

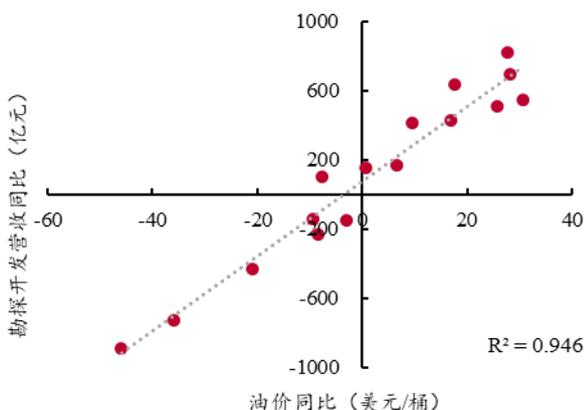
单位: 百万桶/日	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2023	2024	2025	2024年-2023年	2025年-2024年
EIA									
全球供给 (24/02E)	101.18	102.27	102.88	102.87	101.75	102.30	104.17	0.55	1.87
全球需求 (24/02E)	101.98	102.12	102.77	102.79	101.00	102.42	103.71	1.42	1.29
供给-需求 (24/02E)	-0.80	0.15	0.11	0.08	0.75	-0.12	0.46	-0.87	0.58
供给-需求 (24/01E)	-0.81	0.15	0.13	0.04	0.66	-0.12	0.28	-0.78	0.40
供给-需求 (23/12E)	-0.80	0.03	0.06	0.12	0.62	-0.15		-0.77	
供需差环比变化	0.01	0.00	-0.02	0.04	0.09	0.00		-0.09	0.18
OPEC									
全球需求 (24/02E)	103.32	103.91	104.88	105.47	102.16	104.40	106.25	2.25	1.85
全球需求 (24/01E)	103.32	103.92	104.89	105.29	102.11	104.36	106.21	2.25	1.85
全球需求 (23/12E)	103.60	103.64	104.80	105.38	102.11	104.36		2.25	
需求预测月环比变化	0.00	-0.01	-0.01	0.18	0.05	0.04	0.04	-0.004	-0.003
全球非OPEC供给 (24/02E)	70.06	70.20	70.68	71.24	69.36	70.55	71.82	1.19	1.27
全球非OPEC供给 (24/01E)	69.96	70.00	70.52	71.10	69.06	70.40	71.67	1.34	1.27
全球非OPEC供给 (23/12E)	68.42	68.59	69.12	69.70	67.59	68.96		1.37	
供给预测月环比变化	0.10	0.20	0.16	0.14	0.30	0.15	0.15	-0.15	0.00
Call on OPEC (24/02E)	27.80	28.21	28.73	28.77	27.39	28.38	28.85	0.99	0.47
Call on OPEC (24/01E)	27.91	28.41	28.91	28.72	27.65	28.49	28.96	0.84	0.47
Call on OPEC (23/12E)	29.68	29.51	30.19	30.18	29.08	29.89		0.81	
Call on OPEC月环比变化	-0.11	-0.20	-0.18	0.05	-0.26	-0.11	-0.11	0.15	0.00

来源: EIA、OPEC、中泰证券研究所

2.3 勘探开发：增储上产能源保供，油价高位支撑盈利

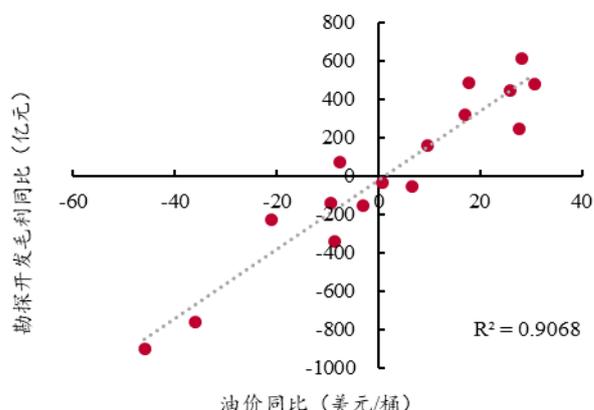
- 油价可解释大部分盈利变化。**从 2007 年至 2022 年的数据上看，公司勘探与开发业务营收同比和毛利同比均与 Brent 油价同比高度相关，相关性系数高达 0.97 和 0.95；从简单线性回归方程结果上看，桶油价格同比每上升 1 美元时，公司营收平均同比预计将上升 96 亿元且模型的 R-Square 指标为 0.95，反映出油价的变化基本可完全演绎勘探开发营收的变动情况；从毛利变化上看，R-Square 值同样位于 0.90 以上，说明公司上游勘探与开发业务的利润水平基本由油价决定。根据我们对油价的判断，中高位偏强震荡下，预计公司整体上游勘探开发板块盈利可期。

图表 58：油价变动与公司上游营收同比强正相关



来源：Wind、中泰证券研究所

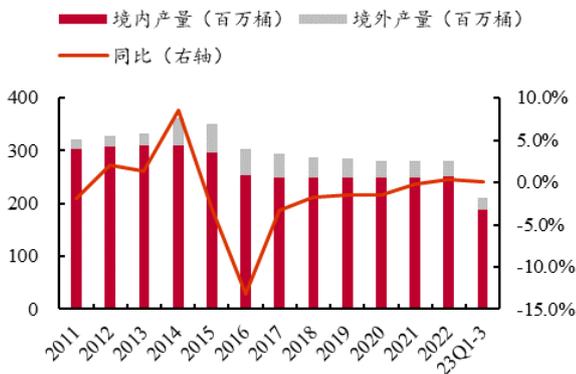
图表 59：油价变动与公司上游毛利同比强正相关



来源：Wind、中泰证券研究所

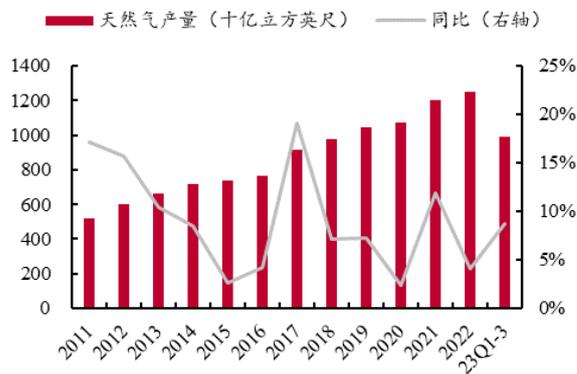
- 产量稳增但对盈利影响较弱。**国家能源安全自主可控背景下，公司增储上产推动产量稳步增加。原油方面，2023 年前三季度公司境内外合计原油产量 210.59 百万桶，同比+0.1%。天然气方面，2023 年前三季度公司天然气累计产量 992.98 十亿立方英尺，同比+8.7%，2011-2022 年 CAGR 约 8.3%。然而，从公司原油产量同比表现与上游板块整体毛利同比的相关性上看，二者间相关系数仅 0.23，显著低于油价波动对公司利润增长的影响。

图表 60：七年行动指引下，公司原油产量稳增



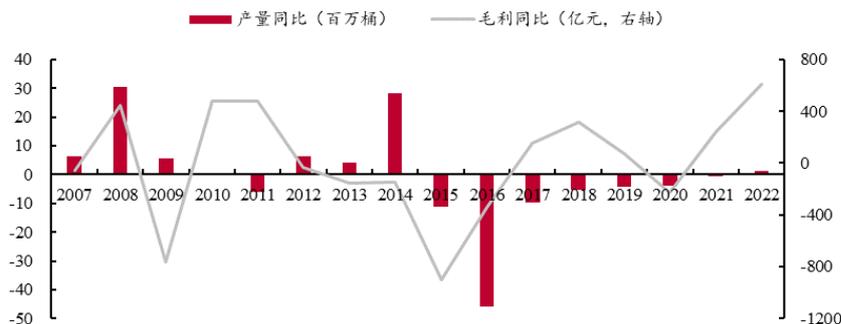
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 61：七年行动指引下，公司天然气产量高增



来源：Wind、中泰证券研究所

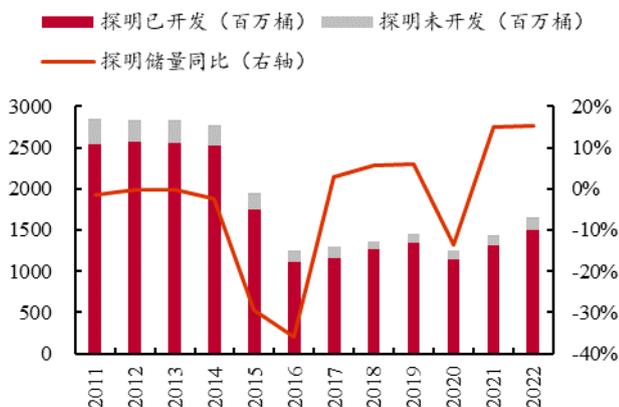
图表 62：油价变动与公司原油产量同比相关性较小



来源：Wind、中泰证券研究所

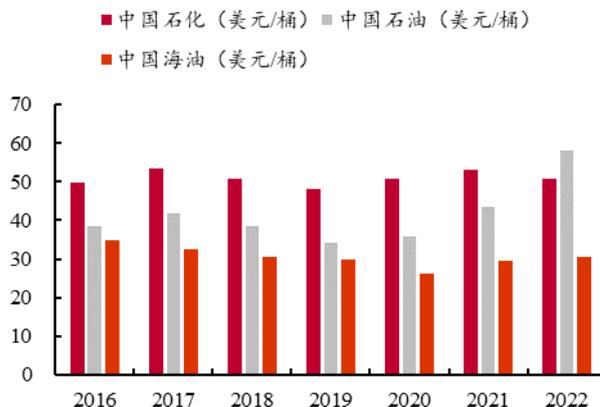
- **实际桶油成本有望逐步下降。**对于勘探开发板块盈利，除受油价影响外，桶油成本也将产生重要作用。一般情况下，桶油成本主要包括折旧、折耗及摊销（DD&A），作业费，弃置费，石油特别收益金等。其中，DD&A 与公司探明已开发储量呈负相关。根据公告，2022 年公司原油探明储量 19.62 亿桶，同比+12.2%。桶油成本上看，在 2022 年国内另“两桶油”成本均出现不同程度上行背景下，公司桶油成本于油价高位阶段逆势下降。往后看，随增储上产持续深化，叠加技术赋能下的新油田开发数量提升，公司桶油成本有望继续实现下降。

图表 63：近两年公司原油探明储量持续性增长



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 64：增储上产推动下，公司桶油成本有望下行

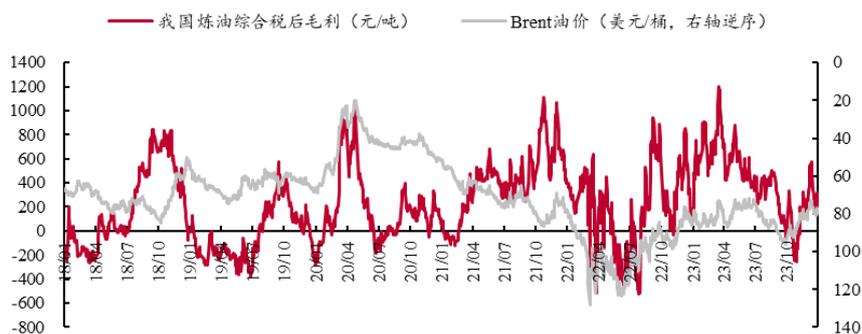


来源：Wind、中泰证券研究所（注：不同企业的桶油成本计算口径有所差异：中国石化主要包括折旧、折耗及摊销，勘探费用，销售、一般及管理费用，所得税以外的税金等；中国石油包括折旧折耗及摊销，勘探费用，销售、一般性和管理费用，除所得税以外的其他税赋等；中国海油主要包括作业费用，折旧、折耗及摊销，弃置费，销售及管理费用，除所得税以外的其他税金等）

2.4 炼油业务：中高油价保障盈利，能源革命显稀缺性

- **油价波动影响炼厂成本和利润。**原油作为炼油的重要原料，历史数据上看，Brent 油价与国内炼油综合利润间存在明显的负相关性。2020 年受公共卫生事件影响，需求极端下滑下油价跌至 20 美元/桶以下时，国内原油炼油综合毛利升至高位时的 1000 元/吨以上。相比之下，在 2022 年初俄乌地缘冲突背景下引起的原油价格飙涨至最高近 130 美元/桶时，国内炼油装置税后利润则跌至-500 元/吨的水平。

图表 65：国内炼厂利润变动与油价波动呈负相关



来源：Wind、卓创资讯、中泰证券研究所

- **成品油定价机制决定炼油厂利润。**2016 年 1 月，国家发改委颁布《石油价格管理办法》。根据价格制定与调整要求，当国际市场油价高于每桶 40 美元低于 80 美元（含）时，按正常加工利润率计算成品油价格。不同的是，对炼厂而言，在油价低于 40 美元/桶（含）时触发地板价机制，一律按原油价格 40 美元/桶、正常加工利润率计算成品油价格。而在原油价格高于 80 美元/桶时，则开始扣减加工利润率直至为零；当油价超过 130 美元/桶（含）时，国家发改委将采取适当的财税政策以保证成品油生产和供应，汽、柴油价格原则上不提或少提。

图表 66：我国成品油价格制定与调整机制（美元/桶）

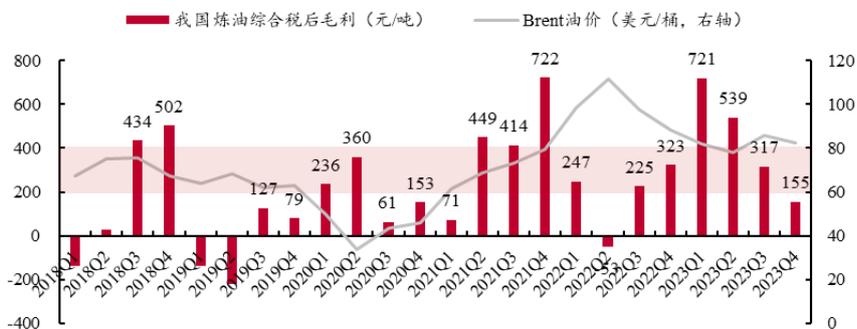
国际油价	成品油价格形成机制
油价 ≤ 40	按原油价格每桶 40 美元、正常加工利润率计算（地板价）
40 < 油价 ≤ 80	按正常加工利润率计算
80 < 油价 ≤ 130	开始扣减加工利润率，直至按加工零利润计算
油价 ≥ 130	按照兼顾生产者、消费者利益，保持国民经济平稳运行的原则，采取适当财税政策保证成品油生产和供应，汽、柴油价格原则上不提或少提

来源：国家发改委、中泰证券研究所

- **60-80 美元油价下炼厂盈利良好。**我们复盘了 2018Q1-2023Q4 国内炼厂炼油税后毛利与 Brent 油价的相关性。在油价高位运行且处在上行通道期间（如 2022Q1-2 对应国际油价分别为 99/112 美元/桶），炼厂炼油利润下滑明显，2021Q4-2022Q2 单季度国内炼厂炼油装置综合税后毛利分别为 722/247/-53 元/吨。而随着油价的见顶回落，结合国内成品油定价机制看，特别是在油价位于 40-80 美元/桶区间且处于下行通道时，炼厂盈利提振明显，如 2020Q1-2020Q2 以及 2022Q3-2023Q2，对应两

阶段内国内炼厂原油炼油综合税后装置毛利分别为 236/360 元/吨和 225/323/721/539 元/吨。而从行业炼油厂整体盈利表现上看，油价运行在 60-80 美元/桶时，对应国内炼厂炼油综合税后毛利相对较高。

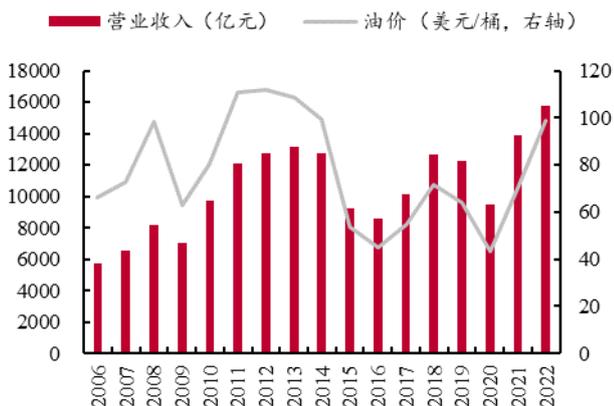
图表 67：桶油 60-80 美金，利好炼油行业盈利



来源：Wind、卓创资讯、中泰证券研究所

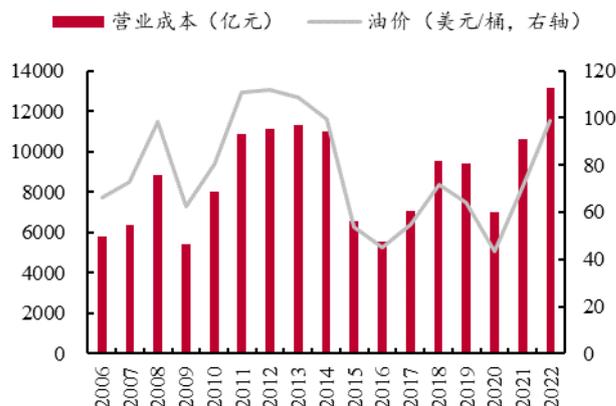
- 炼油业务与油价波动深度挂钩。**复盘 2006-2022 年 Brent 油价与公司炼油营收、成本、毛利和毛利率表现的相关性，若以上轮油价低点时的 2016 年为起点，从炼油业绩表现上看，2016-2022 年间油价与营收、成本的正相关性分别高达 96.3% 和 96.2%，反映出尽管公司炼油业务营收会随油价上行而提升，但随着油价的走高，原料价格上涨下对应公司炼油业务成本也会显著抬升。对应到盈利能力上，2016-2022 年油价与炼油业务毛利率的负相关性达 84.8%，这也说明了过高的油价会相应压制炼油业务的利润水平，而在油价处于 40-80 美元/桶时，公司炼油业务的毛利率水平可达到 20% 以上。相较行业整体，公司炼厂对油价波动的容忍度更高，体现出企业的强盈利抗风险能力。

图表 68：油价变动与公司营业收入呈正相关



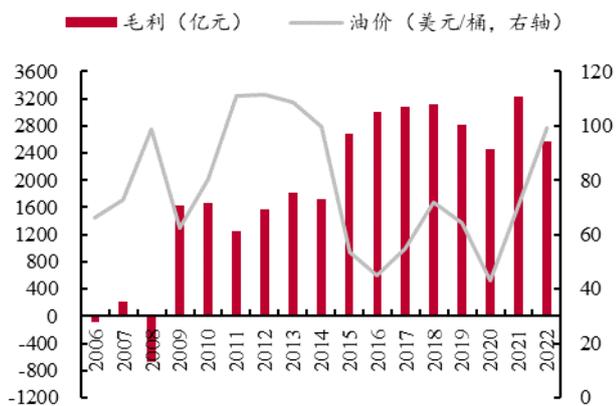
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 69：油价变动与公司营业成本呈正相关



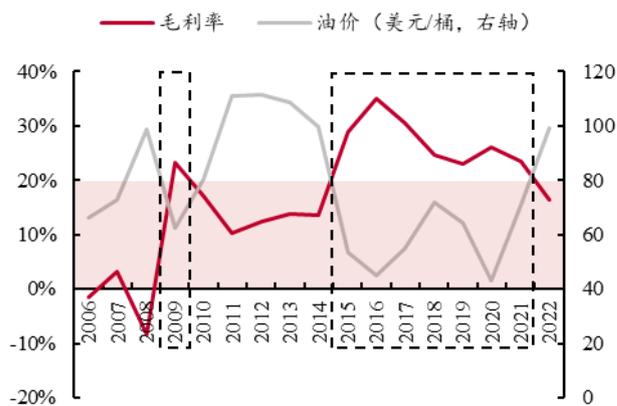
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 70: 油价变动与炼油业务毛利的相关性表现



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 71: 桶油 40-80 美金, 利好公司炼油盈利 (%)



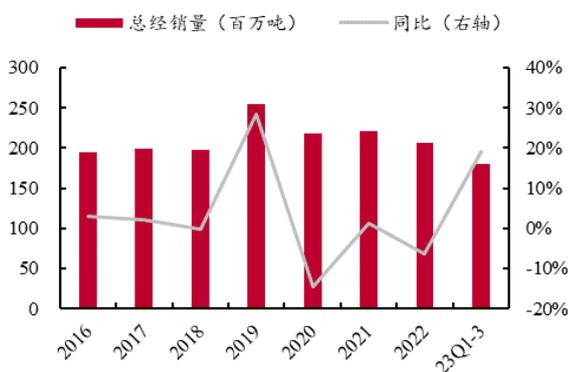
来源: Wind、中泰证券研究所

- 供需错配下利好炼厂利润抬升。**根据《2030 年前碳达峰行动方案》，到 2025 年国内原油一次加工能力需控制在 10 亿吨以内。根据中国化工报，2022 年国内总炼油能力已达 9.37 亿吨，几近产能天花板。与此同时，能源革命驱动海外炼能同步加速出清；经济复苏大环境下，成品油消费有望实现增长。稳定生产下，成品油裂解价差反映炼油毛利。往后看，全球炼油供需错配+油价中高位震荡，成品油裂解价差有望维持在较高水平，利好公司炼油盈利维稳。

2.5 营销分销：经销量增批零增扩，加油站布局网络化

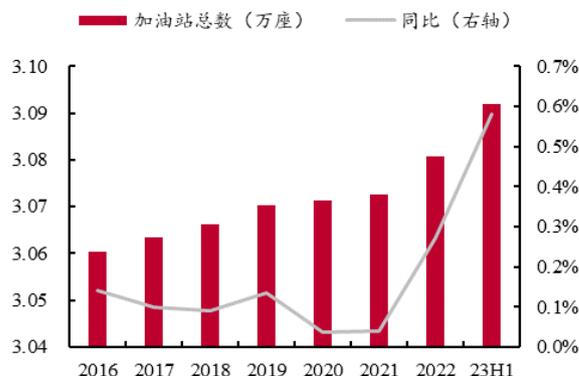
- 把握机遇拓市扩销，经销同比大幅提升。**进入 2023 年，政策优化调整带动国内用油需求快速恢复。公司作为国内最大的成品油供应商，依托完善的成品油销售网络，全力拓市扩销，根据业绩发布材料，2023 年前三季度公司成品油总经销量 1.81 亿吨，同比+19.1%；成品油销售营业利润 241.2 亿元，同比+10.9%。加油站作为油品销售的终端环节，根据卓创资讯，2023 年公司加油站数量占比约 26.2%，位居国内第一。考虑到新建加油站面临较高的资金成本壁垒且需经多方部门审批，其他企业难以在短时间内形成完整的网络布局，公司规模、成本、市场优势显著。

图表 72：公司 23Q1-3 成品油总经销同比+19.1%



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 73：公司加油站总数国内第一、全球第二



来源：Wind、中泰证券研究所

- 国内成品油定价遵从政府指导。**2016 年，国家发改委颁布《石油价格管理办法》，从原油价格与成品油的供应价格、批发价格、零售价格四个维度明确国内石油价格定价机制。其中，原油价格采用市场调节价，成品油价格分情况实行政府指导价和政府定价。从实际定价策略上看，成品油供应、批发价格因批发市场及上游炼化市场竞争激烈，实际定价远低于政府最高指导价格；零售价主要参考公司和中国石油的加油站挂牌价。

图表 74：全球成品油定价的三种模式

定价模式	代表性国家	特点
完全市场化	美国等发达国家	政府不直接干预市场，只起到监管不公平竞争等行为的作用
半市场化模式	日本、韩国、中国等	既有部分市场化成分，也有政府管控的成分
政府定价模式	中东和委内瑞拉等产油大国	一般通过高额的政府补贴来实施低油价政策

来源：中国石油、中泰证券研究所

图表 75：国内石油定价机制

石油类型		定价机制
原油		市场调节价
成品油	汽、柴油零售价格和批发价格，向社会批发企业和铁路、交通等专项用户供应汽、柴油供应价格	政府指导价
	向国家储备和新疆生产建设兵团供应汽、柴油供应价格	政府定价

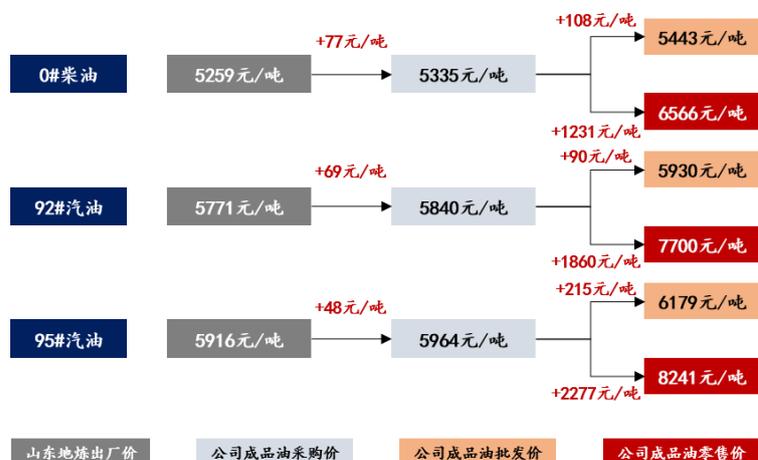
来源：国家发改委、中泰证券研究所

图表 76: 国内成品油批发价、零售价定价调价机制

项目	价格确定方式	企业定价依据	实际定价策略
汽、柴油调价周期	每10个工作日		
汽、柴油调价原则	油价波动 \geq 50元/吨		
汽、柴油调价生效时间	调价发布日24时		
汽、柴油最高零售价	以国际市场原油价格为基础, 考虑国内平均加工成本、税金、合理流通环节费用和适当利润	成品油零售企业在不超过汽、柴油最高零售价格的前提下, 自主制定具体零售价	参考中石油加油站、中石化加油站挂牌价
汽、柴油最高批发价	1、合同约定由供方配送到零售企业的: 按最高零售价格每吨扣减300元确定; 2、合同未规定由供方配送到零售企业的: 在每吨扣减300元的基础上再减运杂费确定	成品油批发企业在不超过汽、柴油最高批发价格的前提下, 与零售企业协商确定具体批发价格	由于批发市场竞争激烈, 成交价格远低于政府最高指导价格
汽、柴油最高供应价	1、对具备国家规定资质的社会批发企业: 按最高零售价格每吨扣减400元确定; 2、对铁路、交通等专项用户: 按全国平均最高零售价格每吨扣减400元确定; 3、对国家储备、新疆生产建设兵团: 按全国平均最高零售价格扣减流通环节价差确定	成品油生产经营企业在不超过汽、柴油最高供应价格的前提下, 与社会批发企业/铁路、交通等专项用户协商确定具体供应价格	由于上游炼化市场竞争激烈, 成交价格远低于政府最高指导价格

来源: 国家发改委、和顺石油招股说明书、中泰证券研究所

- **我们以国内领先的地方性民营成品油批发、零售企业和顺石油为例, 对原油从出厂到批发至零售环节的加价情况进行测算。**
- **采购及批发环节加价幅度较小。**根据和顺石油招股说明书, 从采购环节上看, 2017-2019年山东地炼0#柴油、92#汽油、95#汽油的出厂价均价分别为5259、5771、5916元/吨; 公司各成品油的采购价均价分别为5335、5840、5964元/吨。由此可知, 各成品于采购环节的加价幅度分别为77、69、48元/吨。从批发环节上看, 2017-2019年公司0#柴油、92#汽油、95#汽油的批发价均价分别为5443、5930、6179元/吨, 较采购价相比, 加价幅度分别为108、90、215元/吨。
- **零售是成品油增值的主要环节。**根据和顺石油招股说明书, 从零售环节上看, 2017-2019年公司0#柴油、92#汽油、95#汽油的零售价均价分别为6566、7700、8241元/吨, 较采购价相比, 加价幅度分别为1231、1860、2277元/吨, 显著高于采购和批发环节的加价幅度。由此可见, 零售环节贡献成品油销售的主要利润。

图表 77: 成品油零售环节加价幅度远高于采购和批发环节(2017-2019年)


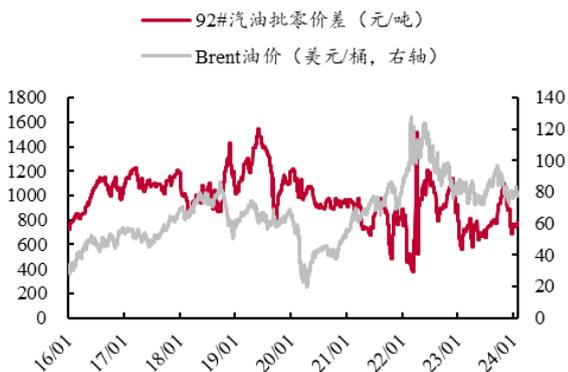
来源: 和顺石油招股说明书、中泰证券研究所

- 原油价格走势与成品油价基本趋同。**根据 Wind，以 92#汽油为例，我们复盘了 2016 年以来 Brent 油价与山东地炼出厂价、批发价和零售价间的相关性。从走势上看，四者价格波动基本一致。从相关系数上看，根据我们的测算，Brent 油价与各类 92#汽油价格的相关系数分别为 0.94、0.95、0.93。我们认为，根据国内成品油价格制定机制，炼厂的加工利润与国际油价直接挂钩，因此炼油厂出厂价与油价的相关性更强。相比之下，根据国家发改委调价机制规定，我国成品油最高零售价的调价周期为每 10 个工作日，相比之下，成品油零售价格波动较炼厂出厂价相比存在一定的滞后性。

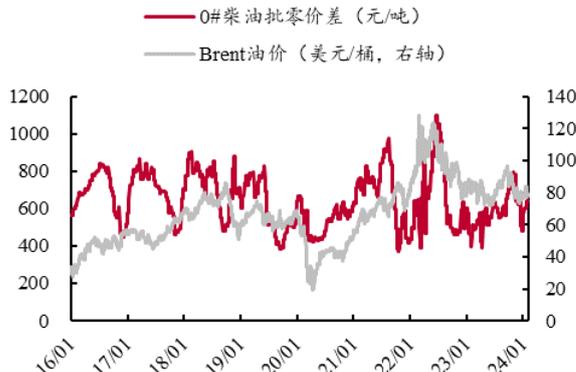
图表 78：92#汽油出厂价、批发价、零售价与油价变化正相关（元/吨）


来源：Wind、中泰证券研究所

- 国际油价趋稳时批零价差相对稳定。**2023 年国内成品油零售价经历 26 次调价，分别为 10 涨 13 跌 3 搁浅。综合看，全年汽油和柴油的最高零售价整体均下调 50 元/吨。在此基础上，根据 Wind，我们分别复盘了 2016 年至今 92#汽油和 0#柴油批零价差与国际油价走势间的相关性。从走势上看，在油价表现相对稳定时，汽/柴油批零价差基本分别维持在 1000/700 元/吨的中枢水平，而在油价出现暴涨或暴跌时，汽柴油批零价差或出现分化（如 2021H1，在国际原油价格步入上行通道期间，国内 92#汽油批零价差整体收窄，但 0#柴油批零价差持续增扩），但不排除二者批零价差同时出现快速冲高（如 2022 年初受俄乌冲突影响国际油价快速提涨，国家发改委随之调高汽柴油最高零售价，带动批零价差最高冲高至 1547/1098 元/吨）。

图表 79：92#汽油批零价差与油价相关性


来源：Wind、中泰证券研究所

图表 80：0#柴油批零价差与油价相关性


来源：Wind、中泰证券研究所

2.6 非油业务：易捷便利店高价值，油气氢电服一体化

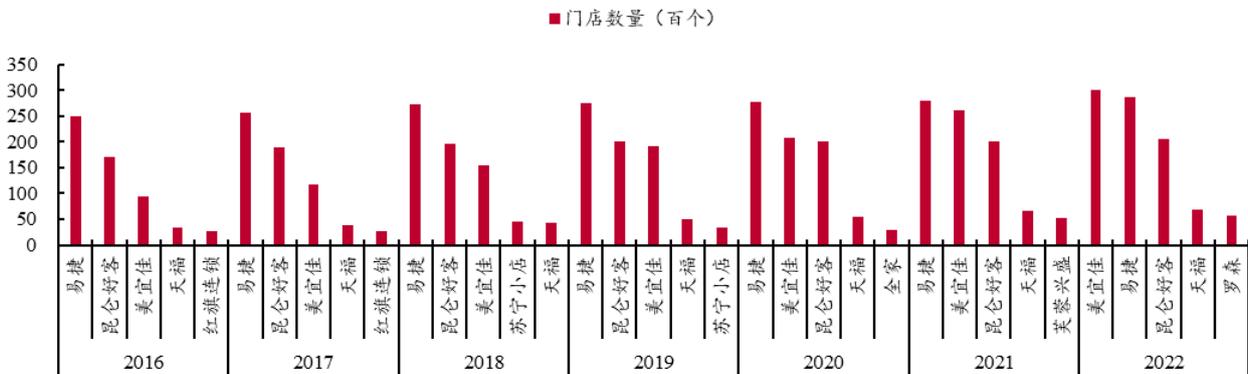
- **擦亮易捷品牌，综合能源转型。**易捷作为公司非油业务的运营主体创立于2008年，随着2014年中石化易捷销售有限公司的成立，非油业务正式迈向市场化、专业化方向。根据中国品牌建设促进会，2023年品牌强度和品牌价值分别达到910和206.97亿元，位列国内零售业榜首。通过探索“互联网+加油站+便利店+第三方”新经济商业模式，持续赋能公司销售企业向“油气氢电服”综合能源服务商转型。

图表 81：易捷便利店加能业务领域丰富



来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 82：2016-2022 年间易捷便利店门店数始终位居行业 TOP2



来源：中国连锁经营协会（CCFA）、中泰证券研究所

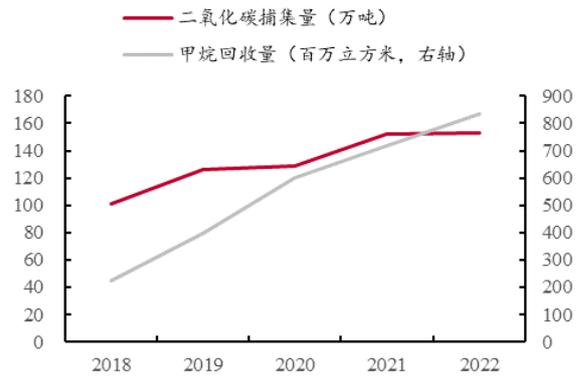
- **打造氢能排头，减碳降本蓄势。**2023年9月，中国石化销售股份有限公司应用技术研究院（销研院）挂牌成立，赋能新能源+传统能源耦合。**1）氢能：**打造“中国第一氢能公司”，2022年合计发展加氢站24座，国内网络占有率率超30%，建设运营量全球第一；外销氢气1735吨，市占率达40%。**2）“光伏+”：**2022年累计发展分布式光伏站1199座（88MW），发电量超5000万千瓦时，单站平均可节约电费约2万元。**3）CCUS：**2022年8月，国内首个百万吨级项目“齐鲁石化-胜利油田百万吨级CCUS项目”正式注气运行，技术引领+集群效应突出。

图表 83: 推动氢能业务站稳行业排头



来源: 公司官网、中泰证券研究所

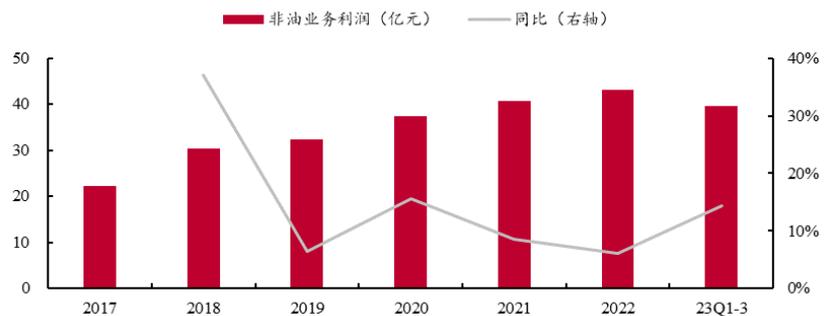
图表 84: 温室气体减排卓有成效



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **非油业务利润稳增, 多维赋能增量可期。**根据业绩发布报告, 2019 年至 2023 年前三季度, 公司非油业务利润增长稳健, 平均增长率约 10%。一方面, 随着国内出行消费的持续复苏, 依附于广阔加油站网络的易捷便利店持续扩大业务规模, 在数量占优的基础上培育孵化自有品牌, 综合发展汽服、餐饮、广告、金融等多种业态, 现已建成加油站汽服网点 9400 余座、拓展餐饮门店 1400 余座、开发广告媒体 15 万块、全渠道会员超 2.5 亿。在此基础上, 公司稳步推进氢能交通建设布局, 已建成的氢提纯及充装设备产能 1.65 万吨/年、2022 年全年供应燃料电池用高纯氢约 1700 吨, 同比增幅高达 244%。随“源网荷储氢”一体化项目的持续推进, 公司新能源开发利用有望打造全新利润增长点, 赋能高成长。

图表 85: 公司非油业务利润稳定增长

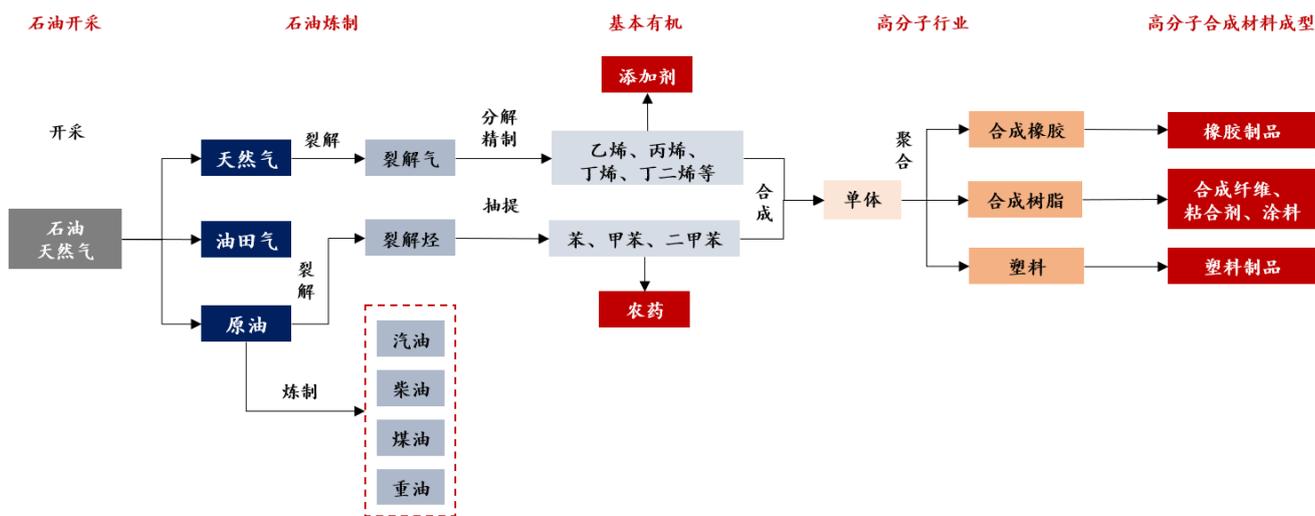


来源: 公司官网、中泰证券研究所

2.7 化工业务：基础化工尚处底部，提质升级高端转型

- **传统化工品：短期承压、长期向好。**
- **化工产品的产业链定位决定盈利能力相关性。**炼化一体化项目通常指的是以原油为生产原料进行油品和化工产品生产的项目，主要包括成品油（汽油、柴油、煤油等）和化工品（烯烃、芳烃、合成纤维等）。对化工品而言，越靠近上游原料的产品，其盈利表现与油价波动相关性更强。相反，随产业链持续延伸，下游产品则受其本身供需格局的影响更大。

图表 86：炼化一体化下游主要为成品油和化工品



来源：前瞻产业研究院、中泰证券研究所

- 公司是国内最大的石化产品生产和分销商，主要生产厂区遍布国内东部、中部及南部等经济、市场发达地区，核心产品包括中间石化产品、合成树脂、合纤单体及聚合物、合成纤维、合成橡胶和化肥等。炼化一体化下，原料轻烃和部分石油产品（如石脑油）主要由公司内部炼油企业提供，一体化网络布局竞争优势突出。
- **短期来看**，2021 年高盈利驱使下，化工扩产潮仍在持续，需求偏弱导致整体基础化工产品呈现供过于求的局面，价格价差处于历史相对底部区间。往后看，我们认为随国内稳增长政策发力，宏观环境的预期转暖或助推产品需求底部复苏，价差表现有望企稳回升。

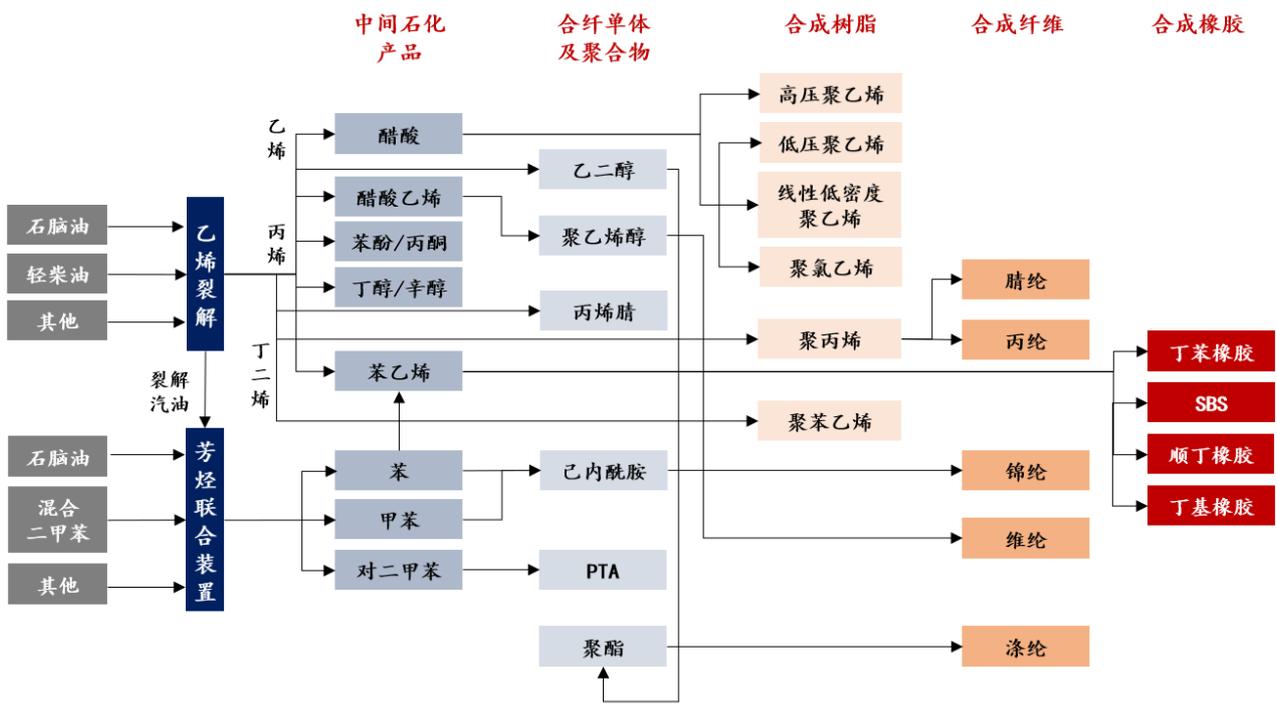
图表 87：基础化工品仍处大规模扩产期，部分产能边际增速放缓

产品名称	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
丙烯	10.3%	14.0%	11.7%	12.1%	11.7%	13.0%	1.0%
纯苯	10.3%	14.9%	11.6%	14.7%	10.8%	5.2%	3.3%
PVC	3.2%	6.4%	0.9%	5.3%	4.7%	1.4%	1.4%
涤纶长丝	7.3%	6.2%	8.5%	4.8%	6.8%	0.3%	1.1%
涤纶短纤	6.2%	4.9%	4.7%	10.1%	10.2%	8.3%	2.4%
乙二醇	2.5%	45.9%	31.9%	26.0%	16.5%	9.1%	10.8%
PX	57.6%	16.5%	19.6%	14.0%	21.1%	11.3%	0.0%
PTA	8.6%	12.9%	13.7%	10.3%	14.3%	8.0%	5.7%

来源：CCFEI、百川盈孚、卓创资讯、中泰证券研究所

- 中长期看，结合石油和化工采供资讯和石化智汇网可知，到 2022 年底，公司已具备 17 家千吨级炼厂和 11 套百万吨级乙烯装置。根据《2030 年前碳达峰行动方案》，到 2025 年国内原油一次加工能力须控制在 10 亿吨以内。炼能红线约束下，存量资产更显稀缺性。在此基础上，巴陵石化年产 60 万吨己内酰胺产业链搬迁与升级转型发展项目全线贯通，茂名石化炼油转型升级及乙烯提质改造项目及镇海基地 150 万吨/年乙烯及下游高端新材料产业集聚项目开工，古雷炼化项目同样有望在三年内投产。随优质新装置上马，整体化工品结构有望优化。

图表 88：公司化工业务产业链布局



来源：公司官网、中泰证券研究所

- **高端新材料：技术赋能、尖端突破。**“油转化、油转特”方针下，一批以 POE、EVA、聚 1-丁烯、PVA 光学膜等为代表的高附加值产品和特种产品实现进口替代。2023 年 8 月，公司把握新材料发展窗口机遇，拟向控股股东中国石化集团募资不超过 120 亿元加码布局 POE、EVA 等高附加值材料，在深入推进内部化工产品结构转型升级的同时，助力化工业务逐步迈向中高端化新市场。

图表 89：强技术实力中高端转型，产品结构优化提质增效

序号	项目名称	项目总投资 (亿元)	拟投入募集资金 (亿元)
1	茂名分公司炼油转型升级及乙烯提质改造项目	330.57	48
2	茂名分公司5万吨/年聚烯烃弹性体（POE）工业试验装置项目	10.91	9
3	中科（广东）炼化有限公司2号EVA项目	21.58	16
合计		363.07	73

来源：公司公告、中泰证券研究所

三、新一轮央企深化改革，高股息资产有望价值重估

3.1 市值管理拟纳入考核，内在价值本质已提升

- **央企经营考核指标体系已历经四轮迭代。**2015年8月，中共中央、国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》，开始推进中央企业功能分类考核开始推进。2019年至今，经营指标体系历经“两利一率”、“两利三率”、“两利四率”、“一利五率”的四轮迭代。2024年1月，国资委提出将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。另在中央企业、地方国资委考核分配工作会议上，国资委也提出将在2024年全面实施“一企一策”考核，引导央企努力实现高质量发展。

图表 90：国资委持续深化推进央企经营考核

时间	经营指标体系	具体要求
2015	/	印发《关于深化国有企业改革的指导意见》，开始推进中央企业功能分类考核
2019	两利一率	净利润、利润总额、资产负债率
2020	两利三率	净利润、利润总额、资产负债率、新增营收利润率、研发经费投入强度
2021		净利润、利润总额、资产负债率、营收利润率、研发经费投入强度，新增全员劳动生产率
2022	两利四率	细化具体要求，利润总额和净利润增速高于国民经济增速；资产负债率控制在65%以内；提高营业收入利润率、全员劳动生产和研发经费投入
2023	一利五率	利润总额；资产负债率、净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率及营业现金比率
2024		进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核；全面实施“一企一策”考核

来源：毕马威中国、中泰证券研究所

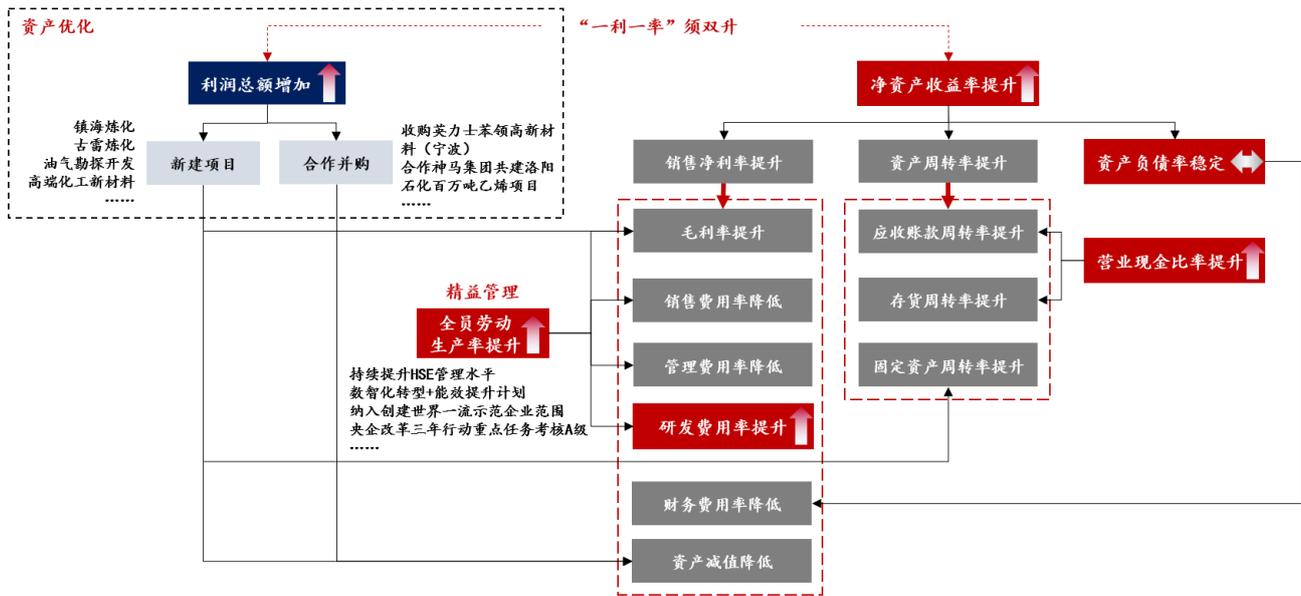
图表 91：“一利五率”经营指标体系

指标名称	计算方式	考核重点	引导方向
利润总额	利润总额	利润总额包含净利润和上缴税费，直观反映为社会创造的价值	保持一定规模的增长以支撑GDP的增长
营业现金比率	经营活动产生的现金流量净额/营业总收入*100%	体现国资委“要有利润的收入和要有现金的利润”的监管要求	落实国有资产保值增值责任，推动中央企业在关注账面利润基础上更加关注现金流的安全和可持续投资能力的提升，全面提高企业经营业绩的“含金量”，真正实现高质量的发展
资产负债率	总负债/总资产*100%	国有企业的经营稳定性及偿债能力	约束部分企业盲目扩张的冲动
净资产收益率	归属母公司股东净利润/期末归属母公司股东的权益*100%	衡量企业权益资本的投入产出效率，反映企业为股东创造价值的的能力	引导中央企业更加注重投入产出效率，加大亏损企业治理力度，加快“两非”“两资”剥离处置，盘活存量资产，提高资产使用效率，提升净资产创利能力和收益水平
研发投入强度	研发经费投入/营业收入*100%	反映高质量发展的内在要求	鼓励科技创新、推动技术转化、促进新型产业发展方面发挥积极作用，也是解决创新能力不足的重要抓手
全员劳动生产率	劳动生产总值/全年平均从业人数*100%	衡量劳动力要素的投入产出效率，综合反映企业在国民经济中的社会贡献	提高全员劳动生产率深化三项制度改革，最大限度发挥广大员工的价值创造能力，从而推动全要素生产率的稳步提升

来源：国资小新、中泰证券研究所

- **“一利五率”要求“一利一率”须双升。**2023年，国资委在提出“一利五率”经营指标体系的同时，将“一利五率”的目标定位为“一增一稳四提升”。根据要求，央企利润总额和ROE均须提升，也就是说，央企的高质量发展须保证扩能与提效并重。而根据杜邦分析框架，ROE受销售净利率、总资产周转率和净资产负债率三种影响，这也意味着“一率”与“四率”密切相关。值得注意的是，国资委特别强调“稳资产负债率”，也就是说企业不能通过一味地提高财务杠杆的方式提高ROE，而须实质性提升自身的业务质量水平。

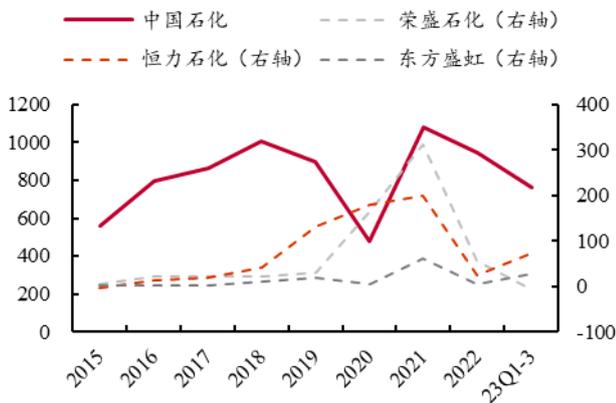
图表 92: “一利五率”经营指标体系及其目标的逻辑关系



来源：公司官网、中国资产评估协会、中国化工信息周刊、中泰证券研究所

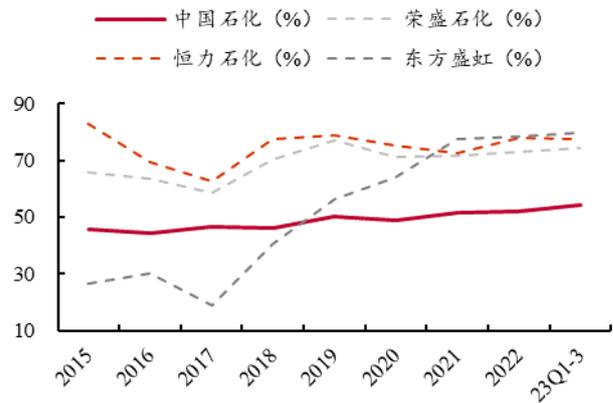
- 公司作为改革排头兵，市值可优化空间广阔。新一轮深化改革背景下，基于“一利五率”及“市值管理”考核目标，央企在资本市场的价值创造能力有望得到进一步提升。根据 Wind，截至 2 月 8 日，中国石化 (A/H)、中国石油 (A/H) 和中国海油 (A/H) 的总市值分别为 7149/4953 亿元、15154/10304 亿元、10869/6964 亿元。短期看，公司通过增持、回购等市场化手段持续稳定市场预期、提振投资者信心；中长期看，公司在提升活力效率和治理能力的同时，着力优化 HSE 管理水平、完善市场化运营机制、深化国际化体制改革，不断提高自身内部资产质地的投资价值属性，彰显长期发展信心和动能。

图表 93: 对标国内民营炼化龙头利润总额 (亿元)



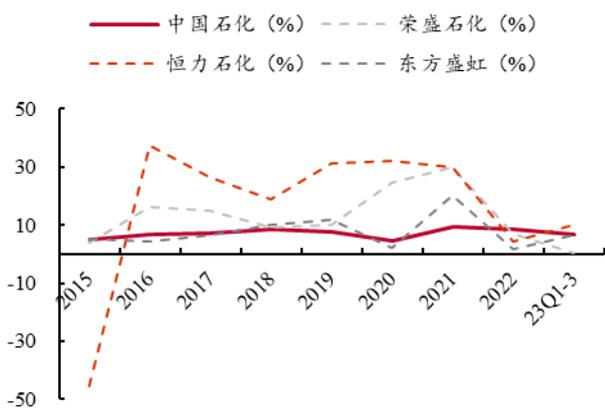
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 94: 对标国内民营炼化龙头资产负债率



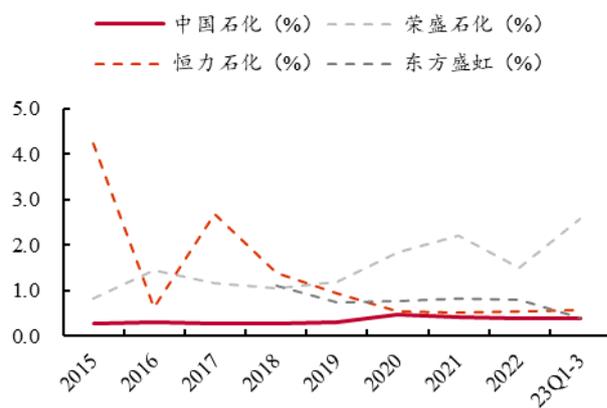
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 95: 对标国内民营炼化龙头净资产收益率



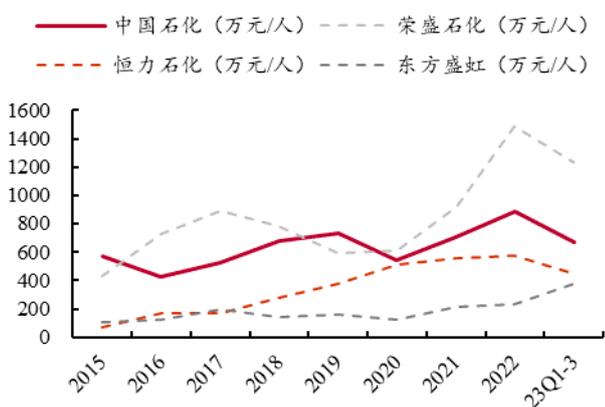
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 96: 对标国内民营炼化龙头研发投入强度



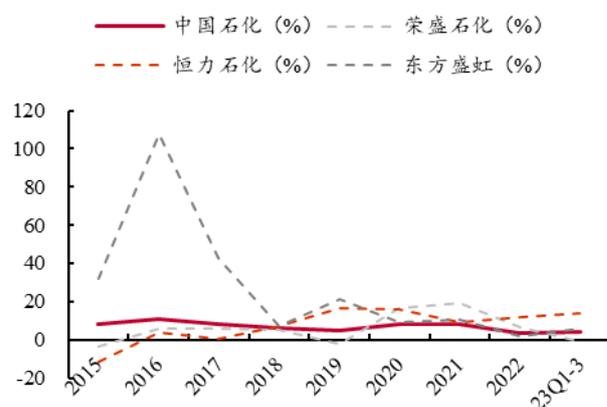
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 97: 对标国内民营炼化龙头全员劳动生产率



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 98: 对标国内民营炼化龙头营业现金比率



来源: Wind、中泰证券研究所

3.2 质地优化+资产稀缺，估值可修复空间广阔

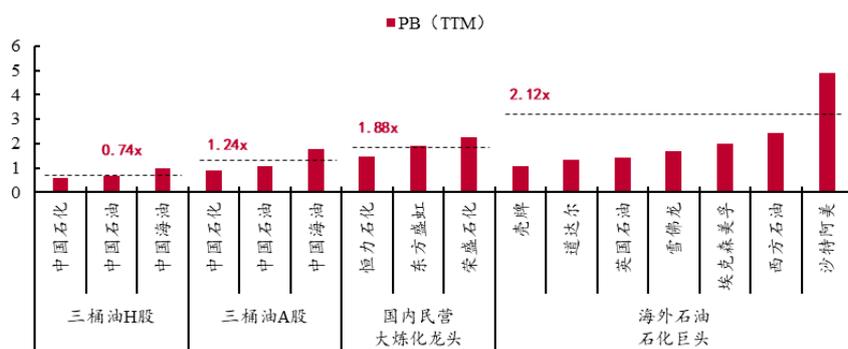
- 两维度看，公司估值可修复空间充足。
- (1) 对标同业，公司 PB/PB-ROE 估值均低于同业龙头。
- PB 估值方面，2023 年，中国石化 (A/H) PB 估值分别为 0.87x/0.60x，低于另两桶油和国内民营大炼化代表性龙头企业。对标国际，在我们所选取的 7 家海外石化巨头企业中，2023 年 PB 估值均处于 1.3-4.5 的区间内。若以 2024 年 2 月 8 日收盘价计算，公司 (A/H) 的 PB 估值分别为 0.89x/0.56x，低于同期另两桶油和民企龙头，且明显低于同期沙特阿美、西方石油、埃克森美孚等海外油气巨头企业。

图表 99：公司与国内民营和海外油气巨头 PB (MRQ) 估值对比

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
三桶油	中国石化 (A)	1.15	0.86	1.01	1.09	0.89	0.72	0.69	0.66	0.87
	中国石化 (H)	0.89	0.80	0.88	0.98	0.78	0.55	0.52	0.49	0.60
	中国石油 (A)	1.69	1.16	1.23	1.22	1.01	0.69	0.71	0.75	0.92
	中国石油 (H)	0.95	0.70	0.71	0.74	0.58	0.37	0.40	0.45	0.60
	中国海油 (A)								1.44	1.43
	中国海油 (H)	0.97	0.93	0.97	1.25	1.21	0.81	0.70	0.79	0.86
国内民营大炼化龙头	荣盛石化	3.53	3.54	3.06	3.82	3.37	3.95	4.91	3.03	2.64
	东方盛虹	2.43	1.74	1.85	2.80	1.66	1.77	5.53	3.98	2.37
	恒力石化	8.67	10.53	4.25	4.92	3.11	3.28	4.19	2.50	1.91
	埃克森美孚	2.00	2.09	1.96	1.80	1.63	1.02	1.54	2.21	2.22
	雪佛龙	1.17	1.26	1.44	1.53	1.47	1.18	1.51	2.10	1.89
海外石油石化巨头	壳牌								2.33	1.34
	英国石油	1.14	1.17	1.31	1.52	1.38	1.02	1.18	1.49	1.59
	道达尔	1.69	2.30	2.31	2.76	1.82	0.93	2.91	3.86	2.70
	西方石油	1.69	2.30	2.31	2.76	1.82	0.93	2.91	3.86	2.70
	沙特阿美					7.08	6.50	6.90	6.20	4.40

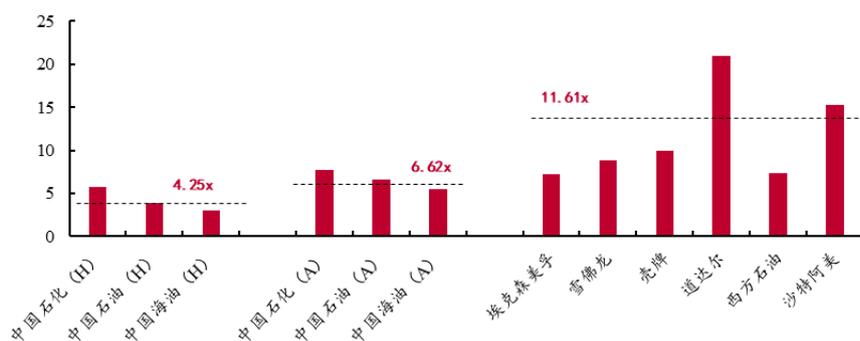
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 100：公司与国内民营和海外油气巨头 PB (TTM) 估值对比



来源：Wind、中泰证券研究所（注：A+H 股收盘价取自 2024 年 2 月 8 日；全球股价截至 2024 年 2 月 7 日）

- PB-ROE 方面，为考量不同企业的远期成长能力，我们引入 ROE 指标，在采用 PB-ROE 估值法对公司及其他油气巨头进行对比后发现，2022 年国内三桶油 A/H 股的平均 PB/ROE 分别为 6.6x/4.3x，均显著低于国际巨头均值 11.6x。

图表 101: 三桶油 PB/ROE 估值与海外油气巨头对比


来源: Wind、中泰证券研究所(注:2022 年国内民营大炼化龙头东方盛虹、恒力石化、荣盛石化的 PB/ROE 值分别为 229.6%、59.5%、43.6%，显著高于国内三桶油 A 股和 H 股)

- (2) 从自身看，炼能红线约束更显存量资产的强稀缺性。**
- 炼化大型化、基地化、一体化趋势明确。**2021 年 10 月，国务院在《2030 年前碳达峰行动方案》中明确提出，到 2025 年，国内原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内，主要产品产能利用率提升至 80% 以上。根据中国化工报，2022 年国内总炼油能力已达到 9.37 亿吨，几近炼能红线。在产能过剩且国家严控产能总量的背景下，炼化行业转型已成定局。
- 公司炼厂强存量+高增量凸显稀缺属性。**2022 年 4 月，国家工信部等联合发布《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》，明确提出要推动产业结构调整，有序推进炼化项目“降油增化”。公司是国内老牌炼化领军企业，下设 40 家炼化化工分(子)公司，拥有 17 家千万吨炼油企业。根据中石油经研院统计，截至 2022 年底，公司已具备 28500 万吨/年炼厂原油一次加工能力，约占国内总炼能的 30.4%，高居全国榜首。
- 在建产能方面，1) 高端化转型:**镇海炼化项目已于 2023 年 11 月开工，古雷炼化项目有望在三年内投产。**2) 智能化改造:**现阶段，公司已启动中科炼化、镇海炼化、海南炼化、九江石化智能工厂 3.0 可行性研究，6 家企业入选工业和信息化部 2023 年 5G 工厂名录，8 家企业报送的智能巡检、精益生产管理等 10 个场景获评智能制造优秀场景。随新增优质产能逐步达产兑现增量，公司或充分受益于炼能供给端收缩后带来的稀缺性特征，行业新一轮洗牌后，有助于公司进一步发挥存量、增量优势，在稳坐国内炼化“头把交椅”的同时，带动估值逐步回归至合理水平。

图表 102: 公司百万吨级乙烯项目明细

序号	企业名称	项目地点	乙烯产能 (万吨/年)	投产时间
1	茂名石化	广东茂名	100	2006年9月
2	镇海炼化	浙江宁波	220	第一套2010年4月、第二套2022年1月
3	海南炼化	海南儋州	100	2023年2月
4	中韩石化	湖北武汉	110	2013年8月
5	上海赛科	上海化学工业区	109	2005年3月
6	福建联合石化	福建泉州	110	2013年2月
7	古雷石化	福建漳州	100	2021年8月
8	中沙(天津)石化	天津滨海新区	130	2021年1月
9	齐鲁石化	山东淄博	80	2006年8月
10	扬子石化	江苏南京	80	2002年9月
11	中科炼化	广东湛江	80	2020年9月

来源: 石化智汇网、中泰证券研究所

图表 103: 公司千万吨级炼厂明细 (含待投产能)

序号	企业名称	项目地点	原油一次加工能力 (万吨/年)	乙烯 (万吨/年)
1	中石化镇海炼化	浙江宁波	2700 (3800)	220
2	中石化茂名分公司	广东茂名	2000	110
3	中石化金陵分公司	江苏南京	1800	
4	中石化上海炼化	上海	1600	70
5	福建联合石化	福建泉州	1400	110
6	中石化齐鲁分公司	山东淄博	1400	80
7	中石化天津分公司	天津	1380	120
8	中石化云南石化	云南昆明	1300	
9	中石化广州石化	广东广州	1275	21
10	中石化扬子石化	江苏南京	1250	80
11	中石化高桥石化	上海	1250	
12	中石化青岛石化	山东青岛	1200	
13	中石化长岭分公司	湖南岳阳	1150	
14	中石化燕山分公司	北京	1100	
15	中科 (广东) 炼化	广东湛江	1000 (2500)	80 (200)
16	中石化九江石化	江西九江	1000	
17	中石化洛阳分公司	河南洛阳	1000	(100)

来源: 石油和化工采供资讯、中泰证券研究所

3.3 持续深化分红回购，高股息彰显强防御属性

- A+H 股持续回购，集团股东大额增持。**2022 年，公司实施史上首次 A 股回购，累计回购公司 A 股股份 4.42 亿股，累计回购金额（不含交易费用）为人民币 18.88 亿元。H 股方面，2022 年公司合计回购 7.33 亿股，总回购金额约人民币 22.77 亿元。2023 年 8 月，公司再发布回购预案。根据 Wind，2023 年全年公司累计回购 A 股和 H 股 1.44 和 4.04 亿股，累计回购金额（不含交易费用）分别为 8.16 亿元和 15.06 亿元。与此同时，根据公告，基于公司对未来发展前景的信心，公司控股股东中国石化集团拟自 2023 年 11 月起，在 12 个月内通过自身及其全资子公司的自有资金增持 A 股、H 股股份的金额累计不少于人民币 10 亿元（含本数），不超过人民币 20 亿元（含本数）。

图表 104：2022-2023 年 A 股已回购数量及金额

回购日期	回购股数 (亿股)	成交价 (元/股)		回购金额 (亿元)
		最高价	最低价	
2022年9月	0.48	4.36	4.19	2.04
2022年10月	1.91	4.35	4.07	8.17
2022年11月	2.03	4.50	4.06	8.67
2022年合计	4.42	4.50	4.06	18.88
2023年9月	0.20	6.16	6.13	1.20
2023年10月	0.25	6.16	6.13	1.47
2023年11月	0.99	6.17	5.29	5.49
2023年合计	1.44	6.17	5.29	8.16

来源：Wind、中泰证券研究所

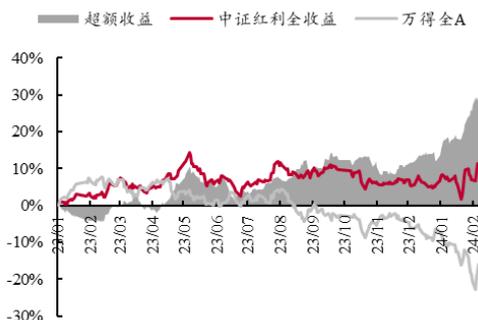
图表 105：2022-2023 年 H 股已回购数量及金额

回购日期	回购股数 (亿股)	成交价 (元/股)		回购金额 (亿元)
		最高价	最低价	
2022年9月	0.54	3.20	3.03	1.68
2022年10月	0.63	2.94	2.80	1.81
2022年11月	5.36	3.37	2.87	16.67
2022年12月	0.79	3.37	3.23	2.61
2022年合计	7.33	3.37	2.80	22.77
2023年8月	0.33	4.17	4.10	1.35
2023年9月	0.33	4.02	3.89	1.28
2023年10月	0.38	3.81	3.67	1.40
2023年11月	1.84	3.90	3.63	6.89
2023年12月	1.17	3.68	3.44	4.14
2023年合计	4.04	4.17	5.29	15.06

来源：Wind、中泰证券研究所

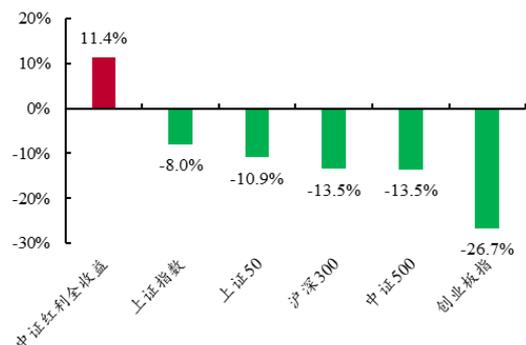
- 低利率环境，高股息资产具备配置性价比。
- (1) 行情上看，2023 年以来高股息组合超额受益明显。**不同于 A 股市场的震荡下行，自 2023 年以来，高股息策略整体表现强势。根据 Wind，若以 2023 年 1 月 3 日各指数收盘价为基准，截至 2 月 8 日，中证红利全收益和万得全 A 指数较基准日涨幅分别为 11.4% 和 -16.0%。超额收益表现上看，对比其他 A 股主流宽基指数，中证红利全收益指数涨幅较上证指数、上证 50、沪深 300、中证 500 和创业板指分别领先 19.45pct、22.35pct、24.86pct、24.94pct 和 38.13pct。

图表 106：2023 年起高股息板块具备明显超额收益



来源：Wind、中泰证券研究所（收盘价截至 2024 年 2 月 8 日）

图表 107：2023 年起高股息指数跑赢其他宽基指数



来源：Wind、中泰证券研究所（收盘价截至 2024 年 2 月 8 日）

- **(2)配置上看，高股息兼具抗风险性和性价比属性。**中证红利全收益指数于2008年5月26日对外发布。若以该指数为高股息策略代表，复盘2009年至2023年14年间的执行效果可见，无论是从年化收益率还是从胜率的角度看，高股息策略均具备明显的比较优势，且尤为适用于大盘震荡下行期。在万得全A下跌的6年中，仅2010年高股息策略跑输大盘，而在其余五年时间内均取得超额收益，反映出高股息资产的强抗风险能力。在此基础上，对比国债收益率和申万一级行业指数股息率（TTM）可知，截至2月8日，我国10年期、5年期、3年期、1年期国债到期收益率分别为2.4%、2.3%、2.2%和1.9%，石油石化行业指数位居申万（2021）一级行业低于煤炭和银行行业指数、位居第三。

图表 108：2009 年至今高股息策略胜率达 60%

	中证红利收益率	万得全A收益率	超额收益
2009	103.9%	97.8%	6.0%
2010	-10.6%	-6.2%	-4.4%
2011	-23.1%	-23.6%	0.5%
2012	12.3%	6.4%	5.9%
2013	-6.9%	5.4%	-12.2%
2014	57.8%	52.0%	5.8%
2015	25.0%	35.4%	-10.4%
2016	3.0%	-4.9%	7.9%
2017	20.1%	3.9%	16.2%
2018	-17.6%	-29.1%	11.5%
2019	22.7%	34.3%	-11.6%
2020	6.7%	23.7%	-17.0%
2021	17.8%	7.5%	10.3%
2022	-1.6%	-18.5%	16.9%
2023	5.7%	-6.4%	12.0%
年化收益率	11.8%	8.3%	

来源：Wind、中泰证券研究所

- **本质上看，高股息策略尤为适用于市场震荡期。**一般情况下，高股息率企业的业绩盈利相对稳健、估值水平表现整体偏低、分红比例长期高而持续且多以成熟型企业为主。因此，特别是在市场震荡期间，随市场预期走弱以及投资者风险偏好的降低，相比于其他权益资产，高股息资产兼具投资确定性和强安全边际；相较于债券等其他固收类资产，高股息资产的低估值、高分红属性则可带来更高的投资回报率。

图表 109：震荡期内更能体现高股息资产的强防御属性



来源：Wind、中新网、中泰证券研究所（收盘价取自2024年2月8日）

图表 110: 高股息资产兼具高市值、高盈利、高现金流和低估值的特征

证券简称	股息率 (%)	平均市值 (亿元)	净资产收益率 (23Q3, %)	经营性现金流占总营收的比重 (23Q3, %)	PE (TTM)
中证红利全收益	5.69	1154.75	2.54	44.33	6.39
万得全A	2.39	117.97	2.30	18.47	15.45

来源: Wind、中泰证券研究所 (注: 收盘价取自 2024 年 2 月 8 日; 净资产收益率及经营性现金流占营收的比重均为 2023Q3 单季数据)

- (3) 公司上看, 分红股息率显著高于国内外同业龙头。** 尽管近年来国际油价频繁震荡, 但公司作为国内央企标杆, 长期高分红属性不改。自 2014 年起, 公司股息支付率均保持在 50% 以上且对分红比例做出明确承诺。根据公司章程, 中国石化在当年实现的归属于母公司净利润及累计未分配利润为正, 且现金流可以满足公司正常经营和可持续发展情况下, 现金分红的比例不少于当年实现的归属于母公司净利润的 30%。根据 Wind, 截至 2 月 8 日, 公司 (A/H) 股息率 (TTM) 为 5.68/9.17, 高于中国石油 (A/H) 的 5.19/8.38 和中国海油 (A/H) 的 5.33/9.15, 显著高于民营炼化龙头荣盛石化 (1.44) 和东方盛虹 (0.96) 以及国际巨头埃克森美孚 (3.65)、康菲石油 (3.53) 等。

图表 111: 公司与国内民营和海外油气巨头分红率对比

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
三桶油	中国石化 (A)	56.4%	64.9%	118.4%	80.6%	65.2%	73.5%	79.9%	64.5%
	中国石化 (H)	56.3%	66.7%	120.8%	82.5%	64.3%	73.2%	76.2%	65.3%
	中国石油 (A)	44.8%	137.4%	104.4%	62.2%	57.6%	168.4%	45.0%	51.8%
	中国石油 (H)	45.4%	142.7%	104.4%	62.3%	56.9%	165.3%	43.8%	52.1%
	中国海油 (A)								77.0%
	中国海油 (H)	92.4%	2194.4%	75.6%	52.0%	51.1%	67.8%	15.6%	43.5%
国内民营大炼化龙头	荣盛石化	18.1%	15.9%	22.9%	39.1%	34.2%	13.9%	11.8%	44.2%
	东方盛虹	36.5%	41.3%	53.3%	47.6%	25.0%	152.9%	19.6%	120.6%
	恒力石化	0.0%	35.9%	0.0%	82.9%	28.0%	40.2%	45.8%	0.0%
	埃克森美孚	71.7%	151.7%	61.8%	62.5%	96.6%	-61.4%	60.1%	25.6%
海外石油石化巨头	雪佛龙	172.9%	-1602.2%	87.7%	56.9%	308.9%	-172.3%	64.4%	30.3%
	壳牌							15.5%	16.0%
	英国石油					44.0%	-13.1%	12.1%	-164.5%
	道达尔					26.1%	-81.0%	33.7%	40.8%
	西方石油	-33.8%	-465.0%	206.0%	66.3%	-417.5%	-0.2%	6.1%	3.8%
	沙特阿美					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

来源: Wind、中泰证券研究所

图表 112: 公司与国内民营和海外油气巨头股息率对比

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
三桶油	中国石化 (A)	3.0%	4.6%	8.2%	8.3%	6.1%	5.0%	11.1%	8.2%
	中国石化 (H)	3.2%	4.7%	8.9%	7.5%	6.5%	5.8%	12.5%	9.6%
	中国石油 (A)	1.0%	0.7%	1.6%	2.5%	2.5%	4.2%	4.6%	8.5%
	中国石油 (H)	1.7%	1.1%	2.4%	3.7%	3.6%	7.2%	6.4%	11.9%
	中国海油 (A)								15.1%
	中国海油 (H)	5.2%	3.2%	3.7%	5.1%	5.4%	5.3%	3.1%	13.0%
国内民营大炼化龙头	荣盛石化	0.2%	0.8%	0.8%	1.0%	1.0%	0.5%	0.8%	1.2%
	东方盛虹	0.8%	0.9%	1.9%	1.8%	1.9%	1.1%	1.0%	0.8%
	恒力石化	0.0%	1.8%	0.0%	4.1%	2.5%	2.7%	4.4%	0.0%
	埃克森美孚	3.6%	3.2%	3.4%	4.5%	4.7%	7.9%	5.3%	3.2%
海外石油石化巨头	雪佛龙	4.7%	3.6%	3.4%	4.1%	4.0%	5.9%	4.4%	3.1%
	壳牌								3.4%
	英国石油	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	3.6%	1.0%	3.7%
	道达尔	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	5.3%	4.1%	5.2%
	西方石油	5.1%	4.9%	4.8%	6.0%	7.6%	0.2%	0.5%	0.9%
	沙特阿美					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

来源: Wind、中泰证券研究所 (注: 标的市值在测算时以当年度最后一日为准)

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测关键假设

- **勘探及开发:** 从量上看, 能源安全保供指引下, 公司稳油增气有望延续, 根据公司 2023 年三季报数据, 2023 年前三季度公司油气当量产量同比 +3.6%。其中, 原油境内产量同比 +0.1%、境外产量 -1.8%; 天然气产量同比 +8.7%。由此, 我们预测 2023-2025 年境内原油产量年增速均保持 +0.1%; 境外原油产量增速分别为 -1%/-0.5%/-0.5%; 天然气产量增速分别为 +8%/+5%/+5%。对应公司原油产量分别为 280.81/280.91/281.02 百万桶; 天然气预计产量 1349/1416/1487 十亿立方英尺。从价上看, 根据我们此前发布的《化工 2024 年度策略: “弱复苏” 关注 “确定性”》, 全球原油供需紧平衡格局延续, 我们预测 2024 年全球油价有望继续维持在 70-85 美元/桶区间内偏强震荡, 预计 2023-2025 年 Brent 油价分别为 82/80/78 美元/桶, 对应原油实现价格分别为 75.65/73.48/71.48 美元/桶。因此我们预计公司 2023-2025 年勘探及开发板块营收分别为 3111/3078/3013 亿元, 对应毛利率分别为 30.4%/29.8%/29.4%。
- **炼油:** 从量上看, 根据公告, 2023 年前三季度公司汽油/柴油/煤油产量同比 +5.1%/+7.9%/+65.6%。进入 2023 年, 随着国内疫情政策的调整, 出行需求大幅激增下带动煤油需求量持续旺盛, 公司顺应市场结构优化自身产品结构。考虑到 2022 年低基数效应减退以及经济复苏背景下带来的成品油需求持续提升。我们预计 2023-2025 年汽油销售量分别为 6781/6916/7054 万吨、柴油销售量分别为 6973/7043/7113 万吨、煤油销售量分别为 2217/2239/2262 万吨。从价上看, 根据国内《石油价格管理办法》, 成品油零售及批发价深度挂钩国际油价, 结合我们对 2023-2025 年间 Brent 油价的预测情况, 预计 2023-2025 年汽油平均实现价格分别为 8411/8189/7984 元/吨、柴油平均实现价格分别为 6979、6794、6624 元/吨、煤油平均实现价格分别为 6190/6027/5876 元/吨。因此我们预计公司 2023-2025 年炼油板块营收分别为 16139/16122/16127 亿元, 对应毛利率分别为 19.0%/17.9%/16.8%。
- **化工:** 公司化工品品种丰富, 主要包括基础有机化工品、合纤单体及聚合物、合成树脂、合成纤维、合成橡胶和化肥等。考虑到目前基础化工产品仍处高产能释放阶段, 预计供过于求的市场局面仍将延续, 价格价差表现处于历史相对底部区间。在此基础上, 宏观外部环境企稳回暖背景下, 我们认为中期随需求复苏, 公司化工品业务有望充分受益于自身强竞争实力。我们预计公司化工板块 2023-2025 的营业收入分别为 4992/5145/5293 亿元, 对应毛利率分别为 -3.0%/-0.1%/+3.1%。
- **营销及分销:** 根据前文的复盘分析, 我们认为公司营销分销业务整体盈利表现有望稳中有升。根据公司 2023 年三季报, 前三季度公司营销及分销业务营业收入同比 +7.2%, 因此假设全年增幅为 8%。2024-2025 年随着低基数效应的减退, 假设公司该业务板块的营收增速分别为 6%/5%, 对应 2023-2025 年营收分别为 18510/19620/20601 亿元。在此基础上, 基于公司 “油气氢电服” 布局的不断叠加企业加油站业务规模持续扩增, 我们认为公司该业务板块的毛利率水平同样有望不断提升。2021、2022H1、2022、2023H1 公司该板块的毛利率分别为 6.4%、6.3%、5.4%、

5.7%，由此我们预计 2023-2025 年该业务板块毛利率分别为 6.3%、7.0%、7.8%。

- **其他：**根据 Wind，2023H1 公司其他业务收入和其他业务成本分别为 8105 和 8001 亿元，假设 2023 年全年为上半年的两倍且后续年份保持不变，对应其他业务收入和其他业务毛利分别为 16210 和 208 亿元。
- **内部抵消：**假设 2023-2025 年公司内部抵消收入和成本均维持 2022 年的-26209 和-26191 亿元。

图表 113：公司业务收入及盈利预测

业务板块	指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
勘探开发	营业收入 (亿元)	2500	3194	3111	3078	3013
	营业成本 (亿元)	2063	2148	2167	2162	2128
	毛利 (亿元)	437	1046	945	916	885
	毛利率	17.5%	32.7%	30.4%	29.8%	29.4%
炼油	营业收入 (亿元)	13856	15751	16139	16122	16127
	营业成本 (亿元)	10617	13178	13076	13229	13418
	毛利 (亿元)	3239	2573	3063	2893	2709
	毛利率	23.4%	16.3%	19.0%	17.9%	16.8%
化工	营业收入 (亿元)	5055	5402	4992	5145	5293
	营业成本 (亿元)	4670	5292	5141	5152	5128
	毛利 (亿元)	385	109	-149	-7	164
	毛利率	7.6%	2.0%	-3.0%	-0.1%	3.1%
营销及分销	营业收入 (亿元)	14115	17139	18510	19620	20601
	营业成本 (亿元)	13179	16190	17344	18247	18995
	毛利 (亿元)	936	949	1166	1373	1607
	毛利率	6.6%	5.5%	6.3%	7.0%	7.8%
其他业务	营业收入 (亿元)	12977	17905	16210	16210	16210
	营业成本 (亿元)	12687	17575	16002	16002	16002
	毛利 (亿元)	290	329	208	208	208
	毛利率	2.2%	1.8%	1.3%	1.3%	1.3%
内部抵消	营业收入 (亿元)	-21094	-26209	-26209	-26209	-26209
	营业成本 (亿元)	-21050	-26191	-26191	-26191	-26191
	毛利 (亿元)	-44	-18	-18	-18	-18
合计	营业收入 (亿元)	27409	33182	32754	33967	35036
	营业成本 (亿元)	22166	28194	27539	28602	29480
	毛利 (亿元)	5243	4988	5215	5366	5556
	毛利率	19.1%	15.0%	15.9%	15.8%	15.9%

来源：Wind、中泰证券研究所

4.2 投资建议

- 估值分析及投资建议：** 预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 32754/33967/35036 亿元，归母净利分别为 728.63/784.18/843.05 亿元，同比+9.9%/+7.6%/+7.5%，EPS 分别为 0.61/0.66/0.71 元。以 2024 年 2 月 8 日收盘价计算，对应 PE 分别为 9.8x/9.1x/8.5x，对应 PB 分别为 0.9x/0.8x/0.8x。我们选取国内三桶油中另两桶油（中国石油、中国海油和民营大炼化龙头（荣盛石化、恒力石化、东方盛虹）作为可比公司。中国石油和中国石化 2023-2025 年平均 PE 分别为 8.61x/8.16x/7.83x，平均 PB (MRQ) 为 1.38x（对应 2024 年 2 月 8 日收盘价）。荣盛石化、恒力石化、东方盛虹 2023-2025 年平均 PE 分别为 29.73x/11.43x/8.24x，平均 PB (MRQ) 为 1.88x（对应 2024 年 2 月 8 日收盘价）。公司是聚焦中下游的一体化国际巨头。高油价环境保障盈利，低利率市场环境体现高股息资产的强防御价值，技术赋能下公司内部资产结构不断优化，政策催化下公司估值有望迎来重塑。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 114：可比公司估值对比

证券代码	证券简称	市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)			PE			PB (MRQ)	
		2024/2/8	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2024/2/8
601857.SH	中国石油	15154.14	1493.75	1719.38	1793.80	1851.70	6.09	8.81	8.45	8.18	1.07
600938.SH	中国海油	10869.01	1417.00	1293.86	1381.73	1455.21	5.10	8.40	7.87	7.47	1.69
平均							5.60	8.61	8.16	7.83	1.38
002493.SZ	荣盛石化	1023.69	33.40	17.34	67.03	100.16	37.29	59.04	15.27	10.22	2.27
600346.SH	恒力石化	871.44	23.18	77.54	109.72	134.63	47.15	11.24	7.94	6.47	1.48
000301.SZ	东方盛虹	691.53	5.48	36.56	62.46	86.02	157.27	18.91	11.07	8.04	1.88
平均							80.57	29.73	11.43	8.24	1.88
600028.SH	中国石化	7149.02	663.02	728.63	784.18	843.05	7.88	9.81	9.12	8.48	0.89

来源：Wind、中泰证券研究所（注：盈利预测取自 Wind 一致预期，收盘价取自 2024 年 2 月 8 日）

五、风险提示

- 经济下行：** 若经济存进一步下行的风险，市场预期偏弱或导致需求恢复动力不足。考虑到当前仍处基础化工品高产能释放阶段，或导致公司化工业务继续承压。在此基础上，经济下行预期下，或同步带动油价走弱，进而影响公司整体业绩经营能力。
- 需求不及预期：** 公司中下游炼化及营销分销板块业务受终端需求影响较大。若成品油消费下滑或化工品需求仍然偏弱，或导致周期品行业景气度下滑的风险。
- 油价大幅波动：** 公司四大板块业务与油价走势强相关，若油价大幅波动或导致影响公司的盈利水平。若油价单边持续下跌，企业库存或面临减值风险；相反若油价持续单边向上，公司业绩将受益于库存收益的增加。
- 项目建设进度不及预期：** 公司在建项目众多，优质炼化项目及部分高附加值化工品项目的建设有利于公司内部资产结构持续优化。若项目建设不及预期，或对公司盈利能力造成影响。
- 汇率波动：** 全球原油主要以美元计价且公司存部分境外业务，但从财报披露的角度看，公司定期报告通常以人民币作为结算方式，若人民币兑美元汇率出现大幅波动，或对公司业绩汇算产生影响。
- 信息更新不及时：** 报告中使用的需求/产能扩张等相关信息，存在信息滞后或更新不及时风险，从而导致测算结果与实际情况存在一定的偏差。

图表 115: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	145,052	131,017	169,837	210,216	营业收入	3,318,168	3,275,413	3,396,737	3,503,603
应收票据	0	0	0	0	营业成本	2,819,363	2,753,945	2,860,162	2,947,996
应收账款	46,364	50,440	52,309	54,010	税金及附加	263,991	260,589	270,242	278,744
预付账款	7,956	7,917	8,222	8,475	销售费用	58,567	59,285	61,141	63,065
存货	244,241	256,916	266,825	275,019	管理费用	57,208	59,285	59,443	59,561
合同资产	0	0	0	0	研发费用	12,773	13,102	12,908	12,263
其他流动资产	79,527	81,233	84,242	86,892	财务费用	9,974	9,499	8,492	8,759
流动资产合计	523,140	527,523	581,435	634,612	信用减值损失	1,084	-1,098	-1,098	-1,098
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-12,009	-17,064	-17,064	-17,064
长期股权投资	233,941	243,299	250,598	258,116	公允价值变动收益	-1,715	-1,715	-1,715	-1,715
固定资产	630,700	640,699	647,342	649,957	投资收益	14,462	10,247	12,355	11,301
在建工程	196,045	233,332	268,332	301,332	其他收益	8,219	6,850	6,881	7,063
无形资产	120,694	122,190	123,319	123,776	营业利润	96,414	105,711	113,140	121,268
其他非流动资产	244,120	295,212	321,306	335,814	营业外收入	2,960	2,960	2,960	2,960
非流动资产合计	1,425,500	1,534,732	1,610,897	1,668,994	营业外支出	4,859	4,859	4,859	4,859
资产合计	1,948,640	2,062,254	2,192,332	2,303,606	利润总额	94,515	103,812	111,241	119,369
短期借款	21,313	105,234	144,353	159,270	所得税	18,757	20,576	21,822	23,312
应付票据	10,782	14,596	15,159	15,624	净利润	75,758	83,236	89,419	96,057
应付账款	258,642	267,133	271,715	280,060	少数股东损益	9,456	10,373	11,001	11,752
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	66,302	72,863	78,418	84,305
合同负债	125,444	114,639	112,092	112,115	NOPLAT	94,543	102,525	107,434	114,515
其他应付款	0	0	0	0	EPS (按最新股本摊薄)	0.56	0.61	0.66	0.71
一年内到期的非流动负债	62,844	24,065	24,546	25,037	主要财务比率				
其他流动负债	188,360	188,943	197,756	205,932	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动负债合计	667,385	714,610	765,622	798,039	成长能力				
长期借款	94,964	113,410	128,167	135,546	营业收入增长率	21.1%	-1.3%	3.7%	3.1%
应付债券	12,997	11,047	10,495	9,970	EBIT增长率	-11.3%	8.4%	4.8%	6.6%
其他非流动负债	236,141	246,116	256,562	267,501	归母公司净利润增长率	-6.9%	9.9%	7.6%	7.5%
非流动负债合计	344,102	370,574	395,225	413,017	获利能力				
负债合计	1,011,487	1,085,185	1,160,846	1,211,057	毛利率	15.0%	15.9%	15.8%	15.9%
归属母公司所有者权益	785,577	815,121	858,536	907,847	净利率	2.6%	2.9%	3.0%	3.1%
少数股东权益	151,576	161,949	172,950	184,702	ROE	8.2%	8.6%	8.7%	8.7%
所有者权益合计	937,153	977,070	1,031,485	1,092,549	ROIC	14.7%	15.0%	14.2%	14.1%
负债和股东权益	1,948,640	2,062,254	2,192,332	2,303,606	偿债能力				
现金流量表					资产负债率	51.9%	52.6%	53.0%	52.6%
单位:百万元					债务权益比	45.7%	51.2%	54.7%	54.7%
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	流动比率	0.8	0.7	0.8	0.8
经营活动现金流	116,269	170,952	189,163	205,474	速动比率	0.4	0.4	0.4	0.5
现金收益	192,469	207,076	213,435	221,670	营运能力				
存货影响	-36,808	-12,675	-9,909	-8,194	总资产周转率	1.7	1.6	1.5	1.5
经营性应收影响	1,817	13,027	14,890	15,110	应收账款周转天数	4	5	5	5
经营性应付影响	53,784	12,305	5,146	8,810	应付账款周转天数	30	34	34	34
其他影响	-94,993	-48,781	-34,399	-31,922	存货周转天数	29	33	33	33
投资活动现金流	-95,010	-205,576	-170,893	-154,329	每股指标(元)				
资本支出	-325,450	-151,638	-147,257	-141,663	每股收益	0.56	0.61	0.66	0.71
股权投资	-24,762	-9,358	-7,299	-7,518	每股经营现金流	0.97	1.43	1.58	1.72
其他长期资产变化	255,202	-44,580	-16,337	-5,148	每股净资产	6.58	6.83	7.19	7.61
融资活动现金流	-39,699	20,589	20,550	-10,766	估值比率				
借款增加	44,111	61,639	53,804	22,262	P/E	10.8	9.8	9.1	8.5
股利及利息支付	-71,831	-45,771	-45,103	-44,820	P/B	0.9	0.9	0.8	0.8
股东融资	3,946	3,946	3,946	3,946	EV/EBITDA	7.5	7.3	7.3	7.0
其他影响	-15,925	775	7,903	7,846					

来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
 。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。