

证券研究报告·公司深度报告

中国石油：油气综合一体化龙头，业绩和估值提升空间仍显著

分析师：邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 执证编号：

S1440518030004

研究助理：林伟昊

2023年5月29日

核心观点

公司作为国内油气综合一体化龙头，目标是建成基业长青的世界一流综合性国际能源公司。国资委“一利五率”考核促进央企ROE提升，公司潜力较大；中国特色估值体系建设助力高分红低估值央企估值提升。

- 油气和新能源：增储上产及稳油增气，成本管控能力优秀；
- 炼油化工和新材料：成品油消费税迎强监管，减少民营地炼价格优势，利好公司份额提升；
- 销售：打造能源综合服务站，加油站资产重估空间显著。
- 天然气销售：天然气市场化改革持续推进，释放潜在弹性空间。
- 盈利预测：预计2022-2024年归母净利润为1656、1689、1698亿元，EPS分别为0.90、0.92、0.93元，维持“买入”评级。

目录

01 公司概况与中特估

02 油气和新能源板块

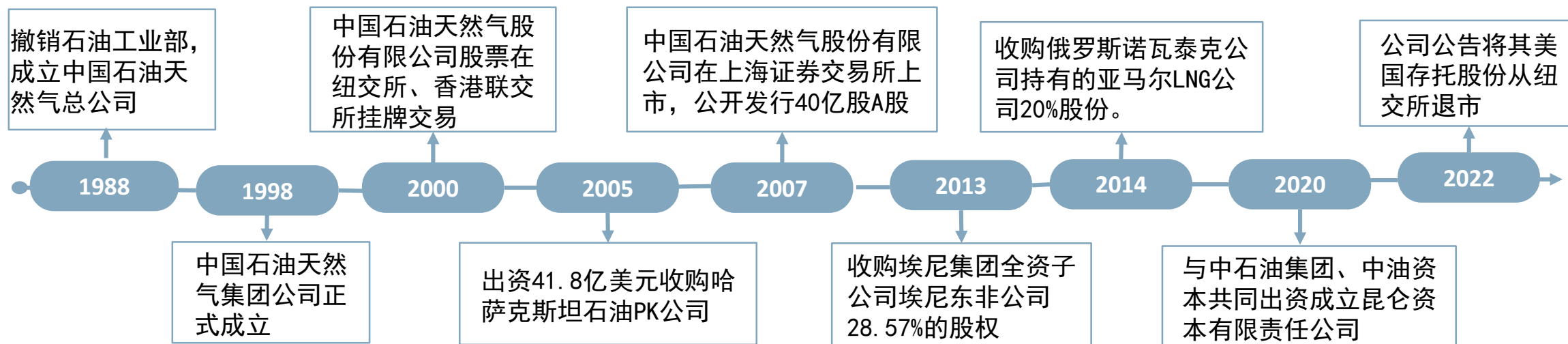
03 炼油化工和新材料板块

04 销售板块

05 天然气销售板块

06 盈利预测及风险提示

公司历史沿革

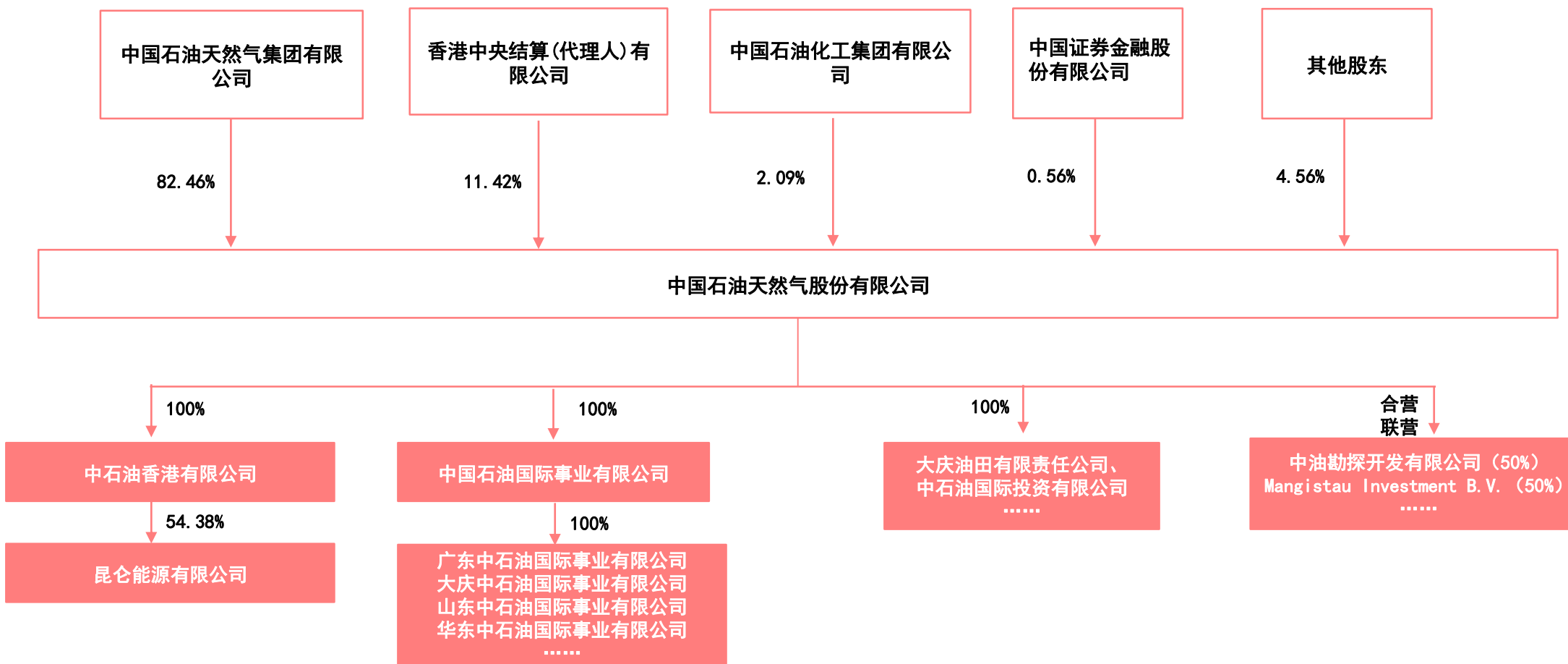


- 中国石油天然气股份有限公司是在中国石油天然气集团公司重组过程中成立的股份有限公司。中国石油是中国主要的油气生产和销售商之一，也是全球油气行业的重要参与者。公司主要业务包括：原油及天然气的勘探、开发、输送、生产和销售及新能源业务；原油及石油产品的炼制，基本及衍生化工产品、其他化工产品的生产和销售及新材料业务；炼油产品和非油品的销售以及贸易业务；天然气的输送及销售。

资料来源：公司官网，公司公告，中信建投

公司股权结构

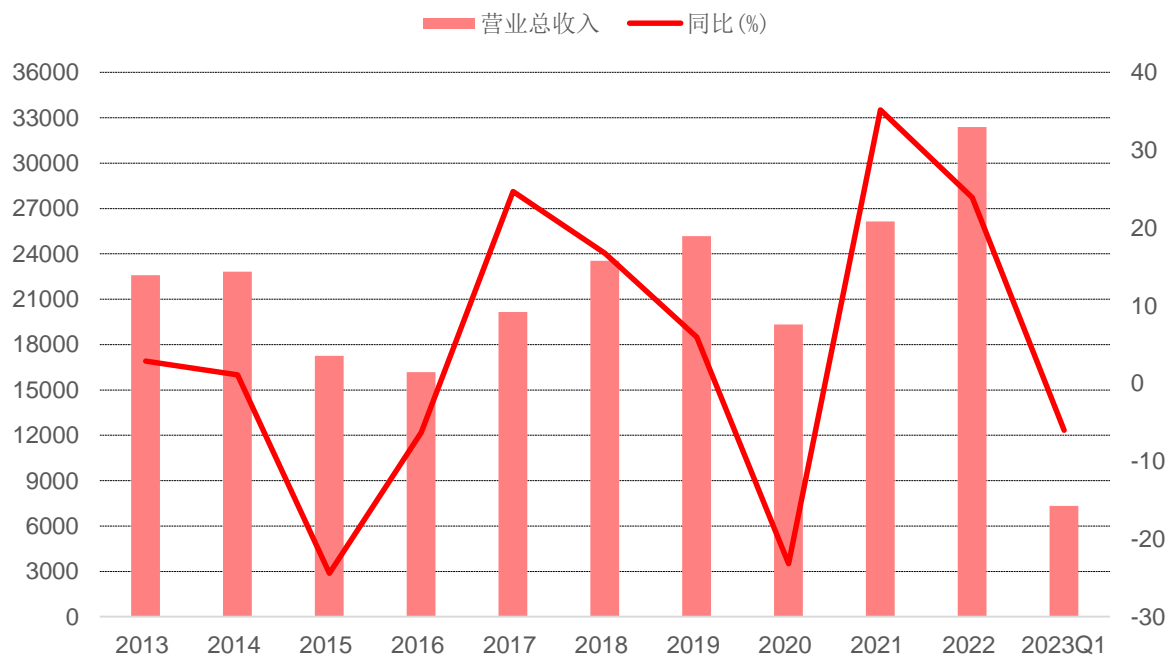
图表：中国石油股权结构



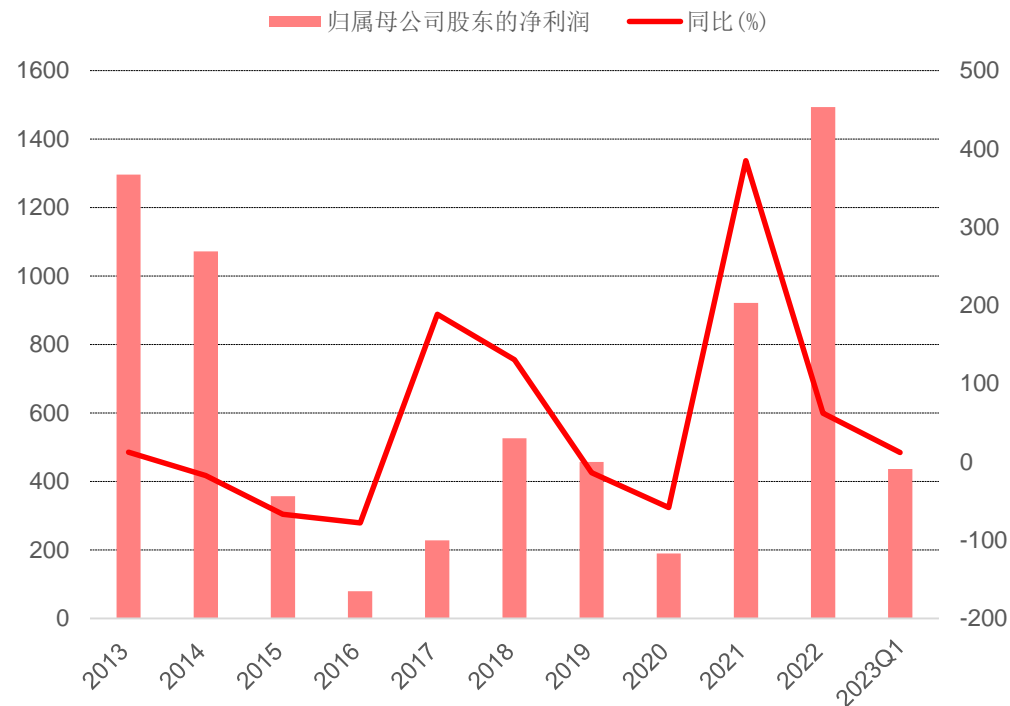
资料来源：公司公告，wind，中信建投

近年公司业绩震荡增长，23Q1业绩同比两位数增长

图表：公司营收及增速（亿元，%）



图表：公司归母净利润及增速（亿元，%）



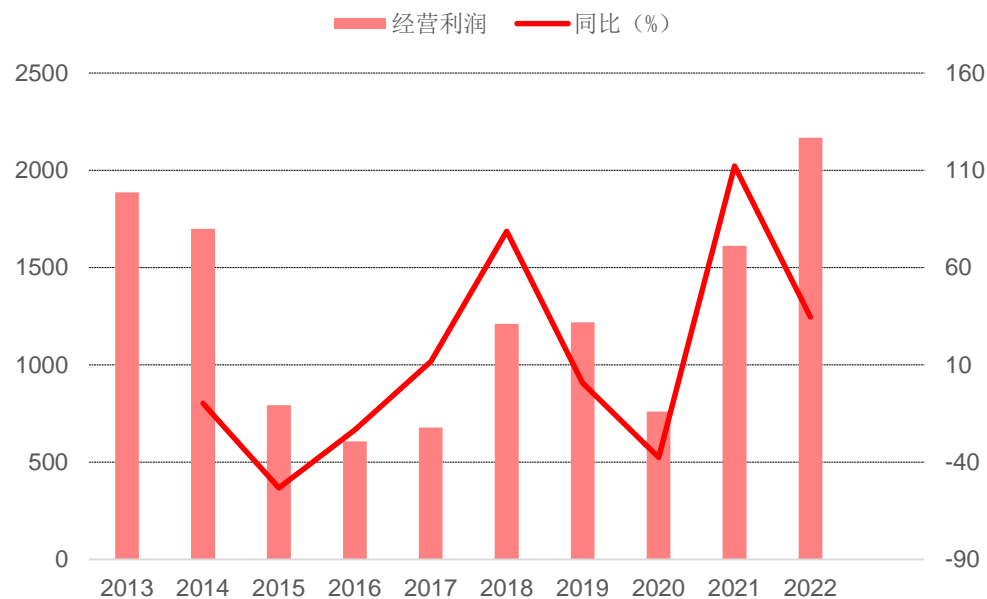
■2022年公司实现营业收入32,391.67 亿元，同比+23.9%，归母净利润1,493.80亿元，同比+62.1%。

■2023Q1公司实现营业收入7324.71亿元，同比-6.0%，实现归母净利润436.24亿元，同比+12.1%，业绩超预期。

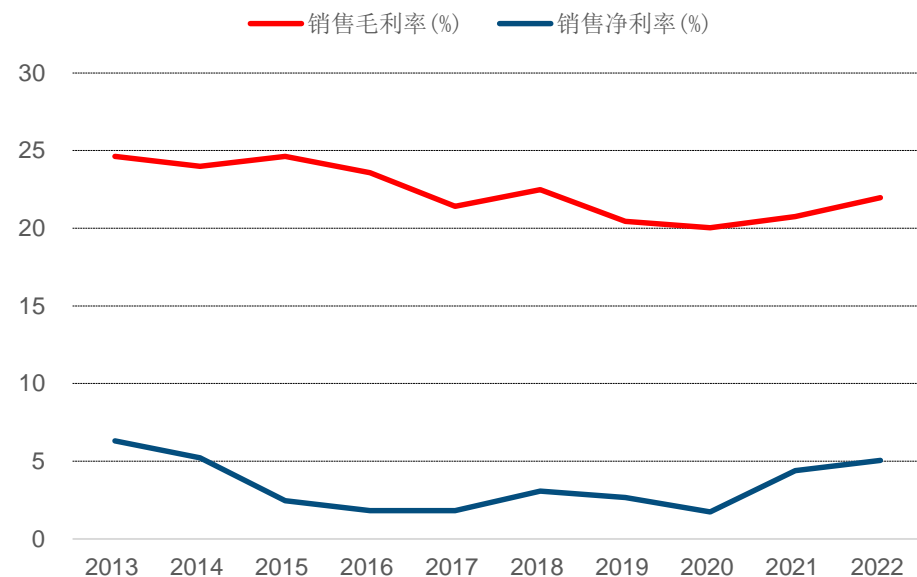
数据来源：Wind，中信建投

公司近两年经营利润持续大幅提升，盈利能力增强

图表：公司经营利润及增速（亿元，%）



图表：公司销售毛利率及净利率（%）



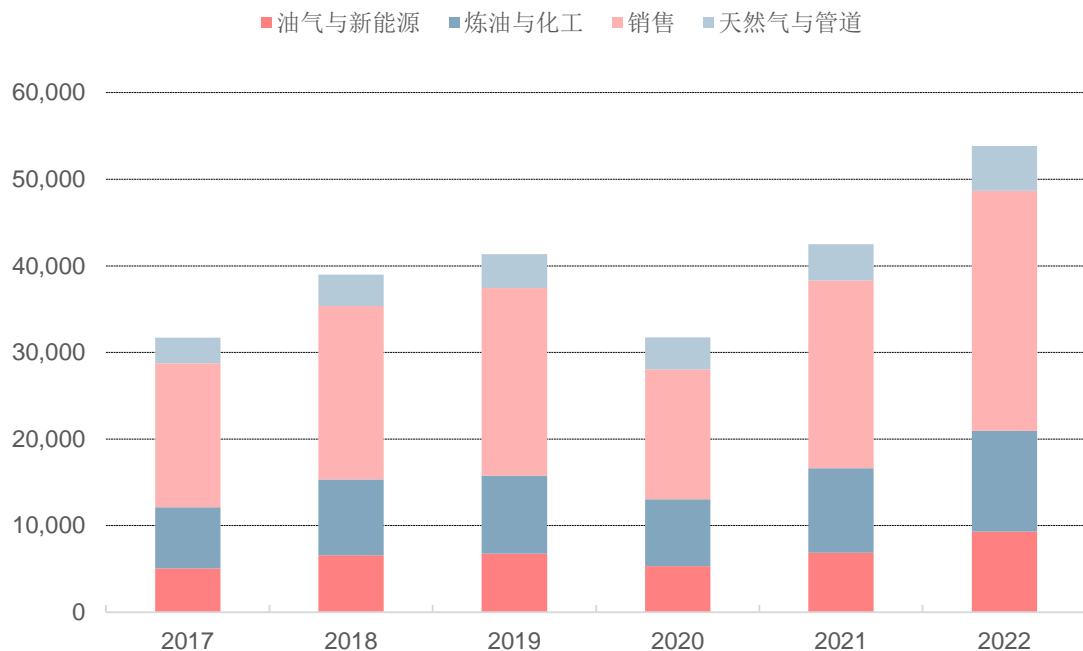
■2022年公司抓住国际油价上涨的时机，加强增储上产、提质增效工作并严格控制投资和成本费用，经营利润达2,166.6亿元，同比+34.4%。

■2013至2022年，公司的销售毛利率保持在20%至25%区间，销售净利率随油价在1.5%至6.5%范围内波动，并且在油价低迷的年份仍保持正净利率，作为综合一体化公司业绩韧性较强。

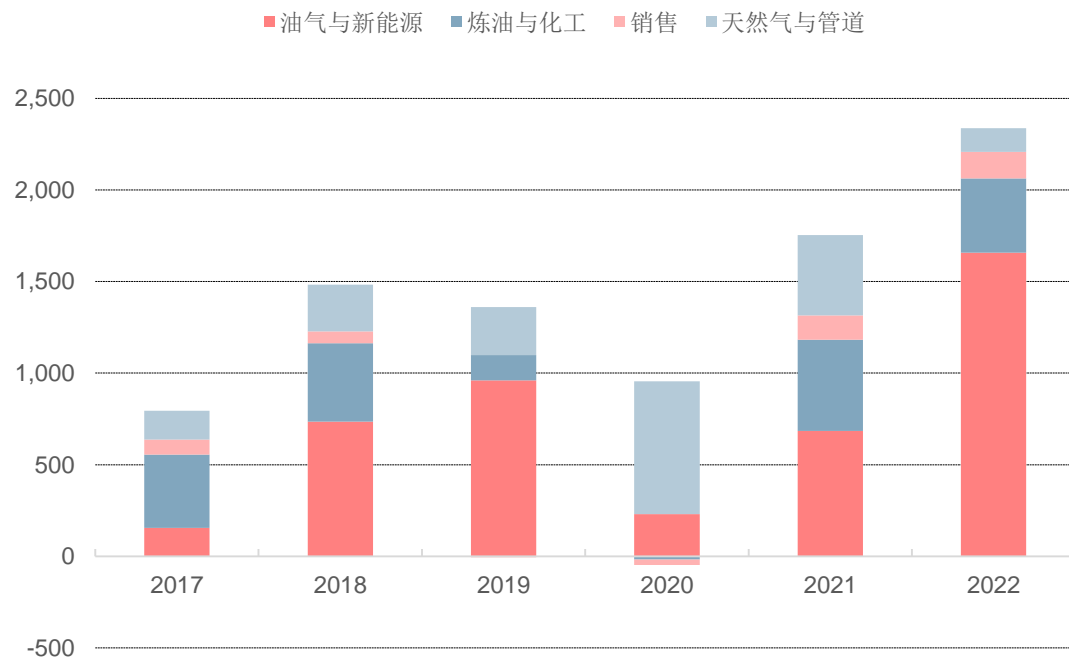
数据来源：Wind，中信建投

业绩随周期波动，油气开采与炼油炼化贡献80%以上利润

图表：公司主业营收结构（亿元）（不包含抵消项）



图表：公司经营利润结构（亿元）



■从公司历年经营利润来看，炼油与化工、油气与新能源占比较高，对营收贡献80%以上（除2020年天然气与管道业务受益于管道资产重组收益外）。公司经营利润呈周期性波动，主要是原油价格波动导致油气开采以及炼油化工业务具有明显的周期性。

数据来源：Wind，公司公告，中信建投

公司经营利润结构

板块	单位	2021	2022	2023Q1
油气与新能源				
油气当量产量	百万桶油当量	1,625	1,685	452
原油产量	百万桶	888	906	236
其中：中国	百万桶	753	767	196
其中：境外	百万桶	135	139	41
天然气产量	十亿立方英尺	1251	1323	1294
营业收入	亿元	6883	9293	2167
经营收益	亿元	685	1657	410
炼油与化工				
原油加工量	百万吨	166	164	44
成品油产量	百万吨	109	105	38
其中：汽油	百万吨	49	44	11
其中：柴油	百万吨	48	54	14
其中：煤油	百万吨	11	8	3
主要化工品产量	百万吨	22	24	6
营业收入	亿元	9750	11646	2784
经营收益	亿元	497	406	85
销售板块				
营业收入	亿元	21701	27719	5881
经营收益	亿元	133	144	82
天然气与管道				
营业收入	亿元	4170	5192	1602
经营收益	亿元	440	130	101

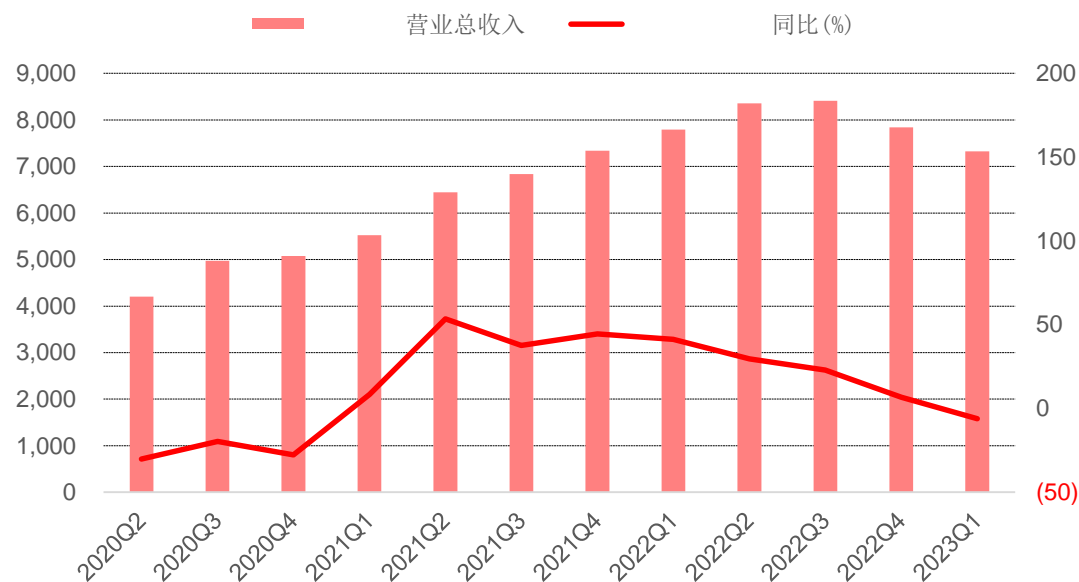
■2023年一季度，公司实现营业收入7324.71亿元，同比-6.02%；实现归母净利润436.30亿元虽然同比+12.17%：实现扣非后归母净利润441.21亿元，同比+11.80%。

■2023年第一季度，世界经济延续缓慢复苏，中国经济企稳回升，国际油价震荡下行，国内成品油市场需求稳步复苏，天然气市场需求继续保持增长。公司Q1业绩两位数增长，主要系油气产品国内销量增加以及本集团提质增效工作持续深入开展。油气和新能源业务坚持精细勘探、效益开发，持续推进“稳油增气”，保持国内天然气产量较快增长；炼油化工和新材料业务坚持市场导向，持续推进减油增化、减油增特，大力加强高端高附加值产品开发；天然气销售业务持续优化资源结构，努力控制进口天然气采购成本，并受益于天然气价格市场化改革。

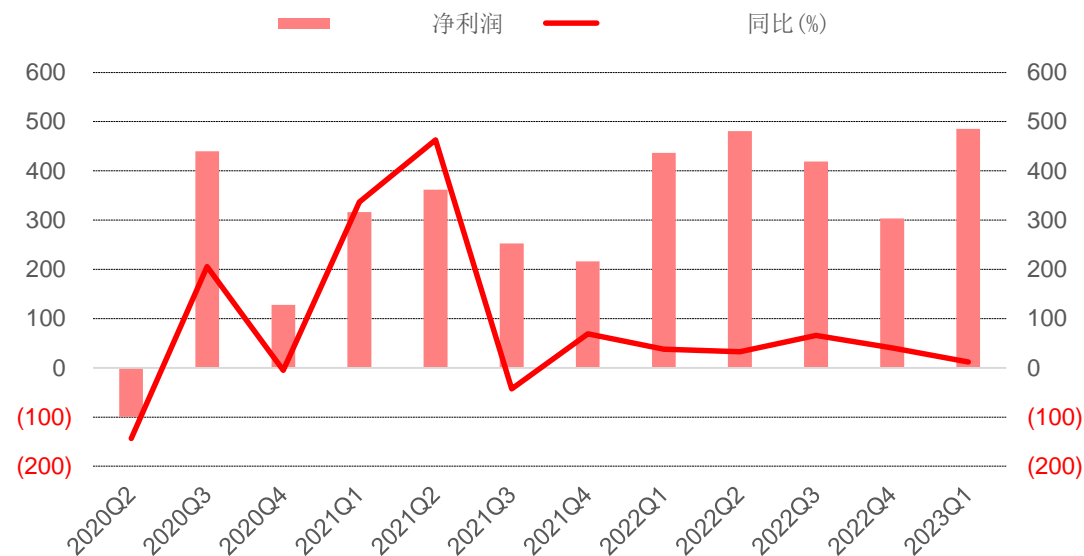
数据来源：Wind，公司公告，中信建投

公司23年Q1提质增效，营收小幅回落，净利润超预期提升

图表：公司季度营业收入及增速（亿元，%）



图表：公司季度净利润及增速（亿元，%）

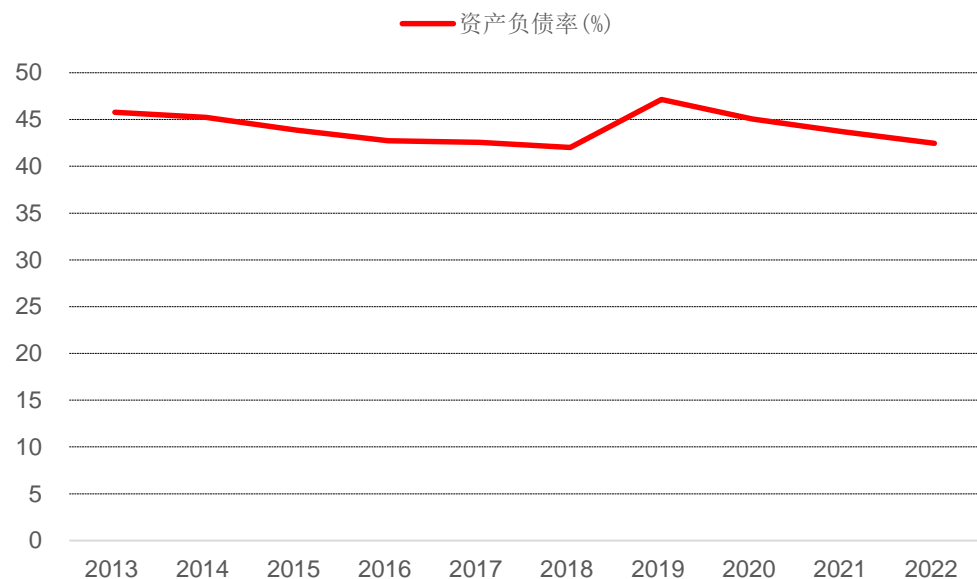


■2022年公司季度营收呈上升态势，22Q4有所回落。2023年Q1公司在国际油价震荡下行、化工产品价格下跌等不利因素叠加下仍实现营业收入7324.71亿元，同比-6.0%；且由于主要油气产品国内销量增加以及本公司提质增效工作持续深入开展，公司实现归母净利润436.24亿元，同比+12.1%，业绩超预期。

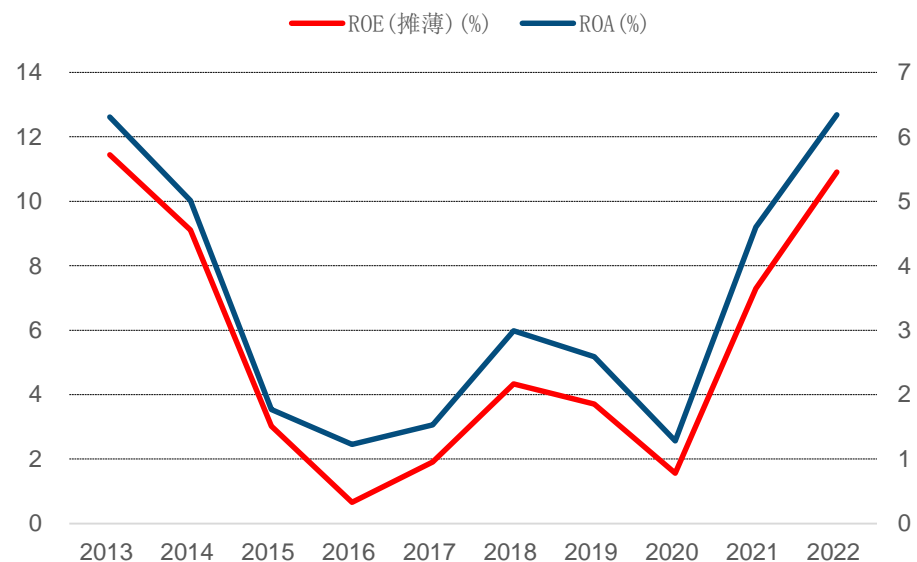
数据来源：Wind，中信建投

公司资产负债结构优化，资产回报能力提高

图表：公司资产负债率（%）



图表：公司ROE（摊薄）及ROA（%）



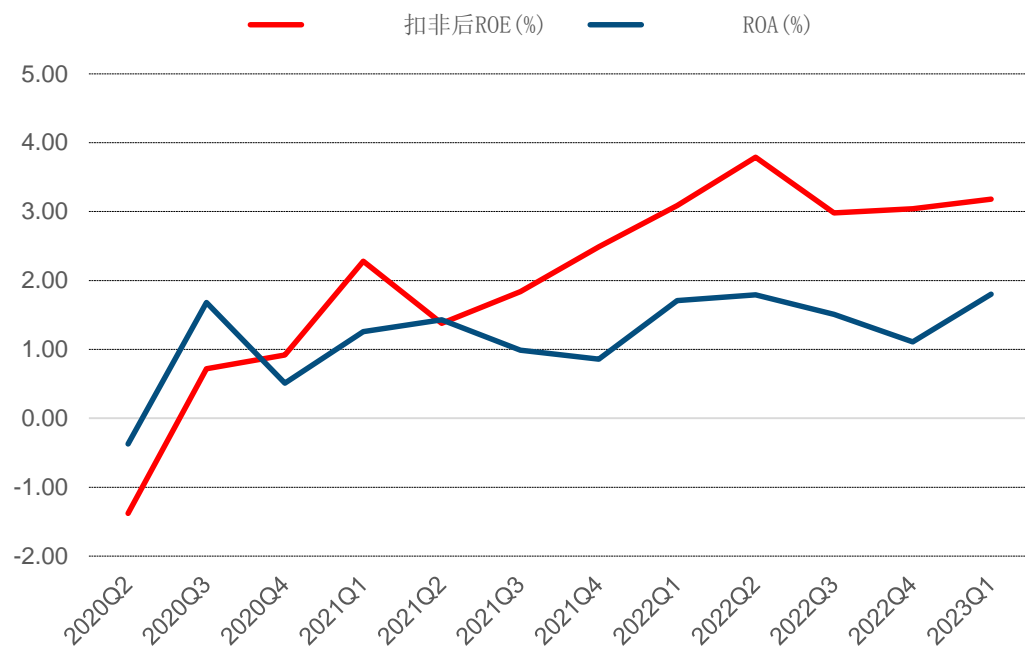
■近十年公司资产负债率稳定在40%-47%左右，2019年以来公司资产负债率持续下降，资产负债结构进一步优化。2022年公司负债率达11年以来新低，财务状况持续稳健；

■2020年疫情冲击后，中石油在经营端优化产业链，提升盈利能力；在投资端，增强研判项目收益率，加大精准投资力度，以及通过计提减值夯实资产，同时叠加油气景气度上行，ROE和ROA明显回升。

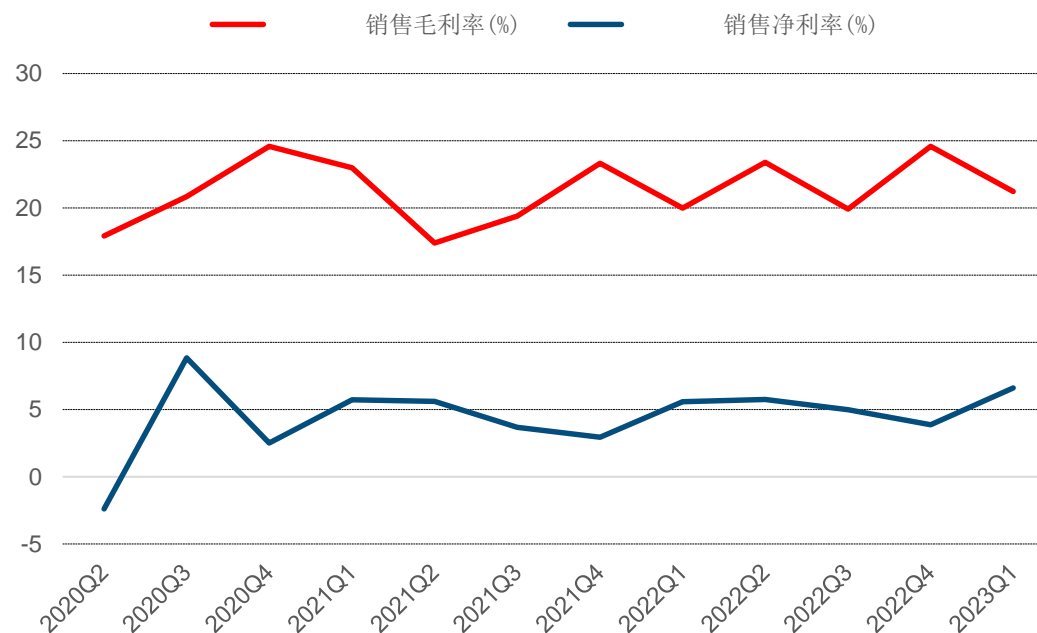
数据来源：Wind，中信建投

公司23年Q1盈利能力上升，净利率与ROE回升

图表：公司季度ROA及ROE (%)



图表：公司季度销售毛利率、净利率 (%)

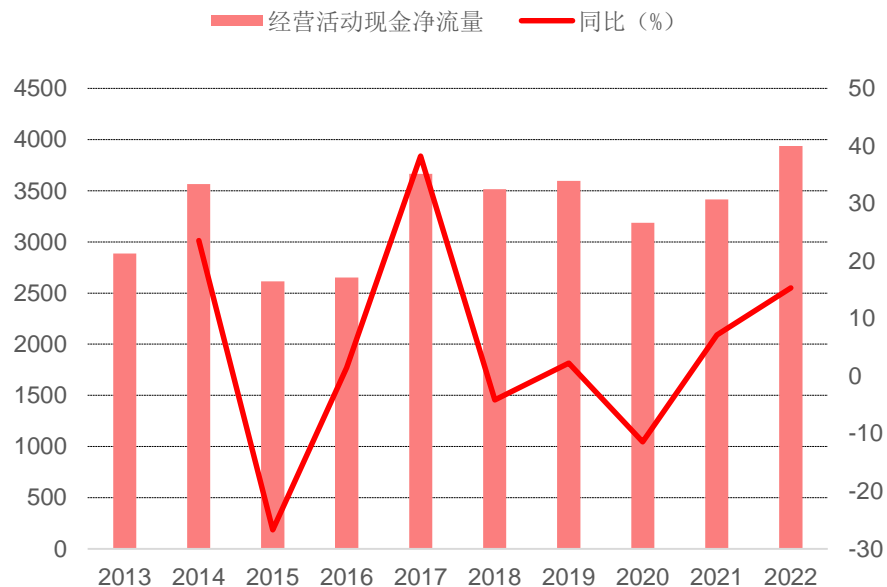


■近两年公司ROA及ROE保持波动上升态势。2023年Q1公司坚持提高经营质量，控制成本，提升经营效率，单季ROA为1.8% 同比+0.09pct，扣非ROE为3.18%，同比+0.09pct。2023年Q1公司销售净利率为6.62%，同比+1.02pct。

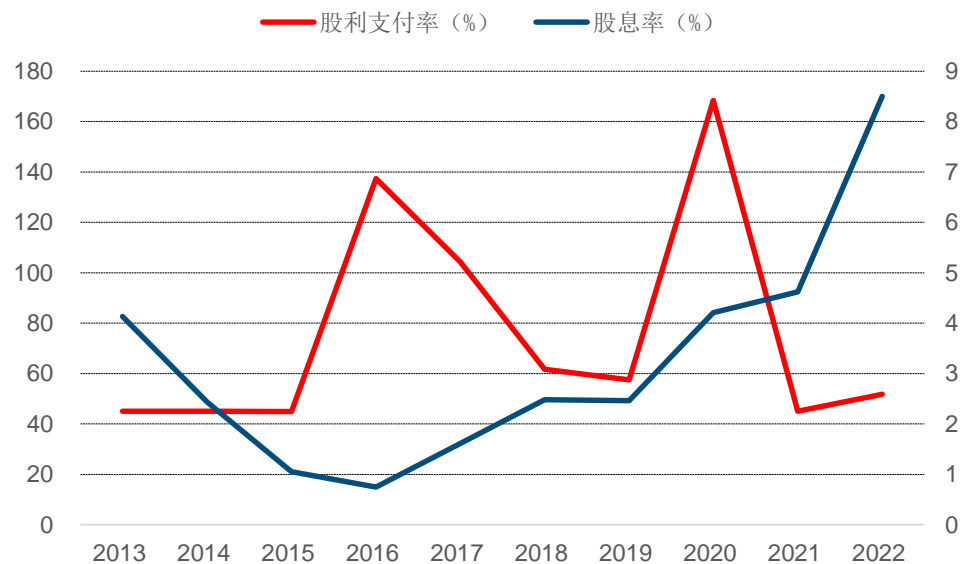
数据来源：Wind，中信建投

公司经营现金流稳健，股息率达到历史高位

图表：经营现金流及增速（亿元，%）



图表：股息支付率（左轴）及股息率（右轴）（%）



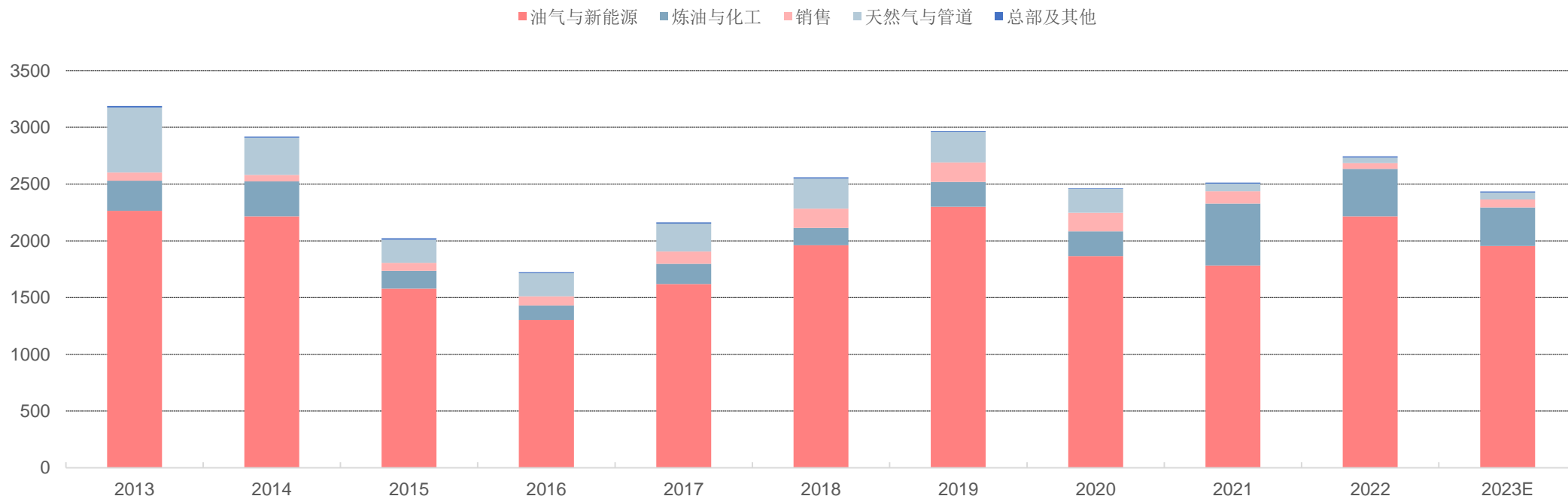
■公司近十年经营活动现金流充足，维持在2,500-4,000亿区间，且近三年连续上涨；2022年，公司自由现金流同比+705.7亿元，同比+88.4%，为公司日常经营与项目投资提供了稳定的资金支持。

■2022年，公司更加注重投资者利益实现，拟提高分红比率与总额，派发末期股息每股0.22元，全年每股股息0.42元，分红率达到51.8%，A股在22年底对应股息率达8.5%，达到历史高位。

数据来源：Wind，中信建投

公司资本开支趋于稳定，主要集中于油气勘探、炼化升级、低碳转型

图表：公司资本性支出结构（亿元）



■近年来公司资本支出逐渐趋于稳定或减少。公司资本支出由公司根据油价变化和经营效益、现金流状况，灵活调整优化投资规模和结构，统筹推进重点项目建设。2022年来，本集团继续坚持严谨投资、精准投资、效益投资理念，持续优化投资管理，加大油气勘探开发、炼化转型升级、绿色低碳转型等重点领域投资力度，推动核心业务稳健发展。

数据来源：Wind，中信建投

“一利五率”激活管理能动性，国企价值重估得到高度重视

他表示，要深刻认识我们的市场体制机制、行业产业结构、主体持续发展能力所体现的鲜明中国元素、发展阶段特征，深入研究成熟市场估值理论的适用场景，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。

证监会主席易会满在金融街论坛年会上首次提出“中国特色的估值体系”概念。

2022年11月

上交所制定完成新一轮《中央企业综合服务三年行动计划》，明确要服务推动央企估值回归合理水平。

2022年12月

国资委召开中央企业负责人会议，将央企考核指标从“两利四率”优化为“一利五率”

2023年1月

“一利五率”激活管理能动性，国企价值实现得到高度重视。“一利五率”将净利润改为ROE，营业收入利润率改为营业现金比率，继续保留资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率指标，进一步加强对国企盈利能力和创现能力的考核，推动国企高质量发展。

数据来源：证监会，上交所，国资委，中信建投

中国特色的估值体系契合“中国式发展现代化”

中国特色的估值体系契合
“中国式发展现代化”

“一利五率”既继承与发展原指标，又突出了新发展阶段实现高质量发展、提升核心竞争力和建设世界一流企业的新使命新要求。

既强调经营效益的合理增长，也强调发展质量的有效提升。

实现了规模和速度、质量和效益、发展和安全的有机统一。

基本形成了一个更加严谨、更加科学、更加成熟的指标体系

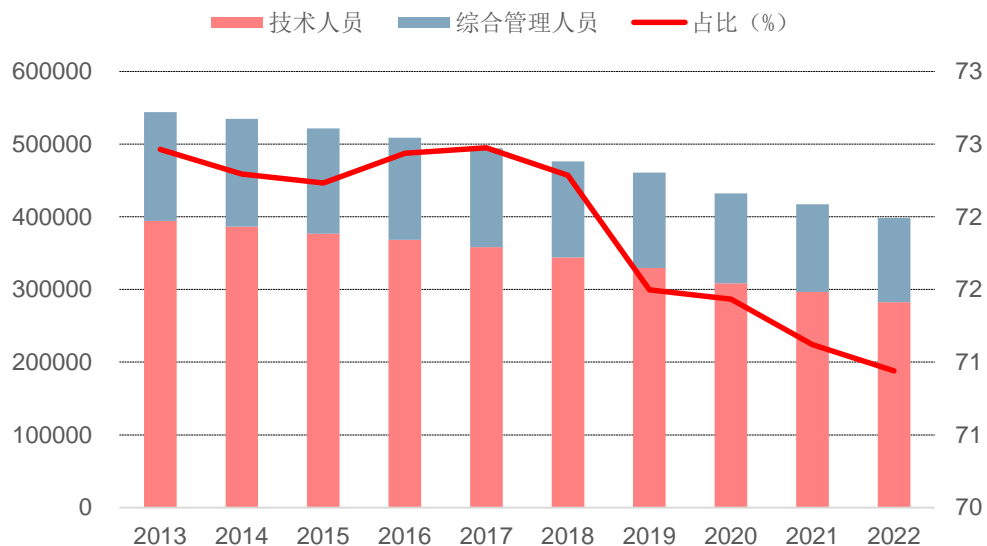
体现了国资央企坚持稳字当头、稳中求进，扎实推进高质量发展首要任务的坚定信心。

■改革深化激发国企活力，推动打造世界一流专精特新企业。2023年1月国资委召开中央企业负责人会议，将央企考核指标从“两利四率”优化为“一利五率”，进一步加强对国企盈利能力和创现能力的考核，推动国企高质量发展。在新一轮国企改革政策引导下，切实加大科技创新工作力度，开展对标世界一流企业专项行动，将有效促进国有企业发展方式加快转变、质量效益显著提升。

数据来源：证监会，国资委，中信建投

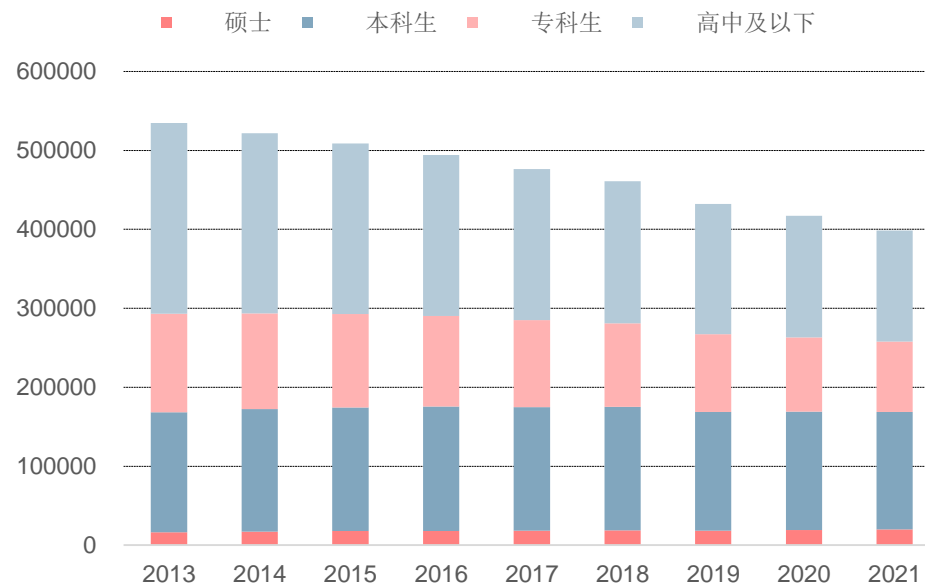
公司员工规模有序缩减，人才质量持续提升

图表：公司员工结构及技术人员占比 (%)



注：本图将公司“销售人员”和“财务人员”与“综合管理人员”合并统计

图表：公司员工学历层次结构



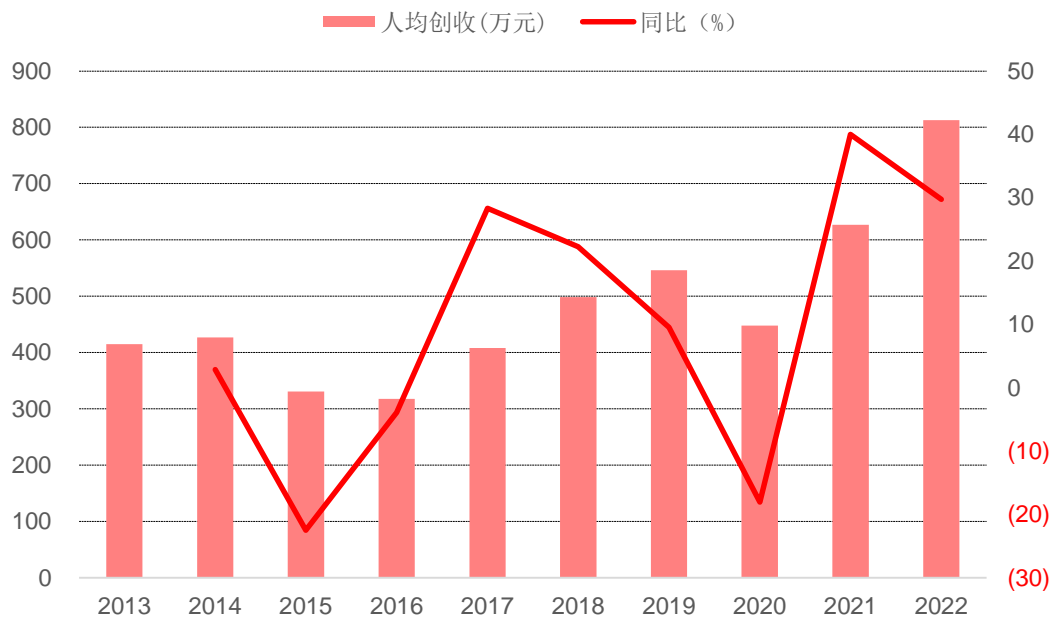
■近十年公司整体员工规模由54.4万人精减至39.8万人，人数-26.77%。技术生产人员比例始终保持在71%至73%区间，占主要部分。

■近十年公司员工高中及以下和专科学历层次员工不断缩减，本科学历员工保持在150,000左右，硕士学历层次员工由15,285扩增至19,891人，增幅+30.13%，公司整体人才质量持续提升。

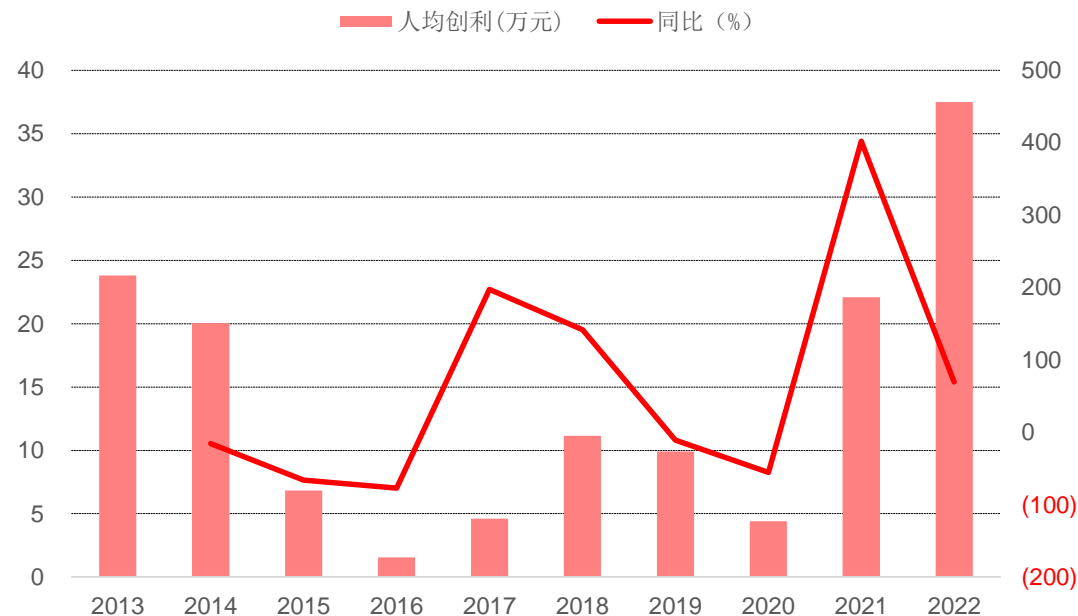
数据来源：公司公告，中信建投

公司近十年人均创收与创利呈上升趋势，近三年增长显著

图表：人均创收及增速（万元，%）



图表：人均创利及增速（万元，%）



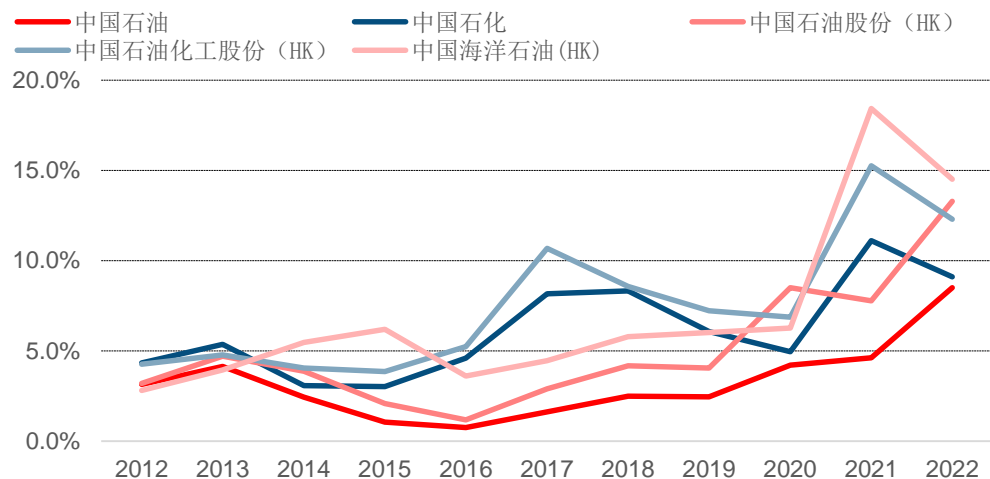
■公司通过不断降本增效、提升管理质量和营收水平，近十年人均创收与人均创利整体波动上升，除15、16和20年外，人均创收与创利保持增长趋势。

■2022年，公司人均创收达812.96万元，同比+29.72%，增长显著；公司人均创利达37.49万元，同比+67.71%，取得大幅提高。

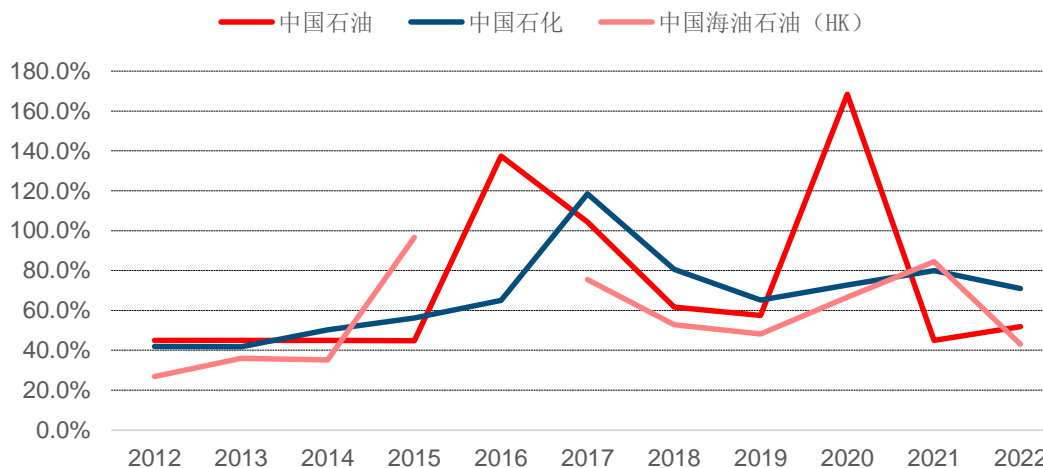
数据来源：Wind，公司公告，中信建投

高股息率+“中特估”对央企的带动作用，公司估值修复空间显著

图表：“三桶油”A股和港股股息率 (%)



图表：“三桶油” 分红率 (2016年中海油分红率达198.4%)

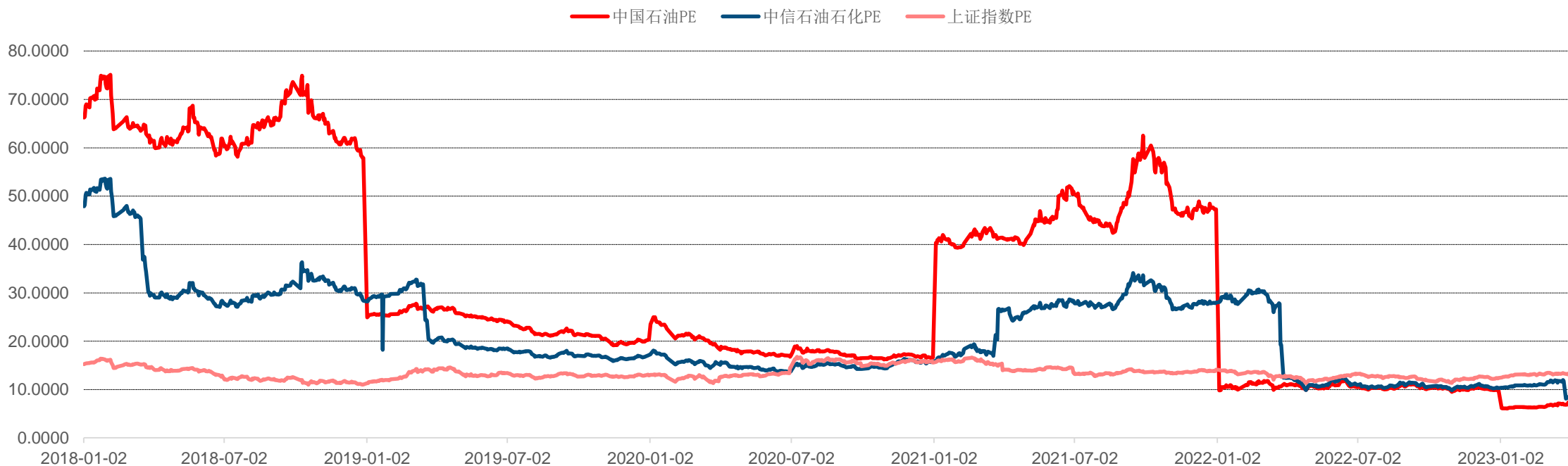


- “中特估”背景下，国资委加强央企经营指标引领，新增ROE和营业现金比率指标，进一步加强对国企盈利能力和创现能力的考核，推动国企高质量发展。国企改革对中国石油的现金流提出更高要求，而业绩稳定和充足的现金流正是企业持续进行高分红的基础。
- 中国石油长期实行高分红政策，高度重视股东利益。公司章程规定现金分红比例不少于归母净利的30%，上市至今分红率高达47.3%。2022年得益于国际油气价格高位运行，公司现金流情况良好，拟派发 2022年末期股息 0.22元/股，加上以及股息0.20元/股，公司年现金分红共计773.4亿元，股利支付率达 51.8%。
- “中特估”体系建设将有效从政策层面鼓励中国石油进一步提高净资产收益率，优化股东回报，推动估值向上。高股息率叠加中国特色估值体系建设对央企的带动作用，公司估值修复空间显著。

数据来源：公司公告，wind，中信建投

公司近年PE低于上证和行业指数均值，价值被低估

图表：中国石油PE估值与中信石油石化PE及上证指数PE对比

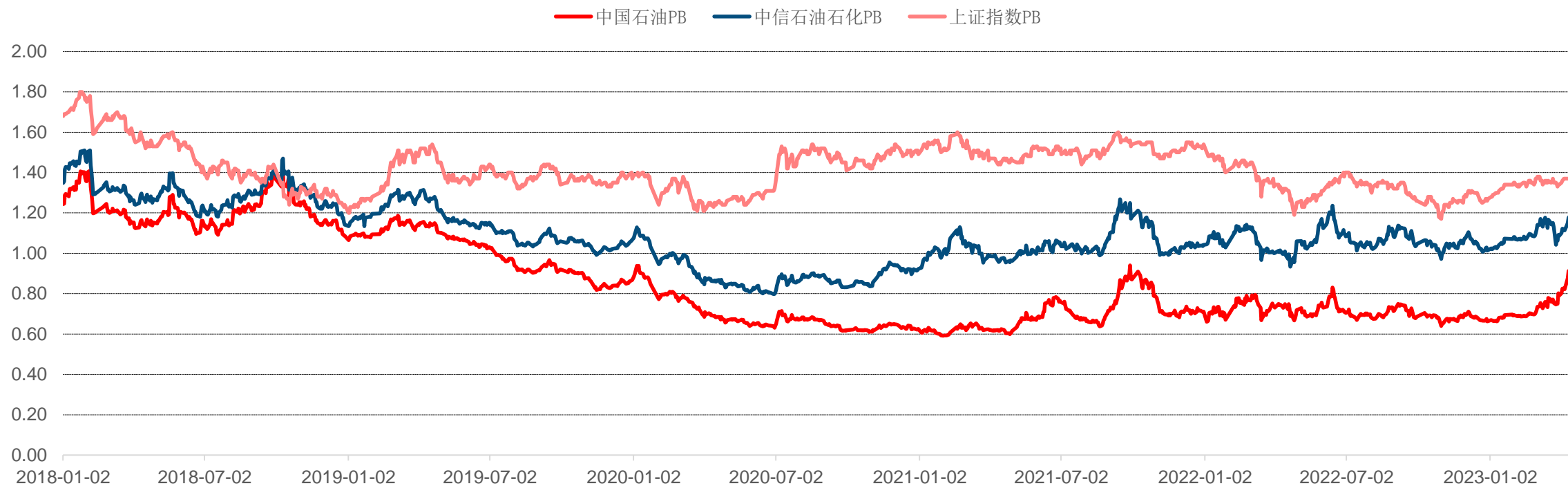


■当前，石油石化央企价值存在普遍低估的情况。与民企相比，化工行业国企上市公司PE(TTM)估值水平近期与非国企差异较小。2021年以来，中国石油PE估值下滑，当前上证指数PE值>中信石油石化PE值>中国石油PE，中国石油价值被低估。

数据来源：Wind，中信建投

公司近年PB低于上证和行业指数均值，价值被低估

图表：中国石油PB估值与中信石油石化PB及上证指数PB对比



■当前石油石化央企价值存在普遍低估的情况。与民企相比，化工行业国企上市公司PB(LF)估值水平长期以来低于民营企业。近年来，中国石油PB远低于上证指数和中信石油石化，估值修复空间显著。

数据来源：Wind，中信建投

目录

01 公司概况与中特估

02 油气和新能源板块

03 炼油化工和新材料板块

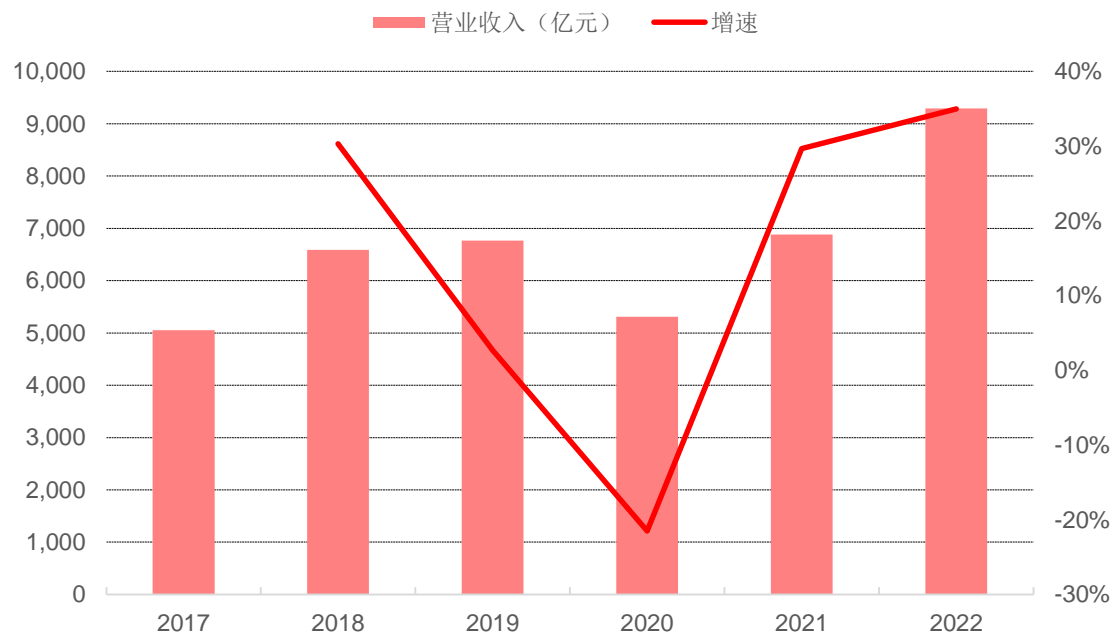
04 销售板块

05 天然气销售板块

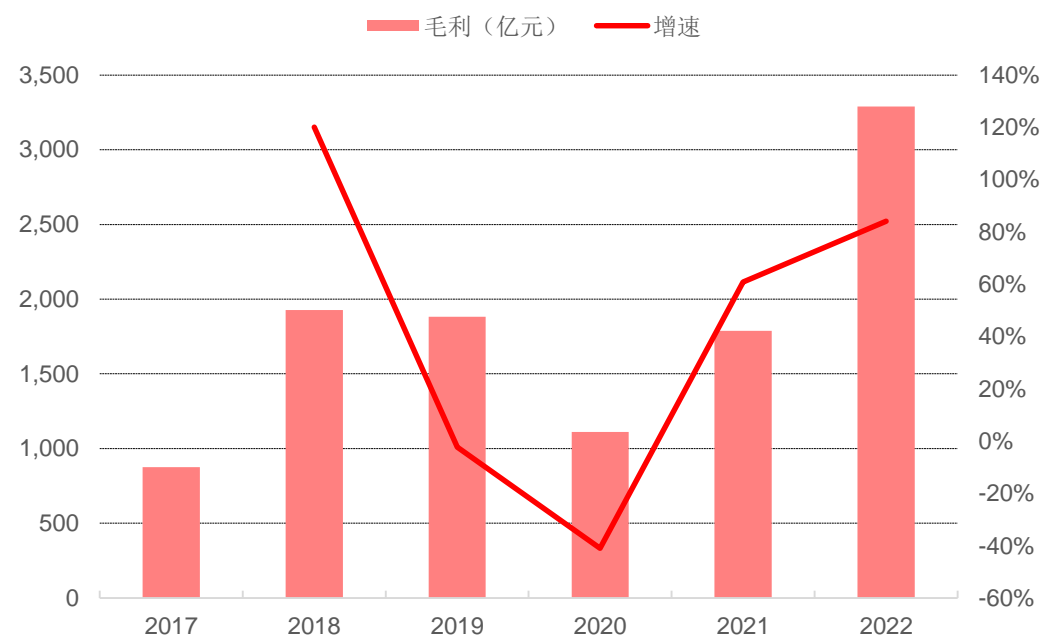
06 盈利预测及风险提示

营收与毛利：22年油气量价齐升，板块毛利创新高

图表：油气与新能源板块营收及增速



图表：油气与新能源板块毛利及增速

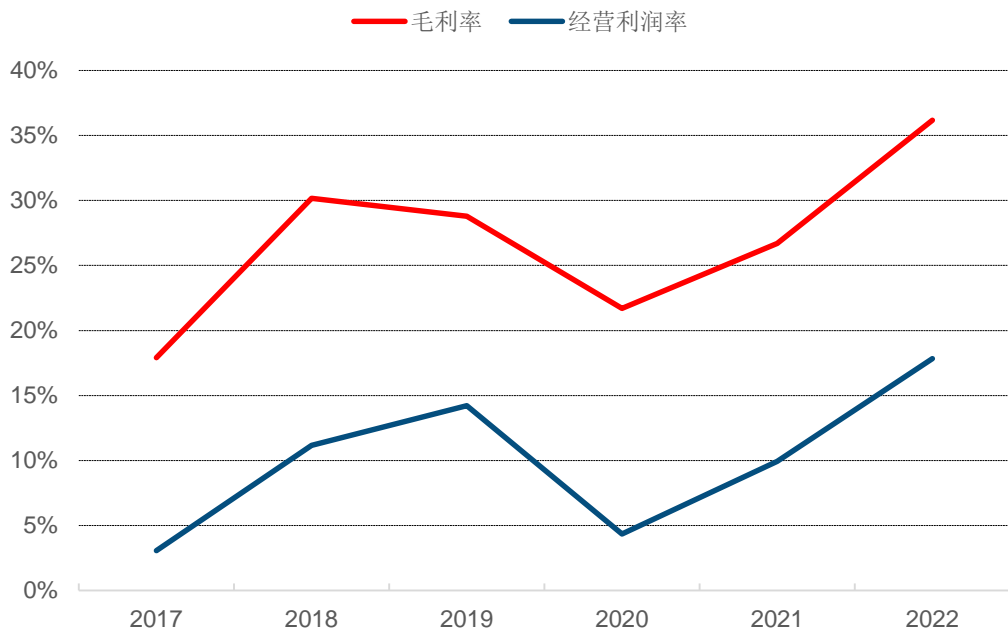


■ **油气量价齐升，毛利润同比+84%**。2022年，公司油气和新能源分部实现营业收入9091亿元，同比+36%，实现毛利润3290亿元，同比+84%。主要由于原油、天然气等油气产品销售量价齐增所致。

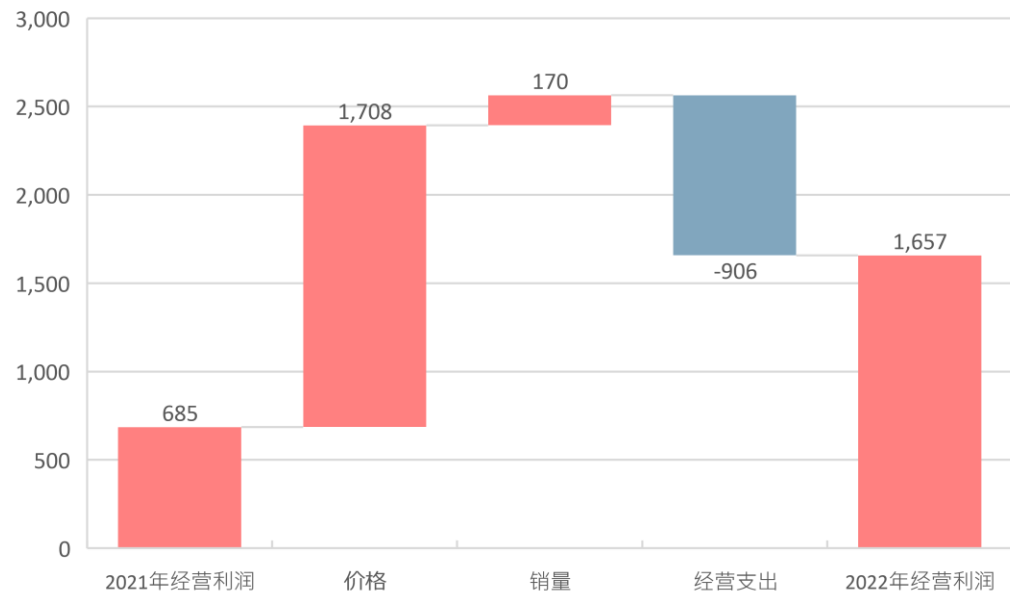
数据来源：Wind，公司公告，中信建投

毛利率与经营利润：高油价增厚利润，22年经营利润+142%

图表：油气与新能源板块毛利率和经营利润率



图表：油气与新能源板块经营利润变动拆分

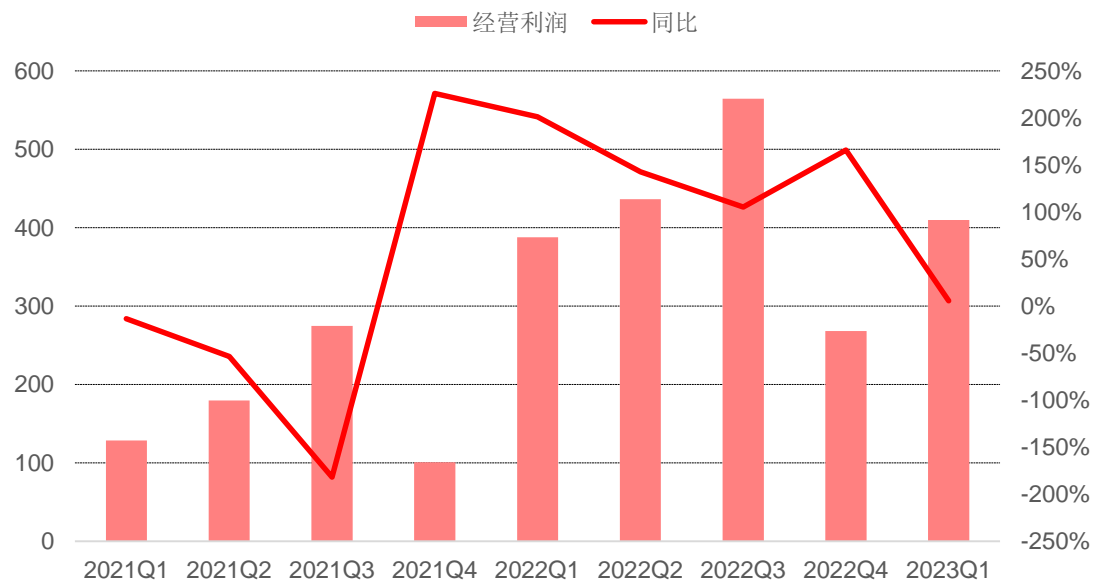


■高油价增厚利润，经营利润同比+142%。2022年公司平均实现原油价格为92.12美元/桶，同比+41%。公司毛利润为36%，同比+9pct，经营利润率18%，同比+8pct。公司2022年经营利润为1657亿，同比+142%。其中，油气产品价格变化增收1708.4亿，销量变化增收170亿。

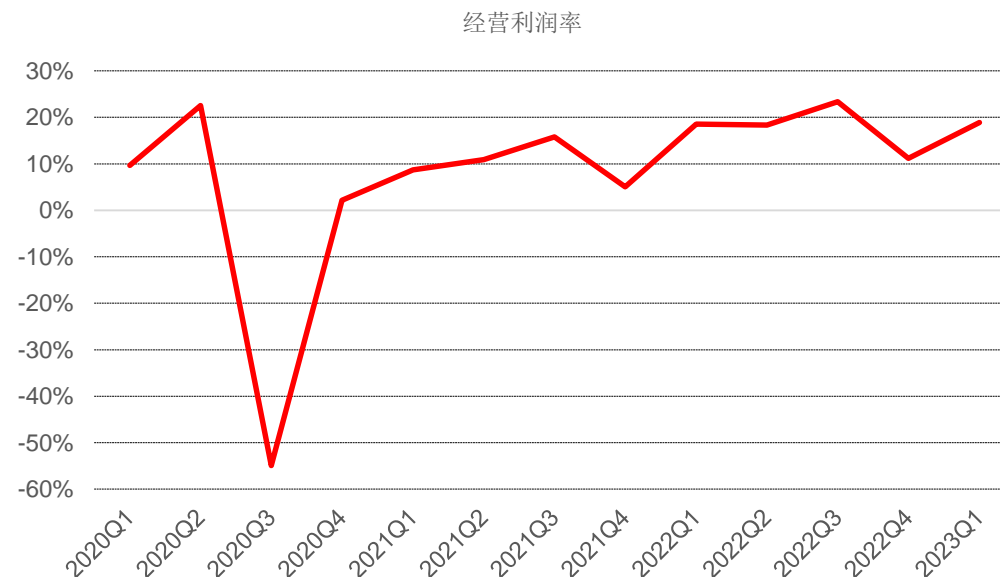
数据来源：Wind，公司公告，中信建投

季度业绩：23Q1油气产量超预期，经营利润率环比改善显著

图表：油气与新能源板块季度经营利润及增速（亿，%）



图表：油气与新能源板块经营利润率



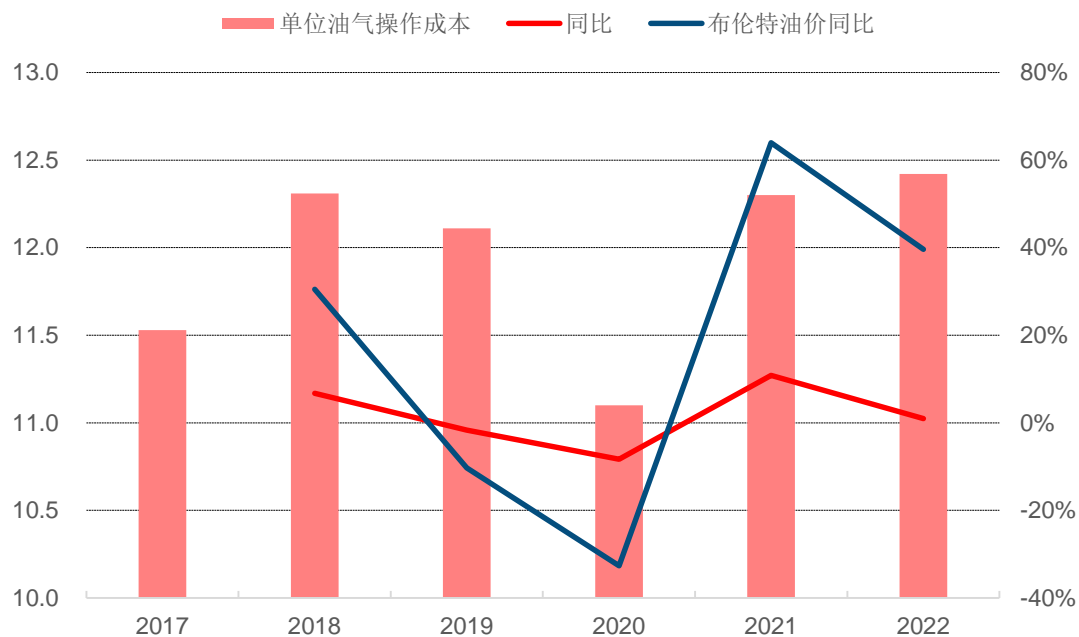
注：公司分板块季度业务数据采用国际会计标准。

■2023年第一季度，油气和新能源业务坚持增储上产、“稳油增气”，保持国内天然气产量较快增长，推进油气和新能源业务融合发展。公司一季度实现油气当量产量452.0百万桶，同比+4.9%。由于原油、天然气销量增长，公司油气和新能源业务实现经营利润人民币409.96亿元，同比+5.7%。经营利润率达18.92%，接近历史高点。

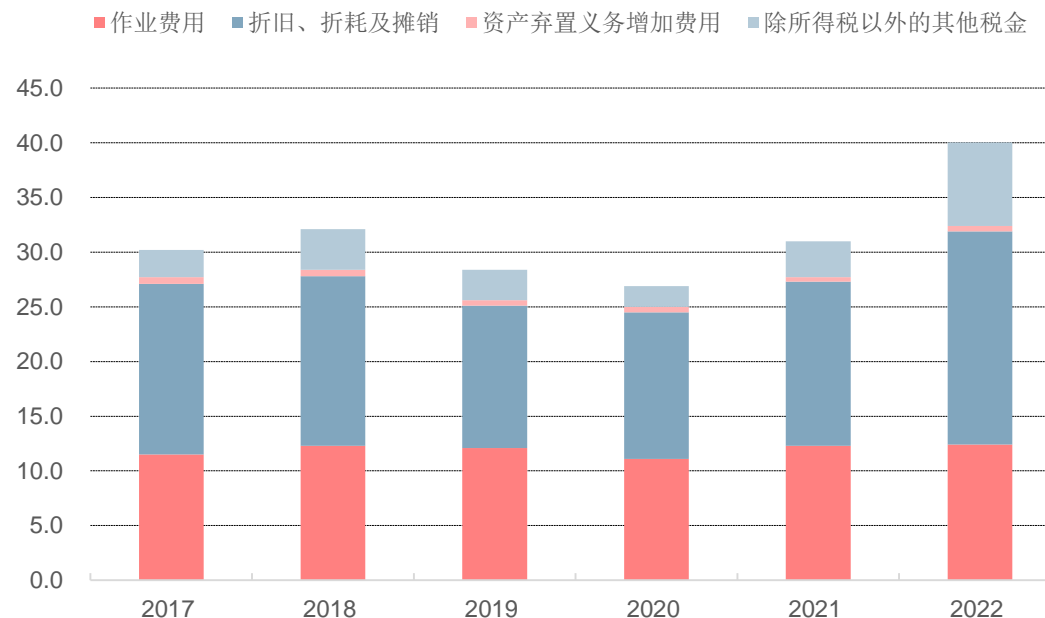
数据来源：Wind，公司公告，中信建投

成本费用：高通胀背景下公司费用管理能力优秀

图表：2022年公司操作成本基本持平（美元/桶）



图表：折旧摊销和其他税金增加是桶油成本上升的主因（美元/桶）

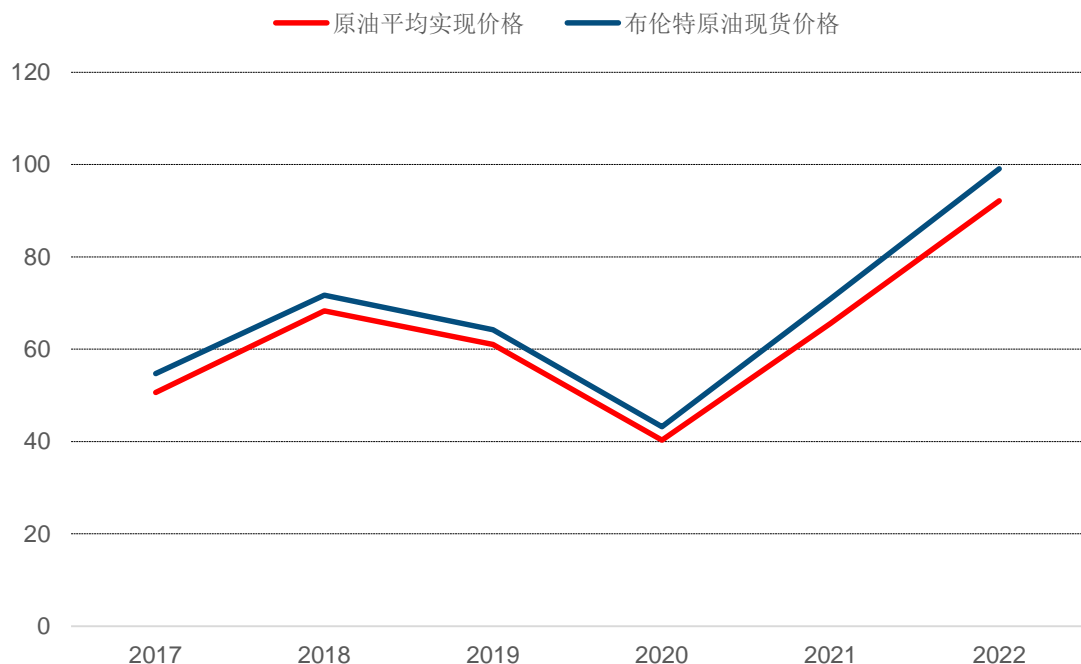


■2022年高油价的背景下，公司成本费用平稳受控。2022年中国CPI同比+2%，PPI同比+4%，美国CPI同比+8%，PPI同比+17%。公司的操作成本相较2021年基本持平，桶油综合成本上涨主要是高油价下折旧摊销以及其他税费的提高导致，作业环节的成本结构健康，费用管理能力优秀。所得税以外其他税金大增是由于高油价下石油特别收益金大增所导致。

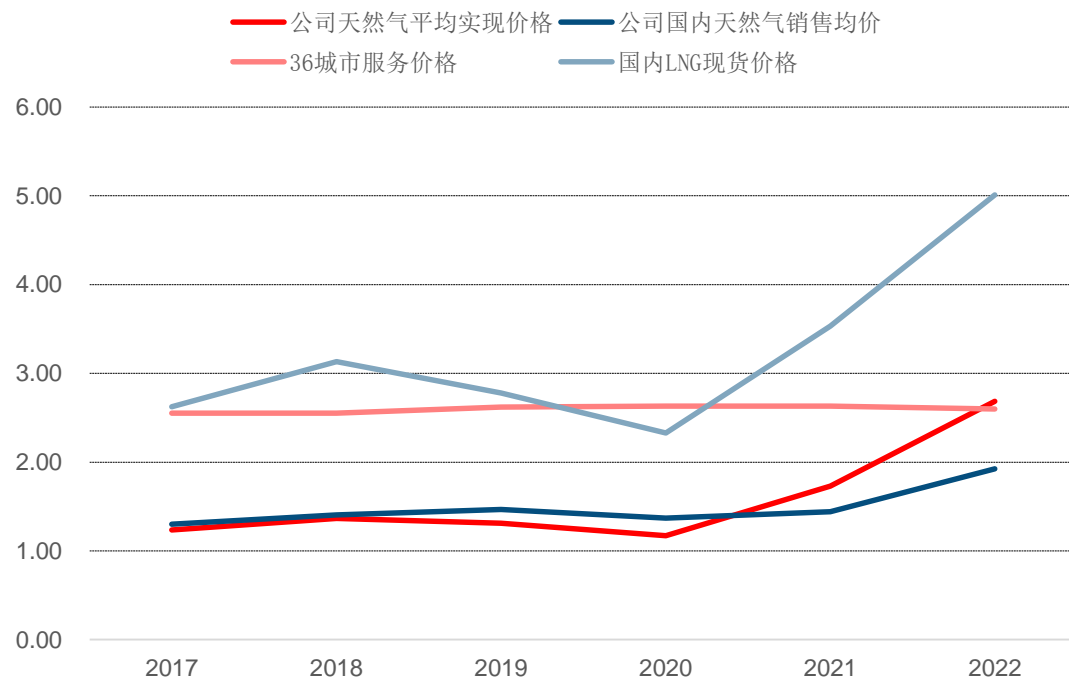
数据来源：Wind，公司公告，中信建投

公司油气价格：原油略低于布油，国内天然气售价显著低于市场价

图表：公司原油平均实现价格（美元/桶）



图表：2022公司平均销售价格（美元/立方英尺）



■在全球能源紧张背景下，公司22年原油平均实现价格92.12美元/桶，同比54%，天然气平均实现价格2.68元/方，同比+55%，天然气国内平均实现价格+28%，但公司天然气国内平均售价长期显著低于市场价。

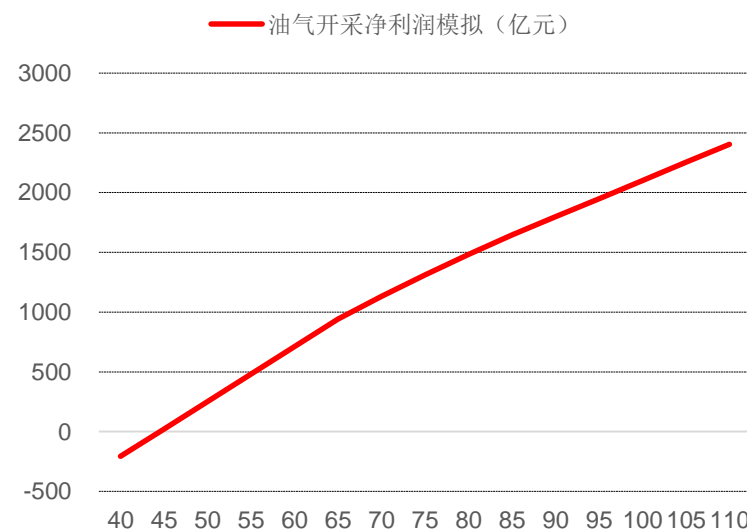
数据来源：Wind，公司公告，中信建投

公司油气业务净利润敏感性分析

■关键假设如下：

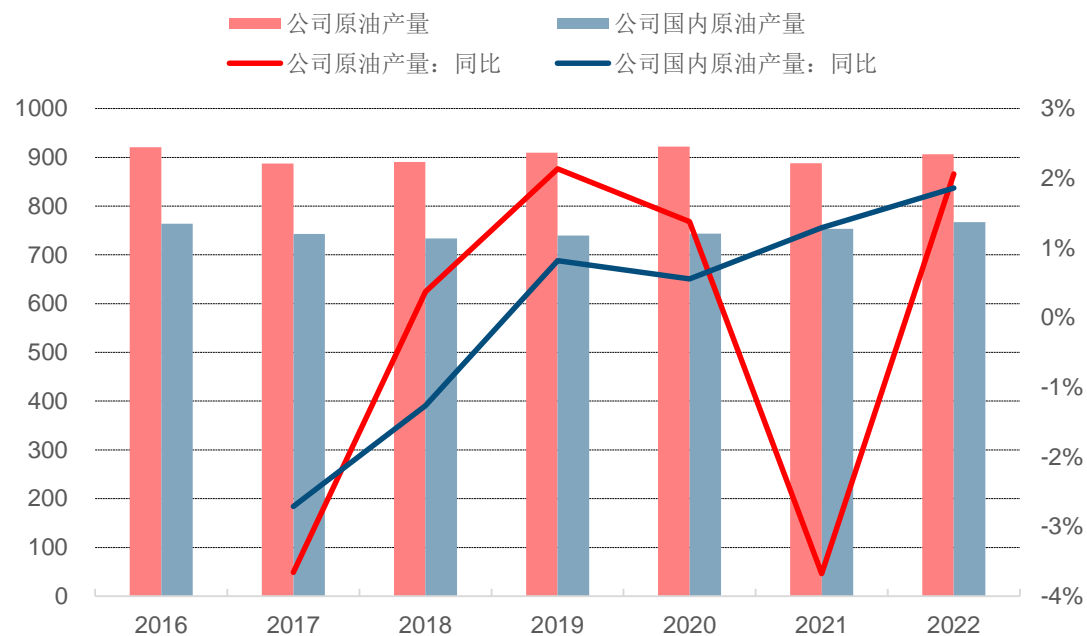
- 产量：参考公司年报规划，假设2023年公司原油销量为912.9万桶，天然气销量为1369亿立方米；
- 桶油成本：考虑作业费、折旧折耗与摊销、勘探费、弃置费，取2022年值，为了包括除所得税和石油特别收益金以外的其他税金，加上2020年的单桶除所得税外其他税赋；
- 石油特别收益金：按照实际征收政策模拟；
- 假设所得税率为26%；汇率为6.8。

实现油价 (美元/桶)	45	50	55	60	65	70	75	80	85	90	95	100	105	110
油气开采营收 (亿元)	4368	4678	4988	5299	5609	5920	6230	6540	6851	7161	7472	7782	8092	8403
石油特别收益金 (美元/桶)	0	0	0	0	0	1	2.25	3.75	5.5	7.5	9.5	11.5	13.5	15.5
税前利润 (亿元)	30	340	651	961	1272	1529	1774	2006	2224	2429	2635	2840	3045	3250
油气开采净利润 (亿元)	22	252	482	711	941	1132	1313	1484	1646	1798	1950	2101	2253	2405
净利率 (%)	1	5	10	13	17	19	21	23	24	25	26	27	28	29

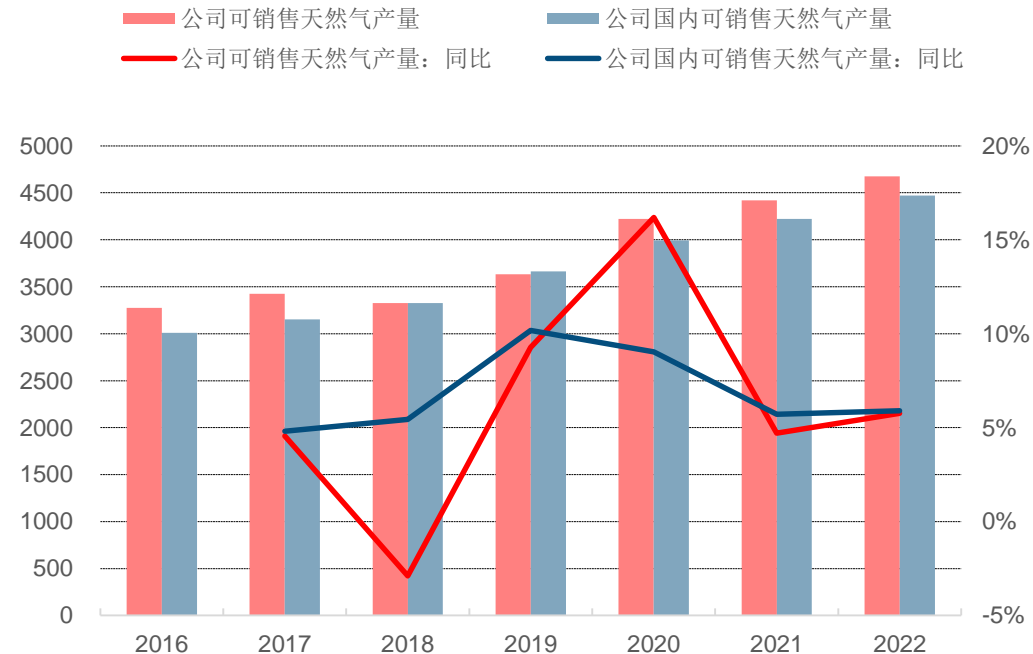


公司油气产量：近年坚持“稳油增气”的战略

图表：公司近年原油产量稳中略升（百万桶）



图表：公司近年天然气产量小幅增产，CAGR=6.27%（十亿立方英尺）

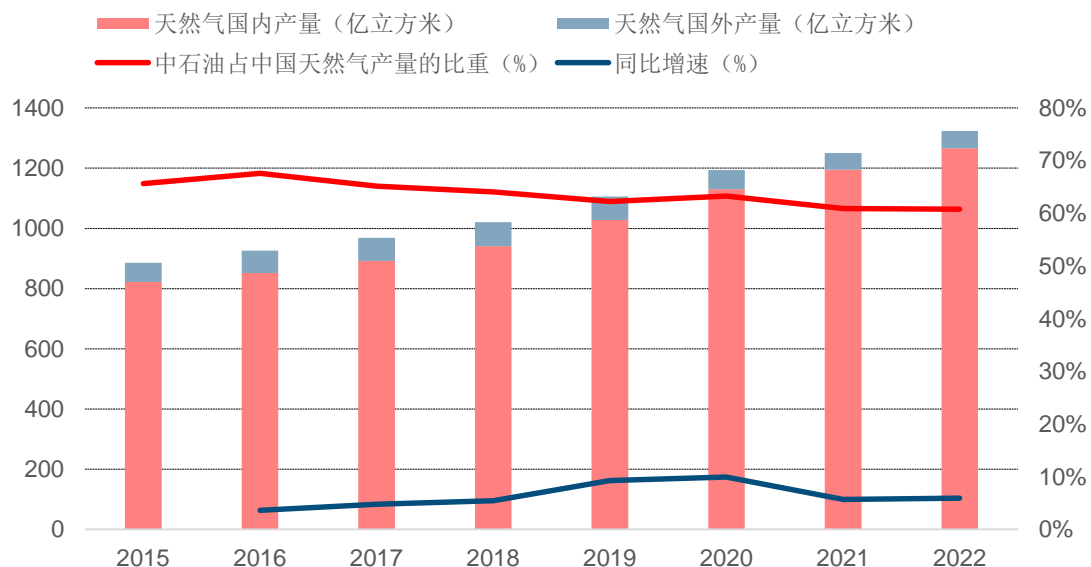


■原油产量保持稳中略升，天然气持续增长。公司2022年原油产量实现906.2万通，同比+2.1%，2023年计划产量为912.9万桶，产量稳中略升；公司2022年可销售天然气产量实现4671.3十亿立方英尺，同比+5.9%，2023计划产量4,888.9十亿立方英尺，同比+4.8%。未来将继续精准做好油气开发，控制老区递减，提高老油田采收率，突出抓好新区建产，努力提升油气产量。

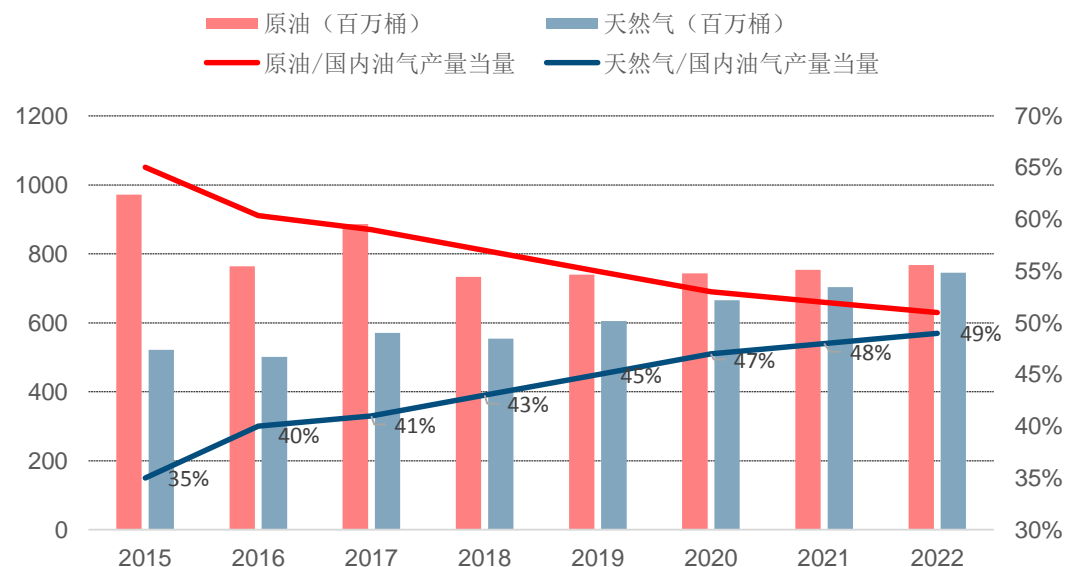
数据来源：Wind，公司公告，中信建投

公司天然气产量占比和油气比情况

图表：公司自产气产量、占比国内总产量及增速



图表：原油、天然气产量及油气比

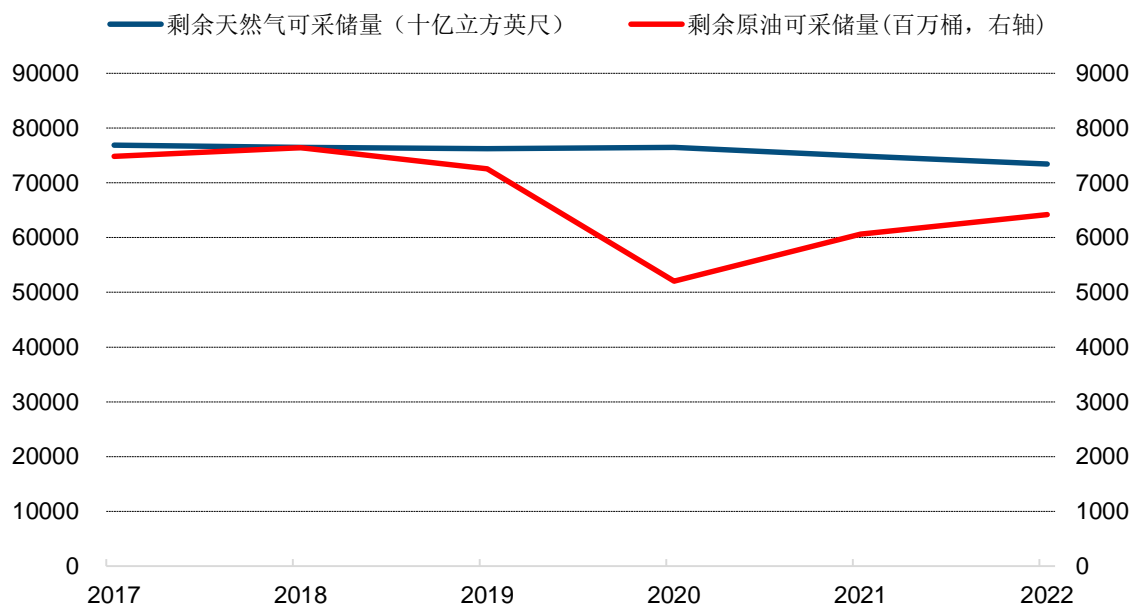


■2022年，国内天然气产量2,178亿立方米，同比增长6.4%；中石油集团国内可销售天然气产量4,471.3十亿立方英尺（约为1,266亿立方米），比上年同期增长5.9%；国外可销售天然气产量203.7十亿立方英尺（约为58亿立方米），比上年同期增长3.0%。15-22年公司天然气产量均占国内天然气总产量的60%以上，占据国内天然气领域稳固龙头地位。

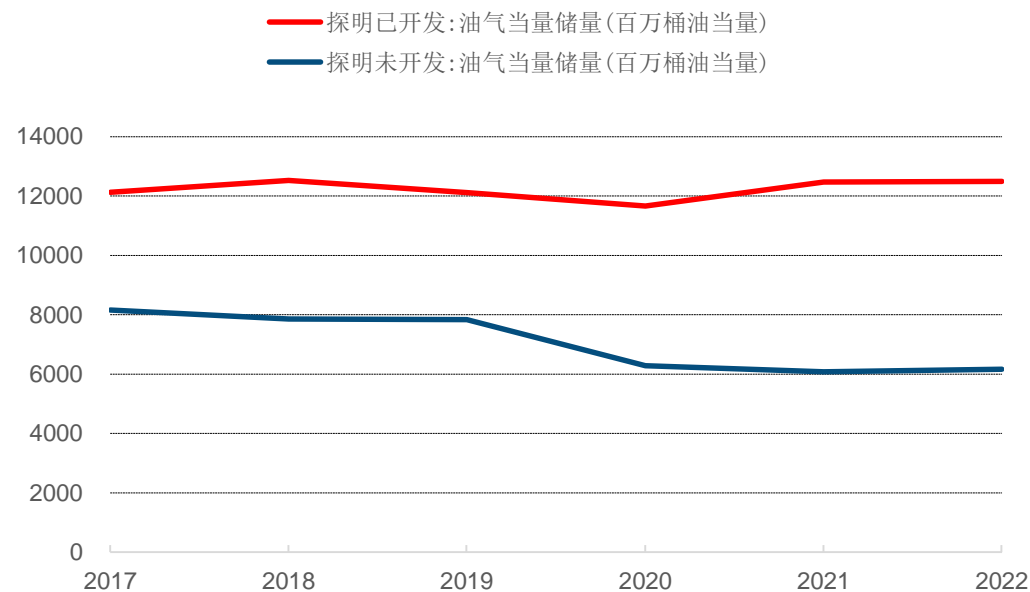
■2022年，公司原油产量906.2百万桶，比上年同期增长2.1%；可销售天然气产量4,675.0十亿立方英尺（约为779.2百万桶油当量），比上年同期增长5.8%，油气当量产量1,685.4百万桶，比上年同期增长3.7%。15-22年天然气产量占油气总产量比例从35%上升至49%，天然气产量的快速增长彰显公司实现“油气结构转型”的决心。

公司油气储量：资源依然丰富，油藏开发较为充分

图表：公司储量依然丰富，原油可采储量有所增加



图表：公司油藏开发比较充分

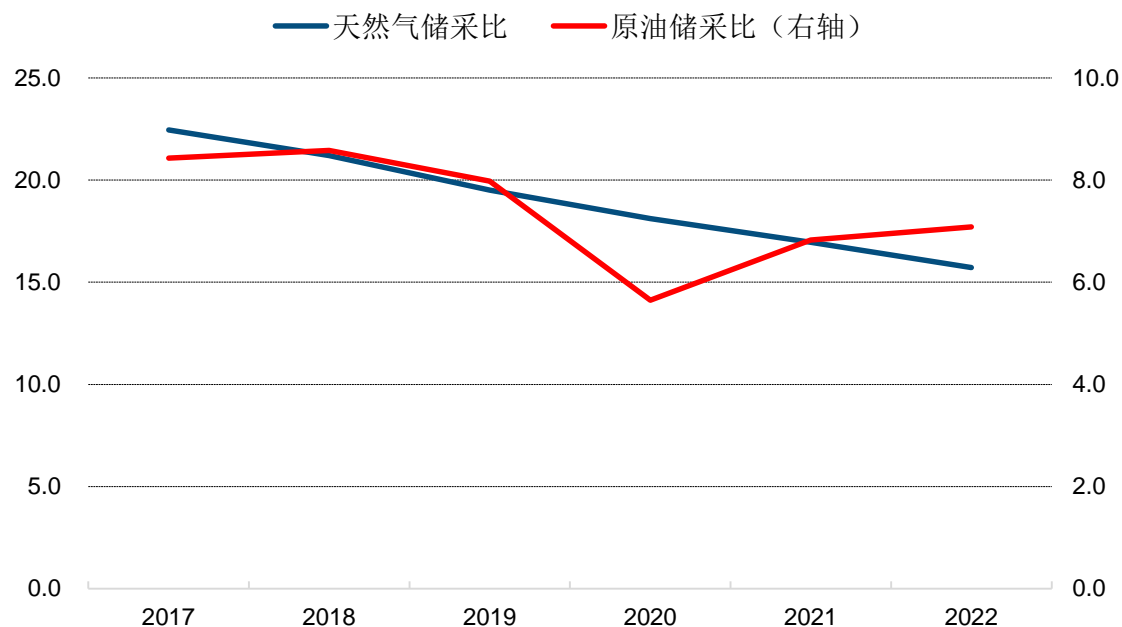


■公司油气储量丰富，开发更加充分。高油价下公司原油可采储量有所回升。公司2022年剩余原油可采储量为6418万桶，剩余天然气可采储量为73453十亿立方英尺，整体储量非常丰富。2022年原油整体价格高企的背景下，经济可采储量跟随油价调整有所提高；公司油藏开发比较充分，整体探明已开发储量是探明未开发储量的2倍。

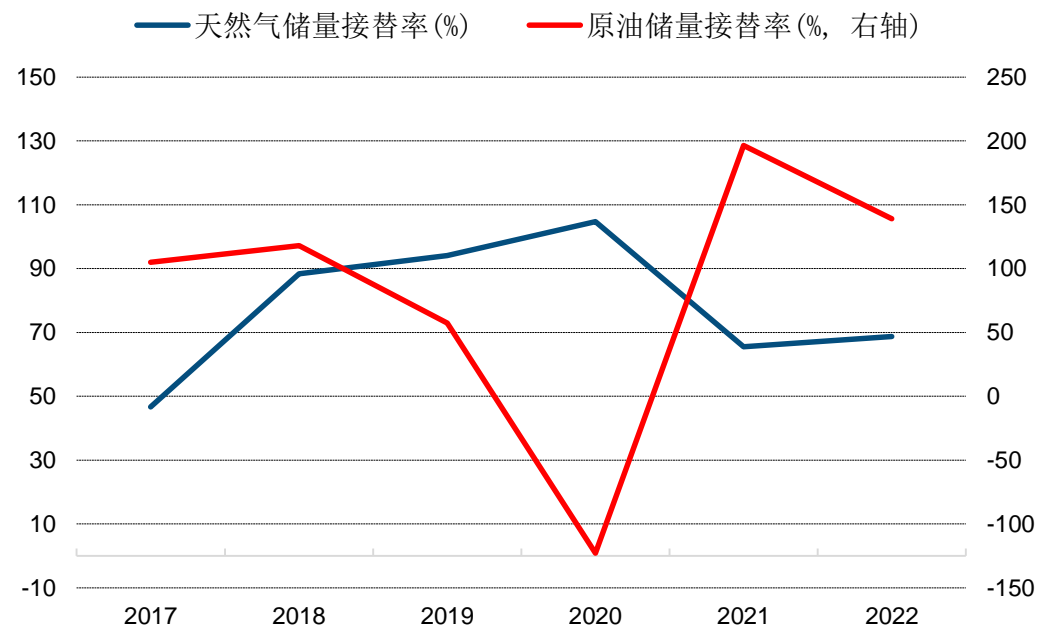
数据来源：Wind，公司公告，中信建投

公司储采比：原油储采比回升，储量接替率处于高位

图表：公司可持续发展能力强，原油储采比有所回升（年）



图表：公司原油和天然气储量接替率处于高位



■可持续发展能力强，新增储量与产量趋于稳定。2022年公司原油储采比为7.1年，天然气储采比为15.7年，整体可持续发展能力较强。2022年原油储量接替率为139.13%，天然气储量接替率为68.7%，公司储量接替率处于高位。

数据来源：Wind，公司公告，中信建投

公司油田情况：整体生产稳定，部分亮点丰富

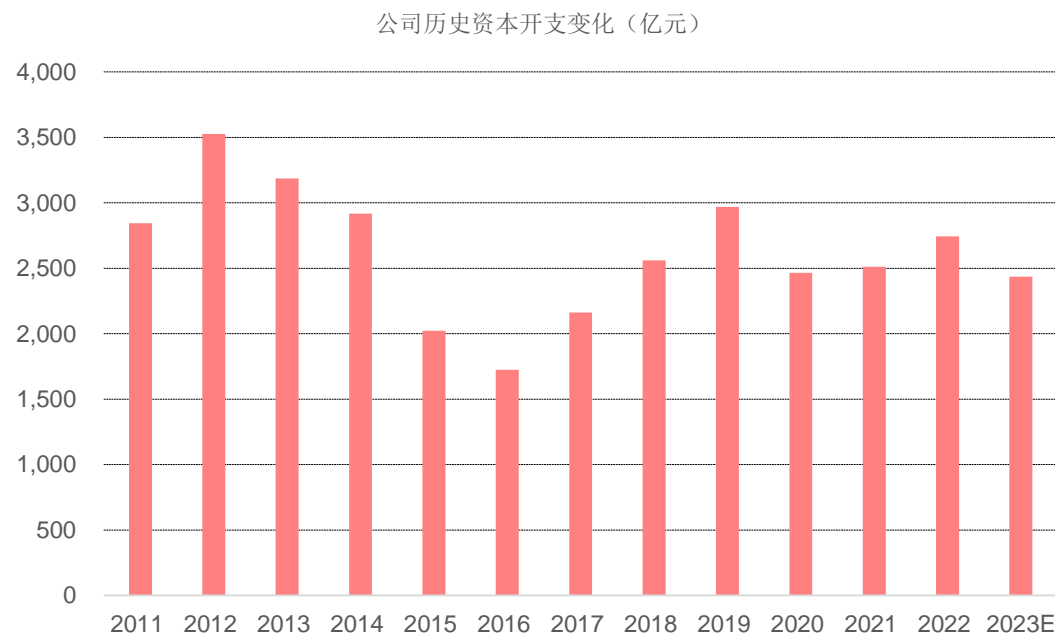
图表：公司国内的16个油田情况

油田名称	地理位置	省份	2022油气当量 (万吨)	2022原油产量(万吨)	天然气产量 (亿立方米)
长庆油田	西北	陕西	6501.55	2570	506.5
大庆油田	东北	黑龙江	3438	3003	55.4
塔里木油田	西北	新疆	3310	736	332
西南油气田	西南	四川	3061.8		383.4
新疆油田	西北	新疆	1748	1442	38.4
辽河油田	东北	辽宁	1000	933.2	8.4
青海油田	西北	新疆	713	235	60
华北油田	华北	河北	622	443	22.4
吉林油田	东北	吉林	503		
大港油田	华北	天津	451	401	6.3
煤层气公司			220		27.9
吐哈油田	西北	新疆	163	139	3.01
浙江油田	华中	浙江	149	2.3	18.4
冀东油田	华北	河北	126.5	105	2.7
玉门油田	西北	甘肃	72	69	0.4
南方勘探公司 (福山油田)	南部	海南	40	32	

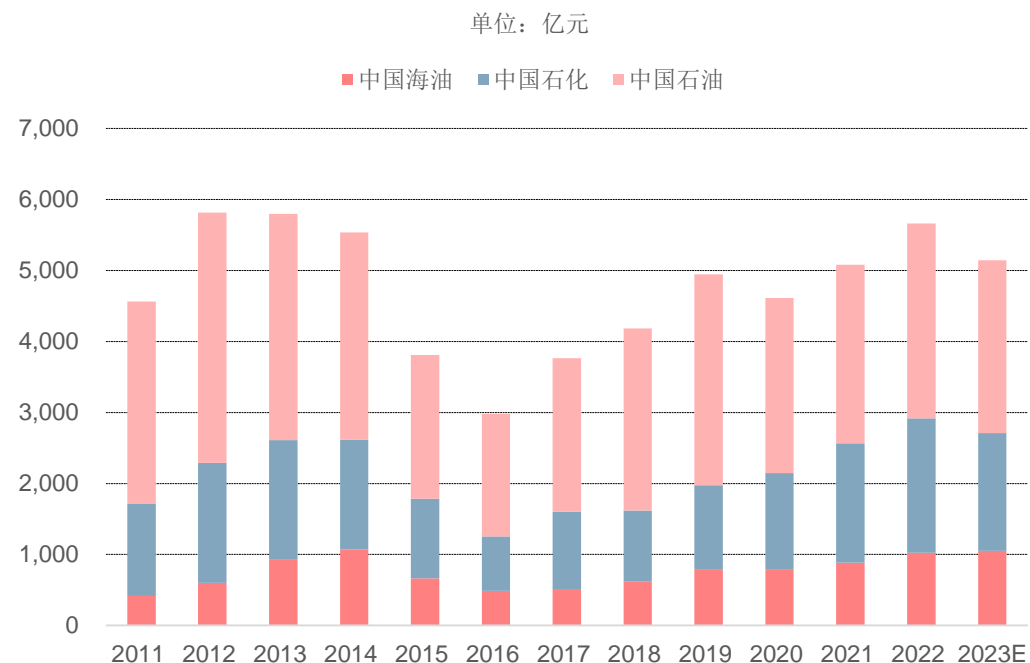
数据来源：公司官网，中信建投

公司资本开支：高峰期已过，趋于稳定或逐步减少

图表：公司资本开支高峰期已过



图表：三桶油资本开支变化情况



■ 公司资本开支高峰已过，未来逐渐趋于稳定。2022年公司资本开支2743亿元，同比+9.2%，2023年公司预计资本开支2435亿元，同比-11.2%。其中油气与新能源业务部分2023年规划资本开支1955亿元，同比-11.8%。

数据来源：Wind，公司公告，中信建投

公司勘探进度：2022年取得重大突破，2023年继续高效发展

图表：公司2022年勘探进度与2023年勘探规划

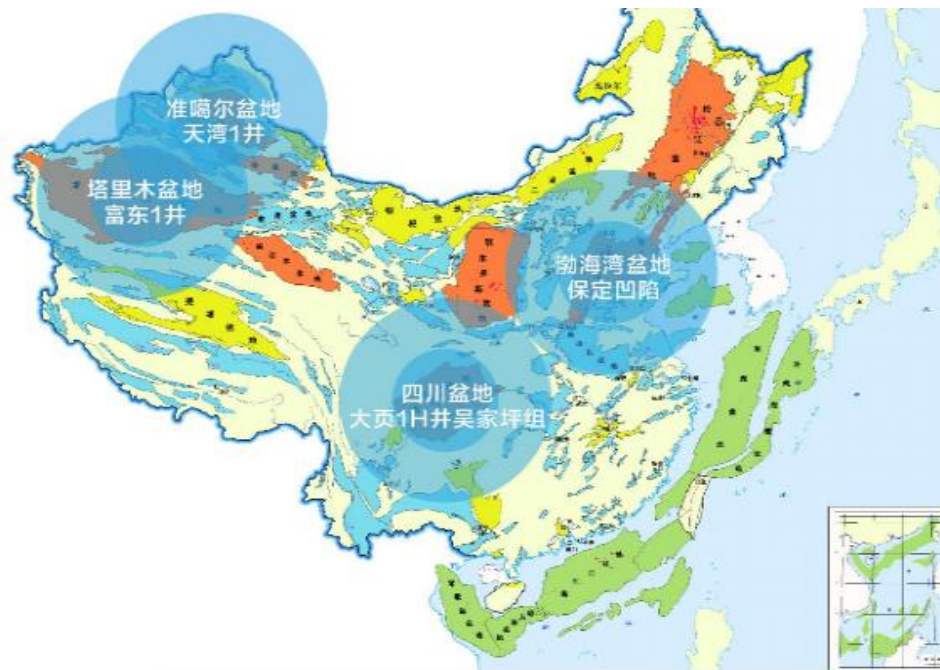
	区域	项目名称	原油储量发现	天然气储量发现
2022勘探进度	国内	塔里木盆地富东1井	21.4方/天	40.5万方/天
		准菲尔盆天湾1井	217.2方/天	75.8万方/天
		四川盆地大业1H井吴家坪组		32万方/天
		渤海盆地保定凹陷	发现亿吨级高小规模储量区	
	国外	尼日尔毕尔玛项目	5744万吨	
		乍得新H区块	4190万吨	
		哈萨克斯坦阿克纠宾项目	1130万吨	
哈萨克斯坦PK项目		70万吨		
2023勘探规划	继续加强国内松辽、鄂尔多斯、准噶尔、塔里木、四川、渤海湾等重点盆地的规模效益勘探开发，加大页岩气、页岩油等非常规资源开发力度，推进清洁电力、CCUS、氢能示范等新能源工程；海外提高业务发展集中度，推动高效发展，在做好中东、中亚、美洲、亚太等合作区现有项目的经营同时，加大优质项目获取力度，持续优化资产结构、业务结构和区域布局。			

■ 2022油气勘探取得重大突破，2023继续高效发展。2022年公司共计发现和落实9个亿吨级、9个千亿立方米级规模储量区。

数据来源：公司公告，中信建投

公司勘探进度：2023年将加强重点盆地和非常规油气开发

图表：公司2023国内勘探布局



图表：公司2023国外勘探布局



- 2022油气勘探取得重大突破，2023继续加大布局。2023年，公司将继续加强重点盆地的规模效益勘探开发，加大非常规资源开发力度，推进新能源工程；海外提高业务发展集中度，推动高效发展，做好现有项目的同时加大优质项目获取力度，持续优化资产结构、业务结构和区域布局。

数据来源：公司公告，中信建投

油价回顾：海外宏观弱预期下OPEC+超预期减产再平衡

图表：2022年初至今油价走势



■弱需求预期下挫油价，OPEC+减产再平衡。2023年3月，全球经济低增长预期叠加信用风险爆发，加剧市场对未来的衰退的担忧，原油价格大幅回调。4月3日晚，为应对需求不足，OPEC+会议达成超预期的减产协议，原油价格明显反弹。未来，随着供应端的收缩，原油供需有望延续紧平衡，高油价的韧性可能超出前期市场预期。

数据来源：Wind，中信建投

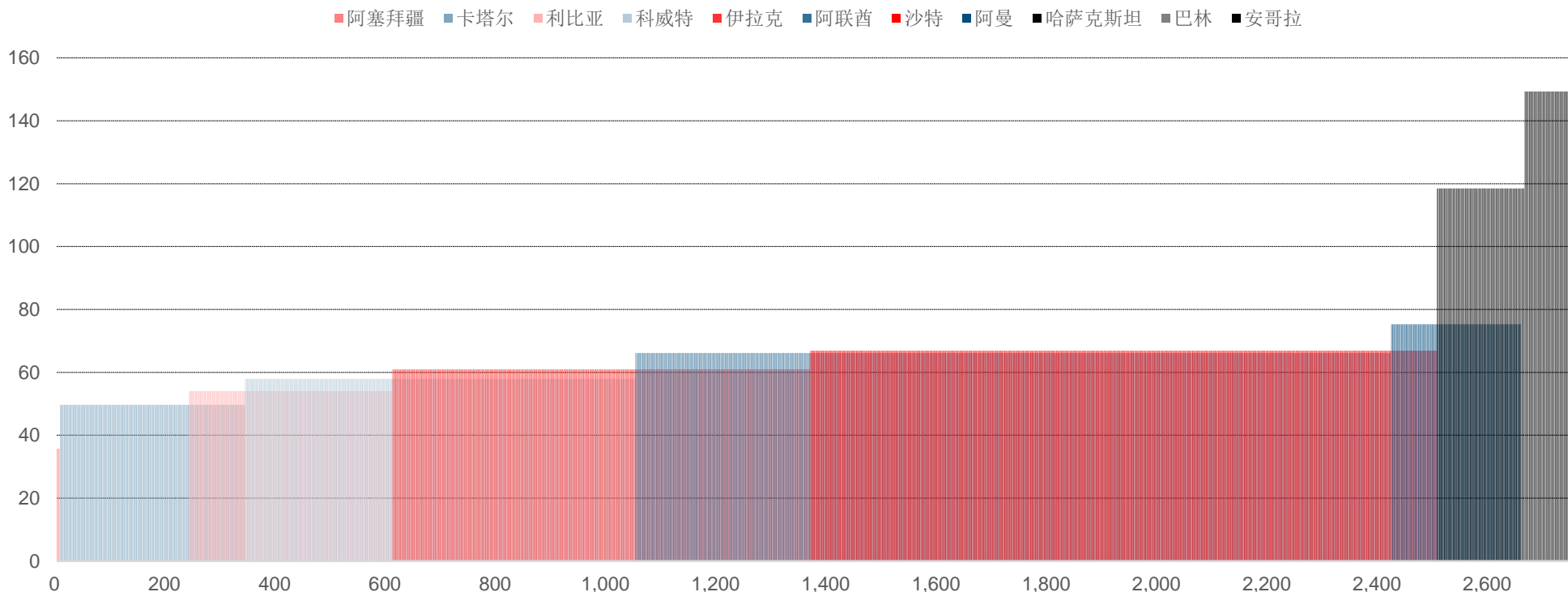
供应端：OPEC+富余产能有限且持续超预期减产

图表：OPEC+减产情况测算（万桶/日）

	2月产量	3月产量	减产量	基准产能	可持续产能	空闲产能
沙特阿拉伯	1043	1043	-50	1048	1222	179
伊拉克	440	435	-21	443	470	35
阿联酋联合酋长国	332	332	-14	302	412	80
科威特	268	268	-13	268	280	12
阿尔及利亚	102	101	-5	101	102	1
加蓬	20	20	-1	18	20	0
安哥拉	106	97		146	117	20
刚果	27	27		31	28	1
几内亚	5	5		12	9	4
尼日利亚	130	127		174	137	10
OPEC10国	2473	2455	-104	2542	2798	342
伊朗	265	265			380	—
利比亚	116	116			120	4
委内瑞拉	69	73			76	3
OPEC总体	2923	2909	-104		3375	349
俄罗斯	987	958	-50	1048	1020	—
哈萨克斯坦	163	162	-8	163	165	3
阿曼	84	84	-4	84	86	2
墨西哥	164	169		175	166	0
阿塞拜疆	53	52		68	58	6
其他	81	84		106	93	9
全部非OPEC	1532	1508	-62	1644	1588	20
OPEC+ 总体	4455	4417	-166	-	4963	369

供应端：OPEC+能接受的财政平衡油价或在70美元/桶上方

图表：2023中东主要产油国财政平衡油价（美元/桶）

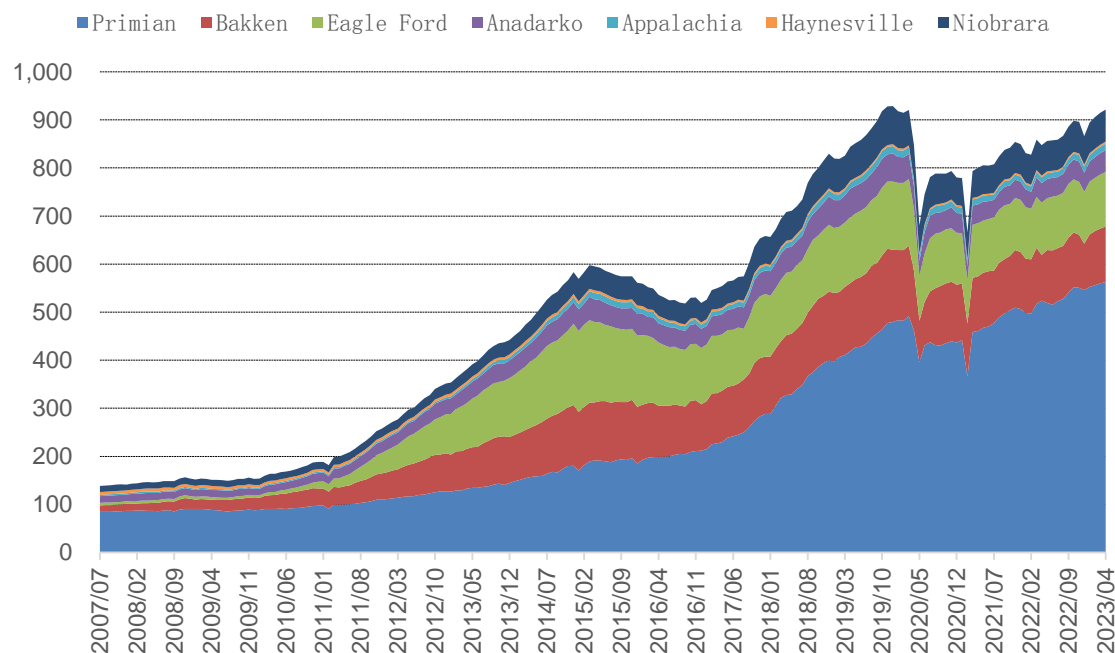


■ OPEC主动减产维持供需紧平衡，70美元或为OPEC+期望的价格底线。2023年3月信用风险恐慌情绪推动布油一度触及70美元/桶的SPR回补线，在美国尚未进行回补操作前提下，以沙特主导的OPEC+为提振油价进行减产。根据IMF预测的2023年主要OPEC产油国财政盈亏平衡油价，70美元/桶或为OPEC+可以接受的能维持财政平衡的原油底部价格。

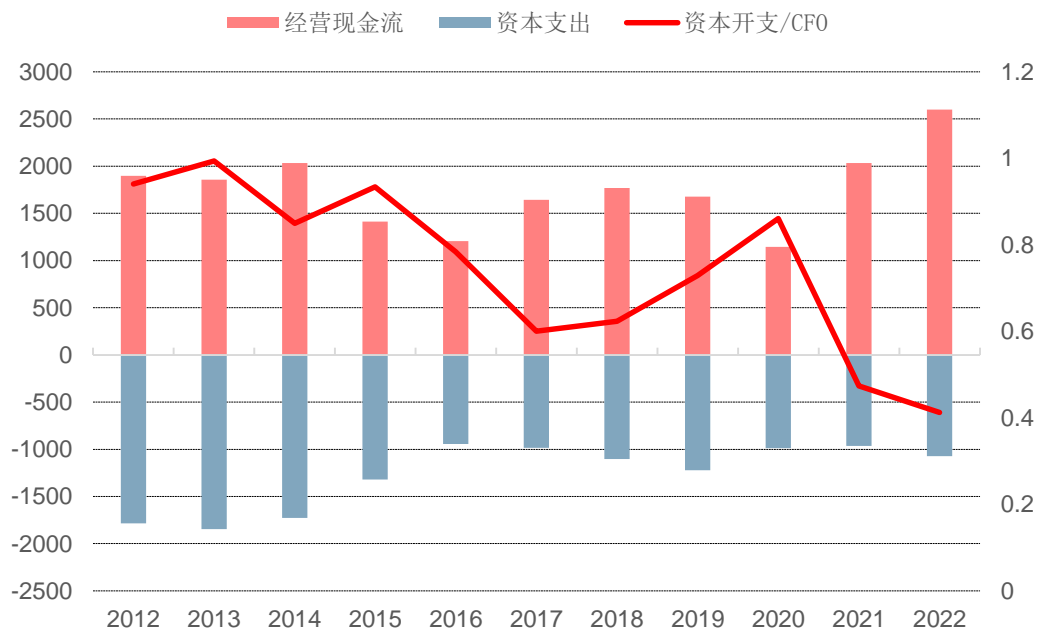
数据来源：IMF，中信建投

供应端：美国页岩油缓慢增产，跨国巨头资本开支偏谨慎

图表：美国页岩油主产区产量变化情况



图表：全球跨国油气巨头资本开支情况

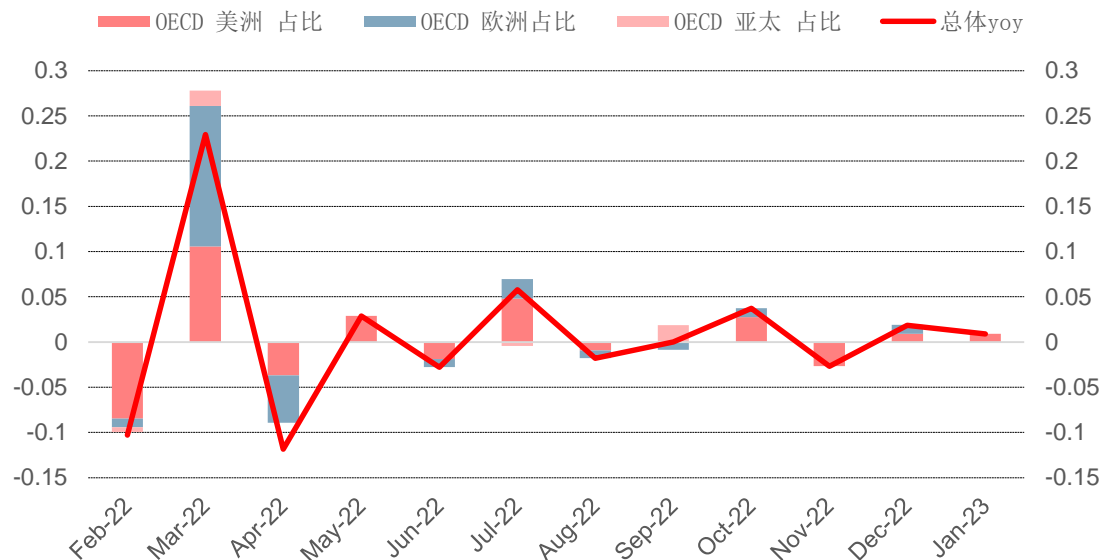


■美国页岩油企业缓慢增产，跨国油气巨头资本开支偏谨慎。根据达拉斯联储发布的季度调研显示，受政策环境以及劳动力和供应链问题约束，美国页岩油企业主动增加资本开支实现扩产的意愿和能力依然不足。再考虑到美联储加息对美国未来需求预期的影响，我们认为未来美国原油供应很可能维持不变甚至小幅下滑。

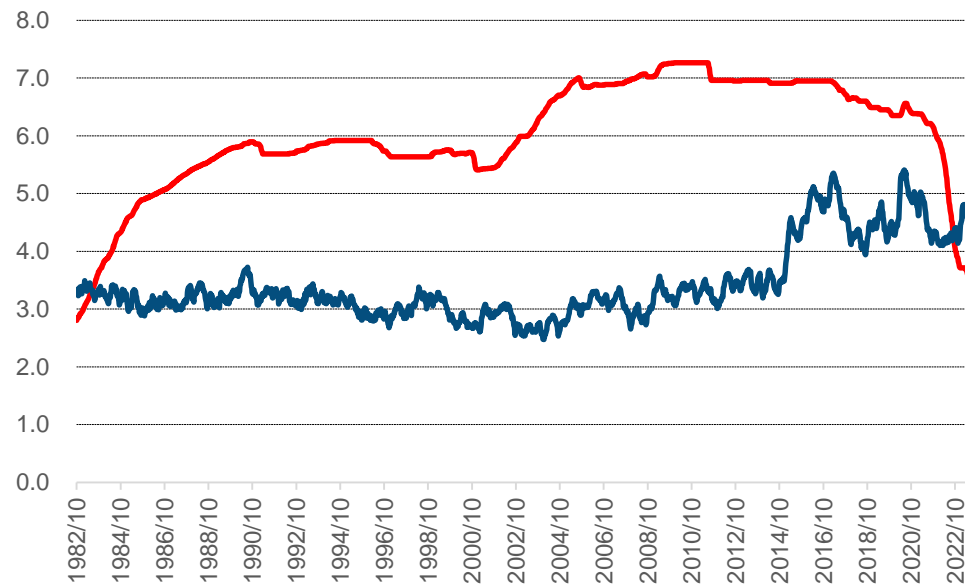
数据来源：EIA，达拉斯联储，Wind，中信建投

需求端：OECD短期需求弱于预期，美国收储需求有望回归

图表：OECD油品需求增速及分项贡献



图表：美国原油战略储备库存与商业库存变动（亿桶）



■OECD短期需求弱于预期，美国补充战储需求仍存。OECD需求方面，1Q23全球石油需求预计同比增长约0.7%，其中海外实际表现弱于预期，实际OECD油品需求同比增速预计放缓至0.4%左右；国内油品需求恢复超预期，23Q1同比正增长，全年同比增量或达80万桶/天。美国原油战略储备库存处于历史低位，商业库存继续累库，同时美国表态年内将收储，油价的收储驱动或再度回归。

数据来源：IEA, EIA, 中信建投

原油供需平衡表：供需紧平衡有望维持

图表：EIA供需平衡表

	2023E												2023E
	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Total
供给（百万桶/天）													
OPEC	33.82	34.00	34.01	33.83	33.50	33.65	33.64	33.70	33.67	33.48	33.44	33.52	33.69
非OPEC产出	66.92	67.15	67.23	67.28	67.39	67.73	68.02	67.84	67.62	67.95	68.24	67.99	67.61
全球产出总计	100.74	101.14	101.24	101.11	100.88	101.38	101.66	101.54	101.29	101.43	101.68	101.51	101.30
消费（百万桶/天）													
OECD	44.64	46.24	45.95	45.35	45.17	46.16	46.23	46.42	46.14	46.16	46.22	46.74	45.95
非OECD	53.54	55.08	54.59	54.64	55.07	55.72	55.10	54.73	55.47	54.05	55.09	56.02	54.92
全球消费总计	98.18	101.32	100.54	99.99	100.24	101.88	101.33	101.14	101.61	100.21	101.31	102.76	100.87
库存净流出（百万桶/天）													
库存净流出总计	-2.56	0.18	-0.70	-1.12	-0.65	0.50	-0.33	-0.39	0.32	-1.22	-0.37	1.26	(0.43)

图表：OPEC供需平衡表

	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E
OECD	45.78	45.55	46.87	46.17	46.10
非OECD	55.77	55.16	55.16	57.10	55.80
世界需求	101.55	100.70	102.03	103.27	101.89
非OPEC产量	67.58	66.71	66.90	67.57	67.19
OPEC凝析液及非常规油	5.44	5.47	5.43	5.43	5.44
非OPEC供给与OPEC凝析液	73.02	72.19	72.33	72.99	72.63
欧佩克原油产量	28.82				
全球总供给	101.84				
供需平衡	0.30				

■ 预计未来几个季度原油供需有望延续紧平衡。

数据来源：EIA, OPEC, 中信建投

新能源业务全面开花，加快公司优质转型

图表：新能源业务板块

业务板块	内容
清洁电力业务	从玉门油田建设的中国石油迄今规模最大的 30 万千瓦光伏项目并网发电到大庆油田星火水面光伏项目顺利并网；从集团公司首个陆上风力发电项目——吉林油田 15 万千瓦风光发电项目启动实施，到冀东油田 4.1 万千瓦的分布式自发自用光伏发电项目并网发电。中国石油清洁电力业务提速发展，22 年全年开工建设 47 个风光发电项目，新增装机规模超 120 万千瓦，累计装机总规模达到 140 万千瓦。
地热业务	2022 年，中国石油新建成地热供暖面积 1006 万平方米，累计建成地热供暖面积近 2500 万平方米，地热产业迈入规模化发展新阶段。
氢能业务	从中国石油“点燃”冬奥史上首支绿氢火炬，累计为北京冬奥会提供清洁氢能 161 吨，到加快推进加氢站和综合能源站建设，再到玉门油田建设的甘肃省首条中长距离输氢管道正式投运，中国石油氢能业务在试点示范中取得新成效。全年新增高纯氢产能 1500 吨。
CCUS 业务	中国石油高度重视 CCUS 产业发展，推进二氧化碳提高原油采收率（CCUS-EOR）技术攻关，创新形成了 CCUS 全产业链技术体系，二氧化碳注入埋存规模保持国内领先水平，CCUS 技术整体达到国际先进水平，以“四大示范工程”和“六个先导试验”为主要内容，在保障国家能源安全、推动能源绿色低碳发展方面发挥了重要作用。

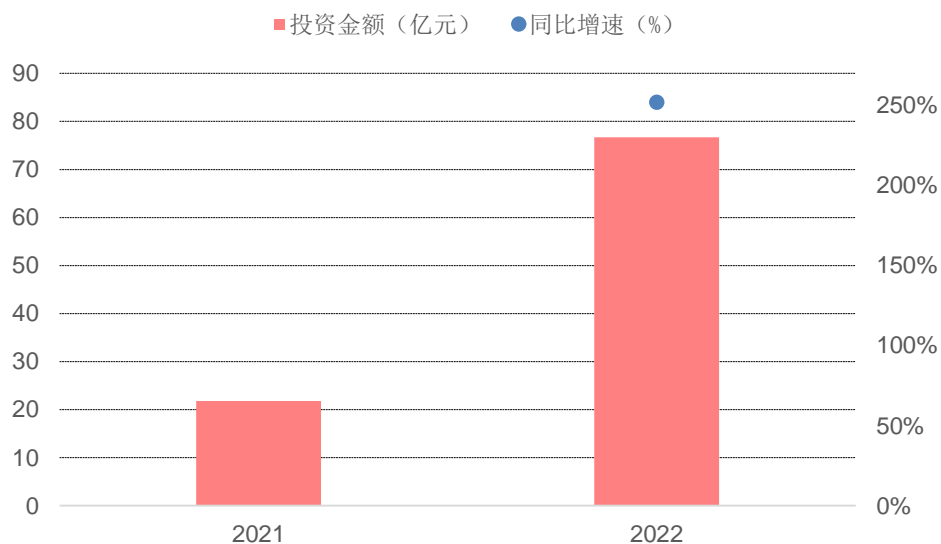


■22年中石油在稳油增气的同时，按照“清洁替代、战略接替、绿色转型”三步走总体部署，全面提速发展新能源业务，积极构建绿色产业结构和低碳能源供应体系，加快向“油气热电氢”综合性能源公司转型。

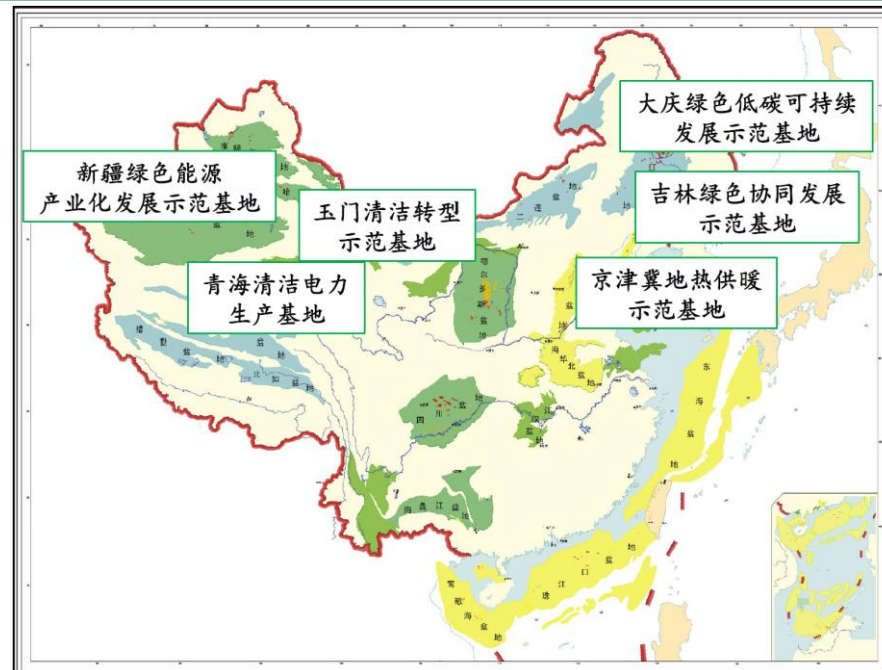
资料来源：公司公告、中国石油报、中信建投

新能源投资增速较高，业务分布广泛

图表：新能源业务板块投资金额及增速



图表：新能源示范基地分布

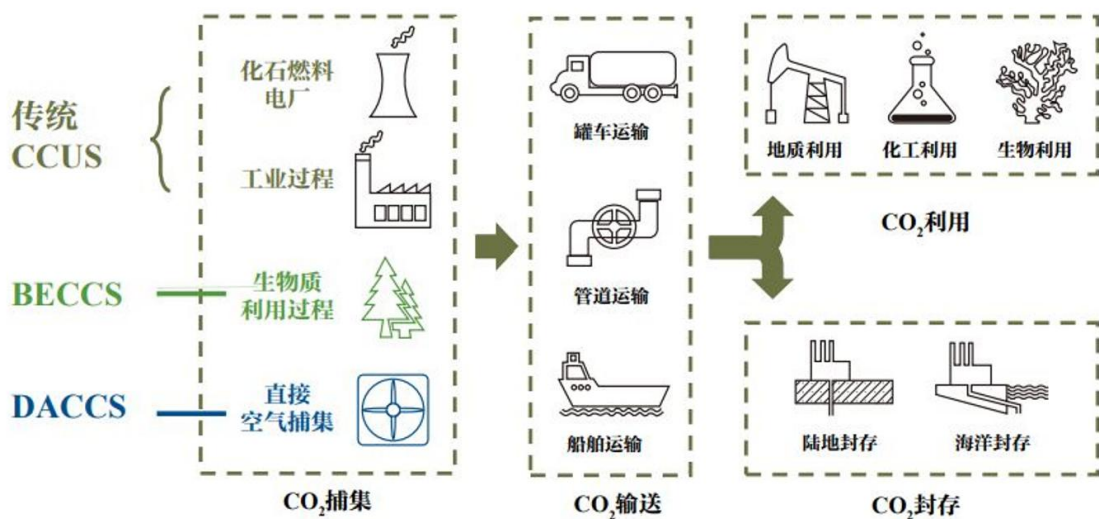


■ 22年新能源业务投资金额为76.7亿元，同比增长252%。加大地热、太阳能、风能、氢能等新能源开发利用，推动生产用能清洁替代，促进新能源与油气产业链的协同发展。积极推动天然气发电与新能源发电融合发展，为社会提供清洁能源产品。

■ 积极推进新能源新产业项目开发，不断提升新能源开发利用能力。玉门20万千瓦光伏发电项目建成投产，实现了对外清洁电力供应零的突破，京津冀地热供暖示范基地和吉林、大庆等一批风光发电项目及CCUS项目稳步推进。

新能源CCUS产业链发展驶入“快车道”

图表：CCUS技术环节



■CCUS全称Carbon Capture, Utilization and Storage, 指碳捕集、封存及再利用技术。

■二氧化碳 (CO₂) 捕集利用与封存 (CCUS) 是指将 CO₂ 从工业过程、能源利用或大气中分离出来, 直接加以利用或注入地层以实现 CO₂ 永久减排的过程。作为应对全球气候变化的关键技术之一, CCUS旨在将CO₂从源头捕获, 提纯继而循环再利用, 或者封存于地下, 从而平衡CO₂对气候产生的消极影响。

图表：中石油CCUS产业专项工程

中石油 CCUS 产业	项目名称
四大示范工程	长庆油田“十四五”3个百万吨级CCUS示范工程
	大庆榆树林油田难采储量二氧化碳非混相驱工业化试验
	新疆油田八区530井区克下组油藏二氧化碳混相驱先导试验
吉林油田CCUS项目	吉林油田CCUS项目
	华北油田八里西碳驱油碳埋存项目先导试验
	辽河油田双229先导试验
	冀东油田高66斜1断块CCUS-EOR先导试验项目
	南方勘探公司福山油田CCUS项目
	吐哈三塘湖油田牛圈湖东区CCUS-EOR先导试验项目
六个先导实验	塔里木油田轮南CCUS先导试验工程

■2022年, 中国石油启动以“四大六小”为代表的CCUS专项工程, 加快推进CCUS全产业链发展, CCUS专项工程二氧化碳年注入量突破百万吨, 年产油31万吨, 规模保持国内领先, 标志着我国CCUS项目在驱油利用领域正式迈入工业化应用阶段。截至22年底, 中国石油已建设的CCUS项目累计埋存二氧化碳超过550万吨, 相当于植树近5000万棵, 累计增油130万吨。

公司ESG绩效显著提升

治理

- 将绿色低碳转型和节能降碳、生态环境保护纳入公司“十四五”总体规划，加强董事会对ESG的管控职能
- 独立董事占比36.4%
- 员工合规培训和反腐败培训覆盖率100%

环境

- 能源消耗总量同比下降0.4%
- 温室气体排放总量同比增长0.6%，其中范围一和范围二排放量分别同比-1.4%/+7.2%。
- 节能量71万吨标准煤、节水量871万立方米
- COD、SO₂和氮氧化物排放量分别同比下降5.7%、17.1%和11.2%

社会

- 全面履行社会责任，积极落实联合国《2030年可持续发展议程》
- 22年开展“幸福乡村”建设行动、特色产业提升行动、“兴农讲堂”打造行动、消费帮扶赋能行动和“一老一小”关爱行动。
- 质量管理体系第三方认证通过率100%

资料来源：公司公告，中信建投

目录

01 公司概况与中特估

02 油气和新能源板块

03 炼油化工和新材料板块

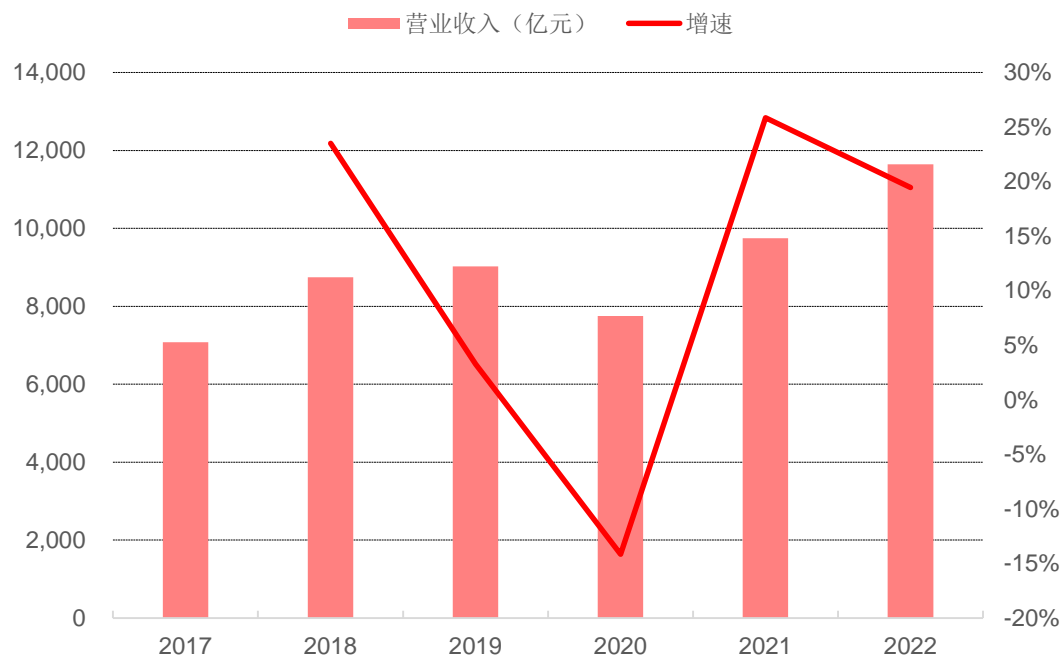
04 销售板块

05 天然气销售板块

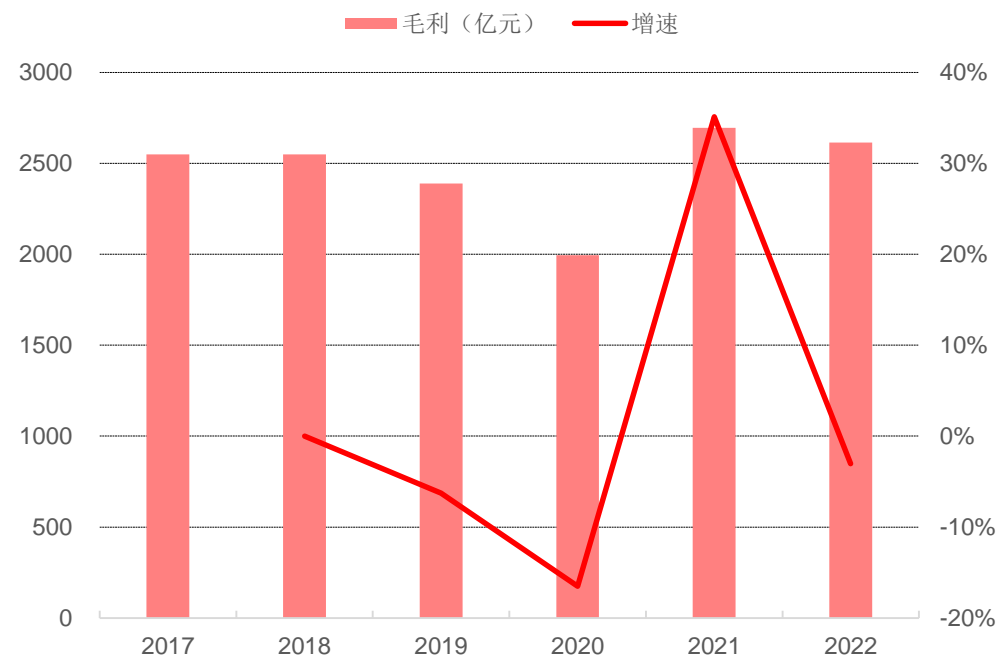
06 盈利预测及风险提示

炼化板块营收持续增长，业绩韧性较强

图表：炼油化工和新材料板块营收及增速



图表：炼油化工和新材料板块毛利及增速

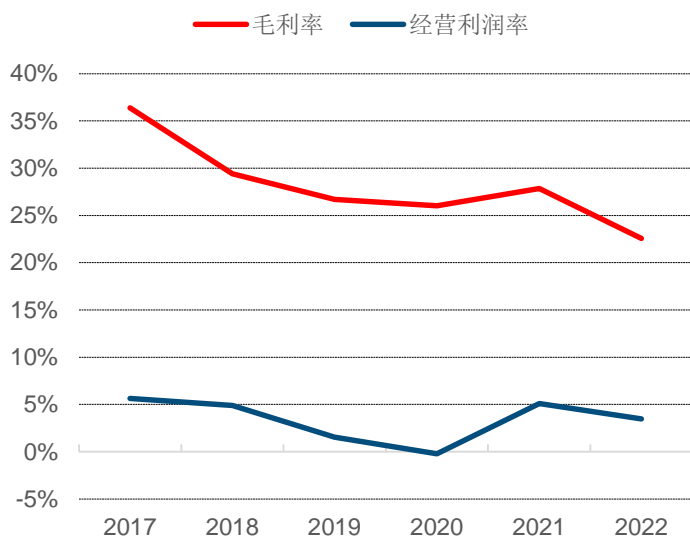


■2020年以来公司不断推动炼油与化工业务转型升级，按照产业链效益最大化原则优化产品结构，全要素、全过程挖掘生产环节降本增效潜力。在2022年俄乌冲突引发的地缘政治危机因素影响下，公司炼油与化工板块实现营业收入11579亿元，同比+19%；实现毛利润2614亿元，同比-3%。

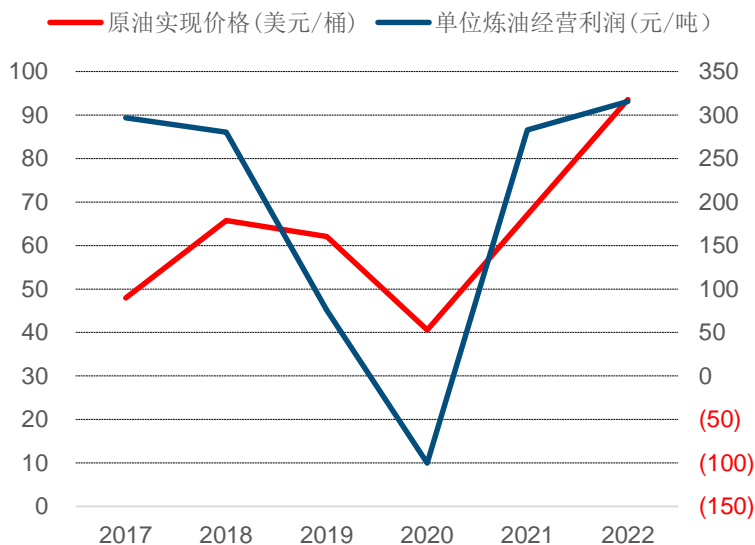
数据来源：公司公告，中信建投

不断推进炼油化工板块高质量发展，应对油价波动能力增强

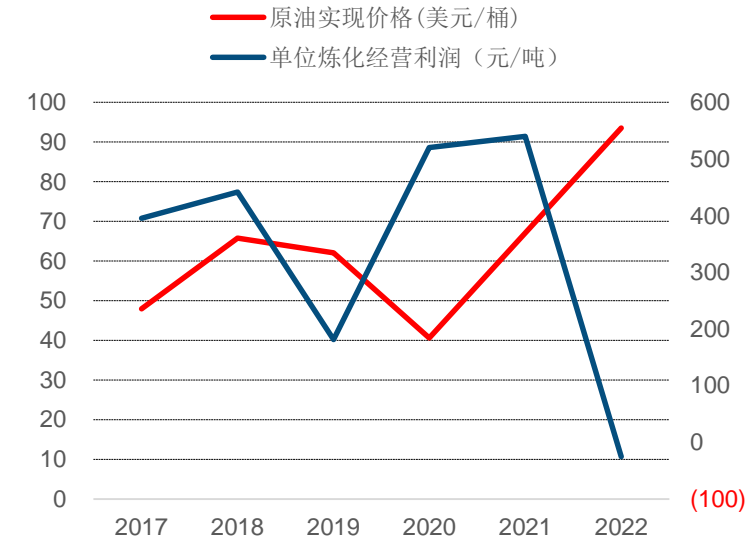
图表：炼油化工板块毛利率与经营利润率



图表：单位炼油经营利润与油价相关性



图表：单位炼化经营利润与油价相关性

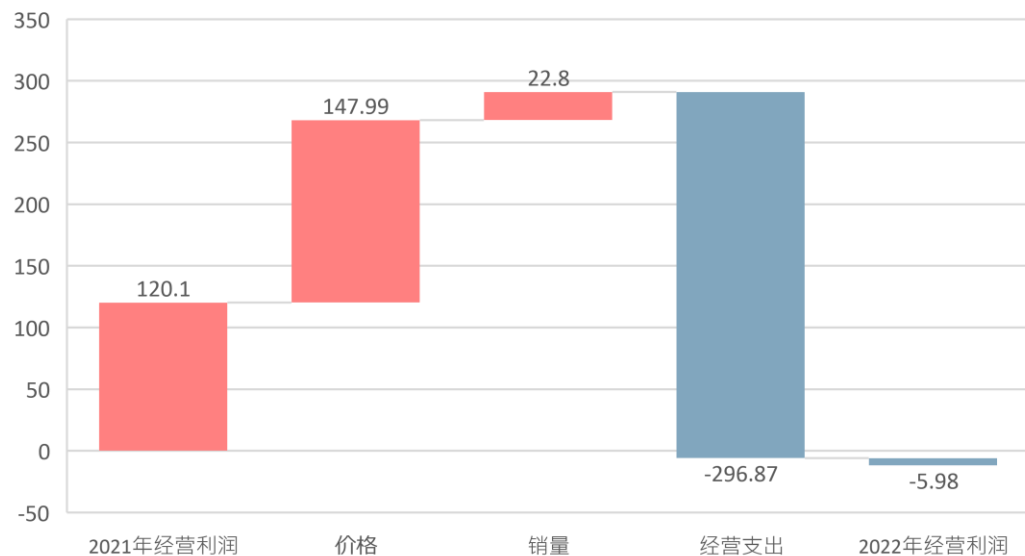


■炼化业务单位利润与原油价格有逆向关系。2022年，在全球经济增速放缓，俄乌冲突引发地缘政治危机以及欧美主要经济体加息的经济大环境影响下，国际原油价格高企，市场需求不振，公司炼油原材料成本大幅上涨，导致炼化板块毛利率同比-5pct至23%；经营利润率同比-1.6pct至3.5%。但是公司近年来不断推进炼化板块高质量发展，应对油价波动的能力不断增强。

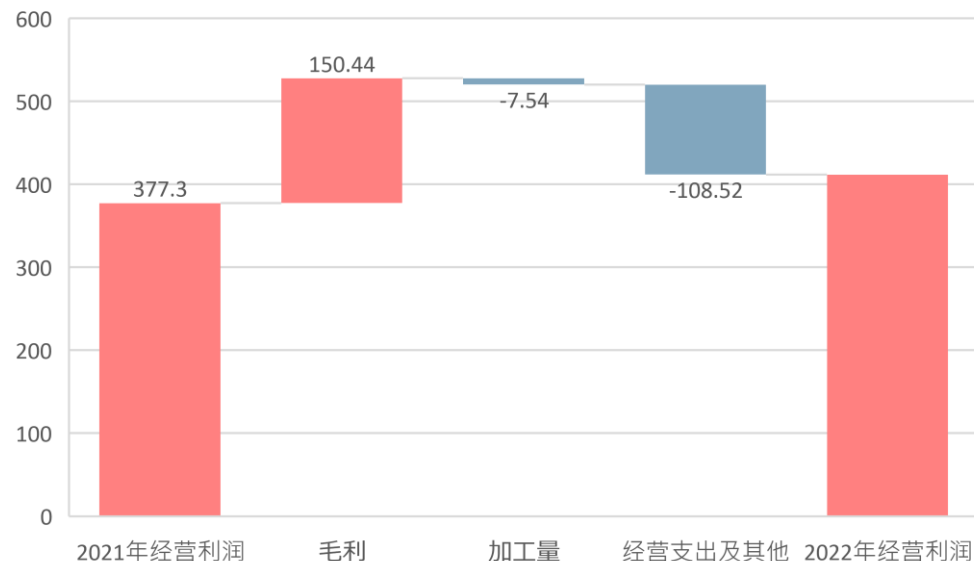
数据来源：公司公告，中信建投

推进炼化转型升级，板块业绩有望进一步改善

图表：2022年化工板块经营利润变动结构（单位：亿元）



图表：2022年炼油板块经营利润变动结构（单位：亿元）

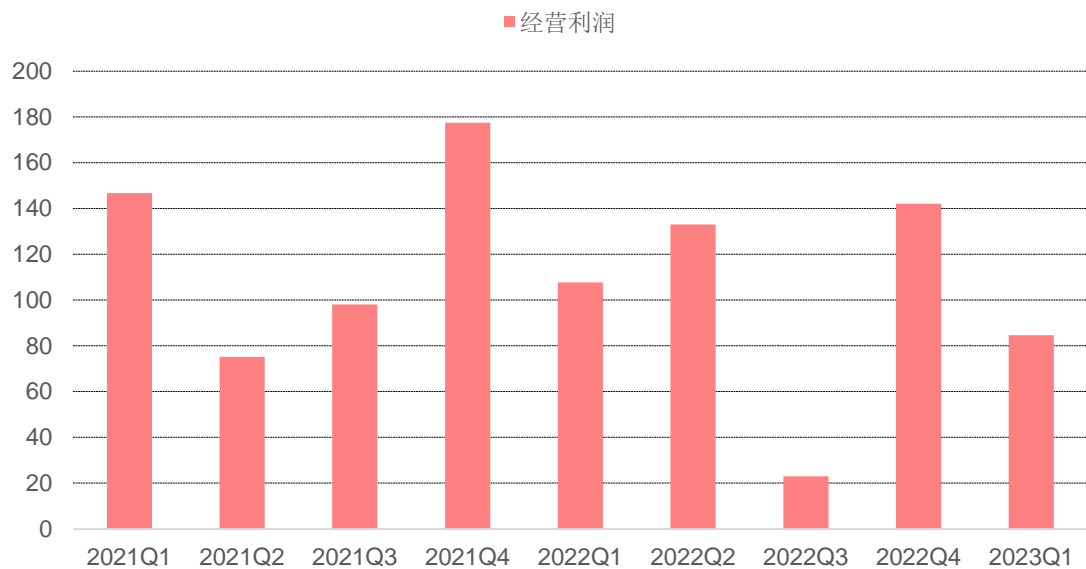


■2022年，国内化工市场需求增速下滑，成本高企，毛利空间收窄。2022年公司化工板块实现经营利润-6.0亿元，同比减利126.1亿元，其中经营支出增加导致减利296.9亿元，主要由于原油、原料油采购支出大幅增加。2022年公司炼油板块实现经营利润411.7亿元，同比增利34.4亿元，其中，炼油毛利上升增利150.4亿元。公司炼油与化工板块积极把握行业发展和市场需求变化，持续推进转型升级，伴随日后经济的逐步恢复，公司炼化板块业绩有望进一步改善。

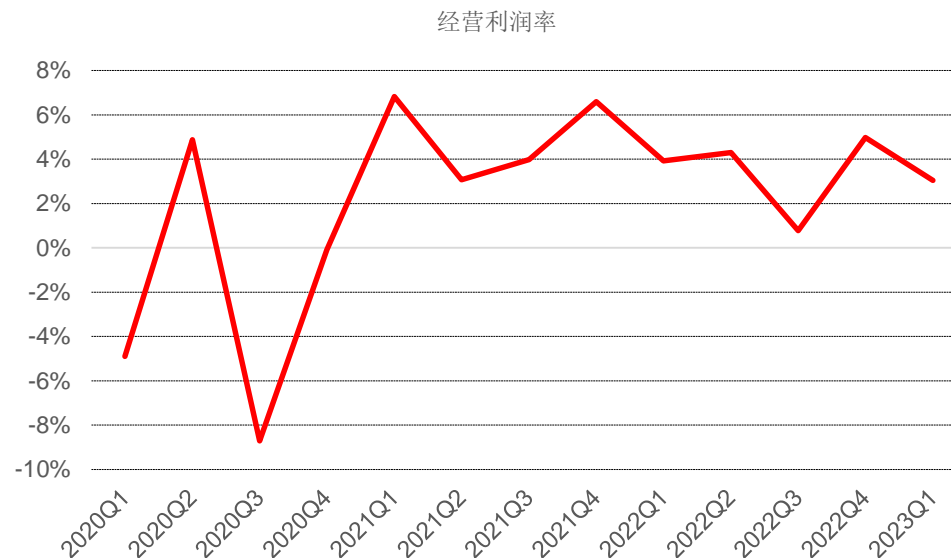
数据来源：公司公告，中信建投

季度营收与利润：炼油韧性较强，炼化短期承压

图表：炼油与化工板块季度经营利润（亿元）



图表：炼油与化工板块经营利润率（%）



注：公司分板块季度业务数据采用国际会计标准。

■2023年第一季度，公司炼油化工和新材料业务实现经营利润人民币84.70亿元，同比-21.3%，其中炼油业务实现经营利润人民币93.96亿元，同比-12.6%，主要受成品油毛利减少、销量增长综合影响；化工业务经营亏损人民币9.26亿元，比上年同期的经营利润人民币0.17亿元减利人民币9.43亿元，主要由于化工产品价格下降、毛利减少，公司炼化业务短期承压。

数据来源：公司公告，中信建投

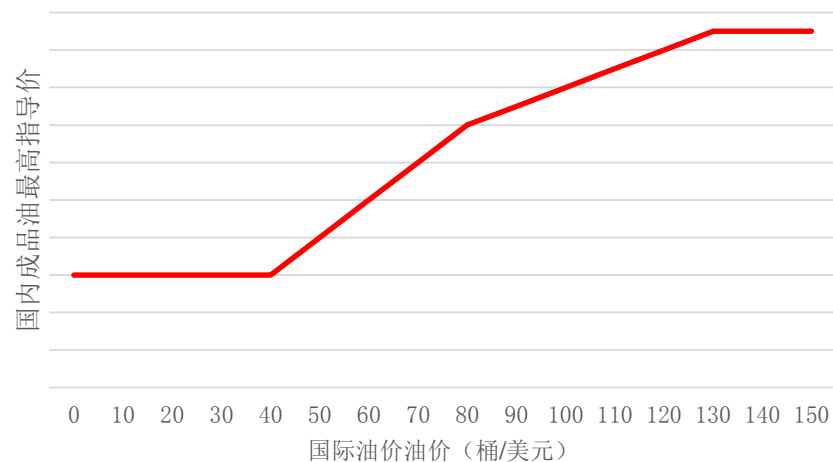
国内成品油定价政策

■ 2016年1月，发改委发布《石油价格管理办法》，第六条明确规范了国内成品油市场的定价，规则如下：

图表：石油价格管理办法

国际原油价格（桶/美元）	国内成品油定价策略
国际油价 \leq 40	按原油价格每桶40美元、正常加工利润率计算成品油价格
40<国际油价 \leq 80	按正常加工利润率计算成品油价格
80<国际油价<130	开始扣减加工利润率，直至按加工零利润计算成品油价格
国际油价 \geq 130	按照兼顾生产者、消费者利益，保持经济平稳运行原则，采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

图表：国内成品油指导价与国际油价调整关系示意图

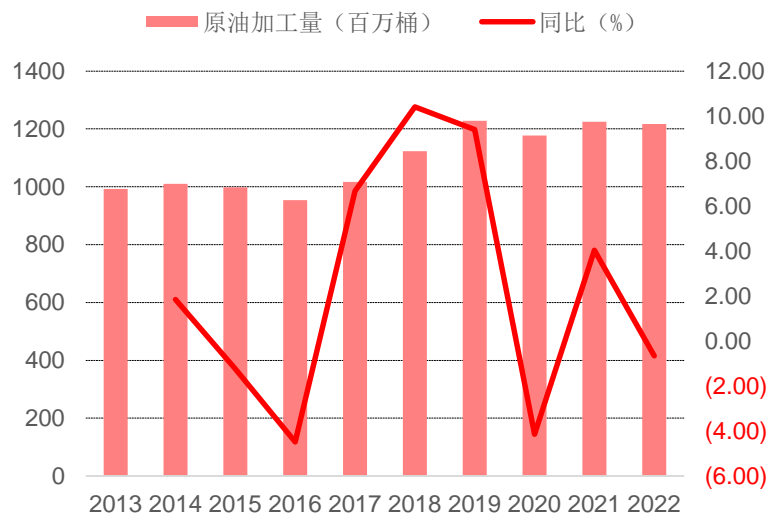


- 在现行的成品油定价政策下，市场价格的变动更趋灵活，国内成品油价根据国际油价调整，使成品油价格能够灵敏反映市场供求，促进资源合理利用与公平竞争，利好大型央企。
- 成品油价格和国际接轨，建立成品油价格联动机制，国内成品油市场上下游形成稳定良好预期，提高市场抗风险能力。

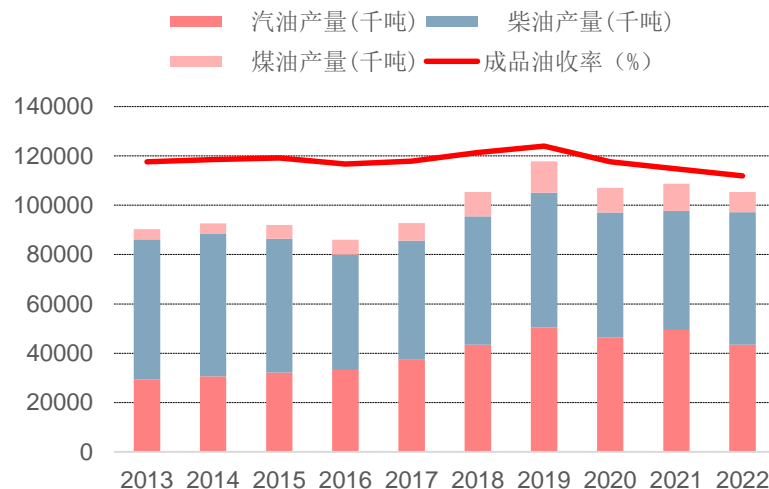
资料来源：国家发改委、中信建投

公司原油加工量趋稳，油收率下降，柴汽比调整灵活

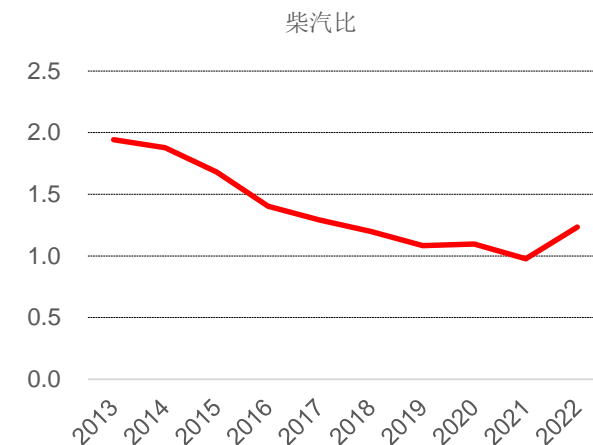
图表：原油加工量（百万桶）及增速（%）



图表：公司炼油产品产量及成品油收率(千吨，%)



图表：柴汽比



- 近十年公司原油加工量小幅抬升趋势，2019年以来趋于稳定，2022年公司加工原油12.17亿桶。
- 2020年后，公司持续推进转型升级、降油增化、减油增特，成品油收率呈下降趋势。
- 近10年公司柴汽比整体呈现下降趋势。2022年，国内出行受疫情影响，汽油需求出现下滑，柴油出口效益增强景气度修复明显，公司灵活调整产品结构，柴汽比增至1.23。

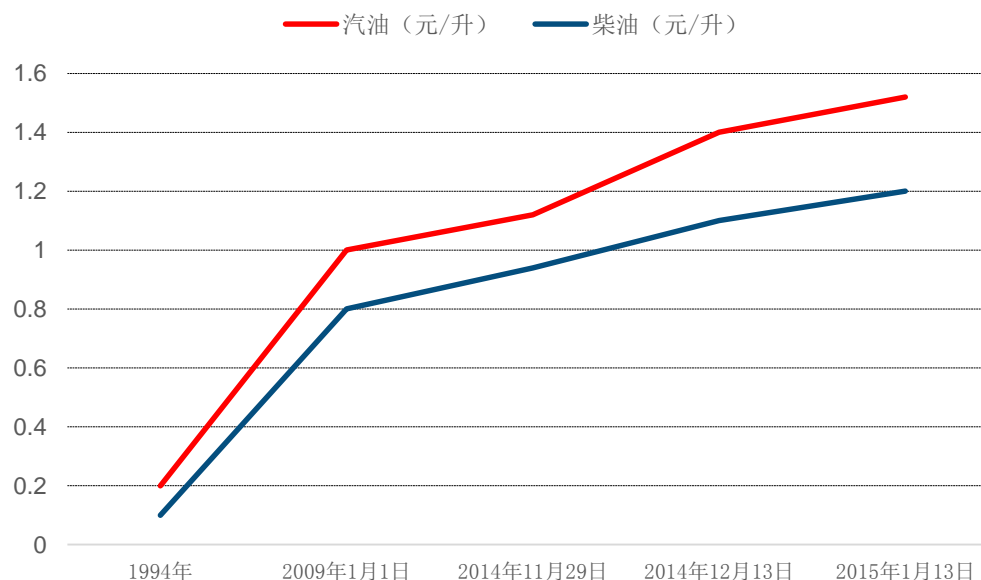
资料来源：公司年报、中信建投

国内成品油消费税政策一览

图表：我国汽油和柴油消费税额历史变化

调整时间点	汽油（元/升）	柴油（元/升）
1994年	0.2	0.1
2009年1月1日	1	0.8
2014年11月29日	1.12	0.94
2014年12月13日	1.4	1.1
2015年1月13日	1.52	1.2

图表：我国汽油和柴油消费税额历史变化示意图



- 为调控宏观经济、解决成品油消费造成的环境污染等负外部性，我国自1994年开征成品油消费税，并不断提升税额，逐步扩大征收范围。例如，在2009年至2015年期间，国家对成品油消费税税率共进行了4次调整，将汽油、石脑油、溶剂油和润滑油的消费税税额由0.2元/升提高到现在的1.52元/升；将柴油、航空煤油和燃料油消费税税额由0.1元/升提高到现在的1.2元/升。

资料来源：国家税务局、发改委、中信建投

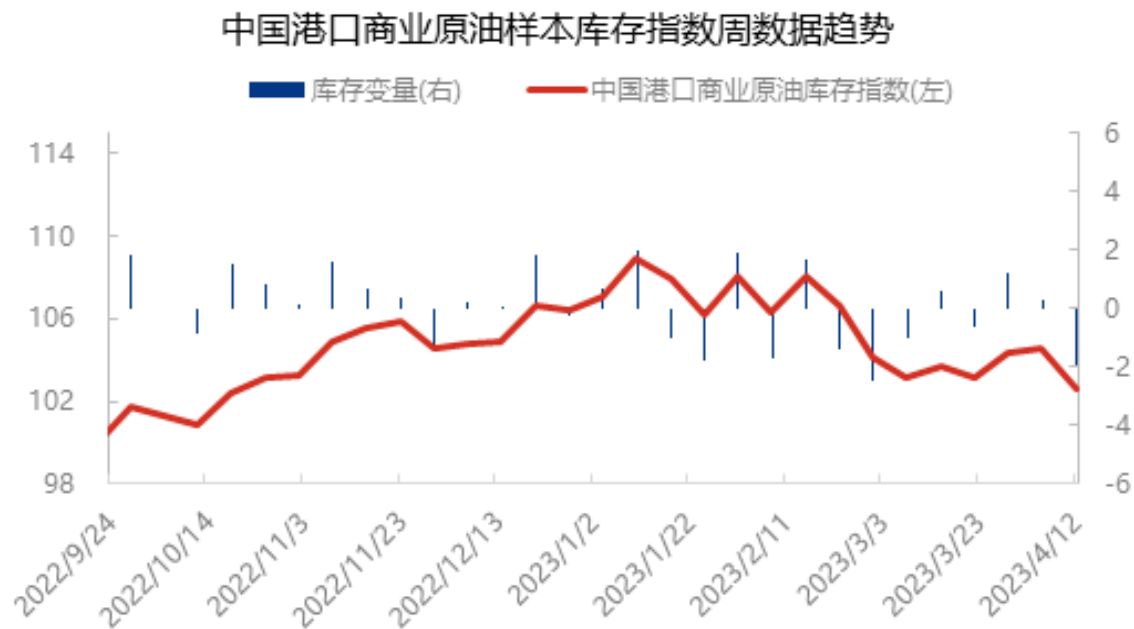
近两年国内成品油消费税监管力度加大，利好大型国营油企

- 由于成品油消费税的征税范围难以明确、部分民企通过操纵油品指标等非法手段将应税产品纳入非应税范围，造成消费税大量流失。近年来，多家税务机关通报虚开增值税专用发票案，涉案金额巨大，社会影响恶劣。
 - 2021年1月，山东省日照市公安局山海天分局侦破“11·26”特大案件，犯罪嫌疑人采取在全国多地注册石油化工类公司，并联系实际用票企业和非法贸易商，以品名“原油”、“重质油”、“沥青”等非应税产品发票虚开给“变票”公司，后经“变票”公司将非应税产品发票变更为“燃料油”的应税产品增值税专用发票，涉案价税高达1,500亿元。
 - 2022年1月，辽宁省税务局稽查局通报，盘锦市3家公司以篡改生产设备名称等方式为掩护、以虚开增值税专用发票为手段，通过将应税成品油变名为非应税化工品销售等方式，偷逃成品油消费税。涉案企业在规定期限内未能缴清税款、滞纳金和罚款，相关人员涉嫌构成虚开增值税专用发票罪和逃避缴纳税款罪，已依法移送司法机关。
- 2020年以来，政府强调加大成品油打击走私、偷税漏税等非法行为力度，扩大石脑油或燃料油消费税征收范围，规范油品市场，保证油品质量，有利于提升合法经营的大型国营油企品牌认可度；税收变严，民企价格优势丧失、开工率较低，竞争力降低，大型国营油企优势有望扩大。

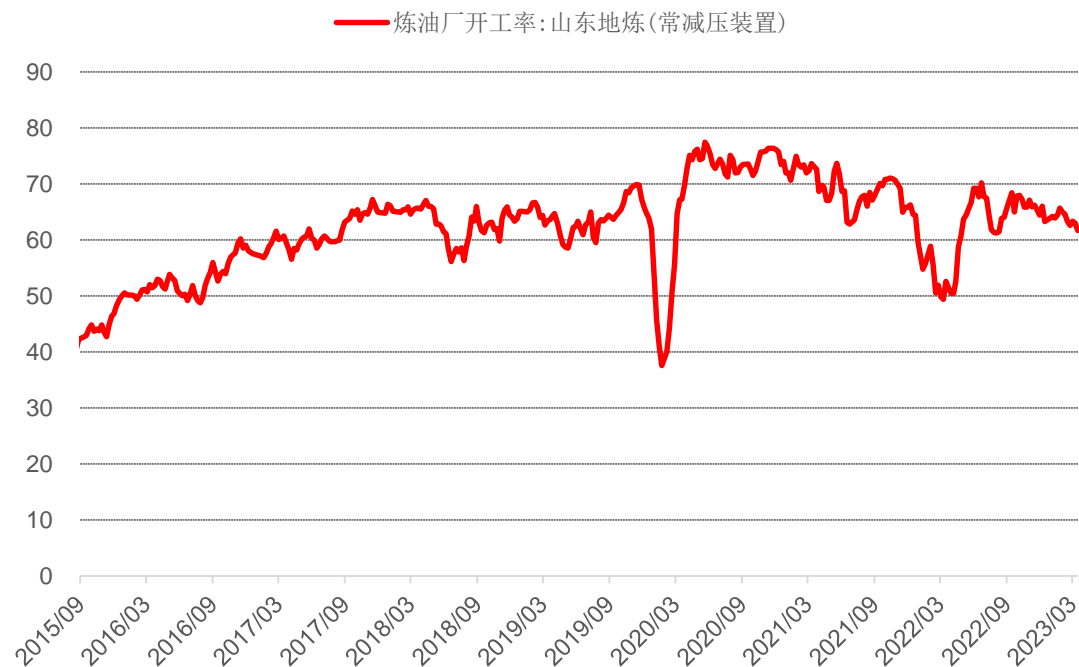
资料来源：CNKI、山东和辽宁省税务局、中信建投

内需复苏进入正在进行时, 监管趋严利好主营炼厂

图表：中国港口商业原油样本库存指数



图表：山东地炼炼厂开工率

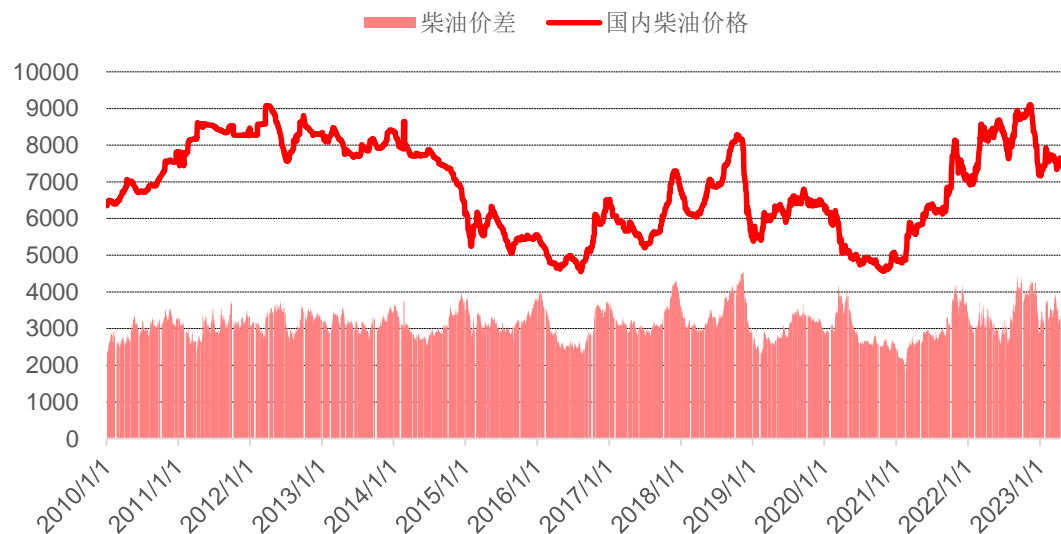


■ 复苏正在进行时, 监管趋严利好主营炼厂。作为原油主要进口国的我国的港口商业原油库存处于较低水平。同时对于地方炼厂的监管趋严将显著利好主营炼厂, 22年下半年以来山东独立炼厂常减压产能利用率持续下降。

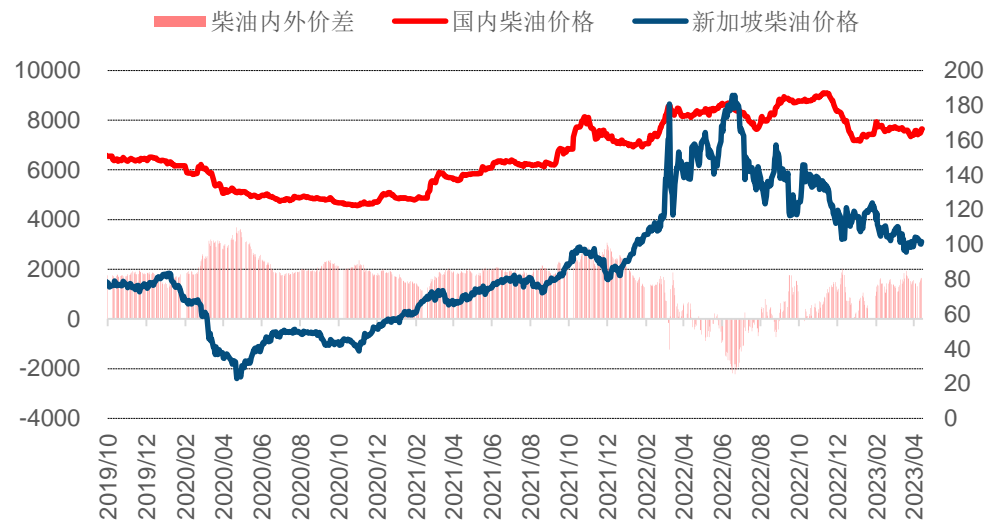
数据来源: 隆众咨询, 中信建投

2023年初以来柴油价格回升，价差逐步修复

图表：国内柴油价格以及柴油价差（元/吨）



图表：国内、新加坡柴油价格及价差（元/吨，美元/桶）

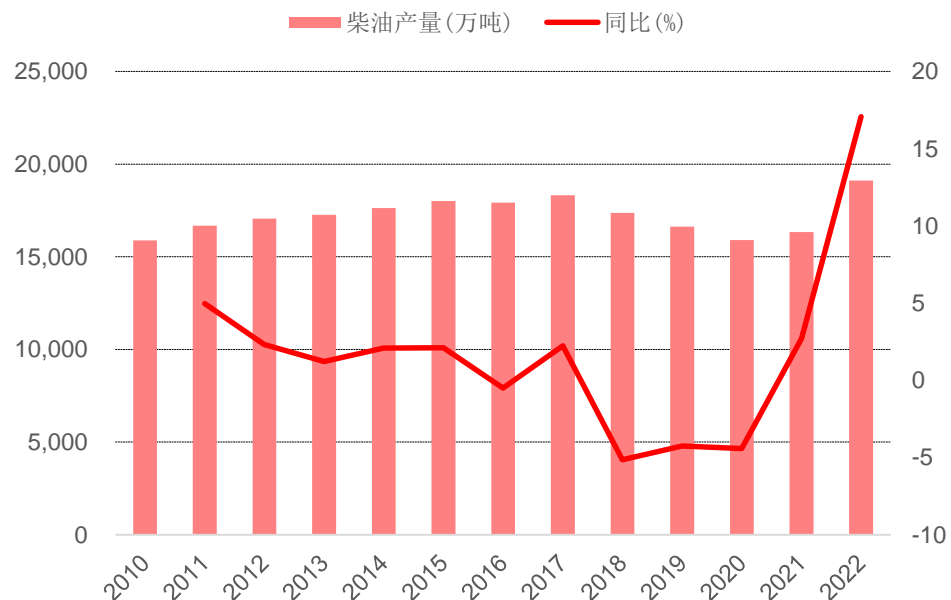


- 2021年以来，国内柴油价格随着原油支撑逐步走高，在2022年11月到达高位；2022年末柴油因为短期需求下滑和原油价格回落影响，价格和价差有所回调；2023年2月起，随着物流行业活跃度提升，柴油下游需求回暖，价格价差逐步回升。
- 2019年以来，除22年前两季度，国内柴油价格高于新加坡柴油价格。2023年以来，国内外柴油价差恢复稳定。

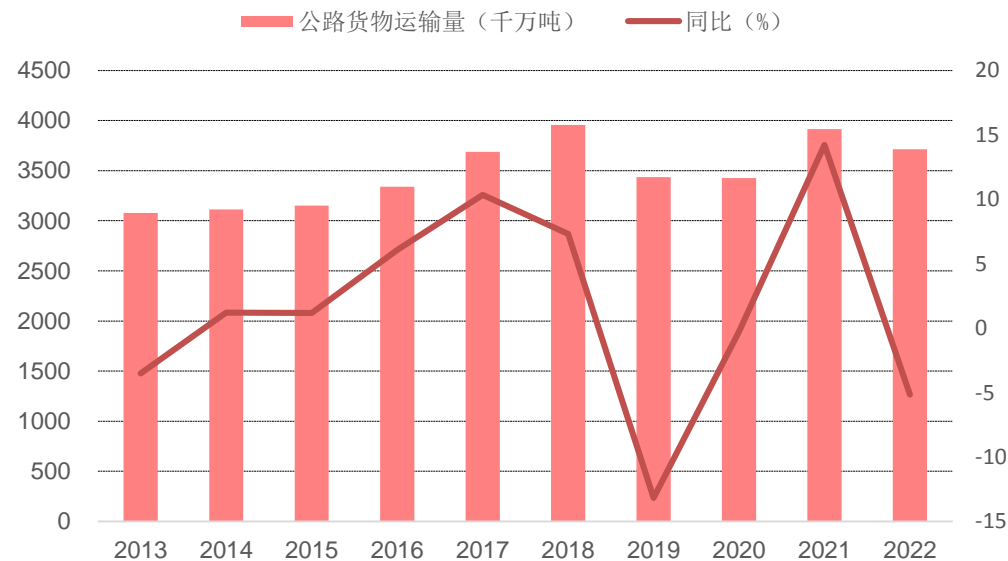
数据来源：Wind，中信建投

22年国内柴油产量提升，23年公路货物运输需求预期良好

图表：国内柴油产量及增速（万吨，%）



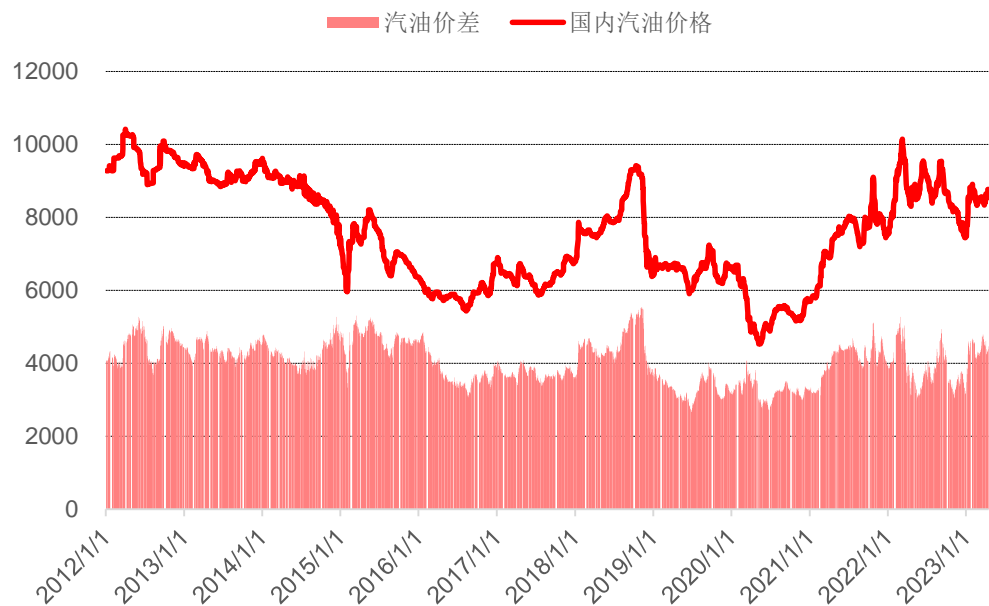
图表：国内公路货物运输量（千万吨/年，%）



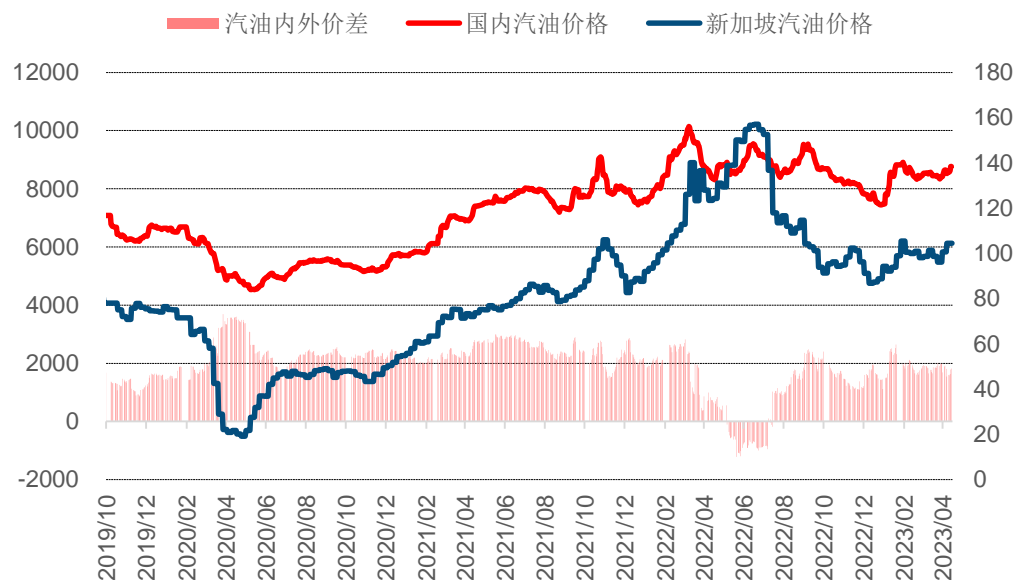
- 2022年，柴油表观消费量+11.8%，国内柴油产量为19,126万吨，同比+17.07%，达近年高位。
- 随着2023年国内生产生活全面恢复，公路货物运输及其他物流需求将进一步促进柴油需求提升。

23年初以来汽油价格价差显著回暖

图表：国内汽油价格以及汽油价差（元/吨）



图表：国内、新加坡汽油价格及价差（元/吨, 美元/桶）



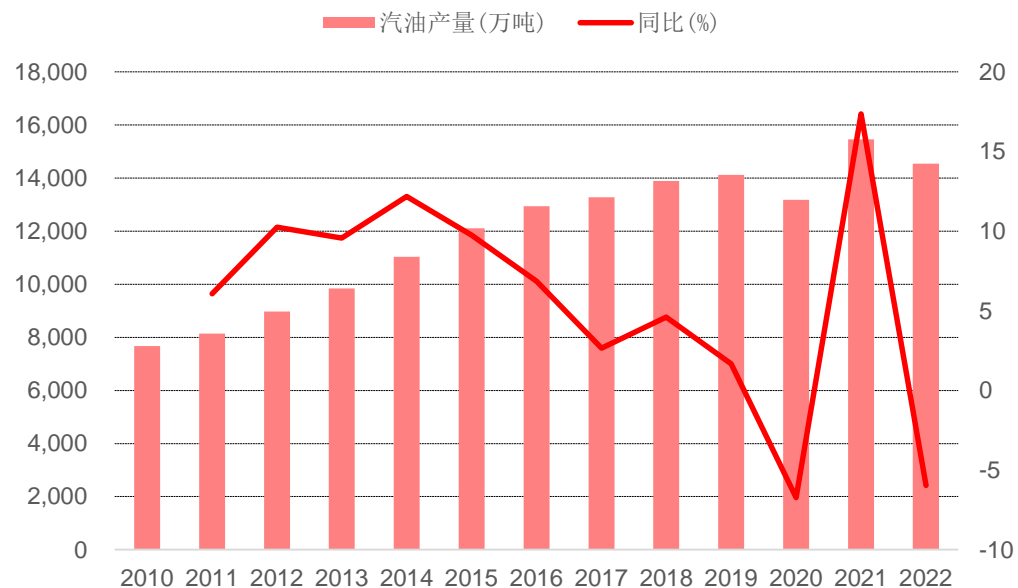
■受疫情影响，2020年至2022年国内公路交通出行需求承压。2023年春节节后，随着国际油价的持续走高和下游需求回暖，国内汽油价格上调且汽油价差抬升。

■22年Q2-Q3海外汽油价格大幅走高造成内外倒挂，2022年末后内外价差恢复正常。

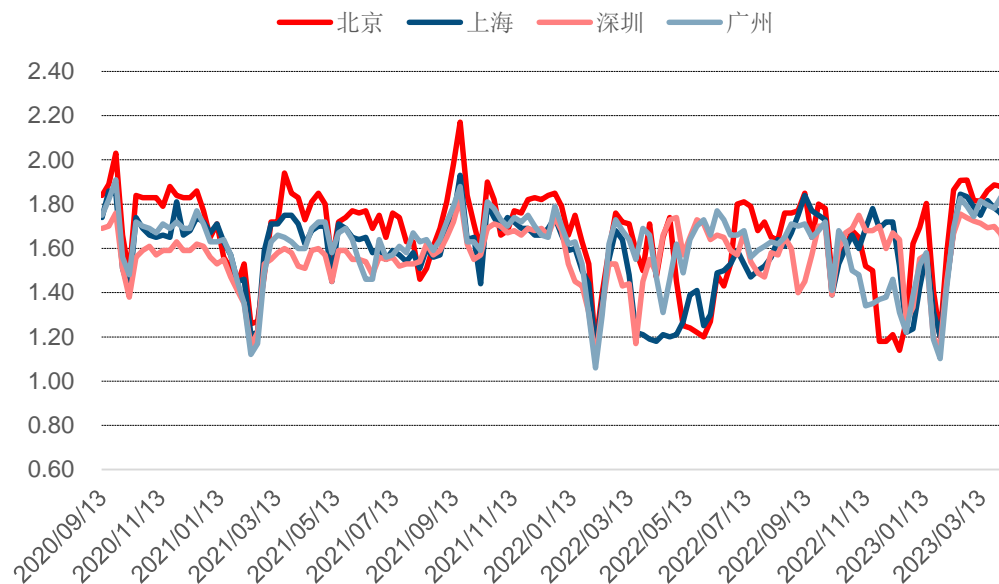
数据来源：Wind，中信建投

22年国内汽油产量走低，23年出行复苏促进汽油需求回暖

图表：国内汽油产量及增速（万吨，%）



图表：国内主要城市拥堵延时指数（周平均）



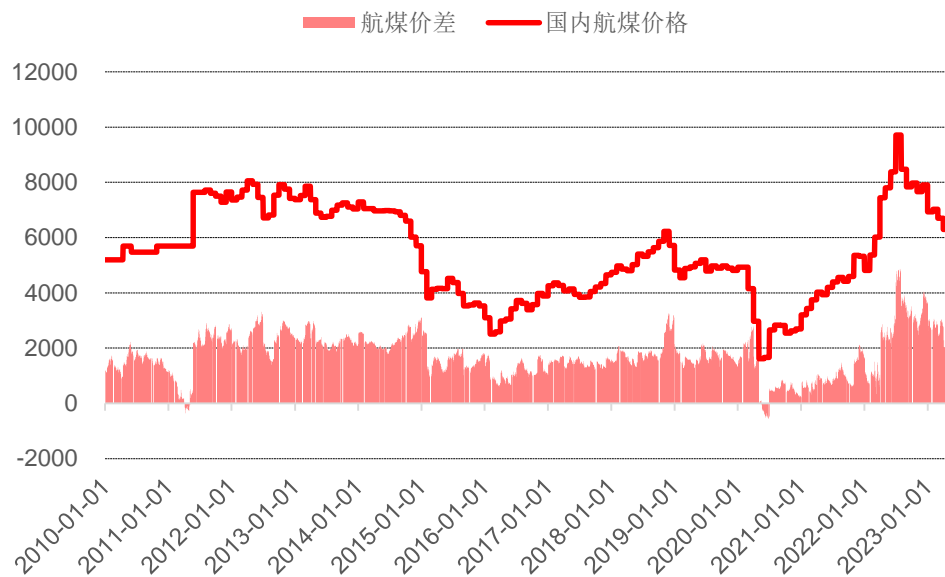
■2022年，受国内疫情对公路出行的影响，汽油需求降低，油企调低汽油产量。2022国内汽油产量14535.6万吨，同比-5.96%。

■2023年年初，城市交通机动车数量相比于往年同期有较大的增长。2023年2月北京市拥堵延时指数达1.91、上海市拥堵延时指数达1.85，且其他主要城市拥堵延时指数均达2022年以后历史高位，城市交通出行需求修复，汽油需求将显著回暖。

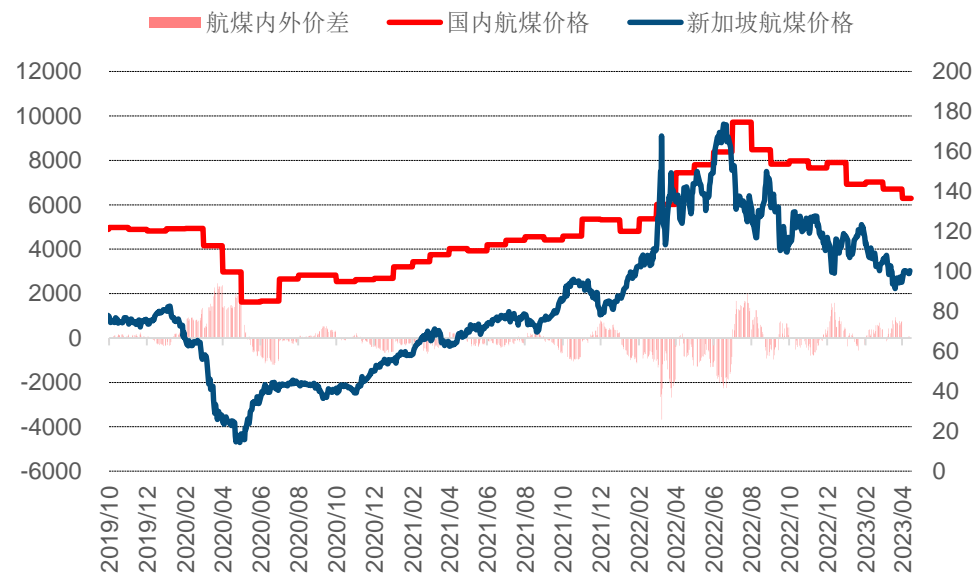
数据来源：Wind，中信建投

2023年国内煤油市场价格高位回落后维持震荡

图表：国内航煤价格以及航煤价差（元/吨）



图表：国内、新加坡航煤价格及价差（元/吨, 美元/桶）

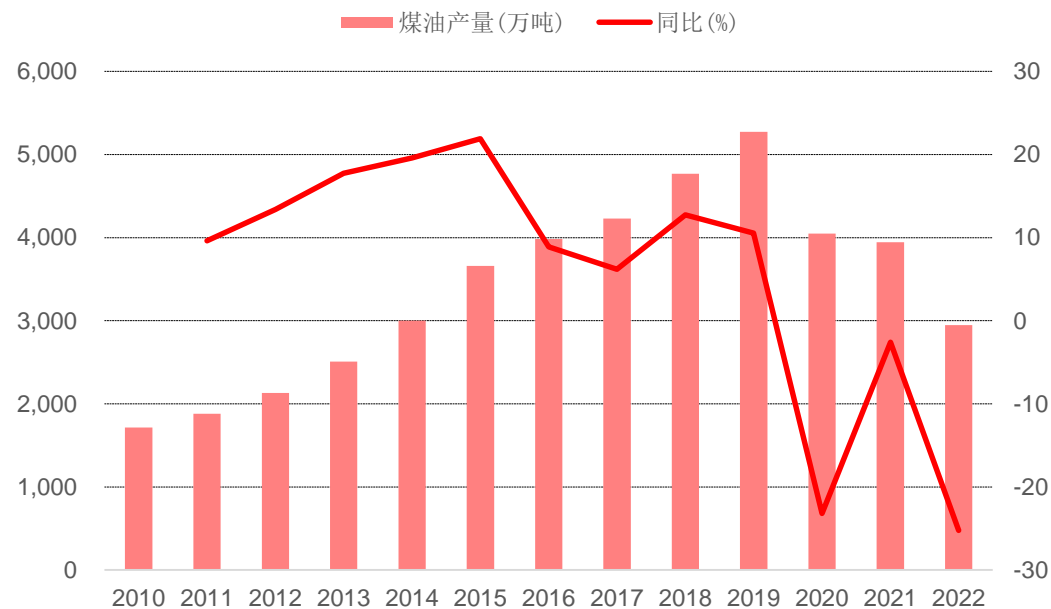


■2023年一季度，国内煤油市场价格高位震荡。今年我国煤油市场处在相对高位，一方面得益于原油价格高位支撑，另一方面则是全国疫情管控放开后，旅客出行频次及半径增加，民航对煤油需求显著增加。

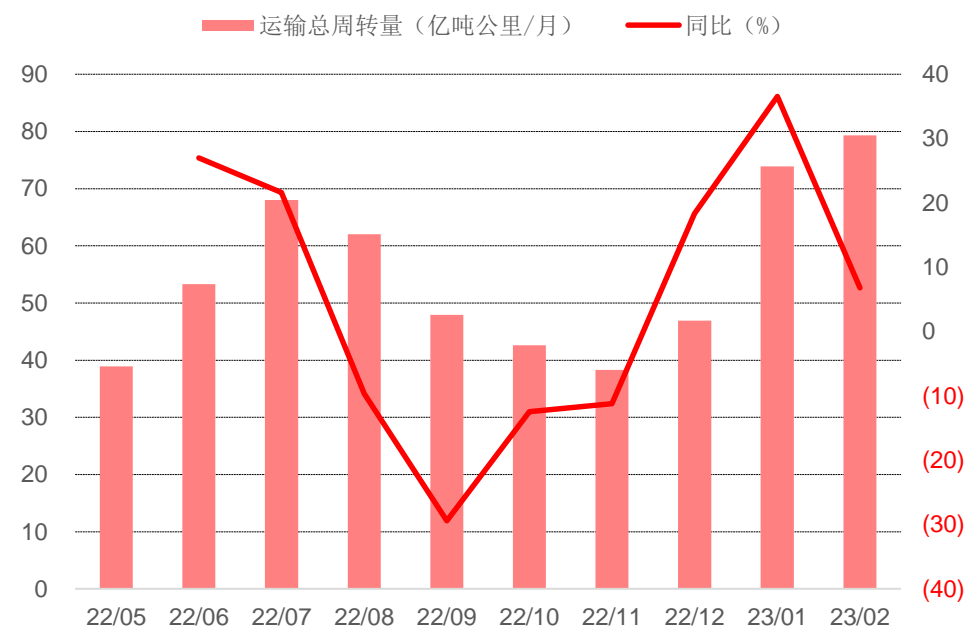
数据来源：Wind，中信建投

国内民航需求快速回升，航空煤油需求预期稳步提高

图表：国内航煤产量及增速（万吨，%）



图表：国内民用航空运输总周转量及增速（亿吨公里/月，%）

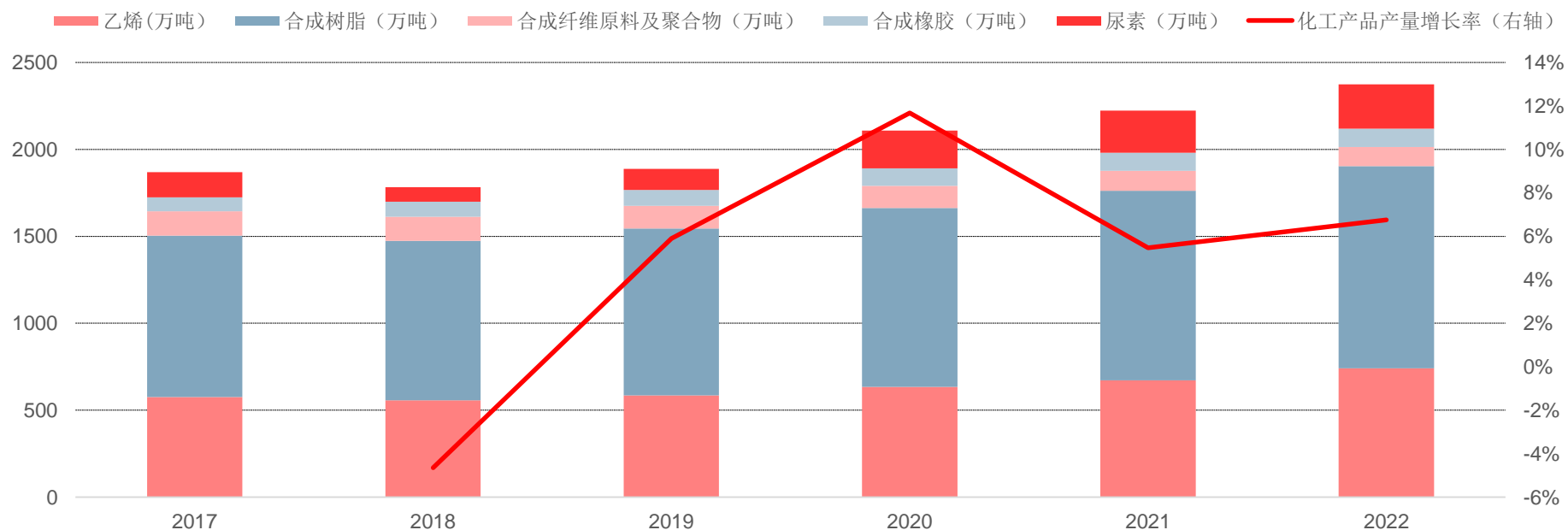


- 2022年，受国内疫情影响，航空煤油表观消费量航同比-32.4%，国内煤油产量2,949万吨，同比-25.22%。
- 航线运输量上升带动航空煤油需求增加。国内运输周转总量从2022年11月的38.3亿吨公里增加至2023年2月的79.3亿吨公里，带动航空煤油需求预期稳步提升。

数据来源：发改委、民航局、Wind，中信建投

公司灵活优化产品结构和装置负荷，适当减油增化、减油增特

图表：公司各类化工产品产量及整体增速

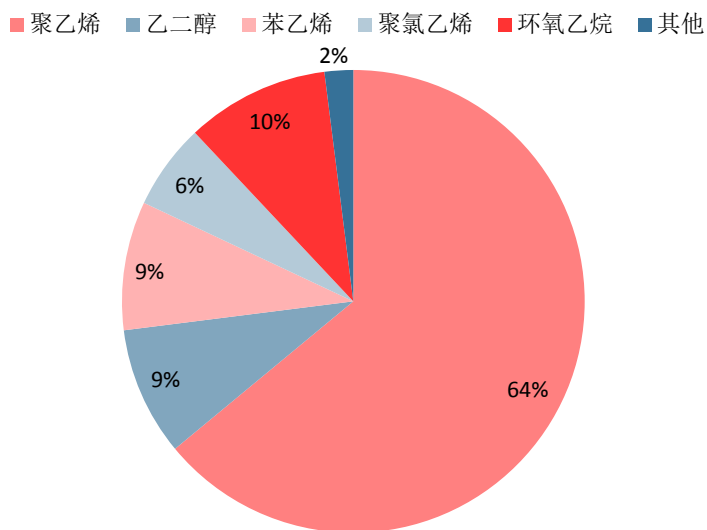


■公司化工板块主要有五大类产品，分别为乙烯、合成树脂、合成纤维原料及聚合物、合成橡胶、尿素。2022年公司把握行业发展和市场需求变化，持续推进转型升级，及时优化生产装置负荷和产品结构，坚持减油增化、减油增特。2022年公司化工产品产量共计2373.1万吨，同比增长6.8%，其中乙烯、合成树脂和尿素产量分别为741.9/1162.0/254.9万吨，同比+10.5%/+6.6%/+5.2%。

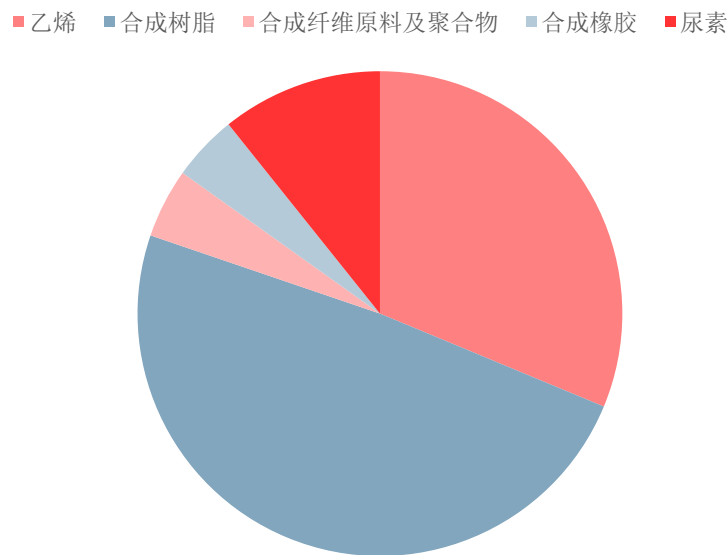
数据来源：公司公告，中信建投

公司不断推进化工品相关产业布局

图表：中国乙烯下游消费结构



图表：2022年公司化学产品生产结构



■ 乙烯下游主要应用于聚乙烯，2022年占比达64%，其次分别为环氧乙烷、乙二醇、苯乙烯和聚氯乙烯等，分别为10%/9%/9%/6%。聚乙烯是制作合成树脂、包装袋和塑料袋等产品的原料；其他产品可作为下游新材料产品的主要原料。

■ 中国石油不断优化乙烯原料供应，保持乙烯、芳烃装置高负荷运行，努力增产高附加值化工产品。坚持“基础+高端”发展思路，推动吉林石化、广西石化乙烯项目建设。伴随公司不断推进乙烯相关产业布局，乙烯生产有望进一步发展。2022年，乙烯、合成树脂、尿素产量分别比上年同期增长10.5%、6.6%、5.2%，化工新材料产量85.5万吨，比上年同期增长56.3%。

“基础+高端”发展思路，公司众多乙烯项目处于建设进程中

图表：中石油近期及未来重点乙烯项目列示

项目名称	投资额	装置产能	投产时间	经济效益
广东石化炼化一体化项目	654亿元	2000万吨/年炼油、260万吨/年芳烃、120万吨/年乙烯	2023年2月	预计年销售收入可达820亿元
大连石化搬迁改造项目	超700亿元	2000万吨/年炼油、240万吨/年乙烯（分两期建设）	2024年（一期）	预计新增产值1500亿元
广西石化炼化一体化升级项目	305亿元	120万吨/年乙烯裂解装置	2025年	预计年产值约300亿元
吉林石化120万吨/年乙烯装置建设项目	37.29亿元	120万吨/年乙烯装置，60万吨/年ABS、60万吨/年苯乙烯装置等21套炼油化工装置	2025年	-
兰州石化转型升级乙烯改造项目	231.7亿元	120万吨/年乙烯装置	2025年	-
兰州石化长庆二期项目	-	120万吨/年乙烯装置	-	每年新增工业增加值200亿元
独山子石化公司塔里木120万吨/年二期乙烯项目	80.4亿元	120万吨/年乙烯及下游装置	-	-
大庆石化乙烯装置脱瓶颈及下游配套项目	-	改造后乙烯总产能将达到138万吨/年	-	-
抚顺石化技术改造项目	-	加速推进与大小乙烯装置整合。14万吨/年乙烯裂解装置（小乙烯），结合DCC项目、80万吨/乙烯裂解装置（大乙烯）扩能改造项目，大小乙烯整合成一套100万吨/年乙烯裂解装置，优化后能耗达到行业标杆水平，降低至590千克标油/吨以下。	2025年	-

■2022年，公司坚持“基础+高端”的发展思路，推动吉林石化、广西石化乙烯项目建设，加快辽阳石化、大庆石化相关新产品研发。2023年2月12日，广东石化炼化一体化项目年120万吨乙烯装置投料试车成功，标志着中国石油南方炼化基地广东石化打通炼化一体化项目全流程，进入全面试产阶段。2023年3月27日，兰州石化转型升级乙烯改造项目完成房屋及构（建）筑物实施拆除。2023年3月28日，中国石油广西石化炼化一体化转型升级项目在钦州举行开工仪式。2023年4月1日，吉林石化公司炼油化工转型升级项目乙烯小总体项目举行开工仪式。

实现产品高性能化，提升附加值，是提升烯烃产品竞争力的关键

图表：石脑油裂解法和煤制烯烃法生产乙烯所需成本（元/吨）



图表：石脑油和煤制烯烃碳排放及耗水量对比

来源	原料消耗或转化能耗	生产过程CO2排放量 /t · t ⁻¹	耗水（废水）量/t · t ⁻¹
石油脑制烯烃	550kg标油/t（能耗）	1—2	3.5—4.5
煤制烯烃	5.7标煤/t	11	22

图表：石脑油和煤制烯烃混合碳四组成对比

来源	异丁烷	正丁烷	异丁烯	1-丁烯	2-丁烯	丁二烯	炔烃
石油脑制烯烃	1	2	22	14	11	48	2
煤制烯烃（包括MTO）	0.3	4.8	4.4	22.6	66.5	14	-

■实现产品高性能化，提升附加值，是提升烯烃产品竞争力的关键。采用石脑油蒸汽裂解技术，双烯收率为50%左右，副产品包括丁二烯、苯、甲苯、二甲苯及碳五组分等，应该充分发挥共聚牌号生产优势，开发满足市场需求各类产品，实现产品的高性能化和高附加值化，提质增效，增强市场竞争力。

■在当前全球石化市场竞争日趋激烈的新形势下，我国乙烯生产企业既面临良好机遇，也面临严峻挑战。未来可加强甲烷制乙烯和合成气制乙烯的研究开发投入，力争催化剂等核心技术的突破和解决工程技术问题，早日实现工业化应用。

数据来源：百川盈孚，《我国乙烯生产工艺现状与发展趋势分析》，中信建投

目录

01 公司概况与中特估

02 油气和新能源板块

03 炼油化工和新材料板块

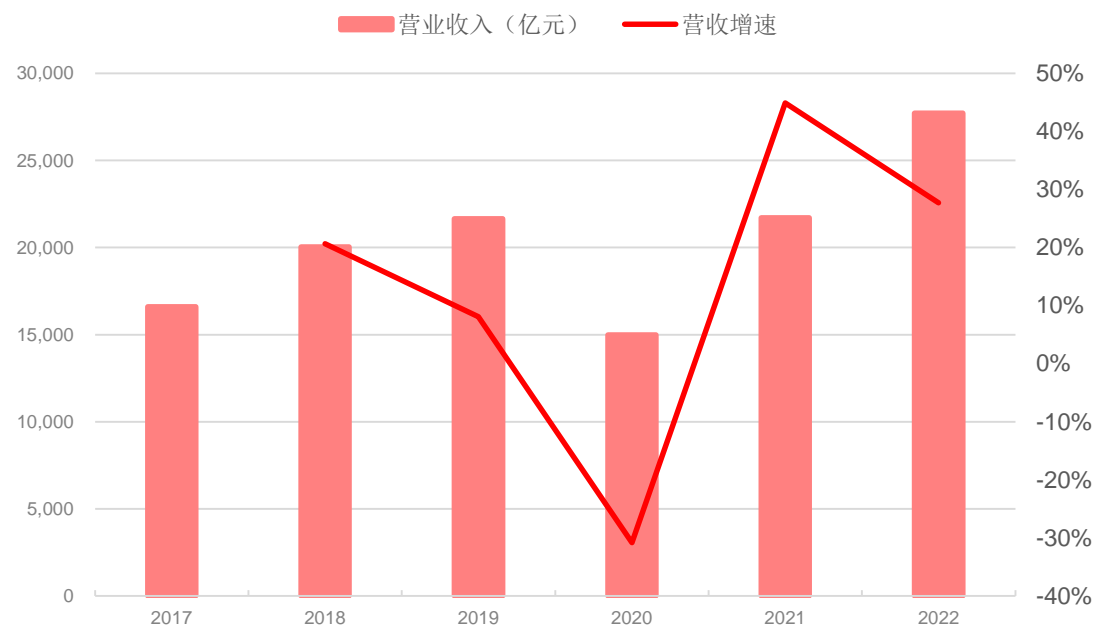
04 销售板块

05 天然气销售板块

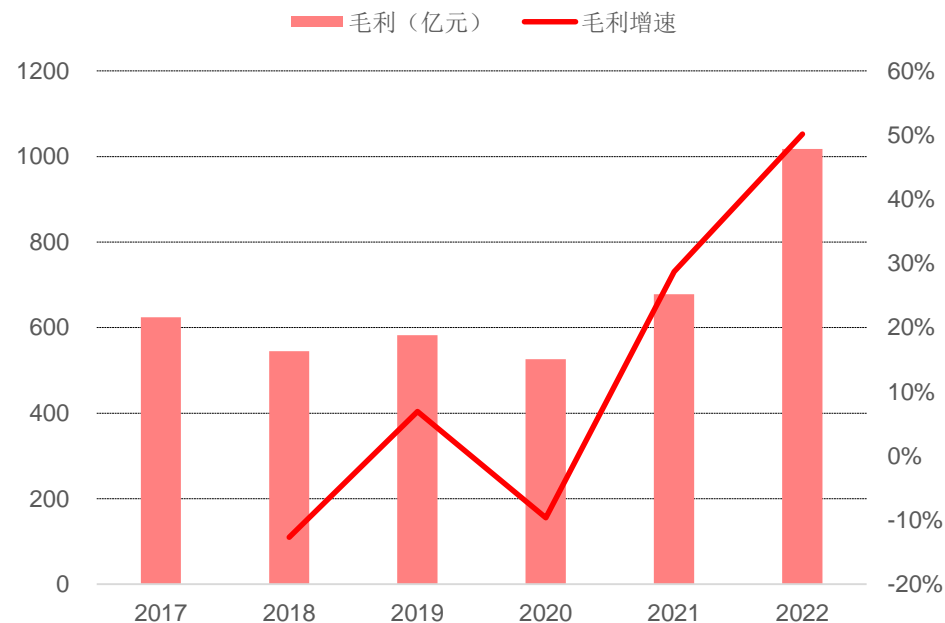
06 盈利预测及风险提示

受成品油价格上升及国际贸易收入增加影响，销售业务毛利大增

图表：销售板块营收及增速



图表：销售板块毛利及增速

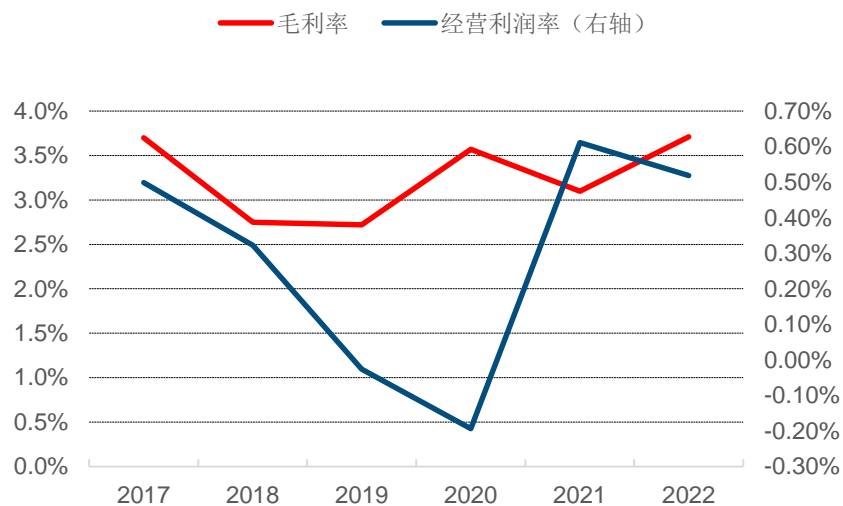


■公司的销售分部从事炼油产品和非油品的销售以及贸易业务。2022年，受成品油价格上升及国际贸易收入增加影响，公司销售板块实现营业收入27718.9亿元，同比+27.7%。公司销售业务积极应对市场需求下降的不利形势，优化资源调配，保障产业链总体供应；同时积极拓展海外份额油气销售渠道，努力实现经济效益最大化。2022年公司销售板块实现毛利润1018.5亿元，同比+50.1%。

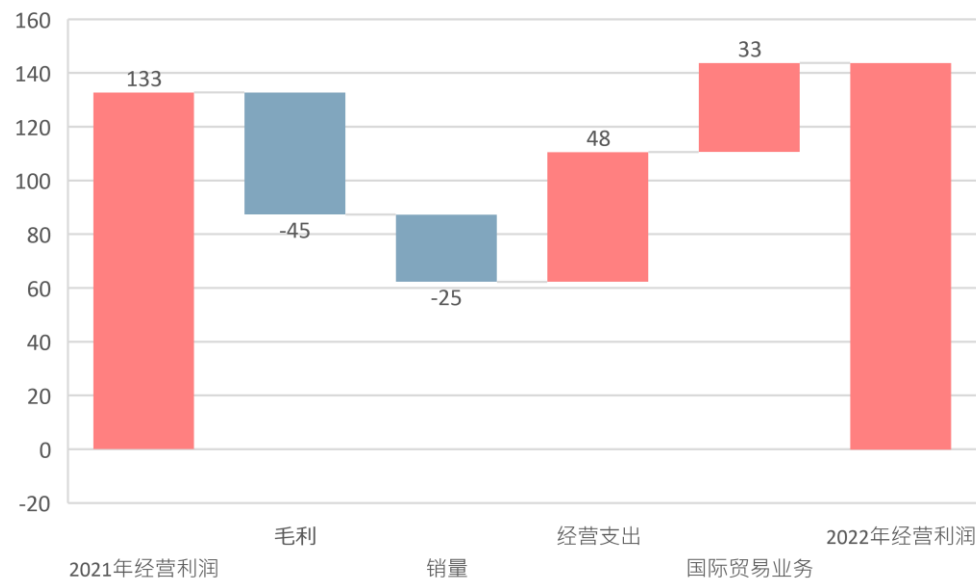
数据来源：Wind，中信建投

公司抓住有利时机，优化营销策略，市场份额不断提升

图表：销售板块毛利率与经营利润率（右轴）



图表：2022年销售板块经营利润变动结构（单位：亿元）

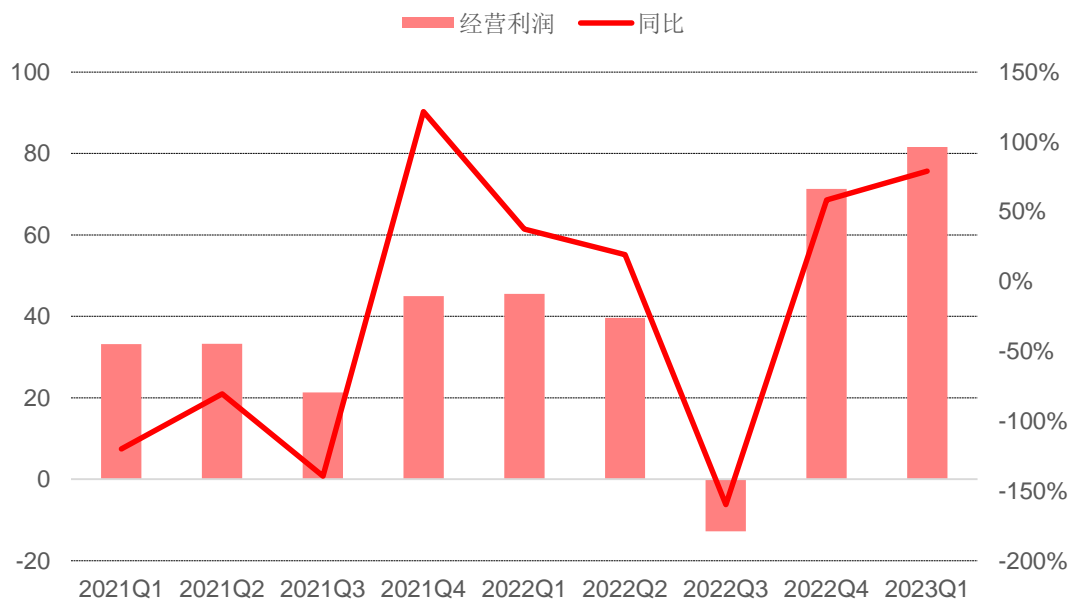


■公司销售板块毛利和经营利润显著上升。2022年公司抓住国内成品油市场秩序不断规范发展的有利时机，坚持成品油和非油产品互相促进等策略，市场份额不断提升。2022年公司销售板块实现毛利率3.7%，同比+0.6pct。2022年公司销售板块经营利润率达0.5%，同比-0.1pct。

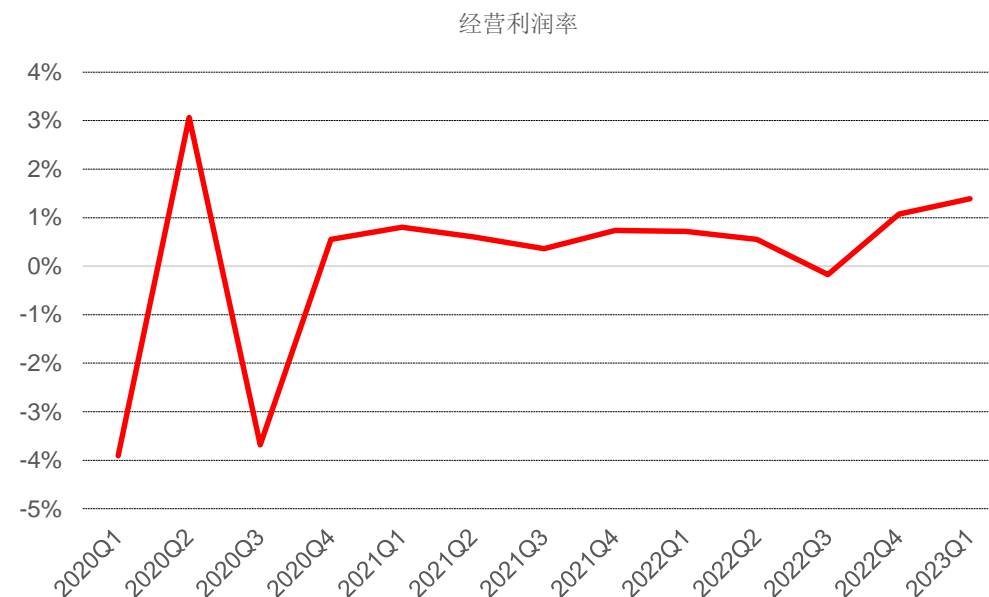
■2022年公司销售业务板块实现经营利润143.7亿元，同比增长8.3%；其中国际贸易实现经营利润113.2亿元，同比增利33.2亿元。2022年销售分部的资本性支出为人民币50.7亿元，主要用于国内加油加气站终端销售网络建设，拓展加氢站等新能源项目，以及海外油气储运和销售设施建设等。

季度营收与利润：成品油国际贸易收入增长，经营利润回升

图表：销售板块季度经营利润及增速（亿，%）



图表：销售板块经营利润率



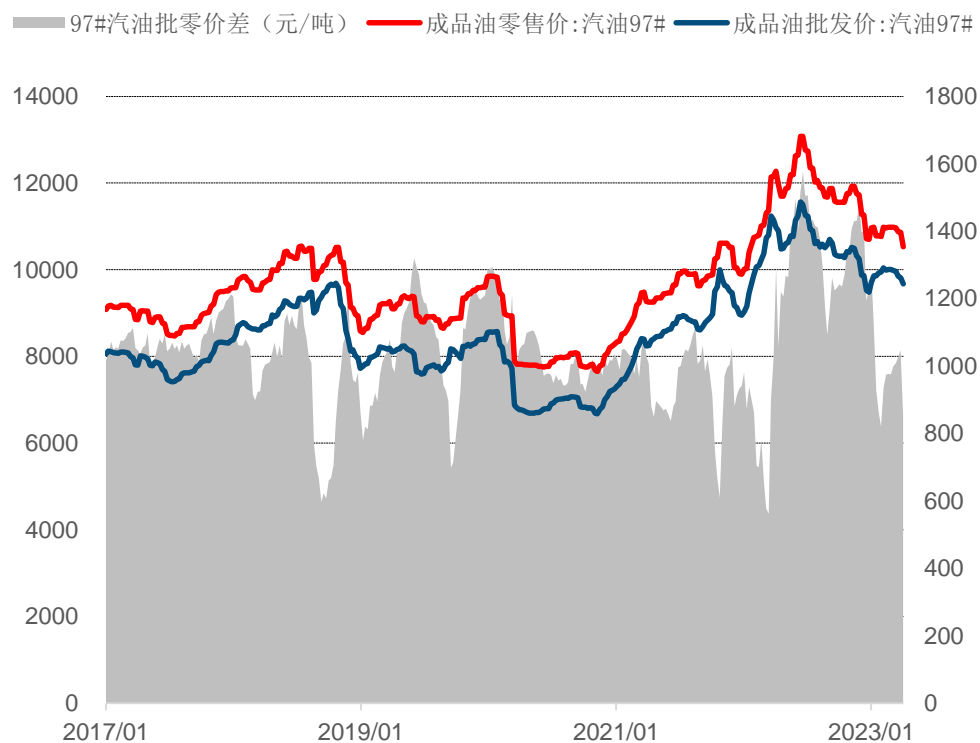
注：公司分板块季度业务数据采用国际会计准则。

■2023年第一季度，公司销售业务抓住国内成品油市场需求回暖的有利时机进行扩销、降库；推进国际贸易，提升产业链整体效益。销售成品油3757.5万吨，同比+6.5%，国内销售成品油2729.0万吨，同比+9.5%。公司在国际贸易业务方面积极研判市场价格走势，贸易利润大幅增长，实现经营利润人民币81.56亿元，同比+79.0%，经营利润率达1.39%。

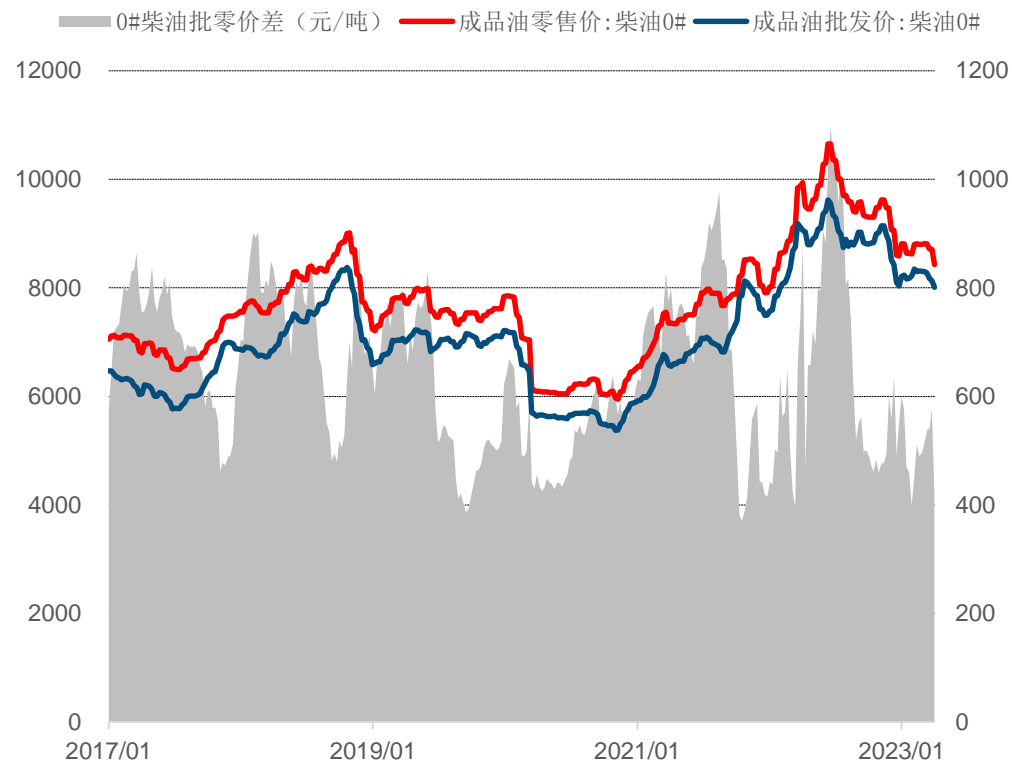
数据来源：Wind，公司公告，中信建投

汽柴油批零价差底部回暖，将利好中石油成品油销售

图表：97#汽油批零价差（元/吨）



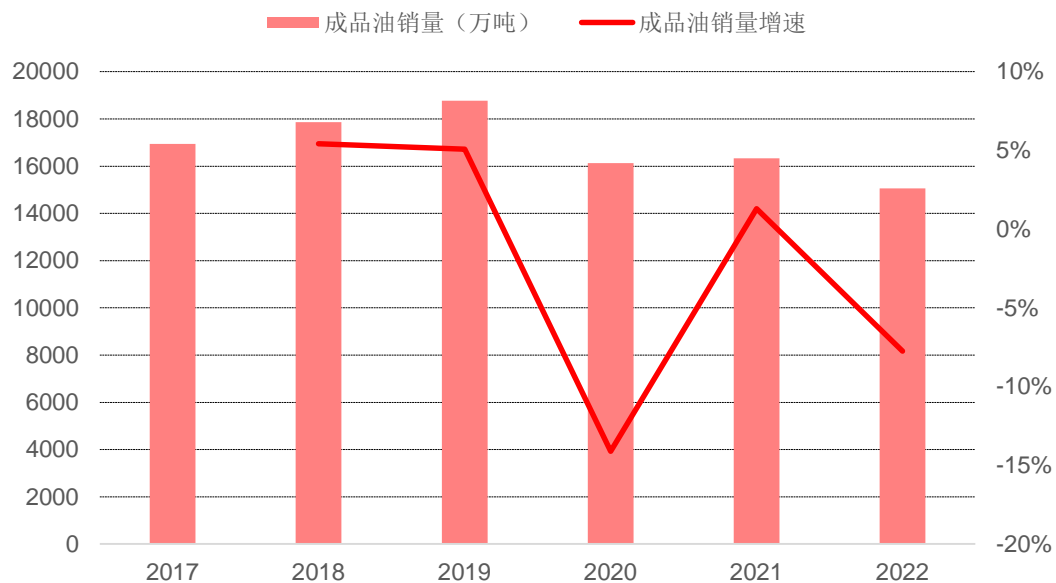
图表：0#柴油批零价差（元/吨）



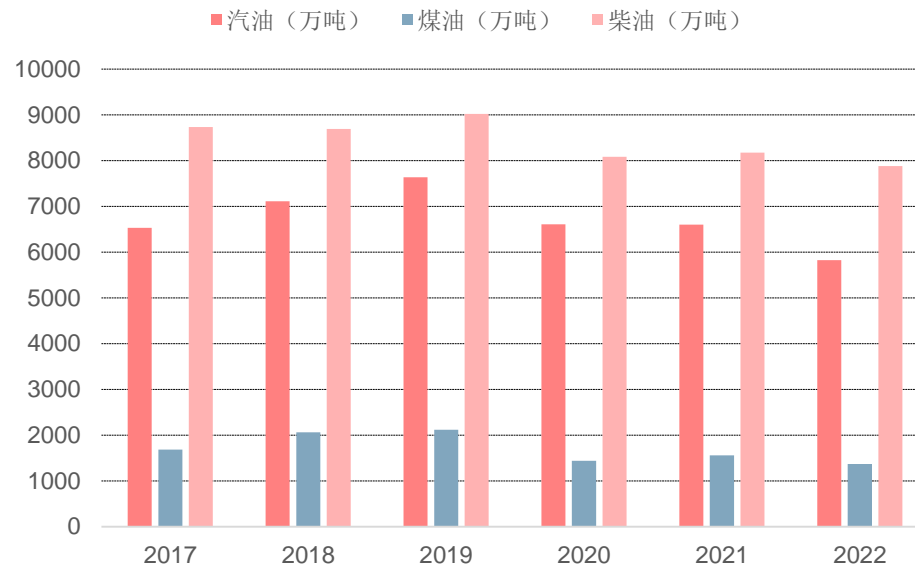
数据来源: Wind, 中信建投

近三年成品油需求受疫情影响收缩，2023年有望迎来修复

图表：中国石油成品油销量及增速



图表：国内汽油、煤油、柴油销量 (万吨)

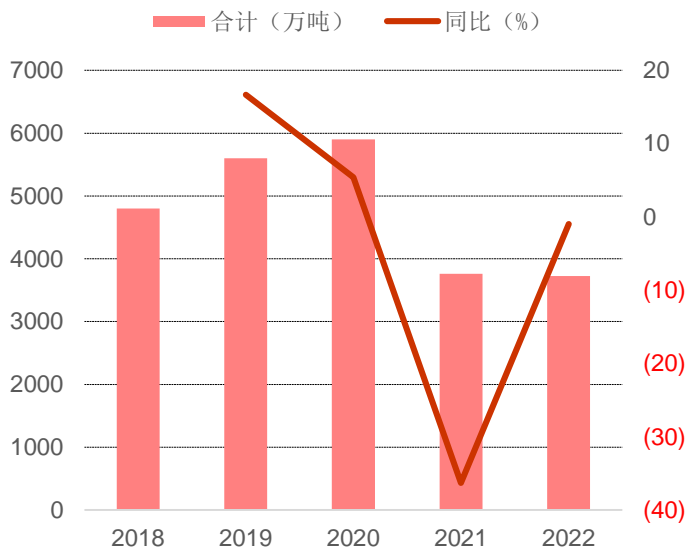


■2020年以来，受疫情和经济下行压力影响，成品油市场需求收缩，总销量呈下行趋势；其中，2022年成品油总销量大1.5亿吨，同比下降7.8%；且汽油、柴油和煤油销量均有小幅下滑。中石油近年来优化资源调配和库存管理，确保炼油业务生产后路畅通，保障产业链总体稳定；并抓住国内成品油市场秩序不断规范的有利时机，坚持批发零售一体、成品油和非油产品互相促进、线上线下融合等策略，努力提高市场份额。2023年以来，经济逐步恢复，生产基建量和民众出行量均同比回升，成品油总销量有望上升。

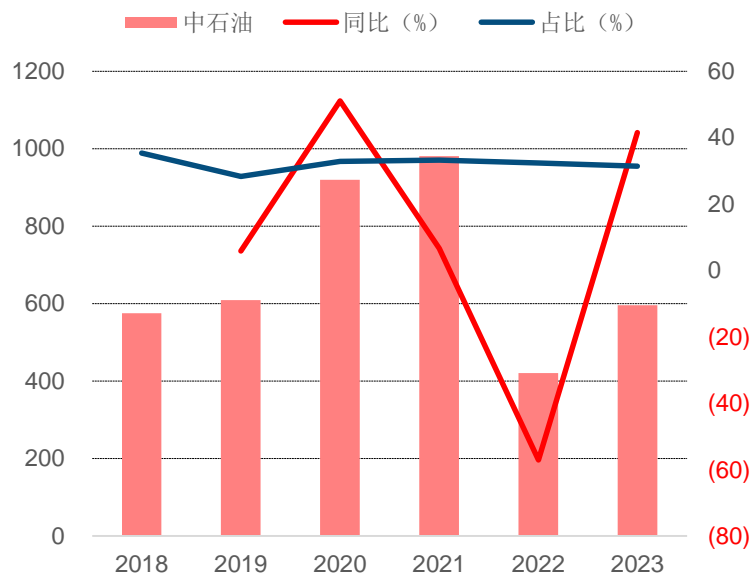
数据来源：Wind，公司公告，中信建投

成品油出口配额回升，公司海外贸易业务前景广阔

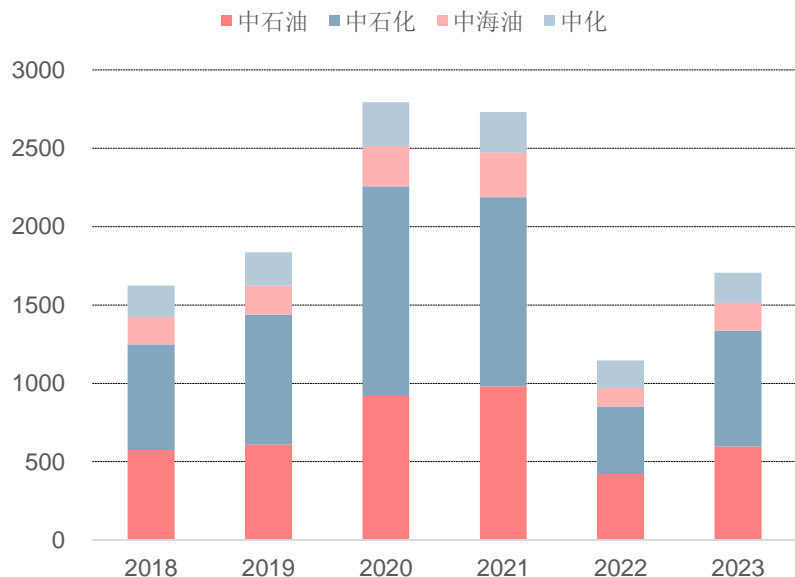
图表：近年成品油出口配额(万吨)



图表：近年石油第一批成品油出口配额(万吨)



图表：近年第一批成品油出口配额主要公司份额 (万吨)



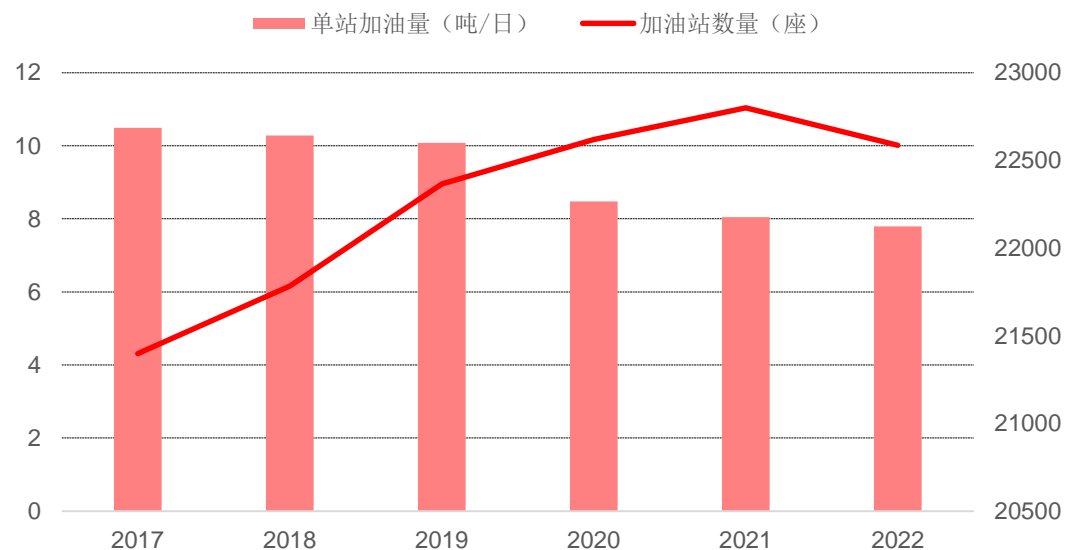
■在国际油价中枢维持高位、俄罗斯油品出口受限、国际油品供应收紧的背景下，国内成品油出口配额趋向放松，提振国内油企出口量以增收创效。2023年第一批成品油出口配额共计下发1899万吨，同比+46%。

■2018-2022年，中石油成品油出口配额仅次于中石化，占比维持在32%左右，且公司2023年第一批成品油出口配额为596万吨，较去年同比+42%。2023年公司海外业务量价前景广阔，盈利空间将进一步提升。

资料来源：金联创、国家发改委、中信建投

中国加油站数量全国第二，资产重估空间显著

图表：中国石油加油站数量（右轴）和单站加油量（左轴）



图表：和顺石油市值情况

和顺石油加油站效益市值情况	2019	2020	2021	2022
自营	30	34	64	64
对外租赁		2	2	2
加油站数量合计	30	36	66	66
报告期末市值	-	51	40	32
单位市值 (亿元/座)	-	1.42	0.61	0.49
报告期年化业绩	1.6	1.7	0.9	1.0
单位年化利润 (百万元/座)	5.4	4.7	1.4	1.6

■2022年公司加油站数量达22586座，规模效益优越。但因为受到经济下行及疫情冲击影响，公司单站加油量呈下滑趋势，由2017年的10.49吨/日下降到2022年的7.79吨/日，2022年同比下降3.23%。在经济环境复杂的态势下，公司积极适应能源消费新趋势，积极推进加油站、加气站、充换电站、光伏站和综合能源服务站等销售网络建设；探索“油品+商品+服务”营销模式，努力扩大非油业务销售规模。未来随着经济逐步复苏，加油站数量及单日加油量均有望逐步回升，将为中石油带来经济回升点。

■昆仑好客是中国石油旗下非油业务品牌，目前昆仑好客便利店遍布全国31个省区市，总量超过2万座，日服务进站客户达千万人次。

数据来源：Wind，公司公告，中信建投

目录

01 公司概况与中特估

02 油气和新能源板块

03 炼油化工和新材料板块

04 销售板块

05 天然气销售板块

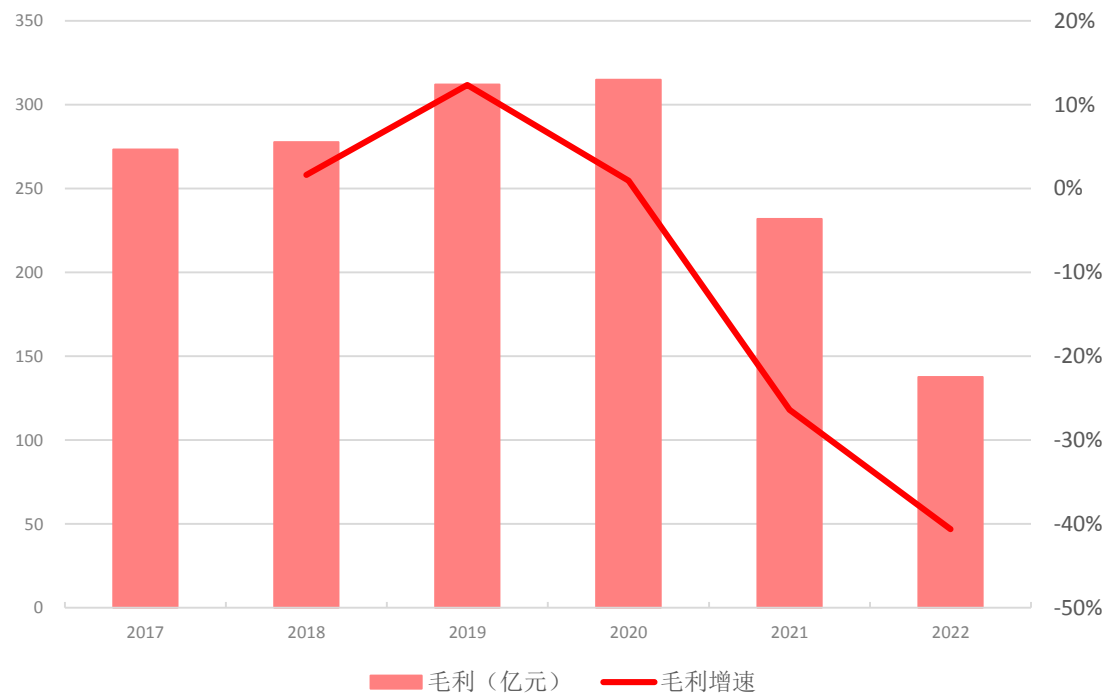
06 盈利预测及风险提示

收入与毛利：天然气销售量价齐升，进口气价高企压缩利润

图表：天然气销售板块营收及增速



图表：天然气销售板块毛利及增速

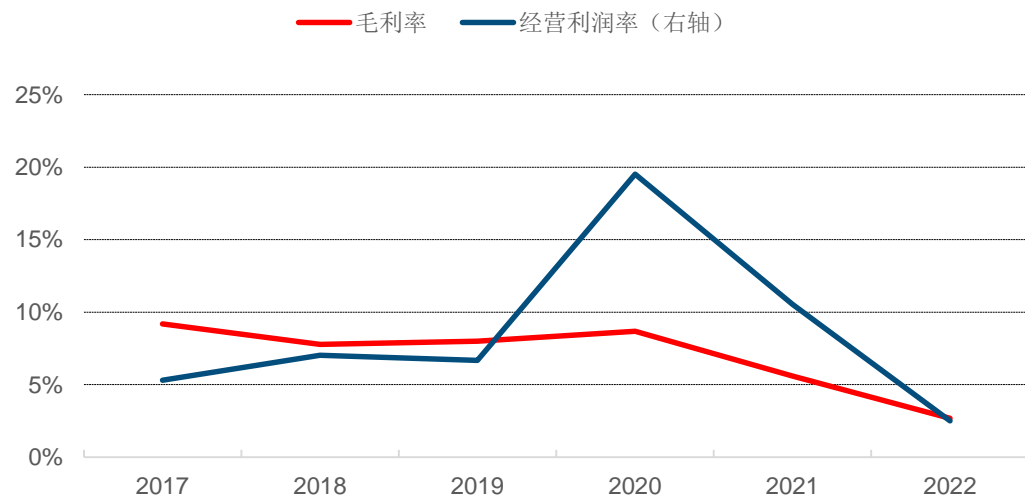


■天然气销售量价齐升，进口天然气价格大涨压缩毛利。2022年，天然气销售分部实现营业收入人民币5,192亿元，同比+25%，主要由于天然气销售量价齐增。板块毛利138亿，同比下滑41%，主要是进口天然气价格大涨导致。

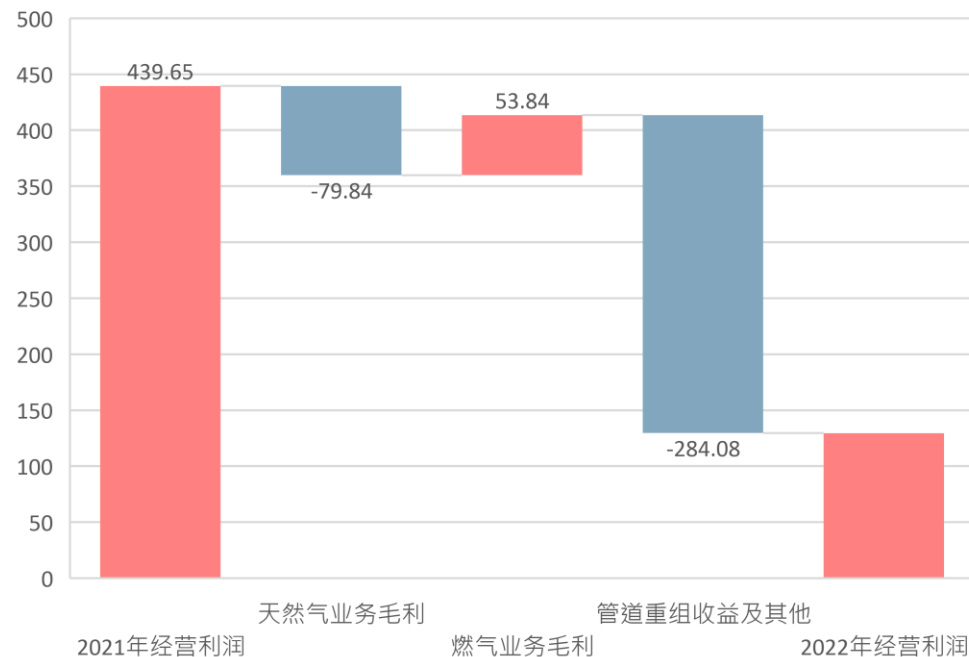
数据来源：Wind，中信建投

利润率：进口高气价下利润承压，管道重组降低经营利润

图表：天然气销售板块毛利率和经营利润率



图表：天然气销售板块经营利润变动拆分

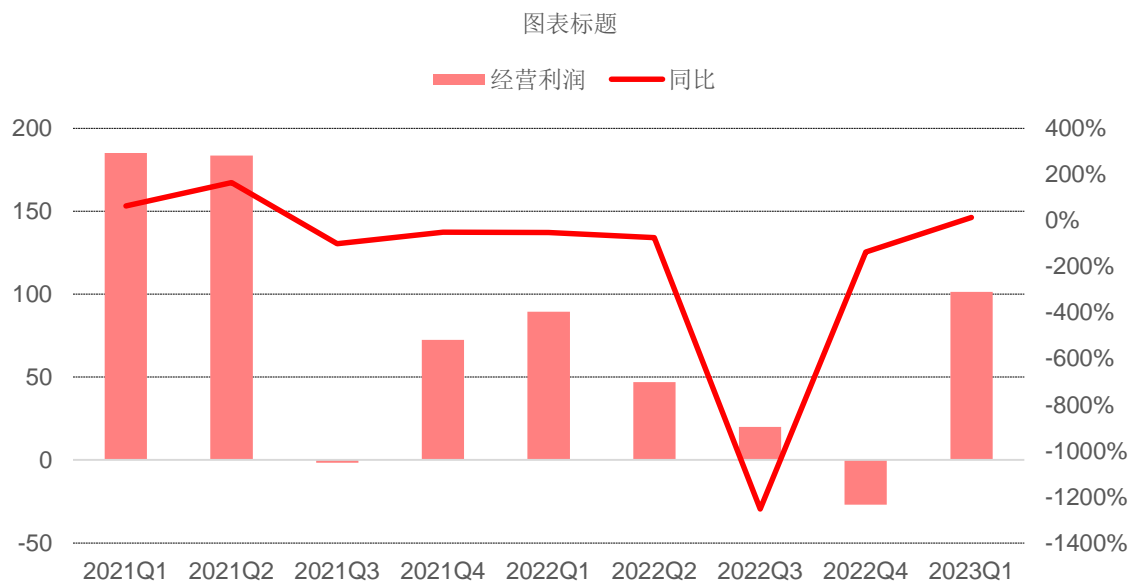


■进口高气价压缩利润率，管道重组降低经营利润。2022年公司毛利率为2.68%，同比-3pct，经营利润率2.52%，同比-8pct。公司2022年经营利润为130亿，同比-71%。其中，毛利变化减利80亿，管道重组及收益变化减利284亿，燃气业务毛利增利54亿。

数据来源：Wind，中信建投

季度业绩：经营利润大幅回升，环比扭亏为盈

图表：天然气销售板块季度经营利润及增速（亿，%）



图表：天然气销售板块季度经营利润率

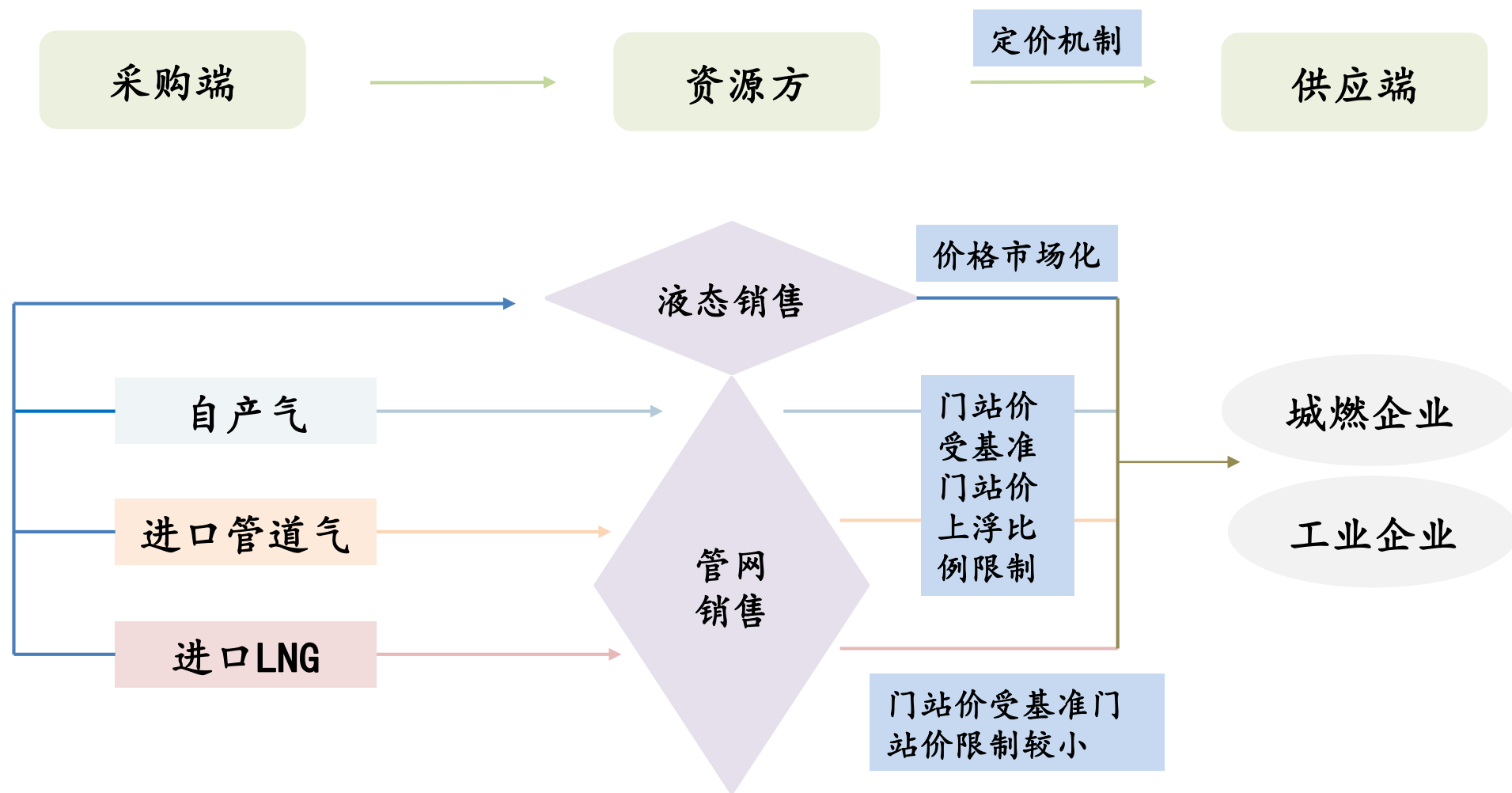


注：公司分板块季度业务数据采用国际会计标准。

■2023年第一季度，公司天然气销售业务持续优化资源结构，控制进口天然气成本；开拓高端高效市场和直销客户，加强终端零售网络建设。公司实现国内销售天然气623.92亿立方米，同比+2.9%。由于国产气销售及终端零售业务利润增加，天然气销售业务实现经营利润人民币101.36亿元，同比+13.3%。经营利润率回升至6.33%。

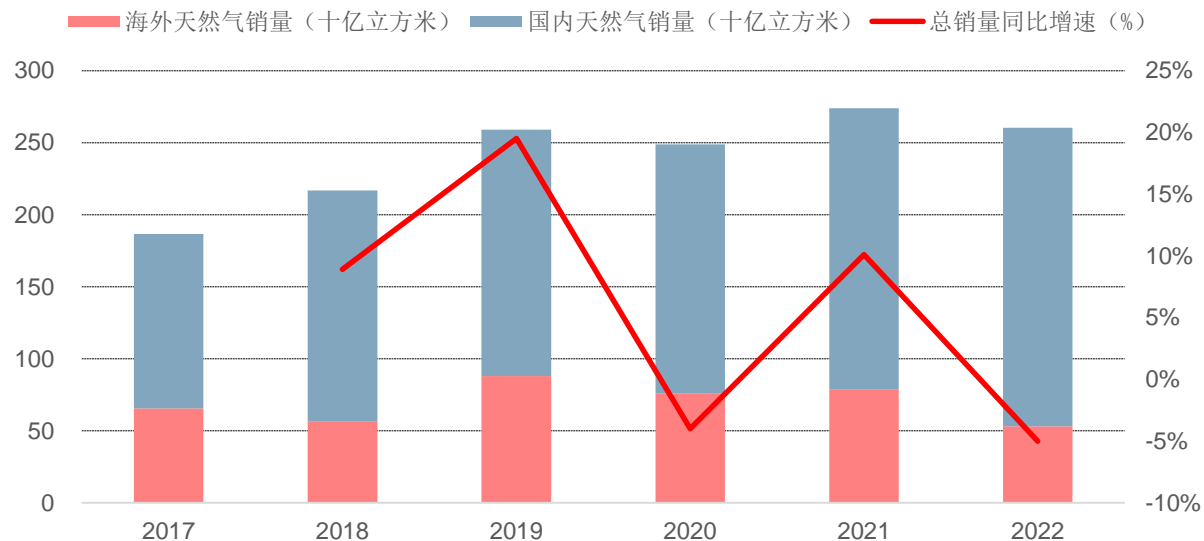
数据来源：Wind，公司公告，中信建投

天然气销售板块业务模式

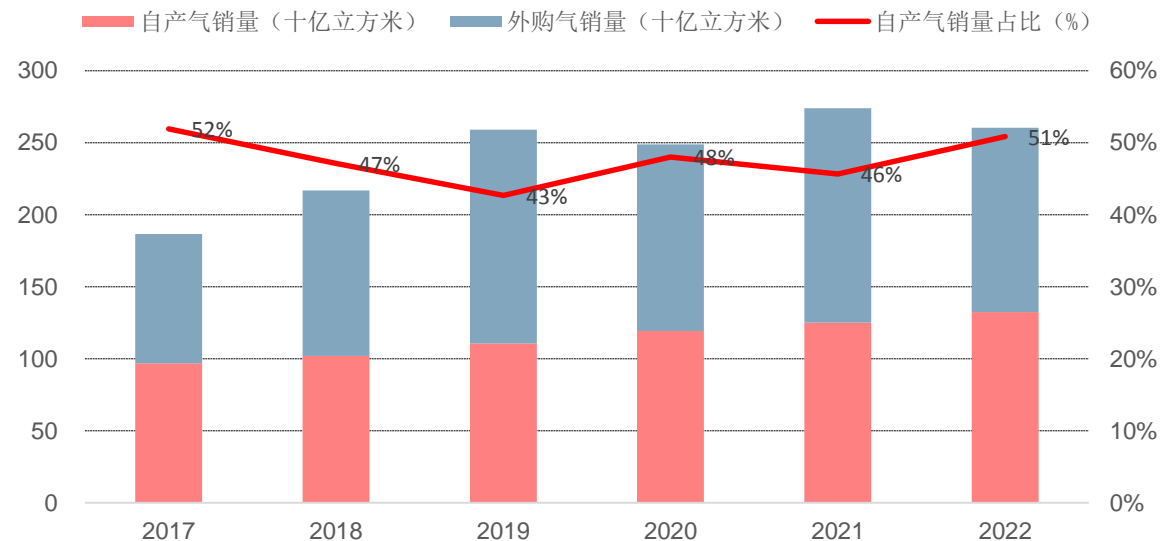


公司天然气销量情况

图表：公司天然气总销量、国内天然气销量及增速



图表：公司自产气销量、外购气销量及占比 (估算)



■2022年，天然气总销量为260十亿立方米，同比减少5.0%；其国内天然气销量为207十亿立方米，同比增长6.2%；海外销售量为53十亿立方米，同比减少33.0%；22年国内天然气销售业务占比总销售业务的80%。近年来公司加大在中国销售市场的份额，仅有少量天然气业务出口至国外销售。

国内主要LNG接收站情况

图表：中国已投产进口LNG接受站

LNG项目名称	所属企业	设计能力（万吨/年）	储罐（万立方米）	投产时间					
					广东大鹏 LNG 项目	中海油	680	64	2006 年
					福建莆田 LNG 项目	中海油	630	96	2008 年
天津 LNG 项目一二期	国家管网	600	36.5	2013 年	浙江宁波 LNG 项目一期	中海油	700	96	2012 年
海南洋浦 LNG 项目	国家管网	300	32	2014 年	珠海金湾 LNG 项目一期	中海油	350	64	2013 年
广西北海 LNG 项目	国家管网	600	64	2016 年	盐城绿能港 LNG 项目	中海油	300	88	2022 年
粤东惠来 LNG 项目	国家管网	200	48	2018 年	新奥舟山 LNG 项目一二期	新奥	500	64	2018 年
深圳迭福 LNG 项目	国家管网	400	64	2018 年	深圳华安 LNG 项目	深圳燃气	80	8	2019 年
广西防城港 LNG 项目	国家管网	60	6	2019 年	上海洋山 LNG 项目	申能/中海油	600	89.5	2009 年
辽宁大连 LNG 项目	国家管网	600	48	2011 年	上海五号沟 LNG 项目	申能	150	32	2000 年
江苏如东 LNG 项目一二三期	中石油	1000	108	2011 年	九丰 LNG 项目	九丰	150	16	2012 年
河北曹妃甸 LNG 项目一二期	中石油	650	128	2013 年	广汇启东 LNG 项目	广汇	500	62	2018 年
中油深南 LNG 项目	中石油	27	4	2014 年	杭嘉鑫 LNG 项目	嘉兴燃气/ 杭州燃气	100	20	2022 年
山东青岛 LNG 项目一二期	中石化	700	96	2014 年	合计		10957	1398	
天津 LNG 项目一二期	中石化	1080	64	2018 年					

■ 我国进口LNG通过LNG接收站引进，目前国内已投产LNG接收站24家，进口量第一二名分别为澳大利亚和卡塔尔，两国合计占比近60%。22年我国进口LNG 889亿方，同比下降19.5%。

■ 截止2022年10月，公司拥有的三座LNG接收站的总设计产能 1677万吨/年，占全国接收站设计产能的15%；储罐能力240万81立方米，占全国储罐能力的17%

资料来源：国家管网、立鼎产业研究院、中信建投

公司主要管道资产并入国家管网

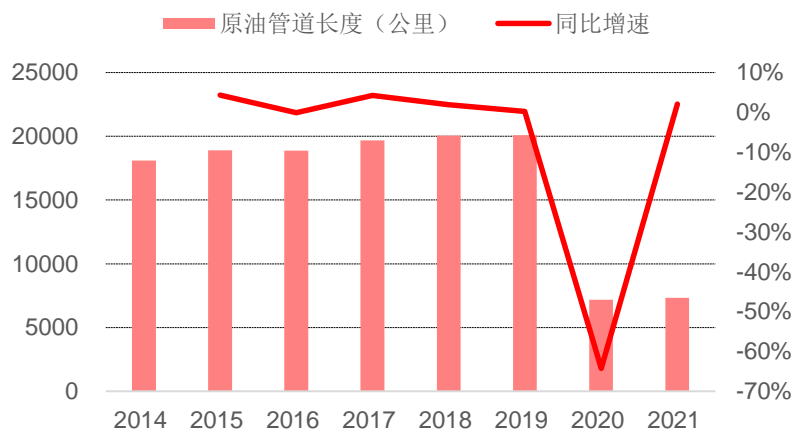
图表：国家管网与中石油管道资产运作

公司	业务板块	管道资产
国家管网集团	LNG 接收站	拥有大连、天津、粤东、深圳迭福、海南、北海、防城港 7 座 LNG 接收站
	管道	拥有 5 座地下储气库，包括金坛、刘庄、华北、大港、中原文 23 地下储气库。截至 2021 年末，在役天然气管道总里程 5.02 万公里，约占全国干线管网的 62%，管网一次管输能力 2600 亿方/年；在役原油管道里程 1.73 万公里，约占全国的 86%，管网一次管输能力 3.3 亿吨/年；在役成品油管道总里程 2.47 万公里，约占全国的 87%，管网一次管输能力 1.9 亿吨/年。
中国石油集团	LNG 接收站	江苏如东 LNG 接收站、河北曹妃甸 LNG 接收站和中油深南 LNG 接收站
	管道	截至 2021 年末，在役天然气管道总里程 1.7 万公里；原油管道长度为 7,340 公里；成品油管道长度为 1,407 公里

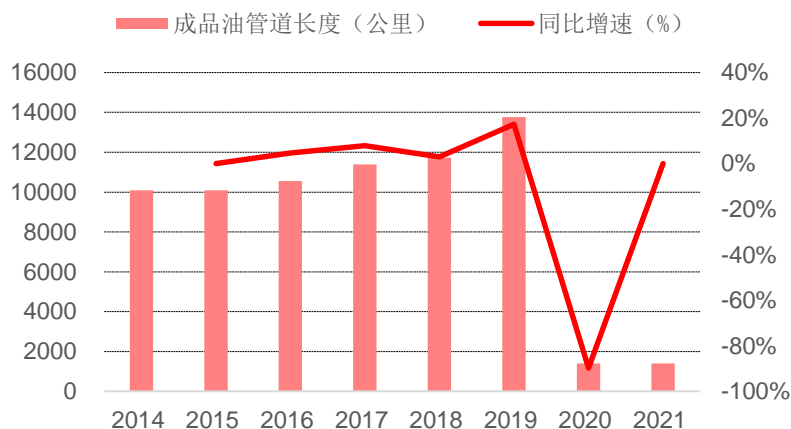
■2020年7月，中石油管道资产进行重组：将所持有的主要油气管道、部分储气库、LNG接收站及铺底油气等相关资产出售给国家管网集团，从而持有国家管网集团29.9%股权，并成为国家管网的最大股东。管道资产重组后，公司同时享有自身和国家管网管道资源，可以充分利用国家管网的油气运输优势，进一步节省运营成本，提升运营效率。

公司管道资产情况

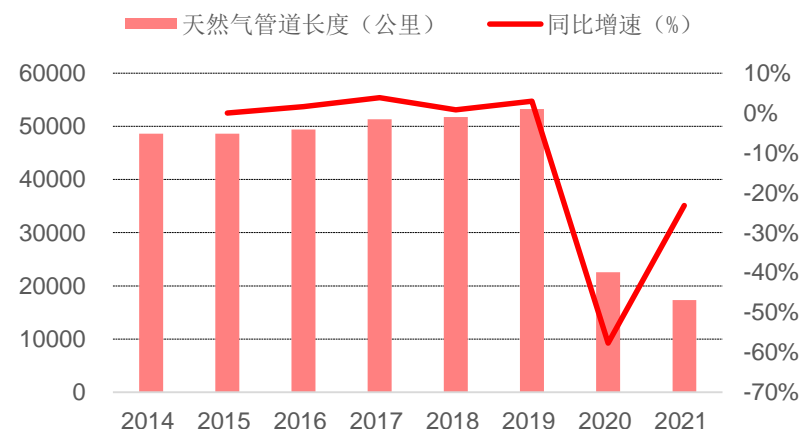
图表：公司原油管道长度及同比增速



图表：公司成品油管道长度及同比增速



图表：公司天然气管道长度及同比增速



■ 我国进口气主要分为进口管道气和进口LNG：其中管道气俄罗斯进口量逐渐递增；缅甸进口量相对稳定；土库曼斯坦占据最大比例达56%。2022年，我国进口天然气1519亿方，同比减少近10%；其中进口管道气630亿方，同比增长8.0%。

资料来源：国家管网集团2022年第二期绿色超短期融资券募集说明书、公司公告、中信建投

国内天然气价格政策改革进程

图表：十八大以来天然气价格政策改革

政策发布时间	政策标题	政策主要内容
2013年6月	《国家发展改革委关于调整天然气价格的通知》	在全国范围内推广天然气价格形成新机制。放开页岩气、煤层气、煤制气等非常规天然气价格。同时，为减少改革阻力，区分存量气和增量气，增量气价格一步调整到与可替代能源价格保持合理比价的水平，存量气价格计划分三步调整，当年每立方米提高0.4元
2014年8月	《国家发展改革委关于调整非居民用存量天然气价格的通知》	实施改革“第二步”，再次将非居民用存量气最高门站价格提高0.4元，缩小与增量气价差；居民用气门站价格不作调整；进一步落实放开进口液化天然气（LNG）气源价格和页岩气、煤层气、煤制气出厂价格政策。
2015年4月	《国家发展改革委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》	根据可替代能源价格变化，将增量气价格降低0.44元，存量气价格提高0.04元，实现价格并轨，完成“三步走”计划，全面理顺非居民用气价格；放开除化肥企业外的直供用户用气价格。
2015年11月	《国家发展改革委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》	根据可替代能源价格大幅下降的情况，将非居民用气门站价格每立方米降低0.7元；提高天然气价格市场化程度：将非居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理。降低后的最高门站价格水平作为基准门站价格，供需双方可以基准门站价格为基础，在上浮20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格。
2016年10月	《国家发展改革委关于明确储气设施相关价格政策的通知》	储气服务价格由储气设施经营企业根据储气服务成本、市场供求情况等与委托企业协商确定；储气设施天然气购进价格和对外销售价格，由市场竞争形成。储气设施经营企业可统筹考虑天然气购进成本和储气服务成本，根据市场供求情况自主确定对外销售价格。储气设施经营企业要与用气企业单独签订合同，约定气量和价格。
2017年8月	《国家发展改革委关于降低非居民用天然气基准门站价格的通知》	结合管道运输价格降低和增值税率调整因素，再次将非居民用气门站价格每立方米降低0.1元

■党的十八大以来，采取“先非居民后居民”、“先试点后推广”、“先增量后存量”、“边理顺边放开”的实施步骤，又快又稳推进改革。改革后，占国内消费总量80%以上的非居民用气价格实现由市场主导形成，其中50%以上完全由市场形成，30%左右实行“上浮20%、下浮不限”的弹性机制。

国内天然气价格政策改革进程

图表：十九大以来天然气价格政策改革

政策发布时间	政策标题	政策主要内容
2018年5月	《国家发展改革委关于理顺居民用气门站价格的通知》	将居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理，价格水平按非居民用气基准门站价格水平安排。供需双方可以基准门站价格为基础，在上浮20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格，实现与非居民用气价格机制衔接。方案实施时门站价格暂不上浮，实施一年后允许上浮。目前居民与非居民用气门站价差较大的，此次最大调整幅度原则上不超过每千立方米350元，剩余价差一年后适时理顺。
2019年3月	《国家发展改革委关于调整天然气跨省管道运输价格的通知》	自2019年4月1日起，调整中石油北京天然气管道有限公司等13家跨省管道运输企业管道运输价格。要求管道运输企业根据单位距离的管道运输价格（运价率），以及天然气入口与出口的运输距离，计算确定并公布本公司管道运输价格表。要求各省结合增值税率调整，尽快调整省内短途天然气管道运输价格，切实将增值税改革的红利全部让给用户。
2019年3月	《国家发展改革委关于调整天然气基准门站价格的通知》	根据增值税税率调整情况，决定自2019年4月1日起，调整各省（区、市）天然气基准门站价格；要求天然气生产供应企业在与用户协商确定具体价格时，要充分考虑增值税率降低因素，将增值税率降低的好处让利于用户；要求各地价格主管部门在安排天然气销售价格时，统筹考虑增值税率降低因素，切实将增值税改革的红利全部让利于用户。
2021年5月	《国家发展改革委关于“十四五”时期深化价格机制改革行动方案的通知》	按照“管住中间、放开两头”的改革方向，稳步推进天然气门站价格市场化改革，完善终端销售价格与采购成本联动机制。积极协调推进城镇燃气配送网络公平开放，减少配气层级，严格监管配气价格，探索推进终端用户销售价格市场化。结合国内外能源市场变化和国内体制机制改革进程，研究完善成品油定价机制；适应“全国一张网”发展方向，完善天然气管道运输价格形成机制，制定出台新的天然气管道运输定价办法，进一步健全价格监管体系，合理制定管道运输价格。
2021年6月	国家发展改革委关于印发《天然气管道运输价格管理办法（暂行）》和《天然气管道运输定价成本监审办法（暂行）》的通知	在坚持“准许成本加合理收益”定价原则不变的基础上，适应“全国一张网”发展要求，根据我国天然气市场结构和管道分布情况，把跨省管道分为西北、西南、东北、中东部四个价区，分区核定运价率，实行“一区一价”。
2022年5月	《关于完善进口液化天然气接收站气化服务定价机制的指导意见》	指导各地进一步完善气化服务定价机制，规范定价行为，合理制定价格水平。明确气化服务价格定义及内涵，将气化服务价格由政府定价转为政府指导价，实行最高上限价格管理，鼓励“一省份一最高限价”，并明确按照“准许成本加合理收益”的方法制定最高气化服务价格。准许收益率由省级价格主管部门统筹考虑区域经济发展水平、行业发展需要、用户承受能力等因素确定，原则上不超过8%。

■党的十九大以来，市场决定价格机制基本完善，以“准许成本+合理收益”为核心的政府定价制度基本建立，促进绿色发展的价格政策体系基本确立，低收入群体价格保障机制更加健全，市场价格监管和反垄断执法体系更加完善，要素自由流动、价格反应灵活、竞争公平有序、企业优胜劣汰的市场价格环境基本形成。

资料来源：国家发改委、中信建投

天然气定价政策市场化改革有利于公司均价提升

图表：公司2023年定价政策与2022年对比与测算（上浮比例参考公司内蒙古分公司定价政策）

	居民用天然气	管制气（非居民）	非管制气（固定价格）	非管制气（浮动价格）
2023年旺季（23年10月-23年12月）				
平均价格绝对值	2.00	2.08	3.13	5.10
相对于基准门站价涨幅	15%	20%	80%	当月JKM现货价格（取5.1）
供应量占比		55%	42%	3%
公司整体平均价格	2.42			
2023年淡季(23年4月-23年10月)				
平均价格绝对值	2.00	2.08	3.13	5.10
相对于基准门站价涨幅	15%	20%	80%	当月JKM现货价格（取5.1）
供应量占比		70%	27%	3%
公司整体平均价格	2.25			
2022年旺季（22年10月-23年4月）				
平均价格绝对值	1.82	2.08	3.04	
相对于基准门站价涨幅	5%	20%	70%、75%、80%	当月JKM现货价格
供应量占比		55%	45%	0%
公司整体平均价格	2.40			
2022年淡季(22年4月1日-22年10月)				
平均价格绝对值	1.82	2.08	2.78	
相对于基准门站价涨幅	5%	20%	40%、60%、80%	当月JKM现货价格
供应量占比		75%	25%	0%
公司整体平均价格	2.10			

*基准门站价采用各省天然气基准门站价格按各省消费量加权平均

■公司优化非管制气比例，内蒙古分公司的价格相比门站基准价上浮比例上调。根据中石油天然气销售内蒙古分公司《调整方案》规定，2023年4月1日-2023年10月31日管制气（非居民）价格在基准门站价上浮20%；非管制气（固定价格）价格在基准门站价上浮80%；非管制气（浮动价格）价格采用当月JKM现货价格，其中JKM现货价格采用中石油预估价格4-6.2元的中间值5.1元/方进行测算。

资料来源：内蒙古发改委，财新，中信建投

天然气定价政策改革带来的收入增量弹性显著

图表：天然气价格政策调整带来的增量收入空间测算

	2022	2023E
天然气国内销量（十亿立方米）	207	213
国内天然气价格测算（元/立方米）	2.01	2.13
天然气国内销售收入测算（亿元）	4154	4539

■ **价格政策改革有助于增厚公司收入和利润。**按照国家天然气价格政策，公司对于非管制气比例和价格相比门站基准价上浮比例根据市场行情进行适当调整。我们使用全国加权平均基准门站价乘以上浮比例得到各定价机制的价格，再以定价机制比例加权模拟得到公司销售均价。公司2023年天然气国内销量按Q1增速计算，由此计算出政策变动带来的天然气毛利弹性空间达265亿元。（注意此处上浮比例参考公司天然气销售内蒙古分公司定价政策，模拟得到的为毛利弹性空间）

■ **国家推动天然气市场化改革利好公司。**2023年，预计天然气整体需求将随着中国经济的恢复而缓慢增加，同时随着国家持续推动天然气价格市场化，公司作为国内最大的天然气生产商和销售商，将在经济复苏和市场化改革中充分受益。

资料来源：内蒙古发改委，财新，中信建投

目录

01 公司概况与中特估

02 油气和新能源板块

03 炼油化工和新材料板块

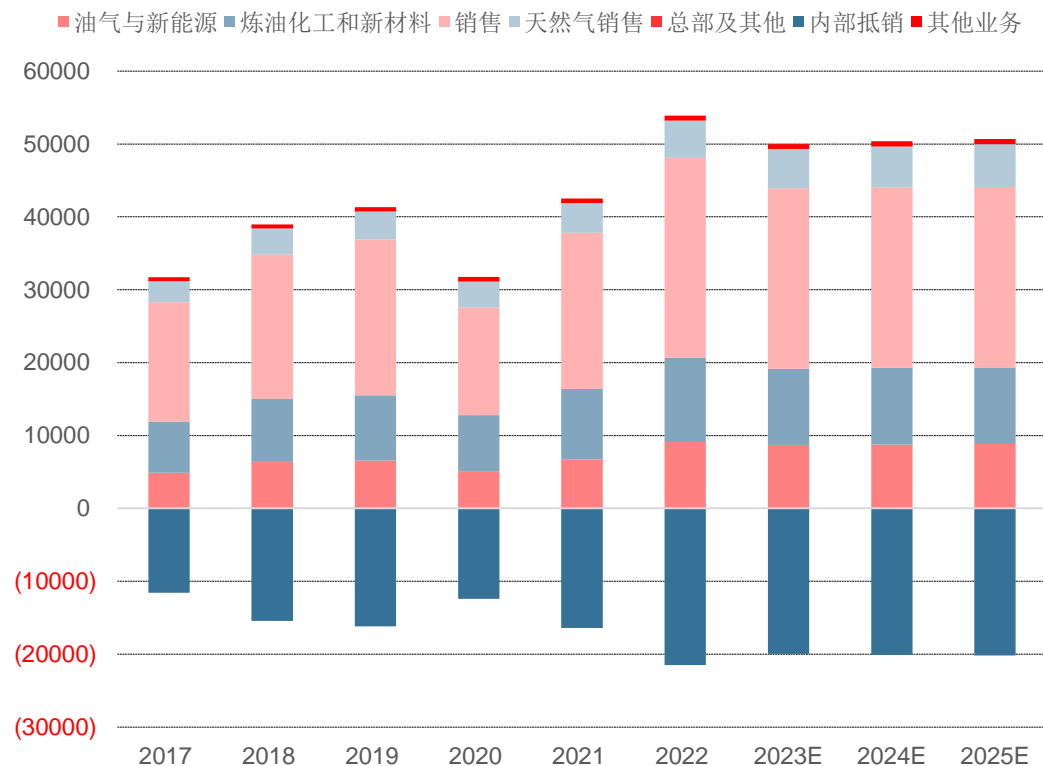
04 销售板块

05 天然气销售板块

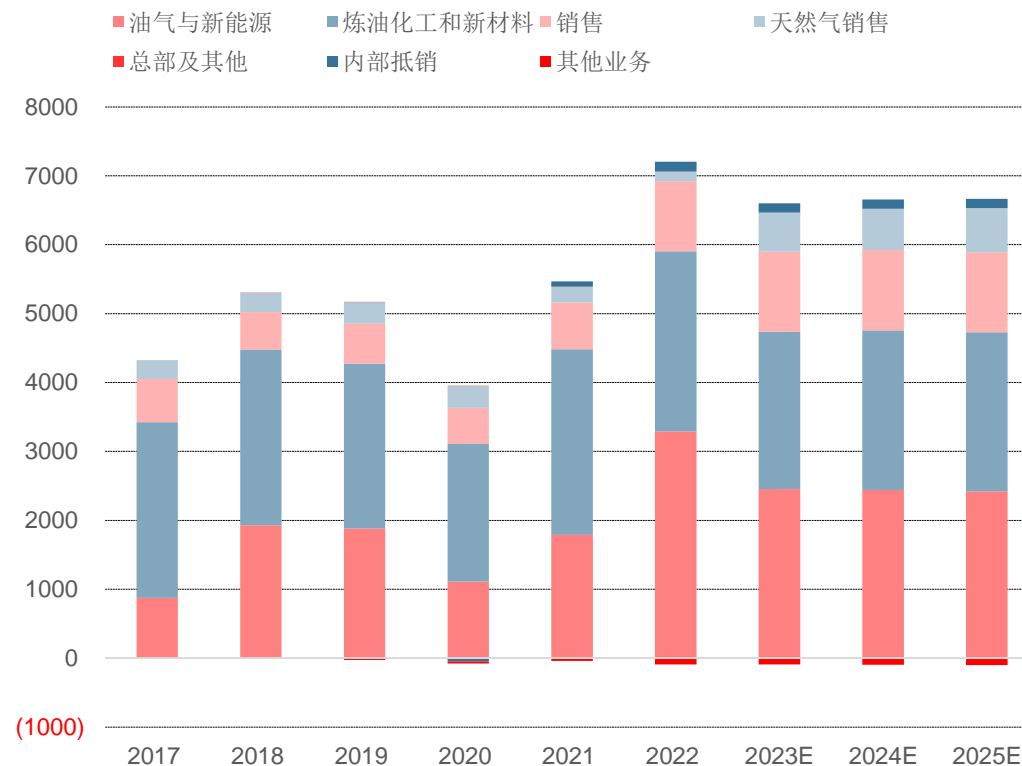
06 盈利预测及风险提示

盈利预测：分部营收和毛利

图表：公司分部营收及预测



图表：公司分部毛利及预测



资料来源：Wind，中信建投

盈利预测和估值比率

■ 预计公司2022-2024年归母净利润分别为1656.24、1689.13、1697.75亿元，EPS分别为0.90、0.92、0.93元。考虑到公司行业龙头地位凸显以及中国特色估值体系建设对于央企的带动作用，维持“买入”评级。

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,614,349	3,239,167	3,000,083	3,025,896	3,052,960
增长率(%)	35.2	23.9	-7.4	0.9	0.9
净利润(百万元)	92,161	149,375	165,624	168,913	169,775
增长率(%)	385.0	62.1	10.9	2.0	0.5
毛利率(%)	20.8	22.0	21.7	21.7	21.5
净利率(%)	3.5	4.6	5.5	5.6	5.6
ROE(%)	8.1	10.7	11.0	10.2	9.4
EPS(摊薄/元)	0.50	0.82	0.90	0.92	0.93
P/E(倍)	15.7	9.7	8.7	8.5	8.5
P/B(倍)	1.14	1.06	0.97	0.88	0.81

资料来源: Wind, 中信建投

风险提示

- **宏观经济超预期下行的风险：**原油需求与宏观经济密切相关，美联储超预期加息或经济超预期衰退会导致原油价格的下跌，影响公司油气开采板块业务利润；
- **地缘风险频发的风险：**能源价格与地缘风险密切相关，若宏观需求因地缘风险波动将影响公司业绩；
- **产品产量不及预期的风险：**油气勘探与开采存在不确定性，炼化装置也存在不可抗力风险，公司产量不及预期会影响当期业务利润；
- **公司油气业务利润敏感性分析：**假设原油和天然气产量为公司2023年目标值，桶油成本考虑作业费、折旧折耗与摊销、勘探费、弃置费，取2022年值，为了包括除所得税和石油特别收益金以外的其他税金，加上2020年的单桶除所得税外其他税赋，当实现油价分别为60、70、80、90时，公司油气开采净利润预测值分别为711、1132、1484、1798亿元。

分析师介绍

邓胜 能源开采行业首席分析师，化工联席首席分析师，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文10余篇。6年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020年连续三年万得金牌分析师第一名。

研究助理

林伟昊 复旦大学化学学士、金融硕士，覆盖原油煤炭、聚氨酯、氯碱和部分新材料行业。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B
座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2106室
电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处
广电金融中心35楼
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk