

中国石油（601857.SH）

原油价格持续上行，积极落实市值管理考核

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 石油石化 · 炼化及贸易

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 杨林	010-88005379	yanglin6@guosen.com.cn	执证编码：S0980520120002
证券分析师： 薛聪	010-88005107	xuecong@guosen.com.cn	执证编码：S0980520120001

事项：

（1）截至2月21日收盘，WTI原油期货结算价为77.91美元/桶，较月初上涨5.5%；布伦特原油期货结算价为83.03美元/桶，较月初上涨5.5%；（2）根据公司投资者互动平台回复，公司高度重视市值管理工作及公司资本市场表现，已将市值表现纳入管理层年度业绩考核，从股价变化（个股对比、综合指数对比）和市场形象（资本运作表现、资本市场奖项、监管机构纪律处分）两个方面，对市值表现进行量化评价。

国信化工观点：

1) **2024年油价仍将维持中高区间，上游油气开采板块维持高景气**：2月份原油价格上涨，一方面由于地缘局势升温；另一方面美国经济数据表现强劲，中国降准降息刺激经济提振原油需求，市场情绪较为乐观，我们认为原油整体供需偏紧，未来年内布伦特油价有望维持在80-90美元/桶的较高区间。根据OPEC、IEA、EIA最新月报显示，2024年原油需求分别为104.40、103.00、102.42百万桶/天，较上月预测分别+4、+6、-4万桶/天，较2023年需求分别增长224、120、142万桶。

2) **全球天然气需求持续增长，海外天然气价格下跌，公司进口成本有望改善**：根据2024年度壳牌液化天然气展望报告，全球和中国天然气需求将在2040年后达峰，到2040年全球LNG需求预计将增长50%以上，达到每年6.25亿-6.85亿吨。中国将主导全球LNG的主要需求增长，其中75%的增长需求将来自LNG供应，自产气和进口管道气将成为主要增长来源。近期由于美国天然气整体较为宽松，全球天然气价格大幅回落，且冬季需求旺季已过，我们认为天然气价格有望持续下行，公司进口天然气成本有望明显改善。截至2月21日，东北亚液化天然气到岸价为8.20美元/百万英热单位，较月初下跌1.51美元/百万英热单位（-15.5%）。

3) **国资委推进央企高质量发展，看好央企价值重塑**：2023年12月25日至26日，国务院国资委召开中央企业负责人会议。2024年国资委对中央企业总体保持“一利五率”目标管理体系不变，具体要求是“一利稳定增长，五率持续优化”，即中央企业效益稳步提升，利润总额、净利润和归母净利润协同增长，净资产收益率、全员劳动生产率、营业现金比率同比改善，研发投入强度和科技产出效率持续提高，整体资产负债率保持稳定。2024年1月24日，国务院新闻办公室举行发布会，国务院国资委将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。2024年1月29日，国务院国资委举行中央企业、地方国资委考核分配工作会议，全面实施“一企一策”考核，建立考核“双加分”机制，全面推开上市公司市值管理考核，引导企业实现高质量发展。

投资建议：我们维持对公司2023-2025年归母净利润1707/2050/2390亿元的预测，对应EPS分别为0.93/1.12/1.31元，对应PE分别为9.9/8.2/7.1倍，维持“买入”评级。

评论：

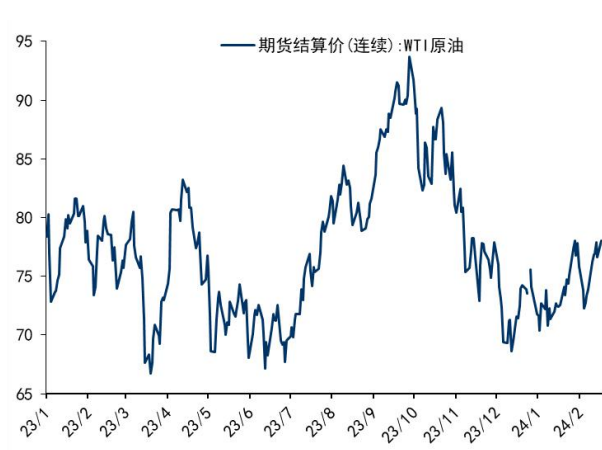
◆ 2024 年油价仍将维持中高区间，上游油气开采板块维持高景气

2 月份原油价格上涨，一方面由于地缘局势升温；另一方面美国经济数据表现强劲，中国降准降息刺激经济提振原油需求，市场情绪较为乐观，我们认为原油整体供需偏紧，未来布伦特油价有望维持在 80-90 美元/桶的较高区间。

根据 OPEC、IEA、EIA 最新月报显示，2024 年原油需求分别为 104.40、103.00、102.42 百万桶/天，较上月预测分别+4、+6、-4 万桶/天，较 2023 年需求分别增长 224、120、142 万桶。

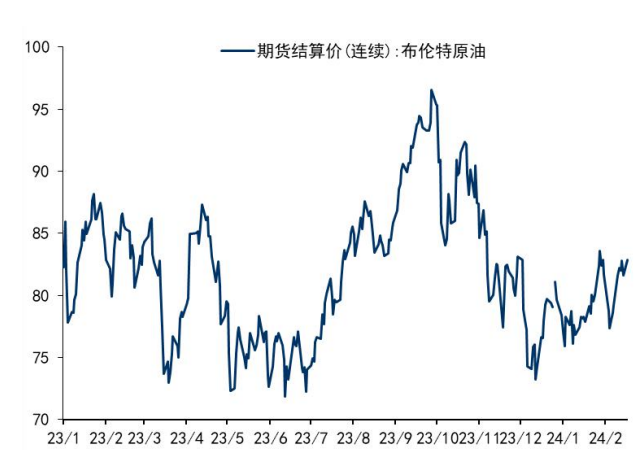
EIA 数据显示，截至 2 月 9 日当周，美国原油产量 1330 万桶/日，较上周持平。美国原油加工量 1454.2 万桶/日，较前一周减少 30 万桶/日；炼油厂开工率 80.6%，较上周下降 1.8 个百分点。截至 2 月 9 日当周，美国原油库存量 4.39 亿桶，较前一周增加 1202 万桶，美国汽油库存量 2.47 亿桶，比前一周减少 366 万桶；馏分油库存量为 1.26 亿桶，较前一周减少 192 万桶。

图1: WTI 油价近期走势 (美元/桶)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2: 布伦特油价近期走势 (美元/桶)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 全球天然气需求持续增长，海外天然气价格下跌，公司进口成本有望改善

根据 2024 年度壳牌液化天然气展望报告，全球和中国天然气需求将在 2040 年后达峰，到 2040 年全球 LNG 需求预计将增长 50% 以上，达到每年 6.25 亿-6.85 亿吨。中国将主导全球 LNG 的主要需求增长，其中 75% 的增长需求将来自 LNG 供应，自产气和进口管道气将成为主要增长来源。

近期由于美国天然气整体较为宽松，全球天然气价格大幅回落，且冬季需求旺季已过，我们认为天然气价格有望持续下行，公司进口天然气成本有望明显改善。2023 年我国天然气总产量 2297 亿方，同比增长 5.5%，总进口量 1668 亿方，同比增长 9.8%，表观消费量 3900 亿方，同比增长 7.2%，进口依存度达到 42.8%，同比增长 1 个百分点。

截至 2 月 21 日，NYMEX 天然气期货收盘价为 1.78 美元/百万英热单位，较月初下跌 0.27 美元/百万英热单位 (-13.0%)；东北亚液化天然气到岸价为 8.20 美元/百万英热单位，较月初下跌 1.51 美元/百万英热单位 (-15.5%)；Henry Hub 现货价为 1.58 美元/百万英热单位，较月初下跌 0.57 美元/百万英热单位 (-26.5%)。

图3: NYMEX 天然气期货收盘价(美元/百万英热单位)


资料来源: NYMEX, 国信证券经济研究所整理

图4: Henry Hub 天然气现货价(美元/百万英热单位)


资料来源: EIA, 国信证券经济研究所整理

◆ 国资委推进央企高质量发展，看好央企价值重塑

2023年12月25日至26日，国务院国资委召开中央企业负责人会议。2024年国资委对中央企业总体保持“一利五率”目标管理体系不变，具体要求是“一利稳定增长，五率持续优化”，即中央企业效益稳步提升，利润总额、净利润和归母净利润协同增长，净资产收益率、全员劳动生产率、营业现金比率同比改善，研发投入强度和科技产出效率持续提高，整体资产负债率保持稳定。

2024年1月24日，国务院新闻办公室举行发布会，国务院国资委将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。2024年1月29日，国务院国资委举行中央企业、地方国资委考核分配工作会议，全面实施“一企一策”考核，建立考核“双加分”机制，全面推开上市公司市值管理考核，引导企业实现高质量发展。

根据公司投资者互动平台回复，公司高度重视市值管理工作及公司资本市场表现，已将市值表现纳入管理层年度业绩考核，从股价变化（个股对比、综合指数对比）和市场形象（资本运作表现、资本市场奖项、监管机构纪律处分）两个方面，对市值表现进行量化评价。

◆ 投资建议：

我们维持对公司2023-2025年归母净利润1707/2050/2390亿元的预测，对应EPS分别为0.93/1.12/1.31元，对应PE分别为9.9/8.2/7.1倍，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价EPS (元)	收盘价EPS			PE			PB 2023E
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
600938.SH	中国海油	买入	25.30	2.98	2.73	2.90	5.1	9.3	8.7	1.93
601857.SH	中国石油	买入	9.21	0.82	0.93	1.12	6.1	9.8	9.4	1.18

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (注: 数据截至2024年2月22日, 各可比公司数据均来自Wind一致预期)

◆ 风险提示

原油价格大幅波动的风险；自然灾害频发的风险；新项目投产不及预期的风险；地缘政治风险；政策风险等。

相关研究报告：

- 《中国石油（601857.SH）-前三季度业绩再创历史新高，炼化化工环比改善》——2023-10-31
- 《中国石油（601857.SH）-上半年业绩再创历史新高，天然气价格弹性可观》——2023-08-31
- 《中国石油（601857.SH）-天然气具备核心资源优势，价格联动机制下弹性可观》——2023-07-26
- 《中国石油（601857.SH）-全球能源巨头，看好油气弹性》——2023-05-03

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	163536	225049	185430	196015	209037	营业收入	2614349	3239167	3134668	3296237	3450571
应收款项	94959	116655	103058	108369	113443	营业成本	2071504	2527935	2408412	2499003	2582515
存货净额	143848	167751	137858	142743	147183	营业税金及附加	226664	276821	282120	296661	310551
其他流动资产	78495	100536	94040	98887	103517	销售费用	71295	68352	68963	72517	75913
流动资产合计	480838	613867	524262	549891	577056	管理费用	51701	50523	52306	54810	57202
固定资产	642508	659903	702953	730622	742861	研发费用	16729	20016	21943	24722	27605
无形资产及其他	90587	92960	94242	95523	96805	财务费用	17043	19614	10476	7720	6043
投资性房地产	1022716	1037350	1037350	1037350	1037350	投资收益	35389	(11140)	10000	10000	10000
长期股权投资	265884	269671	272671	275671	278671	资产减值及公允价值变动	(27611)	(39697)	(30000)	(30000)	(30000)
资产总计	2502533	2673751	2631478	2689057	2732743	其他收入	(1740)	(2521)	(21943)	(24722)	(27605)
短期借款及交易性金融负债	59903	108936	50000	50000	50000	营业利润	182180	242564	270450	320803	370741
应付款项	257191	304747	275717	285486	294365	营业外净收支	(23986)	(29292)	(20000)	(20000)	(20000)
其他流动负债	201064	210580	210677	218293	225238	利润总额	158194	213272	250450	300803	350741
流动负债合计	518158	624263	536394	553779	569604	所得税费用	43507	49295	62612	75201	87685
长期借款及应付债券	287175	222478	192478	162478	132478	少数股东损益	22526	14602	17147	20595	24014
其他长期负债	288076	288907	289407	289907	290407	归属于母公司净利润	92161	149375	170690	205008	239042
长期负债合计	575251	511385	481885	452385	422885	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1093409	1135648	1018279	1006164	992489	净利润	92161	149375	170690	205008	239042
少数股东权益	145309	168527	175348	183539	193091	资产减值准备	4091	9622	2332	1723	780
股东权益	1263815	1369576	1437852	1499354	1547163	折旧摊销	190119	200277	178337	194327	210700
负债和股东权益总计	2502533	2673751	2631478	2689057	2732743	公允价值变动损失	27611	39697	30000	30000	30000
关键财务与估值指标						财务费用	17043	19614	10476	7720	6043
每股收益	0.50	0.82	0.93	1.12	1.31	营运资本变动	30839	(14749)	23884	4565	2961
每股红利	0.38	0.42	0.56	0.78	1.04	其它	1522	(2501)	4489	6469	8772
每股净资产	6.91	7.48	7.86	8.19	8.45	经营活动现金流	346343	381721	409731	442090	492255
ROIC	8%	14%	14%	17%	19%	资本开支	0	(182656)	(255000)	(255000)	(255000)
ROE	7%	11%	11.9%	13.7%	15.5%	其它投资现金流	0	(3876)	0	0	0
毛利率	21%	22%	23.17%	24.19%	25.16%	投资活动现金流	(15186)	(190319)	(258000)	(258000)	(258000)
EBIT Margin	7%	9%	10%	11%	11%	权益性融资	(2308)	529	0	0	0
EBITDA Margin	14%	15%	15%	16%	18%	负债净变化	37865	(28375)	(30000)	(30000)	(30000)
收入增长	35%	24%	-3%	5%	5%	支付股利、利息	(69195)	(76531)	(102414)	(143505)	(191234)
净利润增长率	385%	62%	14%	20%	17%	其它融资现金流	(248603)	79394	(58936)	0	0
资产负债率	49%	49%	45%	44%	43%	融资活动现金流	(313571)	(129889)	(191350)	(173505)	(221234)
股息率	4.1%	4.5%	6.1%	8.5%	11.3%	现金净变动	17586	61513	(39619)	10585	13021
P/E	18.3	11.3	9.9	8.2	7.1	货币资金的期初余额	145950	163536	225049	185430	196015
P/B	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	货币资金的期末余额	163536	225049	185430	196015	209037
EV/EBITDA	7.6	5.7	5.6	5.0	4.4	企业自由现金流	0	230086	172915	205284	256250
						权益自由现金流	0	281106	76122	169494	221717

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032