

## 买入

2024年7月8日

### 增储上产深化一体优势，派息分红彰显央企实力

- 自上而下的产业一体化布局确保盈利稳定：** 中国石油作为上下游一体化运营的油气公司，同时在上游的勘探、开采、储运，中游的炼油、化工，下游的销售均有所布局，具备较强的抗风险能力。同时公司作为国内油气储量最大的石油公司，资源禀赋优异。增储上产政策背景更凸显公司全产业链优势，中下游业务的收益水平有望得到明显改善。
- 油价有望延续中高位运行，上游景气周期持续：** 公司油气开采板块营收与国际油价高度正相关，上游油气资源业务将在油价高位运行中持续受益。随着全球经济的不断修复，逐渐进入季节性需求旺季，我们认为石油需求温和复苏，整体供需相对偏紧，油价有望继续维持较高区间。2024-2026年公司油气和新能源板块营收保持2%以上增长，炼化板块营收保持高位。
- 天然气价格联动改革持续，盈利公共事业化：** 中国石油持续推进天然气以及致密气、页岩煤层等非常规天然气的勘探开发，并引进国外资源天然气丰富供应渠道。根据IEA预测，2024年天然气TTF价格将同比下降30%左右，公司进口气成本有望控制在较低水平。而国内燃气市场受益于气价改革政策，气价得以向终端疏导。公司天然气价差有望长期维持，叠加公司坚持稳油增气战略，推动天然气销售量稳定提升，盈利模式有望向公共事业靠拢。预计2024年公司天然气板块经营利润493亿，同比增长14.5%。
- 目标价 10.06 港元，首次覆盖并给予买入评级：** 中国石油作为国内覆盖全产业链的国内油气龙头，具备完整的生产炼化销售能力，配合增储上产的战略，盈利有望长期维持。我们预计公司2024-2026年公司实现营业收入分别为31686/32235/32709亿元，归母净利润分别为1732/1895/2001亿元，同比增加7/9/6%。对应EPS分别为0.95/1.04/1.09元。结合国内外石油公司定价估值测算，我们给予24年10倍PE估值，预测公司目标价10.06港元，对应1倍PB，目标价较现价有19.3%上升空间，给予买入评级。
- 风险提示：** 地缘政治风险影响油气价格波动；经济异常导致成品油需求不及预期；能源结构重大改变。

陈晓霞

+852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

李羚玮

+ 852-25321539

david.li@firstshanghai.com.hk

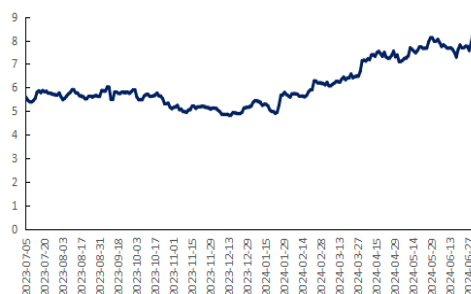
### 主要资料

行业	能源化工
股价	8.44 港元
目标价	10.06 港元 (+19.3%)
股票代码	857.HK
已发行H股股本	1830.21 亿股
H股总市值	15447 亿港元
52周高/低	8.60 港元/4.77 港元
每股净资产	8.15 元
主要股东	中国石油集团 82.46%

### 表：盈利摘要

截止12月31日	2022年实际	2023年实际	2024年预测	2025年预测	2026年预测
营业额(百万人民币)	3,239,167	3,011,012	3,168,637	3,223,518	3,270,969
变动(%)	23.9	(7.0)	5.2	1.7	1.5
净利润(百万人民币)	148,743	161,146	173,156	189,459	200,054
变动(%)	61.4	8.3	7.5	9.4	5.6
每股盈余(人民币)	0.82	0.88	0.95	1.04	1.09
市盈率@8.44港元(倍)	9.7	9.0	8.4	7.7	7.3
市净率@8.44港元(倍)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
每股股息(人民币)	0.42	0.44	0.49	0.54	0.57
股息现价比率(%)	5.3	5.5	6.2	6.8	7.2

### 股价表现



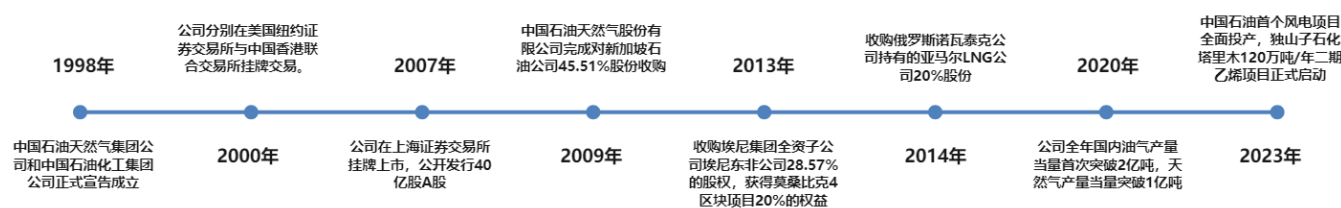
资料来源：公司资料，第一上海研究部预测

资料来源：彭博

## 公司介绍

中国石油天然气股份有限公司，简称中国石油。2000年在港股及美股上市，2007年在上海交易所挂牌上市（上交所：601857、港交所：0857），是中国最大的油气生产和销售商，也是世界最大的石油公司之一。公司主要业务包括：原油及天然气的勘探、开发、生产、输送和销售及新能源业务；原油及石油产品的炼制，基本及衍生化工产品、其他化工产品的生产和销售及新材料业务；炼油产品和非油品的销售以及贸易业务；天然气输送及销售业务。2023年，在世界50家大石油公司综合排名中位居第三，在《财富》杂志全球500家大公司排名中位居第五。

图表 1：公司发展历程

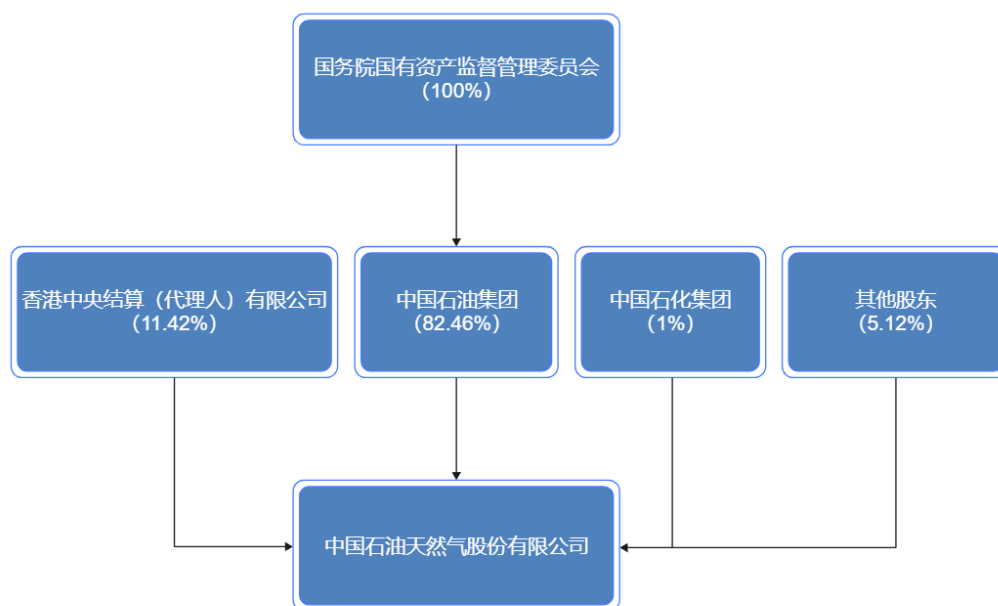


资料来源：公司官网资料，第一上海研究部整理

## 股权结构

中国石油集团为公司控股股东，成立于1998年7月，是根据国务院机构改革方案，在原中国石油天然气总公司的基础上组建的特大型石油石化企业。国务院国有资产监督管理委员会是公司的实际控制人。公司的股权结构较为集中，中国石油集团持有公司82.46%股权。

图表 2：公司股权结构

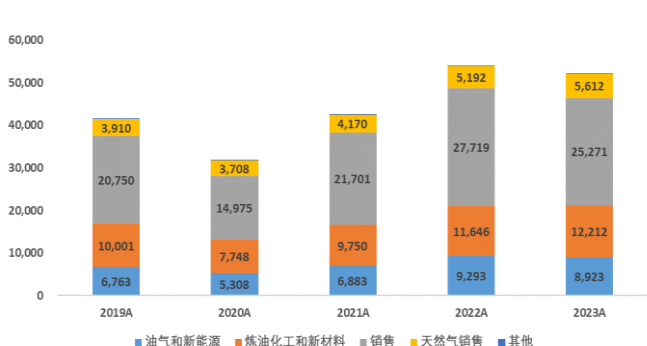


资料来源：公司资料，第一上海研究部整理

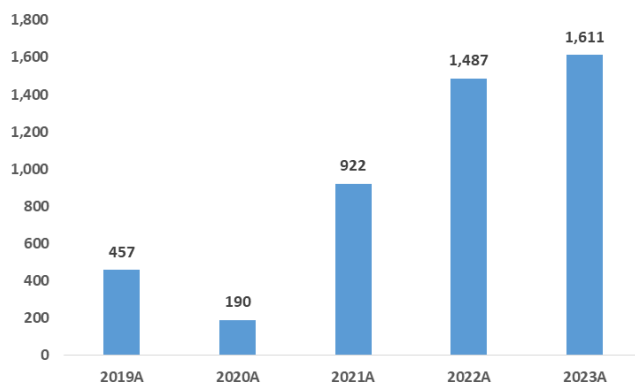
### 中国石油产业一体化布局

中国石油主营业务主要分为油气和新能源、炼油化工、销售、天然气销售共四大板块。公司注重打造自上而下的产业一体化战略布局，其中油气和新能源业务2023年占公司总经营利润的63%，为公司主要的利润来源。2023年实现收入30110.12亿元，同比减少7.04%。归母净利润为1611.46亿元，同比增加8.34%。

图表 3: 公司各业务营收 (亿元)



图表 4: 公司归母净利润 (亿元)



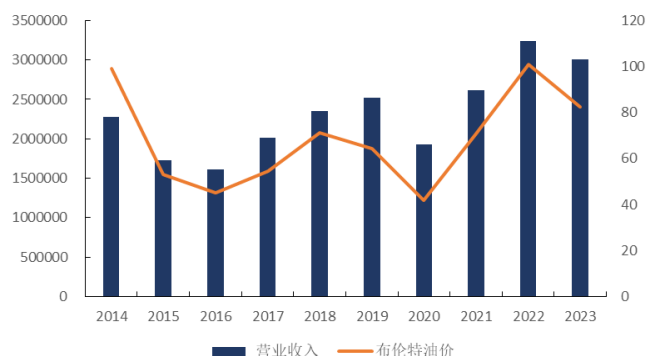
资料来源: 公司资料, 第一上海研究部整理

资料来源: 公司资料, 第一上海研究部整理

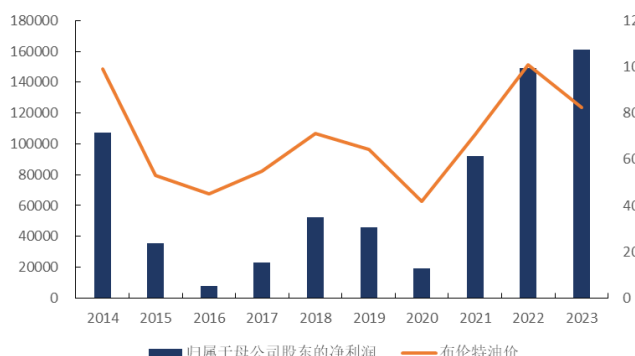
### 历史业绩与油价波动高度相关

作为上下游一体化运营的石油公司, 公司油气开采板块营收与国际油价高度正相关, 上游油气资源业务将在油价高位运行中持续受益, 公司炼化产品化工品价格受到国内宏观经济波动, 及上游开采成本影响, 也与油价具备高度相关。公司销售板块与成品油定价相关, 成品油定价相较国际油价存在一定滞后性, 同时与国内经济、居民出行等存在相关性。天然气业务营收则主要受到进口气价, 与终端燃气销售价格影响。

图表 5: 收入增速与油价变化



图表 6: 归母净利润与油价变化



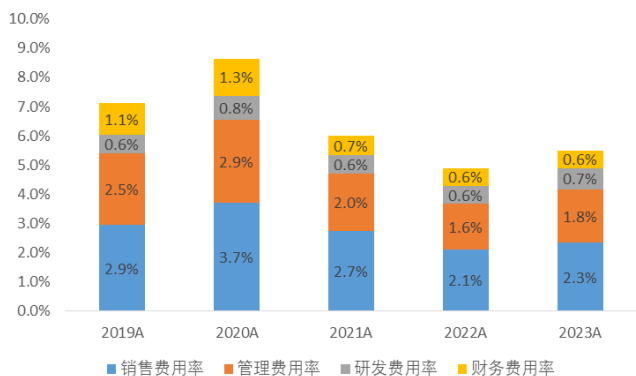
资料来源: 公司资料, 第一上海研究部整理

资料来源: 公司资料, 第一上海研究部整理

### 降本增效带动费用率稳步下降

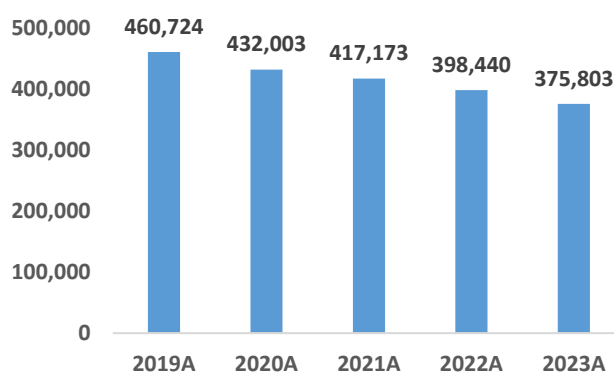
公司持续推进内部管理降本增效，费用率稳中有降，2023年公司销售、管理、研发、财务费用率相较2020年高位分别下降1.4/1.1/0.1/0.7个百分点。公司员工从2019年的46余万人，下降至2023年的37余万人。随着国企改革提出的“一利五率”考核体系，公司降本提效有望进一步体现。

图表 7：公司四大费用率变化



资料来源：公司资料，第一上海研究部整理

图表 8：公司员工人数变化

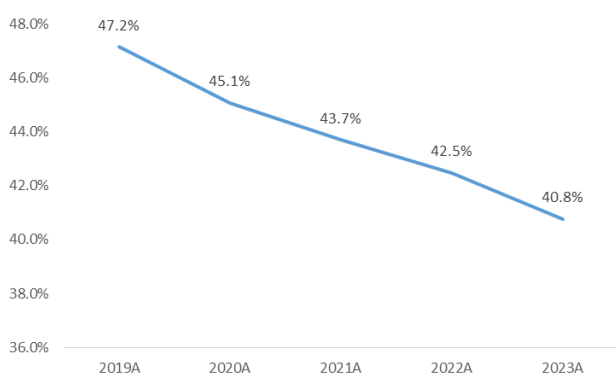


资料来源：公司资料，第一上海研究部整理

### 公司财务状况

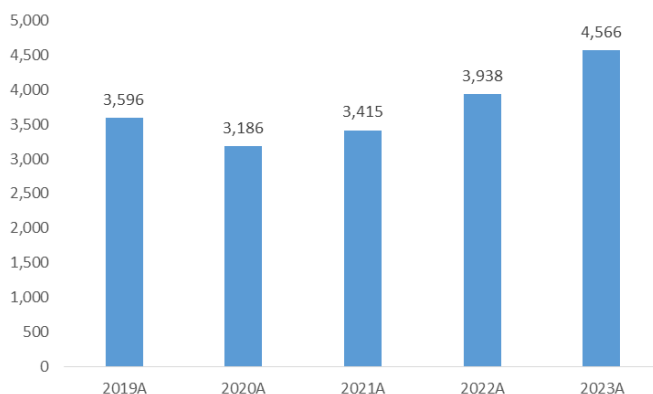
公司负债率2019-2023年稳定在45%左右水平，在石化行业中处于较低水平。公司过去5年经营现金流充足，均维持在3000亿以上水平，2023年经营现金流甚至达到4566亿元，同比增长16%。

图表 9：公司负债率 (%)



资料来源：公司资料，第一上海研究部

图表 10：公司经营净现金流 (亿元)

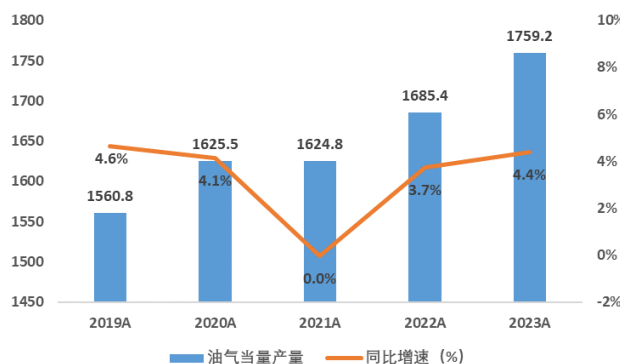


资料来源：公司资料，第一上海研究部

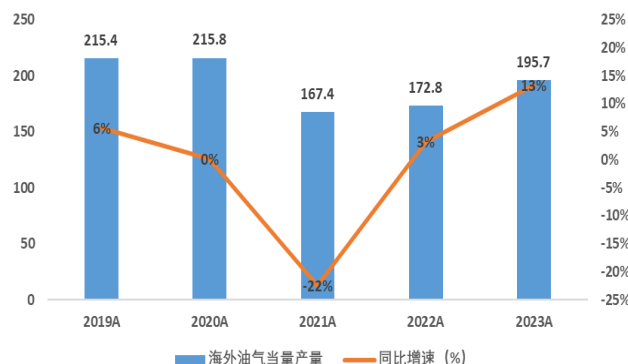
### 油气：公司产量规模优势显著，资源禀赋优异

公司在近几年油气当量产量稳定增长，2023年达到1759.2百万桶，同比增长4.4%，占比全国油气产量当量超50%。其中，2023年公司原油产量为9.37亿桶，同比增长3%；天然气产量3.66万亿立方英尺，同比增长6%。此外，公司在海外布局也较为全面，并在2021年对海外油气资产进行优化，海外油气资产占比有所下滑。2023年公司完成卡塔尔北方气田扩容项目，将海外油气产量当量提升至195.7百万桶，同比增长13.2%，占其总产量11%。公司多年来形成了国内原油产量1亿吨、国内天然气产量当量1亿吨、海外油气权益产量当量1亿吨“三个1亿吨”的新格局。

图表 11: 公司油气当量产量 (百万桶)



图表 12: 公司海外油气当量产量 (百万桶)

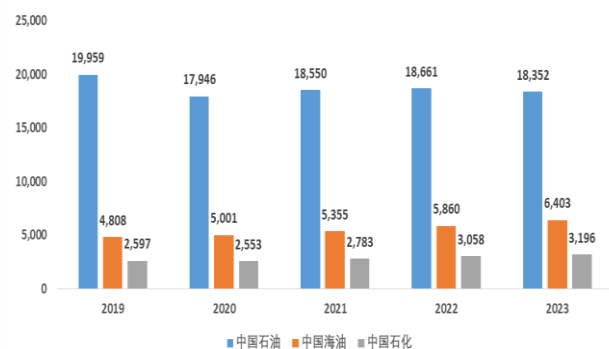


资料来源：公司资料，第一上海研究部

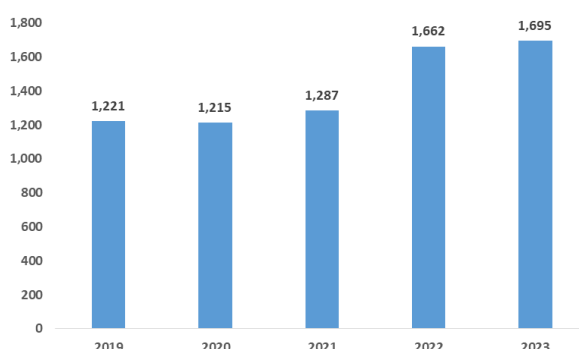
资料来源：公司资料，第一上海研究部

在油气储量方面，公司近几年坚持高效勘探，在鄂尔多斯、四川、塔里木、准噶尔等规模增储领域集中勘探，实现增储上产。公司每年新探明储量稳定提升，2023年新探明油气储量当量1695百万桶。截至2023年，公司拥有油气证实储量当量共计18352百万桶，在“三桶油”中资源禀赋优势突出。

图表 13: “三桶油” 油气证实储量当量对比 (百万桶)



图表 14: 中国石油新增油气当量证实储量 (百万桶)



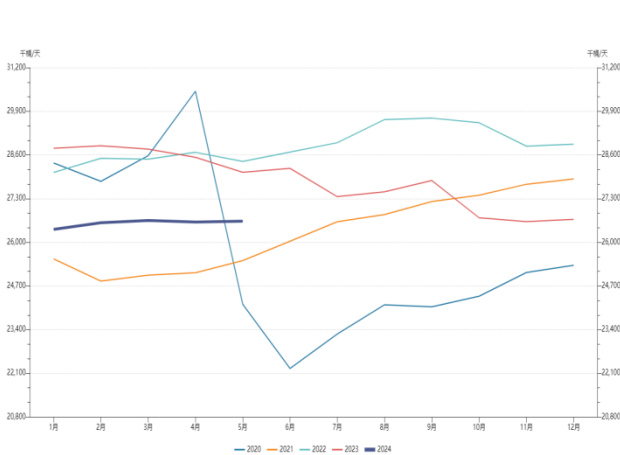
资料来源：公司资料，第一上海研究部

资料来源：公司资料，第一上海研究部

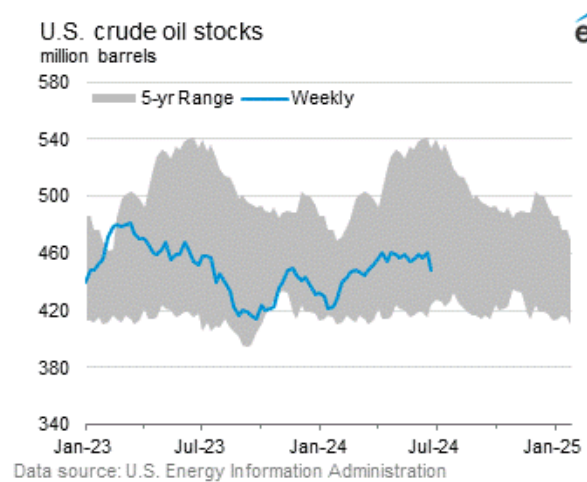
## 油价有望延续中高位运行，上游景气周期持续

根据 OPEC+最近的会议消息，预计将从 2024 年四季度减产开始放缓。减产计划分协议和自愿减产两部分，协议减产部分，2025 年尼日利亚、阿联酋和俄罗斯 3 个成员国配额上调，共计 54.2 万桶/日；自愿减产部分，220 万桶/日减产量将从 2024 年 10 月起逐步取消，直至 2025 年 9 月结束。因此，全球石油去库存将持续至 2025 年一季度。此外，美国战略石油储备进入补充阶段，且页岩油资本开支不足，增产有限，供给端整体偏紧。需求端随着全球经济的不断修复，逐渐进入季节性需求旺季，我们认为石油需求温和复苏，整体供需相对偏紧，油价有望继续维持较高区间。

图表 15: OPEC+每月原油产量 (千桶)



图表 16: 美国原油库存变化 (百万桶)



资料来源: 万得, 第一上海研究部

资料来源: EIA, 第一上海研究部

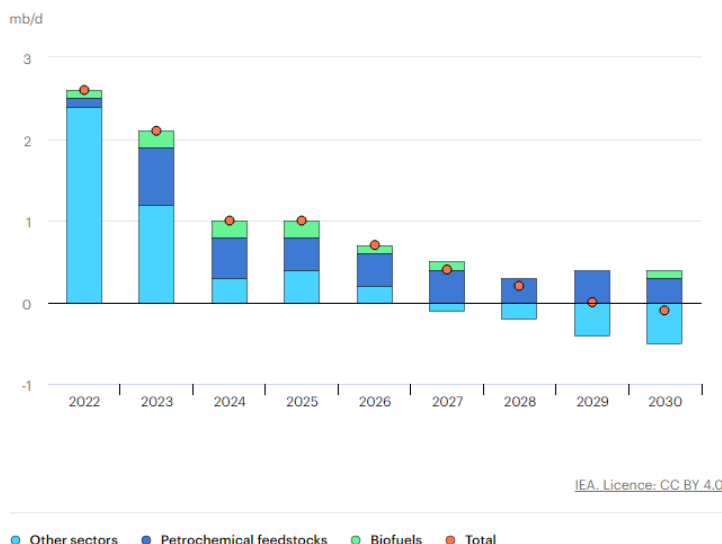
图表 17: 全球原油现货价格变化



资料来源: 各公司资料, 第一上海研究部

从消费需求端看，世界对于石油的需求处于缓慢上升的趋势，受2020年疫情影响需求出现下降，伴随着世界各国疫情逐步缓解，石油需求回升。根据IEA最新展望，预计2023年至2030年间，全球石油总需求将增加320万桶/天，推动这一增长的因素包括亚洲新兴经济体（尤其是印度运输业对石油使用量增加）、石化行业对于原料需求的增加（尤其是中国），以及全球航空对燃料需求的增加。

图表 18: 全球石油需求趋势预测（百万吨/天）

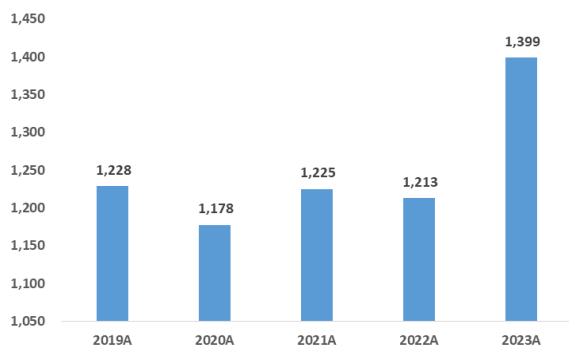


资料来源：IEA，第一上海研究部

### 炼油及化工板块：成品油与化工品销售稳定增长

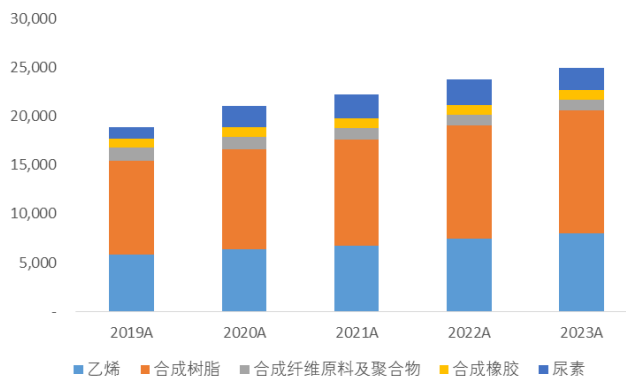
中国石油炼油炼化产能居全国第二，仅次于中国石化。公司重点项目建设有序推进，广东石化炼化一体化项目一次投产成功并投入商业运营，吉林石化公司炼油化工转型升级项目、广西石化公司炼化一体化转型升级项目、独山子石化公司塔里木120万吨/年二期乙烯项目等重点项目稳步推进。公司2023年加工原油当量达到1399百万桶，同比增长15.3%。公司化工产品主要分为乙烯、合成树脂、合成纤维原料及聚合物、合成橡胶、尿素。公司近年化工品产量不断提升，2023年化工品产量达到2494万吨，同比增长5%。

图表 19: 中国石油原油加工量（百万桶）



资料来源：公司资料，第一上海研究部

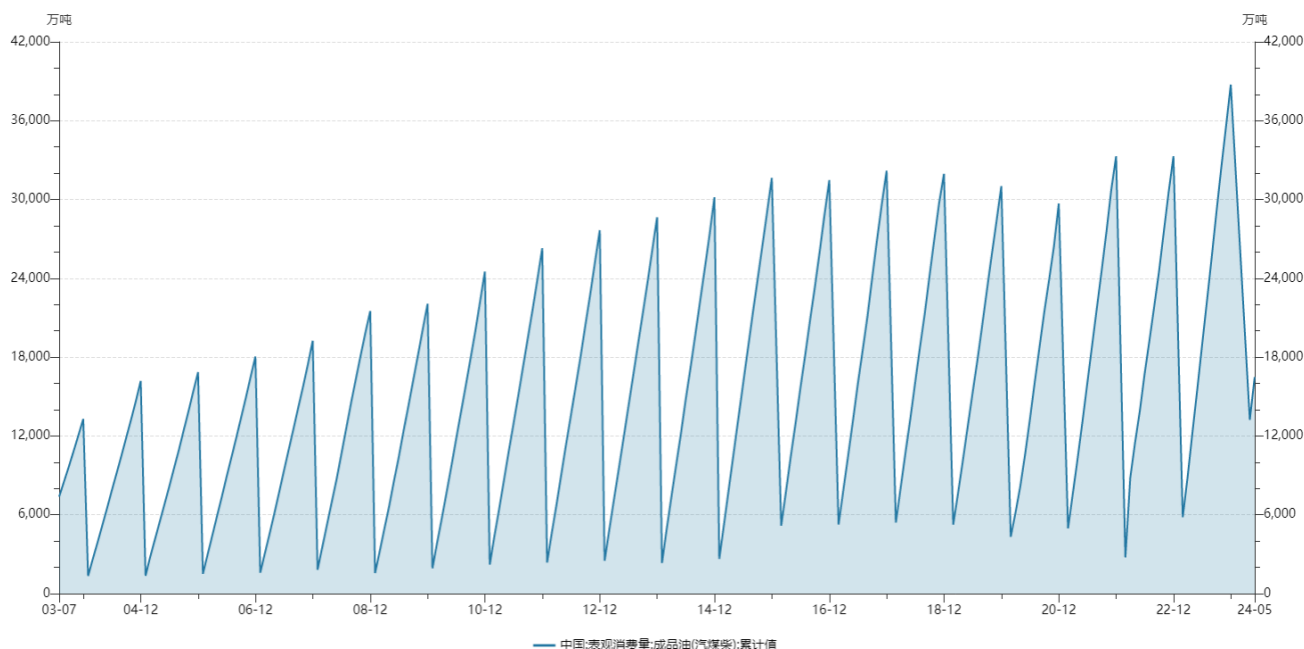
图表 20: 中国石油化工品产量（千吨）



资料来源：公司资料，第一上海研究部

从成品油需求来看，随着疫情对于居民生活影响逐步减弱，居民出行与交通运输行业呈现恢复性增长。2023年全国成品油累计消费量达到3.87亿吨，同比增长16.2%。伴随着未来国内经济的持续修复，成品油需求有望得到有力支撑。

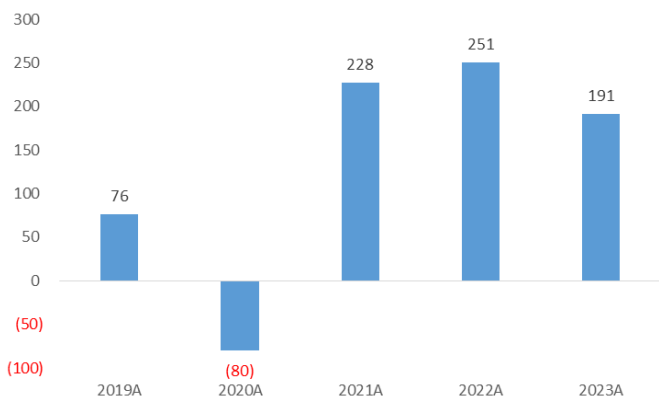
图表 21: 中国成品油表观消费量 (万吨)



资料来源: 万得, 第一上海研究部

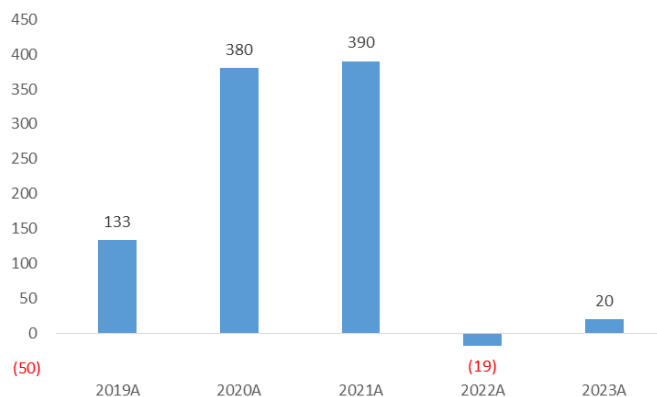
疫情发生后石油需求大幅下跌，国际油价低迷，对炼化行业产生深远影响。2020年炼油利润大幅降低，行业竞争加剧，欧美老旧炼厂关停，炼厂东移成为近年趋势，行业整合加速，全球炼化格局正在加速重塑。各国也在加紧产油炼油一体化建设，加大下游石化产品生产能力。当前我国面临低端炼油过剩，高端炼化产能不足，炼油行业存在结构性失衡，在供给压力中持续凸显。2024年伴随着国家对于炼油化工行业产能的限制，预计化工品将迎来新的供需平衡，产品价格回升，化工行业收益水平得到明显改善，公司炼化业务收入及盈利水平有望恢复。

图表 22: 炼化吨原油实现利润 (元/吨)



资料来源: 公司资料, 第一上海研究部

图表 23: 炼化吨化工品实现利润 (元/吨)



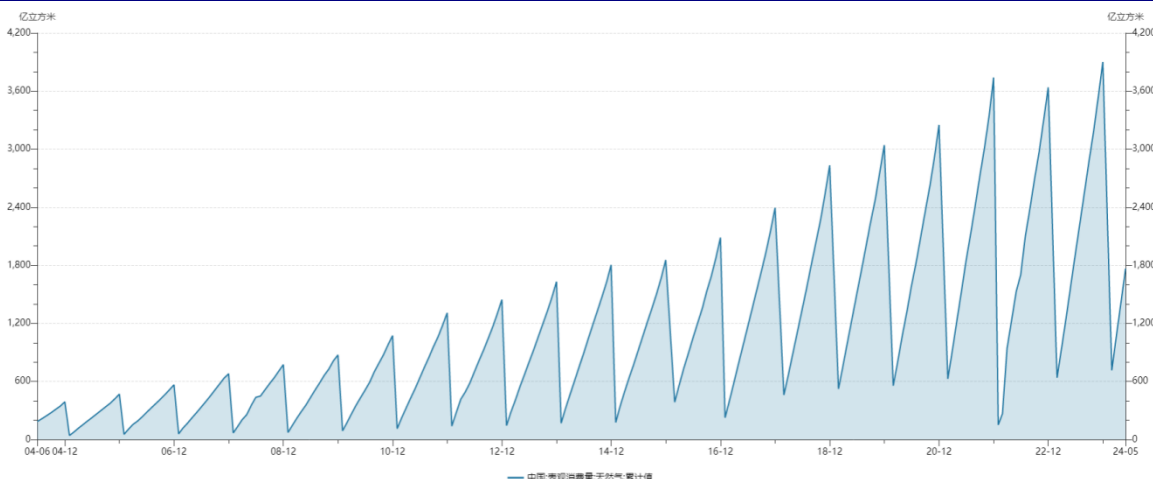
资料来源: 公司资料, 第一上海研究部



## 天然气业务：气价联动改革持续，销售价差有望持续

近年，我国天然气市场快速发展，供应保障能力不断提升，消费市场稳步增长、持续扩大，市场机制和价格机制不断完善。从供应方面看，伴随产量的稳步增长、液化天然气及管道气进口能力的提高，气源供应将愈加充裕。从消费端来看，我国天然气表观消费量呈现稳步增长态势，2024年预计表观消费量可达4250亿立方米。未来在供应能力增加、低碳减碳政策推动下，天然气表观消费量还将逐年增加。

图表 24：中国天然气表观消费量（亿立方米）



资料来源：万得，第一上海研究部

近期国内终端民用天然气价格开始密集调整，天然气价格上下游联动开启。根据2024年中石油、中石化、中海油出台的合同年管道气的定价方案，2023-2024合同年居民气价较基准门站价上浮15%，非居民气价较基准门站价上浮20%。2024-2025合同年定价方案上调居民气价格上浮比例，下调非居民气价格上浮比例，将管制气价格制定为在门站价基础上统一上浮18.5%，实现居民与非居民气价格的并轨。理顺天然气价格机制，是当前和今后一段时期推进天然气价格市场化改革的一项重要内容。气价联动机制将推动天然气价格向下游进行疏导，并进一步增强上游天然气供应能力。中国石油作为我国天然气供应的绝对龙头，有望受益此轮气价改革，天然气销售板块营收及盈利有望持续提升。

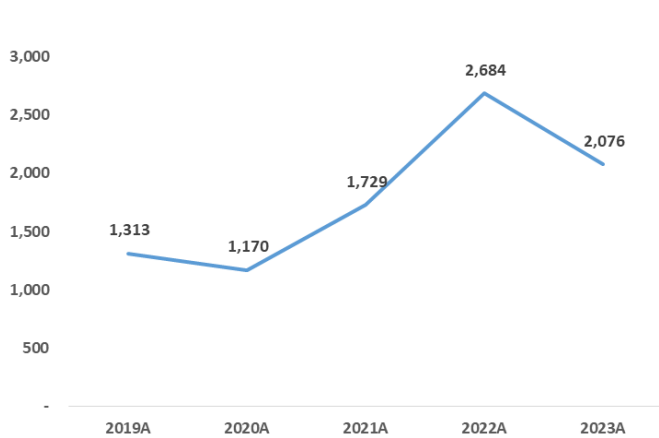
图表 25：各地区天然气价格政策

地区	政策名称	政策内容
湖南	《关于建立健全湖南省天然气上下游价格联动机制的通知》	明确联动项目：天然气上下游价格联动是指气源采购成本和终端销售价格联动，其中居民用气按门站价格核定采购成本，非居民用气按气源平均采购成本（含LNG等气源）核定；规定启动条件：居民用气门站价格波动达到8%及以上，或者连续两年波动5%及以上，非居民用气平均采购成本波动达到5%及以上，同步同向调整天然气终端销售价格；控制上调频次和额度：原则上居民气价每年联动上调不超过1次，上调幅度不超过第一档基准终端销售价格的10%；非居民气价每年联动上调不超过2次，上调幅度不超过基准终端销售价格的20%。
湖北	《省发改委关于建立健全天然气上下游价格联动机制的通知》	终端销售价格采取与燃气企业采购价格实行联动；进一步缩短联动周期，非居民用气价格按月或季度联动、居民用气价格联动原则上不超过一年；联动不设置启动条件；限制居民用气价格联动上调幅度，原则上单次上调不超过每立方米0.5元，避免过度增加居民用户负担；进一步优化实联动工作流程，促进价格顺畅传导；要求燃气企业定期公开相关价格信息，确保价格公开透明。
贵州	《省发展改革委部署联动调整居民用气价格》	强调非管道供气区域居民用气价格“应降尽降”，现行第一档价格超过4.0元/立方米的，原则上均应下调。供气企业不得单方面扣减居民气量或降低居民用气比例，变相提高价格。燃气企业要及时公示居民用气价格，妥善做好价格变动前后抄表结算，确保不因气价调整额外增加居民用户燃气费支出；为切实做好民生保障工作，各级发展改革部门要督促燃气企业严格落实低收入家庭免费气量制度，有条件的地方可进一步扩大实施范围。
深圳	《关于调整我市管道燃气价格与完善上下游价格联动机制的通知》	主要调降居民用气销售价格；合理确定气源采购价格，将采购成本上涨0.3498元/立方米部分按照管道燃气企业承担70%、用户承担30%，本次调价计算的平均采购成本为1.9912+0.3498*30%=2.0961元/立方米；完善上下游价格联动机制，气源采购成本和终端销售价格联动。我市管道燃气企业存在多路气源的，采购成本进行加权平均处理。
武汉	《市发展改革委关于修订我市非居民用管道天然气价格联动机制有关事项的通知》	当上游非居民用气源购进价格(综合加权平均采购价格，下同)变动达到或超过每立方米0.1元时，启动联动机制，同向调整非居民用管道天然气销售价格；当上游非居民用气源购进价格变动低于每立方米0.1元时不作调整，纳入下一次联动调整累加或冲抵。城市管道燃气企业在实施价格联动调整时，应以政府制定的非居民用管道天然气基准销售价格为基础，在上浮不超过20%、下浮不限的范围内进行。若上游气源价格上涨幅度过大，按照上浮20%顶格调整仍无法完全疏导的上游涨价金额纳入后续年度统筹考虑。

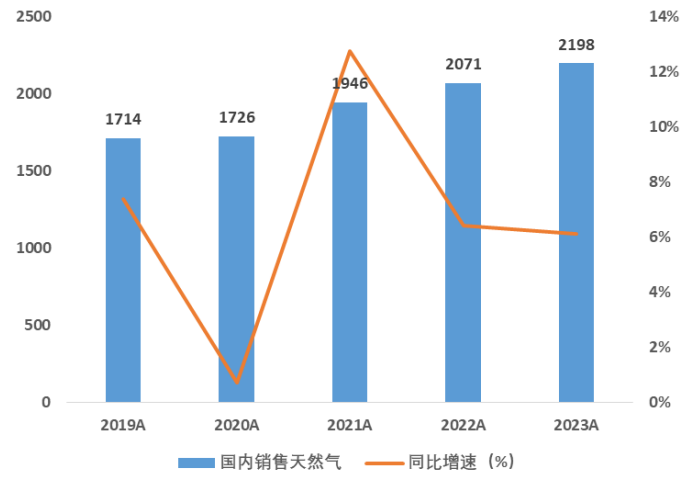
资料来源：各省发改委，第一上海研究部

中国石油天然气探明储量位列国内第一，是天然气行业上游的绝对龙头。公司持续推进天然气以及致密气、页岩煤层等非常规天然气的勘探开发，并引进国外资源天然气丰富供应渠道。公司坚持稳油增气战略，推动销售量稳定提升，2023年公司天然气可销售量达到2198亿立方米，同比增长6%。根据国家统计局数据显示，2023年全国天然气进口量1.2亿吨，同比增长9.9%。根据IEA预测，2024年天然气TTF价格将比2023年的水平平均低30%，略低于9美元/MBtu，公司进口气成本有望控制在较低水平。而国内燃气市场受益于气价改革政策，气价价差有望得以维持。中国石油作为国内天然气供应绝对龙头，天然气销售利润预计将得到持续改善。

图表 26: 中国石油天然气平均实现价格 (元/亿立方米)



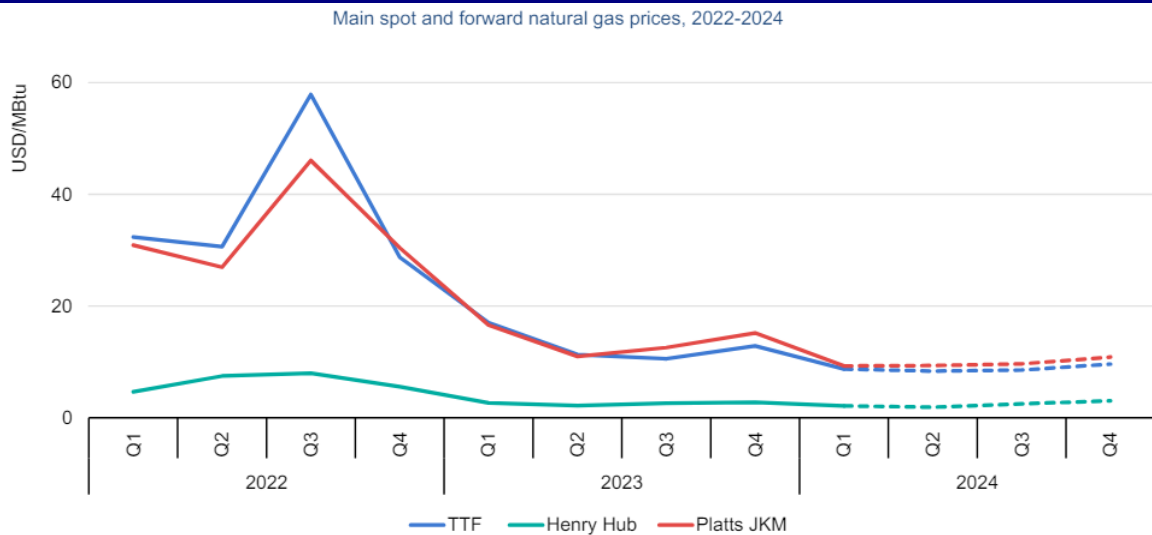
图表 27: 中国石油天然气可销售量 (亿立方米)



资料来源: 公司资料, 第一上海研究部

资料来源: 公司资料, 第一上海研究部

图表 28: 全球天然气价格展望



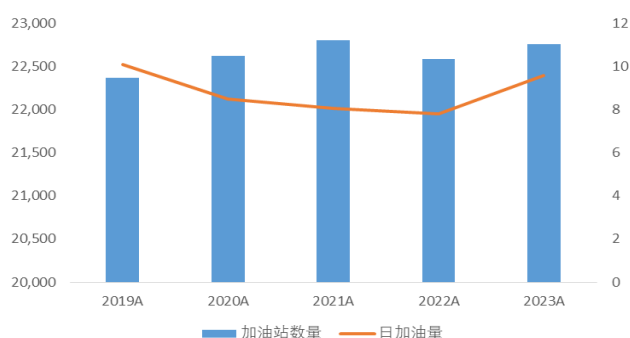
IEA. CC BY 4.0.

资料来源: IEA, 第一上海研究部

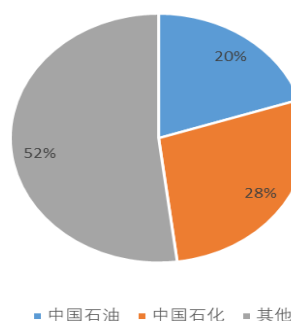
### 销售业务：上下游一体化模式保障盈利稳定

2023年，公司销售业务加大市场营销力度，在保障产业链顺畅运行的基础上全力扩销增效。积极创新经营模式，加快直销批发APP推广应用，灵活调整汽柴油销售策略，首批商用智能加油机器人上岗运行，不断提升零售业务质量和效率。加大优势市场和高效地区加油站开发力度，运营加油站数量达到2.28万座，占全国加油站总量的20%。我国加油站对资金、品牌、货物供应等均有较高的要求，具备一定的行业进入壁垒。公司运营加油站业务多年，在手加油站具备稀缺价值属性，闭环了公司从产业上游到下游的一体化运营战略。

图表 29: 公司加油站总数及日加油量 (座, 吨/日)



图表 30: 中国加油站市场份额

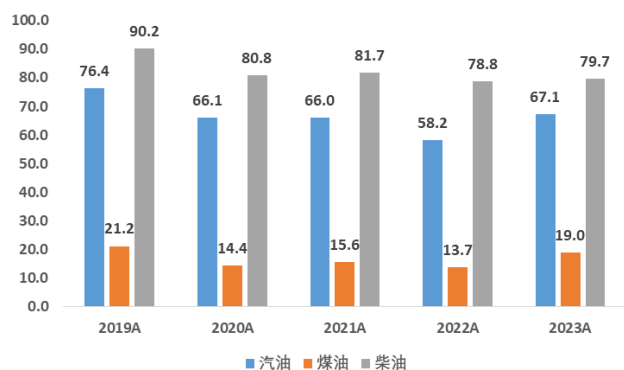


资料来源：公司资料，第一上海研究部

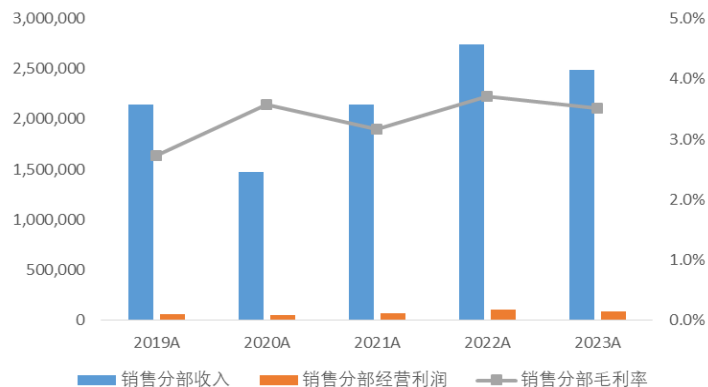
资料来源：公司资料，第一上海研究部

2023年成品油销售量明显提升，中国石油销售汽油、煤油、柴油1.66亿吨，同比增长10.1%，其中，汽油、煤油、柴油销售量分别为6714万吨、1896万吨、7970万吨，同比分别增长15.3%、38.6%和1.2%。国内销售汽油、煤油、柴油1.23亿吨，同比增长17.3%。公司2023年销售分部实现经营利润875.75亿元，依靠着公司的品牌以及门店规模优势，公司销售分部毛利率过去5年维持在3.5%左右水平。

图表 31: 公司汽油、煤油、柴油销量变化 (百万吨)



图表 32: 中国石油销售分部营业收入、毛利及毛利率 (百万元)

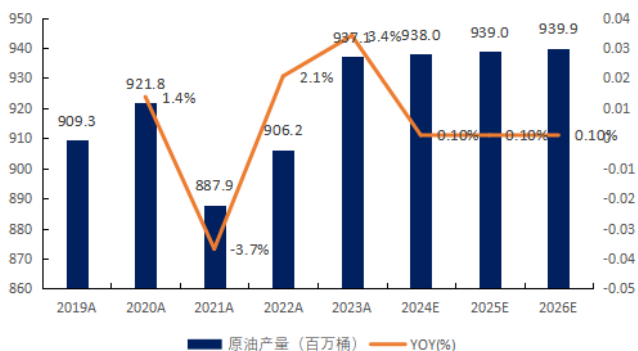


资料来源：公司资料，第一上海研究部

### 收入及盈利预测

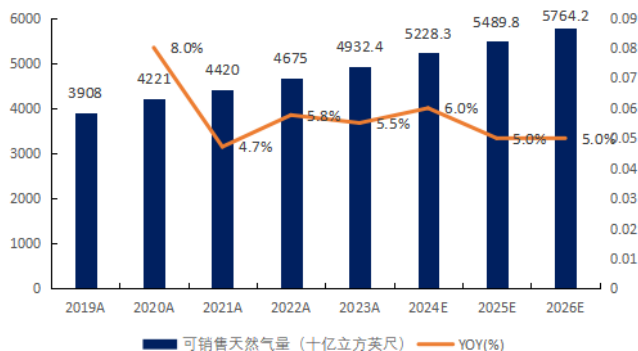
我们根据公司过往油气产量数据及探明储量数据，结合国家“增储上产”政策判断未来三年原油产量处于年产935万桶以上高位，24-26年产量分别为938万桶、939万桶、940万桶，可销售天然气产量分别为5.2万亿、5.5万亿、5.7万亿立方英尺，年平均增长规模达到5%以上。

图表 33: 原油产量预测



资料来源：第一上海研究部预测

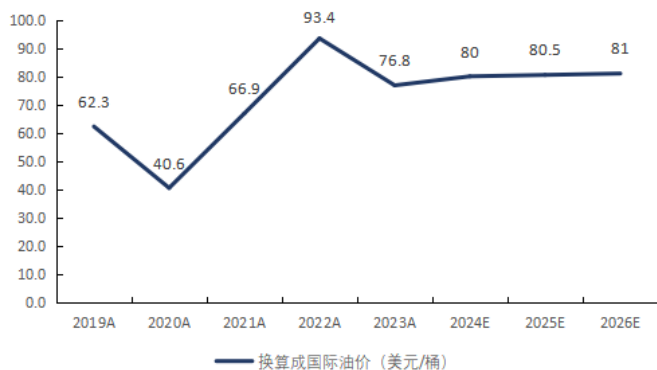
图表 34: 可销售天然气预测



资料来源：第一上海研究部预测

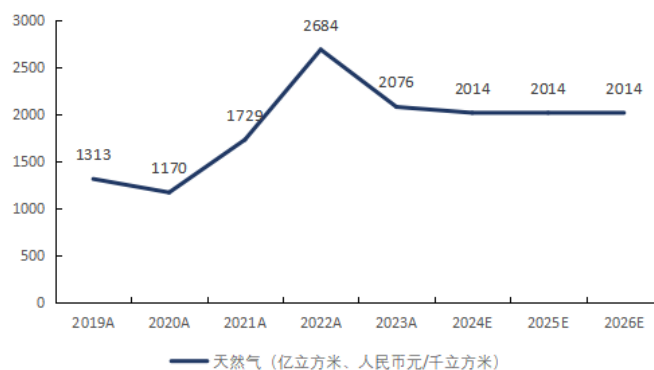
我们根据全球经济发展情况、美联储息率政策、欧佩克增减产协议预计国际石油价格维持80美元高位，预计24年国际平均油价同比增长4%，达到80美元每桶关口，同时预测22年俄乌冲突后全球天然气供给达成新平衡态势，地理运输因素、地缘政治影响下的全球天然气价格波动逐步消除，预计24年天然气价回落至2014元/千立方米，同比下降约3%。

图表 35: 国际油价预测 (美元/桶)



资料来源：第一上海研究部预测

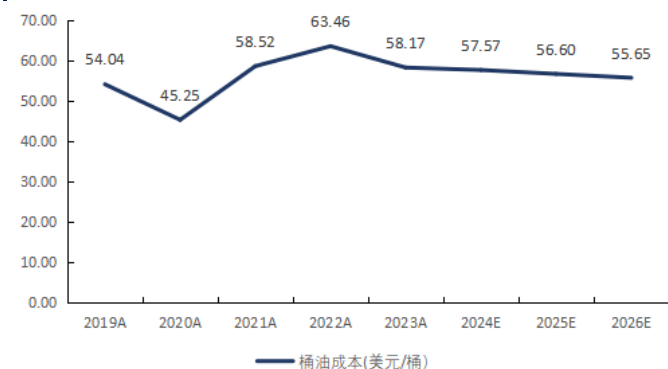
图表 36: 天然气价预测 (亿立方米、元/千立方米)



资料来源：第一上海研究部预测

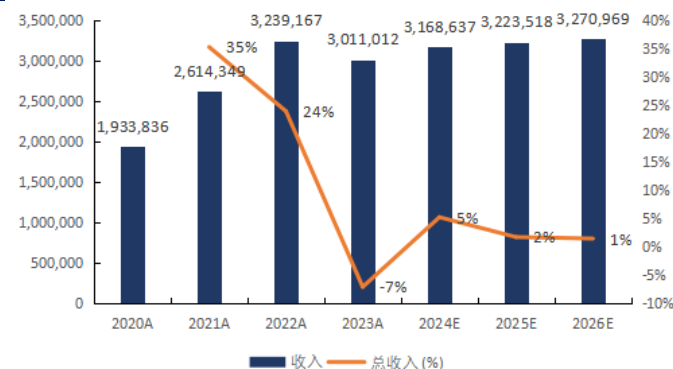
结合采掘技术进步、高油价下石油特别收益金费用高企等综合因素影响，我们预测公司桶油成本出现小幅下降，预测24-26年公司桶油成本分别为57.57美元/桶、56.60美元/桶、55.65美元/桶。去除分部抵销收入，预测24-26年最终公司外部营业收入分别为3.17万亿、3.22万亿、3.27万亿人民币，同比分别增长5%、2%、1%。

图表 37: 桶油成本预测 (美元/桶)



资料来源: 第一上海研究部预测

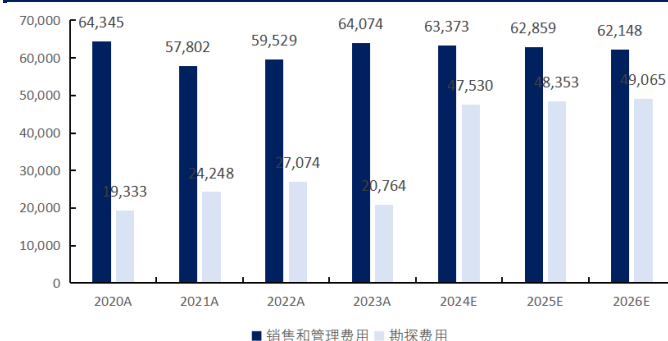
图表 38: 外部营业收入预测 (百万元)



资料来源: 第一上海研究部预测

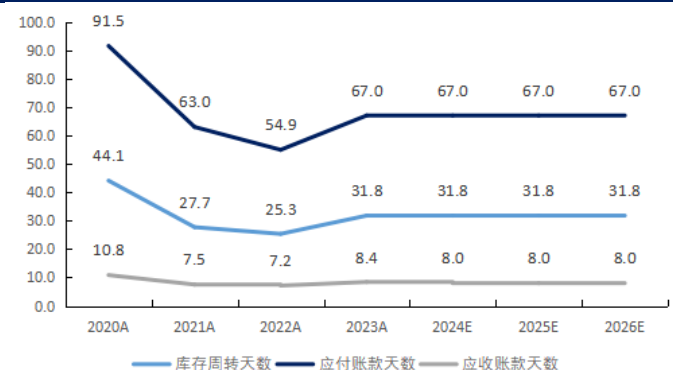
根据收入业务增长情况和公司资本开支变化情况, 我们预计公司24-26年管理和销售费用逐年下降, 分别为633.7亿元、628.6亿元、621.5亿元, 勘探费用分别为475.3亿元、483.5亿元、490.7亿元。库存周转天数维持31.8天; 应付账款维持67天; 应收账款维持8天。

图表 39: 营业费用细分预测 (百万元)



资料来源: 第一上海研究部预测

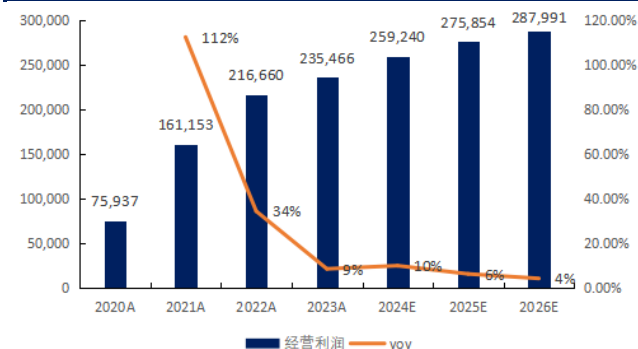
图表 40: 营运表现预测



资料来源: 第一上海研究部预测

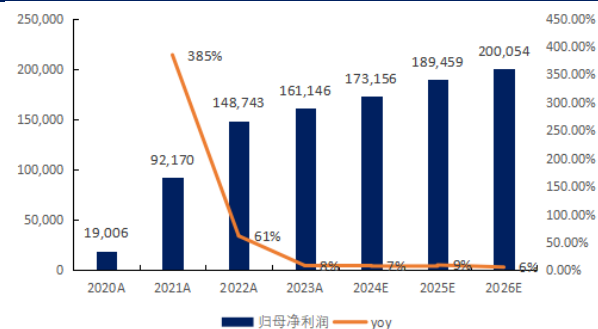
在油价、化工价格高企、国内公共事业涨价拉开天然气价差的背景下, 行业高景气度增厚公司利润, 我们预计公司24-26年经营利润分别为2592亿元、2759亿元、2880亿元, 同比分别增长10%、6%、4%。预计公司归母净利润分别为1732亿元、1895亿元、2001亿元, 同比分别增长7%、9%、6%。

图表 41: 经营利润预测 (百万元)



资料来源: 第一上海研究部预测

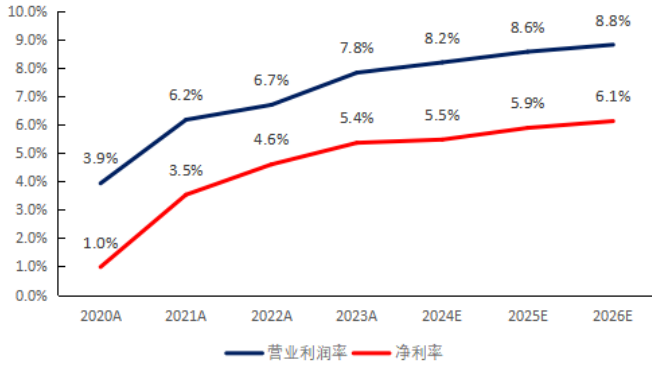
图表 42: 归母净利润预测 (百万元)



资料来源: 第一上海研究部预测

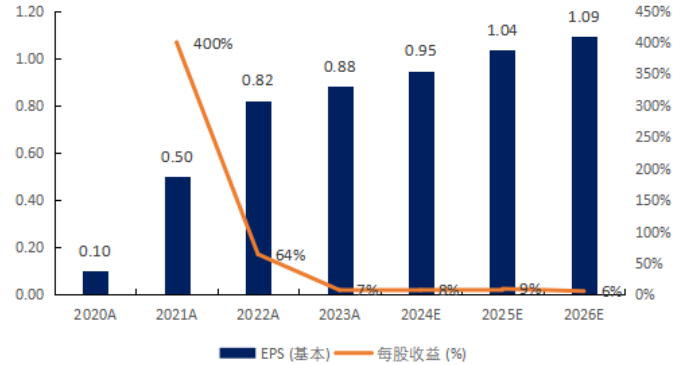
我们预计公司24-26年营业利润率分别为8.2%、8.6%、8.8%；预计公司24-26年净利率分别为5.5%、5.9%、6.1%；每股收益分别为0.95元/股、1.04元/股、1.09元/股盈利能力不断改善。

图表 43: 营业利润率和净利率预测 (百万元)



资料来源：第一上海研究部预测

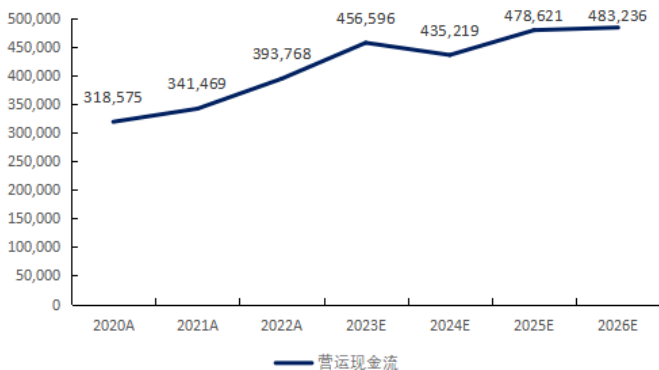
图表 44: 每股收益预测 (元/股)



资料来源：第一上海研究部预测

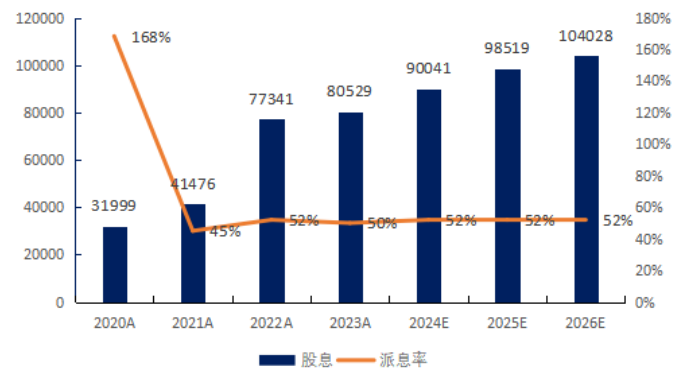
公司资产负债率稳定，且低于同业公司负债水平，现金储备充足，我们预计24-26公司经营活动现金流分别为4352亿元、4786亿元、4832亿元，随着公司业务经营不断完善，派息潜力进一步放大，预计24-26公司股息分别达到900亿元、985亿元、1040亿元，派息率为52%。

图表 45: 经营活动现金流预测 (百万元)



资料来源：第一上海研究部预测

图表 46: 股息及派息率预测 (百万元)



资料来源：第一上海研究部预测

### 目标价 10.06 港元，首次覆盖并给予买入评级

预计公司 2024-2026 年公司实现营业收入分别为 31686/32235/32709 亿元，归母净利润分别为 1732/1895/2001 亿元，同比增加 7/9/6%。对应 EPS 分别为 0.95/1.04/1.09 元。中国石油作为国内石油天然气龙头，具备完整的生产炼化销售能力，结合国内外石油公司定价估值测算，我们给予 24 年 10 倍 PE 估值，预测公司目标价 10.06 港元，对应 1 倍 PB，目标价较现价有 19.3% 上升空间，给予买入评级。

图表 47: 同业估值对比

	股价 2024.7.5	YTD变化 2023.12.31	市值	经营利润率	净利率	收入				净利润				PE			PB			
						2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
<b>美股</b>			<b>亿美元</b>			<b>百万美元</b>				<b>百万美元</b>										
XOM US Equity	埃克森美孚	114.8	16.5%	5,148.1	13.1	10.8	334,697.0	352,340.6	349,500.1	319,710.0	37,390.4	40,090.0	43,410.3	42,572.9	10.5	12.2	11.5	2.2	2.0	1.9
CVX US Equity	雪佛龙	182.5	75.5%	9,465.8	13.3	10.9	196,913.0	196,402.3	199,139.5	192,540.0	24,713.9	23,893.5	28,514.9	27,658.4	11.8	12.3	11.0	2.1	1.7	2.0
OXY US Equity	西方石油	62.3	4.7%	4,281.2	23.7	16.6	28,257.0	28,927.9	31,840.3	31,827.6	3,536.7	3,646.8	4,654.8	4,530.3	16.2	16.5	13.7	2.8	2.4	2.0
<b>港股</b>			<b>亿港元</b>			<b>百万港币</b>				<b>百万港币</b>										
857 HK Equity	中国石油	8.4	68.6%	20,124.2	7.8	5.4	3,411,992.4	3,411,992.4	3,425,933.3	3,488,906.3	176,840.3	180,495.3	183,152.0	195,014.3	5.3	8.3	8.4	1.0	0.9	0.9
386 HK Equity	中国石化	5.3	29.2%	8,021.1	2.8	1.9	3,473,524.2	3,473,524.2	3,478,215.4	3,508,092.0	72,194.9	72,764.2	76,854.8	81,349.3	7.6	8.8	8.4	0.7	0.7	0.7
883 HK Equity	中国海洋石油	23.4	85.9%	11,465.8	0.0	29.7	476,896.5	476,896.5	499,305.9	512,352.4	141,381.0	155,034.4	161,754.3	167,383.9	4.5	7.1	6.8	1.5	1.4	1.2
<b>A股</b>			<b>亿人民币</b>			<b>百万人民币</b>				<b>百万人民币</b>										
601857 CH Equity	中国石油	10.6	53.2%	18,723.4	7.8	5.4	3,122,298.3	3,122,298.3	3,063,741.2	3,071,899.3	174,619.3	176,159.2	183,746.2	192,240.5	5.3	11.0	11.0	1.3	1.3	1.2
600028 CH Equity	中国石化	6.4	17.6%	7,482.8	2.8	1.9	3,237,193.3	3,237,193.3	3,255,694.7	3,312,953.7	73,716.4	70,217.4	74,043.1	78,631.7	7.6	11.1	10.5	1.0	0.9	0.9
600938 CH Equity	中国海洋石油	34.8	68.5%	10,667.7	0.0	29.7	460,038.7	460,038.7	477,734.1	497,897.0	130,256.4	146,705.8	153,924.5	160,387.4	11.1	10.5		2.1	1.9	

资料来源：彭博

## 风险因素

地缘政治风险影响油气价格波动

全球地缘政治冲突影响油气供给端安全及运输路线稳定，油气价格大幅波动影响公司板块盈利。

经济异常导致成品油、化工需求不及预期

成品油、化工终端需求受全球经济形势、产业政策、货币政策等因素影响存在一定程度的供大于求风险，影响炼化板块和销售板块盈利。

能源结构重大改变

新能源车发展、绿色能源发展快于预期影响油品终端销售，对公司下游盈利产生压制。

## 主要财务报表

损益表						财务分析					
人民币百万, 财务年度截至12月31日						人民币百万, 财务年度截至12月31日					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	3,239,167	3,011,012	3,168,637	3,223,518	3,270,969	盈利能力					
营业支出	3,022,507	2,775,546	2,909,397	2,947,664	2,982,978	营业利润率	6.7%	7.8%	8.2%	8.6%	8.8%
销售和管理费用	59,529	64,074	63,373	62,859	62,148	EBITDA 率	13.9%	16.1%	15.9%	16.4%	16.8%
勘探费用	27,074	20,764	47,530	48,353	49,065	净利率	4.6%	5.4%	5.5%	5.9%	6.1%
其他收入	43,660	1,345	0	0	0	ROE	9.7%	9.9%	10.0%	10.4%	10.5%
其他开支	2,892,244	2,689,363	2,798,494	2,836,453	2,871,765	营运表现					
经营利润	216,660	235,466	259,240	275,854	287,991	SG&A/收入(%)	1.8%	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%
财务开支	-18,634	-16,542	-16,453	-17,457	-14,733	有效税率 (%)	23.4%	24.1%	25.0%	25.0%	25.0%
税前盈利	213,277	237,462	261,510	277,120	291,982	派息率 (%)	52.0%	50.0%	52.0%	52.0%	52.0%
所得税	-49,929	-57,169	-65,378	-69,280	-72,995	库存周转天数	25.3	31.8	31.8	31.8	31.8
归母净利润	148,743	161,146	173,156	189,459	200,054	应付账款天数	54.9	67.0	67.0	67.0	67.0
折旧、折耗及摊销	-238,036	-247,452	-242,229	-250,900	-259,129	应收账款天数	7.2	8.4	8.0	8.0	8.0
EBITDA	451,313	484,914	503,739	528,020	551,111	财务状况					
EPS (基本)	0.82	0.88	0.95	1.04	1.09	净负债/股本	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
增长						收入/总资产	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
总收入 (%)	24%	-7%	5%	2%	1%	总资产/股本	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6
EBITDA (%)	16%	7%	4%	5%	4%	盈利对利息倍数	11.6	14.2	15.8	15.8	19.5
每股收益 (%)	64%	7%	8%	9%	6%						
资产负债表						现金流量表					
人民币百万, 财务年度截至12月31日						人民币百万, 财务年度截至12月31日					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
现金	136,789	191,190	249,001	307,122	354,160	EBITDA	451,313	484,914	503,739	528,020	551,111
应收账款	72,028	68,761	72,067	71,200	74,176	融资成本	18,634	16,542	16,453	17,457	14,733
存货	167,751	180,533	184,305	179,369	182,523	营运资金变化	504,031	505,934	516,125	533,208	552,861
其他流动资产	237,299	218,036	222,749	216,334	216,632	所得税	-64,026	-62,443	-65,378	-69,280	-72,995
流动资产总额	613,867	658,520	728,122	774,026	827,491	其他营运活动	-46,237	13,105	-21,401	19,327	-2,233
固定资产	1,492,513	1,521,867	1,539,073	1,550,491	1,556,575	营运现金流	393,768	456,596	429,346	483,255	477,632
无形资产	69,813	71,708	86,938	101,363	115,015	资本开支	-274,307	-275,338	-258,000	-260,580	-263,186
使用权资产	203,065	196,594	196,594	196,594	196,594	其他投资活动	41,336	19,549	-409	-1,576	-2,286
非流动资产总额	2,059,618	2,093,928	2,135,562	2,170,617	2,180,852	投资活动现金流	-232,971	-255,789	-258,409	-262,156	-265,472
总资产	2,673,485	2,752,448	2,863,684	2,944,643	3,008,343	新增借款	866,348	638,826	11,344	-44,913	-37,505
应付账款	372,369	362,155	442,741	459,241	466,001	支付利息	-12,298	-18,520	-23,217	-21,908	-18,693
短期借款	100,639	148,780	145,804	116,644	93,315	支付股息	-64,233	-87,784	-100,943	-107,240	-113,011
其他短期负债	151,255	178,072	87,198	88,515	89,654	其他融资活动	-903,530	-679,094	0	0	0
总流动负债	624,263	689,007	675,743	664,399	648,970	融资活动现金流	-113,713	-146,572	-112,816	-174,061	-169,210
长期借款	222,478	143,198	157,518	141,766	127,589	现金变化	54,401	57,811	58,121	47,038	42,950
其他负债	288,891	289,870	305,201	313,155	319,695	期初持有现金	136,789	191,190	249,001	307,122	354,160
总负债	1,135,632	1,122,075	1,138,462	1,119,320	1,096,254	汇率变动	7,317	3,576	0	0	0
少数股东权益	168,526	184,210	196,284	205,944	215,893	期末持有现金	191,190	249,001	307,122	354,160	397,109
所有者权益合计	1,537,853	1,630,373	1,725,222	1,825,322	1,912,089						
每股净资产	8.40	8.91	9.43	9.97	10.45						
营运资金	-10,396	-30,487	52,379	109,626	178,521						

资料来源: 公司资料, 第一上海研究部预测



## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号  
永安集团大厦 19 楼  
电话：(852) 2522-2101  
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。