东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

中小盘行业深度报告

中小盘观察之石油石化行业：股息成为分水岭，盈利质量决定修复的先后

2026 年 10 月 31 日

证券分析师 汤军
执业证书：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn

增持（维持）

投资要点

1. 石油石化处在区间低位，五个月走完跌、反弹、再回落三段。2026 年 10 月 22 日，40 只样本涨跌幅中位数 -1.59%，8 只上涨、31 只下跌、1 只平盘；合计成交 117.31 亿元，占两市成交额的 0.77%，量比中位数 0.70。截至当日收盘，等权指数 82.44，处在 115 个交易日区间的 24.7%，较区间高点回撤 18.34%，距区间低点仅有 7.95%。
2. 以个股最近 115 个交易日收盘价在区间最高与最低之间的位次计，高位标的只有三只，多数仍在区间下半段。博汇股份 98.1%、中国石油 96.6%、博迈科 87.4% 位于 80% 以上；40 只位置中位数 23.4%，17 只不足 20%，28 只不足 40%。近 20 日表现随位置抬升，80% 以上一组中位 +17.48%，20% 以下一组 -8.80%；市值分布不沿同一条线，位置在 60% 以上的 9 只合计占板块市值的 92.3%。
3. 从分环节看，开采环节贡献九成净利。石油开采 22 只中报归母净利合计 1980 亿元、经营活动现金流量净额（下称经营现金流）4060 亿元，毛利率中位 20.2%、资产负债率中位 42.4%；石油加工 14 只净利 339 亿元、经营现金流 610 亿元，毛利率 14.0%、负债率 55.5%；石油贸易 4 只净利 2.7 亿元、经营现金流 -2.9 亿元。中国石油、中国石化、中国海油三家净利合计 2153.8 亿元，占 40 只的 92.7%。
4. 股息率是这轮定价的关键区分指标。股息率 3% 以上的 6 只中有 5 只位置在 60% 以上，位置中位 75.9%、近 20 日涨跌幅中位 +3.62%、PE(TTM) 中位 13.3 倍；股息率 1% 以下的 13 只，位置中位 21.7%、近 20 日 -6.13%、PE(TTM) 中位 70.8 倍。两组市值中位数分别为 3434 亿元与 53 亿元。
5. 盈利质量的分层主要体现在权重股与其余标的之间。三家权重公司经营现金流为净利的 2.11 倍，近 20 日涨跌幅中位 +4.87%；其余 37 只仅 0.67 倍，其中 15 只经营现金流为负、8 只为亏损，近 20 日涨跌幅中位 -6.43%，现金流为负的 15 只为 -6.13%，与其余标的接近。
6. 估值上，整体法与中位数口径需分开看。按合计市值 51054 亿元与中报净利年化计，整体法估值约 11 倍，剔除三家权重后为 15.6 倍，均为中报净利年化口径；PE(TTM) 中位数 27.0 倍，40 只中 28 只可得读数。大市值组 PE(TTM) 中位 21.3 倍、股息率 2.08%，小市值组 86.0 倍、0.69%。
7. 主要判断：板块没有整体性行情，定价的区分依据是股息，按市值分组得到的区分度要弱得多；盈利质量的差异主要体现在权重股与其余标的之间。后续值得跟踪的是国际油价与成品油调价窗口、三桶油三季度经营数据与现金流、板块量比能否站上 1.0、以及高股息组的年度分红方案。

风险提示：原油价格受地缘政治、供需预期与库存数据影响波动较大，若油价快速回落，石油开采与油服环节的盈利与估值可能同步承压；石油加工环节毛利率中位数约 14.0%、资产负债率中位数约 55.5%，在价差收窄时利润弹性偏弱；板块量比（合计口径）0.76，仍处缩量区间，若成交未能回补，个别标的的短期涨幅可能随成交回落而回吐；中小市值标的估值偏高（小市值组 PE(TTM) 中位 86.0 倍）、成交金额偏小，流动性冲击的边际影响大于大市值标的；40 只中 15 只中报经营现金流为负、8 只为亏损，若三季报未能改善，盈利质量分化可能进一步放大估值差距；样本含 ST 洲际、ST 沈化、*ST 准油共 3 只，经营与信息披露风险高于普通公司；本报告数据统一截至 2026 年 10 月 22 日收盘，未纳入此后新披露的价格与财务信息，区间序列按前复权价格计算；本报告为行业配置观察，不构成具体个股的投资建议，所有结论基于公开数据与本报告口径，不构成任何收益承诺。

相关研究

《中小盘观察之传媒行业：影视院线量比放大到 1.44，票房与内容供给谁先兑现》

2026-10-25

《中小盘观察之出版行业：中报未兑现的领涨，估值重估到了哪一步》

2026-10-24

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 核心发现：股息是这轮定价的分水岭 4
2. 修复路径：五个月里的三段行情 6
2.1. 三个阶段 6
2.2. 反弹没有带来成交量 6
3. 分环节：开采贡献九成净利，加工与贸易的缓冲更薄 7
4. 盈利质量：中报利润的含金量 8
4.1. 三桶油与其余 37 只的差别 8
5. 分红的分水岭：高股息组与低股息组 9
5.1. 四组股息率的对照 9
5.2. 高股息组的构成 10
6. 估值：整体法 11 倍与中位数 27 倍的距离 11
7. 主要判断与后续值得跟踪的几个指标 12
8. 风险提示 14

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

表 1: 区间位置分档（2026-10-22，40 只全样本）.....4
表 2: 区间位置最高的代表个股（2026-10-22，前 8 只，含位置与估值）.....5
表 3: 三段行情的表现对照（2026-04-02 至 2026-10-22）.....7
表 4: 三环节的中报与修复对照（2026 年中报，2026-10-22）.....8
表 5: 中报盈利质量分组（2026 年中报）.....9
表 6: 按股息率分组的估值与表现对照（2026-10-22）.....10
表 7: 高股息组 6 只的中报与估值（2026-10-22）.....10
表 8: 按市值分组的估值与股息率对照（2026-10-22，以总市值中位数 60.58 亿元分界）.....12
表 9: 后续值得跟踪的几个指标.....13

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 核心发现：股息是这轮定价的分水岭

2026 年 10 月 22 日，石油石化 40 只样本当日涨跌幅中位数 -1.59%，上涨 8 只、下跌 31 只、平盘 1 只，合计成交额 117.31 亿元，占两市成交额 15287.14 亿元的 0.77%。同日上证指数收于 3658.03 点（-1.48%）、深证成指 11357.32 点（-2.96%）、国证 2000 指数 8719.43 点（-3.20%），两市成交额较前一交易日增加 993.65 亿元、增幅 6.95%。板块当日跌幅明显小于小市值指数，防御属性的痕迹比较明显。

单日涨跌只能说明一时，把时间拉长到近五个月，板块走的是一条跌、反弹、再回落的路径：等权指数从 4 月 2 日的 100 跌到 6 月 30 日的 74.89，7 月至 9 月反弹到 86 附近，10 月再度回落到 82.44。截至 2026 年 10 月 22 日收盘，等权指数处在 115 个交易日区间的 24.7%，距区间高点回撤 18.34%，距低点只有 7.95% 的空间。五个月下来，板块把 4 月的涨幅全部还了回去，还多跌了一截。

在这种整体走弱的背景下，内部的分化反而比板块方向更值得研究。按区间位置（个股最近 115 个交易日收盘价在区间最高与最低之间的位次）把 40 只分成五档，近 20 日表现随位置抬升：20% 以下的 17 只中位 -8.80%，20%~40% 的 11 只 -7.55%，40%~60% 的 3 只 -2.20%，60%~80% 的 6 只 -0.05%，80% 以上的 3 只 +17.48%。市值分布不沿同一条线：位置在 60% 以上的 9 只合计占板块市值的 92.3%，位置在 40% 以下的 28 只只占 6.5%。PE 也不随位置单调，60%~80% 组的中位 13.3 倍为五档最低，80% 以上组因含博汇股份（86.00 倍）升至 49.6 倍。

这条梯度与规模的关系并不紧密，与分红的对应更直接。股息率 3% 以上的 6 只中有 5 只落在位置 60% 以上，仅新天然气一只在 29.1%，该组近 20 日涨跌幅中位仍为 +3.62%；股息率 1% 以下的 13 只，位置中位仅 21.7%、近 20 日 -6.13%。两组在市值上相差 65 倍，在估值上相差 5 倍。这一分层在下文单独拆解，它比“大盘股与小盘股”的划分更能解释这轮的结构。

表1：区间位置分档（2026-10-22，40 只全样本）

区间位置	只数	合计市值占比（%）	近 20 日涨跌中位（%）	PE(TTM) 中位（倍）	量比中位
20% 以下	17	5.5	-8.80	49.9	0.64
20%~40%	11	1.0	-7.55	22.9	0.53
40%~60%	3	1.3	-2.20	323.4	0.84
60%~80%	6	46.5	-0.05	13.3	0.82
80% 以上	3	45.8	17.48	49.6	1.29
合计	40	100.0	-6.23	27.0	0.70

数据来源：交易所公开行情数据、上市公司 2026 年半年报，东吴证券研究所；
备注：位置为个股最近 115 个交易日收盘价在区间最高与最低之间的位次，各项为组内中位数；40%~60% 组含 ST 沈化（PE 631.4 倍），该组 PE 中位受其影响；PE 为可得样本中位数，TTM 利润为负或数据缺失的标的无读数。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

位置最高的 8 只可以分成两类。中国石油、中国石化、中国海油、海油发展、海油工程五只近 20 日涨跌幅在 -2.7% 至 17.5% 之间、其中四只为正，PE(TTM) 在 10 倍至 18 倍，股息率在 3.1% 至 4.1%，位置靠前有盈利与分红作依据。博汇股份当日上涨 20.00%、近 5 日累计上涨 64.09%、换手率 26.44%、量比 2.89; PE(TTM) 86.00 倍、PB 7.00 倍，对应总市值 57 亿元，而中报归母净利只有 0.19 亿元; 博迈科中报归母净利为 -0.70 亿元，PE 不可得。两组的相同点是位置高，不同点是前者有中期业绩与分红兑现，后者只有成交放大。

表2：区间位置最高的代表个股（2026-10-22，前 8 只，含位置与估值）

名称（代码）	当日涨跌（%）	近 5 日（%）	近 20 日（%）	量比	115 日位置（%）	PE(TTM)（倍）	PB（倍）	总市值（亿元）	股息率（%）
博汇股份（300839）	20.00	64.09	56.24	2.89	98.1	86.00	7.00	57	—
中国石油（601857）	1.11	0.87	17.48	1.14	96.6	13.20	1.42	23244	4.02
博迈科（603727）	1.11	3.30	15.57	1.29	87.4	—	1.83	56	0.98
中国石化（600028）	-1.11	-1.11	4.87	0.87	77.3	18.00	0.77	6470	4.05
海油发展（600968）	-2.24	-1.01	-2.73	0.77	76.5	10.16	1.34	398	3.75
海油工程（600583）	-1.26	-1.42	2.62	0.73	75.4	13.32	0.96	277	3.13
中国海油（600938）	-3.43	-0.50	4.61	1.00	73.3	11.61	1.88	16065	3.82
广汇能源（600256）	-3.88	-3.88	-3.05	0.90	73.1	24.12	1.71	427	0.94

数据来源：交易所公开行情数据、上市公司 2026 年半年报，东吴证券研究所;
备注：股息率为可得样本，部分标的无 TTM 分红数据以「—」表示；个股按区间位置由高到低排列。

成交层面的分化同样明显。10 月 22 日板块合计成交 117.31 亿元，个股量比站上 1.0 的只有 8 只，其余 32 只量比中位 0.63，多数低于各自近 60 个交易日均值。放大的 8 只里，博汇股份换手率 26.44%、中国石油 1.43%，相差 18 倍。同一天、同一板块，26.44% 与 1.43% 的换手率对应的是两类不同的定价主体：前者由短线资金主导，后者是配置型资金的结构调整，两者的持续性不能等同看待。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2. 修复路径：五个月里的三段行情

2.1. 三个阶段

把 115 个交易日切成三段，每一段的领涨标的不同，这是理解这轮行情的另一条线索。

第一阶段从 4 月 2 日到 6 月 30 日，共 50 个交易日，等权指数下跌 23.63%，个股涨跌幅中位数 -24.29%。这一阶段是普跌，40 只里只有上海石化（+5.8%）与和顺石油（+5.7%）取得正收益，跌幅最大的是 ST 洲际（-65.3%）。等权指数从 100 一路跌到 74.89，回撤幅度超过两成，期间的油价回落与需求预期转弱是主要背景。

第二阶段从 7 月 1 日到 9 月 11 日，共 53 个交易日，等权指数反弹 9.87%，个股涨跌幅中位数 +14.50%。领涨的是广汇能源（+38.4%）、华锦股份（+37.4%）、科力股份（+36.4%），分别对应天然气、炼化与油服三个环节；这一阶段跌幅最大的是瑞华技术（-26.5%）。反弹的幅度不小，但等权指数只回到 86 附近，没有收复第一阶段的跌幅。

第三阶段从 9 月 14 日到 10 月 22 日，共 23 个交易日，等权指数回落 3.68%，个股涨跌幅中位数 -7.34%。这一阶段的分化最剧烈：博汇股份上涨 59.9%，中国石油上涨 17.8%，博迈科上涨 17.2%，而和顺石油下跌 17.8%。同一个板块里，既有创出区间新高的题材股，也有距离区间低点不远的超跌股。

2.2. 反弹没有带来成交量

三段的日均成交额分别是 137.16 亿元、136.32 亿元与 95.91 亿元。第一阶段下跌 23.63% 的过程中，日均成交并未萎缩，抛压与承接同时存在；第二阶段的反弹持续 53 个交易日、等权上涨 9.87%，日均成交 136.32 亿元，与第一阶段基本持平，没有出现增量资金进场的迹象；第三阶段日均成交降到 95.91 亿元，环比减少 29.6%，价格回落的同时成交也在退潮。

这个组合说明，前一轮反弹更多是存量资金的仓位回补，而不是增量资金推动的修复。存量博弈的特征是板块内容易出现结构性机会，但很难形成整体趋势；一旦成交继续萎缩，结构性机会也会随之收窄。

三段连起来看，有两个特征比较清楚。一是每段的领涨标的几乎不重复，第一阶段抗跌的上海石化在第三阶段位置只有 6.5%，第二阶段领涨的广汇能源在第三阶段下跌 3.88%，热点在三个月里换了三轮，缺乏贯穿始终的主线。二是反弹的力度逐段减弱，-23.63%、+9.87%、-3.68%，第二阶段的反弹只收复了第一阶段跌幅的四成左右。对于配置而言，把当前的回落当作新一轮修复的起点并不稳妥，需要看到成交与位置的同步改善。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表3：三段行情的表现对照（2026-04-02 至 2026-10-22）

阶段	区间	交易日	等权指数涨跌（%）	个股涨跌中位（%）	领涨前三	跌幅最大
第一阶段	2026-04-02 至 06-30	50	-23.63	-24.29	上海石化 +5.8%、和顺石油 +5.7%、博迈科 -4.2%	ST 洲际 -65.3%
第二阶段	2026-07-01 至 09-11	53	9.87	14.50	广汇能源 +38.4%、华锦股份 +37.4%、科力股份 +36.4%	瑞华技术 -26.5%
第三阶段	2026-09-14 至 10-22	23	-3.68	-7.34	博汇股份 +59.9%、中国石油 +17.8%、博迈科 +17.2%	和顺石油 -17.8%

数据来源：交易所公开行情数据，东吴证券研究所；
备注：等权指数以 2026 年 4 月 2 日为 100，按 40 只等权合成；个股涨跌按前复权收盘价计算，以各阶段首个交易日为基准。

3. 分环节：开采贡献九成净利，加工与贸易的缓冲更薄

按 2026 年中报口径拆分三个环节。石油开采 22 只中报营收合计 1.93 万亿元、归母净利合计 1980 亿元，经营活动产生的现金流量净额合计 4060 亿元、为净利的 2.05 倍，毛利率中位数 20.2%、资产负债率中位数 42.4%；中国石油、中国海油两家主体公司，以及中海油服、海油工程、海油发展等油服公司都在这一环。石油加工 14 只中报营收合计 1.62 万亿元、归母净利合计 339 亿元，经营现金流 610 亿元、为净利的 1.80 倍，毛利率中位数 14.0%、资产负债率中位数 55.5%，净利规模不足开采环节的两成，负债率高出约 13 个百分点，中国石化是这一环的主体。石油贸易 4 只中报营收合计 45 亿元、净利合计 2.7 亿元，经营现金流合计为 -2.9 亿元，是唯一现金流为负的环节。

盈利集中度很高。中国石油、中国石化、中国海油（下称三桶油）中报归母净利合计 2153.8 亿元，占 40 只合计 2322.5 亿元的 92.7%，其中中国石油 1039.34 亿元、中国海油 858.18 亿元、中国石化 256.27 亿元。其余 37 只中报净利合计约 169 亿元，8 只为亏损。

从市场表现看，三个环节的方向一致，幅度不同。2026 年 10 月 22 日涨跌幅中位数石油开采 -2.34%、石油加工 -1.21%、石油贸易 -2.41%，加工环节跌幅相对小；近 20 日石油开采 -5.22%、石油加工 -5.37%、石油贸易 -7.11%，开采与加工接近。环节内部的分化更明显：开采环节 22 只中位数 -5.22%，但中国石油上涨 17.48%、中国海油上涨 4.61%，两家把环节读数显著抬高；剔除三家权重后，其余 37 只近 20 日涨跌幅中位数为 -6.43%。

油价是这条分化的主线。上游公司的盈利跟随原油价格，以及公司实际销售价格与

请务必阅读正文之后的免责声明部分

基准油价的价差（业内称实现价格，指实际成交均价，受油品品质、长协安排与结算方式影响）；炼化环节的利润取决于成品油价差，节奏并不同步。开采环节资产负债率中位数 42.4%、加工环节 55.5%，后者的财务缓冲更薄，在价差收窄时的利润弹性更弱。中报的高盈利能否延续到三季报，取决于三季度原油均价与炼化价差这两个变量。

贸易环节的现金流为负值得单独一提。4 只贸易公司中报净利合计 2.7 亿元为正，经营现金流合计 -2.9 亿元，说明利润更多来自价差与库存重估，现金回笼并不理想。这一环节市值中位 34 亿元、营收合计只有 45 亿元，在板块中的权重很小，但它的现金流特征提示：以贸易为主业的公司在油价波动放大时，营运资金占用会快速上升，账面利润的含金量低于上游。

表4：三环节的中报与修复对照（2026 年中报，2026-10-22）

环节	样本数	中报营收合计（亿元）	中报归母净利合计（亿元）	经营活动现金流净额（亿元）	毛利率中位（%）	负债率中位（%）	20 日涨跌中位（%）	115 日位置中位（%）
石油开采	22	19340	1980	4060	20.2	42.4	-5.22	23.0
石油加工	14	16174	339	610	14.0	55.5	-5.37	27.3
石油贸易	4	45	3	-3	12.9	32.1	-7.11	17.7
全样本合计	40	35559	2322	4667	—	—	-6.23	23.4

数据来源：上市公司 2026 年半年报、交易所公开行情数据，东吴证券研究所；
备注：营收、归母净利与经营活动产生的现金流量净额（下称经营现金流）为各环节合计，毛利率与负债率为环节内中位数，中国石化毛利率未披露，加工环节该项按 13 只计算；中报数据区间为 2026 年半年度。

4. 盈利质量：中报利润的含金量

4.1. 三桶油与其余 37 只的差别

利润规模之外，现金流的差异更能说明盈利的成色。40 只中报经营现金流合计 4666.9 亿元，为归母净利合计 2322.5 亿元的 2.01 倍，整体看现金流对利润的覆盖是充分的。但这一比例主要由三桶油贡献：三家经营现金流合计 4554.1 亿元、为净利 2153.8 亿元的 2.11 倍，其中中国石油 2.42 倍、中国石化 2.44 倍、中国海油 1.65 倍。

其余 37 只的情况相反。净利合计 168.7 亿元，经营现金流合计只有 112.8 亿元，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅为净利的 0.67 倍；其中 8 只中报亏损，15 只经营现金流为负。中海油服、海油发展两家油服的经营现金流分别为 -14.23 亿元与 -25.00 亿元，上海石化、华锦股份、东华能源三家炼化的经营现金流也为负。另外十只现金流为负的是通源石油、岳阳兴长、广聚能源、博汇股份、惠博普、科力股份、国际实业、贝肯能源、瑞华技术、*ST 准油，多为市值 50 亿元以下的油服、贸易与炼化标的。这一批公司在利润表上未必亏损，但现金回收能力明显弱于上游。

盈利质量的差异，与市场表现是对应的。三桶油近 20 日涨跌幅全部为正，中位数 +4.87%；其余 37 只中位数 -6.43%，其中现金流为负的 15 只中位数为 -6.13%。在板块整体缺乏增量资金的环境里，资金更愿意留在现金流稳定、分红可预期的标的上，这也解释了为什么三桶油能在等权指数回落的同时取得正收益。

对配置的含义是，单看中报净利的同比增速容易高估一批中小市值公司的修复能力。若三季报延续中报的现金流特征，现金流为负、应收账款与存货占用较高的公司，其利润的可持续性需要打折；反过来，经营现金流长期高于净利的标的，在分红与估值上更有支撑。

表5：中报盈利质量分组（2026 年中报）

分组	只数	归母净利合计（亿元）	经营活动现金流净额（亿元）	经营现金流/净利（倍）	亏损只数	现金流为负只数	20 日涨跌中位（%）
三桶油	3	2153.8	4554.1	2.11	0	0	4.87
其余 37 只	37	168.7	112.8	0.67	8	15	-6.43
全样本	40	2322.5	4666.9	2.01	8	15	-6.23

数据来源：上市公司 2026 年半年报、交易所公开行情数据，东吴证券研究所；
备注：经营现金流为合并现金流量表「经营活动产生的现金流量净额」，与归母净利口径不同，比值仅用于横向比较；中报数据区间为 2026 年半年度。

5. 分红的分水岭：高股息组与低股息组

5.1. 四组股息率的对照

把 40 只按 TTM 股息率分成四组，结果比按市值分组更整齐。股息率 3% 以上的 6 只，总市值中位 3434 亿元，区间位置中位 75.9%（6 只中有 5 只在 73% 以上），近 20 日涨跌幅中位 +3.62%，PE 中位 13.3 倍，量比中位 0.82。股息率 1% 以下的 13 只，总市值中位 53 亿元，位置中位 21.7%，近 20 日 -6.13%，PE 中位 70.8 倍，量比中位 0.68。两组在位置上的差距超过 54 个百分点，在近 20 日涨跌上相差近 10 个百分点。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

中间两组的情况值得单独一看。股息率 1% 至 3% 的 5 只，市值中位 92 亿元，位置中位只有 16.5%，近 20 日 -7.92%，是四组里表现最弱的一组；这一组的 PE 中位 16.8 倍并不算贵，恒力石化 9.54 倍、中海油服 15.41 倍都在其中。估值便宜但位置偏低，说明这一组的问题不在估值，而在缺乏分红预期与增量资金。16 只无 TTM 分红数据的标的，位置中位 16.3%、近 20 日 -6.38%，与低股息组接近。

表6：按股息率分组的估值与表现对照（2026-10-22）

TTM 股息率	只数	总市值中位（亿元）	115 日位置中位（%）	近 20 日涨跌中位（%）	PE(TTM) 中位（倍）	量比中位
3% 以上	6	3434	75.9	3.62	13.3	0.82
1%~3%	5	92	16.5	-7.92	16.8	0.54
1% 以下	13	53	21.7	-6.13	70.8	0.68
无 TTM 分红数据	16	47	16.3	-6.38	71.5	0.63

数据来源：交易所公开行情数据、上市公司 2026 年半年报，东吴证券研究所；
备注：股息率为最近 12 个月现金分红对应最新收盘价，可得样本 24 只，其余 16 只无 TTM 分红数据；各项为组内中位数，PE 为可得样本中位数。

5.2. 高股息组的构成

高股息这一组的名单也说明了它的构成：中国石化 4.05%、中国石油 4.02%、中国海油 3.82%、海油发展 3.75%、新天然气 3.38%、海油工程 3.13%。六只里有五只是三桶油及其油服平台，只有新天然气是市值 100 亿元级别的城燃标的。这一组的共同点是盈利可由中报验证、分红有历史延续；现金流方面，除海油发展经营活动现金流为 -25.00 亿元外，其余五只对净利的覆盖在 1.43 倍至 2.80 倍之间。

表7：高股息组 6 只的中报与估值（2026-10-22）

名称（代码）	股息率（%）	PE(TTM)（倍）	PB（倍）	115 日位置（%）	近 20 日（%）	总市值（亿元）	中报归母净利（亿元）	经营现金流净额（亿元）
中国石化（600028）	4.05	18.00	0.77	77.3	4.87	6470	256.27	624.99
中国石油（601857）	4.02	13.20	1.42	96.6	17.48	23244	1039.34	2512.81
中国海油（600938）	3.82	11.61	1.88	73.3	4.61	16065	858.18	1416.31
海油发展（600968）	3.75	10.16	1.34	76.5	-2.73	398	18.68	-25.00
新天然气（603393）	3.38	17.55	1.03	29.1	-7.55	100	3.86	10.79
海油工程（600583）	3.13	13.32	0.96	75.4	2.62	277	10.91	15.61

数据来源：交易所公开行情数据、上市公司 2026 年半年报，东吴证券研究所；
备注：按 TTM 股息率由高到低排列，股息率为最近 12 个月现金分红对应最新收盘价；经营现金流为合并现金流量表「经营活动产生的现金流量净额」。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

从这个角度看，当前石油石化的防御属性并不覆盖整个板块，主要集中在六只高股息标的上。等权指数回落 3.68% 的同期，这六只的涨跌幅中位是 +3.62%。如果后续市场继续调整，这一组的表现大概率仍会好于板块整体；但若市场转向进攻，高股息组的弹性也会弱于题材股，这是同一枚硬币的两面。

分红能否延续，取决于两个条件。一是盈利的稳定性，三桶油中报经营现金流为净利的 1.65 倍至 2.44 倍，覆盖分红支出的能力较强；二是资本开支的节奏，上游勘探开发的开支具有刚性，油价下行时可用于分红的现金流比例可能被动下降。这两个条件在三季报里会有更清楚的体现，也是高股息逻辑能否延续的关键。

6. 估值：整体法 11 倍与中位数 27 倍的距离

40 只 PE(TTM) 中位数 27.0 倍，40 只中 28 只可得读数、其余 12 只因 TTM 利润为负或数据缺失无读数（其中中报亏损 6 只）、PB 中位数 1.84 倍、股息率中位数 0.99%。以市值加权衡量，40 只合计市值 51054 亿元对应中报归母净利 2322.5 亿元，按半年净利简单年化计算的估值约 11 倍。11 倍（中报净利年化口径）与 27.0 倍（TTM 口径）之间的距离，正是权重股与中小市值的估值分层，两个口径不可直接比较。

分市值看，大市值组 PE(TTM) 中位 21.3 倍、PB 1.28 倍、股息率 2.08%；小市值组 PE(TTM) 中位 86.0 倍、PB 3.05 倍、股息率 0.69%。与小市值组相比，大市值组 PE 低约四分之三、PB 低约六成、股息率高约 2 倍。位置上的差异反而不明显，两组分别为 25.4% 与 23.4%，说明高位并未覆盖整个大市值群体，集中在少数几只。

头部三家的读数更集中。中国石油 PE 13.20 倍、PB 1.42 倍、股息率 4.02%，中国石化 18.00 倍、0.77 倍、4.05%，中国海油 11.61 倍、1.88 倍、3.82%。三家的股息率都在 3.8% 以上、PE(TTM) 都在 18 倍以内，合计市值 4.58 万亿元、占板块 89.7%，是整体法估值偏低的主要原因。

把三桶油剔除后再看，整体法的读数明显抬升：其余 37 只合计市值 5275 亿元、对应中报归母净利 168.7 亿元，按半年净利简单年化的估值约 15.6 倍。15.6 倍（中报净利年化口径）仍低于 27.0 倍的 PE(TTM) 中位数，两个口径的差距来自结构：整体法按市值加权，权重集中在低 PE 的三桶油；中位数对每只一视同仁，28 只可得样本里有 12 只 PE 在 40 倍以上。判断板块贵贱时，整体法容易被权重压低，中位数容易被小票抬高，两个口径需要同时看。

中小市值一端的估值与业绩存在脱节。PE(TTM) 超过 100 倍的有和顺石油 115.02 倍、仁智股份 184.19 倍、ST 沈化 631.43 倍；PB 超过 4 倍的 7 只中，仁智股份 30.50 倍、*ST 准油 164.32 倍（净资产接近为零所致）、统一股份 7.54 倍、潜能恒信 7.39 倍、博汇股份 7 倍、科力股份 4.95 倍、茂化实华 4.39 倍。这些标的中报归母净利多数不

请务必阅读正文之后的免责声明部分

足 1 亿元，仁智股份、*ST 准油、茂化实华中报为亏损，估值更多反映交易预期而非当期业绩；近 20 日的表现也已拉开，博汇股份上涨 56.24%，和顺石油下跌 27.94%。

PB 口径的分化小于 PE。40 只 PB 中位数 1.84 倍，大市值组 1.28 倍、小市值组 3.05 倍，组间差距约 1.4 倍；而 PE 的组间差距接近 4 倍。原因在于净资产比利润稳定，中小市值公司的 PB 虽然也高，但没有 PE 那么夸张。对配置而言，PB 更适合做同环节内部的横向比较，PE 更适合判断盈利与估值的匹配；两者给出不一致信号时，用 PB 看资产端的安全边际、用 PE 看盈利端的兑现程度，比单看一个指标更稳妥。

位置与估值在个股层面并不总是同向。恒力石化区间位置 2.9%、PE(TTM) 9.54 倍、PB 1.49 倍，是板块内估值最低的标的之一，位置却在区间底部；博汇股份位置 98.1%，PE 86 倍、PB 7 倍，估值显著高于头部三家。位置反映价格在近半年的相对水平，估值取决于盈利与净资产的匹配，两者不能互相替代。

表8：按市值分组的估值与股息率对照（2026-10-22，以总市值中位数 60.58 亿元分界）

分组	样本数	总市值区间（亿元）	PE(TTM) 中位（倍）	PB 中位（倍）	股息率中位（%）	115 日位置中位（%）	位置 80% 以上只数	20 日涨跌中位（%）
大市值组	20	63.76~23244	21.3	1.28	2.08	25.4	1	-4.31
小市值组	20	13.10~57.40	86	3.05	0.69	23.4	2	-6.57
全样本	40	13.10~23244	27	1.84	0.99	23.4	3	-6.23

数据来源：交易所公开行情数据、上市公司 2026 年半年报，东吴证券研究所；
备注：股息率为可得样本中位数，大市值组 14 只、小市值组 10 只；PE 可得样本大市值组 17 只、小市值组 11 只，亏损标的无 PE 读数。

7. 主要判断与后续值得跟踪的几个指标

对 10 月 22 日这一截面的判断有四条。

第一，板块没有整体性行情。等权指数处于区间 24.7% 的位置，40 只位置中位 23.4%，七成标的不足四成，成交连续收缩、量比 0.76。当日板块跌幅小于小市值指数，更多体现防御属性，而不是资金回流。

第二，定价的分水岭是股息，不是市值。股息率 3% 以上的 6 只与 1% 以下的 13 只，在位置、近 20 日表现、估值三个维度上都呈现系统性差异，且这一差异在近五个月里一直存在。按市值分组得到的结论要弱得多。

第三，盈利质量的分层主要体现在权重股与其余标的之间。三桶油经营现金流净额为净利的 2.11 倍，近 20 日涨跌幅中位 +4.87%；其余 37 只只有 0.67 倍、15 只现金流为负，近 20 日涨跌幅中位 -6.43%，其中现金流为负的 15 只为 -6.13%，与其余

标的接近。现金流强弱在中小市值内部的区分度有限，真正拉开差距的是三桶油与其余标的之间的盈利质量与分红能力。三季报如果延续这一结构，分化的方向不会改变。

第四，小市值的急涨缺少业绩支撑。位置在 80% 以上的三只中，博汇股份与博迈科的中报净利分别为 0.19 亿元与 -0.70 亿元，上涨主要由成交放大推动，换手率 26.44%、量比 2.89，这类行情的持续性取决于量能而非基本面。

需要强调，上述判断建立在单一日截面数据之上，样本 40 只、含 3 只 ST 标的，中国石油一家占板块市值 45.5%，对板块读数的影响较大。原油价格与国内成品油调价窗口是这一板块最核心的外部变量，前者决定上游盈利、后者通过炼化价差影响加工环节，单日价格与成交不构成趋势判断依据；三季报披露后，开采环节的盈利能否延续、炼化环节的价差能否修复、中小市值的现金流能否改善，是比单日涨跌更重要的观察点。

从配置节奏看，当前位置更适合观察而非追逐。等权指数距区间低点只有 7.95% 的空间、距区间高点有 18.34% 的回撤空间，上下空间并不对称；成交连续收缩、量比 0.76，说明分歧尚未充分释放。若后续出现量比站上 1.0、同时位置中位数从 23.4% 抬升的组合，修复的持续性才更有依据；在此之前，高股息组的相对收益比板块整体的方向更确定。

表9：后续值得跟踪的几个指标

跟踪指标	观察要点	当前读数（2026-10-22）	数据频率
板块合计成交额	单日成交额与近 60 日均值（130.49 亿元）对比，判断成交能否回补	117.31 亿元	日频
等权指数区间位置	等权指数在 115 日区间的位置，与个股中位数对照看修复程度	24.7%（等权指数 82.44）	日频
三桶油三季度经营数据	中报的高盈利与现金流能否在季报延续	中报归母净利合计 2153.8 亿元、经营现金流净额 4554.1 亿元	季度
板块量比	合计成交额 5 日均 ÷60 日均，站上 1.0 视为成交回补扩散	0.76（合计口径）	日频
全样本区间位置	位置中位数能否从 23.4% 抬升，判断修复是否铺开	23.4%	日频
高股息组的表现	股息率 3% 以上 6 只的近 20 日涨跌能否维持正值	中位 +3.62%	日频
中小市值现金流	经营现金流为负的 15 只，三季报能否转正	15 只（中报）	季度
高股息标的分红兑现	中国石油、中国石化等年度分红方案的推进	股息率中位 0.99%（24 只可得）	季频/年频

数据来源：交易所公开行情数据、上市公司 2026 年半年报，东吴证券研究所；
备注：经营现金流为经营活动产生的现金流量净额；国际原油价格与国内成品油调价窗口为本行业的核心外部变量，本报告不提供点位与调价幅度预测，未列入表内。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

8. 风险提示

1. 原油价格受地缘政治、供需预期与库存数据影响波动较大，若油价快速回落，石油开采与油服环节的盈利与估值可能同步承压。

2. 石油加工环节毛利率中位数约 14.0%、资产负债率中位数约 55.5%，在价差收窄时利润弹性偏弱，经营风险高于开采环节。

3. 板块量比（合计口径）0.76，仍处缩量区间，若成交未能回补，个别标的的短期涨幅可能随成交回落而回吐。

4. 中小市值标的估值偏高（小市值组 PE(TTM) 中位 86.0 倍）、成交金额偏小，流动性冲击的边际影响大于大市值标的，波动幅度可能放大。

5. 40 只中 15 只中报经营现金流为负、8 只为亏损，若三季报未能改善，盈利质量分化可能进一步放大估值差距。

6. 样本含 ST 洲际、ST 沈化、*ST 准油共 3 只，其经营与信息披露风险高于普通公司，相关读数对板块中位数有一定扰动。

7. 本报告数据统一截至 2026 年 10 月 22 日收盘，未纳入此后新披露的价格与财务信息，区间序列按前复权价格计算，除权除息日的价格衔接可能与不复权行情存在差异。

8. 本报告为行业配置观察，不构成具体个股的投资建议，所有结论基于公开数据与本报告口径，不构成任何收益承诺。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn