

中国石油 (601857)

证券研究报告

2024年06月13日

ROE 系统性提升来自哪里?

对比中国石油历史 ROE 变化和油价关系,我们发现了系统性的改善。2022-2024Q1 均值 88 美金/桶,相比 2011-2014 年油价 108 美金/桶,仍远未回到上一轮高点。而中国石油 2022-2024Q1 的 ROE 平均 11.7%,与 2011-2014 年平均 ROE11.5%已经持平略超。

中国石油 ROE 系统性改善,主要来自三个方面:

- 1) 政策红利:天然气市场化改革,推动实现价格持续提升,从 2018 年的 1.37 元/方,提升到 2023 年的 2.08 元/方。以及公司持续开拓天然气下游价值链。
- 2) 乙烷裂解重塑炼化价值:公司目前轻质路线乙烯占比 16%。预计“十五五”完全达产后,公司轻质路线乙烯产能占中国石油乙烯产能比例 29%。
- 3) 降本减费:公司 2014-2023 年十年来三费累积下降 293 亿元,主要来自管理费用的持续下降。

盈利预测: 维持 24/25/26 年盈利预测(归母净利润)1703/1793/1901 亿元, A 股对应 PE10.75/10.21/9.63 倍, H 股对应 PE 8.3/7.8/7.4 倍。假设分红比例 50%, A 股对应 24 年分红收益率 4.7%, H 股对应 24 年分红收益率 6.0%。维持“买入”评级。

风险提示: 全球经济衰退带来原油需求下降,从而导致油价大幅跌落的风险;天然气市场化政策推进不力的风险;公司乙烷裂解等新项目投产不及预期的风险。

投资评级

行业 石油石化/炼化及贸易

6 个月评级 买入(维持评级)

当前价格 10 元

目标价格 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 161,922.08

流通 A 股股本(百万股) 161,922.08

A 股总市值(百万元) 1,619,220.78

流通 A 股市值(百万元) 1,619,220.78

每股净资产(元) 8.15

资产负债率(%) 38.97

一年内最高/最低(元) 11.06/6.67

作者

张樨樨 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517120003
zhangxixi@tfzq.com

股价走势



资料来源:聚源数据

相关报告

- 1 《中国石油-季报点评:Q1 符合预期,天然气直供和化工结构优化是亮点》 2024-04-30
- 2 《中国石油-年报点评报告:业绩基本符合预期,再创历史佳绩》 2024-03-26
- 3 《中国石油-季报点评:Q3 归母净利润 464 亿,再创历史同期佳绩》 2023-10-31

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,239,167.00	3,011,012.00	3,105,345.86	3,204,997.98	3,304,283.98
增长率(%)	23.90	(7.04)	3.13	3.21	3.10
EBITDA(百万元)	539,442.00	539,194.00	562,016.84	587,223.26	442,719.52
归属母公司净利润(百万元)	149,375.00	161,144.00	170,295.53	179,289.65	190,056.40
增长率(%)	62.08	7.88	5.68	5.28	6.01
EPS(元/股)	0.82	0.88	0.93	0.98	1.04
市盈率(P/E)	12.25	11.36	10.75	10.21	9.63
市净率(P/B)	1.34	1.27	1.16	1.07	0.99
市销率(P/S)	0.57	0.61	0.59	0.57	0.55
EV/EBITDA	0.28	0.84	1.46	1.01	0.88

资料来源:wind, 天风证券研究所

内容目录

中国石油过去几年 ROE 提升显著	3
1. 天然气市场化——受益改革红利	3
2. 乙烷裂解——重塑炼化价值	4
3. 降本减费——向内挖掘价值	5
4. 盈利预测与投资观点	5
5. 风险提示	5

图表目录

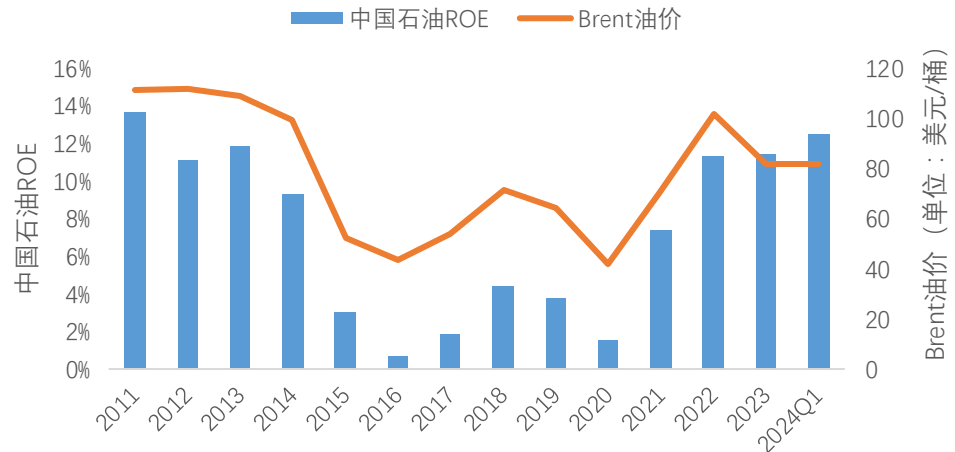
图 1: 中国石油 ROE vs.油价	3
图 2: 中国石油 24/25 年度天然气合同定价方案	4
图 3: 中国石油历史天然气实现价格 (左轴, 元/方), 及板块经营利润 (右轴, 亿元) ..	4
图 4: 中国石油: 乙烯产能 (左轴, 万吨) 和轻质化比例 (右轴)	5
图 5: 中国石油: 化工板块利润 (亿元) vs. 乙烯价差 (元/吨)	5
图 6: 公司油气操作成本变化 (美金/桶)	5
图 7: 公司三项费用变化 (亿元)	5

中国石油过去几年 ROE 提升显著

国际油价在过去十几年中，经历了 2011-2014 年的高位期，而后经历了 2015-2020 年的低迷期，2022 至今处于中高位阶段，但是仍不及上一轮高点。

对比中国石油历史 ROE 变化和油价关系，我们发现了系统性的改善。2022-2024Q1 均值 88 美金/桶，相比 2011-2014 年油价 108 美金/桶，仍远未回到上一轮高点。而中国石油 2022-2024Q1 的 ROE 平均 11.7%，与 2011-2014 年平均 ROE 11.5% 已经持平略超。

图 1：中国石油 ROE vs 油价



资料来源：wind，天风证券研究所

中国石油 ROE 系统性改善，主要来自三个方面：

- 1) 政策红利：天然气市场化改革，推动实现价格持续提升，从 2018 年的 1.37 元/方，提升到 2023 年的 2.08 元/方。以及公司持续开拓天然气下游价值链。
- 2) 乙烷裂解重塑炼化价值：公司目前轻质路线乙烯占比 16%。预计“十五五”完全达产后，公司轻质路线乙烯产能占中国石油乙烯产能比例 29%。
- 3) 降本减费：公司 2014 年-2023 年十年来三费累积下降 293 亿元，主要来自管理费用的持续下降。

1. 天然气市场化——受益改革红利

天然气市场化元年是 2019 年。2019 年 12 月国家管网公司挂牌成立，受让了三桶油的大部分天然气管道和接收站资产，建设“全国一张网”。随后 2019 年底出台的新版《中央定价目录》将天然气移除。老版 2015 年中央定价目录中，包含“各省（自治区、直辖市）天然气门站价格”，由国务院价格主管部门确定。新版 2019 年中央定价目录中，已经没有天然气，而新增了“跨省（自治区、直辖市）管道运输价格”。符合“放开两头，管住中间”的市场化改革思路。

近两年天然气市场化改革持续推进。浙江省从 2023 年 4 月 1 日起不再核定天然气省级门站价格，完善管道燃气上下游价格联动机制。

2023 年 6 月到 2024 年 4 月，各省市陆续落实居民天然气顺价机制，天然气价格市场化改革持续推进。

2021 年以来，中国石油天然气销售板块实现价格持续上升。从 2018 年的 1.37 元/方，提升到 2023 年的 2.08 元/方。2024/2025 年中国石油天然气年度合同，进一步并轨管制气范围内的居民和非居。尽管 2024 年海外天然气市场下跌，我们预计中国石油 2024 年天然气实现价格有望在实现持平，而进口气亏损有望继续收窄。

销售模式走向终端，利好进口气成本传导。中国石油开始与下游城市燃气和大型工业用户，包括深圳燃气、万华化学等签订中长期合同。天然气销售公司将持续推进在天然气发电领域、高价值用能市场天然气中长期购销合同的谈判与签订工作。我们认为，新的长期合同模式，有望提升产业链附加值，并传导进口气成本，降低国际气价波动对利润的影响。

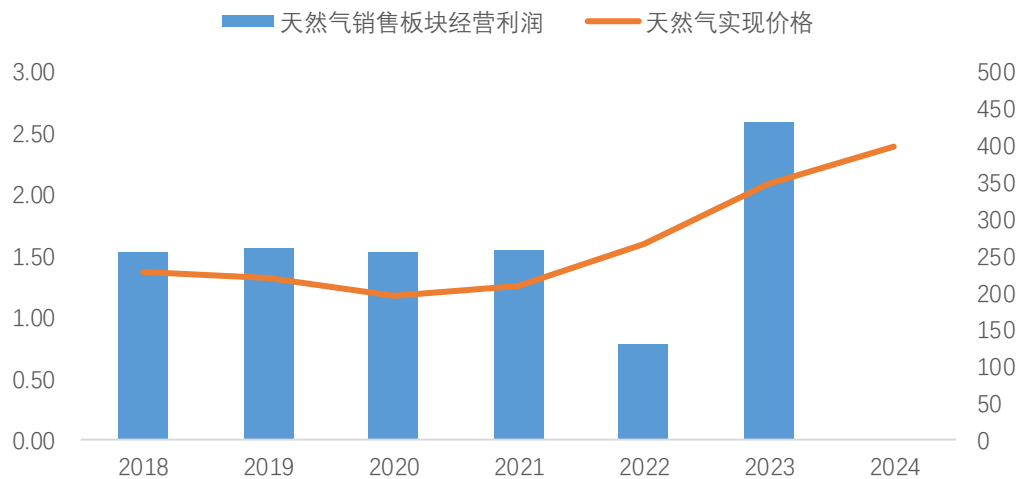
图 2：中国石油 24/25 年度天然气合同定价方案

中石油2024-2025年管道气年度合同总体定价方案						
气源类型	区域	非采暖季		采暖季		
		结构占比	上浮比例	结构占比	上浮比例	
合同量	管制气		65%	18.5%	55%	18.5%
	非管制气-固定	内陆		70%		70%
		沿海	32%	80%	42%	80%
	非管制气-浮动		3%	联动上海交易中心现货价格		3%
调峰气量			100%			100%
非合同量	额外气量		线上化市场交易形成			

中石油2023-2024年管道气年度合同总体定价方案							
分类		非采暖季		采暖季			
		资源占比	上浮比例	资源占比	上浮比例		
合同量	居民（管制气）	100%	15%	100%	15%		
	管制气（均衡一）		70%	20%	55%	20%	
		固定	27%	80%	42%	80%	
	非居民	非管制气（均衡二）		3%	挂靠JKM现货价格	3%	挂靠JKM现货价格
		浮动					
调峰气量		部分参考非管制气均衡二上浮		上浮不低于120%			
非合同量	额外气	线上交易市场化形成					

资料来源：中国能源新闻网，第一财经，天风证券研究所

图 3：中国石油历史天然气实现价格（左轴，元/方），及板块经营利润（右轴，亿元）



资料来源：EIA，天风证券研究所

2. 乙烷裂解——重塑炼化价值

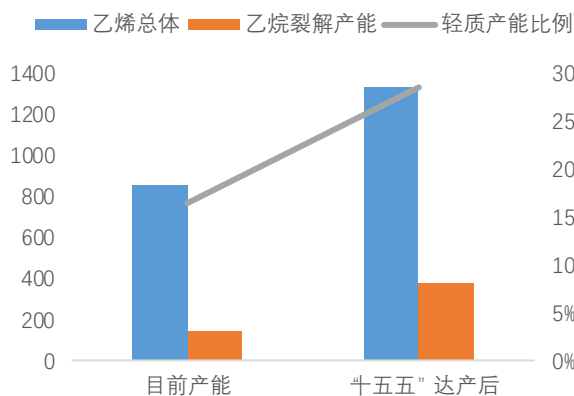
化工原料轻质化带来成本竞争力。2021年8月，中国石油两套利用自主技术建成的乙烷制乙烯装置相继投产。中国石油充分利用了一体化的资源优势，在长庆油田和塔里木油田建设了天然气分离乙烷项，实现了乙烷制乙烯项目从技术、工程设计、施工到原料提供再到生产运营全流程自主。

截至2023年底，兰州石化长庆乙烷裂解制乙烯产能80万吨，独山子石化塔里木乙烷裂解制乙烯产能60万吨，合计140万吨，轻质路线乙烯产能占中国石油2023年乙烯产量比例16%。

新项目独山子石化塔里木120万吨乙烯二期，兰州石化长庆乙烷裂解120万吨，预计“十五五”完全达产后，公司轻质路线乙烯产能占中国石油乙烯产能比例29%。

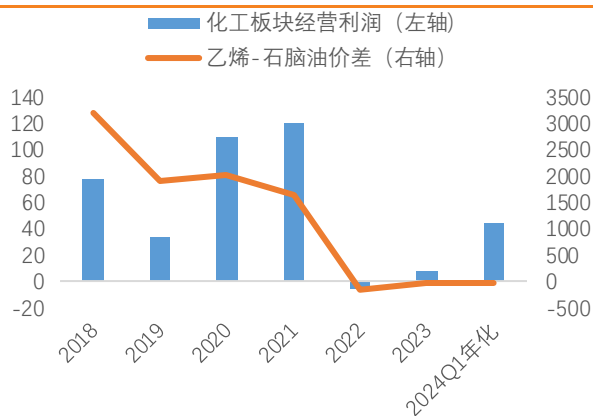
利用天然气中的乙烷生产乙烯，一方面改善天然气所含乙烷仅作为燃料的附加值，另一方面通过延长产业链生产聚烯烃等高附加值产品。

图 4：中国石油：乙烯产能（左轴，万吨）和轻质化比例（右轴）



资料来源：《中国石化市场预警报告 2023》，中国石油报，吉林市人民政府等，天风证券研究所

图 5：中国石油：化工板块利润（亿元）vs. 乙烯价差（元/吨）



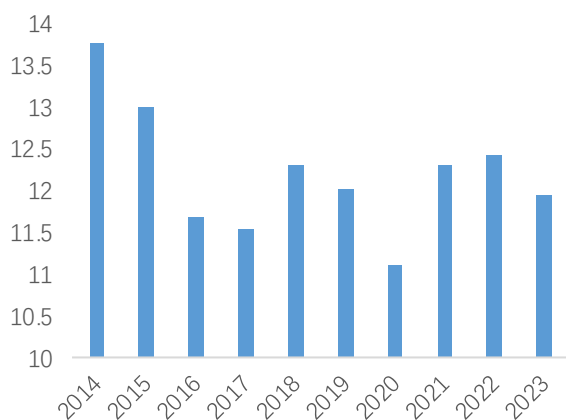
资料来源：wind，天风证券研究所

3. 降本减费——向内挖掘价值

油气操作成本下降：从 2014 年的 13.76 美元/桶下降到 2023 年的 11.95 美元/桶，累积下降 1.8 美元/桶。考虑汇率贬值因素，操作成本小幅下降 0.34 美金/桶，这是在过去十年通胀累积 19% 的背景下实现的。

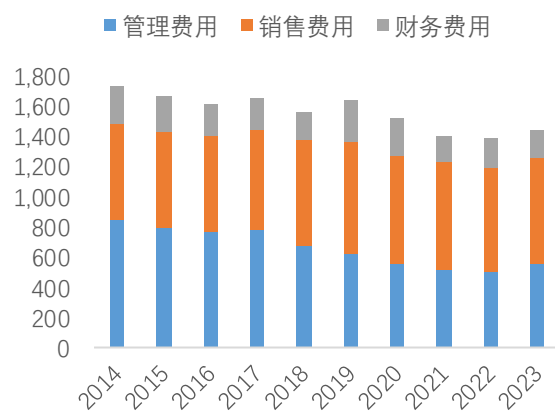
三项费用下降：从 2014 年三项费用合计 1727 亿元，到 2023 年下降到 1434 亿元，累积下降 293 亿元。主要来自管理费用的持续下降。

图 6：公司油气操作成本变化（美金/桶）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：公司三项费用变化（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

4. 盈利预测与投资观点

维持 24/25/26 年归母净利润预测 1703/1793/1901 亿元，A 股对应 PE 10.75/10.21/9.63 倍，H 股对应 PE 8.3/7.8/7.4 倍。假设 2024 年分红比例 50%，A 股对应 24 年分红收益率 4.7%，H 股对应 24 年分红收益率 6.0%。维持“买入”评级。

5. 风险提示

全球经济衰退带来原油需求下降，从而导致油价大幅跌落的风险；

天然气市场化政策推进不力的风险；

公司乙烷裂解等新项目投产不及预期的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	225,049.00	269,873.00	449,070.86	659,706.52	861,111.39
应收票据及应收账款	72,028.00	68,761.00	76,438.87	73,420.54	81,081.28
预付账款	13,920.00	12,461.00	14,563.09	13,346.58	15,427.69
存货	167,751.00	180,533.00	176,241.11	192,224.47	187,655.62
其他	135,119.00	126,892.00	135,241.47	114,490.61	136,203.54
流动资产合计	613,867.00	658,520.00	851,555.39	1,053,188.73	1,281,479.52
长期股权投资	269,671.00	280,972.00	285,972.00	288,972.00	290,972.00
固定资产	463,027.00	468,178.00	443,743.13	403,751.48	367,577.81
在建工程	196,876.00	197,433.00	165,946.40	140,757.12	120,605.70
无形资产	92,960.00	92,744.00	87,614.97	82,485.95	77,356.92
其他	1,037,350.00	1,054,863.00	1,029,012.25	1,025,030.74	1,023,442.80
非流动资产合计	2,059,884.00	2,094,190.00	2,012,288.75	1,940,997.29	1,879,955.23
资产总计	2,673,751.00	2,752,710.00	2,863,844.14	2,994,186.01	3,161,434.76
短期借款	38,375.00	38,979.00	31,183.20	24,946.56	19,957.25
应付票据及应付账款	304,747.00	309,887.00	319,729.92	330,519.52	339,873.66
其他	203,804.00	256,213.00	294,937.93	287,611.01	314,066.34
流动负债合计	546,926.00	605,079.00	645,851.05	643,077.09	673,897.26
长期借款	169,630.00	126,165.00	100,932.00	80,745.60	64,596.48
应付债券	52,848.00	17,033.00	62,572.50	55,405.88	46,964.84
其他	288,907.00	289,884.00	282,896.25	287,440.81	287,282.02
非流动负债合计	511,385.00	433,082.00	446,400.75	423,592.29	398,843.34
负债合计	1,135,648.00	1,122,089.00	1,092,251.80	1,066,669.38	1,072,740.59
少数股东权益	168,527.00	184,211.00	199,619.28	215,841.35	233,037.59
股本	183,021.00	183,021.00	183,021.00	183,021.00	183,021.00
资本公积	123,612.00	123,078.00	123,078.00	123,078.00	123,078.00
留存收益	1,073,515.00	1,152,177.00	1,281,855.40	1,418,382.73	1,563,108.83
其他	(10,572.00)	(11,866.00)	(15,981.33)	(12,806.44)	(13,551.26)
股东权益合计	1,538,103.00	1,630,621.00	1,771,592.35	1,927,516.63	2,088,694.16
负债和股东权益总计	2,673,751.00	2,752,710.00	2,863,844.14	2,994,186.01	3,161,434.76

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	163,977.00	180,291.00	170,295.53	179,289.65	190,056.40
折旧摊销	202,186.00	213,176.00	221,050.50	230,309.96	81,454.11
财务费用	19,614.00	18,110.00	11,393.86	8,453.81	(4,235.10)
投资损失	11,140.00	(9,554.00)	(21,412.00)	(13,803.75)	(8,407.44)
营运资金变动	(118,262.00)	(731.00)	4,294.57	20,305.90	(4,222.79)
其它	115,113.00	55,304.00	11,103.38	21,303.05	22,582.35
经营活动现金流	393,768.00	456,596.00	396,725.83	445,858.61	277,227.53
资本支出	222,331.00	226,288.00	166,987.75	155,455.44	20,158.80
长期投资	3,787.00	11,301.00	5,000.00	3,000.00	2,000.00
其他	(459,089.00)	(493,378.00)	(295,767.75)	(304,651.69)	(33,751.36)
投资活动现金流	(232,971.00)	(255,789.00)	(123,780.00)	(146,196.25)	(11,592.56)
债权融资	(35,278.00)	(49,531.00)	(44,189.41)	(44,358.28)	(12,768.88)
股权融资	(66,170.00)	(40,262.41)	(49,558.56)	(44,668.41)	(51,461.22)
其他	(12,265.00)	(56,778.59)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(113,713.00)	(146,572.00)	(93,747.97)	(89,026.70)	(64,230.10)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	47,084.00	54,235.00	179,197.86	210,635.66	201,404.87

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,239,167.00	3,011,012.00	3,105,345.86	3,204,997.98	3,304,283.98
营业成本	2,527,935.00	2,302,385.00	2,358,510.18	2,435,798.46	2,511,255.82
营业税金及附加	276,821.00	295,015.00	301,218.55	310,884.80	317,376.48
销售费用	68,352.00	70,260.00	71,733.49	70,670.21	72,694.25
管理费用	50,523.00	55,023.00	52,790.88	51,279.97	55,240.57
研发费用	20,016.00	21,957.00	21,737.42	24,037.48	26,434.27
财务费用	19,614.00	18,110.00	11,393.86	8,453.81	(4,235.10)
资产/信用减值损失	(38,820.00)	(28,993.00)	(29,909.50)	(31,421.63)	(32,286.03)
公允价值变动收益	(2,464.00)	2,008.00	(9,131.00)	0.00	0.00
投资净收益	(11,140.00)	9,554.00	21,412.00	13,803.75	8,407.44
其他	85,766.00	12,669.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	242,564.00	253,024.00	270,332.98	286,255.37	301,639.09
营业外收入	3,515.00	3,128.00	3,433.75	3,264.94	3,335.42
营业外支出	32,807.00	18,694.00	22,823.25	25,323.31	24,911.89
利润总额	213,272.00	237,458.00	250,943.48	264,197.00	280,062.63
所得税	49,295.00	57,167.00	60,413.57	63,604.30	67,423.88
净利润	163,977.00	180,291.00	190,529.91	200,592.70	212,638.74
少数股东损益	14,602.00	19,147.00	20,234.38	21,303.05	22,582.35
归属于母公司净利润	149,375.00	161,144.00	170,295.53	179,289.65	190,056.40
每股收益 (元)	0.82	0.88	0.93	0.98	1.04

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	23.90%	-7.04%	3.13%	3.21%	3.10%
营业利润	33.15%	4.31%	6.84%	5.89%	5.37%
归属于母公司净利润	62.08%	7.88%	5.68%	5.28%	6.01%
获利能力					
毛利率	21.96%	23.53%	24.05%	24.00%	24.00%
净利率	4.61%	5.35%	5.48%	5.59%	5.75%
ROE	10.91%	11.14%	10.83%	10.47%	10.24%
ROIC	34.88%	33.72%	35.30%	39.73%	47.69%
偿债能力					
资产负债率	42.47%	40.76%	38.14%	35.62%	33.93%
净负债率	6.92%	1.85%	-10.27%	-22.23%	-30.97%
流动比率	0.98	0.96	1.32	1.64	1.90
速动比率	0.71	0.69	1.05	1.34	1.62
营运能力					
应收账款周转率	50.34	42.77	42.77	42.77	42.77
存货周转率	20.79	17.29	17.41	17.40	17.40
总资产周转率	1.25	1.11	1.11	1.09	1.07
每股指标 (元)					
每股收益	0.82	0.88	0.93	0.98	1.04
每股经营现金流	2.15	2.49	2.17	2.44	1.51
每股净资产	7.48	7.90	8.59	9.35	10.14
估值比率					
市盈率	12.25	11.36	10.75	10.21	9.63
市净率	1.34	1.27	1.16	1.07	0.99
EV/EBITDA	0.28	0.84	1.46	1.01	0.88
EV/EBIT	0.44	1.37	2.41	1.66	1.08

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com