

化工

证券研究报告/行业季度报告

2024 年 5 月 21 日

评级：增持（维持）

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PB (MRQ)	评级
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E		
中国海油	29.03	2.60	3.16	3.25	3.37	11.1	9.20	8.94	8.61	1.95	买入
中国石化	6.41	0.51	0.58	0.62	0.66	12.5	11.02	10.36	9.68	0.94	买入

备注：股价截至 2024 年 5 月 17 日，每股指标按照最新股本数全面摊薄。

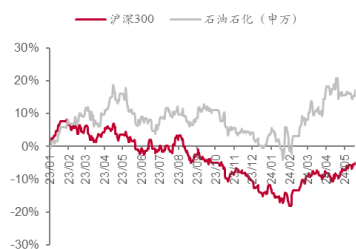
投资要点

- **中高油价托底支撑，板块景气相对强势。**原油作为石油石化行业企业生产的关键原料，生产经营业绩表现与油价走势强相关。复盘看，2023 年国际油价上半年震荡下行、下半年冲高回落；24Q1 整体强势上行。2023 年至 2024 年一季度，Brent 油价介于 70-95 美元/桶区间宽幅偏强震荡。对应板块指数表现，2023 年和 24Q1 石油石化申万行业指数分别-6.8%和+9.7%。分子行业看，以申万三级分类为标准，2023 年炼油化工、其他石化、油气及炼化工程、油田服务、油品石化贸易涨跌幅分别约+5.2%、+0.6%、-3.6%、-5.3%、-17.9%。2024 年一季度，油田服务、炼油化工、油气及炼化工程、油品石化贸易和其他石化申万行业指数累计变化分别约+17.9%、+14.6%、+5.6%、-0.3%、-11.0%。
- **资本开支维持高位，盈利中枢有所抬升。**2023 年石油石化行业整体实现营业收入 8.2 万亿元，同比-2.4%；实现归母净利润 3726.2 亿元，同比-2.5%；实现扣非归母净利润 3959.0 亿元，同比+1.7%；全年毛利率、净利率和 ROE 分别约 19.4%、4.9%和 10.5%，同比+0.6pct、+0.03pc 和-0.8pct。24Q1 实现营业收入、归母净利润和扣非归母净利润 20729.2、1111.8 和 1099.6 亿元，同比+5.7%、+10.4%、+10.8%；单季度毛利率、净利率和 ROE 约 19.0%、5.8%和 3.1%，同比+0.5pct、+0.4pct 和+0.2pct。资本开支上看，2023 年行业累计资本开支 7245.1 亿元，同比+11.5%，增速较 2022 年底增长 12.6pct。其中，23Q4 和 24Q1 资本开支总额约 2411.7 和 1512.4 亿元，同比+1.2%和+6.7%。
- **紧平衡格局或延续，看好油价偏强震荡。**从 2024 年初至今的国际油价走势上看，在红海危机、俄乌冲突、巴以冲突等持续发酵下，中东地区不确定性风险强化，推升原油价格持续走强。截至 5 月 16 日，Brent 原油期货结算价 83.27 美元/桶，较 2023 年均价+1.1 美元/桶。随着近期地缘局势的降温，油价逐步回吐风险溢价，较 2024 年高点已下降约 7.9 美元/桶。中长期看，供应端在 OPEC+一季度宣布延长减产、页岩油产量增长乏力以及 BP、雪佛龙、埃克森美孚等国际石油巨头公司逐步削减自身计划资本开支总量等背景下，有望促使国际原油市场供给趋紧。需求端看，OPEC、IEA、EIA 三大机构在 4 月月报中分别给出 2.3、1.2、0.9 百万桶/日的原油需求同比增量。供需格局向好下，三大机构预测 2024 年全球原油供需缺口分别约 1.7、0.3、0.3 百万桶/日。我们认为，在全球原油整体紧平衡格局维持的背景下，2024 年油价有望继续维持中高位水平。
- **增储上产精益管理，长期注重股东回报。**在国家能源安全自主可控的背景下，三桶油勇担重任，2023 年中国海油/中国石化/中国石化油气当量产量同比+8.7%/+4.4%/+3.1%。根据各公司生产计划，预计 2024 年中国海油/中国石化/中国石化油气当量产量同比+4.7%（取中枢产量目标）/+1.0%/+0.4%。高油价环境增储上产，利好企业上游板块利润增厚。在此基础上，中国石油、中国石化深度推进减油增化和老旧炼能的存量替代，随上下游一体化程度加深，企业抗油价风险能力显著提升。2023 年在全年 Brent 油价同比-17.0%且大比例计提矿业权出让收益的背景下，三桶油营业收入/归母净利润/扣非归母净利润同比-4.9%/-3.3%/+1.3%，远低于油价波动程度。24Q1 在量增及库存收益的双重激励下，三桶油营业收入/归母净利润/扣非归母净利润同比+5.7%/+8.2%/+8.6%。此外，作为央企改革排头兵，公司长期注重股东回报，2023 年中国石化/中国石油/中国海油分红比例分别约 72.1%（含回购，不含回购约 68.2%）/50.0%/43.6%。估值层面，截至 5 月 20 日，中国石油（A/H）、中国石化（A/H）、中国海油（A/H）的 PB（MRQ）分别约 1.25x/0.86x、0.94x/0.69x、1.95x/1.20x。乘央企改革春风，三桶油在不断精益自身技术、优化内部资产的同时，估值理应回归相对合理水平。
- **风险提示：**宏观环境波动、地缘政治因素、油价大幅波动、数据与实际偏差风险、需求不及预期、使用的第三方数据信息更新不及时等

基本状况

上市公司数	46
行业总市值(亿元)	42029
行业流通市值(亿元)	30669

行业-市场走势对比



相关报告

【行业深度】基础化工行业 2023 年年报及 24Q1 季报总结：高产能释放趋近尾声，细分子行业景气回暖（20240520）

【投资策略】化工 2024 年度策略：“弱复苏”关注“确定性”（20240201）

【行业深度】化工行业 2023 年半年报总结：需求缓慢复苏，子行业景气分化（20230926）

## 内容目录

一、石油石化：油价高位支撑景气，资本开支增势延续.....	- 4 -
二、三桶油：高油价环境增储上产，高分红重视股东回报.....	- 10 -
三、风险提示.....	- 14 -

## 图表目录

图表 1：2023 年至今，石油石化二级子行业申万行业指数变化.....	- 4 -
图表 2：2023 年和 24Q1 石油石化二级子行业行情表现.....	- 4 -
图表 3：2023 年石油石化行业营收约 8.2 万亿元，同比-2.4%.....	- 5 -
图表 4：23Q4 和 24Q1 石油石化行业营收同比-5.9%和+5.7%.....	- 5 -
图表 5：2023 年石油石化行业归母净利约 3726.2 亿元，同比-2.5%.....	- 5 -
图表 6：23Q4 和 24Q1 石油石化行业归母净利同比+7.2%和+10.4%.....	- 5 -
图表 7：2023 年石油石化行业扣非归母净利约 3959.0 亿元，同比+1.7%.....	- 5 -
图表 8：23Q4 和 24Q1 石油石化行业归母净利同比+44.2%和+10.8%.....	- 5 -
图表 9：2023 年石油石化行业毛利率/净利率/ROE 同比约+0.6pct/+0.03pct/-0.8pct.....	- 6 -
图表 10：23Q4 和 24Q1 石油石化行业 ROE 同比+0.1pct 和+0.2pct.....	- 6 -
图表 11：2023 年石油石化行业期间费用率约 4.9%，同比+0.4pct.....	- 6 -
图表 12：23Q4 和 24Q1 石油石化行业期间费用率同比+0.6pct 和-0.1pct.....	- 6 -
图表 13：2023 年末，石油石化行业研发费用累计同比+12.0%，增速同比-3.5pct.....	- 7 -
图表 14：23Q4 和 24Q1 石油石化行业研发费用同比+12.0%和+4.8%.....	- 7 -
图表 15：2023 年末石油石化行业资产负债率约 49.2%，同比-0.6pct.....	- 7 -
图表 16：2023 年石油石化行业净现比约 237.5%，同比+41.6pct.....	- 8 -
图表 17：23Q4 和 24Q1 石油石化行业净现比同比约+103.0pct 和-12.5pct.....	- 8 -
图表 18：2023 年末，石油石化行业在建工程总计同比-8.9%，增速同比-6.2pct.....	- 8 -
图表 19：24Q1 末，石油石化行业在建工程总计约 5394.6 亿元，同比-7.8%.....	- 8 -
图表 20：2023 年末，石油石化行业固定资产总计同比+10.6%，增速同比-2.3pct.....	- 9 -
图表 21：24Q1 末，石油石化行业固定资产总计同比+10.2%，增速环比 23Q4 末-0.4pct.....	- 9 -
图表 22：2023 年末，石油石化行业资本开支总计同比+11.5%，增速同比+12.6pct.....	- 9 -
图表 23：23Q4 和 24Q1 石油石化行业资本开支总计同比分别+1.2%和+6.7%.....	- 9 -
图表 24：2023 年油价震荡走弱，2024 年油价整体上行.....	- 10 -
图表 25：2019 年以来美国钻机数量变化.....	- 11 -
图表 26：2019 年以来北美活跃压裂车队变化.....	- 11 -

图表 27: 2021-2027 年全球炼能年同比变化.....	- 11 -
图表 28: 2022-2024E, “三桶油”油气当量产量变化.....	- 12 -
图表 29: 2014 年至今三桶油营业收入 (亿元) .....	- 12 -
图表 30: 21Q1 至今三桶油单季度营业收入 (亿元) .....	- 12 -
图表 31: 2014 年至今三桶油归母净利 (亿元) .....	- 13 -
图表 32: 21Q1 至今三桶油单季度归母净利 (亿元) .....	- 13 -
图表 33: 2014 年至今三桶油扣非归母净利 (亿元) .....	- 13 -
图表 34: 21Q1 至今三桶油单季度扣非归母净利 (亿元) .....	- 13 -

## 一、石油石化：油价高位支撑景气，资本开支增势延续

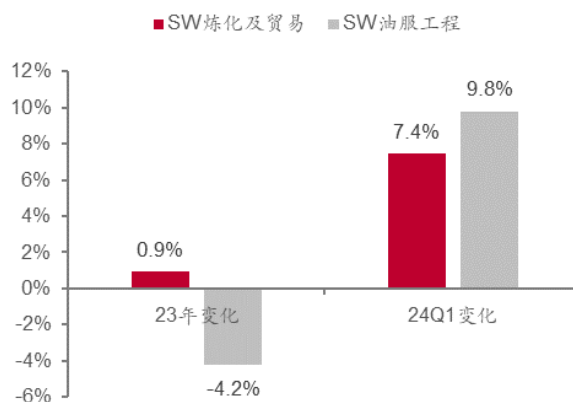
- 若我们以申万二级行业分类为基准，不同于基础化工板块各子行业景气度的明显下行，受益于国际油价的中高位偏强震荡，2023年SW炼化及贸易和SW油服工程行业指数涨跌幅分别为+0.9%和-4.2%。24Q1两大子行业申万行业指数表现延续强势，一季度累计行业指数累计涨幅分别约7.4%和9.8%。截至24Q1末，两大子行业较一季度最低点（2390.48点和1729.80点）涨幅分别约16.7%和30.7%。

图表 1：2023 年至今，石油石化二级子行业申万行业指数变化



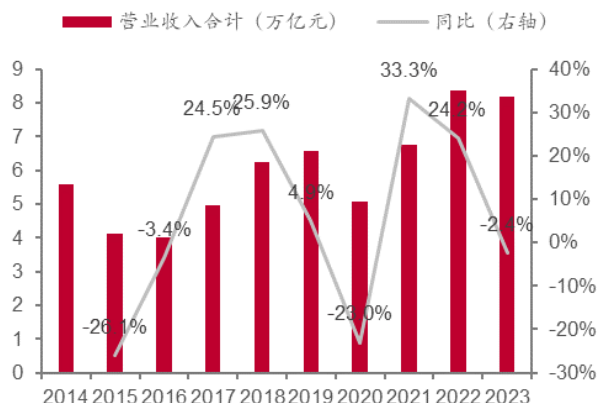
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 2：2023 年和 24Q1 石油石化二级子行业行情表现

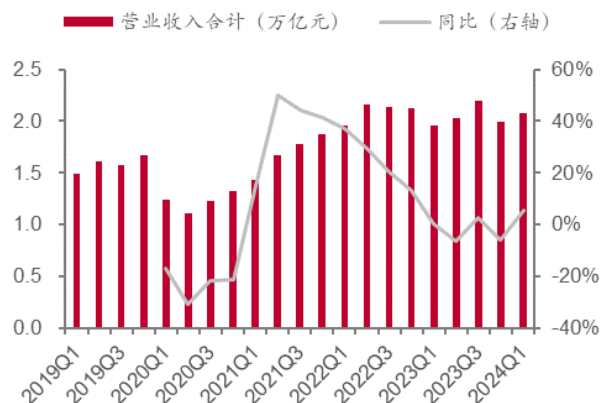


来源：Wind，中泰证券研究所

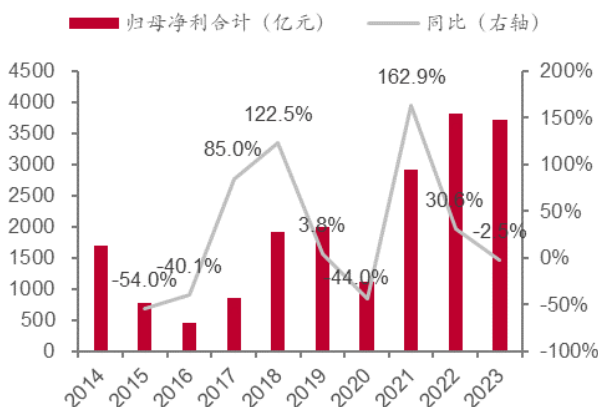
- **业绩表现强油价相关：**营业收入方面，2023年石油石化行业合计营收约8.2万亿元，同比-2.4%。分季度看，23Q4和24Q1单季度分别实现营收2.0和2.1万亿元，同比-5.9%和+5.7%。归母净利润方面，2023年石油石化行业合计归母净利润约3726.2亿元，同比-2.5%。分季度看，23Q4和24Q1单季归母净利润约665.8和1111.8亿元，同比+7.2%和+10.4%。扣非归母净利润方面，2023年石油石化行业合计扣非归母净利润3959.0亿元，同比+1.7%。分季度看，23Q4和24Q1单季扣非归母净利润约940.1和1099.6亿元，同比+44.2%和+10.8%。

**图表 3: 2023 年石油石化行业营收约 8.2 万亿元, 同比-2.4%**


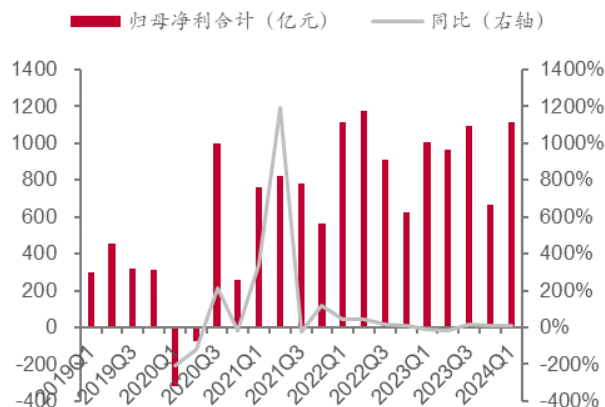
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 4: 23Q4 和 24Q1 石油石化行业营收同比-5.9% 和+5.7%**


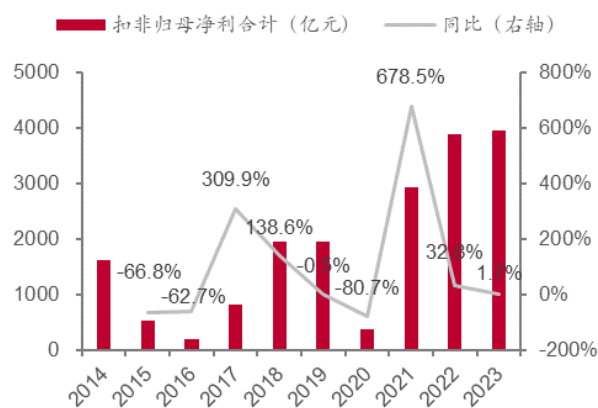
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 5: 2023 年石油石化行业归母净利润约 3726.2 亿元, 同比-2.5%**


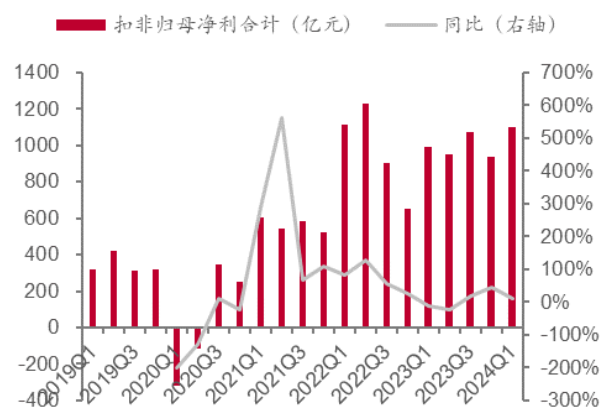
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 6: 23Q4 和 24Q1 石油石化行业归母净利润同比+7.2%和+10.4%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

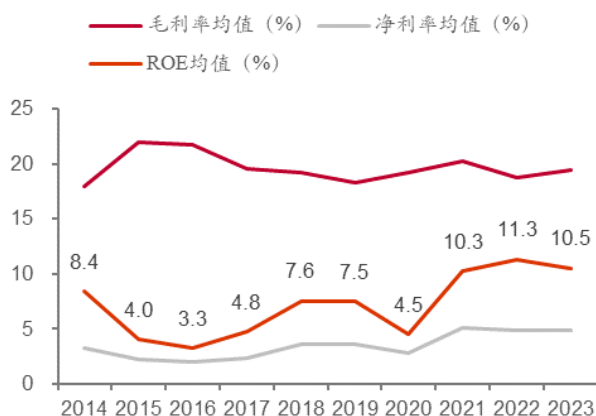
**图表 7: 2023 年石油石化行业扣非归母净利润约 3959.0 亿元, 同比+1.7%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

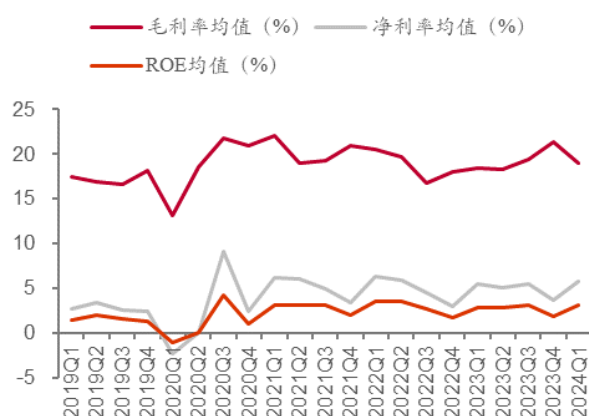
**图表 8: 23Q4 和 24Q1 石油石化行业扣非归母净利润同比+44.2%和+10.8%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 高油价抬升盈利中枢：**2023 年石油石化板块毛利率、净利率、ROE 分别约 19.4%、4.9%、10.5%，同比+0.6pct、+0.03pct、-0.8pct。分季度看，23Q4 和 24Q1 行业整体毛利率表现分别约 21.4%和 19.0%，同比+3.4pct 和+0.5pct；净利率表现分别约 3.6%和 5.8%，同比+0.6pct 和+0.4pct；ROE 表现分别约 1.9%和 3.1%，同比+0.1pct 和+0.2pct。

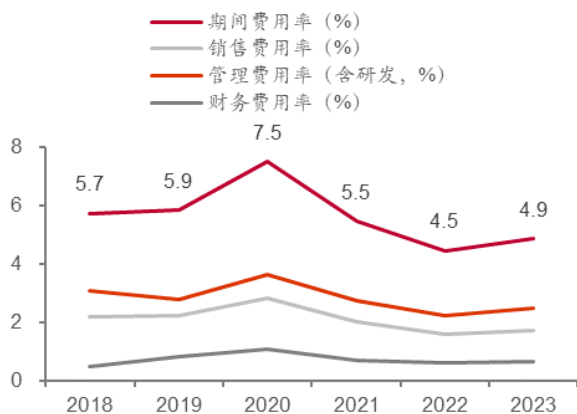
**图表 9：2023 年石油石化行业毛利率/净利率/ROE 同比约+0.6pct/+0.03pct/-0.8pct**


来源：Wind，中泰证券研究所

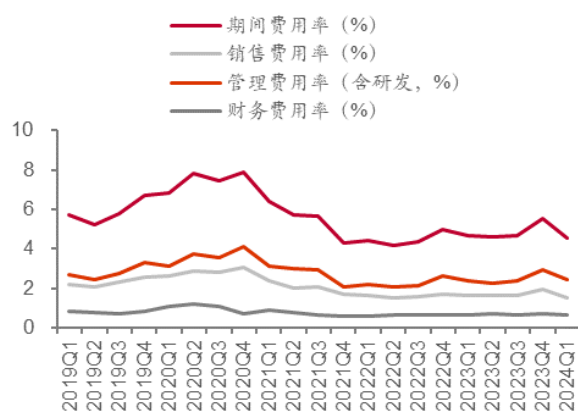
**图表 10：23Q4 和 24Q1 石油石化行业 ROE 同比 +0.1pct 和+0.2pct**


来源：Wind，中泰证券研究所

- 期间费用率稳中有降：**2023 年石油石化行业期间费用率约 4.9%，同比+0.4pct。具体看，2023 年行业销售费用率、管理费用率（含研发）、财务费用率分别约 1.7%、2.5%、0.7%，同比+0.1pct、+0.2pct、+0.1pct。季度维度看，23Q4 和 24Q1 板块期间费用率分别约 5.6%和 4.5%，同比+0.6pct 和-0.1pct。细分看，销售费用率分别为 1.9%和 1.5%，同比+0.2pct 和-0.2pct；管理费用率（含研发）分别为 2.9%和 2.4%，同比+0.3pct 和+0.02pct；财务费用率分别约 0.7%和 0.6%，同比+0.1pct 和+0.004pct。

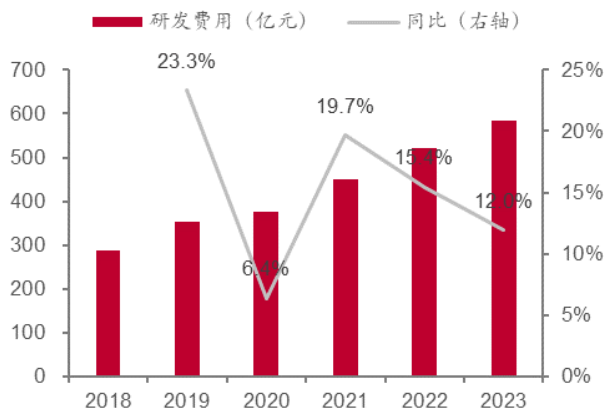
**图表 11：2023 年石油石化行业期间费用率约 4.9%，同比+0.4pct**


来源：Wind，中泰证券研究所

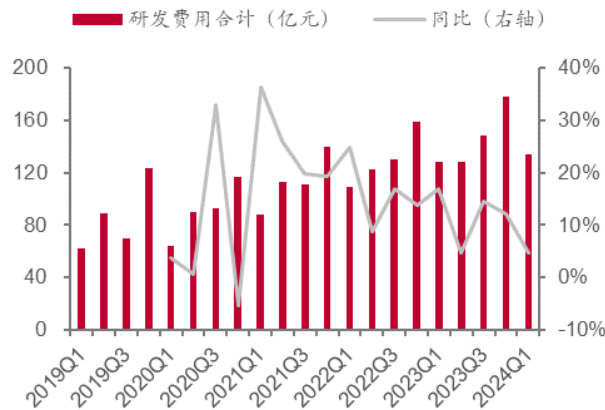
**图表 12：23Q4 和 24Q1 石油石化行业期间费用率同比 +0.6pct 和-0.1pct**


来源：Wind，中泰证券研究所

- 研发费用支出整体放缓：**2023 年石油石化行业累计研发费用支出 583.1 亿元，同比+12.0%。增速表现上看，2023 年行业研发支出同比增速较 2022 年相比下降 3.5pct。分季度看，23Q4 和 24Q1 行业累计研发费用支出分别约 178.3 和 133.9 亿元，同比+12.0%和+4.8%。

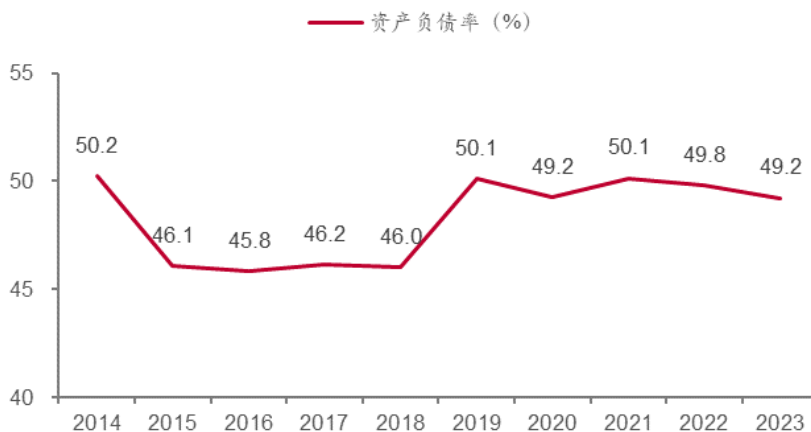
**图表 13：2023 年末，石油石化行业研发费用累计同比+12.0%，增速同比-3.5pct**


来源：Wind，中泰证券研究所

**图表 14：23Q4 和 24Q1 石油石化行业研发费用同比+12.0%和+4.8%**


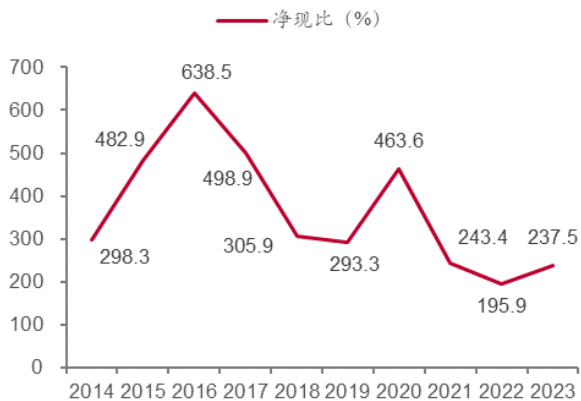
来源：Wind，中泰证券研究所

- 偿债能力表现稳健：**2014-2023 年，基础化工行业资产负债率基本介于 45%-51%。2019 年以来，行业资产负债率基本介于 50%水平震荡，整体表现相对稳定。到 2023 年末，石油石化全行业资产负债率约 49.2%。

**图表 15：2023 年末石油石化行业资产负债率约 49.2%，同比-0.6pct**


来源：Wind，中泰证券研究所

- 营运能力表现良好，季节性特征较显著：**若我们采用净现比对公司营运能力进行考察，2023 年石油石化行业净现比约 237.5%，同比+41.6pct。分季度看，23Q4 和 24Q1 板块净现比分别约 432.4%和 128.2%，同比+103.0pct 和-12.5pct。

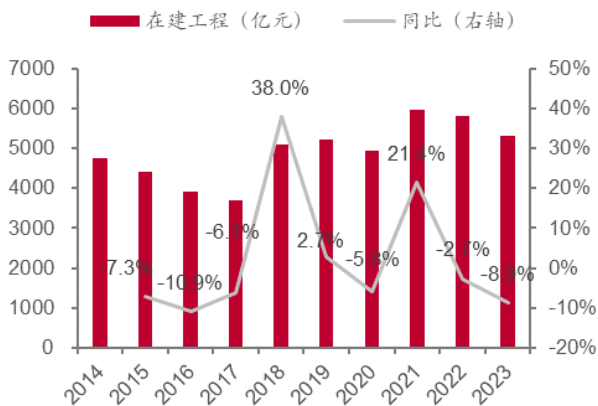
**图表 16: 2023 年石油石化行业净现比约 237.5%，同比+41.6pct**


来源: Wind, 中泰证券研究所

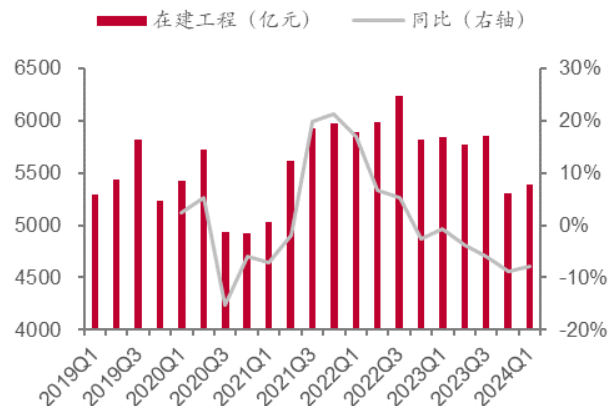
**图表 17: 23Q4 和 24Q1 石油石化行业净现比同比约 +103.0pct 和 -12.5pct**


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 在建工程增速显著放缓:** 截至 2023 年末, 石油石化板块在建工程总计约 5303.6 亿元, 同比-8.9%, 增速表现较 2022 年末下降 6.2pct。截至 24Q1 末, 行业累计在建工程总额约 5394.6 亿元, 同比-7.8%, 连续 5 个月同比增速为负。趋势上看, 石油石化行业在建工程总量同比增速自 2021 年达到峰值的 21.4% 后已连续两年同比下滑; 季度维度则更为明显, 自 21Q4 达到高点的 21.4% 后, 整体均处下行通道。

**图表 18: 2023 年末, 石油石化行业在建工程总计同比-8.9%，增速同比-6.2pct**


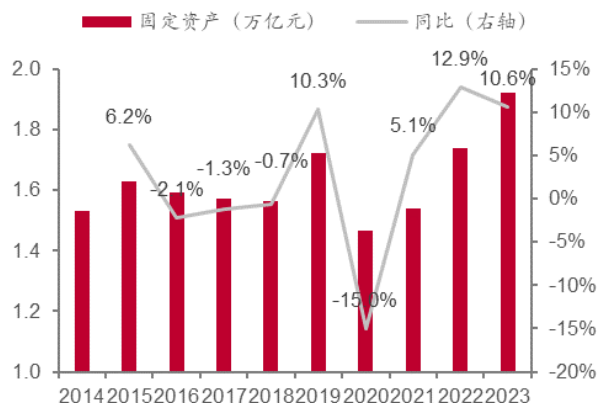
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 19: 24Q1 末, 石油石化行业在建工程总计约 5394.6 亿元, 同比-7.8%**


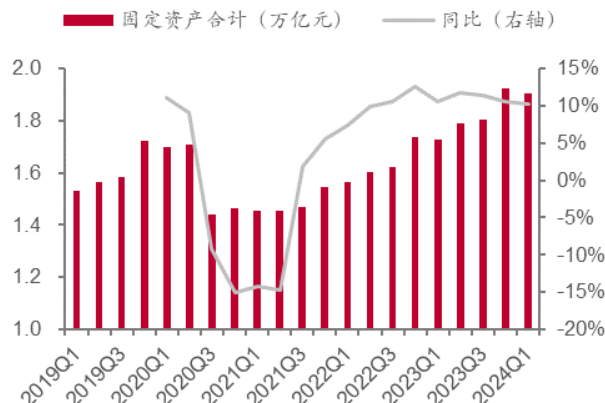
来源: Wind, 中泰证券研究所

- 固定资产同比增速出现下滑:** 随在建工程陆续转固, 2021-2023 年石油石化行业固定资产总额同比持续性高增。到 2023 年底, 石油石化行业固定资产总额约 19222.1 亿元, 同比+10.6%。然而从增速表现上看, 2023 年末行业固定资产同比增速较 2022 年末已有所放缓, 增速表现-2.3pct。分季度看, 24Q1 末行业固定资产总额约 19046.8 亿元, 同比+10.2%。而从增速表现上看, 23Q2-24Q1 石油石化板块固定资产同比增速连续三个季度放缓, 或预示本轮行业高产能释放阶段已渐入尾声。



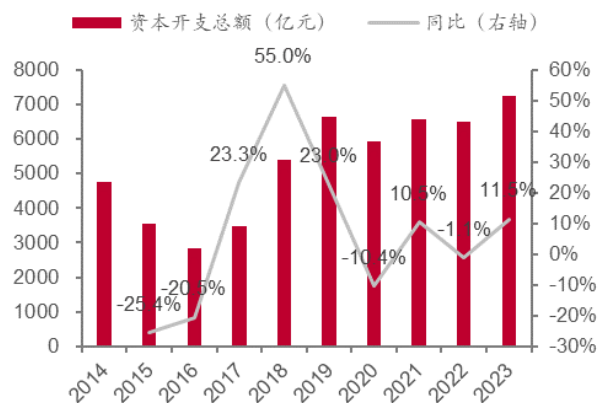
**图表 20: 2023 年末, 石油石化行业固定资产总计同比+10.6%, 增速同比-2.3pct**


来源: Wind, 中泰证券研究所

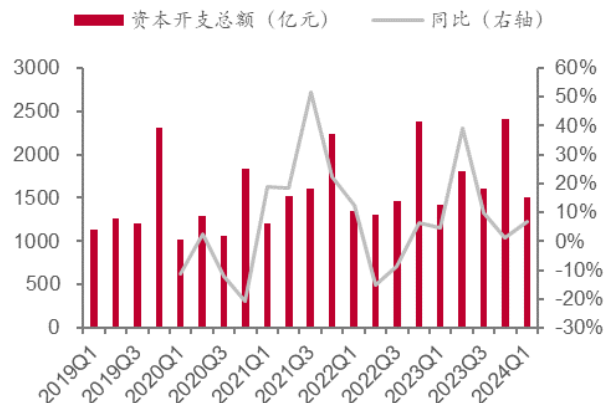
**图表 21: 24Q1 末, 石油石化行业固定资产总计同比+10.2%, 增速环比 23Q4 末-0.4pct**


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 资本开支仍处相对高位:** 2023 年石油石化行业累计资本开支 (购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金, 下同) 总额约 7245.1 亿元, 同比+11.5%, 增速表现较 2022 年底增长 12.6pct。分季度看, 23Q4 和 24Q1 行业资本开支分别约 2411.7 和 1512.4 亿元, 同比+1.2%和+6.7%。

**图表 22: 2023 年末, 石油石化行业资本开支总计同比+11.5%, 增速同比+12.6pct**


来源: Wind, 中泰证券研究所

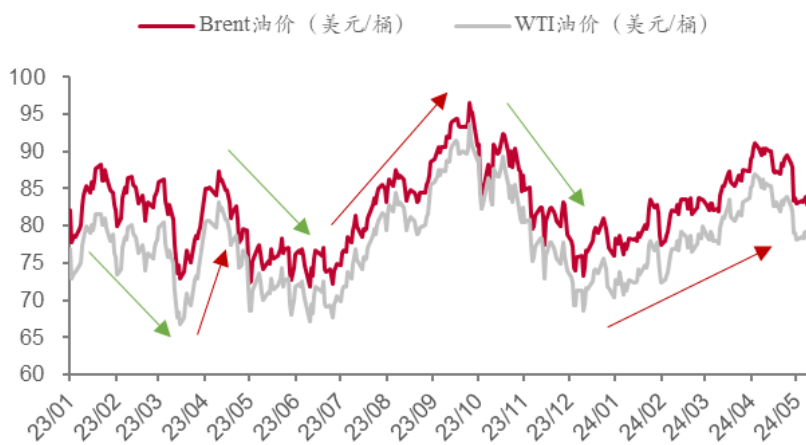
**图表 23: 23Q4 和 24Q1 石油石化行业资本开支总计同比分别+1.2%和+6.7%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

## 二、三桶油：高油价环境增储上产，高分红重视股东回报

- **油价走势：2023 年震荡走弱，24Q1 强势上行**
- **2023 年：23H1 油价震荡偏弱，23H2 油价冲高回落。**此前我们在《化工 2024 年度策略：“弱复苏”关注“确定性”》中曾对 2023 年国际油价走势加以阐述。整体看，2023 年国际油价呈“五阶段”走势：1) 2023 年年初至 3 月中旬：市场交易需求侧为主，美国银行业危机爆发下油价快速下探并跌破 70 美元/桶；2) 3 月中旬-4 月中上旬：因 OPEC+宣布新一轮减产，核心转向交易供给侧，油价筑底后企稳回升，最高上涨至 85 美元/桶附近；3) 4 月中旬-6 月底，弱现实弱预期叠加美国银行业再度危机下，WTI 原油价格深度下探至最低跌破 65 美元/桶；4) 23Q3：随着 OPEC+减产协定的延长以及沙特宣布额外自愿性减产，油价快速切换至强势上升期，Brent 油价最高上涨至 95 美元/桶附近；5) 23Q4：除巴以冲突带来油价阶段性上涨外，需求端走弱下油价承压下行。根据 Wind，2023 年全年 WTI 原油和 Brent 原油累计跌幅分别为 6.2%和 6.9%。
- **24Q1：油价整体处于上行通道。**24Q1，在 OPEC+减产政策履行效果良好的背景下，叠加巴以冲突地缘因素的发酵，国际油价震荡走强。根据 Wind，到 2024 年 3 月底，WTI 原油和 Brent 原油收盘价分别为 87.48 和 83.17 美元/桶，较 2024 年年初分别+15.3%和+18.2%。

**图表 24：2023 年油价震荡走弱，2024 年油价整体上行**

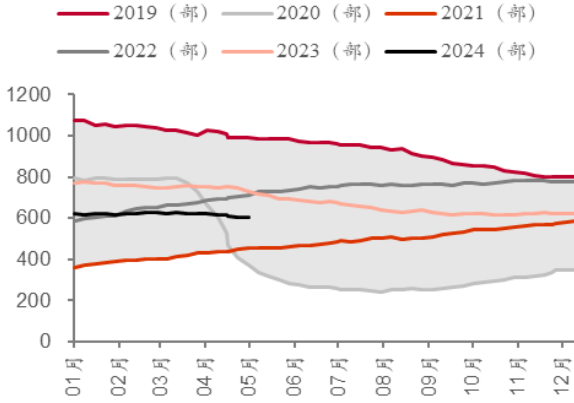


来源：Wind，中泰证券研究所

- **紧平衡格局或延续，油价中枢偏强震荡。**根据 EIA 最新 5 月月报，预计全球 2024 年原油供给和需求分别为 102.76 和 102.84 百万桶/日，仍存约 8 万桶/日缺口。往后看，供给侧预计美国页岩油产量增速将继续边际放缓（根据 Wind，截至 5 月 10 日当周，美国原油产量前置指标钻机数量和压裂车队数量分别为 603 部和 258 支，较 2024 年年初-18 部和+22 支，位于 2019 年以来的 43.2%和 51.4%分位），核心增量主要来源于于巴西和圭亚那。需求侧看，尽管随着全球新能源革命的开展，绿色能源替代效率逐步提升，对传统化石燃料的依赖度有所下降，然而从本质上看，大量化工品仍以油头路线为主，且考虑到 2024 年全球原油加工能力有望再增长 100 万桶/日至 8330 万桶/日，基于新开工炼厂开工负荷不断提

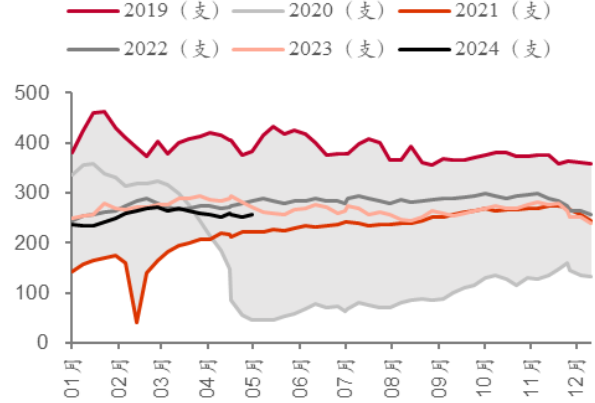
升的背景，全球原油供需紧平衡格局有望延续，叠加地缘冲突带来的阶段性溢价，油价有望继续维持中高位偏强震荡。

图表 25: 2019 年以来美国钻机数量变化



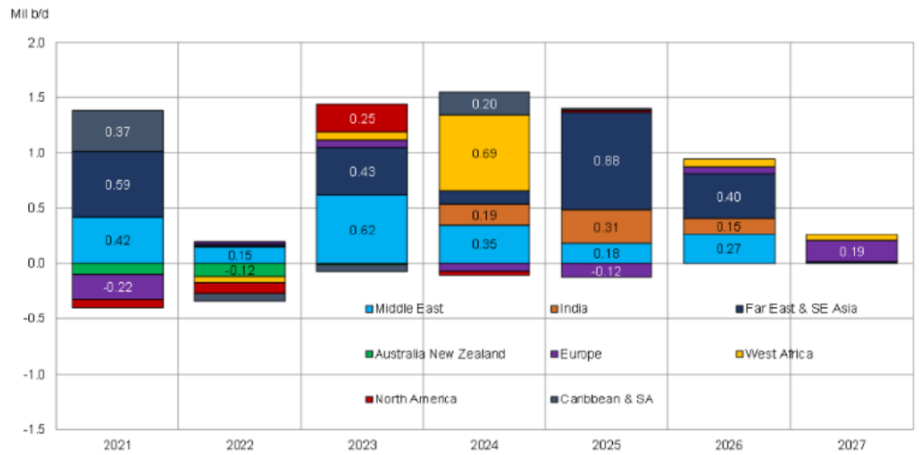
来源: Wind, 中泰证券研究所 (阴影部分表示 2019 年至今变化区间)

图表 26: 2019 年以来北美活跃压裂车队变化



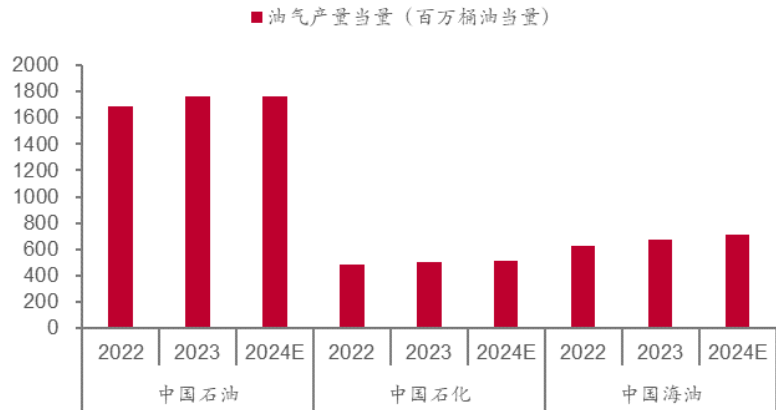
来源: Wind, 中泰证券研究所 (阴影部分表示 2019 年至今变化区间)

图表 27: 2021-2027 年全球炼能年同比变化



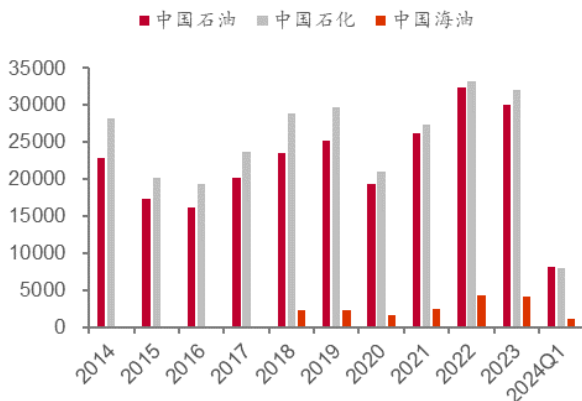
来源: Kpler/McQuilling Services, 中泰证券研究所

- 能源安全保供指引，增储上产持续推进。**国家能源安全自主可控背景下，“三桶油”积极承担保供责任，深度聚焦寻找大中型油气田，持续夯实增储上产资源基础，以高质量勘探促进中长期可持续发展。2023 年，中国石油、中国石化、中国海油分别实现油气当量产量 1759、504、678 百万桶油当量，同比+4.4%、+3.1%、+8.7%。根据各公司 2024 年生产计划，预计 2024 年分别实现油气当量产量 1766.3、509.01、700-720 百万桶油当量，若中国海油取中枢产量目标 710 百万桶油当量计算，同比分别提升 0.4%、1.0%、4.7%。高油价环境增储上产，利好三桶油上游勘探开发业务业绩盈利增厚。

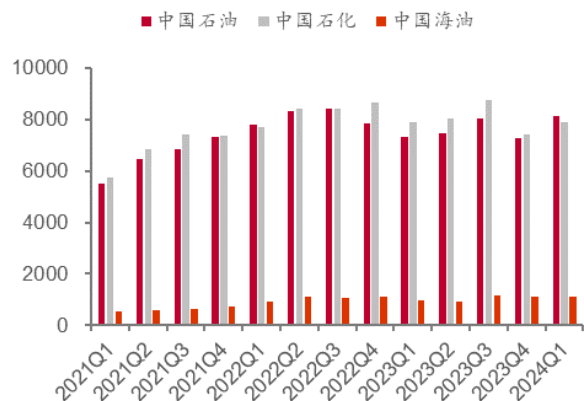
**图表 28: 2022-2024E, “三桶油” 油气当量产量变化**


来源: 各公司官网, 中泰证券研究所

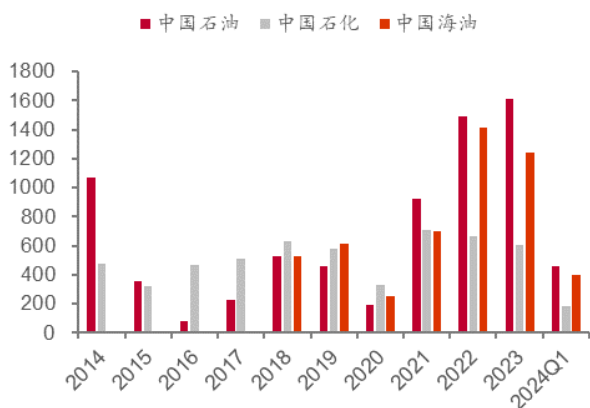
- 上下游一体化程度加深, 抗油价风险性显著强化。**强技术赋能下, 近年来三桶油自身内部资产质地持续优化, 中国石油和中国石化在加快老旧炼能存量替换的同时, 加快如广东石化、镇海炼化等优质项目建设步伐; 化工业务方面深度推进“油转特”、“油转化”, 提高如 POE、超高分子量聚乙烯、高流动聚乙烯等高附加值新材料产品建设, 推动产业链、价值链中高端迈进。随着公司上中下游一体化程度的不断加深, 业绩盈利抗油价波动特性显著提升。2023 年在 Brent 油价全年同比下滑 17.0% 且大比例计提矿业权出让收益的背景下, 三桶油合计实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润 66398、3455、3730 亿元, 同比-4.9%、-3.3%、+1.3%, 远低于原油价格跌幅, 整体生产经营表现稳健。2024 年一季度, Brent 油价均值 81.76 美元/桶, 同环比分别-0.4%和-1.3%。然而, 从三桶油业绩表现上看, 其营业收入、归母净利润、扣非归母净利润 17136、1037、1034 亿元, 同比+5.7%、+8.2%、+8.6%。

**图表 29: 2014 年至今三桶油营业收入 (亿元)**


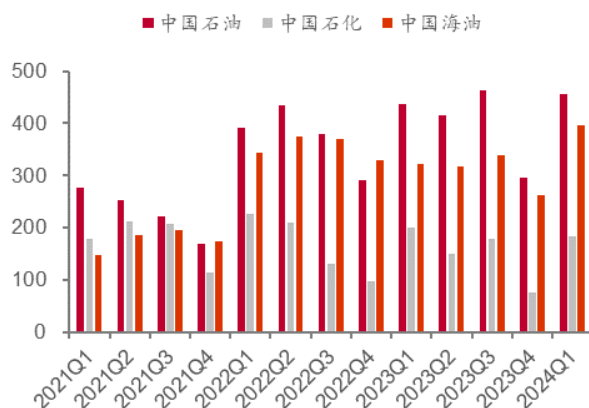
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 30: 21Q1 至今三桶油单季度营业收入 (亿元)**


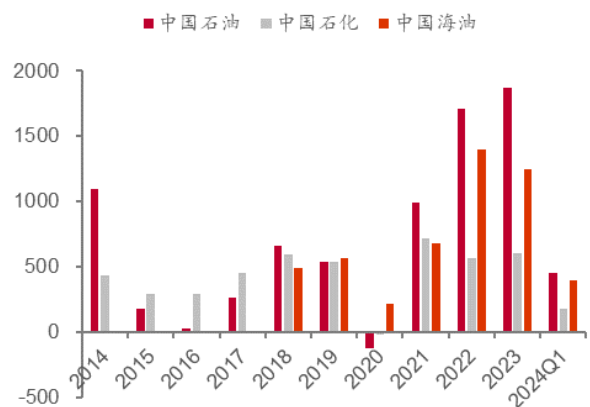
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 31：2014 年至今三桶油归母净利（亿元）**


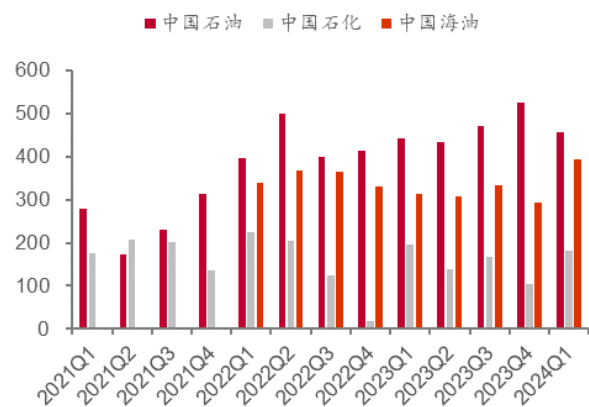
来源：Wind，中泰证券研究所

**图表 32：21Q1 至今三桶油单季度归母净利（亿元）**


来源：Wind，中泰证券研究所

**图表 33：2014 年至今三桶油扣非归母净利（亿元）**


来源：Wind，中泰证券研究所

**图表 34：21Q1 至今三桶油单季度扣非归母净利（亿元）**


来源：Wind，中泰证券研究所

- 长期重视股东回报，央企改革估值重塑。**在近年来国际油价持续震荡的背景下，三桶油高分红属性不改。中国石油和中国石化自 2014 年起股息支付率始终保持在 45% 以上。2023 年中国石油、中国石化、中国海油全年现金分红分别约 805.29 亿元/435.75 亿元（含回购 23.25 亿元）/594.58 亿港元，对应分红比例分别约 50.0%/72.1%（含回购，不含回购约 68.2%）/43.6%。截至 5 月 20 日，中国石油（A/H）、中国石化（A/H）、中国海油（A/H）的股息率（TTM）分别约 4.2%/6.1%、5.2%/7.3%、4.2%/6.8%。估值层面，基于“一利五率”及“市值管理”考核目标，三桶油作为国内转型升级、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，本质上内在价值已有提升。新一轮央企深化改革东风渐起，三桶油估值有望持续修复。根据 Wind，截至 5 月 20 日，中国石油（A/H）、中国石化（A/H）、中国海油（A/H）的 PB（MRQ）分别约 1.25x/0.86x、0.94x/0.69x、1.95x/1.20x，仍低于海外石油巨头康菲石油（2.87x）、埃克森美孚（2.28x）等。

### 三、风险提示

- **宏观环境波动:** 2024 年正值海外多国大选年, 海内外政治经济形势错综复杂, 若宏观经济出现大幅波动, 将对化工行业产生冲击。
- **地缘政治因素:** 近年来, 俄乌冲突、巴以冲突等地缘政治因素持续发酵, 或对能源及化工品的供应和运输产生直接或间接影响, 进而影响能源价格。
- **油价大幅波动:** 石油石化行业与油价相关性极高, 油价的大幅波动或对上流业务的盈利表现及下游化工品的原料成本产生直接影响, 为企业的生产经营带来较强的不确定性。
- **数据与实际情况偏差风险:** 全文行业数据均进行了一定的筛选及划分, 存在与行业实际情况出现偏差的风险。
- **需求不及预期:** 化工行业需求与地产、纺服等多行业景气度密切相关。若下游景气度下降, 可能会对行业发展产生不利影响。
- **使用的第三方数据信息更新不及时:** 研究报告中部分资料来自公司招股说明书、定期报告、公司官网等公开材料, 使用的公开资料存在信息滞后或更新不及时的风险。

**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。