

基础化工行业

从油价中枢看油气央企投资价值

核心观点:

- **低库存、弱供给、稳需求，美国页岩油成本抬升，全球油价有支撑。**以布伦特原油价格计，2014-2023 年全球油价呈现巨幅波动，价格区间为 13.28-137.71 美元/吨。截止 2023 年 6 月 23 日，布伦特原油结算价为 73.34 美元/桶，处于 2014 年以来 48%分位。2018-2022 年全球油气行业缩减资本开支，供给弹性有限；OPEC+减产进一步延长到 2024 年；美国新一轮补库周期有望拉动原油需求，EIA 预测 2023 年全球原油需求同比增长 1.60%，IEA 预测全球原油需求 2022 年至 2028 年同比增长 6%；库存方面，美国、OECD 商业原油库存降至近五年均值以下。受供应链短缺、工人费用高涨等因素影响，自 2022 年初，美国页岩油开采成本上行，61 美元桶油成本有望对油价形成进一步支撑。
- **油气央企储量寿命长、替代率高、桶油开采成本低。**国内原油进口依存度超 70%，能源安全驱动下，油气央企积极增储上产取成效。2022 年，中国石油/中国海油油气当量储量分别为 186.16/58.60 亿桶，CAGR（2020-2022）分别为 -2.2%/6.4%；油气当量产量分别为 16.85 亿桶/6.24 亿桶，CAGR（2020-2022）分别为 2.6%/7.2%；中国石油/中国海油储量寿命分别为 11.1 年/10.0 年，储量替代率分别为 107%/182%。降本增效下，中国石油/中国海油桶油作业成本分别为 12.4/7.7 美元/桶，显著低于壳牌石油（桶油作业成本 18.42 美元/桶）。
- **油气央企单位储量市值低，估值修复空间足。**以 2023 年 6 月 26 日收盘价计，中国石油、中国海油单位储量市值为 70.4/101.6 元/桶，显著低于雪佛龙、埃克森美孚（单位储量市值分别为 1880.3、2179.1 元/桶）；中国石油、中国海油 A 股/H 股 PB 分别为 0.97 倍/0.62 倍，1.35 倍/0.73 倍，显著低于沙特阿美、康菲石油、西方石油（PB 分别为 3.87、2.57、2.50 倍），估值修复空间足。
- **油气央企分红率高，“一利五率”改革促价值重估。**2022 年，中国石油、中国海油分红率为 37%/54%。以 2023 年 6 月 26 日收盘价计，中国石油、中国海油的 A 股/H 股股息率为 4.0%/8.8%、9.1%/13.1%，显著高于海外油气企业 1%-5% 的股息率区间。“一利五率”改革背景下，油气央企有望持续价值重估。
- **投资建议：**低库存，弱供给、稳需求，页岩油开采成本上行下，全球油价有进一步支撑。对标海外油企，国内油气央企油气储量寿命长，替代率高，开采成本、高分红，“一利五率”改革背景下，国内油气央企估值修复空间仍足。**建议关注中国石油（A/H）、中国海油（A/H）等。**
- **风险提示。**宏观经济及政策风险，油价波动风险，市场竞争日益加剧风险，国企改革不及预期风险等。

行业评级

买入

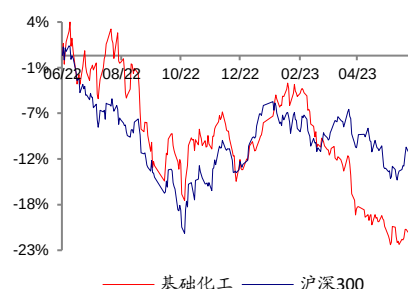
前次评级

买入

报告日期

2023-06-29

相对市场表现



相关研究:

- | | |
|---------------------------------------|------------|
| 基础化工行业:中石油签约北方气田扩容项目，金属硅价格底部回暖 | 2023-06-26 |
| 基础化工行业:卫星化学拟投α-烯烃项目，MDI、TDI 价格持续回升 | 2023-06-19 |
| 基础化工行业:OPEC+延长减产至 2024 年，MDI、TDI 价格回升 | 2023-06-12 |

联系人: 丁续 021-38003762
dingxu@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
中国石油	601857.SH	CNY	7.47	2023/5/26	买入	9.58	0.8	0.82	9.3	9.1	2.1	1.9	9.6	9.1
中国石油 股份	00857.HK	HKD	5.54	2023/5/26	买入	6.9	0.8	0.82	6.9	6.8	2.4	2.2	9.6	9.1
合盛硅业	603260.SH	CNY	69.68	2023/5/23	买入	104.73	5.24	6.4	13.3	10.9	6.7	5.2	17.2	18.2
赛轮轮胎	601058.SH	CNY	11.37	2023/5/4	买入	13.74	0.64	0.8	17.8	14.2	7.6	6.7	13.8	14.7
确成股份	605183.SH	CNY	17.52	2023/5/3	买入	23.39	1.17	1.37	15.0	12.8	11.1	12.7	15.5	15.4
华恒生物	688639.SH	CNY	86.00	2023/5/2	买入	185.2	4.16	6.01	20.7	14.3	23.2	16.1	23.3	25.2
中国海油	600938.SH	CNY	18.02	2023/4/28	买入	21.22	2.65	2.77	6.8	6.5	1.6	1.5	19.1	18.1
中国海洋 石油	00883.HK	HKD	11.24	2023/4/28	买入	14.34	2.65	2.77	4.2	4.1	1.8	1.7	19.1	18.1
华鲁恒升	600426.SH	CNY	30.28	2023/4/27	买入	41.58	2.97	3.61	10.2	8.4	6.2	4.7	19.0	18.7
润丰股份	301035.SZ	CNY	77.52	2023/4/27	买入	99.2	5.51	6.03	14.1	12.9	8.5	7.2	19.8	17.8
瑞联新材	688550.SH	CNY	36.94	2023/4/27	买入	71.84	2.87	3.58	12.9	10.3	8.7	7.0	8.7	9.8
中复神鹰	688295.SH	CNY	35.25	2023/4/26	增持	41.87	1.05	1.36	33.6	25.9	23.3	17.8	16.9	18
濮阳惠成	300481.SZ	CNY	19.90	2023/4/26	买入	27.8	1.39	1.69	14.3	11.8	10.9	9.1	15.1	15.5
扬农化工	600486.SH	CNY	86.81	2023/4/26	买入	143.7	6.68	7.58	13.0	11.5	7.5	6.1	19.5	18.1
格林达	603931.SH	CNY	29.35	2023/4/26	买入	39.77	1.33	1.86	22.1	15.8	17.3	11.4	16	17.8
森麒麟	002984.SZ	CNY	31.33	2023/4/24	买入	38.51	2.14	2.56	14.6	12.2	7.1	4.6	15.1	14.3
瑞丰新材	300910.SZ	CNY	50.22	2023/4/23	买入	190.63	6.35	9.56	7.9	5.3	12.9	7.8	25.7	27.8
荣盛石化	002493.SZ	CNY	11.49	2023/4/20	买入	16.06	0.84	1.26	13.7	9.1	2.3	1.7	15.8	20.1
万润股份	002643.SZ	CNY	17.30	2023/4/20	买入	18.16	0.91	1.17	19.0	14.8	10.4	8.2	11.5	12.7
聚合顺	605166.SH	CNY	9.14	2023/4/19	买入	14.06	0.88	1.26	10.4	7.3	2.3	1.4	14.7	17
万华化学	600309.SH	CNY	87.90	2023/4/15	买入	117.44	6.91	8.63	12.7	10.2	5.9	4.7	24	26.1
亚钾国际	000893.SZ	CNY	22.53	2023/4/2	买入	29.9	2.99	3.38	7.5	6.7	5.2	4.1	21.5	19.6
振华股份	603067.SH	CNY	12.24	2023/3/31	买入	18.63	1.04	1.26	11.8	9.7	6.9	5.7	17.9	18.4
川恒股份	002895.SZ	CNY	19.08	2023/3/31	买入	30.6	2.04	2.37	9.4	8.1	4.5	3.6	18.9	18.1
新凤鸣	603225.SH	CNY	11.02	2023/3/31	买入	12.33	0.65	1.16	17.0	9.5	2.3	1.3	5.9	9.6

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：中国石油股份、中国海洋石油 EPS 单位为（元/股）

目录索引

一、油价展望：低库存、弱供给、稳需求，美国页岩油成本抬升，全球油价有支撑	6
（一）库存端：全球石油库存降至相对低位	6
（二）供给端：OPEC+持续减产，上游资本开支长周期下行供给弹性弱	7
（三）需求端：美国需求向好，亚太需求恢复，全球需求稳定增长	13
（四）成本端：美国页岩油开采成本上行有望进一步支撑油价	15
二、中国原油对外依存度高，能源安全推动国内油气企业增储上产	17
（一）全球：原油分布地缘不均，亚太地区储量低、消费高	17
（二）中国：对外依存度高，能源安全推动油企增储上产	20
三、对标海外，油气央企估值修复空间仍足	23
（一）资产对比：油气央企具备低桶油成本、高储量替代率	24
（二）估值对比：单位储量市值低，油气央企估值修复空间仍足	25
四、风险提示	29

图表索引

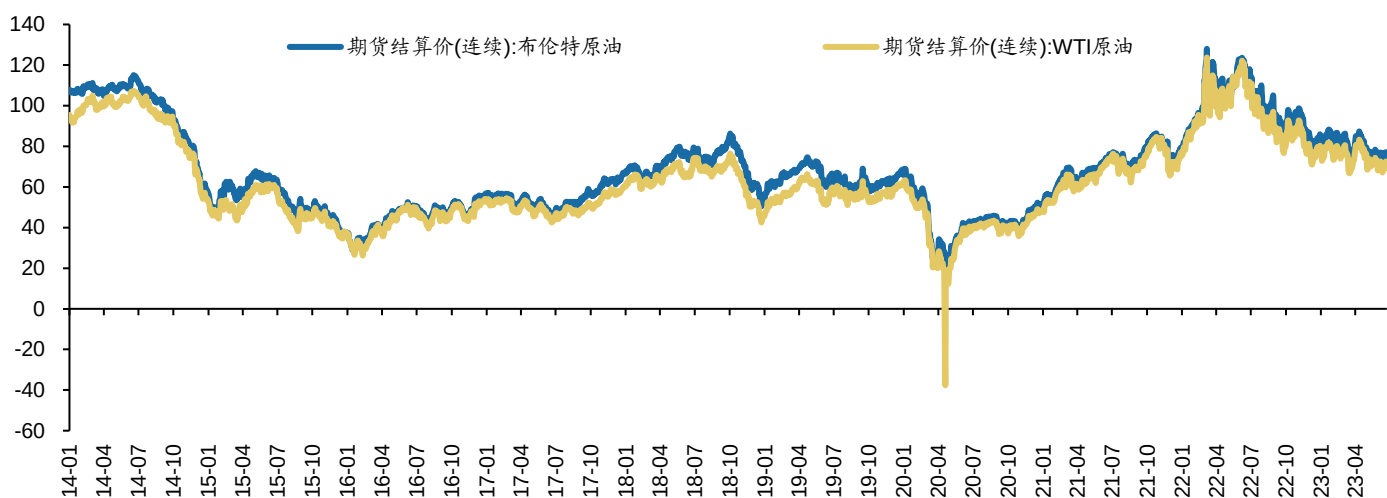
图 1: 2014 年至今, 全球原油价格走势 (美元/桶)	6
图 2: 美国商业原油库存 (百万桶)	7
图 3: OECD 商业原油库存 (百万桶)	7
图 4: 2004-2022 年全球原油产量分布 (百万桶/日)	7
图 5: 2022 年全球原油产量占比	7
图 6: OPEC 国家能接受的财政平衡油价 (美元/桶)	8
图 7: 俄罗斯原油产量 (百万桶/日)	9
图 8: 美国原油产量 (万桶/日)	10
图 9: 美国原油产量结构及预期 (万桶/日)	10
图 10: 美国核心产区页岩油产量 (千桶/日)	10
图 11: 美国库存井从较低水平恢复 (座)	11
图 12: 美国活跃钻机数缓慢下降 (座)	11
图 13: 美国以外石油钻机数大幅下降 (座)	11
图 14: OPEC 闲置产能 (百万桶/日)	12
图 15: 2005-2022 年全球油化企业资本支出 (亿元)	12
图 16: 15-22E 全球新建和现有油气田投资情况	13
图 17: 2004-2022 年, 全球原油消费分布 (百万桶/日)	13
图 18: 2022 年, 全球原油消费占比	13
图 19: 美国炼厂炼油量恢复较好 (千桶/日)	14
图 20: 美国石油产品需求恢复至 5 年均值 (千桶/日)	14
图 21: 美国原油战略储备 (百万桶)	14
图 22: 欧洲原油消费量 (百万桶/日)	15
图 23: 中国原油加工量 (万吨)	15
图 24: 印度炼厂炼油量 (万吨)	15
图 25: 美国页岩油核心产区二叠纪盆地新井收支平衡平均油价 (美元/桶)	16
图 26: 2022 年全球原油储量分布 (分地区)	17
图 27: 2022 年全球原油储量分布 (分国家)	17
图 28: 2022 年全球原油产量分布 (分地区)	18
图 29: 2022 年全球原油产量分布 (分国家)	18
图 30: 2022 年全球原油储采比 (分地区)	18
图 31: 2022 年全球原油储采比 (分国家)	18
图 32: 亚太地区石油储量少、产量少, 但消费高	19
图 33: 2021 年石油主要贸易流向 (百万吨)	19
图 34: 中国原油的进口量和产量	20
图 35: 中国原油表观消费量	20
图 36: 中国原油进口依存度	20
图 37: 中国天然气进口量和产量	21
图 38: 中国天然气表观消费量	21
图 39: 中国天然气进口依存度	21

图 41: 2011-2022 年, 我国原油已探明储量 (十亿桶)	23
图 42: 中国石油油气当量储量 (亿桶)	23
图 43: 中国海油油气当量储量 (亿桶)	23
图 44: 中国石化油气当量储量 (亿桶)	23
图 45: 油气央企与海外油气企业储量对比 (百万桶油当量, 2022 年)	24
图 46: 油气央企与海外油气企业近 3 年储量 CAGR 对比 (2020-2022 年)	24
图 47: 油气央企与海外油气企业油气产量对比 (百万桶油当量, 2022 年) ...	24
图 48: 油气央企与海外油气企业近 3 年油气产量 CAGR 对比 (2020-2022 年)	24
图 49: 油气央企与海外油气企业桶油成本对比 (美元/桶, 2022 年)	25
图 50: 油气央企与海外油气企业储量寿命对比 (年, 2022 年)	25
图 51: 油气央企与海外油气企业储量替代率对比 (2022 年)	25
图 52: 油气央企与海外油气企业单位储量市值对比 (以 2023.06.26 收盘价计)	26
图 53: 油气央企与海外油气企业单位产量市值对比 (以 2023.06.26 收盘价计)	26
图 54: 油气央企与海外油气企业 PB 估值相比	27
图 55: 油气央企与海外油气企业 PB (TTM) 估值相比 (以 2023.06.26 收盘价计)	27
图 56: 油气央企与海外油气企业 PE 相比 (2012-2022)	27
图 57: 油气央企与海外油气企业 PE (TTM) 估值相比 (以 2023.06.26 收盘价计)	28
图 58: 油气央企与海外油气企业股息率对比	28
图 59: 油气央企与海外油气企业分红率对比	29
图 60: 油气央企与海外油气企业股息率对比 (以 2023.06.26 收盘价计)	29
表 1: 2021-2023.05OPEC 原油产量 (百万桶/日)	8
表 2: 全球原油需求供需测算表 (截止 2023.05)	16
表 3: 油气行业的相关政策	21

成本抬升，全球油价有支撑

原油是重要的大宗商品类战略资源，其价格变化是全球经济的“晴雨表”。自2020年受疫情影响原油价格大幅下跌以来，国际油价一路攀升，并于2022年6月油价触顶，布伦特以及WTI原油结算价均突破120美元/桶；此后受欧美加息、全球经济衰退预期等多方面因素影响，油价开始回调。据Wind数据，截止至2023.06.23，布伦特原油结算价为73.34美元/桶，WTI结算价为69.16美元/桶，相较2022年6月价格高点分别下滑42.0%和43.4%，分别处于2014年以来48%、66%分位。

图1：2014年至今，全球原油价格走势（美元/桶）

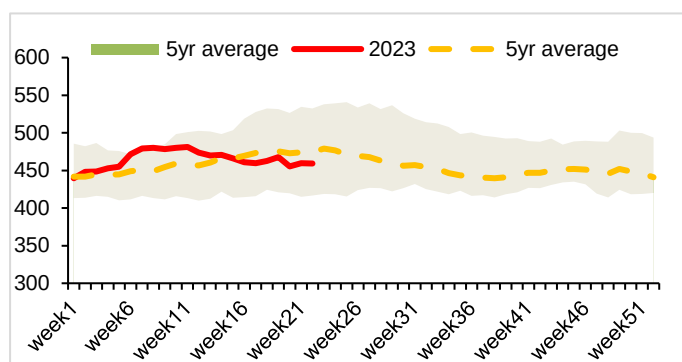


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

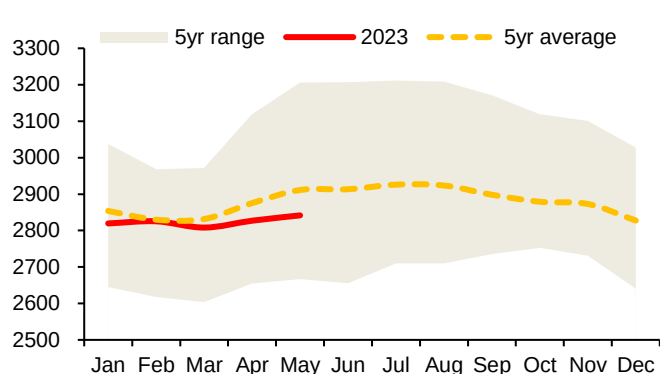
原油的本质是一种商品，供给-需求-库存关系变化是其价格变化的根本原因。我们认为，库存端，全球石油库存降至低位，美国逐步启动战略石油储备补库。供给端，财政平衡油价限制、俄罗斯受欧洲制裁下，OPEC+核心国减产意愿强烈；新增供给方面，OPEC闲置产能下降较多、美国以外石油钻机数大幅下降、上游资本开支长周期下行导致未来长期供给弹性大幅下降；需求端，中国、印度石油产品需求恢复至近五年峰值，欧洲需求复苏较好，美国新一轮补库周期有望拉动原油需求，未来较长时间内全球原油供需仍继续维持紧平衡。此外，受供应链短缺、工人费用高涨等因素影响，美国页岩油开采成本上行，有望对油价形成进一步支撑。

（一）库存端：全球石油库存降至相对低位

全球石油库存降至低位。商品价格波动源于供需关系变化，供需相对强弱的结果是库存变动。2020年上半年，全球原油库存受疫情冲击影响而大幅攀升至历史高位。2020年下半年以来，在OPEC+等主要产油国合力减产的推动下，全球原油进入主动去库存，美国、OECD商业原油库存均已降至五年均值以下。根据IEA和EIA数据，截止至2023年22周，美国商业原油库存已降至4.59亿桶，OECD商业原油库存已降至28.42亿桶，均已经降至近五年同期平均水平以下。



数据来源：IEA，广发证券发展研究中心



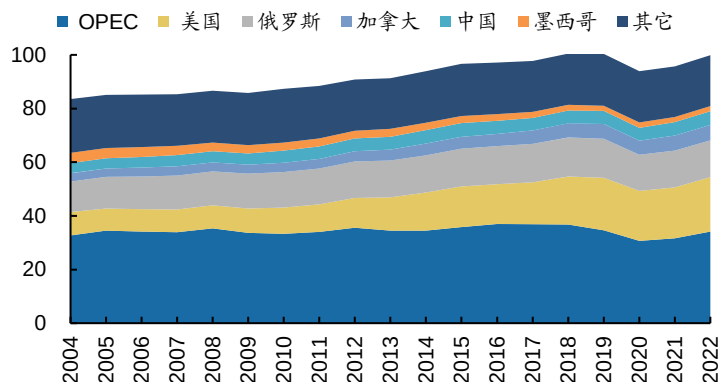
数据来源：EIA，广发证券发展研究中心

（二）供给端：OPEC+持续减产，上游资本开支长周期下行供给弹性弱

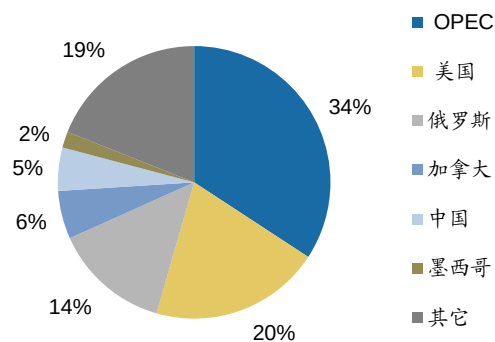
全球原油供给主要集中于OPEC、美国、俄罗斯。一方面，原油作为典型资源型行业，供给结构相对稳定，主要集中于油气资源丰富地区；另一方面，自2010年以来，受益于美国页岩油开采技术的成熟以及开采禁令的部分解除，美国原油产量占比快速上涨。根据EIA统计数据，截止至2022年，全球原油产量80.91百万桶/日，其中OPEC、美国、俄罗斯三地区2022年产量分别为34.17、20.21、13.81百万桶/年，合计产量达到68.18百万桶/日，占比由2004年63%提升至68%。

图4：2004-2022年全球原油产量分布（百万桶/日）

图5：2022年全球原油产量占比



数据来源：EIA，广发证券发展研究中心



数据来源：EIA，广发证券发展研究中心

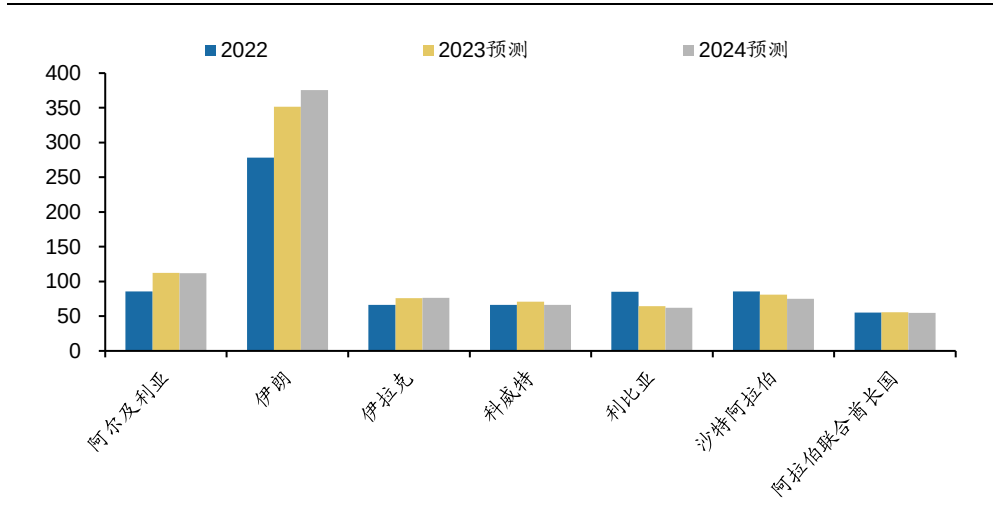
OPEC：核心国持续加大减产力度。出于对高油价的诉求，自22H1以来，OPEC保持减产意愿，并于2022年10月第 34 届部长级会议宣布协议减产计划。2023年4月，在协议减产计划基础上，沙特与其他部分OPEC+产油国再次推进新的自愿减产计划：从5月开始，沙特自愿减产50万桶/日；伊拉克自愿减产21.1万桶/日；阿联酋自愿减产14.4万桶/日；科威特自愿减产12.8万桶/日；哈萨克斯坦自愿减产7.8万桶/日；阿尔及利亚自愿减产4.8万桶/日；阿曼自愿减产4万桶/日，并延续到2023年底。2023年6月4日，在第 35届部长级会议中，欧佩克与非欧佩克产油国（OPEC+）宣布将已达成的减产协议延续到2024年年底。根据OPEC数据，截止2023年5月，OPEC国家原油产量2807万桶/日，同比2022年减产79万桶/日，23年4月减产46.4万桶/日。

国家	2021 年	2022 年	23Q1	2023 年 4 月	2023 年 5 月	23 年 5 月较 4 月增减产情况
阿尔及利亚	91	102	102	101	97	-3.6
安哥拉	112	114	107	109	115	5.4
刚果	26	26	27	26	27	0.4
赤道几内亚	10	8	5	6	6	-0.4
加蓬	18	20	20	21	21	0.1
伊朗	239	255	257	262	268	6
伊拉克	405	444	437	412	414	2.2
科威特	242	270	268	265	256	-9.5
利比亚	114	98	116	116	117	0.9
尼日利亚	137	120	134	110	127	17.1
沙特阿拉伯	911	1053	1035	1050	998	-51.9
阿联酋	273	307	304	303	289	-14
委内瑞拉	55	68	69	73	74	0.9
OPEC 总产量	2635	2886	2882	2853	2807	-46.4

数据来源：OPEC，广发证券发展研究中心

OPEC国家能接受的财政平衡油价或在70美元/桶上方。财政盈亏平衡油价是石油出口国在特定年份平衡预算所需的平均油价，是评价国家财政对石油脆弱性的重要指标，盈亏平衡价格越高，国家财政石油依赖性越强。如果盈亏平衡价格高于市场价格，则无法平衡预算。OPEC国家作为当前全球原油主要出口国，国家财政石油依赖性强。根据IMF数据，2022年OPEC国家财政平衡油价主要介于0-80美元/桶。其中，OPEC国家阿尔及利亚、伊朗、伊拉克、科威特、利比亚、沙特阿拉伯、阿联酋平衡油价分别为85.7、278.3、66.3、66.3、85.1、85.8、55.1美元/桶。同时，据IMF预计，2024年上述各国平衡油价分别为111.9(+26.3(较22年,下同))、375.4(+91.7)、76.4(+10.1)、66.3(+0)、62.2(-22.9)、75.1(-10.7)、54.8(-0.3)美元/桶，整体呈现上涨趋势，有望对油价形成支撑。

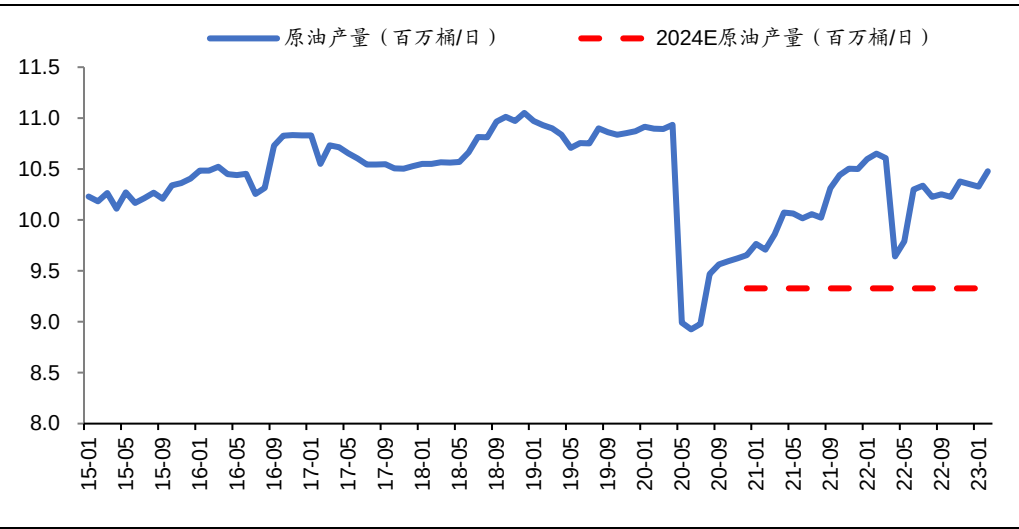
图6: OPEC国家能接受的财政平衡油价（美元/桶）



数据来源：IMF，广发证券发展研究中心

球原油需求量暴跌以及欧佩克+减产协议的叠加影响，俄罗斯原油产量降至历史低点，随后产量逐步恢复；2022年1月底，俄罗斯与乌克兰爆发冲突。2022年5月底，欧盟决定年底前禁止90%的俄罗斯原油进口，该冲突局势和欧美国家对俄罗斯大规模的经济制裁导致俄罗斯原油产量再次下行。2022年12月，G7、欧盟及澳大利亚将俄罗斯产海运原油的价格上限暂定为60美元/桶。欧洲制裁下，俄罗斯原本流向欧盟及英美日韩等西方国家的贸易快速转向印度、中国、土耳其等国家。截止至2023年2月，俄罗斯原油1047.71万桶/日，与2020年4月产量高点相比下降40.47万桶/日。根据新华网资料，2023年2年，俄罗斯宣布减产宣布从3月起将日均原油产量削减50万桶；2023年6月，俄罗斯副总理诺瓦克宣布将50万桶/日减产措施延长至2024年底，并预计至2024年，俄原油产量有望削减至932.8万桶/日。相较2023年2月，俄罗斯原油产量下降空间为114.9万桶/日。

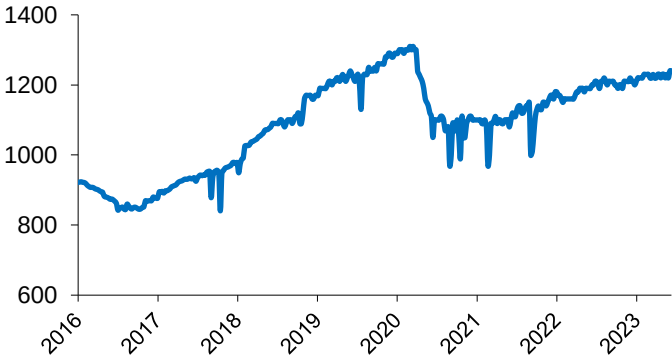
图7：俄罗斯原油产量（百万桶/日）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

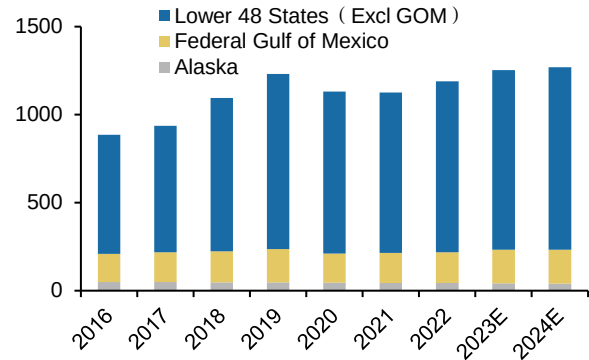
美国：产量已恢复至历史高点的94.7%。截止至2023年6月9日，美国原油产量为1240万桶/日，相较于疫情前高点1310万桶/日，已恢复至94.7%水平。同时，根据EIA预测数据，2023年美国原油日均产量为1253万桶/日，同比2022年仅增产64.3万桶/日，2024年日均产量为1269万桶/日，同比2023年仅增产16万桶/日，较疫情前原油产量高点仍有较大差距。

图8: 美国原油产量（万桶/日）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

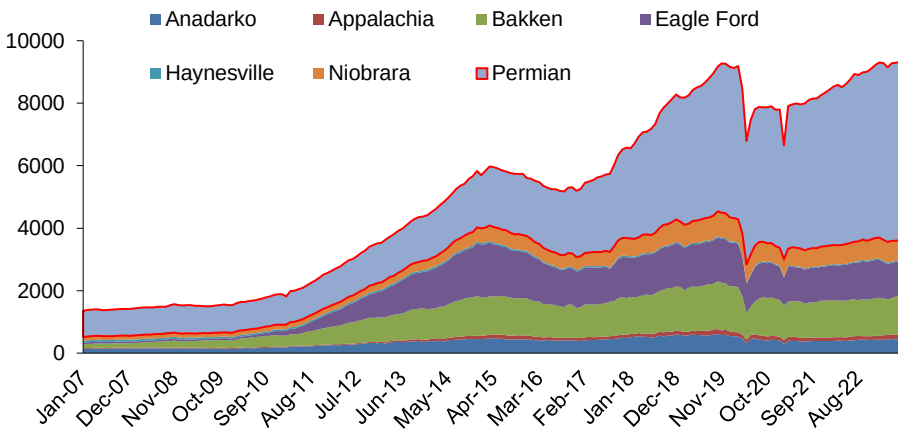
图 9: 美国原油产量结构及预期（万桶/日）



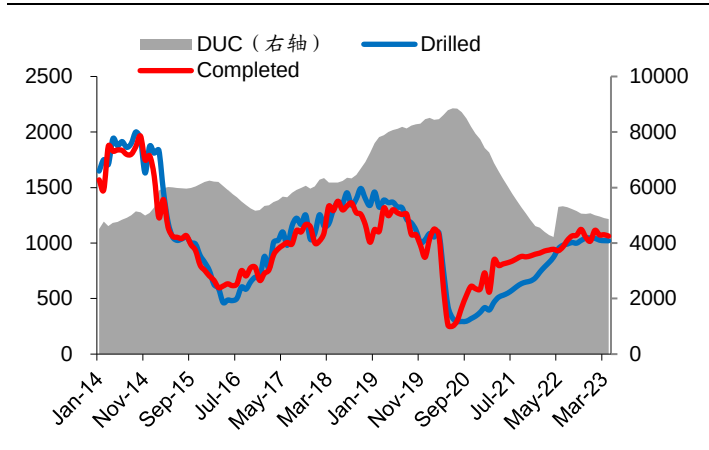
数据来源：EIA，广发证券发展研究中心

未完井、活跃石油钻机数下降，未来新增产量有限。按照EIA预测，2023年6月美国七大核心页岩油产区产量合计约为933万桶/日，仍低于疫情前的927万桶/日。2022年自疫情好转以来，美国页岩油开采钻井数量逼近完井数量，资本开支紧张情况减缓，页岩油厂商将更多的资金投入到了钻井活动中提高产量。2020年8月七大核心产区未完井数量8717座，2022以来呈现先下降后上升的情况，于2022年4月降至2014年以来的最低水平4223座后缓慢回升。伴随着2023年油价的下跌，美国活跃钻机数也出现下降趋势。截止至2023年第22周，美国活跃石油钻机数减少至555座，与2019年同期的797座差距拉大，按照当前下降速度，预计到2023年年底钻机数将降至2021年水平。

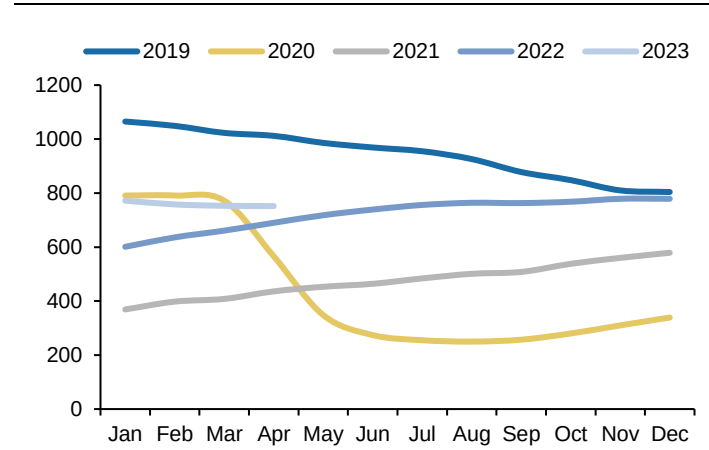
图10: 美国核心产区页岩油产量（千桶/日）



数据来源：EIA，广发证券发展研究中心



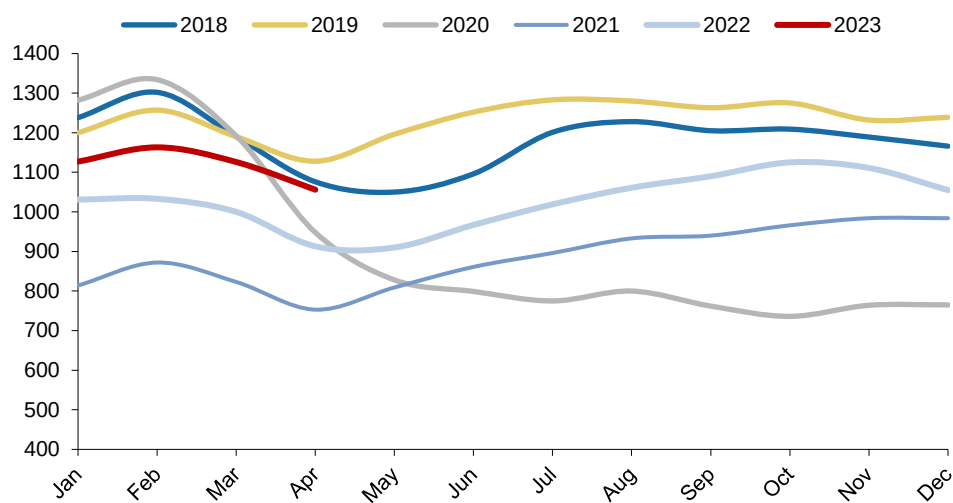
数据来源：EIA，广发证券发展研究中心



数据来源：Baker Hughes，广发证券发展研究中心

美国以外石油钻机数下降。根据Baker Hughes的美国以外石油钻机统计统计，美全球国以外活跃石油钻机数在2020年开始开始大幅下降。2020年年初，美国以外活跃石油钻机数1334座，2021年4月受疫情影响下跌至753座。截止至2023年4月，美国以外活跃钻机数逐步恢复至1056座，但低于2018年、2019年4月同期水平。

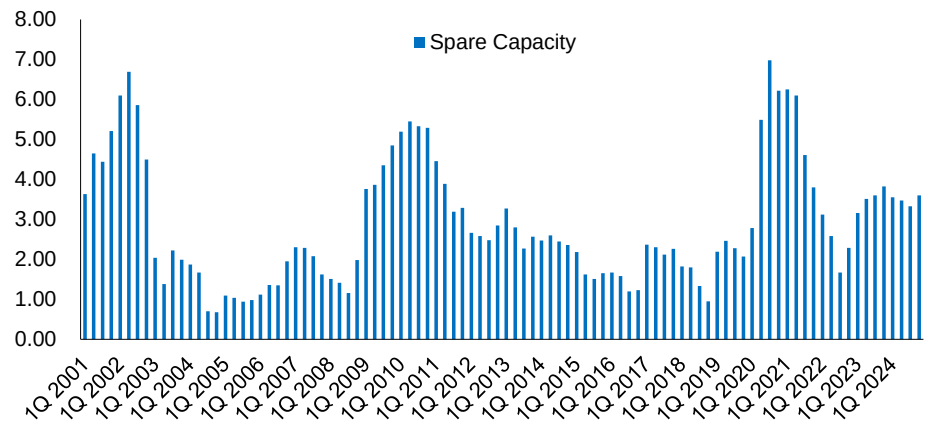
图13: 美国以外石油钻机数大幅下降（座）



数据来源：Baker Hughes，广发证券发展研究中心

OPEC闲置产能下降较多。OPEC闲置产能往往是在供给不足时压制原油价格的缓冲垫。从当前数据看，名义闲置产能有较大程度下降，EIA数据显示的OPEC总闲置产能下降至316万桶/日左右，处于历史低位。

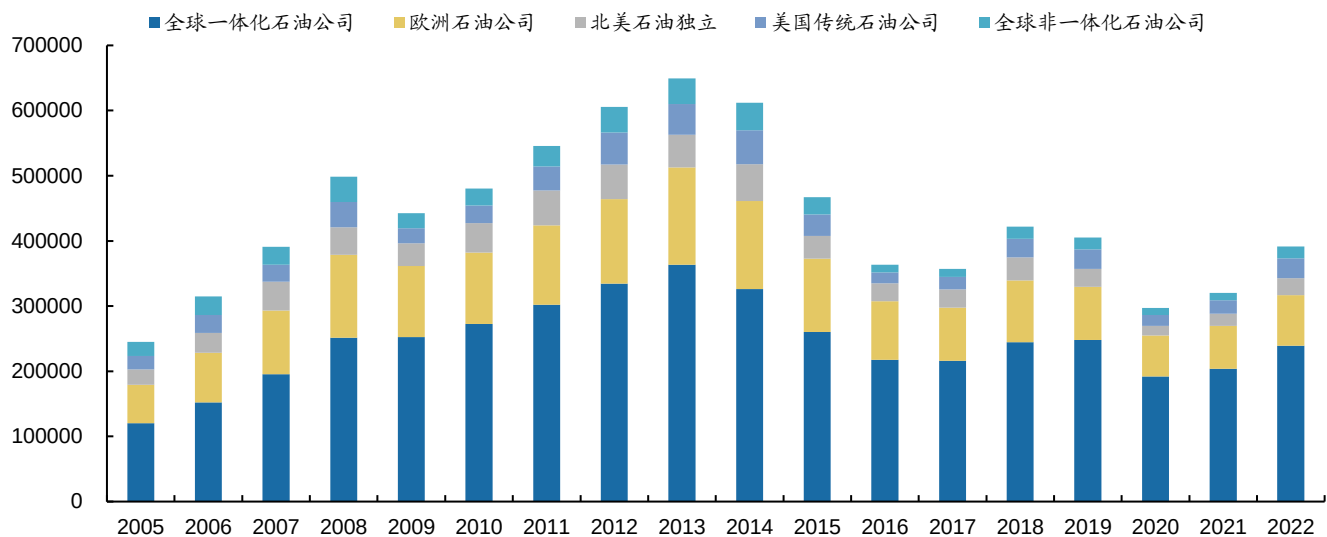
图14: OPEC闲置产能 (百万桶/日)



数据来源: EIA, 广发证券发展研究中心

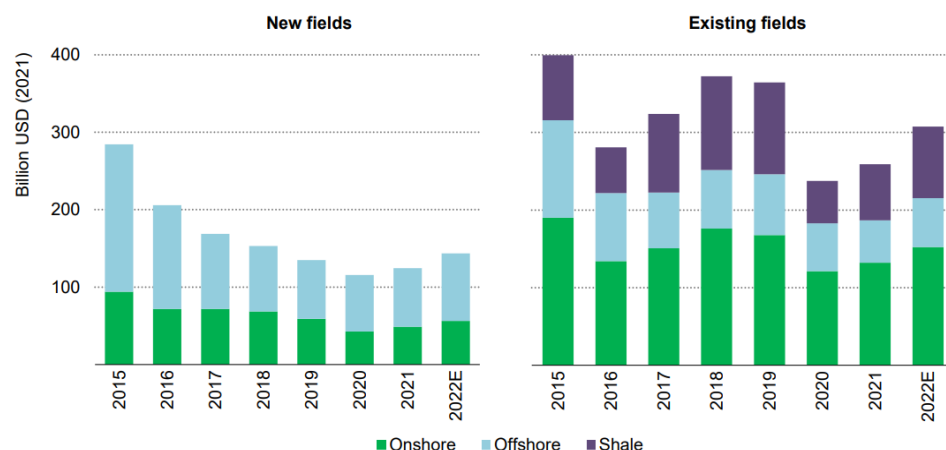
全球油气上游资本开支弹性弱。自2016年起,全球油气上游投资开始大幅下降。2021年上游资本开支为3800亿美元,同比增长10%。以全球66家油气企业资本支出口径数据测算,2022年全球主流油气企业资本支撑同比2021年上涨22%,同比2013年下降39.7%。同时,根据IEA报告预测数据,2022年全球石油和天然气投资较2021年将增加380亿美元,但仍比疫情前水平低约20%。未来随着能源转型战略的推进,许多勘探和生产公司将部分投资预算转向于低碳能源的生产,决定了全球油气上游资本开支弹性长期走弱。

图15: 2005-2022年全球油化企业资本支出 (亿元)



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图16: 15-22E全球新建和现有油气田投资情况

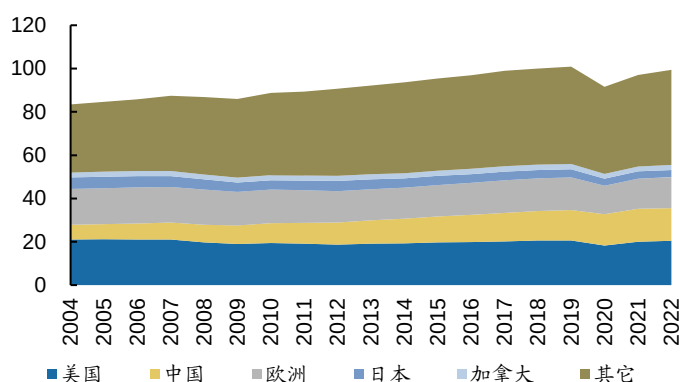


数据来源: IEA, 广发证券发展研究中心

(三) 需求端: 美国需求向好, 亚太需求恢复, 全球需求稳定增长

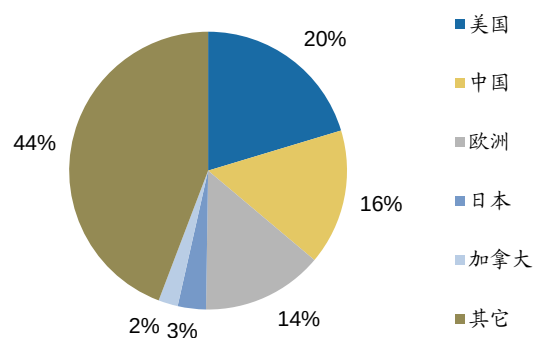
全球原油需求主要集中于美国、欧洲、中国。根据EIA数据, 截止至2022年, 全球原油消费为99.42百万桶/日, 美国、中国、欧洲全球原油消费分别为20.40、15.95、14.25百万桶/日, 占比分别为20%、16%和14%, 合计占比达到50%, 是全球原油需求主要集中区域。

图17: 2004-2022年, 全球原油消费分布 (百万桶/日)



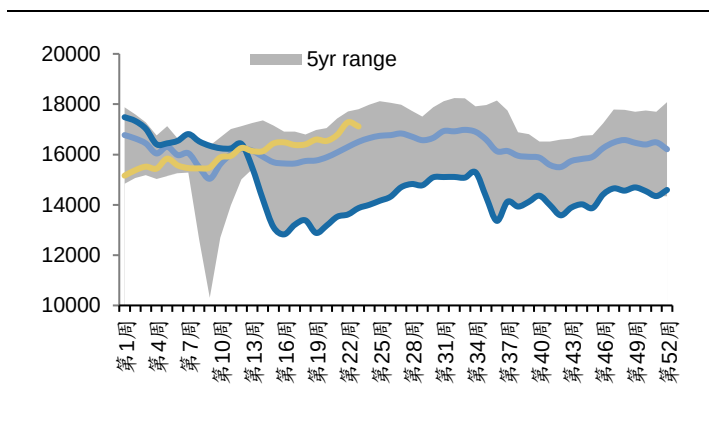
数据来源: EIA, 广发证券发展研究中心

图18: 2022年, 全球原油消费占比

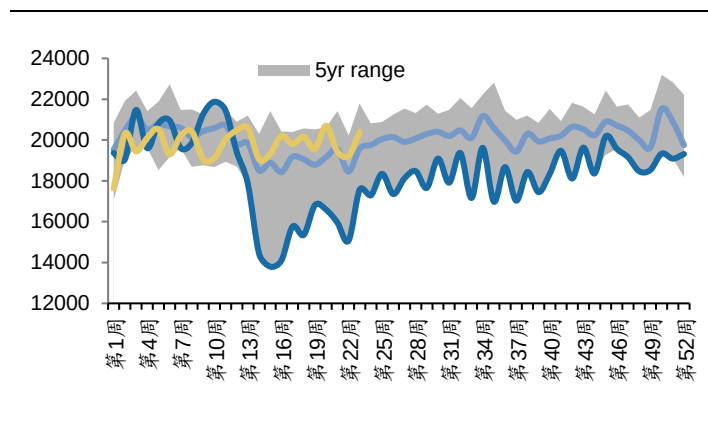


数据来源: EIA, 广发证券发展研究中心

美国: 石油产品需求恢复至历史5年均值 (2018-2022年) 以上。截止至2023年第19周数据, 美国炼厂炼油量已经恢复至1659.4万桶/日, 接近疫情前同期水平。美国石油产品 (成品汽油、燃料油、馏分油等) 需求为1955.8万桶/日, 已恢复至5年均值水平以上, 石油产品需求整体恢复情况同样较好。



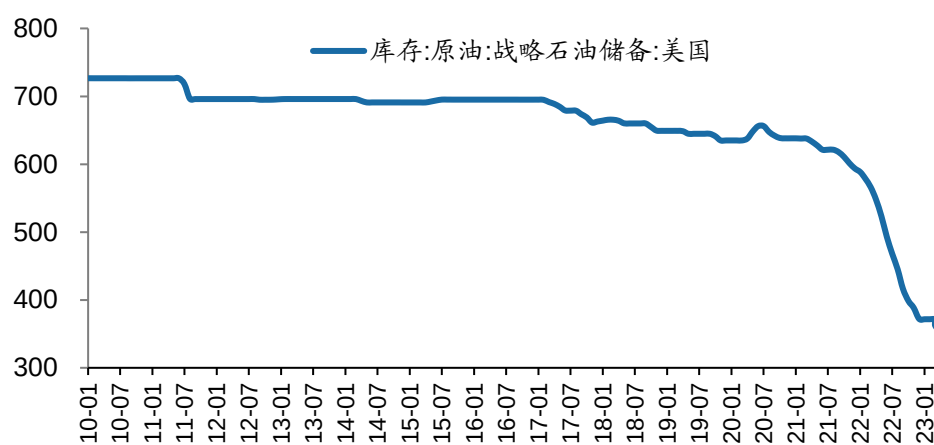
数据来源：EIA，广发证券发展研究中心



数据来源：EIA，广发证券发展研究中心

美国新一轮补库周期有望拉动原油需求。自2021年下半年开始，美国多次释放战略原油，目前原油战略储备已经降至4亿桶以下。根据EIA数据，截止至2023年2月，美国原油储备为3.7亿桶，较2010年至2020年均值7亿桶，下降3.3亿桶。自2022年以来，美国多重计划将战略石油储备补充到俄乌冲突、拜登宣布大规模释放储备前的水平。据美国能源部公告，2023年5月，美国能源部向应急政府储备交付300万桶含硫原油，并于2023年6月达成交易。

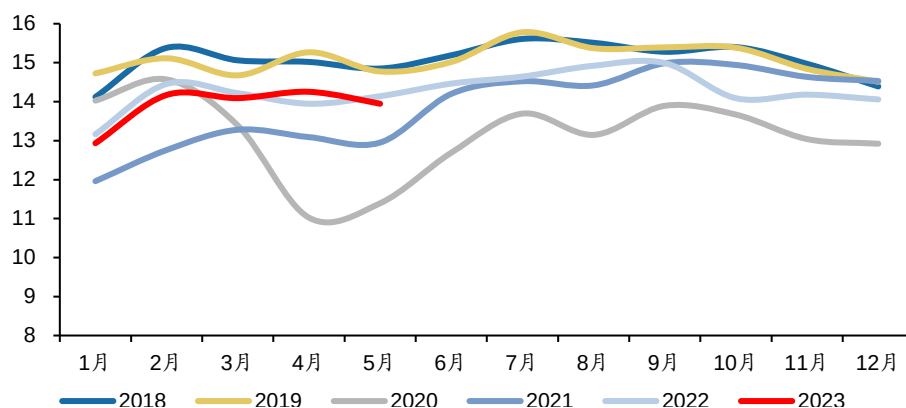
图21：美国原油战略储备（百万桶）



数据来源：EIA，广发证券发展研究中心

欧洲：原油需求恢复至近五年高位。欧洲原油消费具备明显季节性特征，消费旺季主要集中于H2。自疫情恢复以来，欧洲原油消费逐步回暖，根据EIA统计数据，截止至2023.05，欧洲原油5月需求已达到0.76百万桶/日，达到近五年5月需求高位水准。

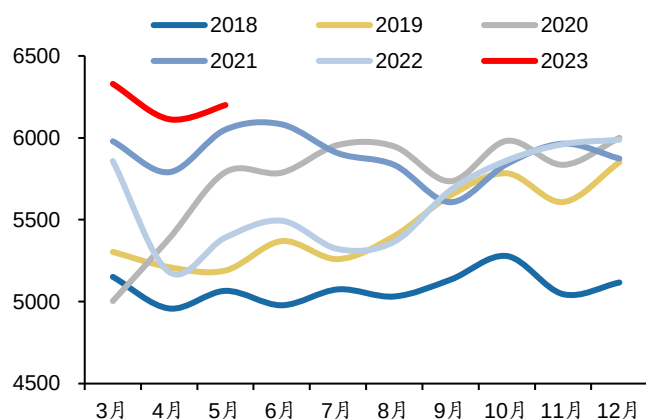
图22: 欧洲原油消费量 (百万桶/日)



数据来源: EIA, 广发证券发展研究中心

中国、印度: 原油需求已经恢复至近五年峰值。根据Wind资讯数据, 我国石油产品表观需求已经大幅超过疫情前水平, 2023年5月石油产品表观需求为6200万吨, 达到近五年需求峰值; 印度炼厂炼油量2023年3月印度炼厂炼油量为2300万吨, 恢复至近五年需求峰值。短期来看, 伴随中国、印度经济恢复, 有望进一步拉动全球原油消费需求。

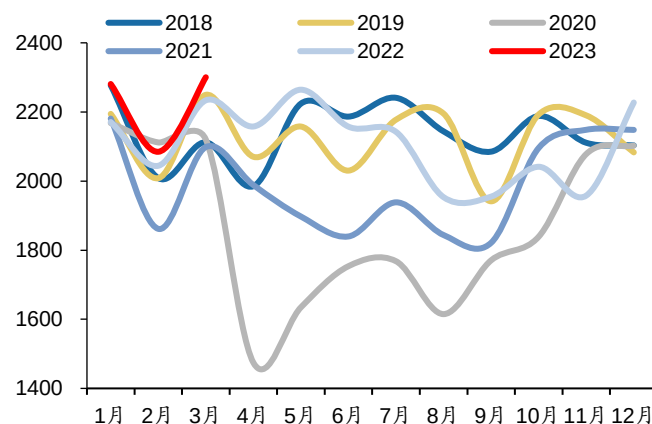
图23: 中国原油加工量 (万吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 未公布 1 月-2 月月度数据

图24: 印度炼厂炼油量 (万吨)



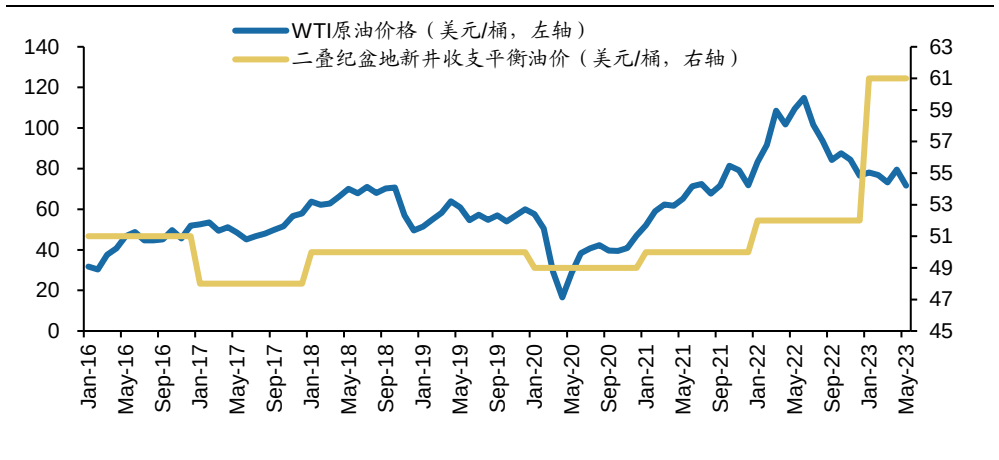
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

(四) 成本端: 美国页岩油开采成本上行有望进一步支撑油价

根据上文内容, 自2010年以来, 受益于美国页岩油开采技术的成熟以及开采禁令的部分解除, 美国页岩油产量快速提升, 拉动美国原油全球占比快速上涨, 同时也成为全球最大的油气增产来源。一方面, 页岩油成本低、全球油价上涨下, 开工率大幅增长, 可进一步抑制油价上涨; 另一方面, 页岩油低开采成本在油价下行期间也可对油价形成成本支撑。短期来看, 自2022以来, 全球油价大幅上涨背景下, 美国原油钻探供应链短缺、工人费用高涨等多方面因素导致美国页岩油新井收支平衡平均油价迎来上涨。以美国页岩油三大核心厂区之一二叠纪盆地为例, 2016-2021年间,

支平衡平均油价开始上行。截止至2023.06，新井收支平衡平均油价涨至61美元/桶，有望对全球油价形成支撑。

图25: 美国页岩油核心产区二叠纪盆地新井收支平衡平均油价（美元/桶）



数据来源：EIA，广发证券发展研究中心

综上分析，库存端，全球石油库存降至低位，美国逐步启动战略石油储备补库。供给端，短期来看，财政平衡油价限制、俄罗斯受欧洲制裁下，OPEC+核心国减产意愿强烈，EIA预测2023全球原油产量达101.2百万桶/日；长期来看，OPEC闲置产能下降较多、美国以外石油钻机数大幅下降、上游资本开支长周期下行导致未来长期供给弹性大幅下降；需求端，中国、印度石油产品需求恢复至近五年峰值，欧洲需求复苏较好，美国新一轮补库周期有望拉动原油需求，EIA预测2023全球原油产量达101.02百万桶/日，同比2022年新增1.59百万桶/日，增长1.60%，IEA预计2028年，同比2022年增长6%。供需错配下，未来较长时间内全球原油供需仍继续维持紧平衡。此外，美国页岩油开采成本上行支撑下，全球油价有望进一步得到支撑。

表2: 全球原油供需测算表（2023.05）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
供给（百万桶/天）							
OECD	29.93	31.53	30.60	31.12	32.26	33.98	34.78
美国	17.90	19.54	18.62	18.97	20.21	21.26	21.63
加拿大	5.35	5.48	5.23	5.54	5.70	5.86	6.15
墨西哥	2.08	1.92	1.93	1.92	1.90	2.10	2.03
其他	4.60	4.60	4.81	4.68	4.44	4.76	4.96
非 OECD	70.55	68.77	63.28	64.57	67.60	67.39	67.91
OPEC	36.73	34.60	30.69	31.66	34.17	33.51	33.84
俄罗斯	14.55	14.60	13.43	13.74	13.81	13.73	13.73
中国	4.75	4.86	4.86	4.99	5.12	5.27	5.24
其他	14.52	14.70	14.30	14.18	14.50	14.87	15.11
全球产出总计	100.48	100.30	93.88	95.68	99.85	101.37	102.69
消费（百万桶/天）							
OECD	47.73	47.74	42.01	44.80	45.94	46.00	46.25
美国	20.65	20.66	18.30	20.00	20.40	20.54	20.80

识别风险，发现价值

欧洲	14.32	14.30	12.41	13.11	13.51	13.49	13.54
日本	3.85	3.76	3.36	3.42	3.37	3.32	3.23
其他	6.41	6.53	5.74	5.99	6.36	6.35	6.37
非 OECD	52.29	53.15	49.57	52.32	53.49	55.02	56.46
俄罗斯	4.64	4.89	4.53	4.67	4.52	4.54	4.68
欧洲	0.75	0.77	0.71	0.75	0.76	0.76	0.77
中国	13.61	14.01	14.43	15.27	15.15	15.95	16.35
其他	33.29	33.49	29.90	31.63	33.05	33.76	34.66
全球消费总计	100.02	100.90	91.58	97.11	99.42	101.02	102.71
库存净流出总计	-0.45	0.59	-2.30	1.43	-0.43	-0.35	0.02

数据来源：EIA，广发证券发展研究中心

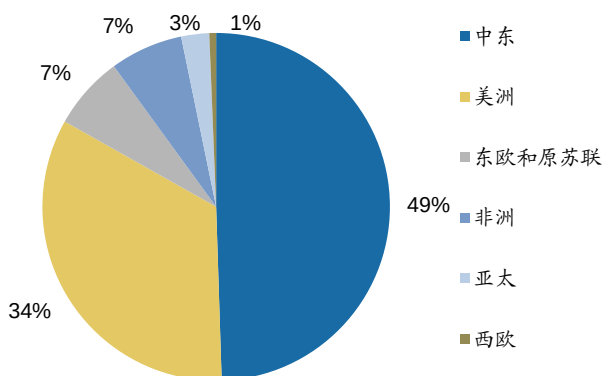
二、中国原油对外依存度高，能源安全推动国内油气企业增储上产

（一）全球：原油分布地缘不均，亚太地区储量低、消费高

全球原油资源呈现出分布高度不均，区域特征突出的特点。其中，北美、欧洲、中东是核心供应地区。我们分别从储量、产量及产储比视角来分析：

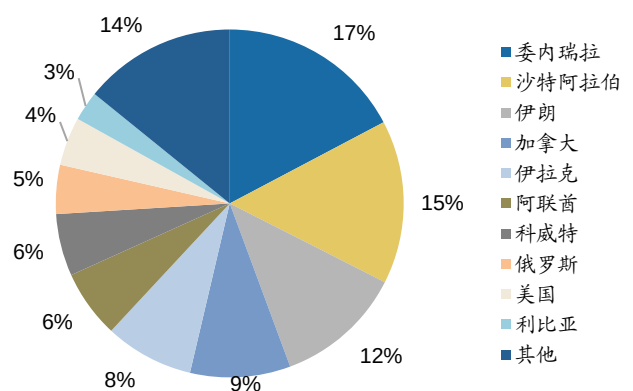
储量分布方面：截止至2022年底，全球已探明的原油储量为2406.9亿吨。从区域分布来看，全球原油资源分布高度不均。其中，中东地区原油储量全球最多为1191.2亿吨，占比49%，美洲原油储量为810.3亿吨，占比34%，中东和美洲地区原油储量占全球石油储量的83%。其他地区的原油储量只占全球的17%。从国家来看，2022年，委内瑞拉、沙特阿拉伯、伊朗、加拿大、伊拉克前五名合计原油储量，占比分别为17%、15%、12%，9%以及8%，储量前十名的国家合计储量为2065.9亿吨，占全球石油储量的86%。

图26：2022年全球原油储量分布（分地区）



数据来源：中国石油新闻中心，广发证券发展研究中心

图27：2022年全球原油储量分布（分国家）



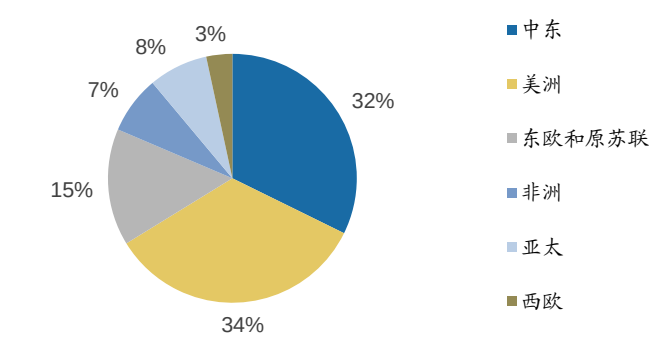
数据来源：中国石油新闻中心，广发证券发展研究中心

产量分布方面：储量越高，产量一般也越高，中东、美洲和东欧及原苏联同样是三大原油产区。其中，美洲地区2022年原油产量为15.68亿吨，同比增长5.7%，占全球原

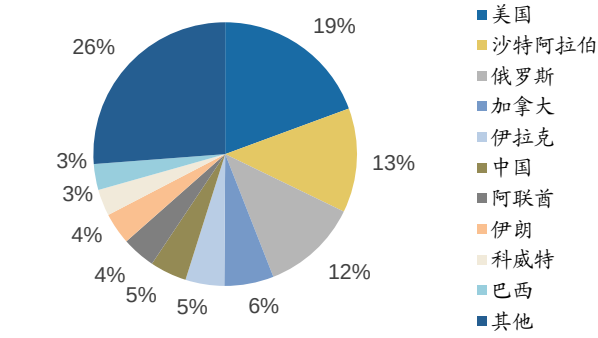
32%; 东欧及原苏联原油产量为7.01亿吨, 同比增长0.2%, 占全球原油产量的15%。从地区分布类看, 全球前五大原油供应国分别为美国、沙特阿拉伯、俄罗斯、加拿大和伊拉克, 2022年原油产量分别为8.95、5.91、5.48、2.8、2.2亿吨, 同比增长7.4%、9.2%、0.7%、2.4%、5.7%, 分别占全球原油产量的19%、13%、12%、6%、5%。

图28: 2022年全球原油产量分布(分地区)

图29: 2022年全球原油产量分布(分国家)



数据来源: 中国石油新闻中心, 广发证券发展研究中心

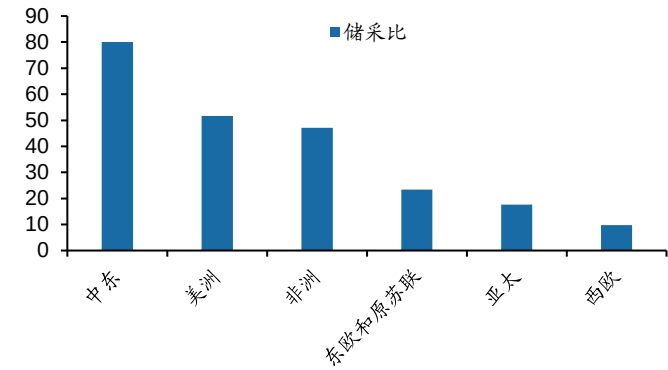


数据来源: 中国石油新闻中心, 广发证券发展研究中心

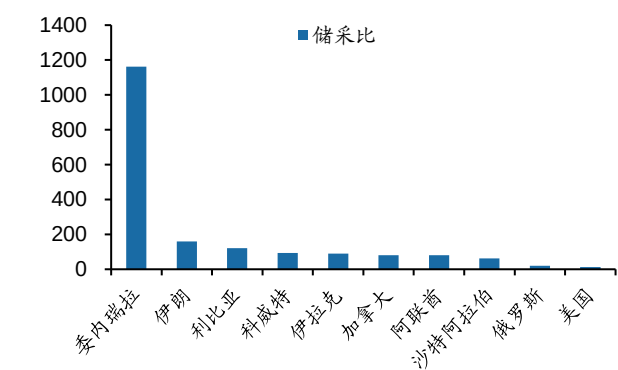
储采比方面: 原油储采比是指年末未证实储量和当年净产量的比值, 可反映出油气产量的保证程度, 指标越高, 表明未来石油发展潜力越大。根据中国石油新闻中心数据, 2022年全球原油储采比为52.1。分地区看, 中东地区原油储采比为80.8, 亚太地区原油储采比为17.6。分国家来看, 2022年委内瑞拉的原油储采比为1162.8, 远高于其他国家。OPEC国家中, 伊朗、科威特、伊拉克、阿联酋、沙特阿拉伯的原油储采比分别为159.3、92.7、90.3、80、62, 位于全球领先地位。

图30: 2022年全球原油储采比(分地区)

图31: 2022年全球原油储采比(分国家)



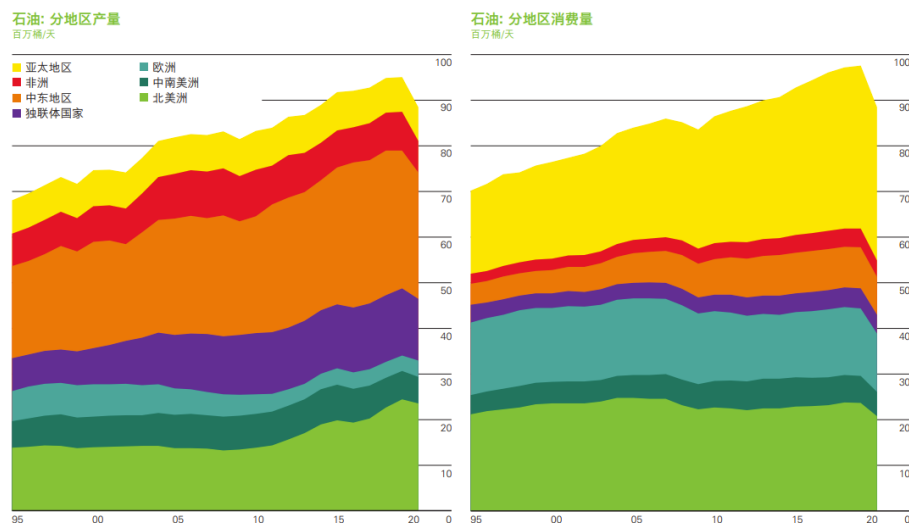
数据来源: 中国石油新闻中心, 广发证券发展研究中心



数据来源: 中国石油新闻中心, 广发证券发展研究中心

不同于储量区域分布特征, 亚太地区、北美洲和欧洲是全球三大原油消费地区, 且亚太地区的原油消费量逐年提高。其中, 北美和欧洲地区的原油消费量比较稳定, 而亚太地区消费量逐年提高, 尤其是印度工业化程度较低, 在工业和交通领域的原油消费量将会不断加大, 因此未来印度可能贡献亚太地区主要的原油消费增长。

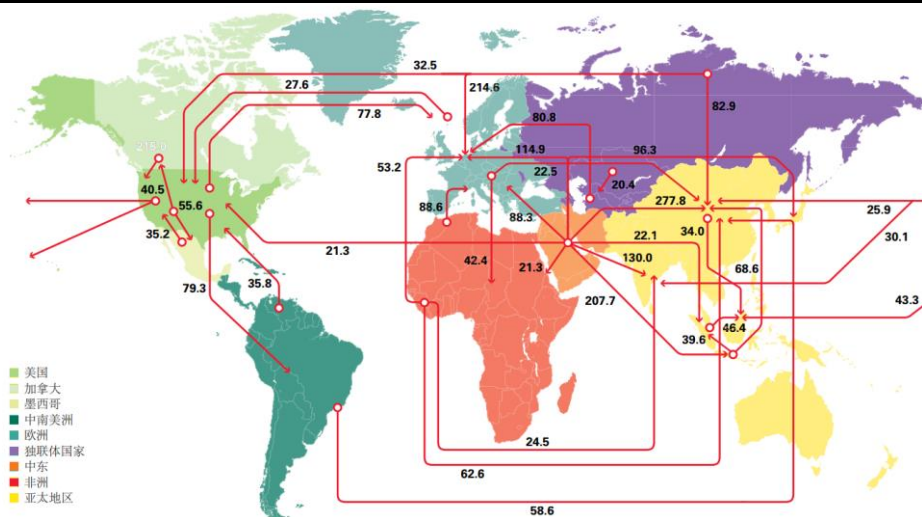
图32: 亚太地区石油储量少、产量少，但消费量大



数据来源:《bp 世界能源统计年鉴(2021 年版)》, 广发证券发展研究中心

供给、需求分布地区差异主导全球贸易流向。从原油进口来看, 中国、欧洲、印度、美国、日本是全球五大原油进口国(地区), 2021年原油净进口量分别为5.24、4.32、2.14、1.67、1.22亿吨。从原油出口量来看, 2021年全球原油出口总量为20.59亿吨, 其中沙特阿拉伯、俄罗斯、西非、伊拉克、加拿大是全球五大原油出口国, 净出口量分别为3.23、2.64、1.87、176、173亿吨。

图33: 2021年石油主要贸易流向(百万吨)

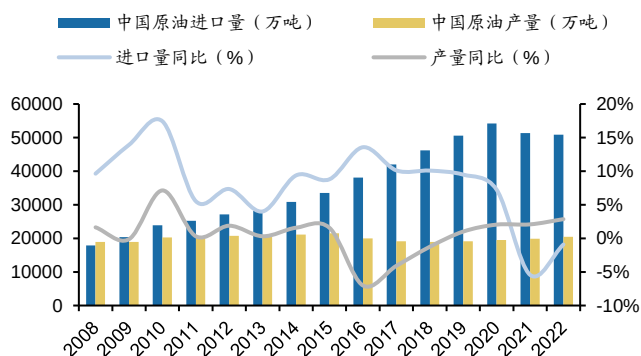


数据来源:《bp 世界能源统计年鉴(2022 年版)》, 广发证券发展研究中心

注: 不包括生物燃料贸易; 所使用的船用燃料油不包括在出口量内; 不含地区内部贸易流向(如欧洲内部国家之间); 原油进出口包含凝析油。

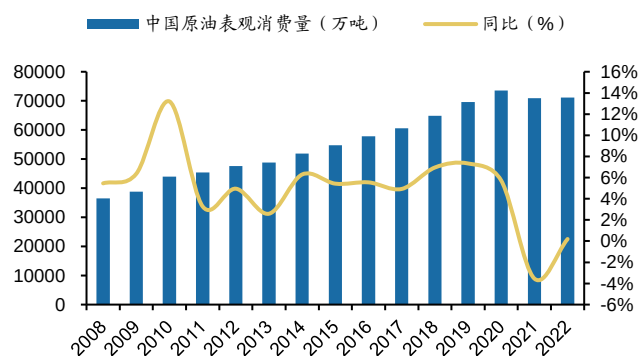
低储备、高需求下，国内原油进口对外依存度超70%。根据上文内容，低储备、高需求导致中国成为全球第一大原油进口国。截止2022年，中国原油产量为2.05亿吨，同比增加2.86%，原油表观消费量为7.11亿吨，同比增加0.2%；原油进口量为5.08亿吨，同比下降0.9%，进口对外依存度为71.5%。

图34：中国原油的进口量和产量



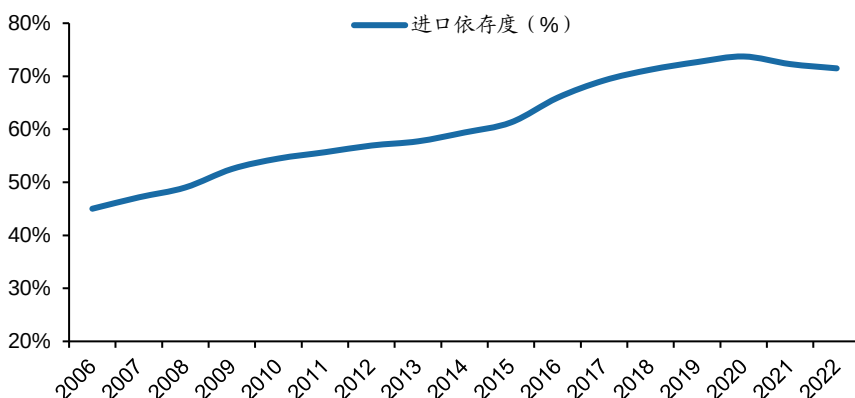
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图35：中国原油表观消费量



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

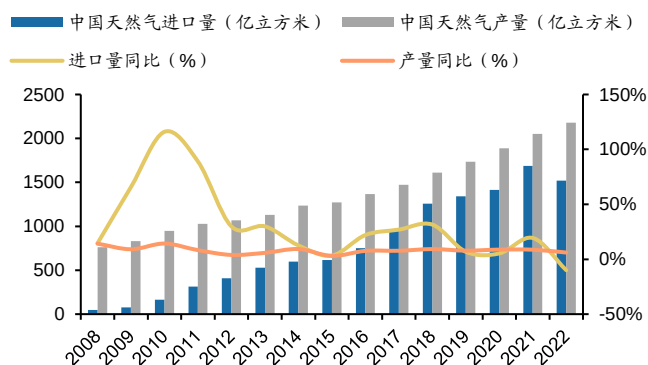
图36：中国原油进口依存度



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

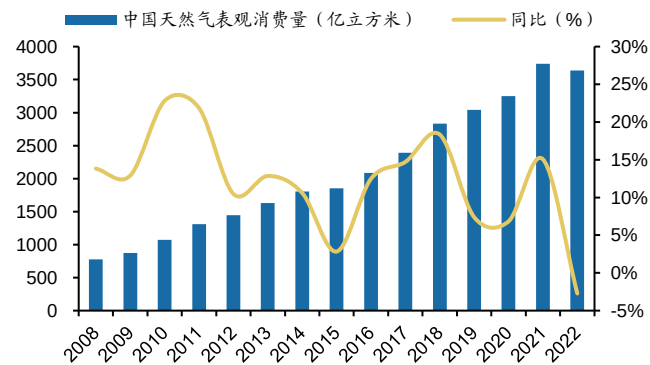
天然气进口依存度维持在40%。2011-2021年我国天然气进口量不断提高，CAGR为18.3%，2018-2021年平均进口依存度为44%。2022年我国天然气进口量首次下降，进口依存度下降至42%，我国天然气增储上产效果明显。截止2022年，中国天然气产量为2178亿立方米，同比增加6.1%，天然气表观消费量为3638亿立方米，同比下降2.72%；天然气进口量为1519亿立方米，同比下降9.98%，进口对外依存度为41.8%。

图37：中国天然气进口量和产量



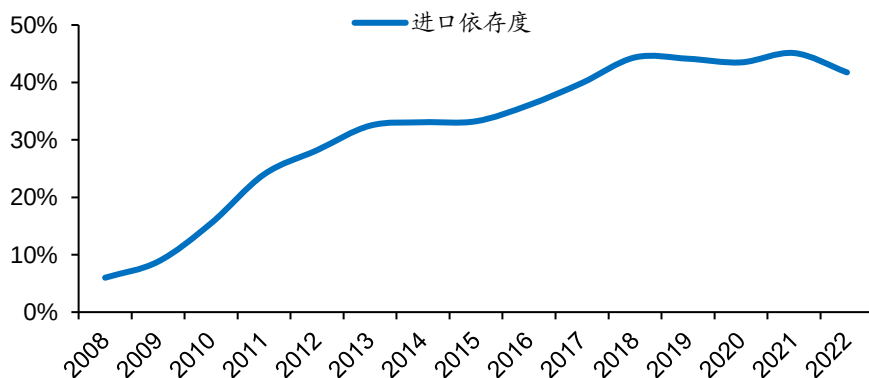
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图38：中国天然气表观消费量



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图39：中国天然气进口依存度



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

能源安全推动国内油企增储上产。出于保证国家能源安全、加快能源储备目的，国家积极鼓励国内油气企业加大勘探开发力度。2019年，我国能源局组织召开大力提升油气勘探开发力度工作推进会，要求油气企业落实增储上产的主体责任，完成2019-2025的七年行动方案。2020年，国务院新闻办公室《新时代的中国能源发展》提出“提升油气勘探开发力度，促进增储上产，提高油气自给能力”；2021年，国家能源局《2021年能源工作指导意见》提出“推动油气增储上产，确保勘探开发投资力度不减，强化重点盆地和海域油气基础地质调查和勘探”。“十四五”期间，我国现代能源体系建设的主要目标是，到2025年国内原油年产量回升并稳定在2亿吨水平，稳中有升。

表3：油气行业的相关政策

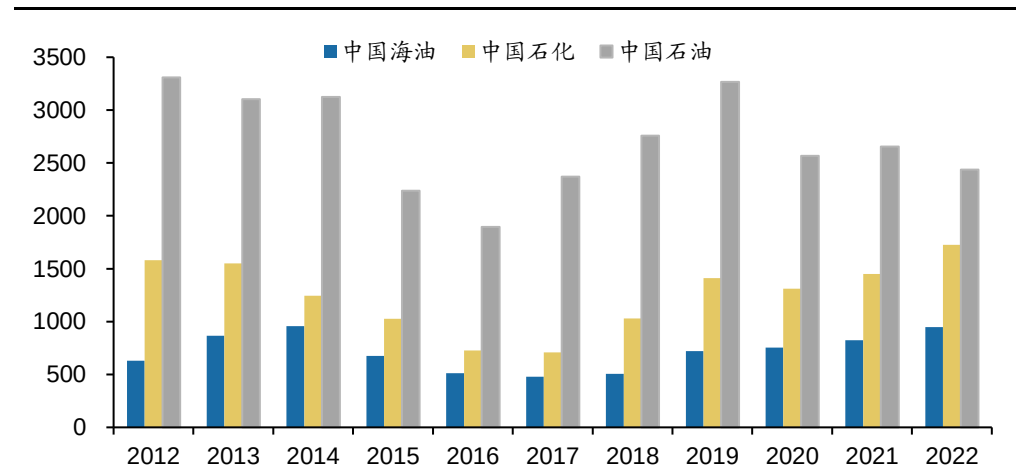
时间	政策（会议）名称	相关内容
2019年5月	大力提升油气勘探开发力度工作推进会	石油企业要落实增储上产主体责任，不折不扣完成 2019-2025七年行动方案 工作要求。
2019年8月	产业结构调整指导目录（2019年本）	将常规石油、天然气勘探与开采列入鼓励类行业。
2019年12月	关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见（试行）	全面开放油气勘探开采市场，允许民企、外企等社会各界资本进入油气勘探开发领域。

2020 年 6 月	2020 年能源工作指导意见	渠道，推动勘探开发投资稳中有增。 推动东部老油气田稳产，加大新区产能建设力度。加快页岩油气、致密气、煤层气等非常规油气资源勘探开发力度，保障持续稳产增产。
2020 年 12 月	新时代的中国能源发展	建设多元清洁的能源供应体系，还需加大化石能源的清洁高效开发利用，大力提升油气勘探开发力度。加快天然气产供储销体系建设，确保能源兜底保障。 推动油气增储上产，重点突破页岩气、煤层气等非常规天然气勘探开发，推动页岩气规模化开发，增加国内天然气供应。加大低品位资源勘探开发力度，推进原油增储上产。
2021 年 3 月	中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	加强四川、鄂尔多斯、塔里木、准噶尔等重点盆地油气勘探开发，稳定渤海湾、松辽盆地老油区产量，建设川渝天然气生产基地。推进山西沁水盆地、鄂尔多斯东缘煤层气和川南、鄂西、云贵地区页岩气勘探开发，推进页岩油勘探开发。 开展南海等地区天然气水合物试采。有序放开油气勘探开发市场准入， 加快深海、深层和非常规油气资源利用，推动油气增储上产。

数据来源：中国海油招股说明书，国家能源局，广发证券发展研究中心

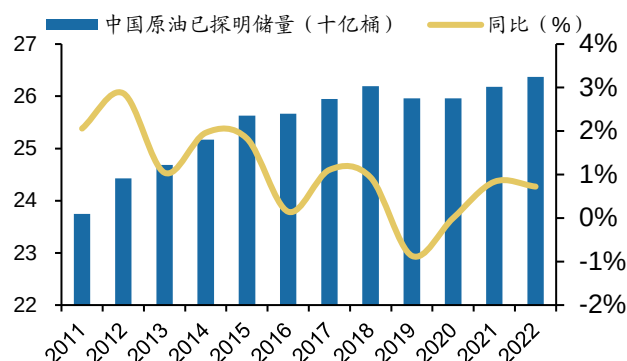
政策支撑下，各油气企业持续加大油气勘探开发力度，推动原油储量回升。自 2020 年以来，我国原油已探明储量明显提升。截止至 2022 年，我国原油已探明储量为 263.7 亿桶，保持连续三年高增长。从国内油气央企视角来看，资本支出方面，2016 年以来，油气央企加大资本支出。2022 年，中国石油资本支出最高为 509 亿元，中国海油资本支出为 241 亿元；储量方面，自 2017 年以来，油气央企油气已探明储量整体不断回升。其中，自 2020 以来，中国石油油气储量当量重回增长趋势。根据各公司财报数据，截止 2022 年，中国石油油气当量已探明储量为 186.16 亿桶，中国海油油气当量已探明储量为 58.60 亿桶。

图40：2012-2022年，油气央企资本支出（亿元）



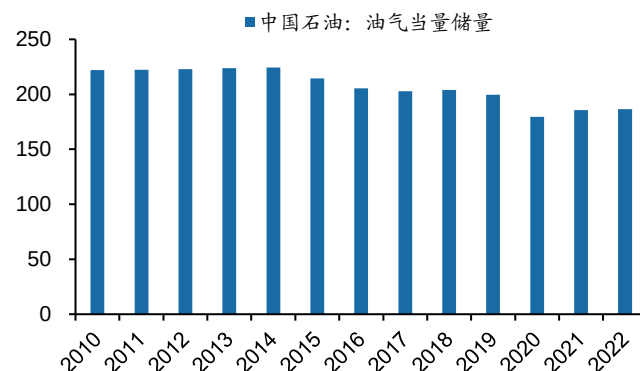
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 41: 2011-2022 年, 我国原油已探明储量 (十亿桶)



数据来源: Wind, 《中国油气产业发展分析与展望报告蓝皮书 (2022-2023) 》, 广发证券发展研究中心

图 42: 中国石油油气当量储量 (亿桶)



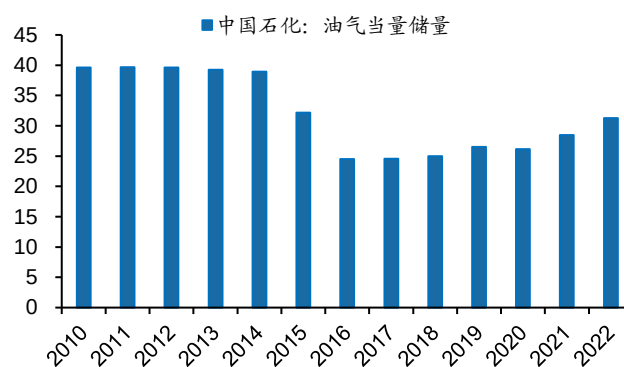
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心
注: 油气当量包括天然气可采储量, 下同

图 43: 中国海油油气当量储量 (亿桶)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 44: 中国石化油气当量储量 (亿桶)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

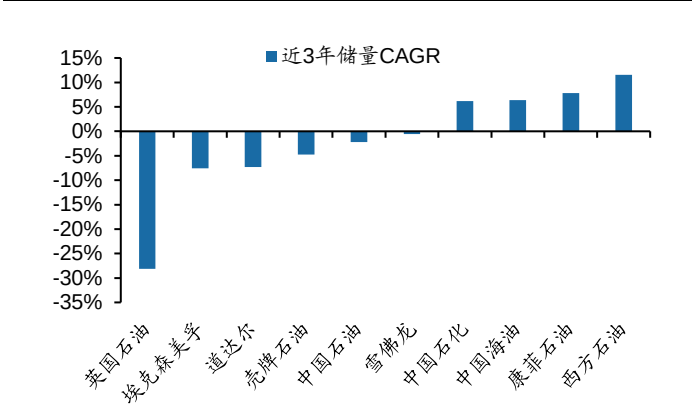
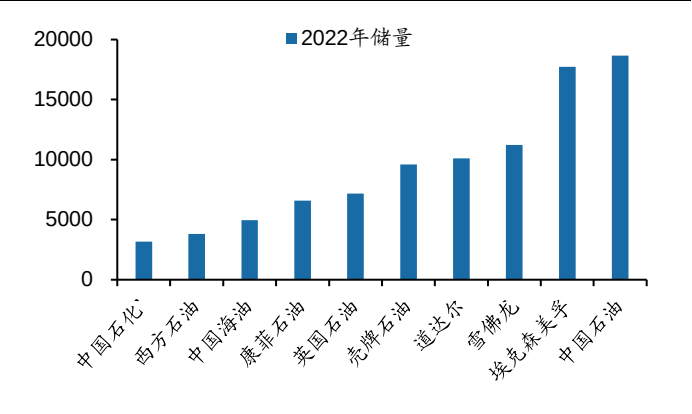
三、对标海外, 油气央企估值修复空间仍足

根据各公司业务布局侧重点不同, 全球石油企业可划分为一体化的石油公司和业内领先的勘探和生产 (E&P) 公司。相比一体化公司, E&P 公司更聚焦上游油气勘探开发, 集中优势力量攻克油气上游业务关键技术。国内方面, 中国石油、中国海油等油气央企掌握国内油气生产。其中, 中国石油是全球一体化石油公司, 业务包含原油和天然气的勘探、开发以及石油化工产品的生产和销售, 而中国海油业务主要为海上油气勘探、开采和销售, 属于领先的勘探和生产 (E&P) 公司。海外一体化的石油公司主要有埃克森美孚、皇家壳牌、雪佛龙、英国石油、道达尔等; 业内领先的 E&P 公司主要有康菲、西方石油等。我们选取国内油气央企与海外油气公司作了对比, 对标维度涉及油气资产评价指标 (储量/产量规模、储量/产量增速、储量替代率、储量寿命、桶油开采成本等)、估值指标 (PB、PE、单位储量市值、单位产量市值、分红率、股息率等)。综合来看, 国内油气央企油气资产储量增速快, 桶油成本低、储量替代率高, 对应单位储量市值低, 估值修复空间仍足。

油气央企积极增储上产显成效，近3年储量/产量平均增速位于行业前列。从储量数据来看，2022年，中国石油油气储量当量为18661百万桶，对比海外巨头，位于行业领先地位，中国海油油气储量当量为4960百万桶。从储量增速来看，2019年-2022年三桶油储量平均增速优于海外油气企业。其中，中国石油CAGR为-2.2%，中国海油CAGR为6.4%。从产量数据来看，2022年，中国石油油气产量当量为1685百万桶油，中国海油油气产量当量为624百万桶，2019年-2022年中国石油、中国海油的油气产量当量平均增速分别为CAGR为2.6%和7.2%，位于行业前列。

图45: 油气央企与海外油气企业储量对比(百万桶油当量，2022年)

图 46: 油气央企与海外油气企业近 3 年储量 CAGR 对比（2020-2022 年）

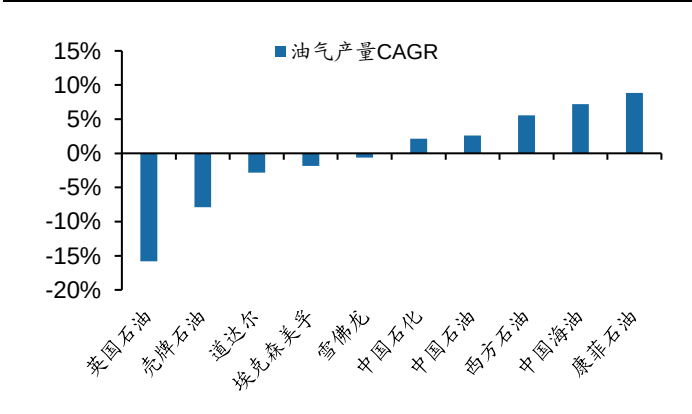
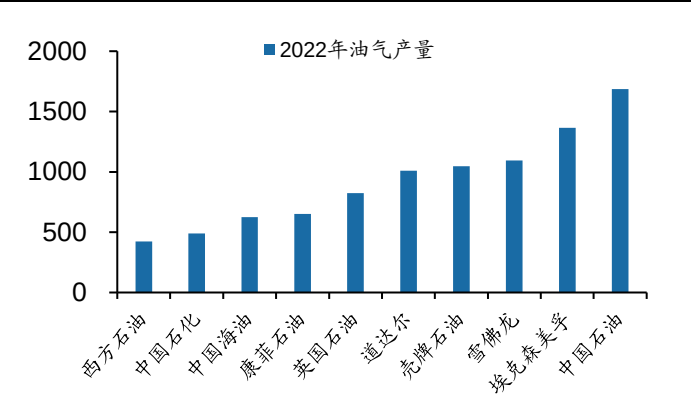


数据来源：Wind，Bloomberg，广发证券发展研究中心
注：海外油气企业及油气央企采用油气当量探明储量，下同

数据来源：Wind，Bloomberg，广发证券发展研究中心

图47: 油气央企与海外油气企业油气产量对比(百万桶油当量，2022年)

图 48: 油气央企与海外油气企业近 3 年油气产量 CAGR 对比（2020-2022 年）

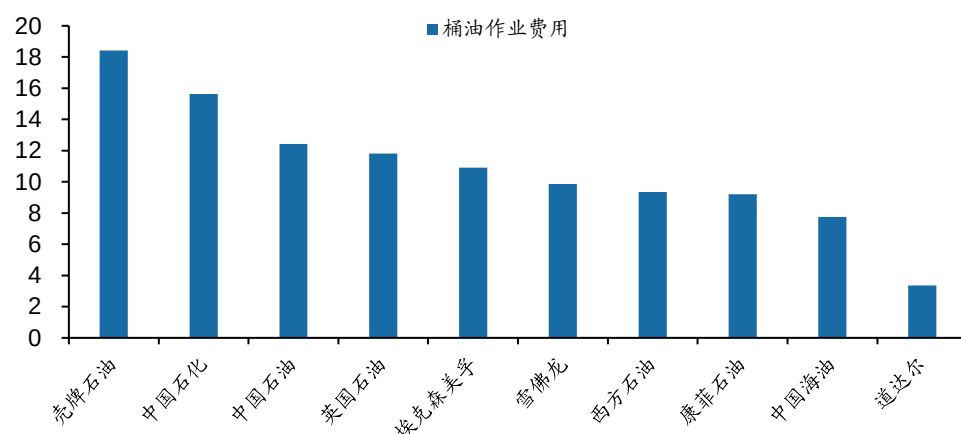


数据来源：Wind，Bloomberg，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，Bloomberg，广发证券发展研究中心

中国海油成本大幅领先，油气龙头成本仍有下降空间。2022年中国石油、中国海油桶油作业成本分别为每桶12.4/7.7美元。其中，得益于长期降本增效战略，中国海油成本优势明显。

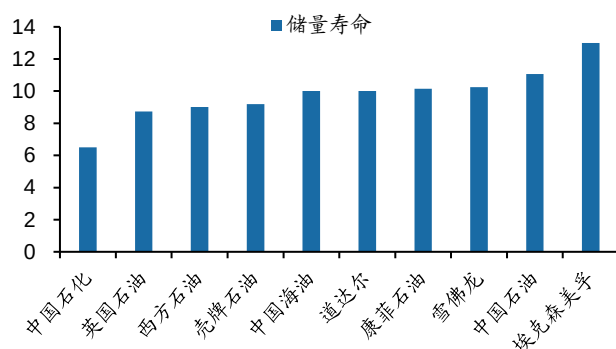
图49：油气央企与海外油气企业桶油成本对比（美元/桶，2022年）



数据来源：Wind，Bloomberg，广发证券发展研究中心

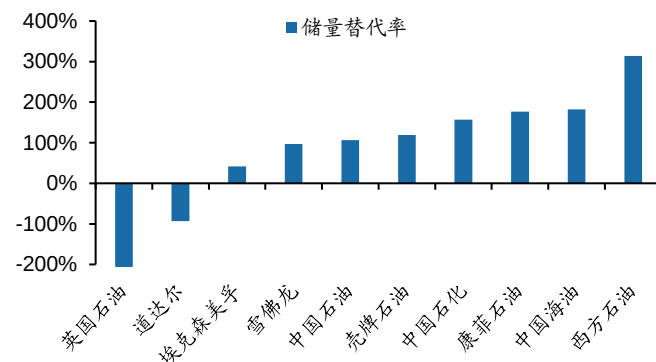
油气央企龙头可持续发展能力强，储量寿命与储采比高于外企平均水平。储量替代率是指当年新增探明储量与当年净产量的比值，反映公司储量接替能力，储采比指年底剩余探明储量与当年净产量的比值，是指按当前生产水平尚可开采的年数，可反映公司或油田的开发潜力。2022年中国石油、中国海油的储量寿命分别为11.07年/10.0年，储量替代率分别为107%/182%，均在100%的可持续发展线以上，且高于海外油气企业平均水平。

图50：油气央企与海外油气企业储量寿命对比（年，2022年）



数据来源：Wind，Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 51：油气央企与海外油气企业储量替代率对比（2022 年）

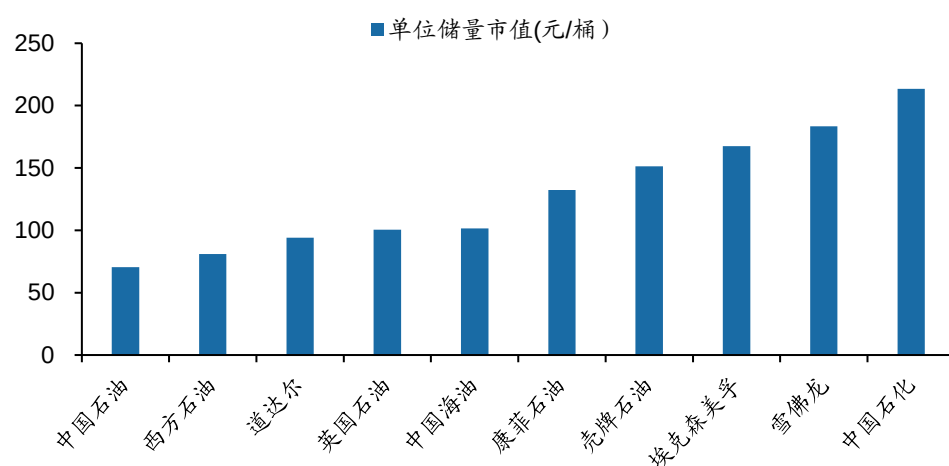


数据来源：Wind，Bloomberg，广发证券发展研究中心

注：英国石油储量替代率为-1088%，图中未展示

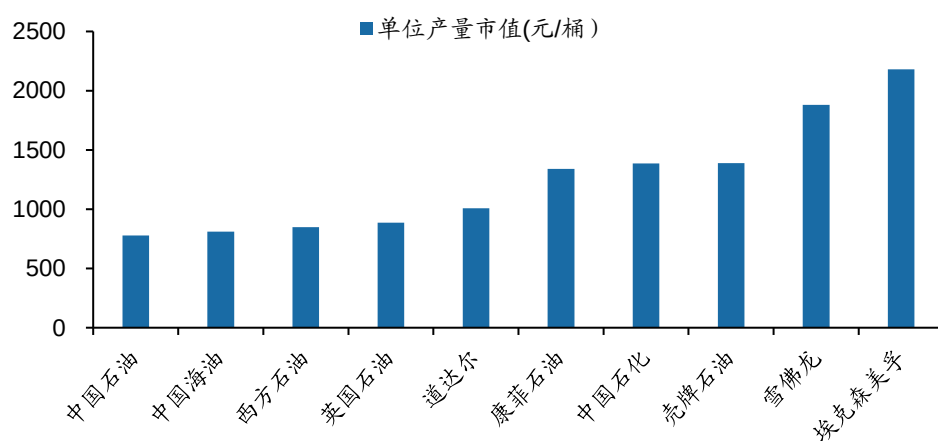
（二）估值对比：单位储量市值低，油气央企估值修复空间仍足

国内油气央企单位储量/产量市值低。中国石油与中国海油的油气开采业务占比高，使用单位市值储量/产量指标具备代表性。单位储量市值方面，以2023年6月26日收盘价计，中国石油、中国海油单位储量市值分别为70.4、101.6元/桶，海外企业单位储量市值均在100-200元/桶区间，明显高于国内油气央企；单位产量市值方面，中国石油、中国海油单位产量市值分别为779.1、811.3元/桶，与埃克森美孚（2179.1元/桶）、雪佛龙（1880.3元/桶）等海外油气企业相比，油气央企单位产量市值低。



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图53：油气央企与海外油气企业单位产量市值对比（以2023.06.26收盘价计）



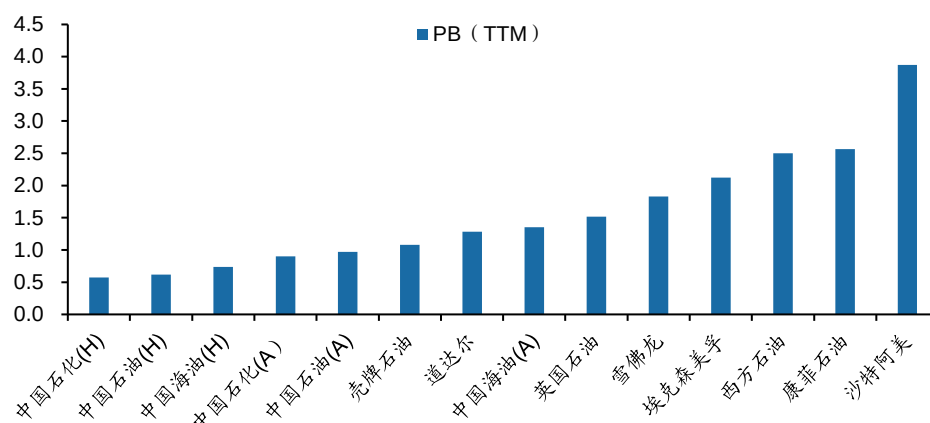
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

国内油气央企 PB 估值低。2022 年，中国海油 A 股/H 股 PB 分别为 1.21 倍/0.71 倍，中国石油 A 股/H 股 PB 分别为 0.66 倍/0.43 倍，海外油气企业 PB 均处于 1.5-4.0 的区间内。以 2023 年 6 月 26 日收盘价计，中国海油 A 股/H 股 PB 分别为 1.35 倍/0.73 倍，中国石油 A 股/H 股 PB 分别为 0.97 倍/0.62 倍，明显低于同期沙特阿美（3.87 倍）、康菲石油（2.57 倍）、西方石油（2.50 倍）等海外油气企业。

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
国内	中国海油(H)	1.96	1.48	0.97	0.78	1.01	1.10	1.13	1.16	0.62	0.61	0.71
	中国海油(A)											1.21
	中国石化(H)	1.21	1.02	0.98	0.70	0.84	0.80	0.83	0.69	0.48	0.46	0.51
	中国石化(A)	1.18	0.92	1.29	0.89	0.92	1.02	0.85	0.84	0.66	0.66	0.67
	中国石油(H)	1.53	1.08	1.06	0.66	0.80	0.70	0.64	0.52	0.30	0.41	0.43
	中国石油(A)	1.55	1.25	1.68	1.30	1.22	1.24	1.09	0.87	0.63	0.71	0.66
海外	雪佛龙	1.54	1.60	1.36	1.11	1.53	1.61	1.34	1.57	1.23	1.63	2.18
	康菲石油	1.47	1.66	1.64	1.45	1.78	2.14	2.22	2.02	1.43	2.07	3.06
	壳牌石油											1.15
	英国石油	1.23	1.28	1.14	1.08	1.31	1.50	1.37	1.38	1.03	1.22	1.57
	埃克森美孚	2.35	2.52	2.23	1.90	2.24	1.89	1.51	1.54	1.11	1.54	2.33
	道达尔	1.22	1.39	1.29	1.13	1.24	1.24	1.19	1.26	1.08	1.17	1.46
	西方石油	1.54	1.76	1.78	2.12	2.53	2.74	2.16	1.51	1.83	2.56	2.82
	沙特阿美								6.81	7.06	5.59	3.85

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图55：油气央企与海外油气企业PB（TTM）估值相比（以2023.06.26收盘价计）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

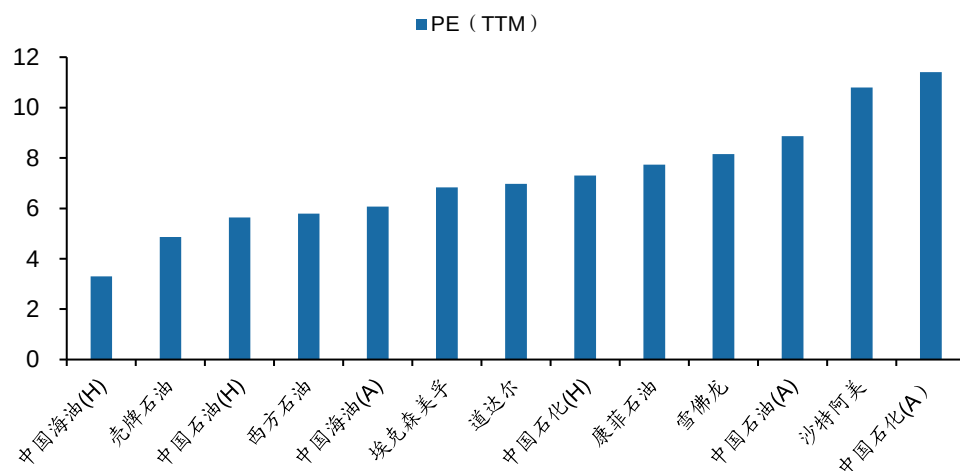
国内油气央企PE估值低。以2023年6月26日收盘价计，中国石油、中国海油A股PE分别为8.9/6.1倍，H股PE为5.7/3.3倍。与沙特阿美、雪佛龙、康菲石油相比，中国石油、中国海油PE估值低。

图56：油气央企与海外油气企业PE相比（2012-2022）

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
国内	中国海油(H)	10	8	7	7	-167	18	13	9	7	6	4
	中国海油(A)											6
	中国石化(H)	11	8	9	21	16	11	8	11	104	5	6
	中国石化(A)	11	7	11	27	18	13	8	13	13	7	8
	中国石油(H)	14	10	10	18	137	36	15	16	21	6	4
	中国石油(A)	14	11	15	37	215	63	25	26	41	11	7
海外	雪佛龙	9	10	10	20	-148	37	15	17	-14	23	10
	康菲石油	7	11	9	-57	-9	-27	12	9	-35	20	8
	壳牌石油											12
	英国石油	5	13	5	28	-34	38	16	27	-3	10	-9
	埃克森美孚	9	13	11	16	42	27	12	20	52	-44	9
	道达尔	8	11	11	24	30	17	12	15	-20	-34	8
	西方石油	11	17	11	-9	-10	105	12	35	-1	-24	5
	沙特阿美								17	38	39	35

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图57：油气央企与海外油气企业PE（TTM）估值相比（以2023.06.26收盘价计）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：英国石油 PE(TTM)为-41.22，未展示

对比海外油气企业分红率与股息率，油气央企更注重回报投资者。从分红率来看，油气央企分红底气充足，分红率均为海外油气企业一倍以上。根据公司财报数据，2022年，中国石油、中国海油年度分红率分别为37%和54%。从股息率来看，中国石油、中国海油的股息率明显高于海外油气企业。2022年，中国石油、中国海油的A股/H股股息率为8.5%/13.3%、8.5%/14.5%。以2023年6月26日收盘价计算，中国石油、中国海油的A股/H股股息率为4.0%/8.8%、9.1%/13.1%。

图58：油气央企与海外油气企业股息率对比

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
国内	中国海油(H)	2%	4%	3%	4%	5%	6%	4%	4%	6%	6%	6%	4%	15%
	中国海油(A)													8%
	中国石化(H)	3%	4%	4%	5%	4%	4%	5%	11%	9%	7%	7%	15%	11%
	中国石化(A)	3%	4%	4%	5%	3%	3%	5%	8%	8%	6%	5%	11%	8%
	中国石油(H)	4%	4%	3%	5%	4%	2%	1%	3%	4%	4%	9%	8%	13%
	中国石油(A)	3%	3%	3%	4%	2%	1%	1%	2%	2%	2%	4%	5%	9%
海外	雪佛龙	3%	3%	3%	3%	4%	5%	4%	3%	4%	4%	6%	5%	3%
	康菲石油	3%	4%	5%	4%	4%	5%	2%	2%	2%	2%	4%	2%	5%
	壳牌石油													4%
	英国石油										2%	5%	1%	4%
	埃克森美孚	2%	2%	3%	2%	3%	4%	3%	4%	5%	5%	8%	6%	3%
	道达尔										2%	6%	5%	6%
	西方石油	2%	2%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	5%	8%	0%	1%	1%
	沙特阿美											0%	0%	0%

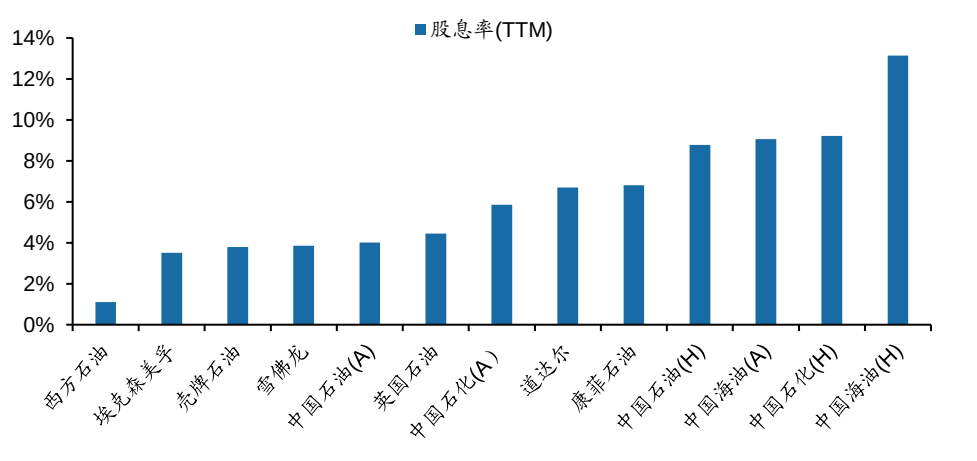
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图59：油气央企与海外油气企业分红率对比

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
国内	中国海油	30%	26%	25%	36%	34%	101%	2202%	66%	43%	48%	105%	29%	54%
	中国石化	23%	28%	41%	44%	59%	75%	36%	64%	107%	80%	96%	49%	86%
	中国石油	38%	48%	50%	41%	56%	81%	107%	86%	52%	67%	148%	43%	37%
海外	雪佛龙	29%	22%	26%	35%	42%	177%	-1640%	90%	58%	316%	-176%	66%	31%
	康菲石油	25%	26%	38%	36%	51%	-67%	-34%	-153%	23%	24%	-76%	23%	42%
	壳牌石油												16%	17%
	英国石油	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	45%	-13%	12%	-169%
	埃克森美孚	23%	19%	21%	31%	34%	73%	155%	63%	64%	99%	-63%	61%	26%
	道达尔	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	27%	-84%	35%	42%
	西方石油	31%	25%	44%	40%	417%	-34%	-471%	209%	67%	-423%	0%	6%	4%
	沙特阿美										0%	0%	0%	0%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图60：油气央企与海外油气企业股息率对比（以2023.06.26收盘价计）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

四、风险提示

（一）宏观经济及政策风险

石油石化行业发展与国民经济景气度相关性强，下游基础产品延伸到国民经济多个领域，行业受国内外宏观经济环境、行业运行周期等多种因素影响。此外政策方面，各国“碳达峰、碳中和”目标的提出，将大大加速能源转型的进程，对油气产业需求产生影响。

（二）油价大幅波动风险

国际原油价格受全球及地区政治经济的变化、油气的供需状况及具有国际影响的突发事件和争端等多方面因素的影响。自2020年以来，国际政治经济形势复杂多变，俄乌冲突加快世界格局深刻演变，引发国际能源市场剧烈震荡。若再次出现政治或经济不稳定的情形，将对国际原油产生影响。

（三）市场竞争日益加剧风险

新一轮科技革命和产业变革对能源产业发展产生深远影响，国家石油公司、大型一

设备、人才和商业机会等各方面的竞争，将对油气行业格局产生影响。

（四）央国企改革不及预期风险

2023 年 1 月，国资委将央企经营指标“两利四率”调整为“一利五率”，用净资产收益率替换净利润指标、营业现金比率替换营业收入利润率，国内油气央企迎来价值重估。若后续央国企改革不及预期，将对行业估值产生影响。