

石油化工行业深度报告： 石化央企高股息率能否持续？

评级：推荐(维持)

李永磊(证券分析师)

S0350521080004

liyl03@ghzq.com.cn

董伯骏(证券分析师)

S0350521080009

dongbj@ghzq.com.cn

杨丽蓉(联系人)

S0350122080038

yanglr@ghzq.com.cn

李娟廷(联系人)

S0350122090037

lijt03@ghzq.com.cn

仲逸涵(联系人)

S0350123070022

zhongyh@ghzq.com.cn

最近一年走势



沪深300表现

表现	1M	3M	12M
石油石化	11.8%	5.8%	-1.3%
沪深300	11.4%	2.3%	-14.3%

相关报告

《民营炼化行业深度报告之四：周期复苏可期，成长加速落地（推荐）*石油石化*董伯骏，李永磊》——2023-03-23

《石油石化行业动态研究：出行恢复推动成品油景气上行，看好三桶油价值重估（推荐）*石油石化*李永磊，董伯骏》——2023-04-21

重点公司代码	股票名称	2024/03/01	EPS			PE			投资评级
		股价	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
600028.SH	中国石化	6.20	0.55	0.57	0.61	7.96	10.87	10.14	买入
600938.SH	中国海油	25.13	2.98	2.78	2.90	5.02	9.02	8.68	买入
601857.SH	中国石油	8.78	0.82	0.92	0.96	6.06	9.53	9.19	买入

资料来源：Wind，国海证券研究所

◆ 中特估叠加市值考核，央企估值提升

证监会工作会议中多次强调要构建中国特色估值体系，引导市场重塑央国企估值。近期国资委提出要全面推开央企上市公司市值管理考核，引导央企负责人通过回购、增持、加大分红等方式提高投资者回报。在此背景下，化工央企投资机会，尤其是高股息率的中国石化、中国石油、中国海油以及中国化学等值得重点关注。

◆ 石化央国企业绩有望稳中向上

石化央国企主要业务包含油气勘探开发、炼油、油品营销及分销、化工品等板块，各板块业务均有望稳中向上：

- 1) 全球油气行业资本支出增长缓慢，需求向上，价格有望稳定；中国天然气终端定价逐渐市场化；中国石化、中国石油、中国海油增储上产，持续降本增效，2024-2025年三家公司油气业务业绩预计稳中有升。
- 2) 炼油和油品营销及分销板块，国家对成品油消费税征收日益规范化、2024-2025年中国炼油产能增长放缓、央国企油品营销规模优势突出且非油业务有望增长，将带来本板块盈利向上。
- 3) 化工品板块有望见底回升，欧美化工巨头2023Q4亏损加大，预计将有产能退出，全球化工品市场有望见底回升。

◆ 石化央国企高股息率有望持续

按2024/3/1最新市值，基于我们对三桶油2023/2024/2025年业绩和现金流预测，以及股利支付率假设，预计2023/2024/2025年中国石油股息率分别为5.24%/5.44%/5.66%，中国石化股息率分别为5.50%/5.90%/6.38%，中国海油股息率分别为4.76%/4.96%/5.29%，我们认为石化央国企高股息率有望持续。

◆ **行业评级及投资建议：**国际原油有望维持中高位，国内天然气顺价机制推进中，维持石油化工行业“推荐”评级。石油化工企业在业绩稳增长预期下，有望维持高股息率，重点关注中国石化、中国石油、中国海油、中国化学等。

◆ **风险提示：**国际原油及天然气价格波动、油气储量不确定性、宏观经济及政策、行业监管及税费政策、重点关注公司业绩不及预期。

- 政策催化叠加高股息率，央企估值提升
- 石化央企业绩有望稳中向上
 - ✓ 油气业务
 - ✓ 炼油和分销业务
 - ✓ 化工业务
- 石化央企高股息率有望持续
- 行业评级及投资建议
- 风险提示

- 2022年11月21日，前证监会主席易会满在金融街论坛上提出“中特估”，后于证监会系统工作会议、陆家嘴论坛中均多次提及。“中特估”的核心在于借鉴经典估值体系的基础上，更要结合中国特色。我们认为通过构建中国特色估值体系，央国企上市公司估值水平有望提升。

图表：“中特估”相关表述梳理

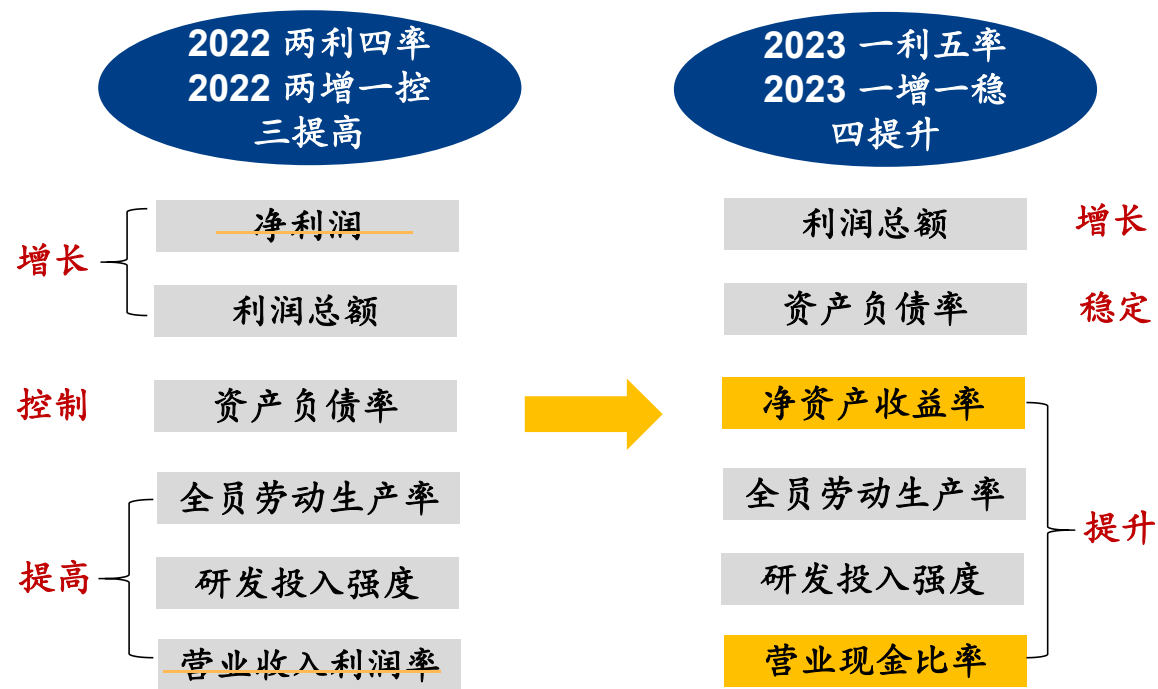
时间	政策主要内容
2022年11月21日	前证监会主席易会满在2022金融街论坛年会上表示：把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。
2023年2月2日	易会满在2023年证监会系统工作会议表示：深刻把握我国的产业发展特征、体制机制特色、上市公司可持续发展能力等因素，推动各相关方加强研究和成果运用，逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系，更好发挥资本市场的资源配置功能。
2023年6月8日	易会满在第十四届陆家嘴论坛表示：着力完善长效化的综合监管机制，推动上市公司提升治理能力、竞争能力、创新能力、抗风险能力、回报能力，夯实中国特色估值体系的内在基础。
2024年1月26日	中国证监会召开2024年系统工作会议，会议强调要加快构建中国特色估值体系，支持上市公司市场化并购重组，推动将市值纳入央企业考核评价体系，研究从信息披露等角度加大对低估值上市公司的约束。

资料来源：新华社、中国证监会官网、第一财经微信公众号，国海证券研究所

央企考核指标体系优化，持续催化央企价值重估

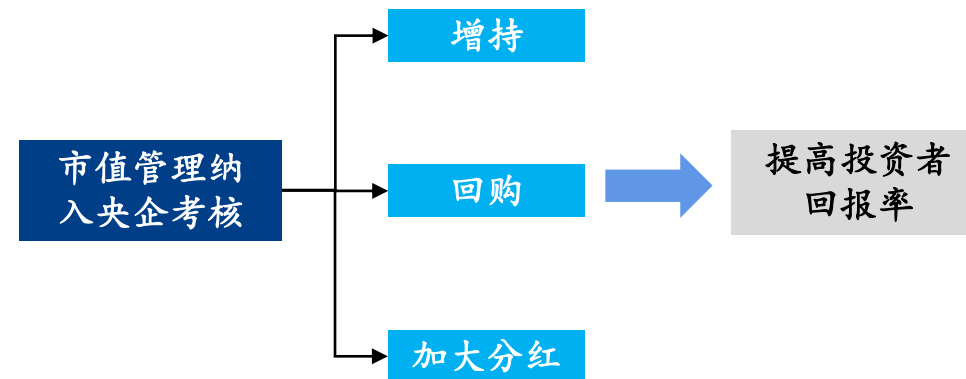
- 2023年1月，国资委优化央企经营指标体系为“一利五率”，并明确2023年其目标为“一增一稳四提升”。ROE/营业现金比率替换了净利润/营业收入利润率，说明对于央企盈利质量、企业价值更加重视。
- 2024年1月29日，国资委提出要全面推开央企上市公司市值管理考核，引导央企负责人通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好回报投资者。在整体经济增速放缓的背景下，我们认为EPS稳定、低估值、高股息的化工央企投资机会值得关注。

图表：中央企业考核体系变化



资料来源：《中央企业高质量发展考核指标体系变迁逻辑与落实路径》朱俊卿（2023），国海证券研究所

图表：市值管理纳入考核体系



资料来源：北京日报，国海证券研究所

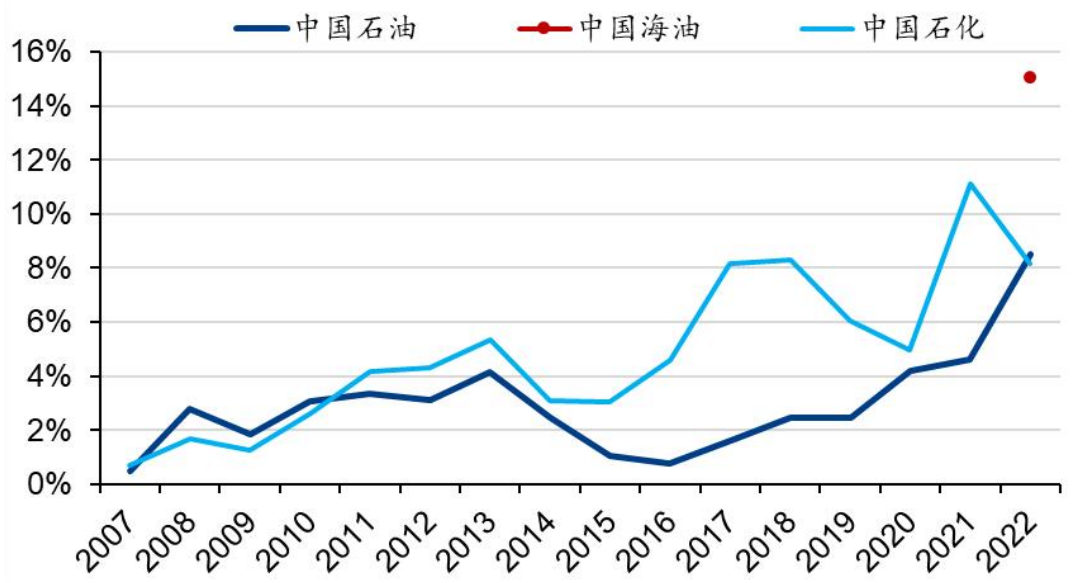
石化央企：低估值高股息，机构持仓相对较少

图表：石化行业央企分红及机构持仓情况

公司名称	股票代码	最新市值 (亿元人民币)	2022年股息率	2022年股利支付率	PE (TTM)	PB	2023Q3机构持仓比例
中国石油	601857.SH	16,069	8.50%	51.8%	10.0	1.13	1.2%
中国海油	600938.SH	11,954	15.08%	77.0%	9.2	1.94	14.2%
中国石化	600028.SH	7,400	8.14%	64.5%	11.8	0.93	3.3%
中国石油股份	0857.HK	10,151	13.34%	52.1%	6.4	0.72	
中国海洋石油	0883.HK	6,977	14.53%	43.5%	5.4	1.10	
中国石油化工股份	0386.HK	4,691	10.66%	65.3%	7.5	0.59	

资料来源：Wind，国海证券研究所 注：数据截至2024/3/1

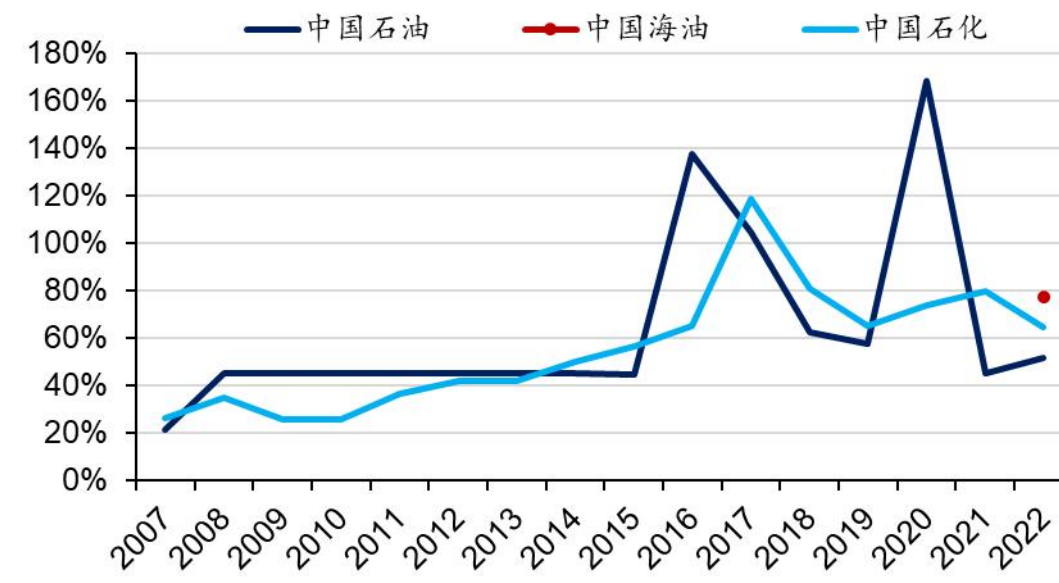
图表：石化央企历年股息率情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

注：中国海油于2022年A股上市，2022年股息率为15.1%

图表：石化央企历年股利支付率情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

注：中国海油于2022年A股上市，2022年股利支付率为77.0%

- 政策催化叠加高股息率，央企估值提升
- 石化央企业绩有望稳中向上
 - ✓ 油气业务
 - ✓ 炼油和分销业务
 - ✓ 化工业务
- 石化央企高股息率有望持续
- 行业评级及投资建议
- 风险提示

- 以2022年数据为例，分析对比石化央企业务结构：中国石油和中国石化均属于油气全产业链一体化布局的企业，但中国石油上游-中游-下游相对均衡，中国石化上游勘探开采占比相对较小，中游炼油化工占比较大。中国海油以上游油气勘探开采为主，直接销售天然气和原油。

图表：石化央企产业链各环节结构对比（2022年）

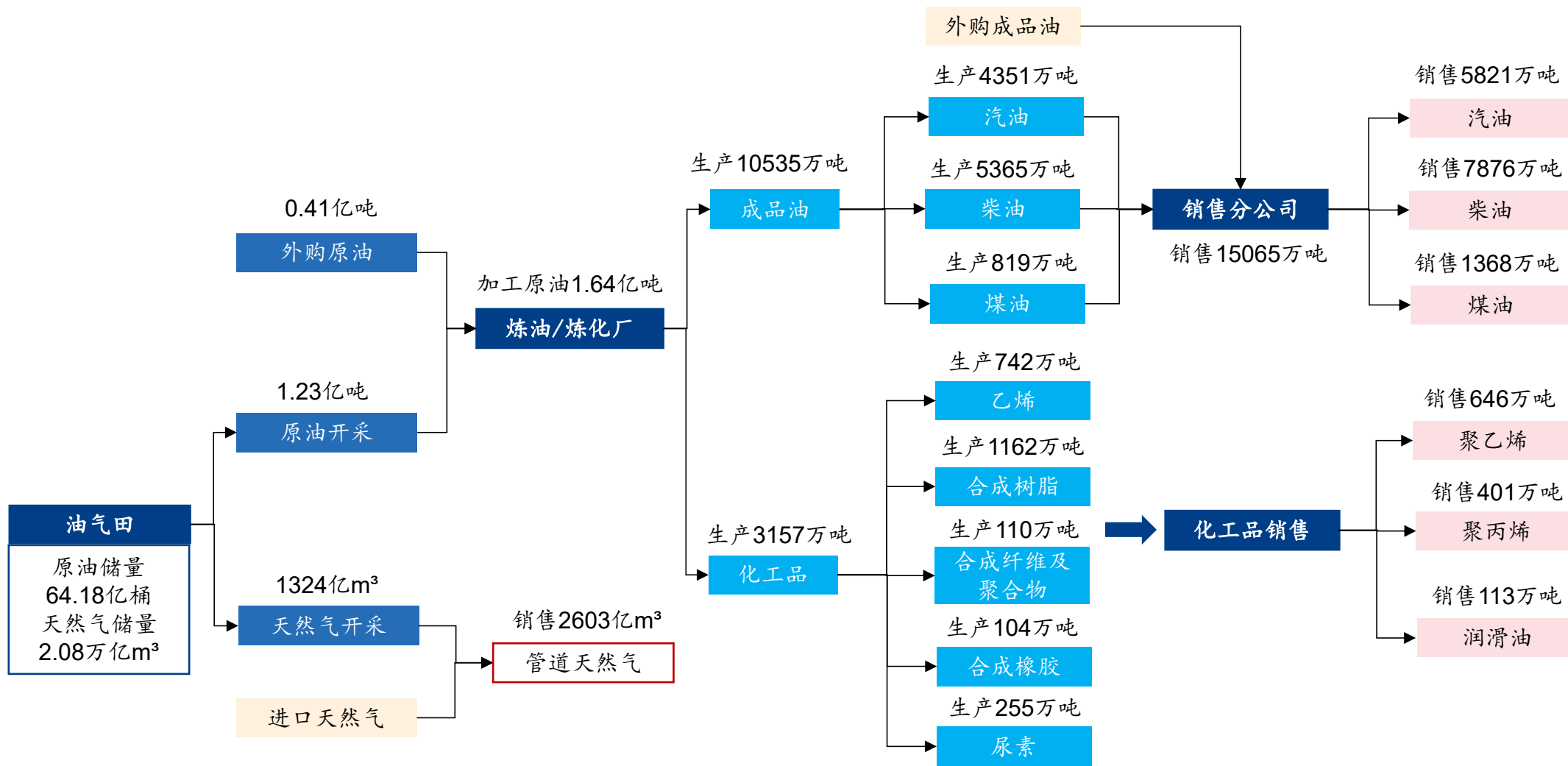
产业链位置		中国石油	中国石化	中国海油
上游-勘探开采	原油储量（百万桶）	6418	1962	4603
	天然气储量（亿立方米）	20799	2494	2721
	原油产量（百万桶）	906	281	490
	天然气产量（亿立方米）	1324	354	221
中游-炼油化工	原油加工量（百万桶）	1213	1781	
	成品油产量（百万吨）	105	140	
	化工品产量（万吨）	3157	8165	
下游-销售	成品油销量（百万吨）	151	207	
	天然气销量（亿立方米）	2603	319	206
	石油液体销量（百万桶）			479

资料来源：中国石油公司公告，中国石化公司公告，中国海油公司公告，国海证券研究所

注：（1）中国石油按照原油按1吨=7.389桶，天然气按1立方米=35.315立方英尺换算。（2）中国石化按照天然气产量按1立方米=35.31立方英尺换算；原油加工量按1吨=7.35桶换算；境内合资企业产品产量按100%口径统计。（3）中国海油按照1吨原油约合7.21桶、1立方米天然气约合35.26立方英尺。

中国石油：上下游一体化产业链全发展

图表：中国石油产业链梳理（2022年）



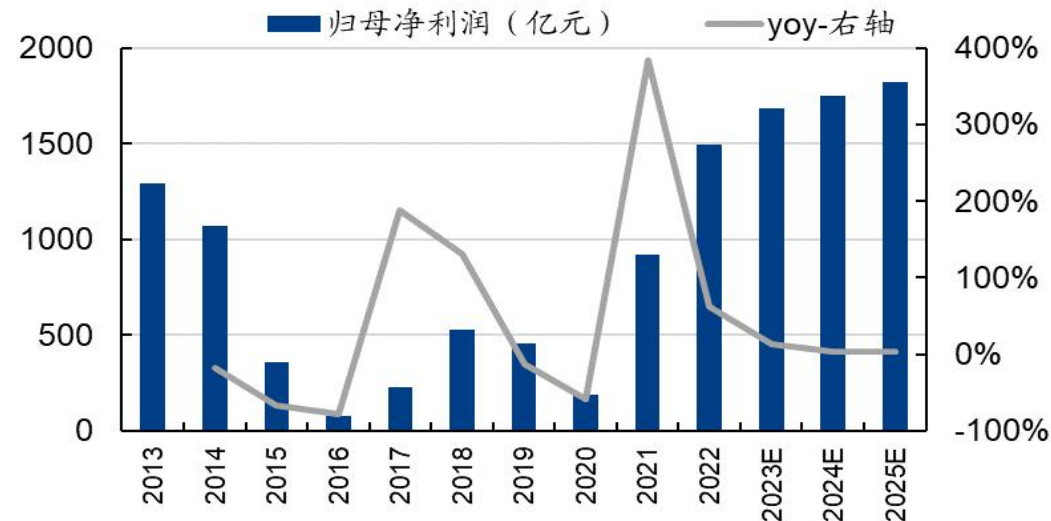
资料来源：中国石油公司公告，国海证券研究所

注：原油按1吨=7.389桶，天然气按1立方米=35.315立方英尺换算

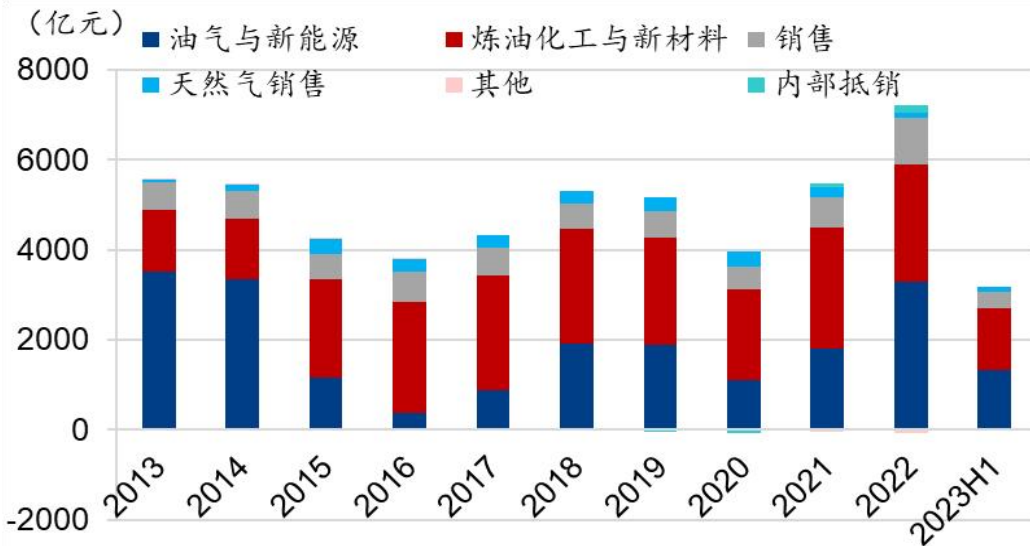
中国石油：油气、炼化化工业务是核心利润来源

- 公司油气产业链一体化优势明显，油气、炼化化工业务是核心利润来源。在油气价格高涨的背景下，2022年上游油气与新能源业务毛利率为36%，2023H1为32%。受益于油气产业链一体化布局，公司炼化化工与新材料维稳，2022/2023H1分别为23%/24%。
- 2023H1年，油气、炼化化工业务利润贡献最大，毛利占比分别为42%和43%。

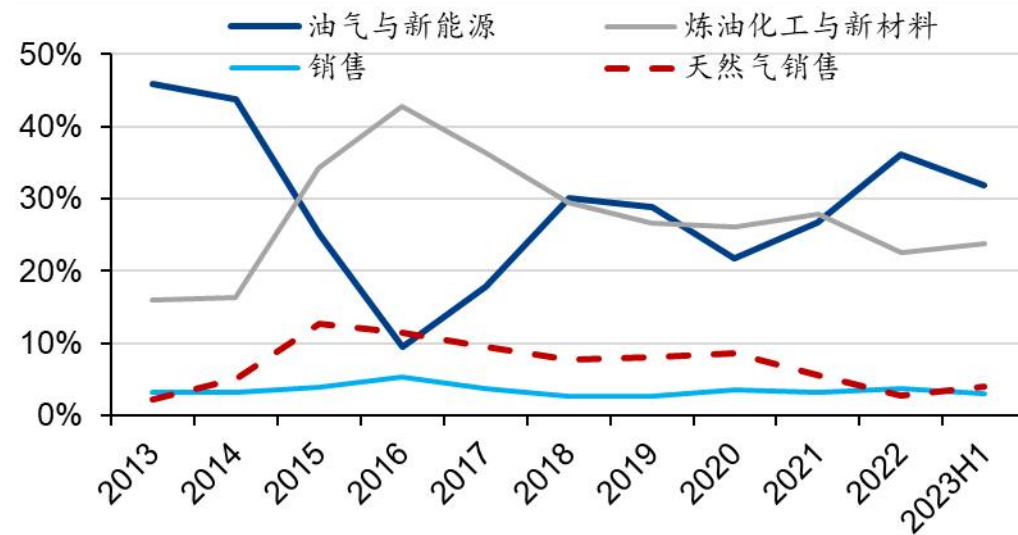
图表：中国石油历史归母净利润情况及预计



图表：中国石油毛利润构成情况

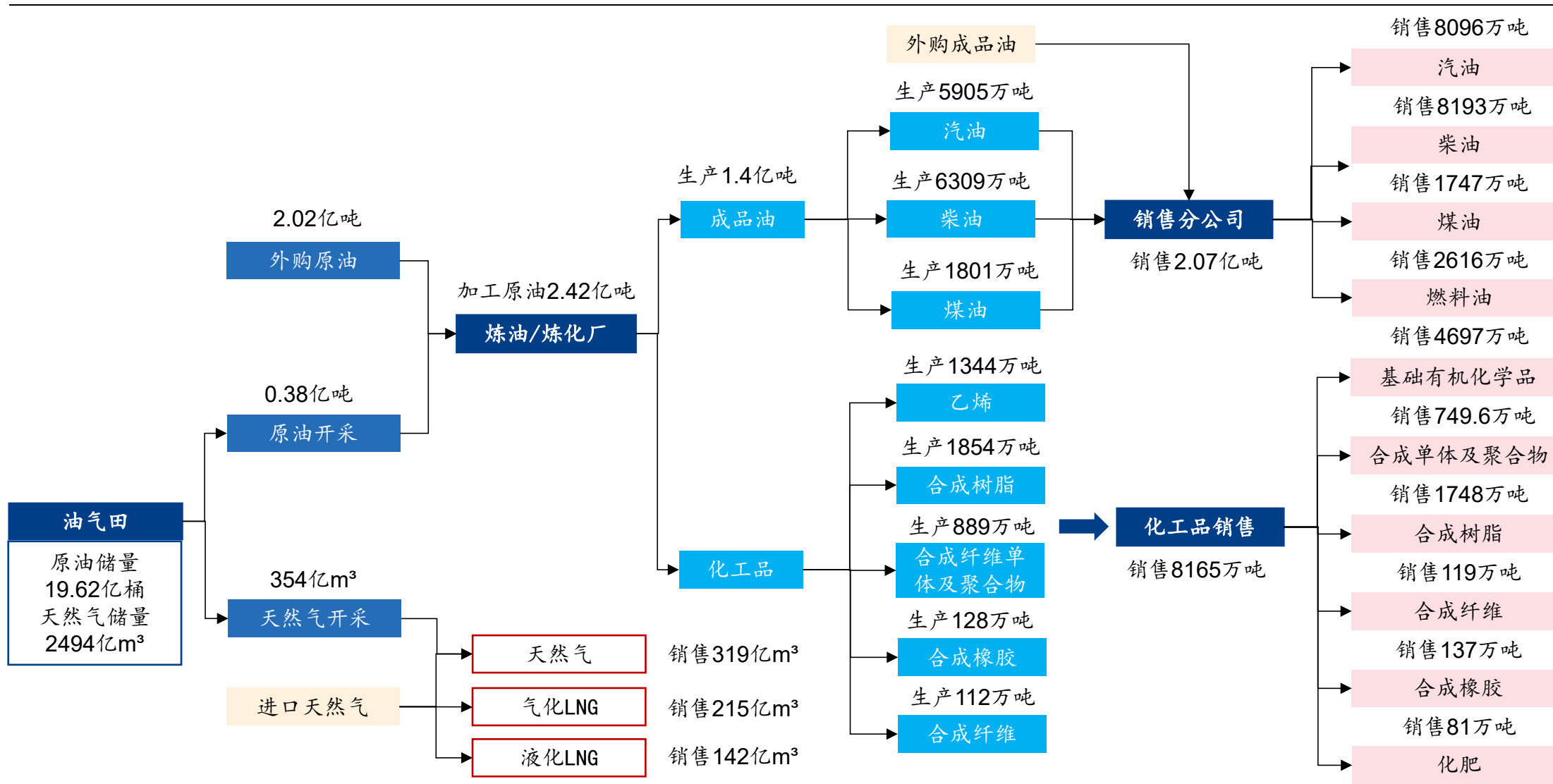


图表：中国石油各板块业务毛利率情况



中国石化：下游炼化产品占比较重

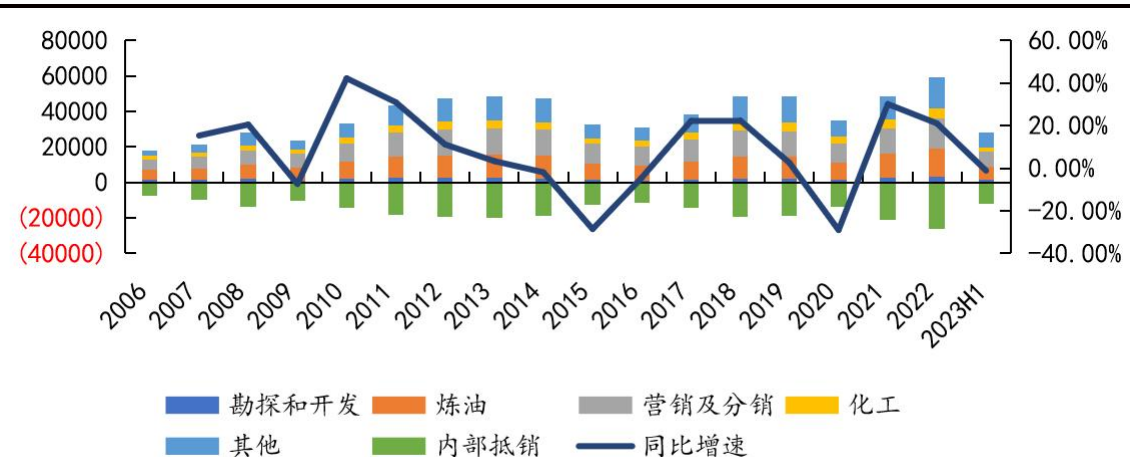
图表：中国石化产业链梳理（2022年）



资料来源：中国石化公司公告、国海证券研究所（注：境内合资企业产品产量按 100%口径统计）

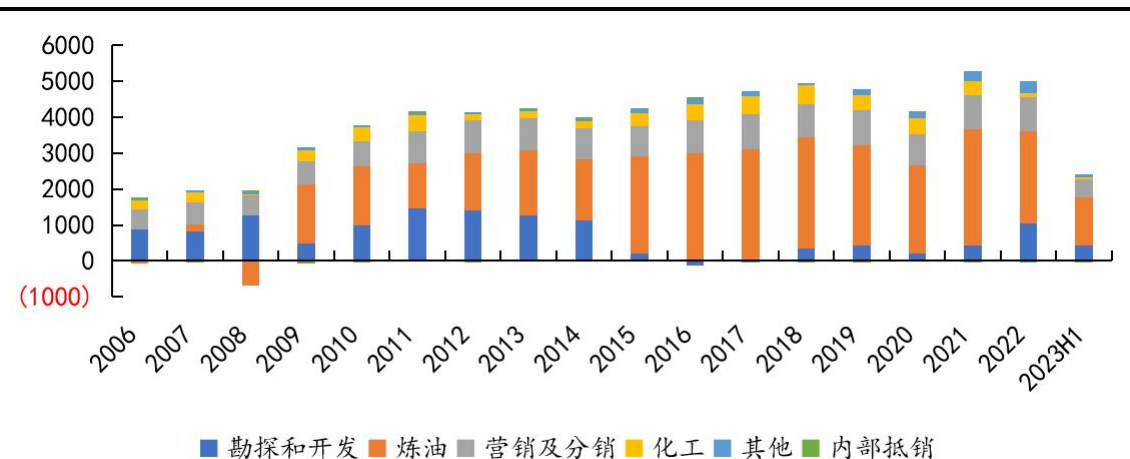
中国石化：下游炼化产品占比较重

图表：中国石化历史营收（亿元）



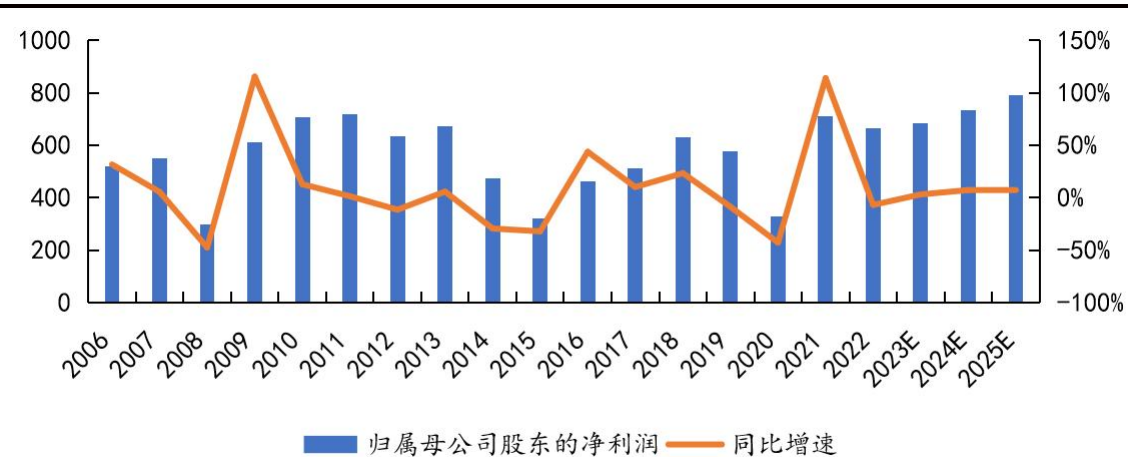
资料来源：wind、国海证券研究所

图表：中国石化分行业毛利（亿元）



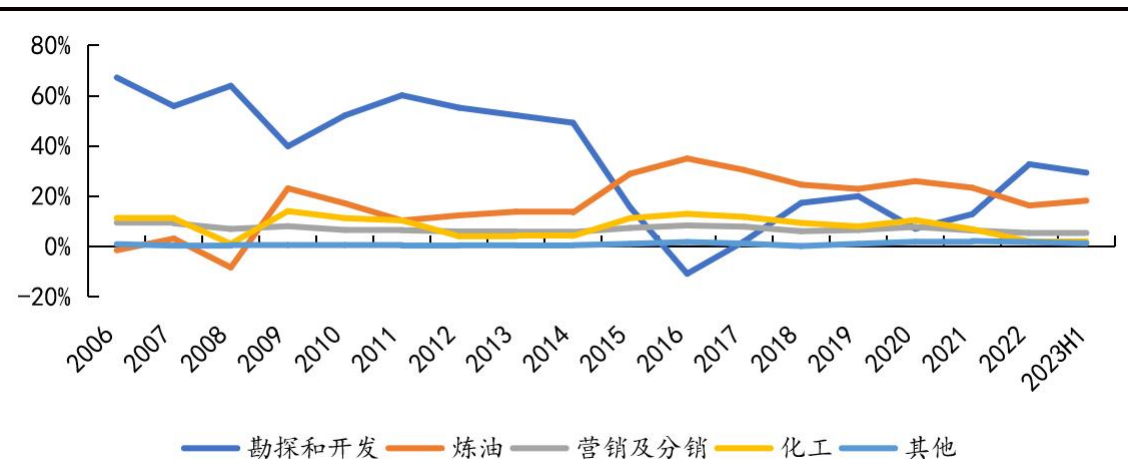
资料来源：wind、国海证券研究所

图表：中国石化历史归母净利润及预测（亿元）



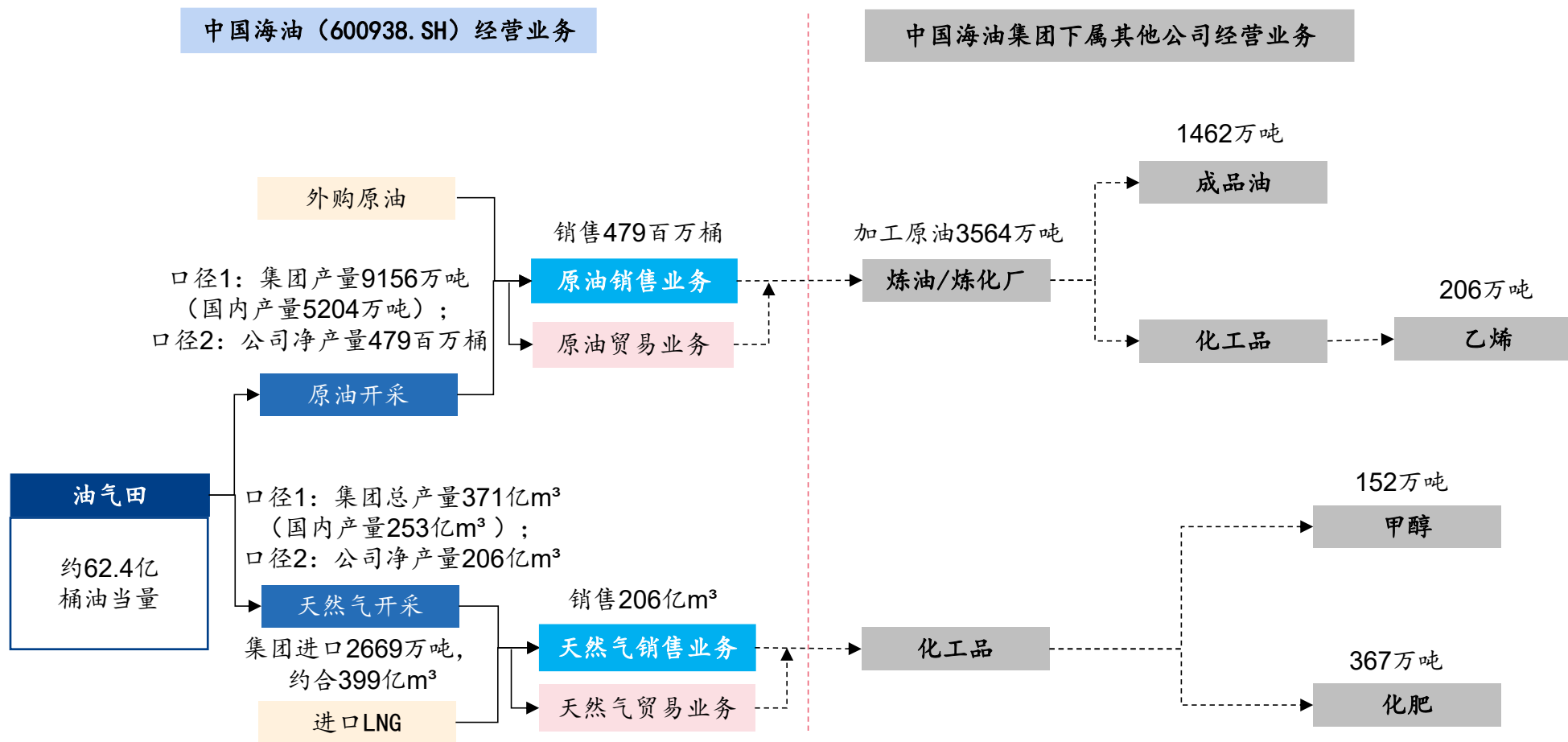
资料来源：wind、国海证券研究所

图表：中国石化分行业毛利率



资料来源：wind、国海证券研究所

图表：中国海油产业链梳理（2022年）



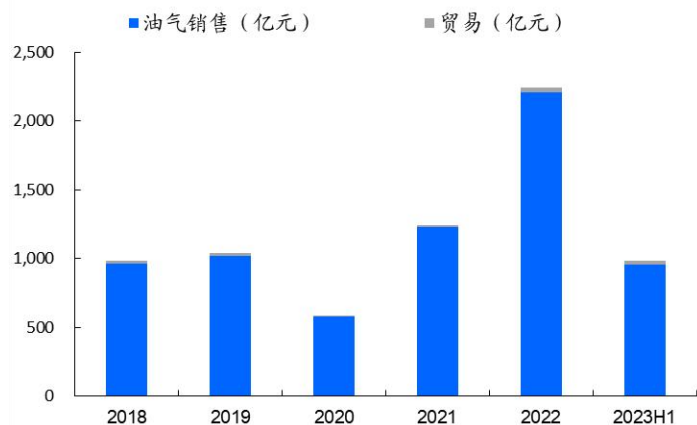
资料来源：中国海油公司公告，中国海油公众号，《中国海洋石油集团有限公司2022年可持续发展报告》，国海证券研究所

注：1) 按照1吨原油约合7.21桶、1立方米天然气约合35.26立方英尺、LNG气化比1吨=1495标方进行计算，2) 年作业天数按照365天计算，3) 产销量均不包含权益部分，4) 贸易收入指公司及其子公司在石油产品分成合同下销售归属于外国合作方的原油及天然气和通过公司的子公司买卖原油及天然气取得的贸易收入，5) 口径1为集团公布数据，口径2为公司年报公布数据，净产量指公司拥有的产量，不包括政府留成部分和合作方分成部分，6) 中国海油是中国海油集团在中国境内外从事的石油勘探、开发、生产和销售业务以及液化天然气业务，其中销售业务仅包括上述石油生产后的直接销售的唯一机构。

中国海油：专注上游油气开发生产

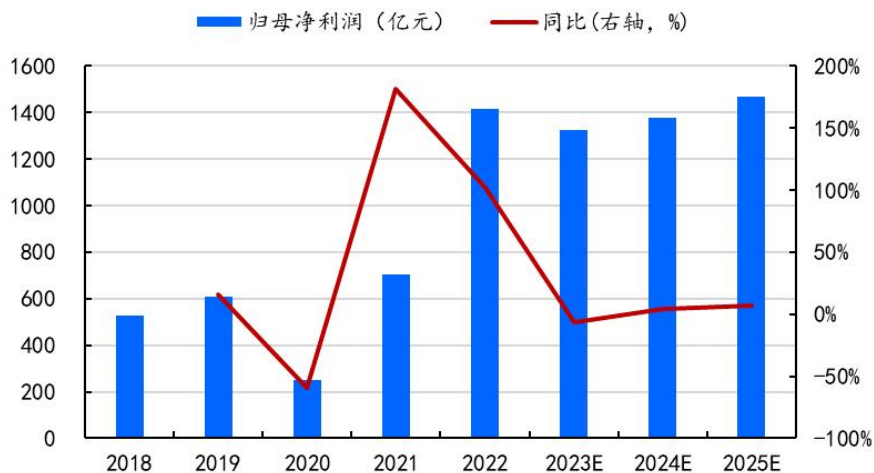
- 中国海油是一家专注油气勘探、开发与生产的上游公司，公司经营中不涉及下游炼化及零售业务，原油产量占油气总产量的比例较高，整体盈利性更强。公司享有中国海域对外合作专营权、降低油气田发现成本的同时，持续优化成本管控。2023H1公司油气销售业务、贸易业务毛利率分别为62.9%/8.3%，盈利能力领先。
- 公司毛利主要来自于油气销售业务，2023H1油气销售业务实现毛利954亿元，毛利占比约97%。

图表：中国海油分业务毛利情况



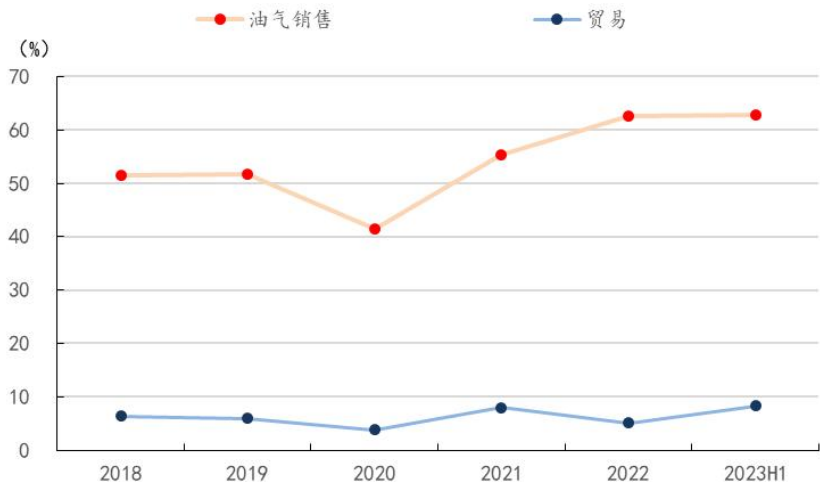
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：中国海油归母净利润及预测



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：中国海油分业务毛利率情况



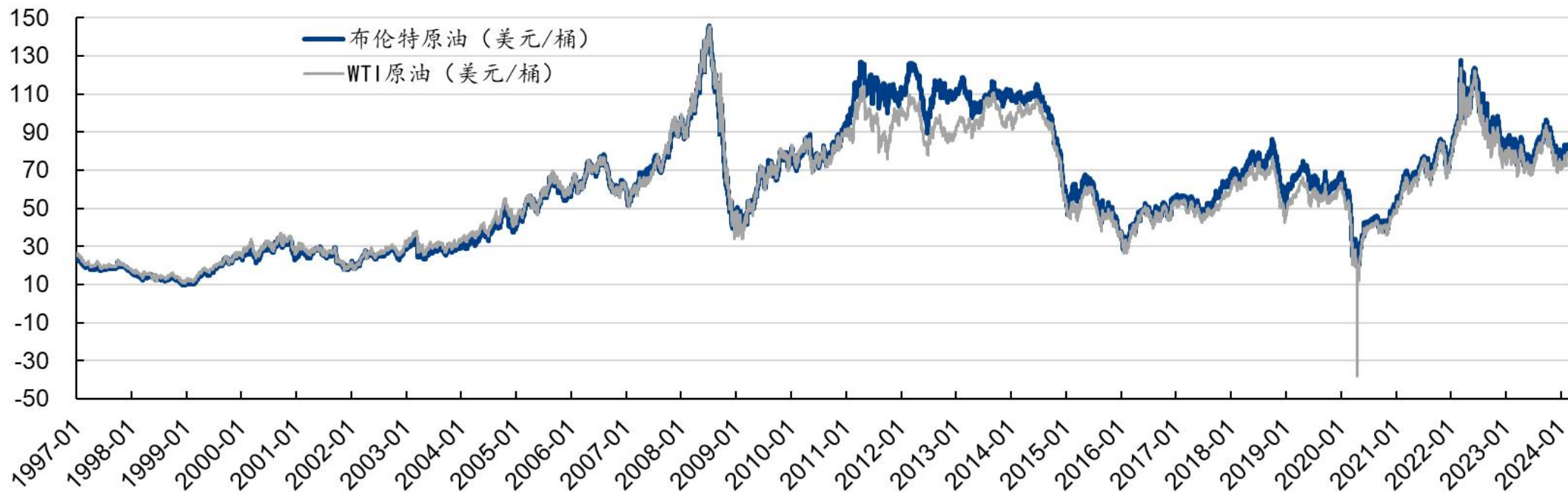
资料来源：Wind，国海证券研究所

- 政策催化叠加高股息率，央企估值提升
- 石化央企业绩有望稳中向上
 - ✓ 油气业务
 - ✓ 炼油和分销业务
 - ✓ 化工业务
- 石化央企高股息率有望持续
- 行业评级及投资建议
- 风险提示

2.1.1 原油价格：预计国际原油价格维持中高位震荡

- 据百川盈孚，2023年国际原油价格较2022年震荡下跌，主要由于下游需求较弱，在以沙特为首的OPEC组织缩减供应的支撑下，国际原油年均价保持在80美元/桶附近。
- 展望2024年，全球能源需求增速放缓，但供给端仍存在多重扰动，尤其是原油。一方面，美国原油产量将继续增加，委内瑞拉石油生产出口不再受限，另一方面，地缘局势仍较为紧张，伊朗石油仍将受限，此外以沙特为首的OPEC组织的产油动态也需要重点关注。据EIA在2024年2月6日发布的全球原油市场展望，预计2024年布伦特原油均价在81美元/桶附近，我们认为2024年油价中枢在75-85美元/桶。

图表：原油价格

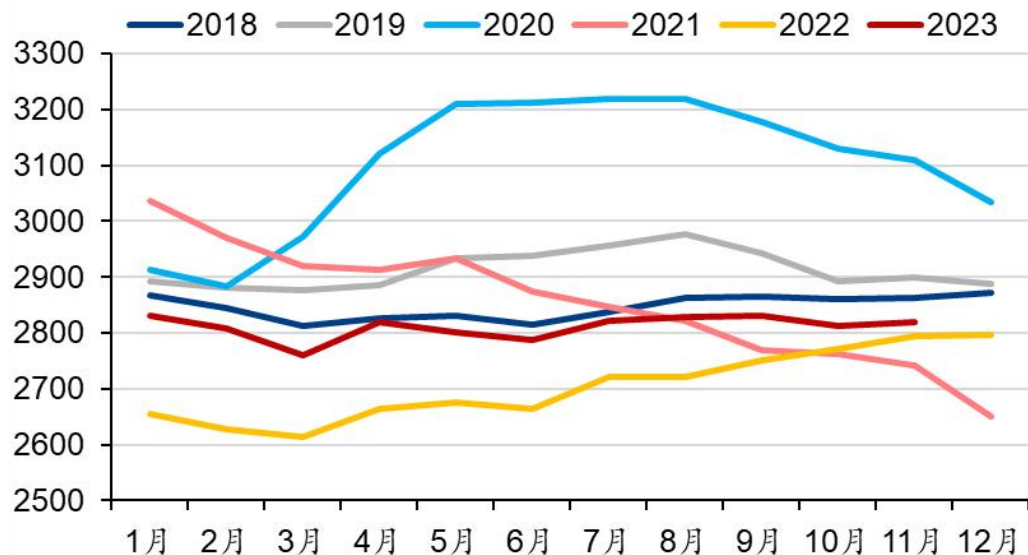


资料来源：Wind，国海证券研究所

2.1.1 原油库存：降至较低水平

- 全球原油库存降至低位：2020年下半年以来，OPEC+等产油国联合减产，叠加中国等经济体需求复苏，原油库存逐渐去化。据EIA，截至2023年12月，OECD商业原油库存27.67亿桶，低于2018-2022年同期均值；截至2024年第七周，美国商业原油库存4.43亿桶，低于2018-2023年同期均值。
- 自2021年下半年以来，美国多次释放战略石油储备，美国石油储备降至历史低位。截至2024年2月16日，美国战略石油储备为3.60亿桶，处于历史5%分位数（2010.1.1-2024.2.16）。

图表：OECD商业原油库存（百万桶）

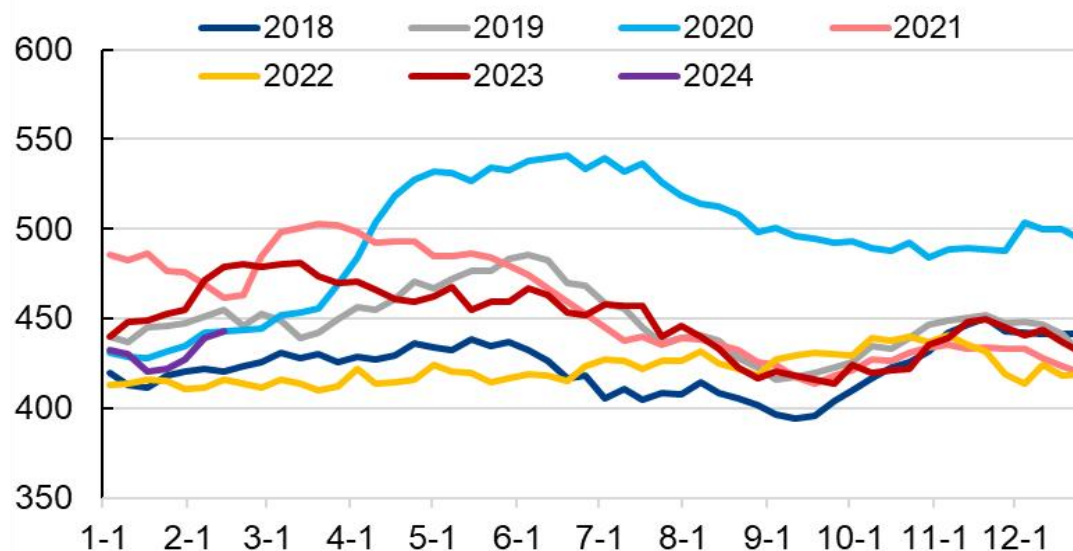


资料来源：EIA，国海证券研究所

图表：美国战略石油储备原油变化



图表：美国商业原油库存（百万桶）



请务必阅读报告附注中的风险提示和免责声明

2.1.1 原油供需：整体偏紧平衡

图表：全球原油供需平衡测算表（2024年1月）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
供给（百万桶/日）								
OECD	29.93	31.53	30.6	31.14	32.35	34.21	34.77	35.27
美国	17.9	19.53	18.62	18.99	20.3	21.88	22.26	22.64
加拿大	5.35	5.48	5.23	5.54	5.7	5.74	5.88	6.05
墨西哥	2.08	1.92	1.93	1.92	1.9	2.11	2.04	1.96
其他OECD国家	4.6	4.6	4.81	4.68	4.44	4.48	4.59	4.63
非OECD	70.55	68.77	63.28	64.57	67.64	67.52	67.57	68.67
OPEC	35.08	33.09	29.37	30.46	32.93	32.19	31.96	32.63
欧亚大陆	14.54	14.6	13.43	13.74	13.84	13.72	13.65	13.81
中国	4.75	4.86	4.86	4.99	5.12	5.27	5.3	5.3
其他非OECD国家	16.17	16.21	15.62	15.37	15.74	16.33	16.66	16.93
全球供给合计	100.48	100.3	93.88	95.7	99.99	101.73	102.34	103.95
消费（百万桶/日）								
OECD	47.73	47.74	42.01	44.81	45.66	45.93	46.06	45.99
美国	20.51	20.54	18.19	19.89	20.01	20.18	20.45	20.46
加拿大	2.51	2.49	2.19	2.28	2.29	2.44	2.38	2.35
欧洲	14.32	14.3	12.41	13.12	13.51	13.51	13.47	13.45
日本	3.85	3.76	3.36	3.41	3.37	3.36	3.26	3.22
其他OECD国家	6.4	6.53	5.74	5.99	6.36	6.33	6.38	6.41
非OECD	52.32	53.15	49.57	52.33	53.49	55.14	56.4	57.68
欧亚大陆	4.64	4.89	4.53	4.67	4.53	4.59	4.74	4.78
欧洲	0.75	0.77	0.71	0.75	0.76	0.76	0.77	0.77
中国	13.61	14.01	14.43	15.27	15.15	15.94	16.27	16.52
其他亚洲国家	13.62	13.7	12.34	13.15	13.66	14.09	14.57	15.06
其他非OECD国家	19.7	19.79	17.56	18.5	19.39	19.76	20.06	20.56
全球消费总计	100.05	100.9	91.58	97.14	99.15	101.07	102.46	103.67
全球供给-全球消费	-0.42	0.6	-2.3	1.44	-0.84	-0.65	0.12	-0.28

资料来源：EIA，国海证券研究所

2.1.1 原油供给：资本支出增长缓慢

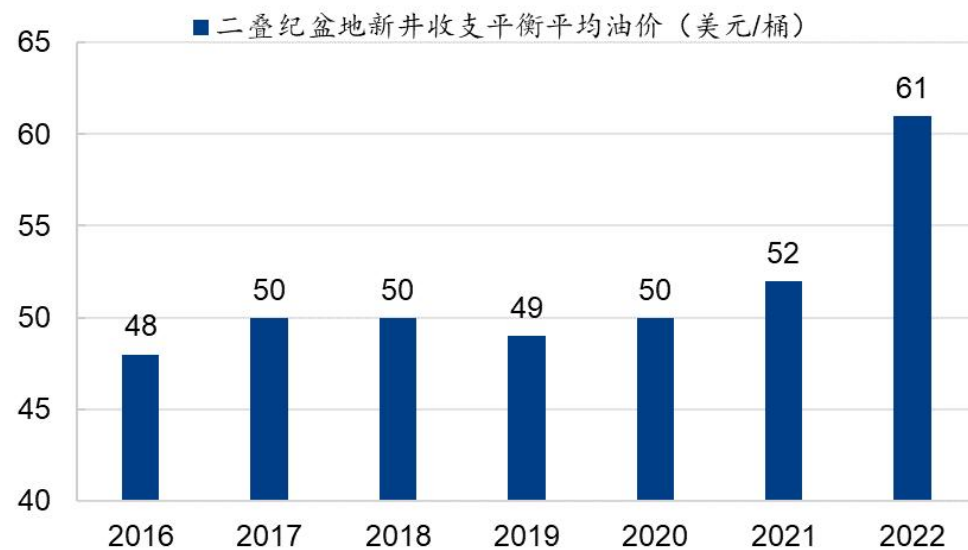
- 据IEA，2020年，全球疫情冲击原油价格，全球石油和天然气上游资本开支较2019年减少26%。2021/2022年，全球经济复苏叠加OPEC+减产，国际原油价格大幅上涨，全球石油和天然气上游资本开支均有所回升（2021/2022年同比分别+4.4%/+10.5%），但仍明显低于2019年资本开支水平。
- 据IEA，2023年，全球石油和天然气上游资本开支预计同比+7.2%回升至5080亿美元。但若考虑到2019年以来的成本通胀，实际的资本开支水平增长幅度低于7.2%。例如近两年来美国页岩油核心产区二叠纪盆地新井收支平衡平均油价明显上升，主要受到劳动力成本上涨、勘探开采设备短缺以及通货膨胀的影响。

图表：全球油气上游资本支出



资料来源：IEA，国海证券研究所

图表：美国页岩油核心产区二叠纪盆地新井收支平衡平均油价

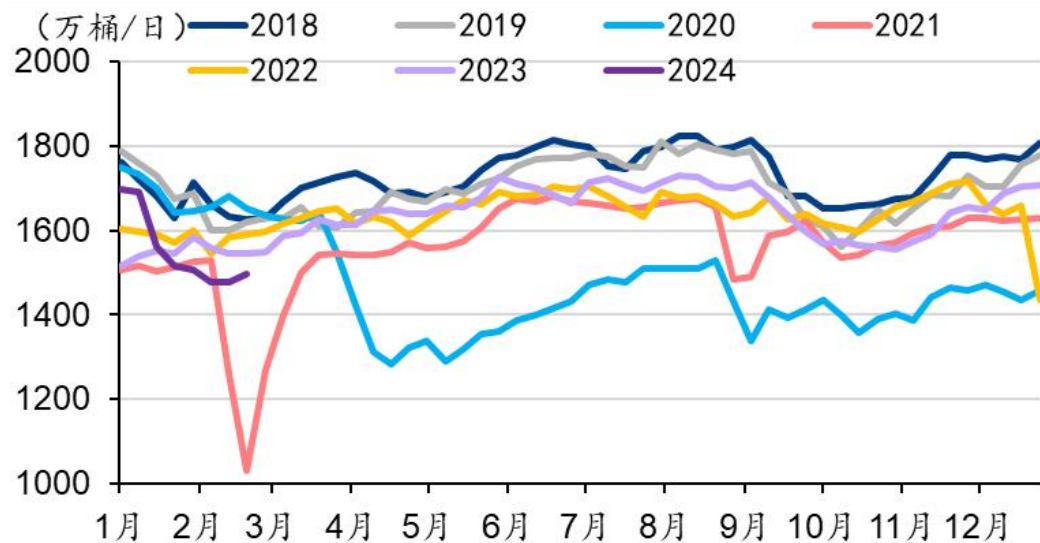


资料来源：EIA、Dallas Fed Energy，国海证券研究所

2.1.1 原油需求：美国原油需求较疫情期间明显改善

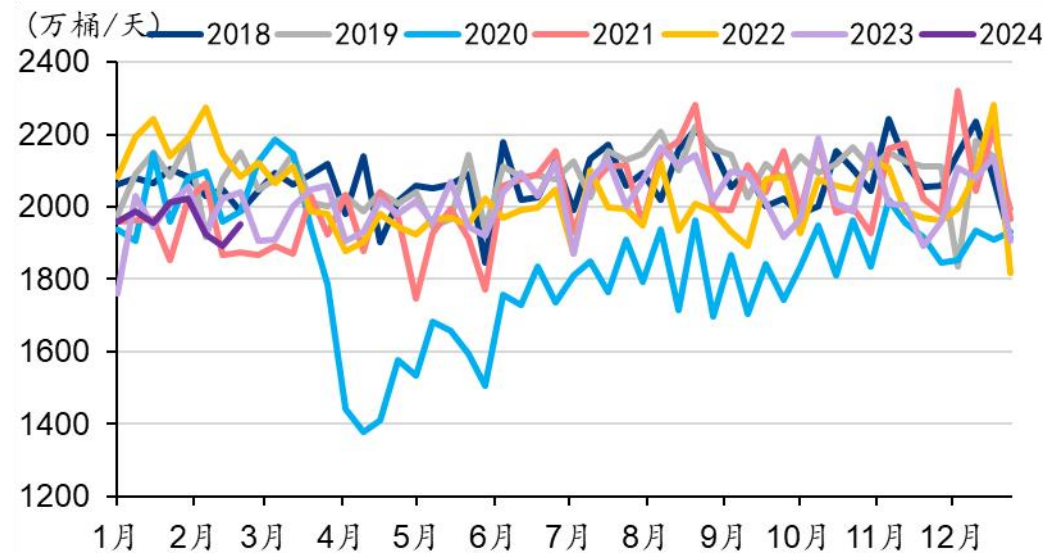
- 美国炼厂原油投入量提升，石油产品供应量明显增加。据EIA，2023年美国炼厂原油投入量为1634万桶/日，与2020年相比增长11%。截至2024年2月23日当周，美国炼厂原油投入量为1496万桶/日，产能利用率为81.5%。
- 据EIA，2023年美国石油产品供应量为2017万桶/日，与2020年相比增长10%。截至2024年2月23日当周，美国石油产品供应量为1953万桶/日。

图表：美国炼油厂原油投入量



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：美国石油产品供应量

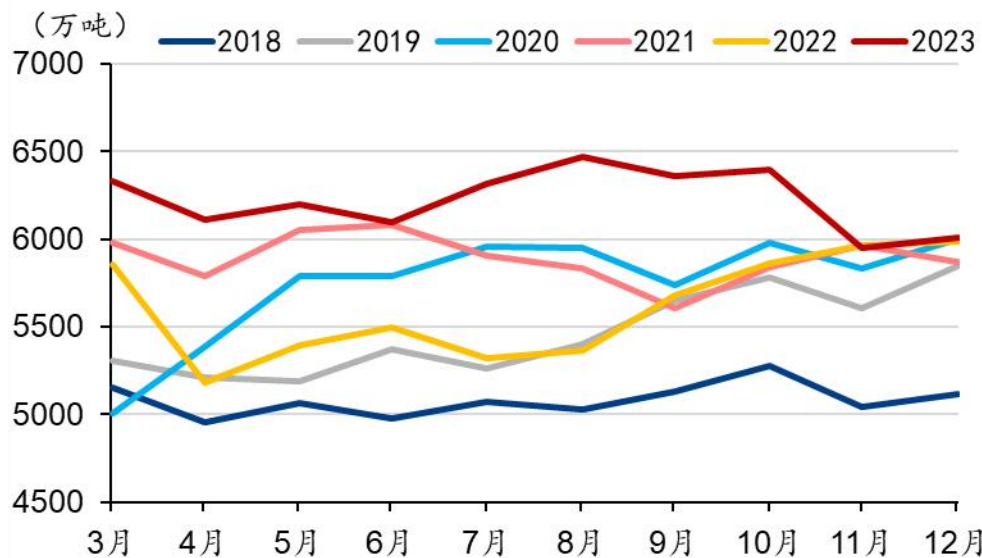


资料来源：Wind，国海证券研究所

2.1.1 原油需求：中国炼厂加工量逐步提升

- 中国炼厂原油加工量和主营炼厂开工率恢复至疫情前水平。2023年，中国炼厂原油加工量累计6.22亿吨，其中主营炼厂开工负荷平均在79%左右，同比上升6个pct；山东地炼开工率在67%左右，同比上升7个pct。2024年来看，中国启动降准刺激经济提振市场信心，随着国内经济复苏，对原油需求形成支撑。

图表：中国炼厂原油加工量



资料来源：Wind，国海证券研究所

注：国家统计局未公布每年1-2月的加工量

图表：中国炼厂产能利用率情况



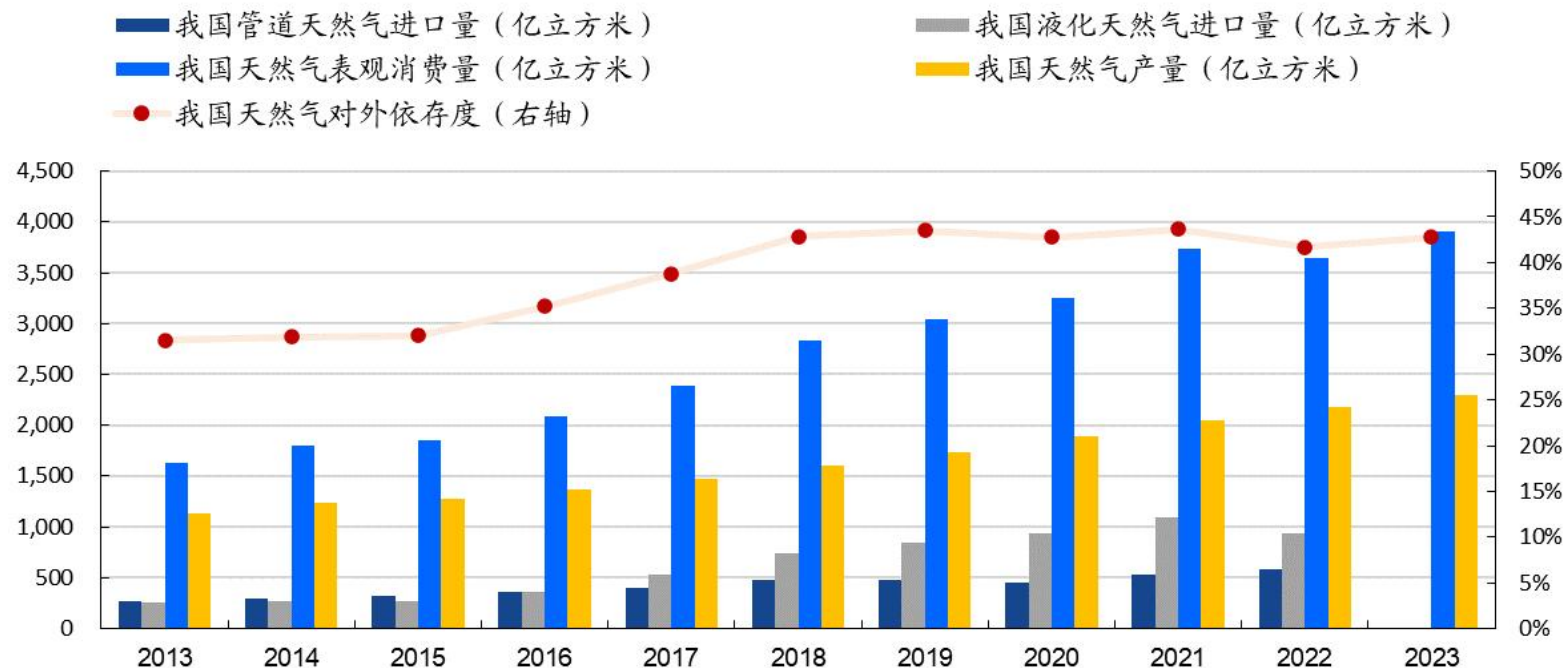
资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

2.1.2 我国天然气定价机制呈现出三种机制并存的态势

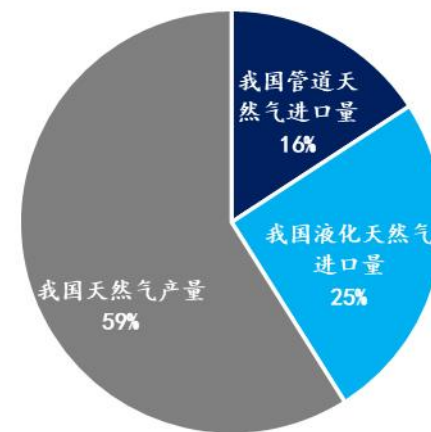
➤ 我国天然气定价机制呈现出三种机制并存的态势：

- ✓ 成本端：1) 国产天然气：基于“成本加成”原则定价。2) 进口 LNG：进口LNG合同价格与原油价格（JCC）挂钩，并通过引入S曲线等封顶机制，规避一定的市场风险。3) 进口管道天然气：中国进口管道气定价与国际管道气贸易定价方式基本一致，采用双方协定基准价格P0，随后根据调节因子和油品价格变动幅度进行调节。其中，中缅气与原油价格挂钩，中亚气与新加坡的燃料油等成品油价格挂钩。
- ✓ 销售端：据中国海油，中国除国产海上天然气采用市场定价外，其他国产陆上管道天然气和进入管网的进口天然气非居民价格由供需双方在国家规定的基准门站价格浮动范围内协商确定，居民价格由政府定价。

图表：我国天然气进口量、产量、表观消费量及对外依存度



2022年我国天然气消费构成

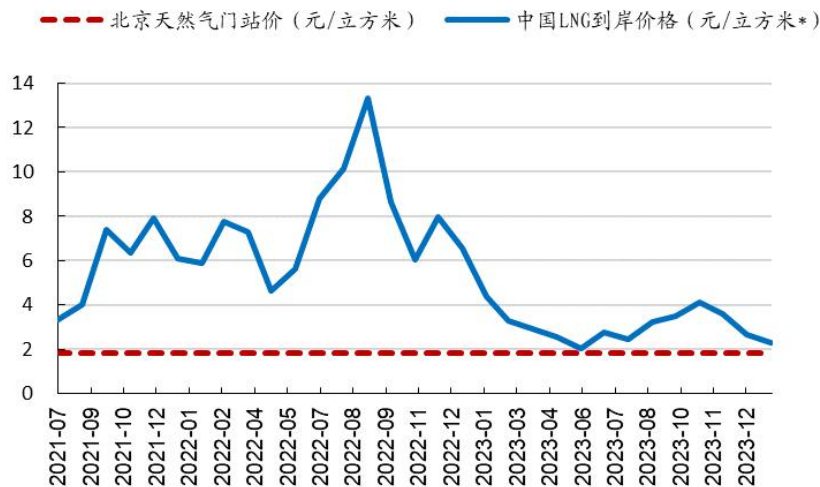


资料来源：Wind, iFinD, BP, 海关总署, 国海证券研究所

2.1.2 三桶油部分进口天然气亏损的原因有哪些？

- 目前三桶油天然气业务整体盈利，但部分进口气业务存在亏损。主要原因，一是LNG现货价格波动较大，门站价格整体调整有限；二是在长协签订方面，部分合同签订时间集中在2009-2014年高油价区间，同时进口部分国家气源价格相对较高。此外，三桶油承担着能源保供责任，例如进口LNG到岸后主要进入天然气管网，其余部分才通过槽车等方式进入流通市场，因此牺牲部分盈利空间。

图表：进口资源成本与门站价格倒挂（LNG现货和门站价进行比价）



资料来源：iFind，国海证券研究所

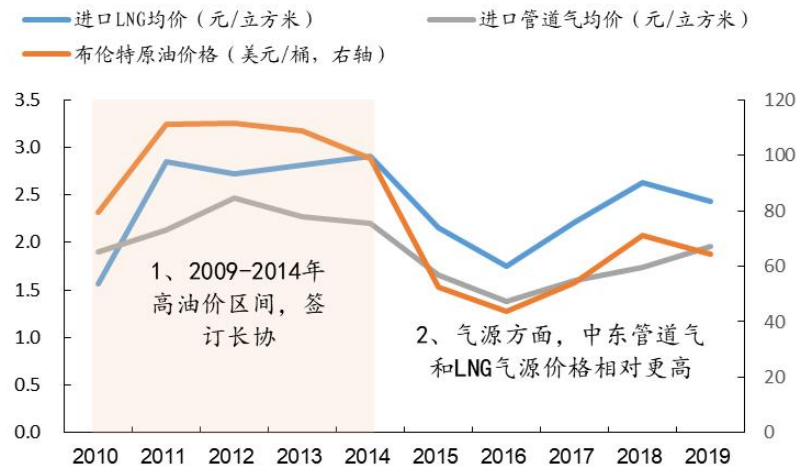
注：1) 1百万英热单位=1055兆焦，天然气热值为35兆焦/立方米，2) 国家实行天然气门站价格考虑了进口价格较高的因素，虽然进口气亏损，但天然气业务仍然赢利并保持增长

图表：中国石油进口管道天然气亏损情况



资料来源：中国石油公司公告，国海证券研究所

图表：高油价区间签订长协和进口气源来源

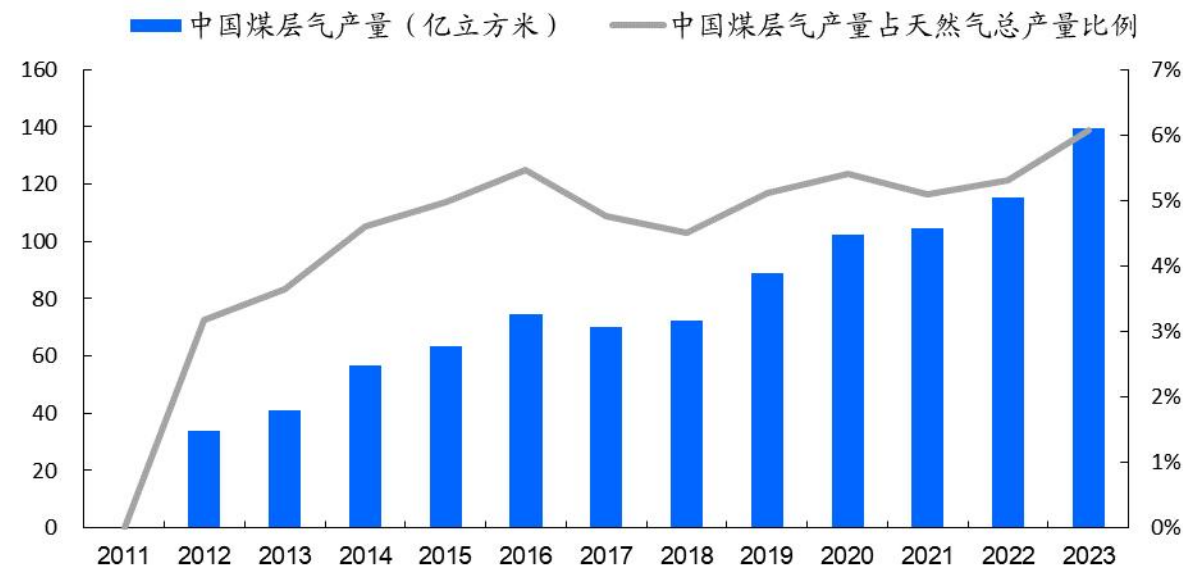


资料来源：《我国天然气进口价格差异性与降低成本对策研究》（殷建平 等），界面新闻，国海证券研究所

2.1.2 国产气：增储上产提供支撑，非常规气成为重要增长点

- 国产气增储上产提供有力支撑。2023年，我国天然气产量2297亿立方米，同比+5.5%。
- 非常规气成为重要增长点。2023年，煤层气稳步推进中浅层滚动勘探开发，深层实现重大突破，川渝页岩气产量增速亦较为明显。

图表：我国煤层气产量及占天然气产量比例



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：2023年全国大型油气田天然气产量情况

	油气田	产量
中国石油	长庆油田	截至11月14日，2023年累计生产天然气435.1亿立方米，同比增产11.4亿立方米 截至11月30日，2023年生产天然气458.18亿立方米
	中国石油西南油气田公司	截至11月24日，2023年生产天然气375.2亿立方米 截至12月14日，2023年产天然气量达到400.001亿立方米 2023年底，天然气年产量将达到420亿立方米，同比增长9.6%
	塔里木油田	截至11月15日，2023年累计生产天然气280.95亿立方米 2023年底，生产天然气326亿立方米
	大庆油田	截至12月28日，2023年生产天然气58亿立方米
	新疆油田	2023年，天然气产量超40亿立方米
	华北油田	2023年，天然气产量预计达35亿立方米
中国石化	西南石油局	2023年累计生产天然气超92亿立方米，同比增长9.5% 其中，元坝气田：截至10月24日，2023年元坝气田生产天然气超30亿立方米，同比增长3.4%
	大牛地气田	2023年，产气量超过30亿立方米
中国海油	南海西部油田	2023年，天然气总产量87.5亿方
	中联煤煤层气气田	2023年，天然气产量预计55亿方
	渤海油田	2023年，天然气产量超35亿立方米
其他	延长石油	截至12月30日，2023年累计生产天然气80.01亿立方米，较去年净增5亿方

资料来源：CEthinktank清燃智库公众号，国海证券研究所

2.1.2 进口管道气：气源集中在中亚三国，俄对华气源量增价减

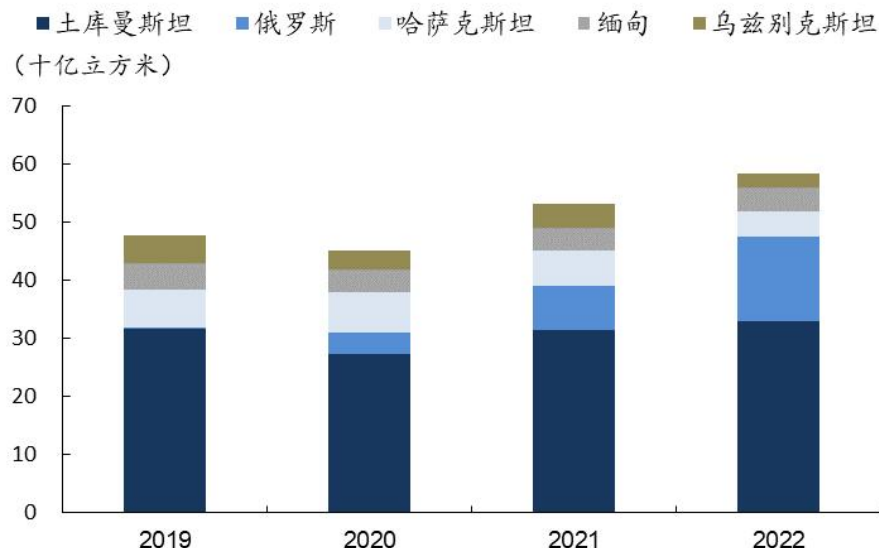
- 我国进口管道天然气主要来自中亚地区的土库曼斯坦、乌兹别克斯坦和哈萨克斯坦以及缅甸、俄罗斯。由于进口国家和管道运输距离不同，导致我国进口天然气价格存在差异。
- 2022年俄罗斯管道气增长54%，中亚管道气近年履约量波动加大。1) 进口管道气运输距离远、运费高。考虑到进口成本加上管输费和配气费，中亚气实际使用成本不低。目前，中国石油将加快中国-中亚天然气管道D线建设。D线设计输气能力为300亿立方米/年，将途经土库曼斯坦、乌兹别克斯坦、塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦，与管道现有A、B、C线形成网络，中国从中亚进口天然气输气能力将从每年550亿立方米提升到850亿立方米。2) 2023年俄罗斯进一步削减对欧洲天然气供应，加速对华天然气供应以及管线建设，2023年经“西伯利亚力量”管道供华的天然气约为2022年的1.5倍，达到227亿立方米。在建管道远东输气管道（100亿立方米/年）加速完成审批，计划不迟于2027年开始通过远东线路向中国供应天然气；东方联盟管道（500亿立方米/年）计划2024上半年启动，预计2030年全线贯通。

图表：中亚跨国天然气管道（A/B/C/D线）走向示意图



资料来源：天津大学

图表：我国管道天然气进口国家分布



资料来源：iFinD，国海证券研究所

2.1.2 进口LNG：气源相对丰富，现货及长协价格高位回落

- 我国LNG进口以长协合同为主，价格方面与油价挂钩，LNG现货采购仅作为补充。1) 我国签订的LNG长协大都与油价挂钩，据重庆石油天然气交易中心，2021年我国进口液化天然气长协中约20%的合同价格与美国HH指数、荷兰TTF指数、亚洲JKM指数挂钩，约70%的合同价格与布伦特原油指数、日本JCC油价挂钩；2) 采购LNG现货只是对国产气及进口管道气的必要补充，而且少量现货进口仅发生在冬季天然气保供短时间内，因此国际地缘政治造成的LNG现货价格波动，对我国整体LNG进口影响较小。
- 我国液化天然气进口气源比管道天然气进口气源更加丰富多元。同时受国际局势影响，我国进口LNG气源分布逐年产生差异。

图表：中国液化天然气综合进口到岸价格指数（2024/2/25指数为144）



资料来源：Wind，国海证券研究所
 注：2018年第一日历周为基期，当周中国LNG综合进口到岸价格为2853元/吨，价格指数为100

图表：我国LNG进口国家分布（2023年）

LNG进口国家分布	进口量(万吨)	价格(美元/吨)	进口量占比
澳大利亚	2420	611	34%
卡塔尔	1668	614	23%
俄罗斯联邦	808	640	11%
马来西亚	709	592	10%
印度尼西亚	399	706	6%
美国	315	667	4%
巴布亚新几内亚	253	751	4%
尼日利亚	118	635	2%
阿曼	102	751	1%
文莱	72	643	1%
其余	269	654	4%
总计	7132	—	—

资料来源：iFinD，海关总署，国海证券研究所

2.1.2 目前管道气定价已可保证合理收益

图表：中国石油、中国石化管道气合同方案

➤ 中国石油2023-2024管道气合同方案

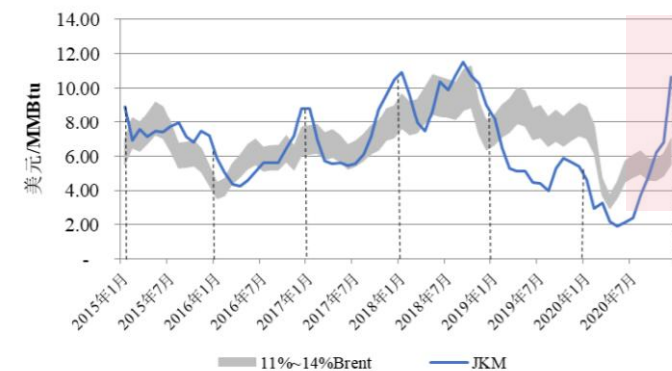
	管制气		非管制气		调峰量
	居民用气	均衡1	均衡2（固定价格）	均衡2（浮动价格）	
2023年4月-2023年10月 较门站价上浮比例	↑15%	↑20%	↑80%	挂靠JKM现货	
资源配置占比	70%		27%	3%	
2023年10月-2024年3月 较门站价上浮比例	↑15%	↑20%	↑80%	挂靠JKM现货	↑120%以上
资源配置占比	55%		42%	3%	

据财经十一人公众号，相比2022年，中国石油2023年的居民气价都调整为较门站价**上浮15%**，而2022年为**上浮5%**。在非管制气的均衡气量部分，2022年定价分为三档，**淡季上浮40%至80%**，**旺季上浮70%-80%**，而2023年则统一调整为**上浮80%**。

➤ 中国石化2023-2024管道气合同方案

类别	基础量		定价量	顺价量
	基础量1/居民	基础量2/非居		
非采暖季（较门站价上浮）	↑5%	↑40%以上	进口气源综合成本	现货或交易中心价格
采暖季（较门站价上浮）	↑5%	↑60%以上		
资源配置	资源地市场	100%		0
	非资源地市场	60%-70%		30%-40%

典型LNG长约采购定价公式与JKM价格指数

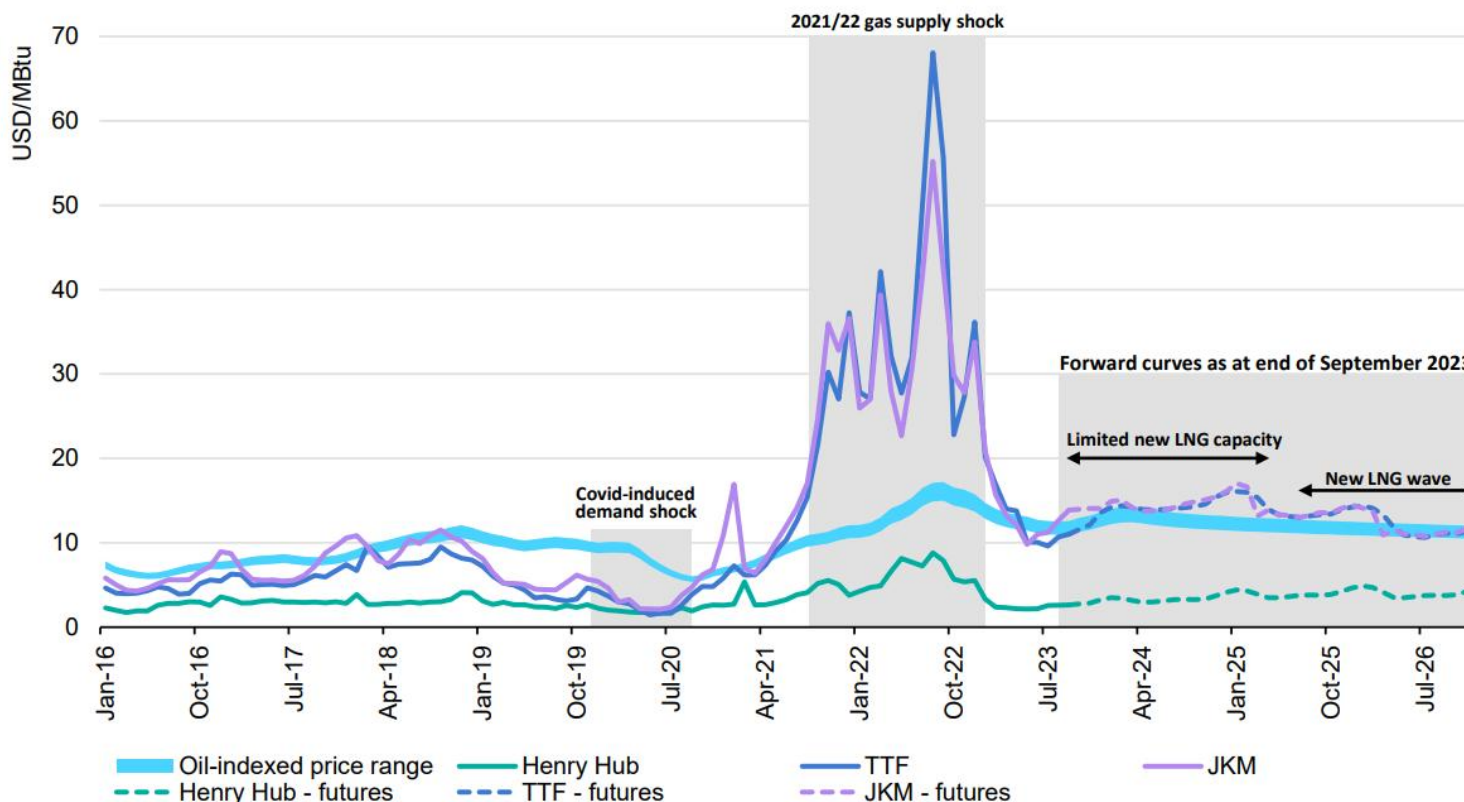


资料来源：财经十一人公众号、九丰能源招股书，国海证券研究所
注：JKM为市场机构普氏发布的日韩LNG现货到岸价格

2.1.2 天然气价格：预计2024-2025年天然气价格维持稳定

- 据IEA预测，未来2-3年全球天然气价格整体高位回落，除2021及2022年极端行情外，天然气价格仍然处于历史中高位水平。全球来看，欧洲及东北亚地区天然气价格处于震荡下行阶段，美国地区天然气价格维持相对低位。
- 据IEA预计，美国天然气整体供不应求，2024年及2025年天然气价格整体仍存在小幅上行空间，预计2024及2025年Henry Hub天然气平均价格3.00美元/百万英热以下，较2023年有所上涨。

图表：全球天然气价格及变化趋势（2023年9月预测）

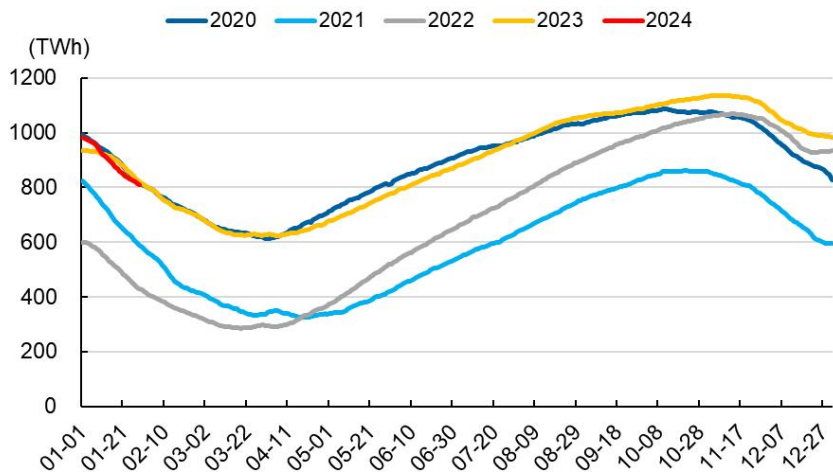


资料来源：Medium-Term Gas Report 2023（IEA）

2.1.2 天然气库存：处于历史高位

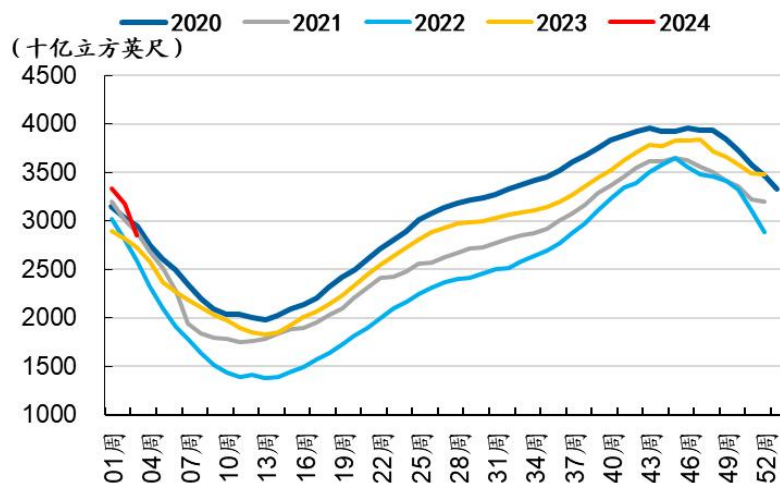
- 天然气库存处于历史高位。据ICIS，2023年底，美国天然气库存为3.45万亿立方英尺，为2015年以来最高水平。为防止天然气断供，欧洲地区天然气库存维持较高水平，据BNEF，2023年9月欧洲统计区域的天然气库存目前达到最大可储容量的94%，远高于去年同期的83%。综合看来，全球天然气市场供需相对宽松，美国及欧洲近期库存均维持历史同期高位。

图表：欧盟天然气库存



资料来源：iFind，国海证券研究所

图表：美国天然气库存



资料来源：Wind，国海证券研究所

2.1.2 天然气供需：全球天然气阶段性供应宽松

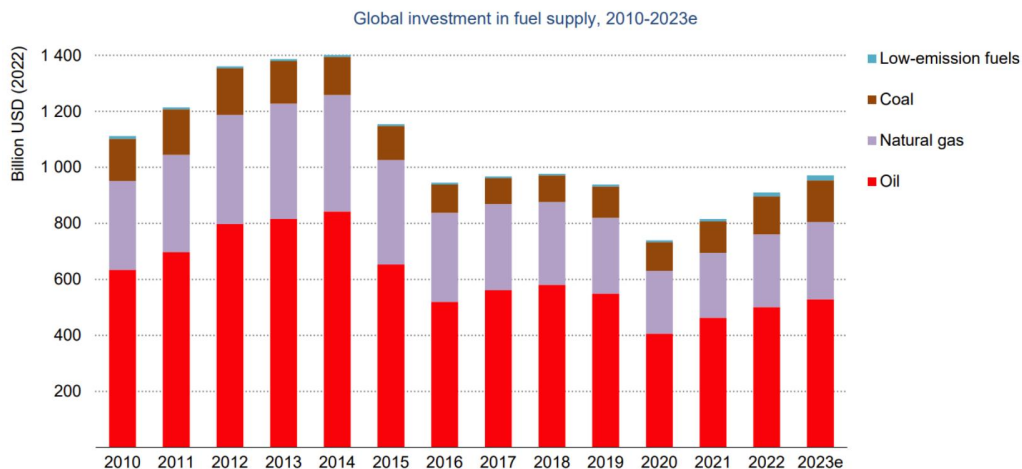
图表：全球天然气供需平衡表

供给量 (十亿立方米)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
非洲	239	260	245	251	259	265	270
亚太	622	646	655	668	677	680	690
其中：中国	189	205	216	227	234	242	250
中南美洲	150	148	152	145	149	152	153
欧亚	866	961	865	806	828	846	867
其中：俄罗斯	692	762	672	620	641	659	677
欧洲	230	222	230	218	221	220	216
中东	670	692	715	729	745	765	815
北美	1145	1183	1232	1264	1267	1290	1314
其中：美国	954	984	1021	1046	1050	1070	1091
全球合计	3922	4112	4094	4081	4146	4218	4325
需求量 (十亿立方米)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
非洲	161	169	164	170	178	184	191
亚太	834	891	877	904	939	990	1062
其中：中国	325	367	364	390	413	449	496
中南美洲	142	153	150	144	147	150	153
欧亚	585	649	622	625	633	647	660
其中：俄罗斯	461	516	487	490	495	506	517
欧洲	576	609	524	489	496	495	493
中东	546	562	580	590	602	621	642
北美	1079	1091	1144	1149	1139	1128	1124
其中：美国	868	874	919	922	912	901	899
全球合计	3923	4124	4061	4071	4134	4215	4325
全球供给-全球需求	-1	-12	33	10	12	3	0

2.1.2 天然气供给：近年来天然气资本开支逐渐回升

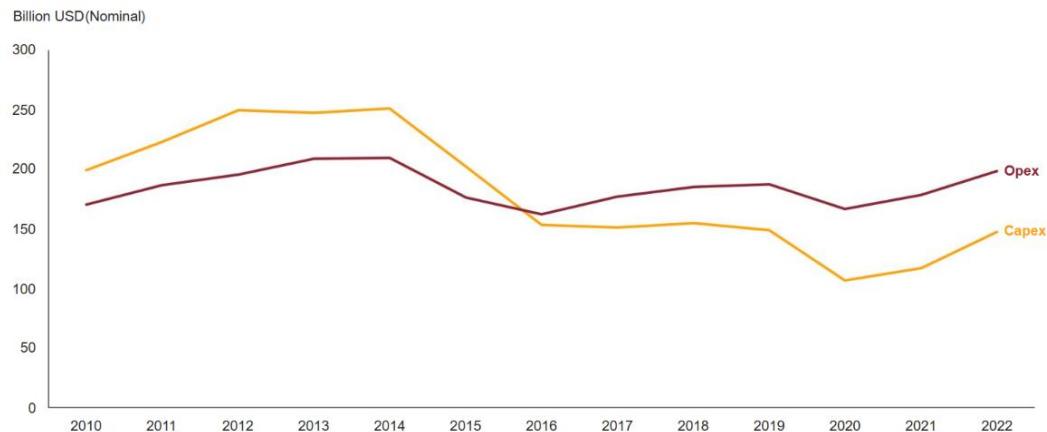
- ▶ 近年来全球天然气资本开支持续下滑。2014年，伴随原油价格暴跌，上游资本开支大幅回落，同时美国页岩油产量增加，缓解能源供给压力。2015-2019年，海外油气企业受资本纪律约束，资本开支持续下滑。
- ▶ 2021-2022年，地区冲突及政策不确定性加剧，天然气保供要求提升，全球天然气资本开支回升，但仍然处于较低水平。据《中国天然气发展报告（2023）》，2022年，全球油气勘探开发投资支出4934亿美元，较上年增加1228亿美元，增幅33.1%，但仍比2014年的历史高位低210亿美元。其中，北美地区增加613亿美元，增幅53.1%，占全球投资增量的43%。

图表：近年来天然气资本开支保持低位水平



资料来源：IEA

图表：全球天然气CAPEX与OPEX变化

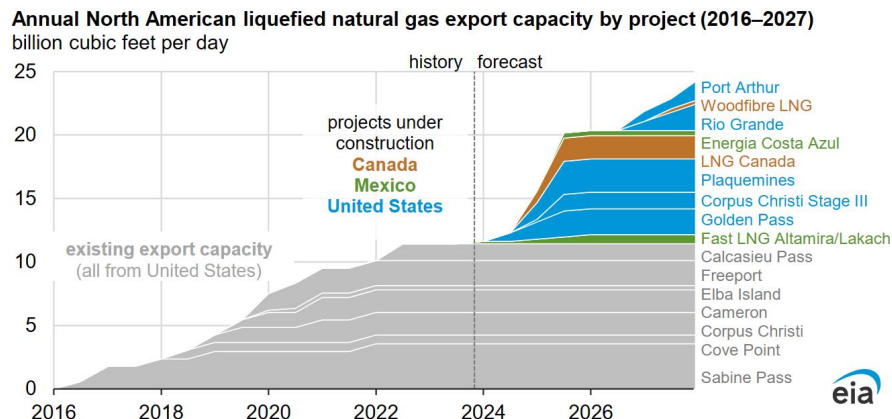


资料来源：Rystad Energy、IGU

2.1.2 天然气供给：美国LNG出口量攀升

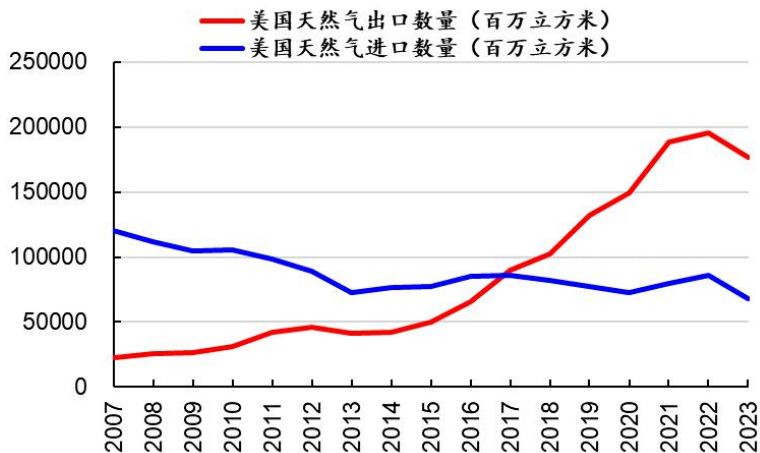
- 美国页岩气油革命，推动全球油气储量、产量增加。2017年美国天然气转为净出口，2023年美国LNG出口量超过卡塔尔，跃居全球首位。
- 因近两年美国LNG的价格相较其他气源更有优势，我国新签署的LNG长协供应商大多是美国公司，在定价上多与美国Henry Hub价格挂钩，交付时间集中在2026年-2028年。

图表：北美地区LNG出口产能规划



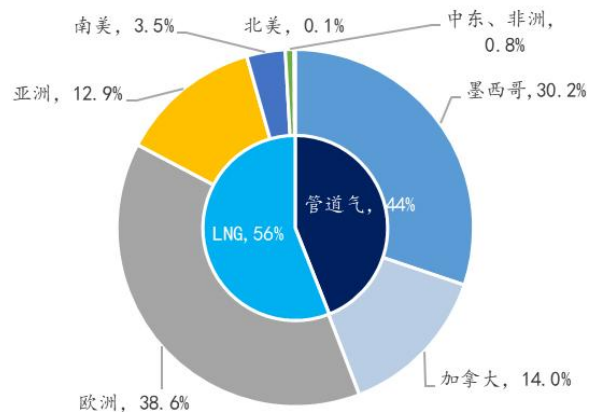
资料来源：EIA，国海证券研究所

图表：2017年美国天然气转为净出口



资料来源：Wind，国海证券研究所（注：2023年为前十个月数据）

图表：美国天然气出口结构（2022年）

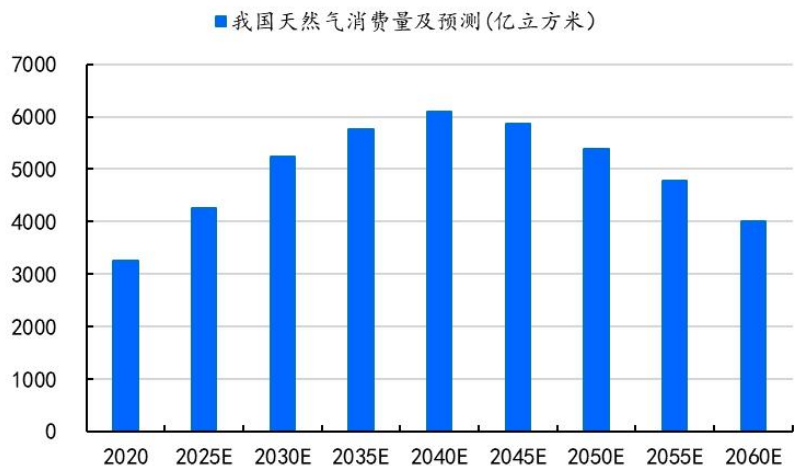


资料来源：EIA，国海证券研究所

2.1.2 天然气需求：我国天然气仍持续增长

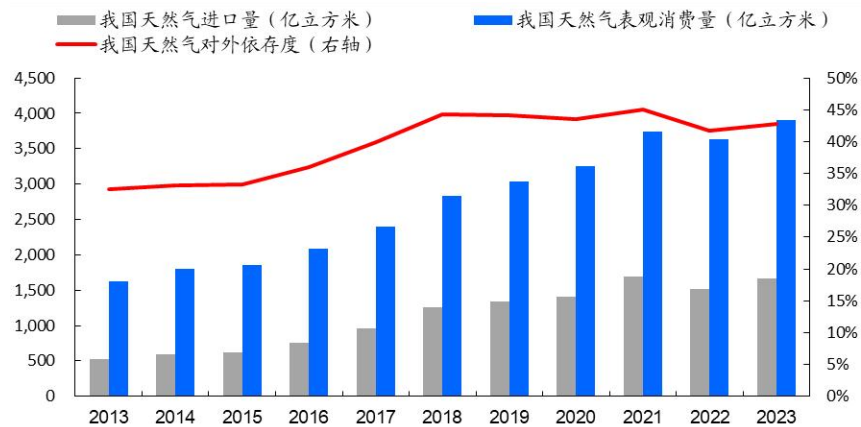
- 据国家发改委，2023年我国天然气表观消费量3945.3亿立方米，同比+7.6%，继2022年表观消费量窄幅下滑后，天然气整体需求回归正常水平。
- 我国天然气对外依存度较高。2017年以来，我国天然气对外依存度保持在40%以上，2023年达到43%。根据国家能源局发布的《中国天然气发展报告（2023）》，未来我国将立足国内全面提升天然气供应安全保障水平，加大勘探开发和增储上产力度，确保天然气自给率长期不低于50%。

图表：预计我国天然气需求将于2040年前后达峰



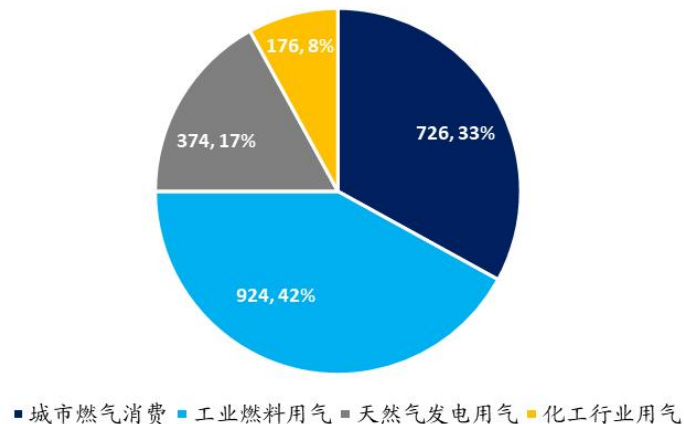
资料来源：中国石化《中国能源展望2060》，国海证券研究所

图表：2023年我国天然气对外依存度为43%



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：我国天然气需求构成（2022年）

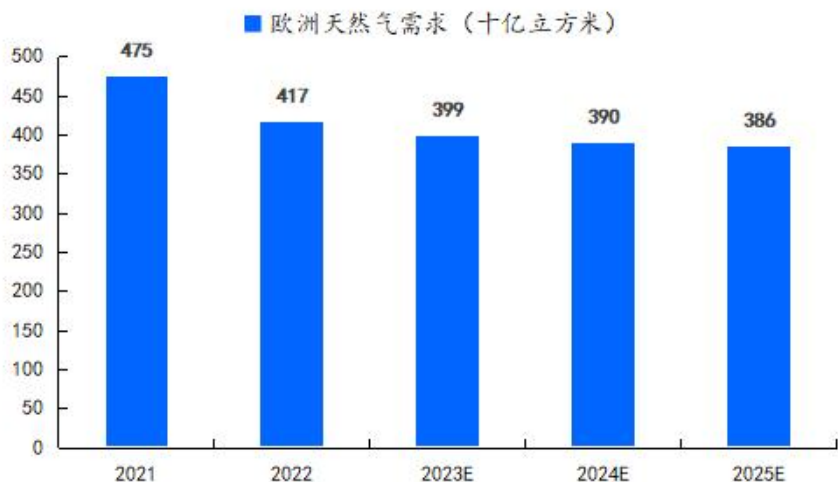


资料来源：《中国天然气发展报告（2023）》，国海证券研究所

2.1.2 天然气需求：欧洲天然气需求小幅下滑

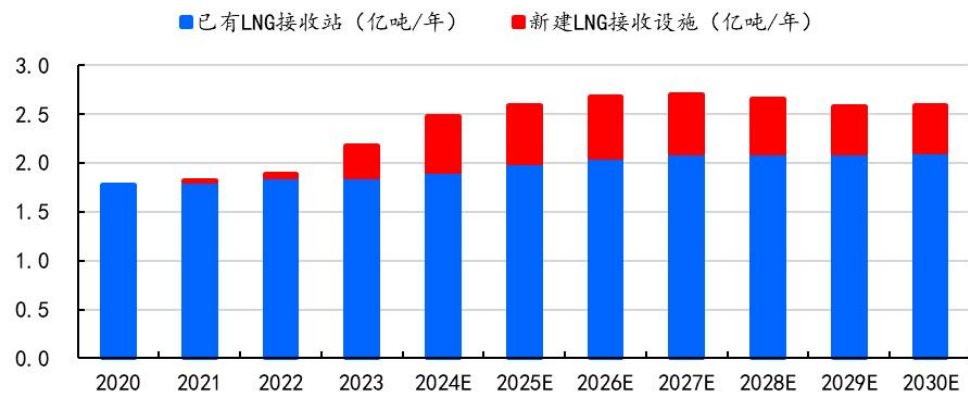
- 欧洲市场长期天然气需求下降，结构分化下LNG接收能力将快速增长。北溪管道断供后，欧洲天然气价格大幅上涨，供给端价格冲击最终引起需求端受损，据Wood Mackenzie预计，未来两年欧洲天然气需求将延续较弱态势。
- 尽管天然气需求总量下滑，但供气结构来看，欧洲对于LNG进口的需求呈结构性增长，以弥补区域内管道气的供给。据Wood Mackenzie，预计欧洲LNG进口需求在2030年前将持续增长，到2030年达到约1.5亿吨。LNG进口占比增加意味着欧洲市场供需和价格将对全球LNG市场的供需变化更加敏感。

图表：欧洲天然气需求及预测（不包括土耳其与乌克兰）



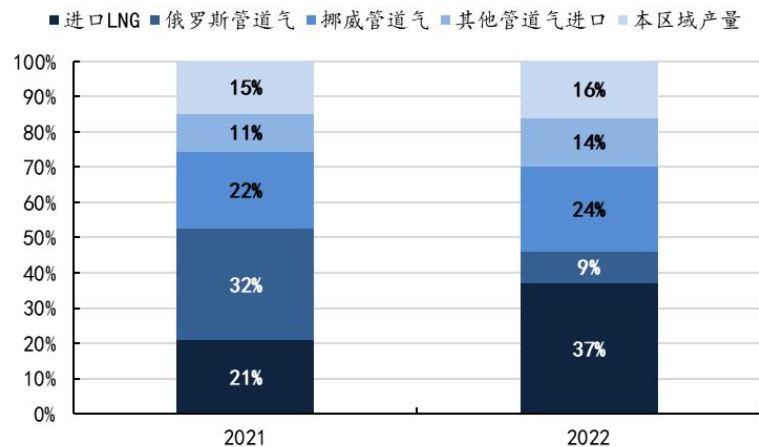
资料来源：Wood Mackenzie，国海证券研究所

图表：2020-2030欧洲LNG接收能力



资料来源：Wood Mackenzie，国海证券研究所

图表：欧洲天然气构成

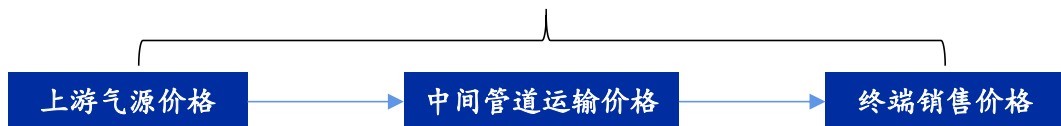


资料来源：Wood Mackenzie，国海证券研究所

2.1.2 多省市出台天然气上下游价格联动机制

图表：我国天然气市场机制改革历程

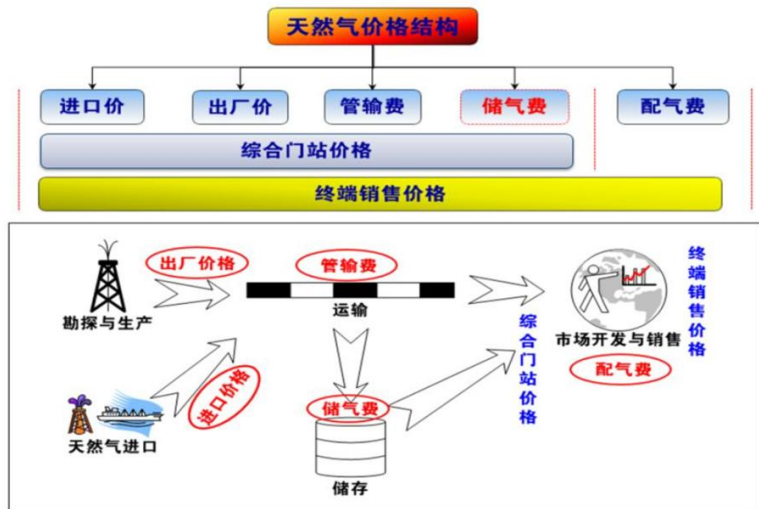
我国天然气价格改革的目标：“放开两头，管住中间”



- 阶段一：2011—2015年上半年，改革天然气价格形成机制，理顺非居民用气价格。
 - ✓ 2011年，建立天然气与进口燃料油（工业用气替代品）和进口液化石油气（居民用气替代品）等可替代能源价格挂钩的动态调整机制。
 - ✓ 2013年，开始在全国范围内推广门站价格机制改革。
 - ✓ 2014年，国家发展改革委印发《关于调整非居民用存量天然气价格的通知》
- 阶段二：2015年下半年以来，深化天然气价格市场化改革，理顺居民用气价格
 - ✓ 2015年，国家发展改革委印发《关于降低非居民用天然气门站价格并进一步推进价格市场化改革的通知》
 - ✓ 2018年，国家发展改革委印发《关于理顺居民用气门站价格的通知》，居民与非居民门站价格机制并轨后，全国居民用气平均基准门站价格比改革前上涨每立方米0.35元，涨幅约25%。
- ✓ 2023年以来，多省市出台了天然气上下游价格联动机制方面的政策。上下游价格联动是指终端销售价格和气源综合价格联动，当气源综合价格变化时，终端销售价格进行同向变化。

- 以陕西省为例：2023年，国家发展改革委对陕西省天然气基准门站价格进行了上调，均衡1居民用气上游基准门站价格由原来上浮5%改为上浮15%（国家基准门站价格为1.22元/m³，在基准价格基础上价格联动0.183元/m³，上浮后采购单价为1.403元/m³）
- 居民用气终端销售价格=均衡1居民天然气源采购价格（1.22+0.183）+省内管道运输价格（0.491）+城市燃气配气价格（0.465）=2.359元/m³

天然气价格构成

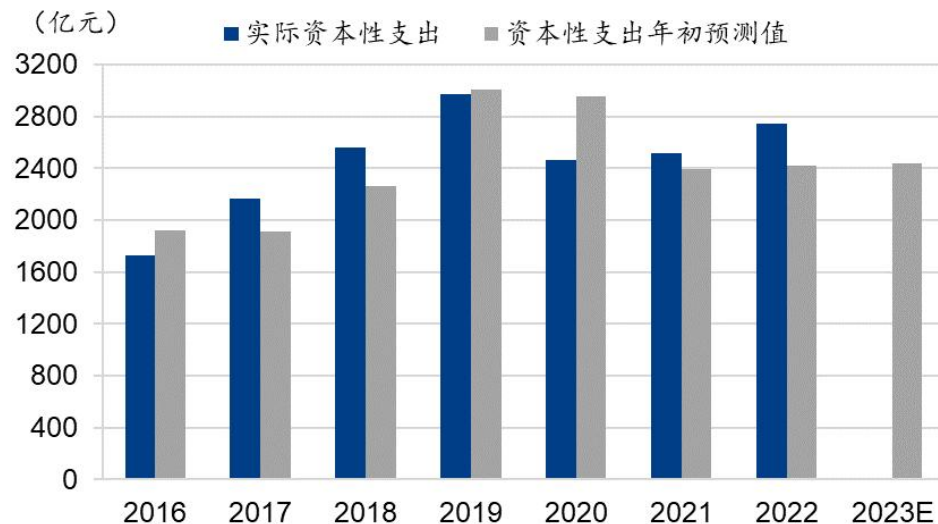


资料来源：南方能源观察、杭州市发改委、铜川市发改委、上海石油天然气交易中心，国海证券研究所

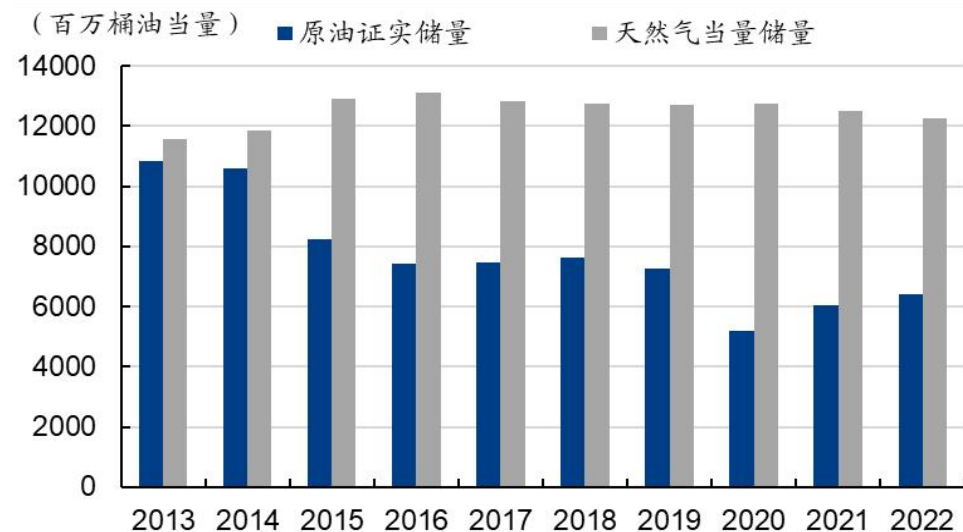
2.1.3 中国石油：资本开支维持高位，持续稳油增气

- 中国石油保持高位资本开支，坚持高效勘探、效益开发，积极推动油气增储上产。截至2022年底，原油储量64.18亿桶，同比+5.8%，天然气储量73.45万亿立方英尺，同比-2%，油气当量储量186.6亿桶，同比+0.6%。
- 公司资本开支以上游勘探开发为主，2022年公司实际资本开支2743亿元，油气和新能源资本开支占比81%。自2021年以来，公司当年实际资本开支均高于年初预测值，且实际资本开支逐年提高。高位资本开支支撑下，公司将持续推进“稳油增气”。

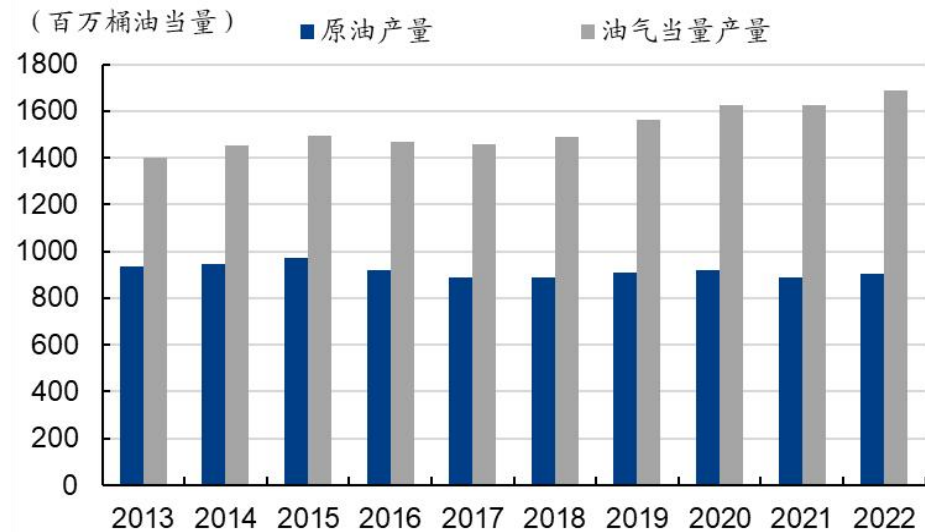
图表：中国石油历年资本开支情况



图表：中国石油油气当量储量情况



图表：中国石油油气当量产量情况



2.1.3 中国石油：操作成本和费用率下降，降本增效成果显著

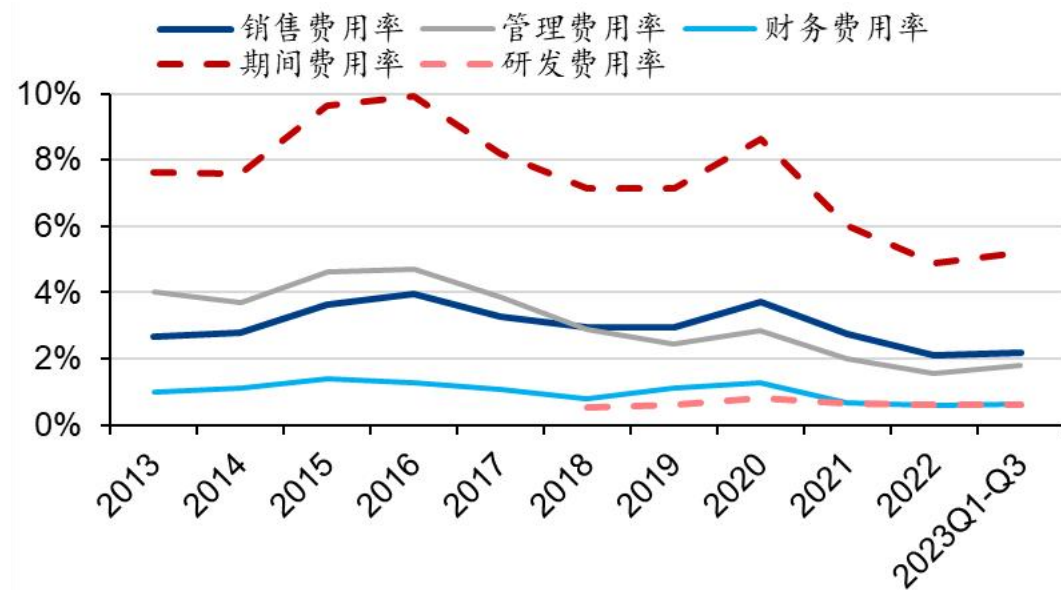
- 中国石油坚持效益勘探开发，有效控制成本费用，操作成本持续优化，2023年前三季度油气单位操作成本 11.25 美元/桶，比2022年同期的 11.73美元/桶下降 4.1%。
- 公司加强精益管理，全过程、全要素挖掘生产环节降本增效潜力，期间费用费用率不断下降，2022年达到近十年以来最低水平。2023年前三季度，公司期间费用率5.2%（销售/管理/财务/研发费用率分别为2.2%/1.8%/0.6%/0.6%）。

图表：中国石油油气操作成本



资料来源：中国石油公司公告，国海证券研究所

图表：中国石油期间费用率情况

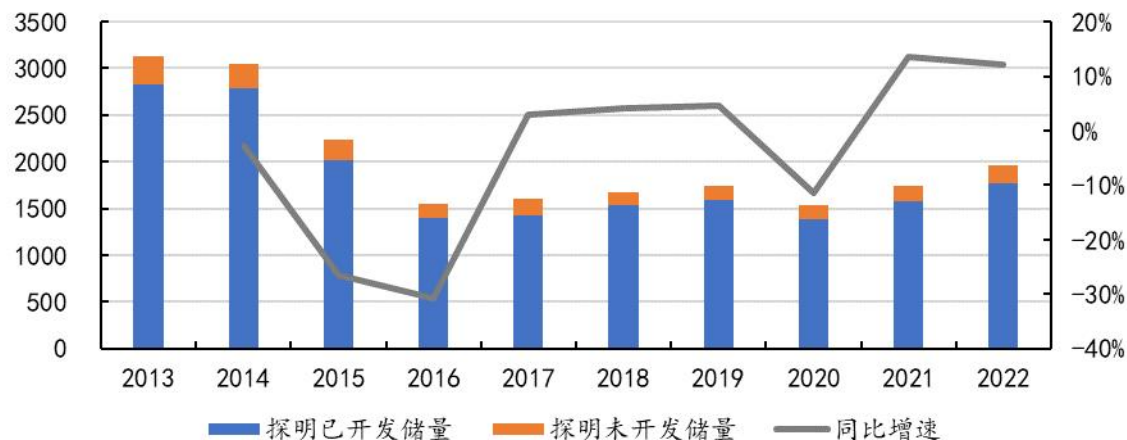


资料来源：Wind，国海证券研究所

2.1.3 中国石化：增加优质规模储量，聚焦提产能

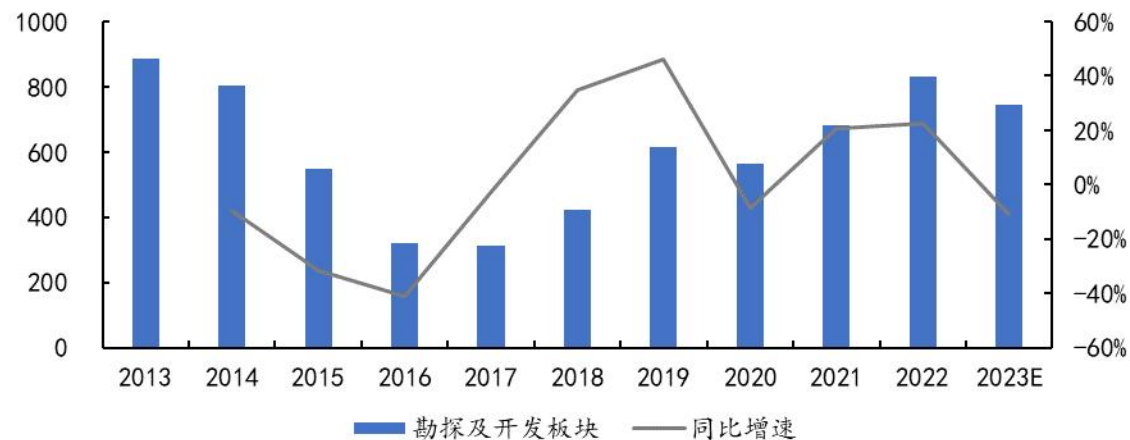
- 近年来公司上游板块资本开支保持在较高水平，2022年勘探及开发板块资本支出人民币833亿元，主要用于顺北、塔河、胜利海上等原油产能建设，川西、涪陵、威荣等天然气产能建设，胜利济阳页岩油国家级示范区开发试验以及油气储运设施建设。
- 公司将加强战略性领域风险勘探，全力推进“深地工程”，增加优质规模储量；加强效益开发，在稳油增气降本上取得新成效。在原油开发方面，聚焦提产能、控递减、增可采、降成本，加快济阳、塔河等产能建设，加强老区精细开发。在天然气开发方面，加快川西海相、鄂北等产能建设，推动天然气效益上产。

图表：中国石化原油储量（百万桶）



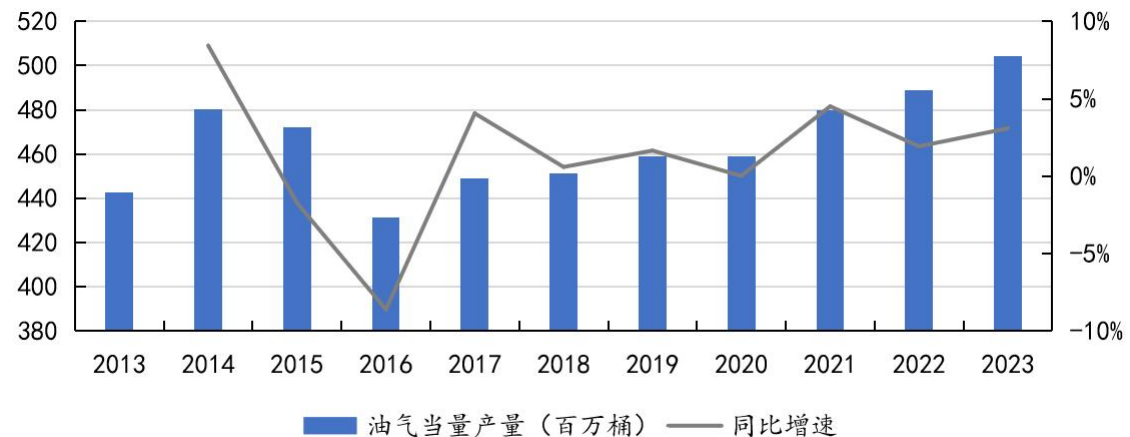
资料来源：中国石化公司公告、国海证券研究所

图表：中国石化勘探与开发板块资本开支（亿元）



资料来源：中国石化公司公告、国海证券研究所

图表：中国石化油气当量产量

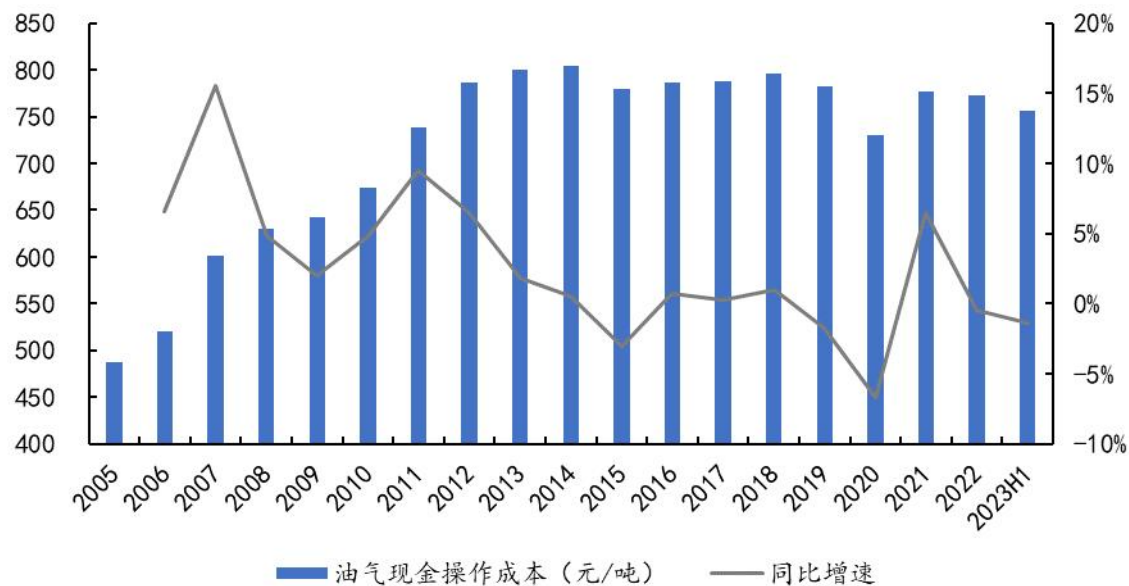


资料来源：wind、中国石化公司公告、国海证券研究所

2.1.3 中国石化：降低油气操作成本，强化期间费用管理

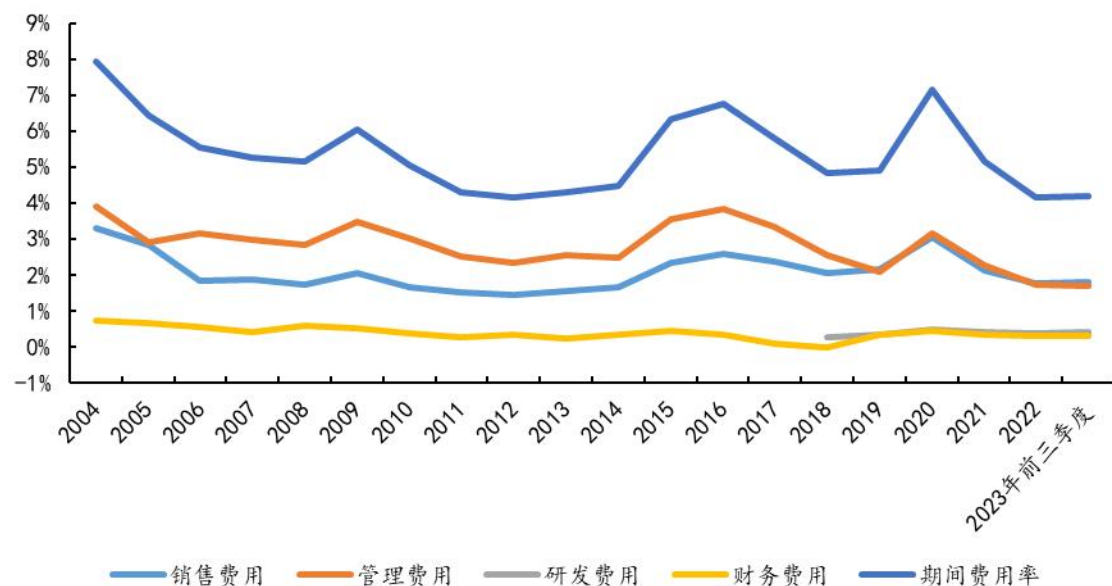
- 中国石化持续加强效益开发，聚焦提产能、控递减、增可采、降成本。2022年公司油气现金操作成本为773.1元/吨，同比降低0.5%；2023年上半年公司油气现金操作成本为756.3元/吨，较去年同期降低1.4%。
- 公司夯实成本管理，强化成本核算，切实增强成本弹性，严控非生产性支出。2022年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为1.76%、1.72%、0.38%、0.30%，同比-0.35pct、-0.56pct、-0.04pct、-0.03pct，合计下降0.98pct；2023年前三季度公司销售、管理、研发、财务费用率分别为1.81%、1.70%、0.40%、0.29%，较去年同期+0.07pct、0.09pct、0.03pct、-0.03pct，合计微增0.16pct。

图表：中国石化成品油总经销量



资料来源：wind、国海证券研究所

图表：中国石化历年期间费用率

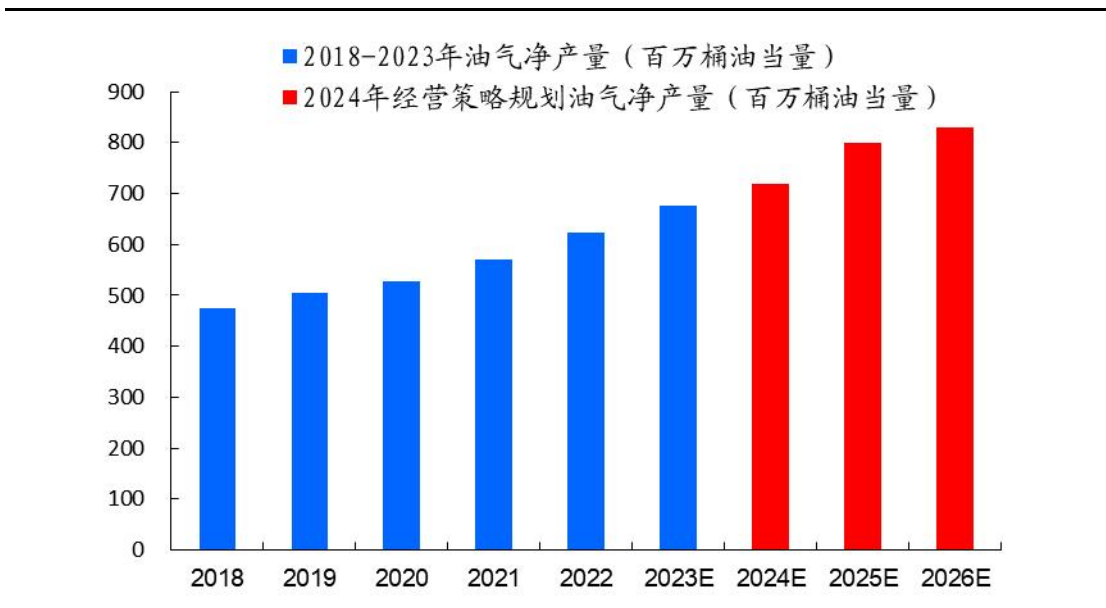


资料来源：wind、国海证券研究所

2.1.3 中国海油：油气增储上产“主力军”

- 海洋石油是我国油气上产关键增量，中国海油作为油气增储上产“主力军”作用更加凸显。2023年国内原油产量达2.08亿吨，其中海洋原油产量突破6200万吨。2023年，中国海油国内原油同比增产超340万吨，占全国原油增量比例达到70%左右，增量占比连续5年占全国原油增产量的60%以上，支撑海洋强国建设能力进一步增强。
- 2023年，公司净产量预计达到675百万桶油当量，同时2024年将有多项优质新项目投产。根据公司二零二四年经营策略公告，2024/2025/2026年公司净产量目标分别为700-720/780-800/810-830百万桶油当量。

图表：中国海油油气净产量及规划



资料来源：中国海油公告，国海证券研究所

图表：中国海油将有多项优质新项目于2024年投产

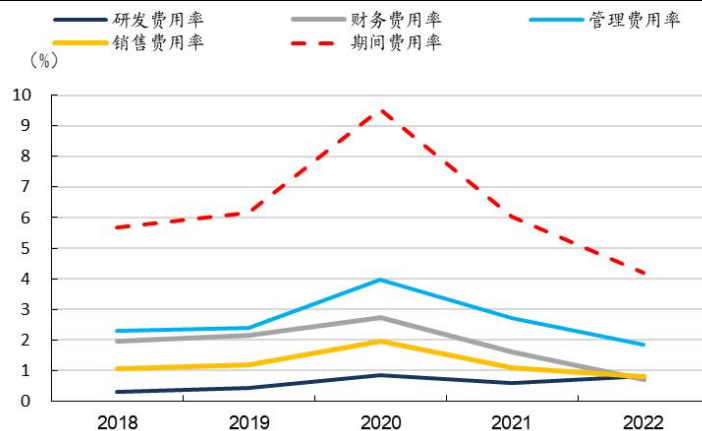
项目类型	名称
国内海上项目	渤中19-6气田13-2区块5井区开发项目
	绥中36-1/旅大5-2油田二次调整开发项目
	绥中36-2油田36-2区块开发项目
	渤中19-2油田开发项目
	恩平21-4油田开发项目
	流花11-1/4-1油田二次开发项目
	惠州26-6油田开发项目
	乌石23-5油田群开发项目
	深海一号二期天然气开发项目
国内陆上项目	临兴深层煤层气勘探开发示范项目
	神府深层煤层气勘探开发示范项目
海外项目	巴西Mero3项目
	加拿大长湖西北项目

资料来源：中国海油微信公众号，国海证券研究所

2.1.3 中国海油：桶油成本竞争优势不断增强

- 从产品构成来看：1) 中国海油目前原油产量占总产量的比例约为80%，天然气不足20%，正常油价下，原油盈利能力相比天然气相对较强。2) 公司专注于上游油气开发业务，不存在下游炼化及零售业务，有效提升整体盈利水平。
- 从整体费用控制来看：公司已建立了一整套成本管控体系，全面包括桶油主要成本，横向上涵盖勘探、开发、生产、储量、销售、规划、财务、资金等在内各个专业，纵向串联起总部、各分子公司、各作业区、各平台 and 单井，强化成本对标分析和监控预警，适时精准施策，构筑全周期成本管控机制。

图表：中国海油期间费用率



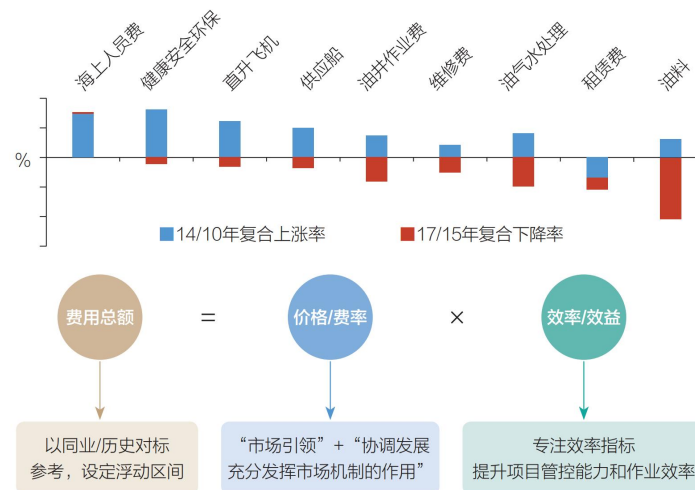
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：中国海油桶油成本



资料来源：石油圈公众号，中国海油公司公告，国海证券研究所

图表：中国海油操作费主要费用控制取得显著成效

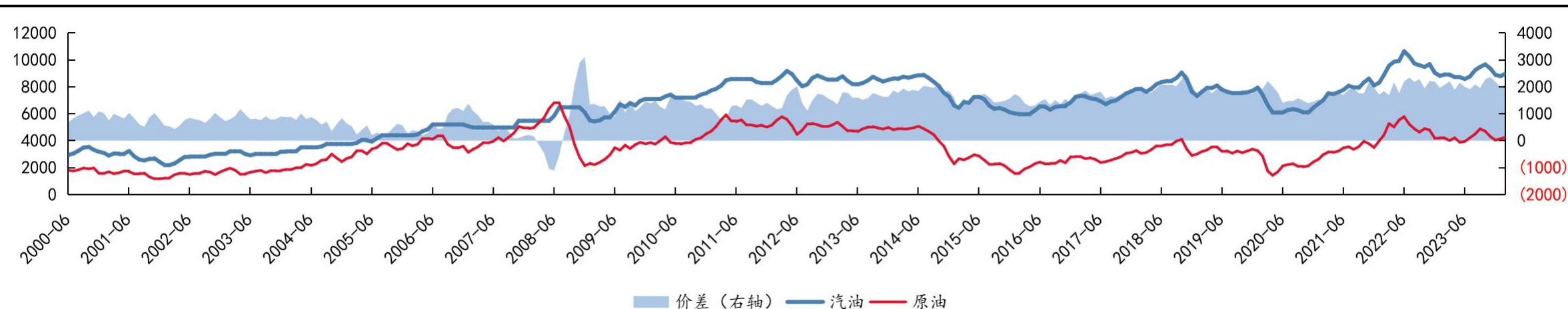


资料来源：《新形势下油公司桶油成本管控探究》（王欣等），国海证券研究所

- 政策催化叠加高股息率，央企估值提升
- 石化央企业绩有望稳中向上
 - ✓ 油气业务
 - ✓ 炼油和分销业务
 - ✓ 化工业务
- 石化央企高股息率有望持续
- 行业评级及投资建议
- 风险提示

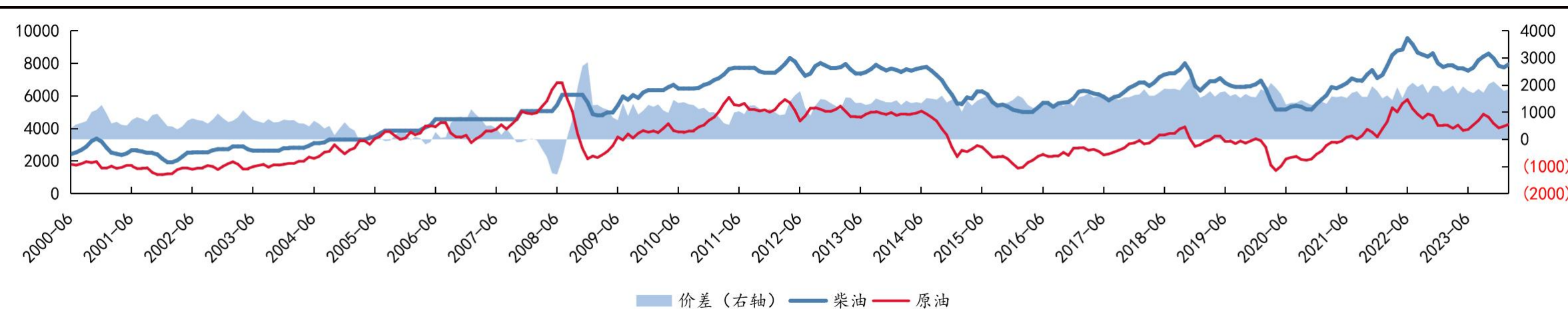
2.2.1 汽柴油与原油价差中枢抬升

图表：汽油与原油月度价格价差（元/吨）



资料来源：wind、国海证券研究所

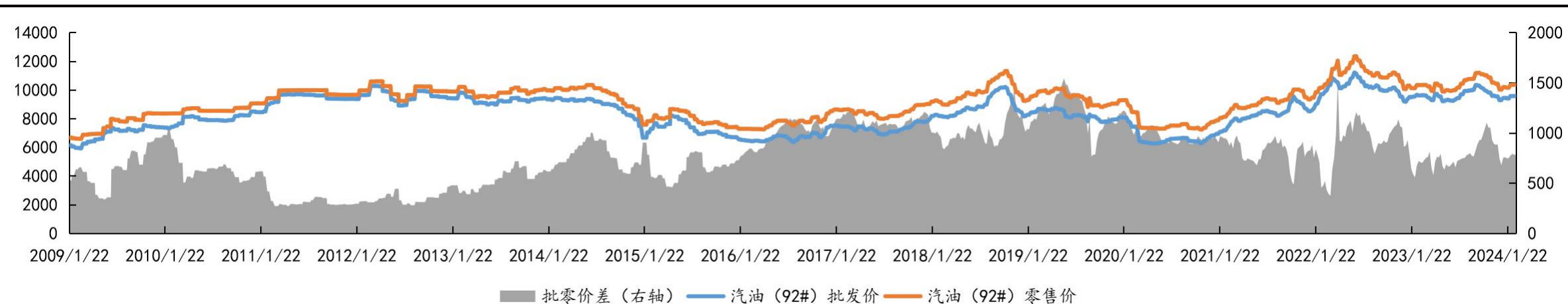
图表：柴油与原油月度价格价差（元/吨）



资料来源：wind、国海证券研究所

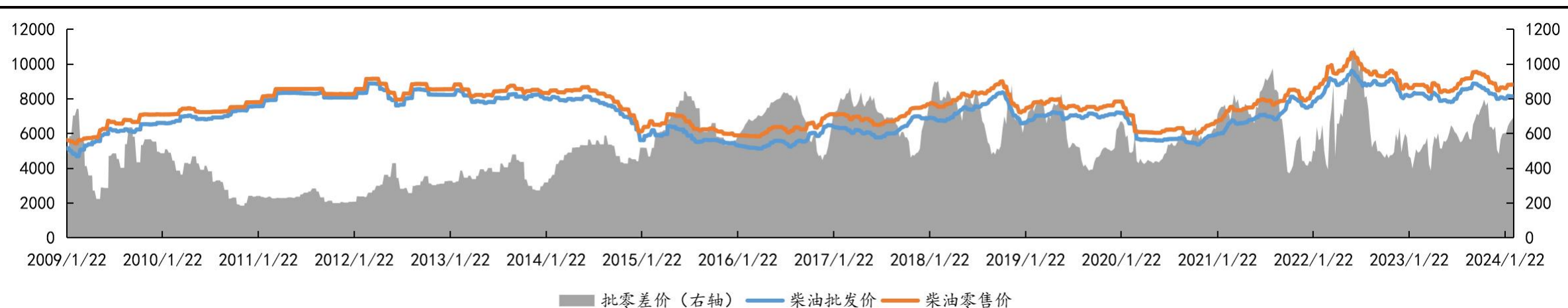
2.2.1 汽柴油与原油价差中枢抬升

图表：汽油批零差价（元/吨）



资料来源：wind、国海证券研究所

图表：柴油批零差价（元/吨）



资料来源：wind、国海证券研究所

2.2.1 油价在80美元以下波动时成品油可获得正常利润率

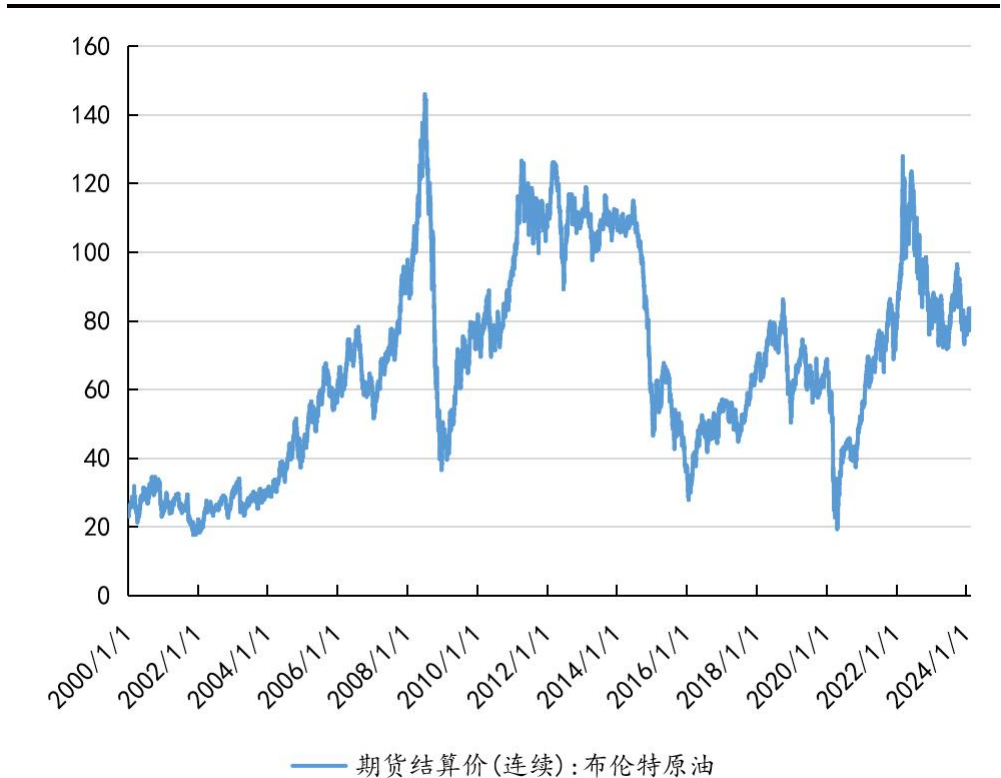
- 2016年，国家发改委发布了《关于进一步完善成品油价格形成机制的通知》，对原有石油价格管理办法进行了完善，设定了被称为“天花板”和“地板价”的成品油价格调控上下限。通知规定，当国际市场油价高于每桶130美元时，汽、柴油最高零售价格不提或少提；高于80美元时，开始扣减加工利润率，直至按加工零利润计算成品油价格；低于40美元时，汽、柴油最高零售价格不降低；在40美元到80美元之间运行时，国内成品油价格按机制正常调整。

图表：汽、柴油最高零售价格定价机制

定价机制	汽、柴油最高零售价格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确定。
	国际原油价格低于每桶40美元（含）时，按原油价格每桶40美元、正常加工利润率计算成品油价格。
	国际原油价格高于每桶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。
	国际原油价格高于每桶80美元时，开始扣减加工利润率，直至按加工零利润计算成品油价格。
	国际原油价格高于每桶130美元（含）时，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。
调整机制	汽、柴油价格根据国际原油价格变化每10个工作日调整一次，当调价幅度低于每吨 50 元时下次调价时累加或冲抵。
最高批发价	成品油批发企业对零售企业的汽、柴油最高批发价格，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；合同未约定由供方配送的，在每吨扣减300元的基础上再减运杂费确定。运杂费由省级价格主管部门制定。
	成品油生产经营企业对具备国家规定资质的社会批发企业的汽、柴油最高供应价格，按最高零售价格每吨扣减400元确定。

资料来源：国家发改委、国海证券研究所

图表：原油价格走势（美元/桶）



资料来源：wind、国海证券研究所

2.2.2 成品油消费税逐步完善

- 中国成品油消费税制度最早开始于1994年实施的《中华人民共和国消费税暂行条例》，其后经历了几次重大改革。2006年，中国对成品油消费税进行扩容，征税范围由2个税目扩展至7个税目；2009年，进行成品油税费改革，取消养路费，提高了成品油消费税单位税额；2014年末至2015年，分3次提高了成品油消费税税率，同时取消了含铅、无铅汽油划分。

图表：成品油消费税变动情况（元/升）

执行日期	汽油		柴油	航空煤油	石脑油	溶剂油	润滑油	燃料油
	无铅汽油	含铅汽油						
1994-01-01	0.2		0.1					
1999-01-01	0.2	0.28	0.1					
2006-04-01	0.2	0.28	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1
2009-01-01	1.0	1.4	0.8	0.8	1.0	1.0	1.0	0.8
2014-11-29	1.12		0.94	0.94	1.12	1.12	1.12	0.94
2014-12-13	1.4		1.1	1.1	1.4	1.4	1.4	1.1
2015-01-13	1.52		1.2	1.2	1.52	1.52	1.52	1.2

资料来源：国家税务总局、国海证券研究所

2.2.2 成品油消费税管理趋严，非正规市场有望出清

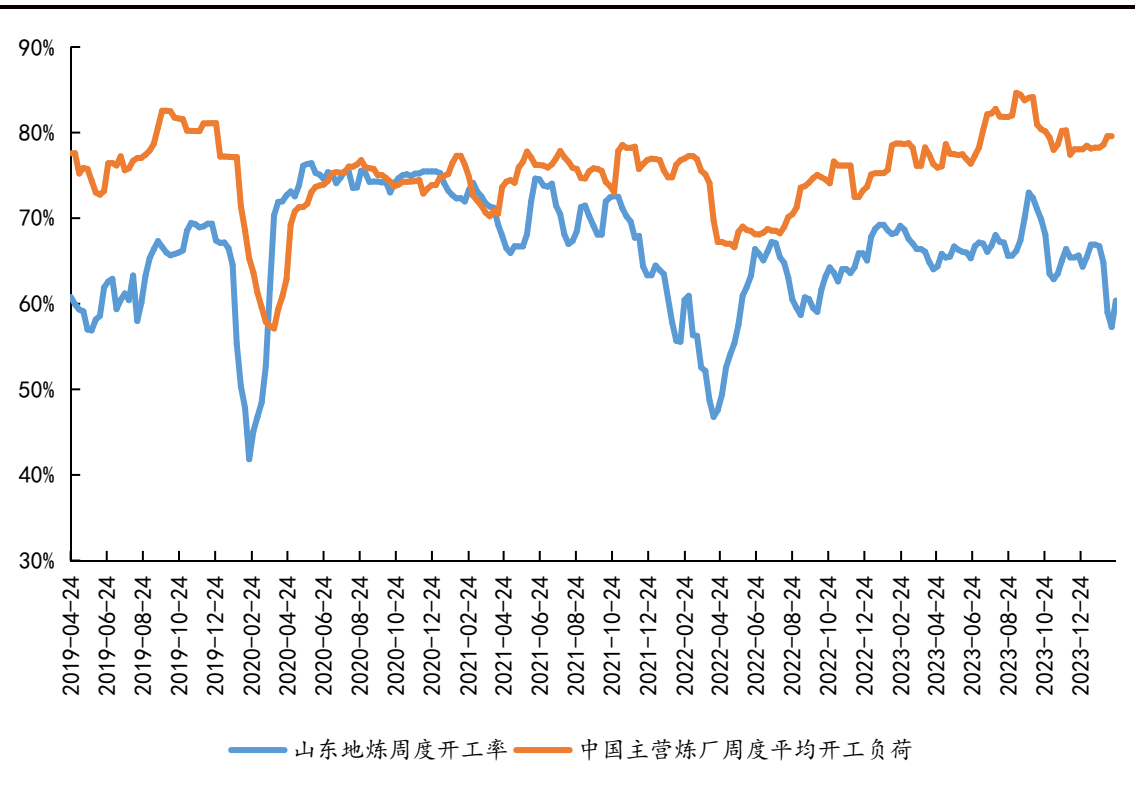
- 自2015年以来，我国成品油消费税为汽油1.52元/升、柴油1.2元/升，一吨汽柴油分别需缴消费税达2110元、1411元，占截至2023年2月29日的最高零售指导价的23.49%、17.76%。随着成品油消费税额提高，非法经营的获利空间扩大。少数非正规成品油生产企业通过变名销售、无票销售、左手导右手、票货分离等各种手段偷逃税款，导致正规成品油生产企业承担着较重的税收负担，阻碍了企业竞争力的提升。随着我国成品油消费税管理趋严、征收范围进一步扩大，非正规市场有望出清，成品油市场供需格局有望优化。

图表：我国成品油消费税管理趋严

文件名	主要内容	发布时间
关于部分成品油消费税政策执行口径的公告	1、对烷基化油异辛烷按照汽油征收消费税。 2、对石油醚、粗白油、轻质白油、部分工业白油按照溶剂油征收消费税。 3、对混合芳烃、重芳烃、混合碳八、稳定轻烃、轻油、轻质煤焦油按照石脑油征收消费税。 4、对航天煤油参照航空煤油暂缓征收消费税。	2023年06月30日
关于对部分成品油征收进口环节消费税的公告	对轻循环油、混合芳烃、稀释沥青等部分成品油视同石脑油或燃料油征收进口环节消费税。	2021年05月12日
关于成品油消费税征收管理有关问题的公告	所有成品油发票均须通过增值税发票管理新系统中成品油发票开具模块开具。	2018年1月2日

资料来源：国家税务总局、国海证券研究所

图表：中国炼厂产能利用率情况

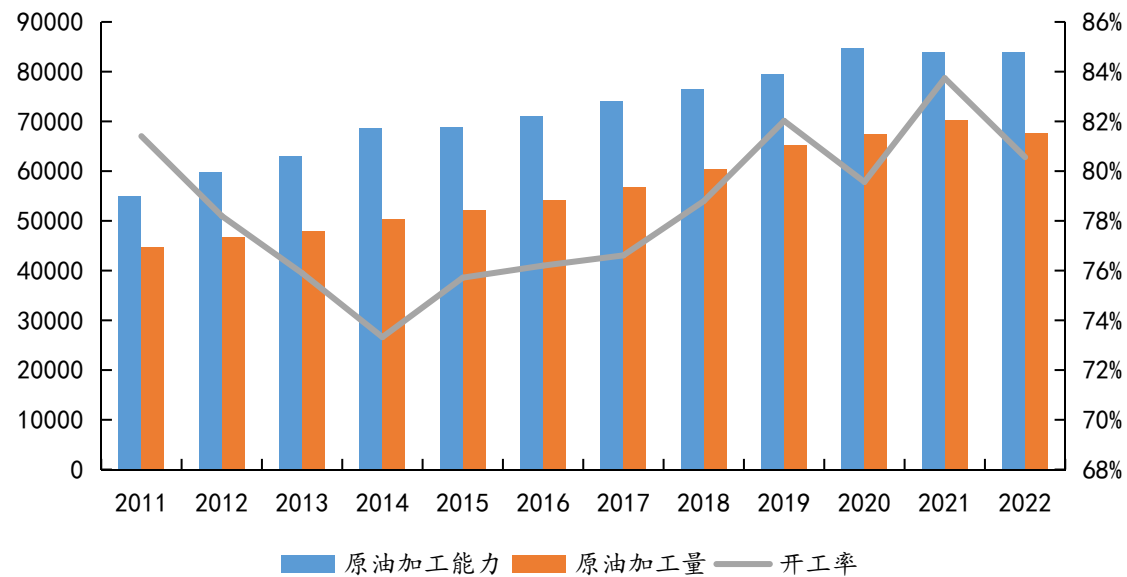


资料来源：卓创资讯、国海证券研究所

2.2.3 炼油能力持续增长

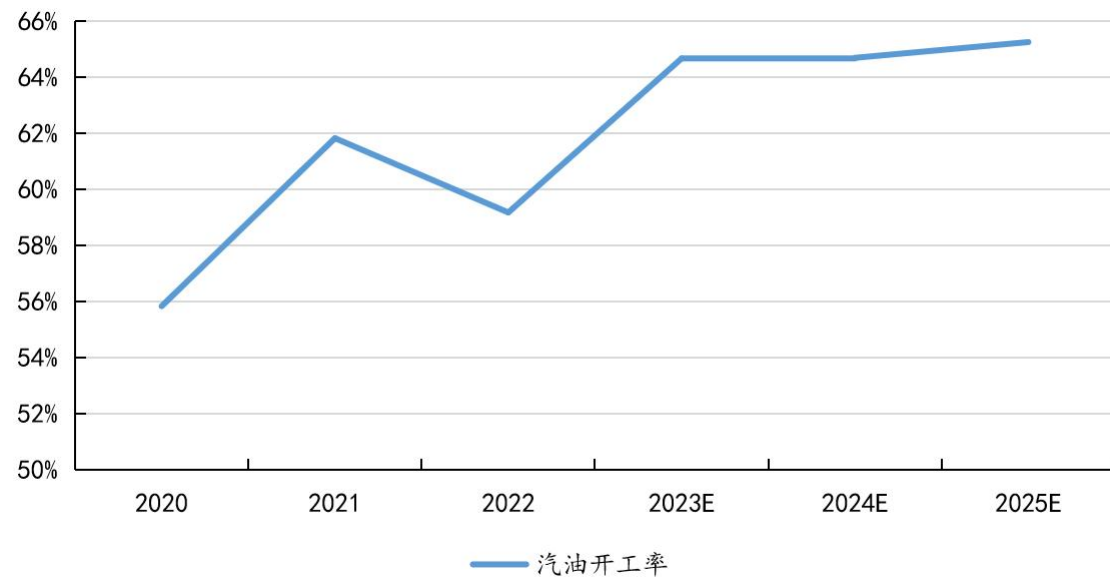
- 2023年中国炼能再创新高，原油总加工量约7.35亿吨/年，同比增长8.71%；成品油产量大幅增加，全年汽、柴、煤油产量分别为1.61、2.17、0.50亿吨，同比增加11%、14%、68%。随着供需矛盾加剧以及双碳发展要求，我国推出一系列政策限制炼油产业新增产能。2023年《关于促进炼油行业绿色创新高质量发展的指导意见》再一次提出到2025年国内原油一次加工能力控制在10亿吨以内，千万吨级炼油企业产能占比55%左右，未来我国炼厂总产能增速有望明显放缓。
- 国内炼能审批收紧，同时海外炼能扩张放缓，供给端呈现趋紧态势；而需求端，随着全球经济逐步修复，对成品油及各类基础化工品需求有望稳步提升。因此，在供给趋紧而需求增长背景下，相关产品开工率及景气度有望上行。

图表：我国原油加工能力（万吨）



资料来源：wind、国海证券研究所

图表：汽油开工率有望上行

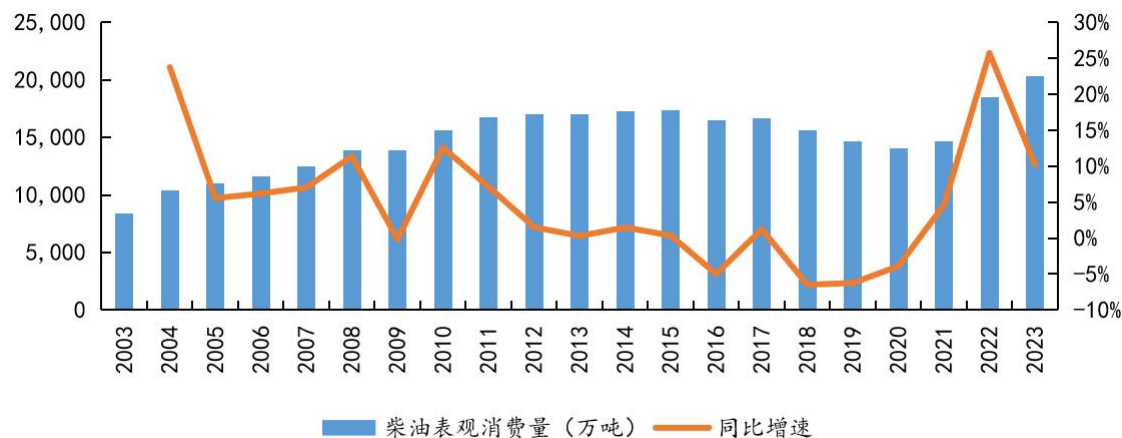


资料来源：相关环评报告、百川盈孚、卓创资讯、国海证券研究所

2.2.3 成品油需求保持增长态势

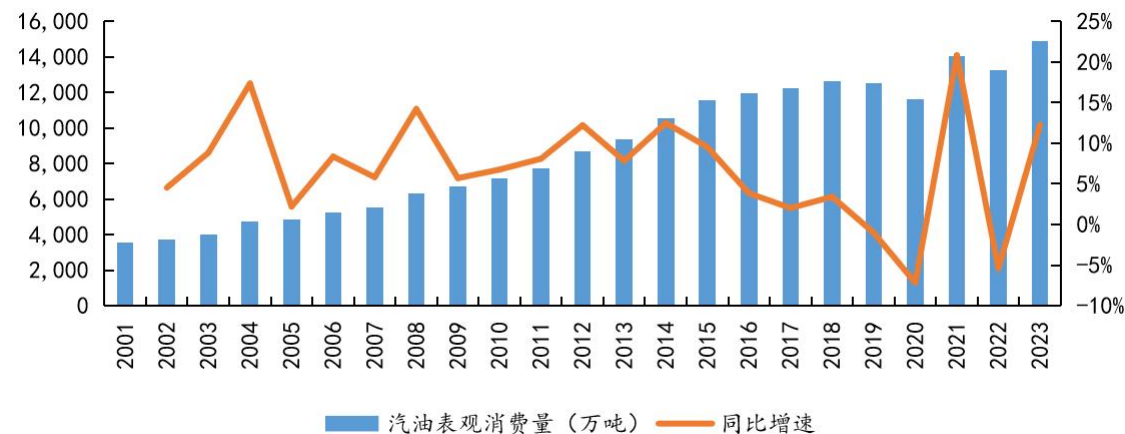
- 2023年我国成品油消费量保持增长态势。据wind数据，2023年我国成品油消费总量为3.87亿吨，同比增长16.36%，其中汽油消费量为1.49亿吨，同比增长12.27%，柴油为2.04亿吨，同比增长10.25%，煤油消费量为0.35亿吨，同比增长124.81%。
- 成品油下游消费行业主要是交通运输、仓储和邮政业，据国家统计局数据，2021年该行业成品油消费总量为1.95亿吨，占成品油消费总量的59.08%；汽油消费量0.62亿吨，占比43.70%；柴油消费量1.00亿吨，占比65.70%；煤油消费量0.32亿吨，占比93.02%。

图表：我国历年柴油消费情况



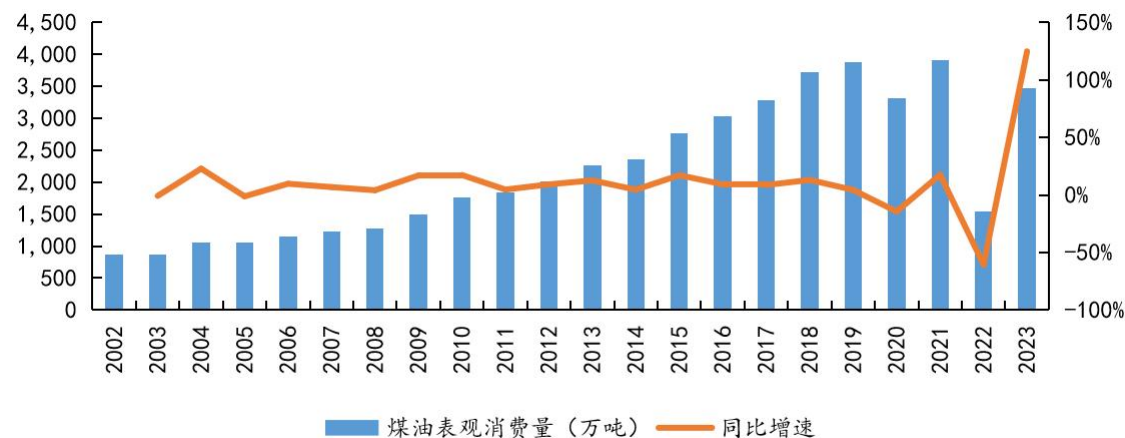
资料来源：wind、国海证券研究所

图表：我国历年汽油消费情况



资料来源：wind、国海证券研究所

图表：我国历年煤油消费情况

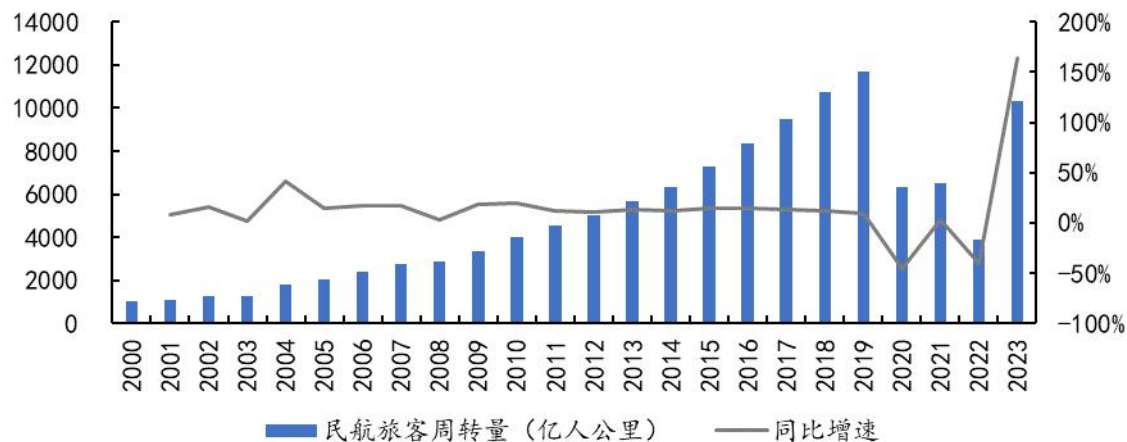


资料来源：wind、国海证券研究所

2.2.3 中短期内成品油需求仍有望持续增长

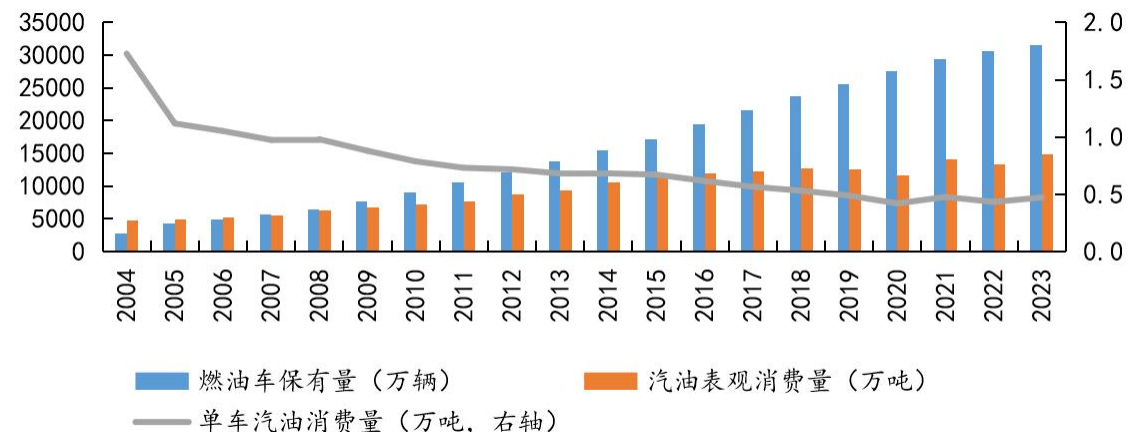
- 汽油需求增长空间主要来自不断扩大的汽车保有量。据公安部数据，截至2023年底，国内机动车保有量为3.36亿辆，同比增长5.33%，其中新能源汽车保有量为2041万辆，占比6.07%，除新能源汽车外机动车保有量为3.16亿辆，同比增长3.17%。国内机动车保有量仍保持稳定增长，但增速显著放缓。
- 煤油需求增长主要来自中国航空业的高速发展。2020-2022年受疫情影响航空需求严重下挫，但随着疫情影响减弱，航煤需求恢复较快增长。2023年民航旅客周转量为10308.83亿人公里，同比增长163.40%。

图表：我国民航旅客周转量



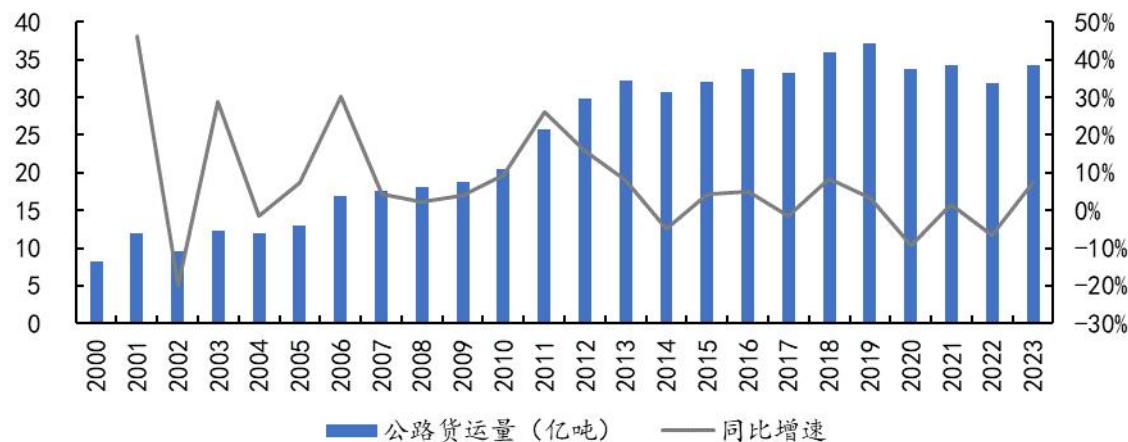
资料来源：wind、国海证券研究所

图表：我国燃油车保有量及汽油消费



资料来源：wind、国海证券研究所

图表：我国公路货运量

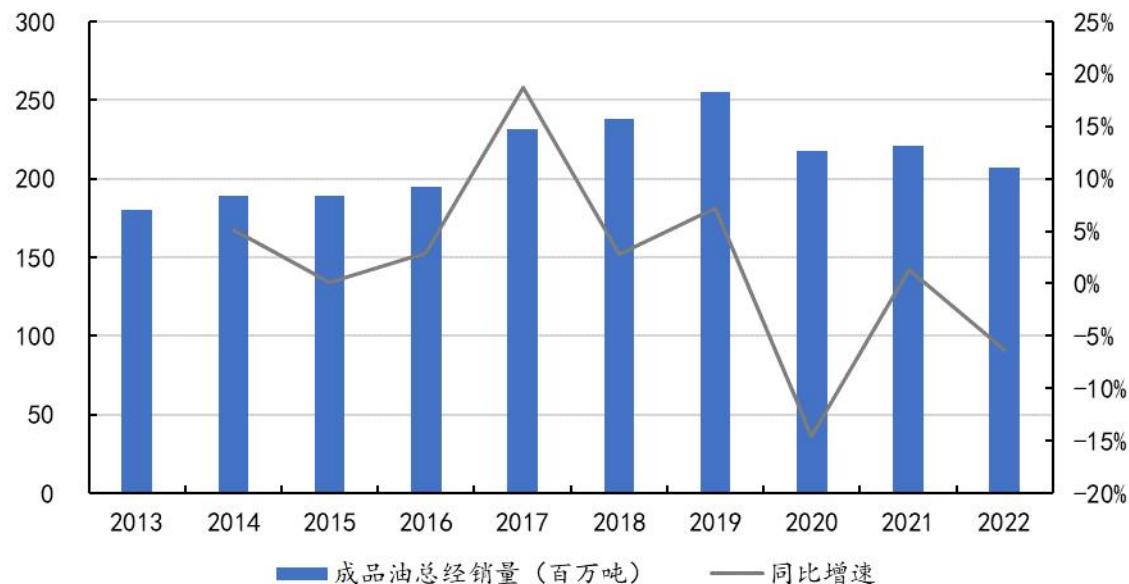


资料来源：wind、国海证券研究所

2.2.4 中国石化：充分发挥产销一体化和营销网络优势

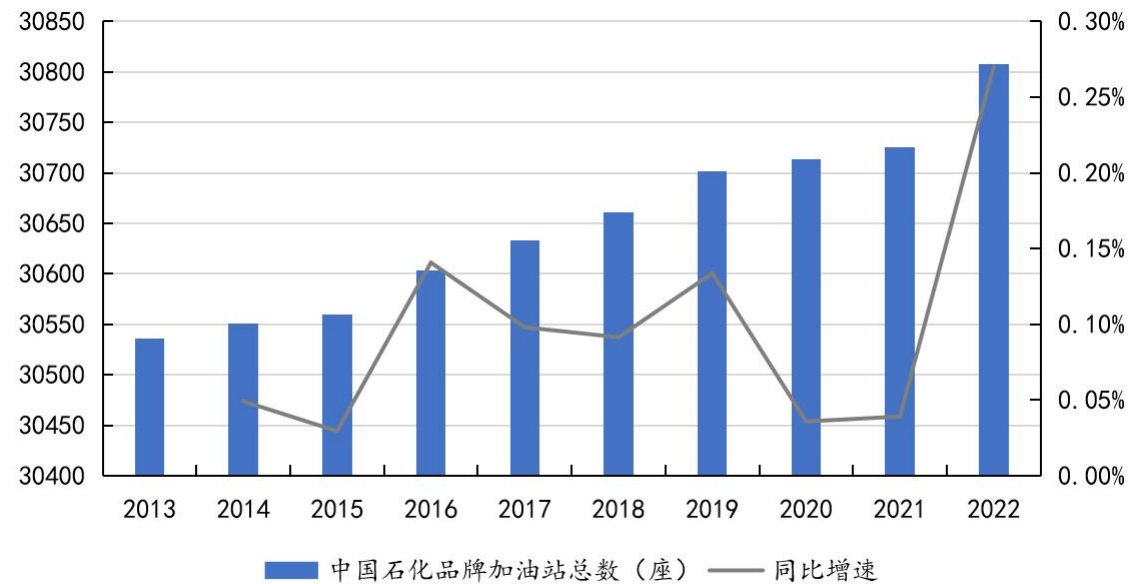
- 公司充分发挥产销一体化和营销网络优势，以高质量服务拓展市场空间。2022年全年成品油总经销量2.07亿吨，其中境内成品油总经销量1.63亿吨，2023年实现境内成品油总经销量1.88亿吨，同比增长15.75%。
- 公司优化加油（气）站布局，加快建设新能源服务网络，充换电站、碳中和加油站、碳中和油库持续投营，拥有加氢站数量全球首位，积极向“油气氢电服”综合能源服务商转型。2022年中国石化品牌加油站总数30808座，同比增长0.27%，近年来实现稳定增长。

图表：中国石化成品油总经销量



资料来源：中国石化公司公告、国海证券研究所

图表：中国石化品牌加油站总数

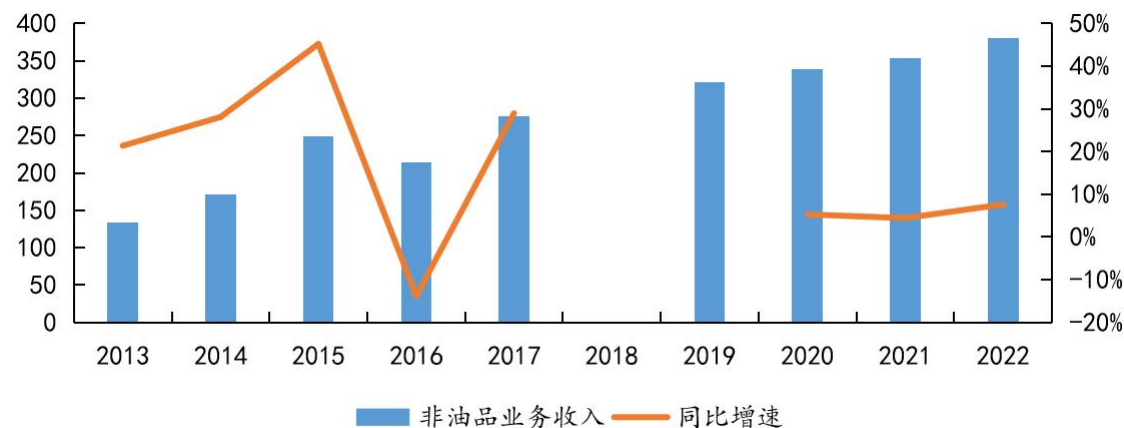


资料来源：中国石化公司公告、国海证券研究所

2.2.4 中国石化：非油业务快速发展

- 公司加强自有品牌商品建设，提升非油业务经营质量和效益；积极创新商业模式，加快发展新能源终端，推动“油气氢电服”综合能源服务商建设取得更大突破。2022年营销及分销事业部非油业务收入为381亿元，同比增加27亿元；非油业务利润为43亿元，同比增加2亿元。

图表：中国石化非油业务营收及增速（亿元）



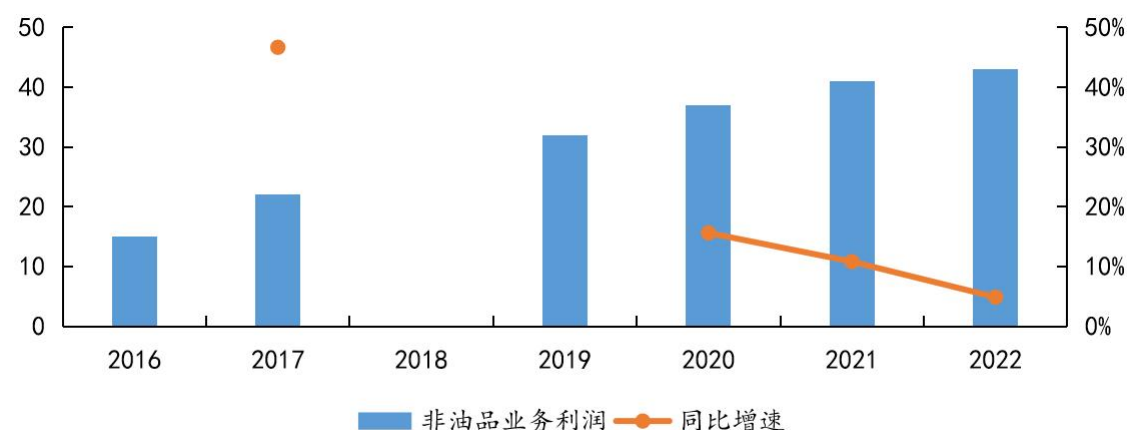
资料来源：中国石化公司公告、国海证券研究所

图表：中国石化非油业务利润率



资料来源：中国石化公司公告、国海证券研究所

图表：中国石化非油业务利润及增速（亿元）

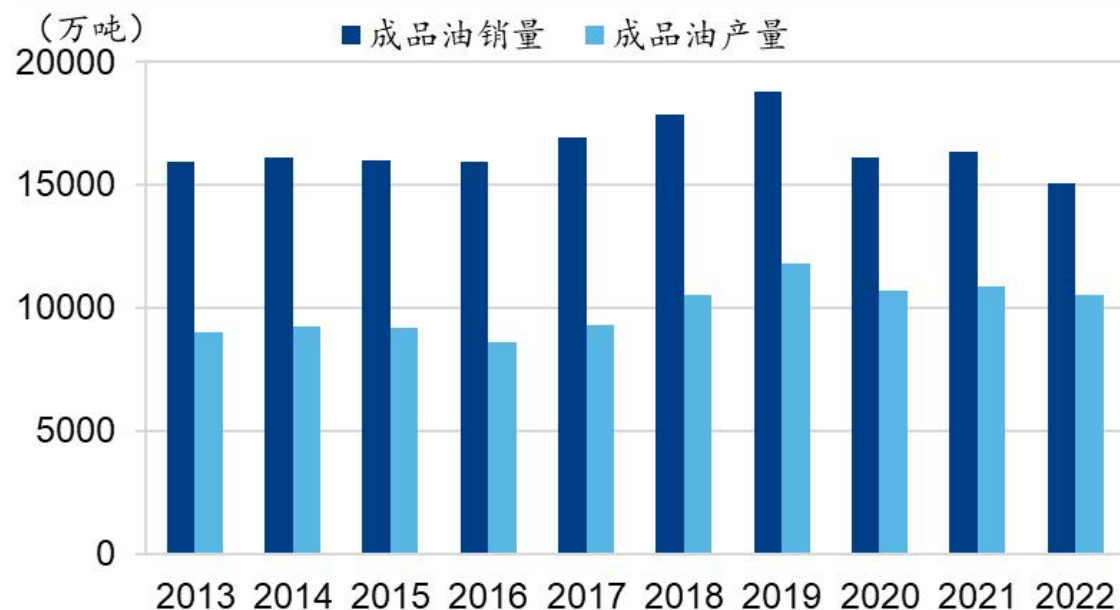


资料来源：中国石化公司公告、国海证券研究所

2.2.4 中国石油：油品业务产销一体化，非油业务加快发展

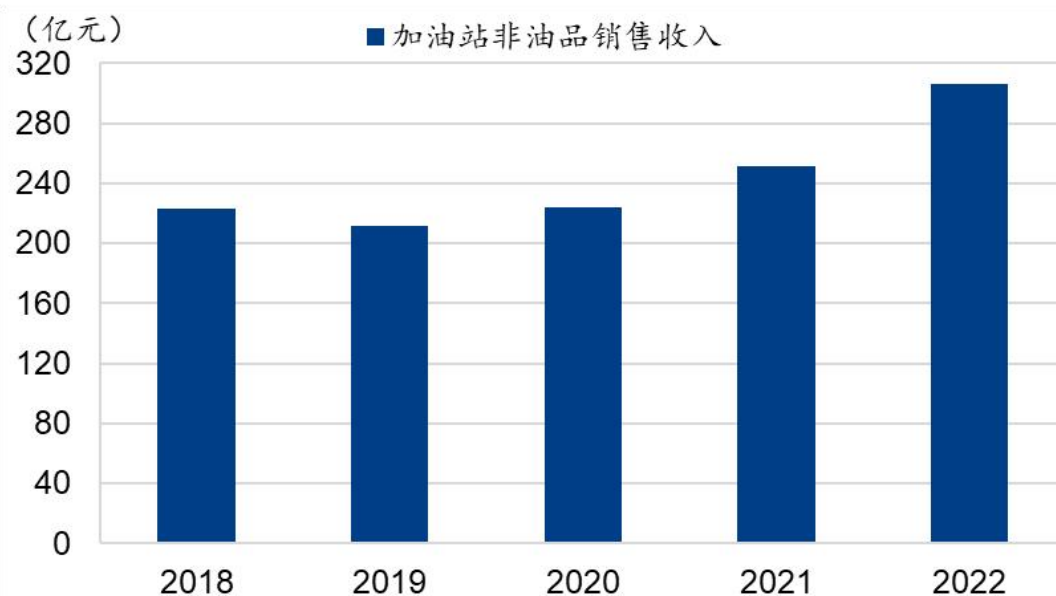
- 公司抓住国内成品油市场秩序不断规范的有利时机，坚持批发零售一体、成品油和非油产品互相促进等策略，努力提高市场份额。2022年公司销售成品油1.51亿吨，同比下降7.8%，其中国内销售1.05亿吨，同比下降6.5%；加油站数量为22586座，同比减少0.9%；零售市场份额34.4%，同比减少0.9个pct，主要由于国内宏观经济承压，成品油需求疲弱。
- 公司积极探索“油品+商品+服务”营销模式，努力扩大非油业务销售规模。2022年加油站非油品销售收入为305.9亿元，同比增长21.6%，便利店数量为20600座，同比+2.1%。

图表：中国石油成品油销量



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：中国石油加油站非油品销售情况



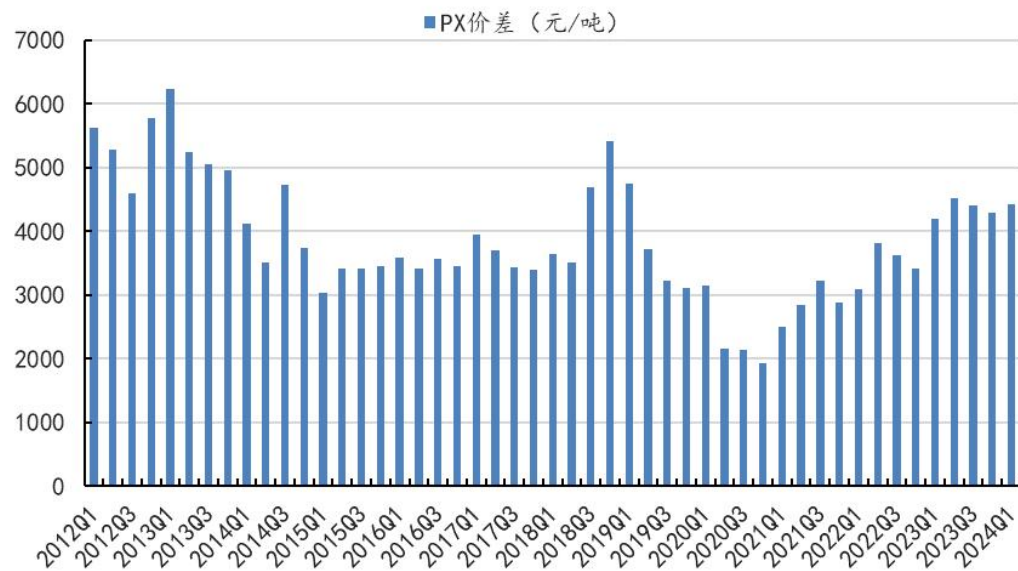
资料来源：Wind、国海证券研究所

- 政策催化叠加高股息率，央企估值提升
- 石化央企业绩有望稳中向上
 - ✓ 油气业务
 - ✓ 炼油和分销业务
 - ✓ 化工业务
- 石化央企高股息率有望持续
- 行业评级及投资建议
- 风险提示

2.3.1 化工业务：炼能扩产有限，PX有望维持景气

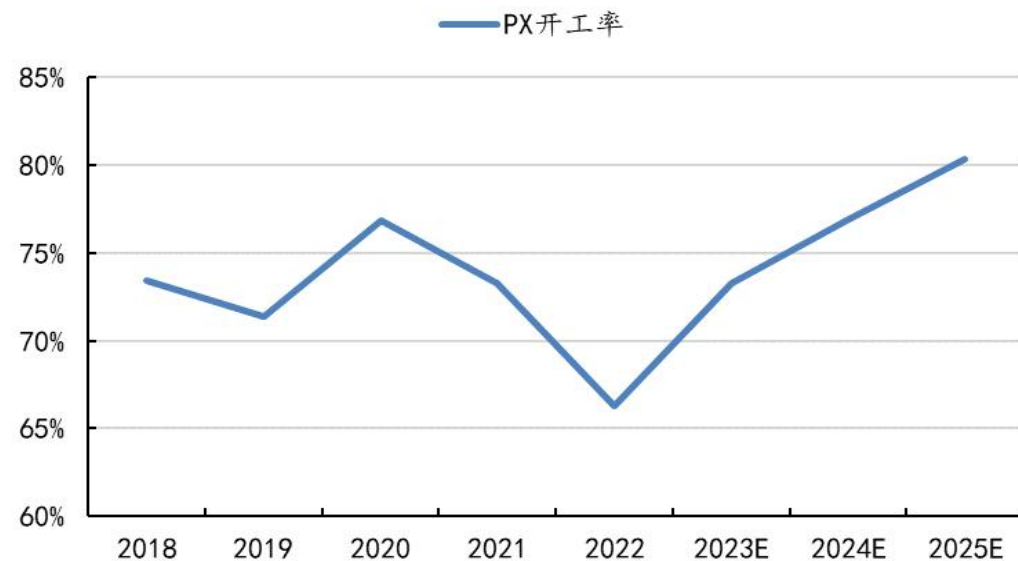
- 《国家发展改革委等部门关于促进炼油行业绿色创新高质量发展的指导意见》提出，到2025年，国内炼能需控制在10亿吨内，炼能扩产受限背景下，PX行业有望维持景气。截至2月21日，2024年Q1PX均价为8639元/吨，PX-原油价差为4426元/吨，处于历史58%分位数。展望2024年，据百川盈孚，2024年是PX投产空窗期，叠加国内下游PTA生产能力高，对原料需求旺盛，预计PX供需格局维持强势，PX市场有望上行。

图表：PX价差变化



资料来源：Wind，国海证券研究所 注：产品已扣增值税、消费税。
2024Q1的数据采用2024年初至2月21日数据计算。

图表：PX开工率有望上行

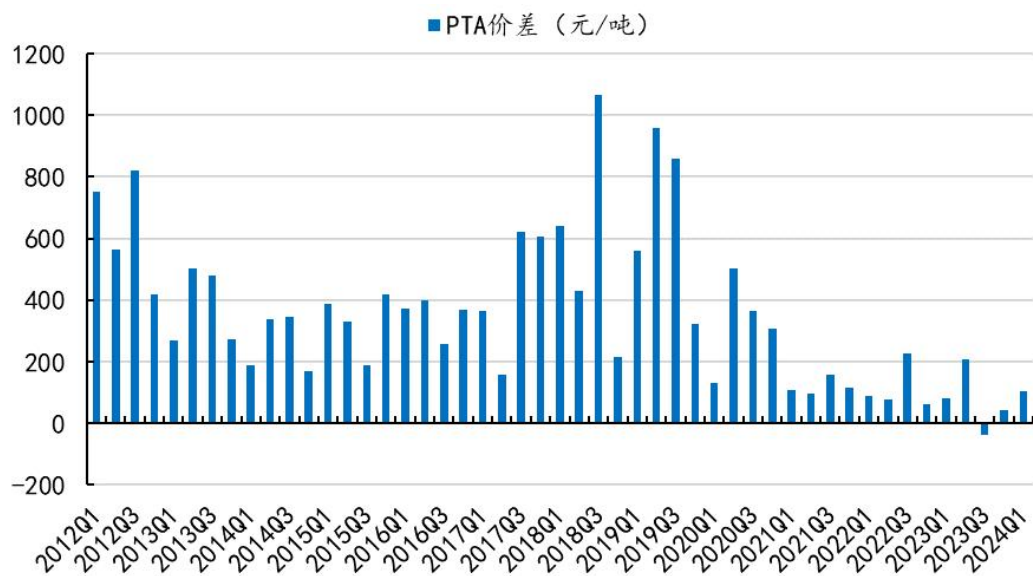


资料来源：相关环评报告，卓创资讯，国海证券研究所

2.3.1 化工业务：PTA盈利承压，涤纶长丝供需格局改善

- 2021年以来，PTA行业盈利承压，截至2月21日，2024年Q1 PTA均价为 5882.3元/吨，价差为103.2元/吨，处于历史13%分位（2010年Q1-2024年Q1）。展望2024年，据百川盈孚，预计2024年约有700万吨产能计划投产，PTA扩产速度高于下游聚酯扩张速度，预计短期维持供大于求。
- 涤纶长丝新增产能放缓，叠加国内纺服需求复苏、海外美国去库明显。据我们不完全统计，预计2024/2025年产能较2023年增速分别为3.5%/3.4%。此外，据隆众资讯，由于涤纶长丝现金流持续压缩，中小型、品种单一企业陆续退出，2020-2024年预计涤纶长丝退出项目261万吨。截至2月21日，2024年Q1 POY均价为7654.2元/吨，价差为916.6元/吨，处于历史24%分位（2010年Q1-2024年Q1），看好涤纶长丝供需紧平衡带来景气修复。

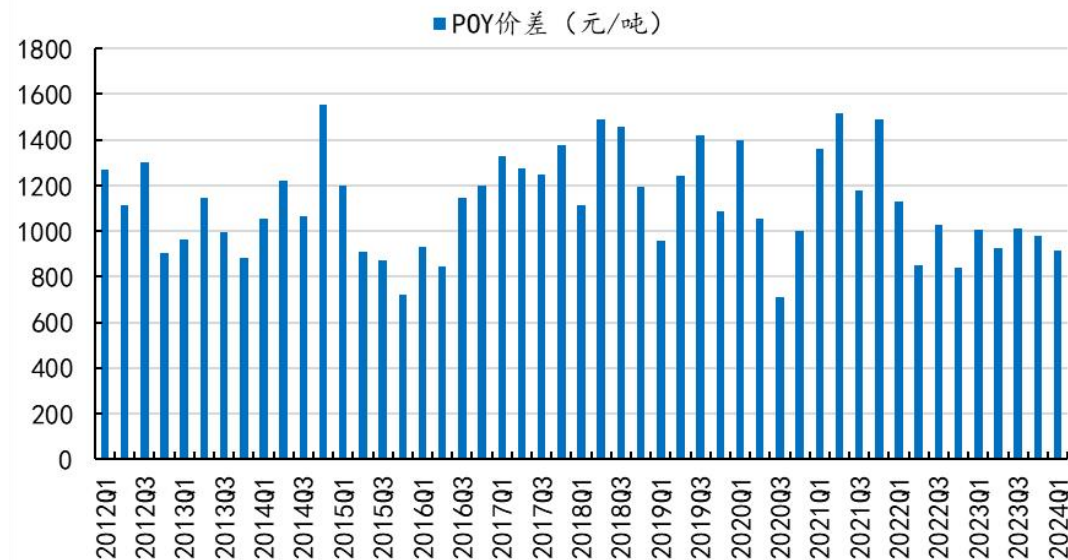
图表：PTA价差



资料来源：Wind，国海证券研究所

注：产品已扣增值税、消费税。2024Q1的数据采用2024年初至2月21日数据计算。

图表：POY价差



资料来源：Wind，国海证券研究所

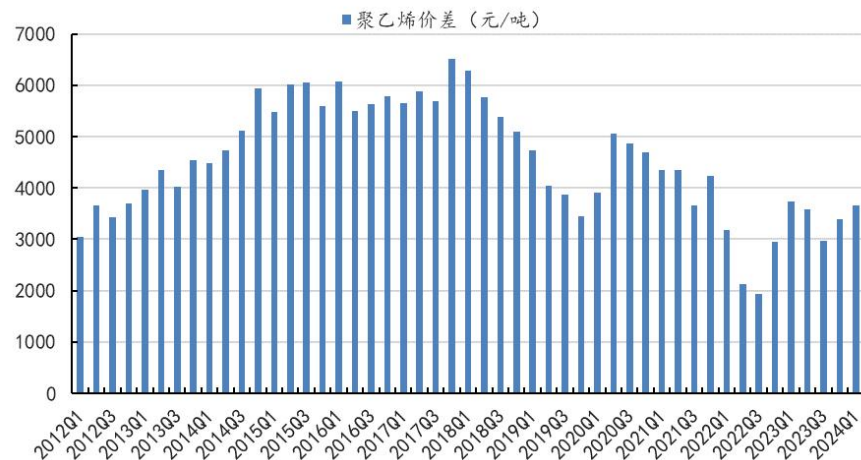
2.3.1 化工业务：PP、PE价格价差自底部逐渐回升

图表：聚乙烯行业开工率情况



资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

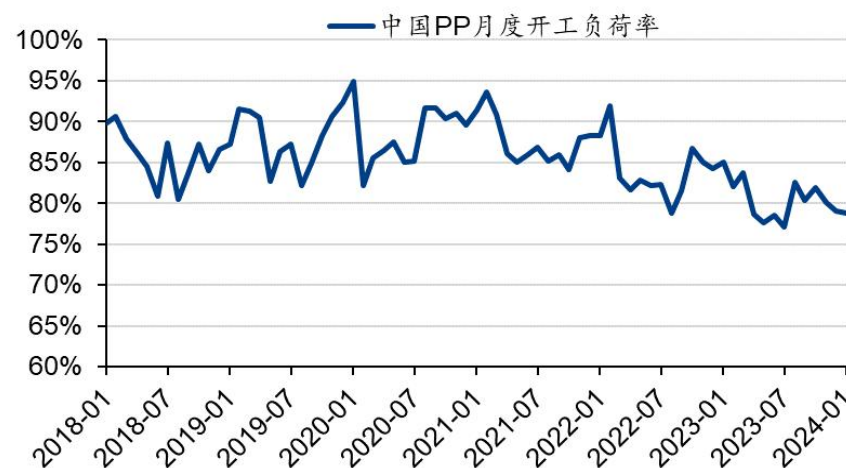
图表：聚乙烯价差变化



资料来源：Wind，国海证券研究所

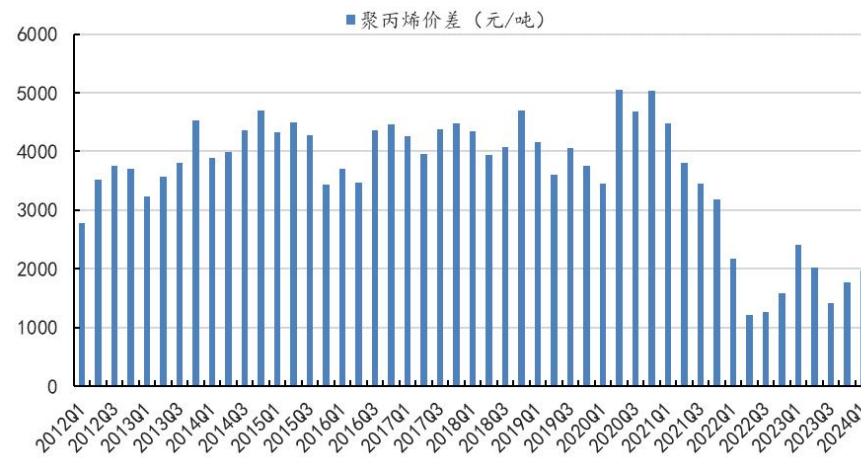
注：产品已扣增值税、消费税。2024Q1的数据采用2024年初至2月21日数据计算。

图表：聚丙烯行业开工率情况



资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

图表：聚丙烯价差变化



资料来源：Wind，国海证券研究所

2.3.2 化工业务：欧美化工龙头经营压力大，全球化工景气度见底

- 近日，海外化工巨头陆续发布2023Q4业绩报告和业绩预告，受到宏观经济增速放缓，下游需求疲软等因素影响，巴斯夫、陶氏、亨斯曼等企业2023Q4经营均承压。我们认为，2024年全球化工行业景气将见底，在底部阶段，欧美化工企业面临的压力更大，尤其是欧洲化工企业受高成本的影响，产能退出的概率较大，值得关注。

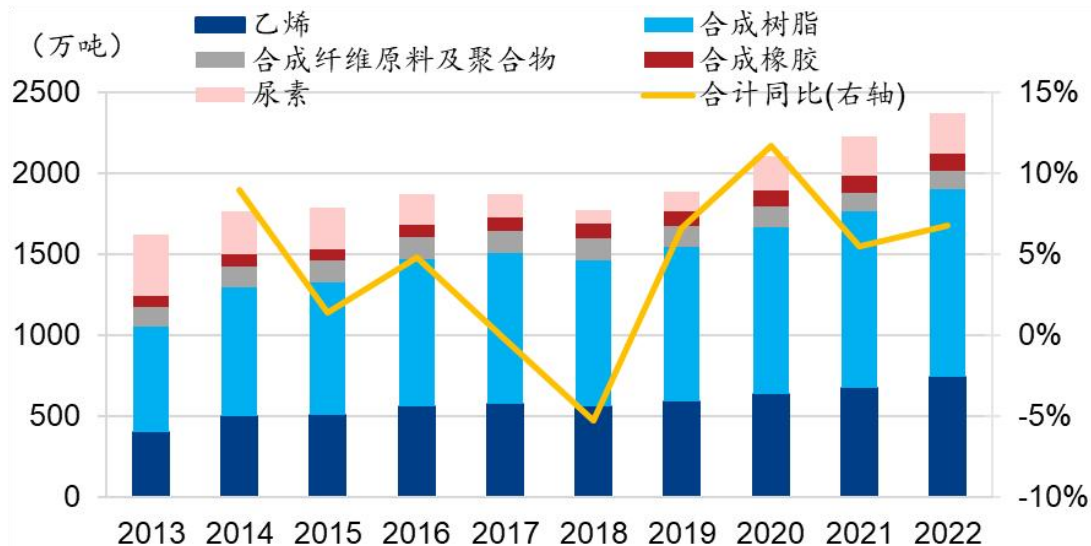
图表：海外化工龙头企业2023Q4业绩情况

	巴斯夫 (2023Q4业绩初步数据)	陶氏 (2023Q4业绩报告)	亨斯曼 (2023Q4业绩预告)	杜邦 (2023Q4业绩报告)
营业收入	158.71亿欧元 (YOY -18%)	106.21亿美元 (YOY -10.4%)		28.98亿美元 (YOY -7%)
净利润 (或EBITDA)	净利润-15.87亿欧元 (同比减亏32.60亿欧元)	EBITDA 12.16亿美元 (YOY -3.1%)	EBITDA 0.40~0.45亿美元 (YOY -54% ~ -48%)	EBITDA 7.15亿美元 (YOY -6%)
经营活动产生的现金流	42.52亿欧元 (YOY -4.9%)	16.28亿美元 (YOY -21.7%)		6.46亿美元 (YOY +249%)
影响业绩因素	2023年扣减11亿欧元的非现金减值，减值涉及表面处理技术、农业解决方案以及材料业务领域。	全球宏观经济活动放缓，所有运营板块销售额均有下滑。23Q4涉及公司与养老金去风险计划相关的一次性非现金结算费用。	2023年聚氨酯业务面临压力，2023Q4荷兰鹿特丹工厂40万吨MDI意外停工。	终端市场库存去化影响，中国市场需求疲软。

资料来源：巴斯夫、陶氏、亨斯曼、杜邦公司官网、慧聪化工网微信公众号，国海证券研究所

2.3.3 中国石油：持续优化炼化产品结构，化工业务盈利随行业周期波动

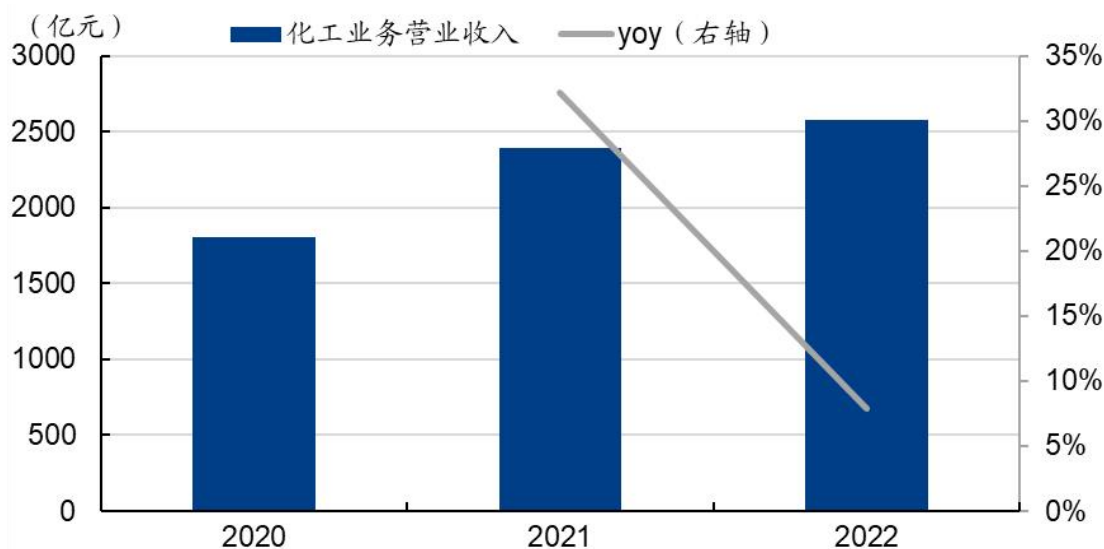
图表：中国石油主要化工产品产量情况



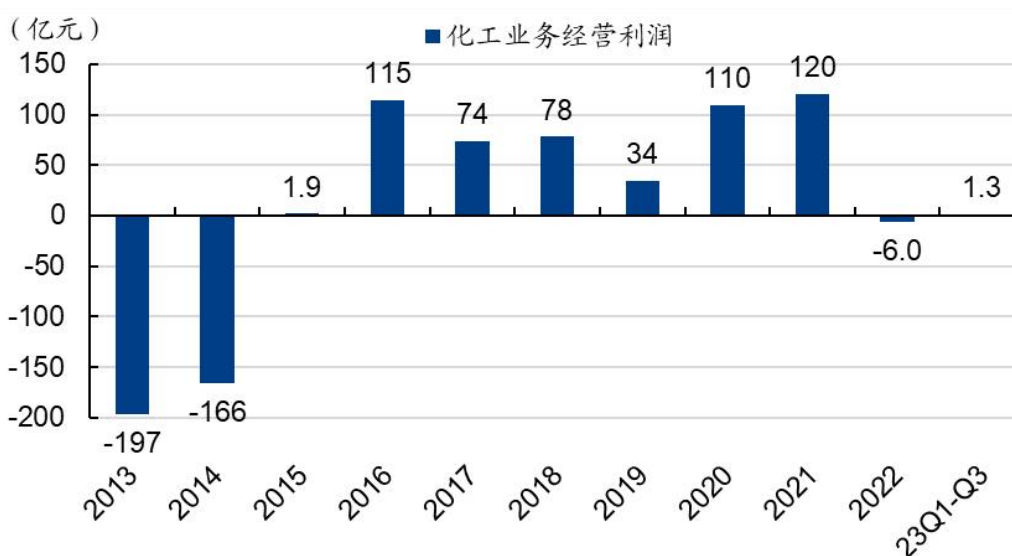
图表：中国石油PE和PP销量 (2019年及之前PP销量未披露)



图表：中国石油化工业务营业收入 (2019年及之前数据未披露)



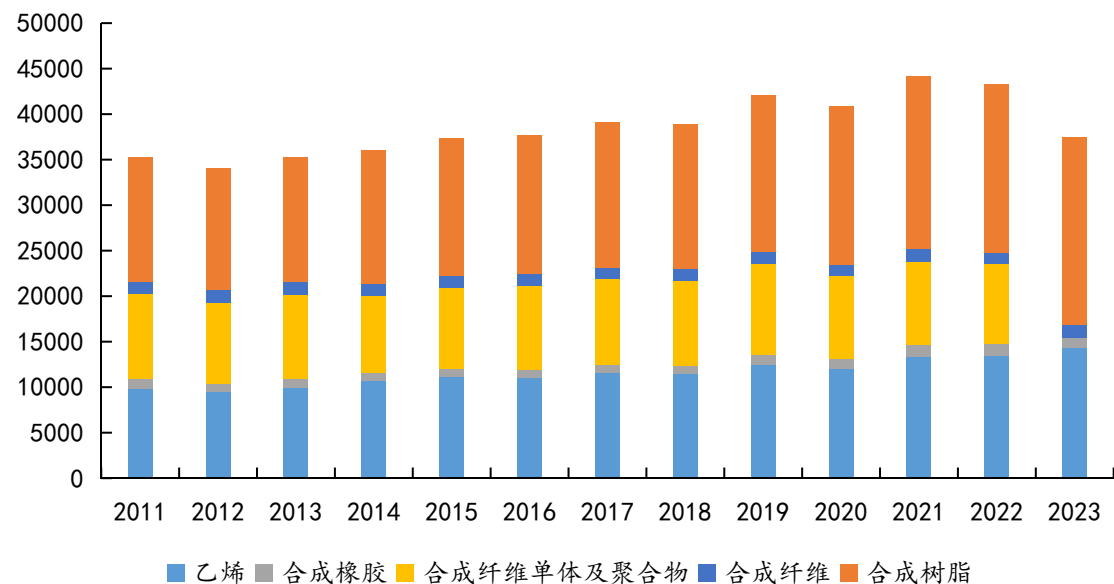
图表：中国石油化工业务经营利润情况



2.3.3 中国石化：化工产品盈利处于周期底部

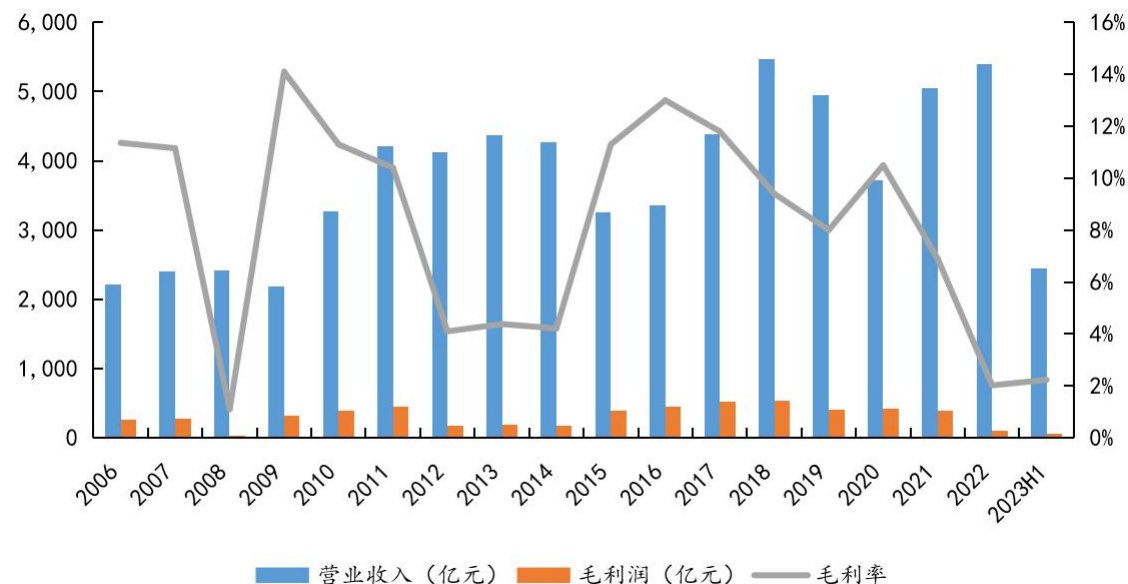
- 公司乙烯产销能力排名中国第一位，构建了比较完善的化工产品营销网络。2023年公司乙烯、合成树脂、合成纤维、合成橡胶产量分别为1431.4、2057.4、111.3、142.4万吨，同比增长6.53%、10.95%、0.09%、10.90%。公司积极推进镇海炼化扩建项目（二期）、天津南港乙烯及下游高端新材料产业集群项目等项目建设，进一步扩大化工产品产能及市占率。
- 公司积极应对化工景气周期低谷，坚持“基础+高端”，培育“成本+附加值+绿色低碳”新优势。持续推进原料多元化，增强成本优势；以市场需求为导向，及时调整装置负荷和产品结构；持续加大新材料、高附加值产品开发力度，拓展创效空间；加快推进大乙烯布局发展和芳烃链转型升级，不断增强市场竞争力。同时，紧贴市场优化营销策略，大力推进市场开发，通过为客户提供一揽子解决方案提高产品价值。

图表：中国石化化工主要产品产量（千吨）



资料来源：中国石化公司公告、国海证券研究所（2023年数据缺少合成纤维单体及聚合物）

图表：中国石化化工产品营收及利润情况

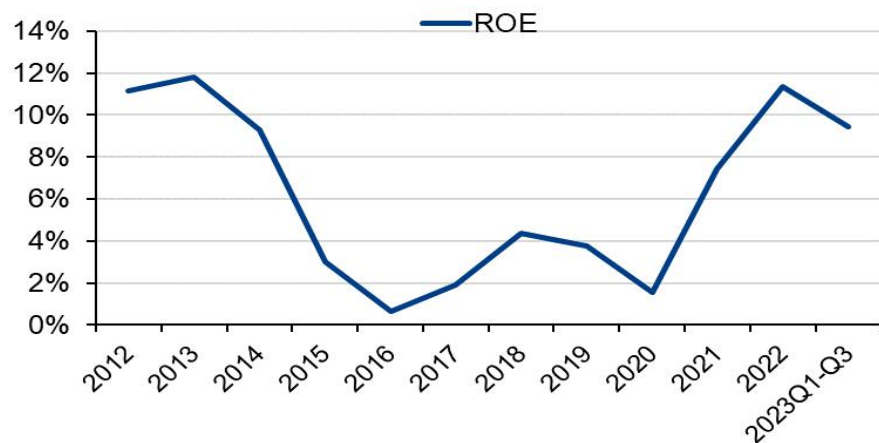


资料来源：wind、国海证券研究所

- 政策催化叠加高股息率，央企估值提升
- 石化央企业绩有望稳中向上
 - ✓ 油气业务
 - ✓ 炼油和分销业务
 - ✓ 化工业务
- 石化央企高股息率有望持续
- 行业评级及投资建议
- 风险提示

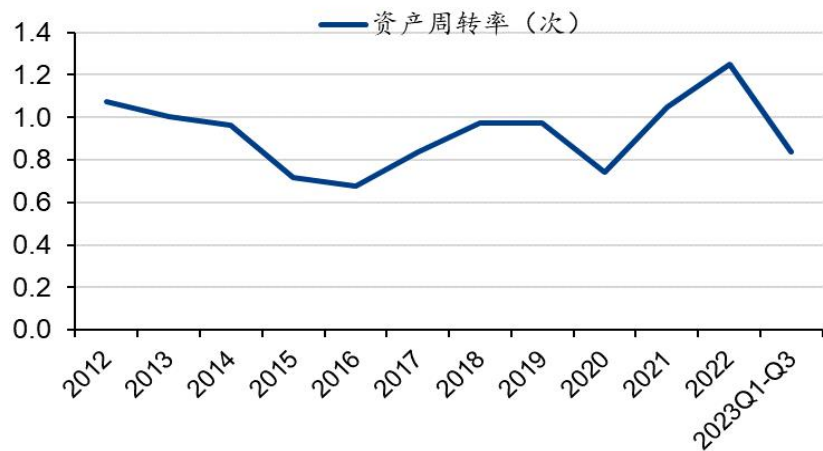
3.1 中国石油：低负债、稳增长，ROE中枢有望提升

图表：中国石油历年ROE水平



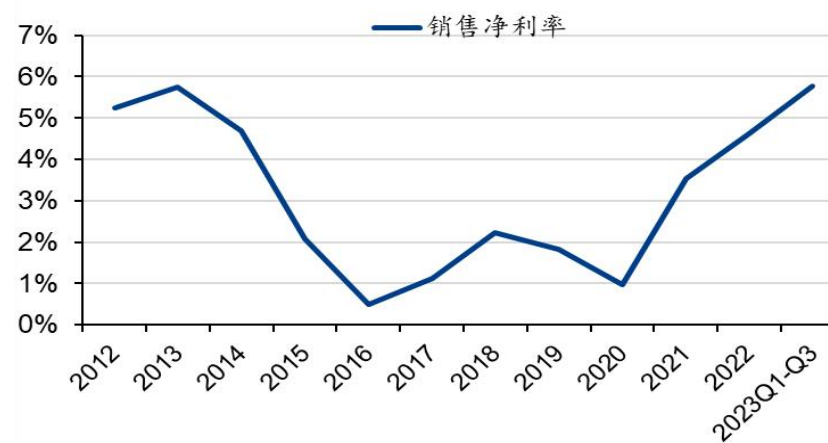
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：中国石油历年历年资产周转率水平



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：中国石油历年销售净利率水平



资料来源：Wind，国海证券研究所

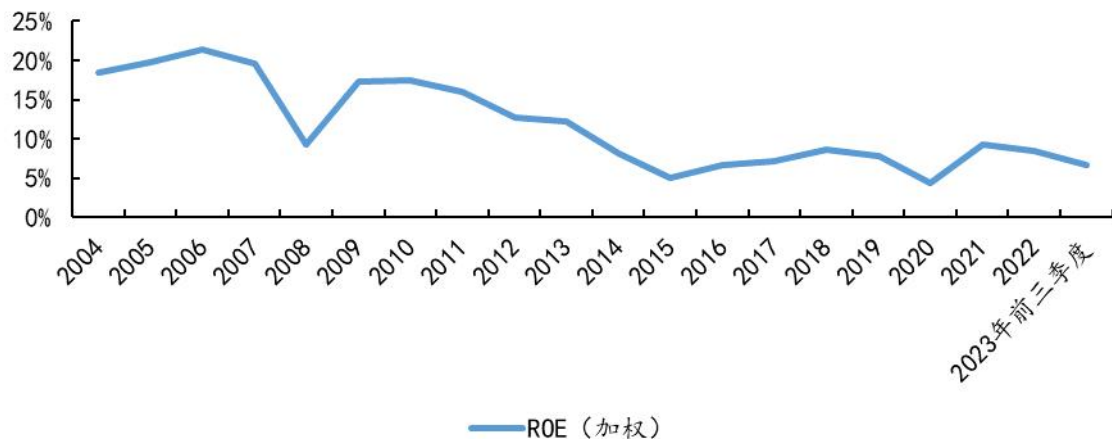
图表：中国石油历年资产负债率



资料来源：Wind，国海证券研究所

3.1 中国石化：资产负债率维持较低水平，利润率有望提升

图表：中国石化历年ROE水平



资料来源：wind、国海证券研究所

图表：中国石化历年资产负债率



资料来源：wind、国海证券研究所

图表：中国石化历年销售净利率



资料来源：wind、国海证券研究所

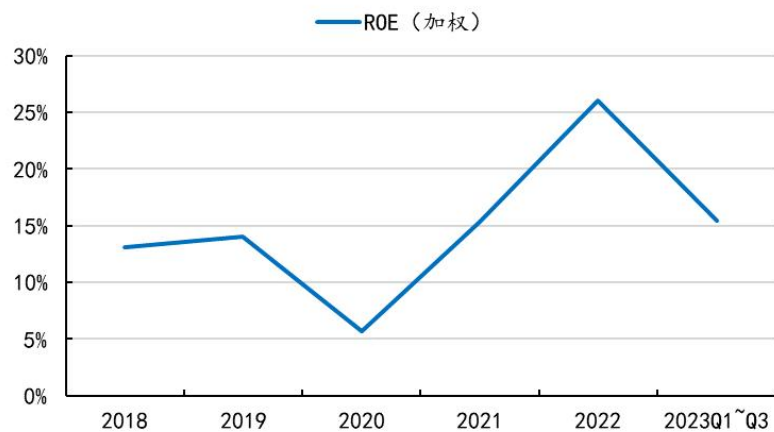
图表：中国石化历年总资产周转率



资料来源：wind、国海证券研究所

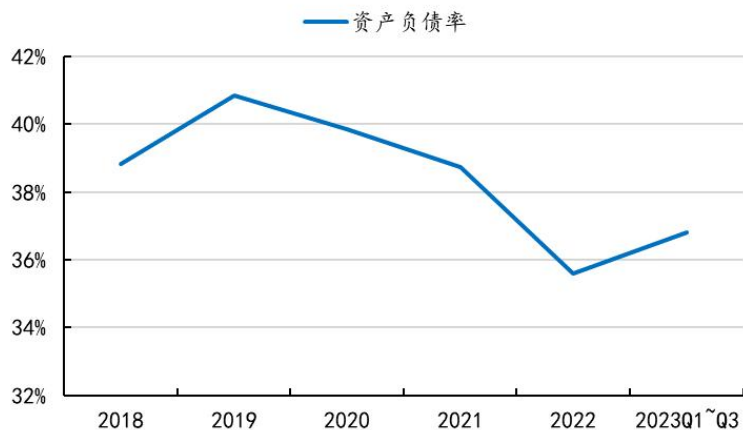
3.1 中国海油：低负债、高盈利、稳增长

图表：中国海油ROE水平稳中有增



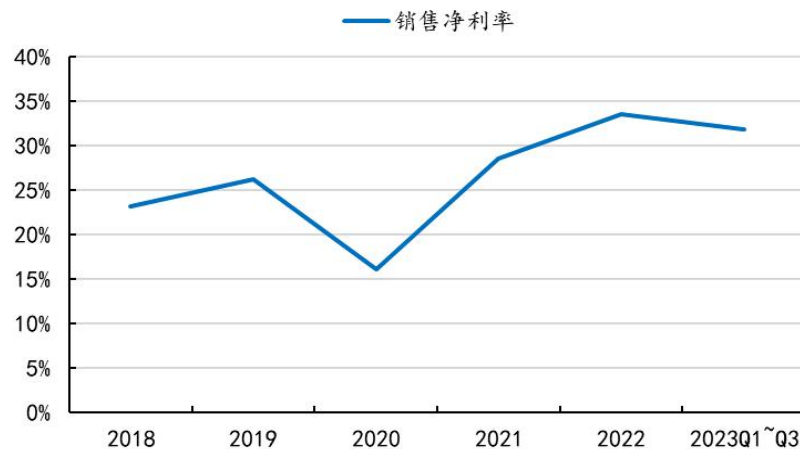
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：中国海油资产负债率稳步下降



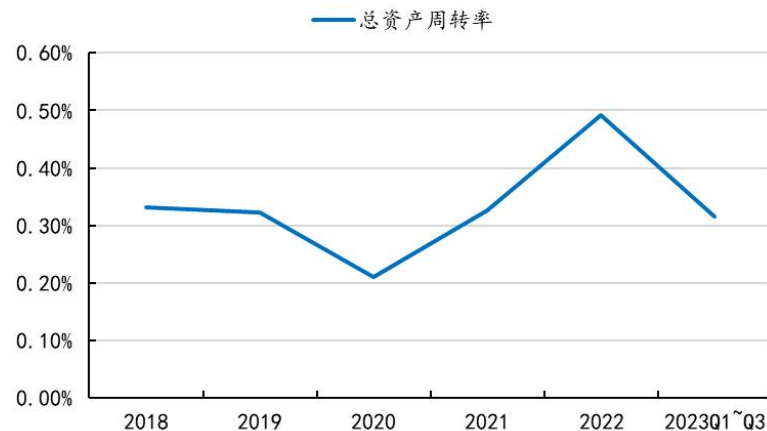
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：中国海油销售净利率高位上行



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：中国海油总资产周转率



资料来源：Wind，国海证券研究所

3.2 石化央企：稳增长预期下，高股息率有望持续

- 截至2024/3/1，近12个月中国石油/中国石化/中国海油股息率分别为4.90%/5.49%/4.85%。稳增长预期下，我们认为石化央企高股息率有望持续。按2024年3月1日最新市值，基于我们对三桶油2023/2024/2025年业绩和现金流预测，假设2023/2024/2025年中国石油股利支付率均为50%，预计对应股息率分别为5.24%/5.44%/5.66%；假设中国石化股利支付率均为60%，预计对应股息率分别为5.50%/5.90%/6.38%；假设中国海油股利支付率均为43%，预计对应股息率分别为4.76%/4.96%/5.29%。

图表：石化行业央企股息率预测

公司名称	股票代码	最新市值 (亿元人民币)	股息率 (近12个月)	股息率 (2023E)	股息率 (2024E)	股息率 (2025E)
中国石油	601857.SH	16,069	4.90%	5.24%	5.44%	5.66%
中国海油	600938.SH	11,954	4.85%	4.76%	4.96%	5.29%
中国石化	600028.SH	7,400	5.49%	5.50%	5.90%	6.38%
中国石油股份	0857.HK	10,151	7.72%	7.54%	7.82%	8.14%
中国海洋石油	0883.HK	6,977	8.29%	7.41%	7.71%	8.22%
中国石油化工股份	0386.HK	4,691	8.79%	7.94%	8.52%	9.20%

资料来源：Wind，国海证券研究所

注：数据截至2024/3/1

- 政策催化叠加高股息率，央企估值提升
- 石化央企业绩有望稳中向上
 - ✓ 油气业务
 - ✓ 炼油和分销业务
 - ✓ 化工业务
- 石化央企高股息率有望持续
- 行业评级及投资建议
- 风险提示

- 中国石油是我国油气行业占主导地位的最大的油气生产和销售商，也是世界最大的石油公司之一，主要业务包括：油气和新能源业务；炼油化工和新材料业务；销售业务；天然气销售业务。近两年来公司降本增效成果显著，盈利能力显著提升，业绩不断创新高，彰显央企改革决心。

图表：中国石油盈利预测（2024/03/01）

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3239167	3151049	3127582	3197968
增长率(%)	23.90	(2.72)	(0.74)	2.25
归母净利润（百万元）	149375	168534	174910	182020
增长率(%)	62.08	12.83	3.78	4.06
摊薄每股收益（元）	0.82	0.92	0.96	0.99
ROE(%)	10.91	11.59	11.35	11.15
P/E	6.06	9.53	9.19	8.83
P/B	0.66	1.11	1.04	0.98
P/S	0.28	0.51	0.51	0.50
EV/EBITDA	2.19	5.00	4.56	4.03

资料来源：Wind，国海证券研究所

- 中国石化是上中下游一体化的大型能源化工公司，主营业务包括勘探及开发、炼油、化工、营销分销等。公司是中国大型油气生产商；炼油能力排名世界第一位；乙烯产能排名中国第一、世界第二；在中国拥有完善的成品油销售网络，是中国最大的成品油和化工品供应商。公司上游业务着力夯实资源基础，全力增储稳油增气降本，推动原油效益开发和天然气效益上产；炼油业务有序推进低成本“油转化”，加大“油转特”力度，加快装置结构调整和优势产能建设；化工业务坚持“基础+高端”方向，强化高附加值产品产销研用一体化管理，提升产品竞争力，培育高质量发展新优势；销售业务大力创新商业模式，发展新能源终端，推动“油气氢电服”综合能源服务商建设取得新成效。公司将继续保持财务状况稳健，加强现金流管理，不断优化资本结构，提高资本资金运用效率。

图表：中国石化盈利预测2024/03/01

关键指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3318168.00	3231277.21	3283721.21	3372378.48
增长率(%)	21.06	-2.62	1.62	2.70
归母净利润(百万元)	66302.00	68372.73	73344.21	79264.49
增长率(%)	-6.89	3.12	7.27	8.07
EPS(摊薄)	0.55	0.57	0.61	0.66
ROE(摊薄)(%)	8.44	8.01	7.91	7.87
PE	7.96	10.87	10.14	9.38

资料来源：wind、国海证券研究所

中国海油：央企经营考核突出，高分红价值凸显

- 中国海油是中国最大海上原油及天然气生产商，也是全球最大之独立油气勘探及生产企业之一，主要业务为勘探、开发、生产及销售原油和天然气。2024年公司资本支出预算总额为1250-1350亿元，年内将有多个重要新项目投产。股东回报方面，2022-2024年公司股息支付率预计将不低于40%，全年股息绝对值预计不低于0.70港元/股(含税)。未来将扎实推进增储上产、科技创新和绿色发展三大工程，实施提质增效升级行动，不断提升价值创造能力。
- 中国海油集团连续19年获央企负责人经营业绩考核A级。2023年7月15日，国务院国资委公布了2022年度中央企业负责人经营业绩考核A级企业名单（49家），中国海油位列第一。至此，中国海油集团已连续第19次在国务院国资委年度考核中获评A级。

图表：中国海油盈利预测（2024/03/01）

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	422,230.00	404,210.81	441,393.75	461,635.64
增长率(%)	71.56	-4.27	9.20	4.59
归母净利润（百万元）	141,700.00	132,456.84	137,756.12	146,939.46
增长率(%)	101.51	-6.52	4.00	6.67
摊薄每股收益（元）	2.98	2.78	2.90	3.09
ROE(%)	23.73	19.52	16.88	15.26
P/E	5.02	9.02	8.68	8.14
P/B	1.21	1.76	1.46	1.24
P/S	1.71	2.96	2.71	2.59
EV/EBITDA	2.86	4.66	4.48	4.20

资料来源：Wind，国海证券研究所

- 政策催化叠加高股息率，央企估值提升
- 石化央企业绩有望稳中向上
 - ✓ 油气业务
 - ✓ 炼油和分销业务
 - ✓ 化工业务
- 石化央企高股息率有望持续
- 行业评级及投资建议
- 风险提示

➤ 国际原油及天然气价格波动

国际原油、成品油和天然气价格受全球及地区政治经济的变化、油气的供需状况及具有国际影响的突发事件和争端等多方面因素的影响。国内原油价格参照国际原油价格确定，国内成品油价格随国际市场原油价格变化而调整，国内天然气价格执行政府指导价。国际原油和天然气价格会影响石油化工企业的收入和成本，进而影响其盈利能力。

➤ 油气储量不确定性

油气资源储量决定了石油化工企业未来的成长性和可持续发展能力，上游原油和天然气的勘探开采存在不确定性，进而影响石油化工企业的核心竞争力。

➤ 宏观经济及政策

石油化工行业的主要产品如成品油、天然气和化工产品等下游需求会受到宏观经济及政策影响，进而影响行业景气度。在国内经济增速放缓背景下，更需关注宏观经济政策对下游需求的影响。

➤ 行业监管及税费政策

中国政府对国内石油和天然气行业进行监管，其监管政策会影响石油化工行业经营活动，如勘探和生产许可证的获得、行业特种税费的缴纳、环保政策、安全标准等。中国政府正积极稳妥地推进税费改革，与石油化工行业相关的税费政策未来可能发生调整，进而对企业经营业绩产生影响。

➤ 重点关注公司业绩不及预期

若重点关注公司主要产品价格下滑，新建项目进度低于预期，行业下游需求较弱等，可能导致其经营业绩低于预期。

化工小组介绍

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士，7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工行业联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士，2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

贾冰，化工行业研究助理，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

分析师承诺

李永磊, 董伯骏, 本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 化工研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597