

## 从估值折价走向世界一流示范企业

中国特色估值体系视角专题报告

### 核心观点

年初以来，市场对“中国特色估值体系”（以下简称“中特估”）的关注不断提高，投资热情日益高涨。中特估既是建设中国特色现代资本市场系统工程的重要一环，又是完善适合中国企业估值定价逻辑、发挥资本市场资源配置的功能所在。作为国民经济和资本市场重要组成部分的央企国企自然成为探讨中特估重要的着力点和落脚点。本篇报告是我们中特估研究的石化化工行业专题报告，从行业角度分析石化化工央企国企的投资逻辑，具体如下：

- **“一利五率”考核带动价值重估：**2023年国资委对国企央企提出了新的考核方式，采用“一利五率”的考核方式替代原先的“两利四率”，国资委第一次用ROE指标替代净利润指标。在此背景下，若未来三桶油ROE提升，估值有望修复。三桶油在过去承担许多的社会责任，因此牺牲了一些业绩。我们认为，考核方式的转变也使得三桶油将重心转移到如何降本增效上。过去，市场的固有观念认为民营炼化的盈利能力高于国企，但2022年开始，在国际油价大幅波动，炼油景气度下滑的背景下，中石油、中石化凭借一体化的优势、以及产业链上下游的协同，ROE出现提升，ROE也超过了民营炼化。再从分红的角度来看，三桶油向来注重股东回报，2018年后的股利支付率基本都在50%以上，且在公司章程中做出分红比例的承诺。A股三桶油的股息率高于5%，H股三桶油的股息率高于8%。
- **“创建世界一流示范企业”行动打开新空间：**未来企业价值的持续提升则需要寻找新的增量，我们认为近期提出的创建世界一流示范企业行动有望为中特估打开新的发展局面。创建世界一流示范企业对于三桶油体现在两个方面，一是加大研发投入，自主创新。事实上，我国石化行业的技术突破均能看到三桶油的身影，例如百万吨级乙烯技术、芳烃联产技术均离不开中石化的投入。第二个方面是依托“一带一路”倡议，着眼全球化。对于石化央企来说，不少业务实际已经发展到了在国内几乎饱和的水平。要进一步获得发展空间，走出国门是较好的选择。三桶油有许多走出去的成功案例，例如2018年中国石油成功在阿联酋获取乌姆沙依夫—纳斯尔油田和下扎库姆油田，两个年产约5000万吨级特大型油田的权益，并参与项目运营。2016年中国石化与沙特阿美共同投资建设了2000万吨/年产能的沙特延布炼厂。此外，中石油中石化在绿色低碳技术领域做出大量投资和储备，未来也有望实现对外输出，在服务国家“一带一路”、“构建人类命运共同体”倡议的同时，在海外开辟新的发展空间。

### 投资建议与投资标的

- 我们认为三桶油估值的提升并非简单的“中特估”主题炒作，而是一来有“一利五率”考核机制变化触发的系统性价值重估；二来有“创建世界一流示范企业”行动带来的投资回报提升和新发展空间。建议关注中国石油(601857，未评级)、中国石化(600028，增持)、中国海油(600938，买入)的投资机会。

### 风险提示

- 油价大幅波动；市场风格切换；降本增效不及预期；假设条件变化影响测算结果。

行业评级 看好（维持）

国家/地区 中国  
行业 石油化工行业  
报告发布日期 2023年05月10日



### 证券分析师

倪吉 021-63325888\*7504  
nij@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517120003  
袁帅  
yuanshuai@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860522070002

### 联系人

顾雪莺 guxueying@orientsec.com.cn

## 目录

1. 引言.....	4
2. “一利五率”考核带动价值重估.....	4
2.1 国资委转变考核方式.....	4
2.2 三桶油经营分析.....	6
2.3 分红与回购.....	10
3. 走向世界一流示范性企业.....	11
3.1 自主创新，提升价值.....	12
3.2 依托“一带一路”，着眼全球化.....	13
4. 投资建议.....	16
5. 风险提示.....	16

## 图表目录

图 1: 中国石油、中国石化、中国海油、荣盛石化、恒力石化 ROE 对比.....	5
图 2: 中国石油历年营收 .....	6
图 3: 中国石油历年归母净利润.....	6
图 4: 中国石化历年营收 .....	6
图 5: 中国石化历年归母净利润.....	6
图 6: 中国海油历年营收 .....	7
图 7: 中国海油历年归母净利润.....	7
图 8: 中国石油扣非净利润与油价关系.....	7
图 9: 中国石化扣非净利润与油价关系.....	7
图 10: 中国海油净利润与油价关系.....	7
图 11: 三桶油的销售净利率对比.....	8
图 12: 三桶油的总资产周转率对比.....	8
图 13: 三桶油的权益乘数对比.....	8
图 14: 三桶油的销售费用率对比.....	8
图 15: 三桶油的管理费用率对比.....	9
图 16: 三桶油的桶油成本对比（美元/桶） .....	9
图 17: 上海石化人力成本（元/吨） .....	9
图 18: 荣盛、恒力人力成本.....	9
图 19: 中国石油和中国石化员工人数 .....	10
图 20: 三桶油股利支付率.....	10
图 21: 制造业人均产值对比（万元） .....	12
图 22: 中国石化与中国石油研发费用（亿元） .....	13
图 23: 宝钢绿色低碳厚板项目 .....	15
表 1: “一利五率”具体内容.....	4
表 2: 中国石油、中国石化、中国海油、荣盛石化、恒力石化估值对比（截至 20230505）.....	5
表 3: 三桶油股息率（截至 20230505） .....	11
表 4: 创建世界一流示范企业名单.....	11
表 5: 主要石化产品技术突破情况.....	13
表 6: 中西亚国家愿景.....	14
表 7: 中国石化氢能投资布局 .....	15
表 8: 中国石油“四大六小”CCUS 项目.....	16

## 1. 引言

年初以来，市场对“中国特色估值体系”（以下简称“中特估”）的关注不断提高，投资热情日益高涨。中特估既是建设中国特色现代资本市场系统工程的重要一环，又是完善适合中国企业估值定价逻辑、发挥资本市场资源配置的功能所在。作为国民经济和资本市场重要组成部分的央企国企自然成为探讨中特估重要的着力点和落脚点。本篇报告是我们中特估研究的石化化工行业专题报告，从行业角度分析石化化工央企国企的投资逻辑。我们认为石化化工行业在基本面演绎上可以分为两个层面：一是“一利五率”考核机制变化触发的系统性价值重估；二是“创建世界一流示范性企业”行动带来的投资回报提升和新发展空间。

## 2. “一利五率”考核带动价值重估

### 2.1 国资委转变考核方式

2023 年国资委对国企央企提出了新的考核方式，1 月 5 日，国资委召开中央企业负责人会议，进一步优化央企经营指标体系为“一利五率”，替代原先的“两利四率”。所谓“一利五率”分别指的是利润总额、资产负债率、净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率。国资委明确“一利五率”目标为“一增一稳四提升”。其中，“一增”，就是确保利润总额增速高于全国 GDP 增速，力争取得更好业绩，增大国资委稳定宏观经济大盘的分量。“一稳”，就是资产负债率总体保持稳定。“四提升”，就是净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升。本次是国资委第一次用 ROE 指标替代净利润指标。

3 月 3 日，国资委召开会议，对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署。国资委要求国企要突出效益效率，加快转变发展方式，聚焦全员劳动生产率、净资产收益率、经济增加值率等指标，有针对性地抓好提质增效稳增长，切实提高资产回报水平。进一步强调了对国企央企 ROE 的考察。

表 1：“一利五率”具体内容

简称	具体指标	计算方式	考核重点	引导国有企业经营方向
一利	利润总额	利润总额	直观反映为社会创造的价值	要保持一定规模的利润增长以支撑 GDP 的增长
五率	营业现金比率	经营现金净流入/营业收入*100%	要有利润的收入和要有现金的利润	更加关注现金流的安全，更加关注可持续投资能力的提升，从而全面提高企业经营业绩的“含金量”，真正实现高质量的发展。
	资产负债率	负债总额/资产总额*100%	国有企业的经营稳定性及偿债能力	约束部分企业盲目扩张
	净资产收益率	净利润/平均净资产*100%	企业为股东创造价值的能力	引导中央企业更加注重投入产出效率，加大亏损企业治理力度，加快“两非”“两资”剥离处置，盘活存量资产，提高资产使用效率，提升净资产创利能力和收益水平。
	研发投入强度	研发经费投入/营业收入*100%	衡量在科技创新方面努力程度	鼓励科技创新、推动技术转化、促进新型产业发展方面发挥了积极作用，也是解决创新能力不足的重要抓手
	全员劳动生产率	劳动生产总值/全年平均从业人数*100%	反映企业在国民经济中的社会贡献	提高劳动力要素的投入产出效率，鼓励国有企业提高劳动生产总值，主要在营业利润、职工人工成本和应交税费等方面进行优化提高，优化公司劳动用工结构。

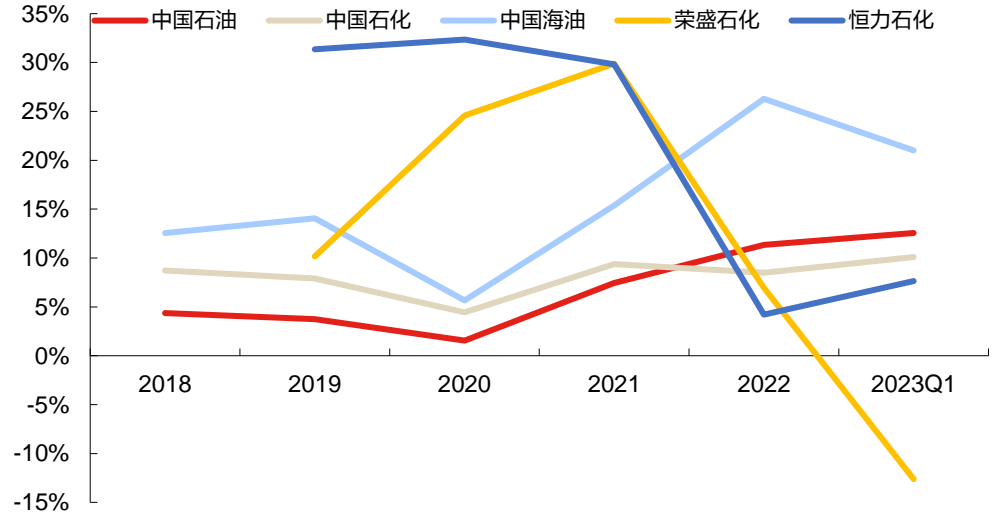
资料来源：国资委，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

石油石化是国民经济支柱产业，经济总量大、产业链条长、产品种类多、关联覆盖广，关乎产业链供应链安全稳定、绿色低碳发展、民生福祉改善，以三桶油为代表的国企央企发挥了中流砥柱的作用，也承担了很多的社会责任，例如我国的成品油定价机制，我国 1998 年开始成品油定价机制改革，03-08 年，成品油价格由发改委宏观调控，通过让国家和企业消化高油价成本，将国际油价波动对国内经济的影响降到最小，三桶油在其中发挥了重要作用。09 年开始，发改委推出新的成品油价格形成机制改革方案，当国际市场原油连续 22 个工作日平均价格变化超过 4% 时，可相应调整国内成品油价格。但新方案仍存在调价边界条件较高、调价周期较长的问题。2013 年，发改委进一步完善成品油定价机制，将调价周期由 22 个工作日缩短至 10 个工作日，取消挂靠国际市场油种平均价格波动 4% 的调价幅度限制，并调整了国内成品油挂靠的国际市场原油品种。市场化程度的提升也使国内成品油价差较 13 年前明显提升。16 年，发改委又设置了调控的上下限，即“地板价”对应原油 40 美元/桶，天花板价对应原油 130 美元/桶。

还比如，国企承担了稳就业的作用，解决了大量劳动力就业，和民营企业比，炼油单吨人力成本高许多，导致盈利能力受影响。民营炼化投产后的三年，由于其超高的 ROE，市场给予了很高的估值，PB 均超过 2 倍，而中石油、中石化却常年破净。不过，2022 年开始，在国际油价大幅波动，炼油景气度下滑的背景下，中石油、中石化凭借一体化的优势、以及产业链上下游的协同，ROE 出现提升，ROE 也超过了民营炼化，因此，我们认为其估值的提升并非简单的“中特估”主题炒作，而是有业绩支撑的。

图 1：中国石油、中国石化、中国海油、荣盛石化、恒力石化 ROE 对比



资料来源：Wind，东方证券研究所\*2023Q1 数据为 2023Q1 ROE 的年化数据

表 2：中国石油、中国石化、中国海油、荣盛石化、恒力石化估值对比（截至 20230505）

企业名称	公司代码	市值 (亿)	ROE (%)	股息率 (%)	市盈率, TTM	市净率, LF
中国石油	601857.SH	13,884	11.3447	5.3%	9.5	1.0
中国石化	600028.SH	7,377	8.4966	5.4%	12.4	1.0
中国海油	600938.SH	5,397	26.2871	6.9%	6.3	1.4
荣盛石化	002493.SZ	1,319	6.9515	1.2%	-106.1	2.9

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

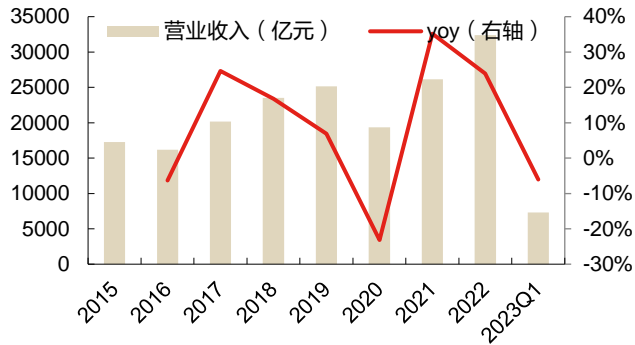
恒力石化                      600346.SH                      1,086                      4.2115                      0.0%                      -122.8                      2.0

资料来源: Wind, 东方证券研究所

## 2.2 三桶油经营分析

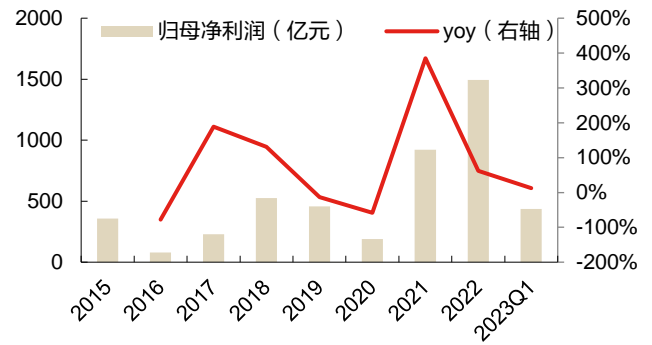
不可否认,三桶油的业绩与油价高度相关,其中中石油和中海油在高油价下更为受益,中石化炼油和化工板块占比较大,油价进入 60-80 美元/桶的“甜区”时更为受益。虽然上海期货交易所推出了人民币原油合约,部分原油贸易也采用了人民币结算,但在国际油价的定价权上我国的影响力还是不足。从三桶油自身的角度来看,还是要通过降本增效提升盈利能力。

图 2: 中国石油历年营收



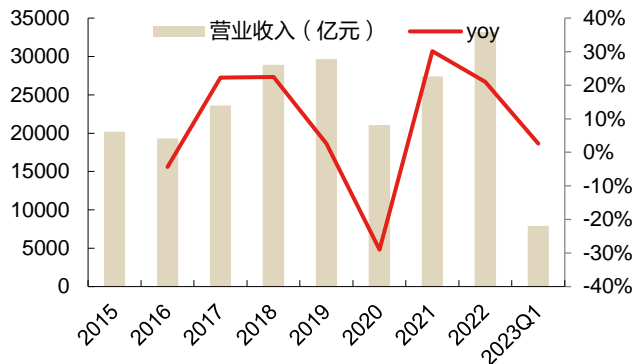
资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 3: 中国石油历年归母净利润



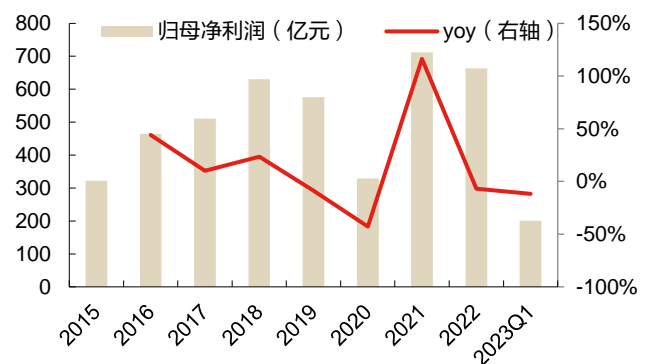
资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 4: 中国石化历年营收



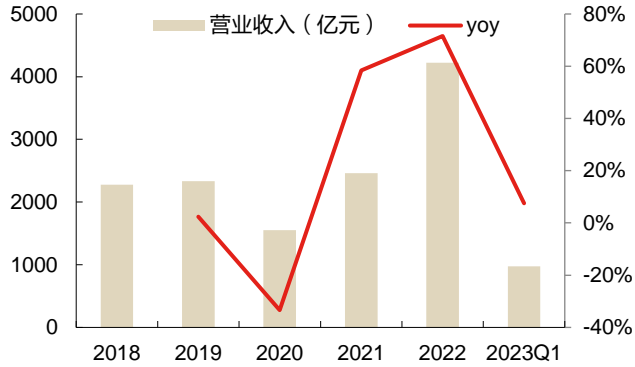
资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 5: 中国石化历年归母净利润



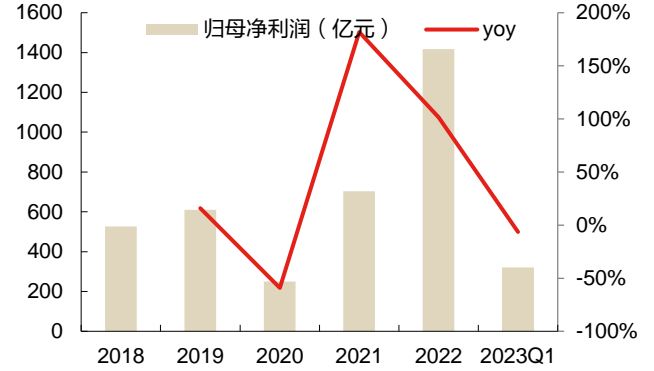
资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 6：中国海油历年营收



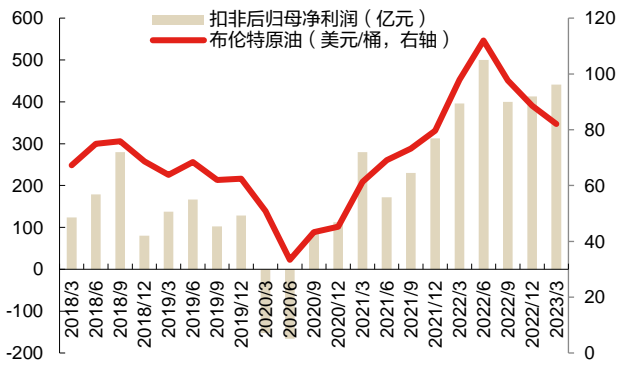
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 7：中国海油历年归母净利润



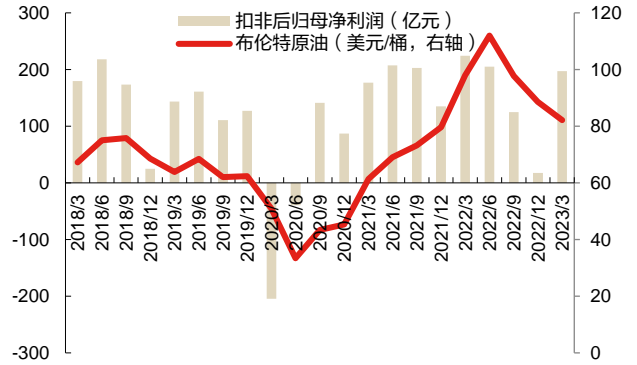
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 8：中国石油扣非净利润与油价关系



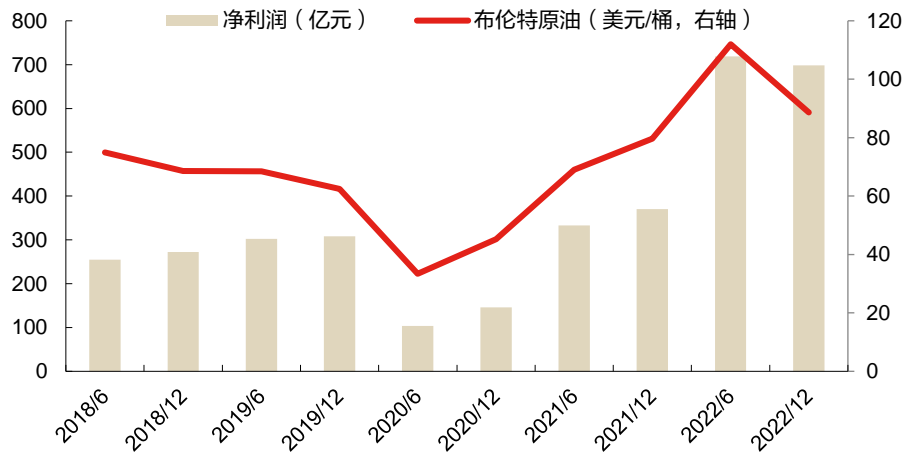
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 9：中国石化扣非净利润与油价关系



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 10：中国海油净利润与油价关系



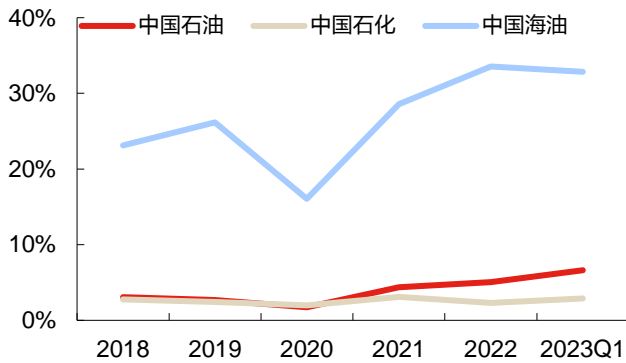
资料来源：Wind，东方证券研究所



三桶油估值提升的基础还是在于 ROE 的提升，根据杜邦分析法，我们认为三桶油提高 ROE 有如下方法：

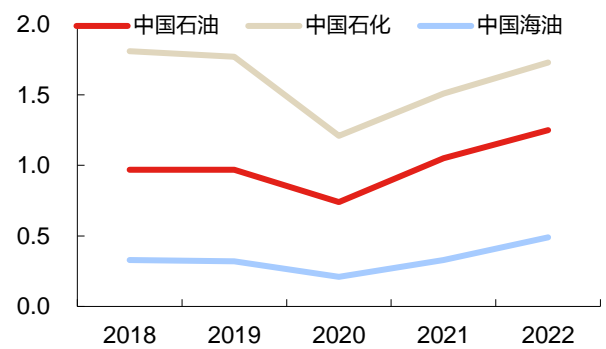
1. **销售净利率：**中海油的销售净利率远远高于中石油和中石化，中石油和中石化有很大的降本增效的空间。以上游的勘探开发业务为例，中国海油的桶油成本是三桶油中最低的，仅作业费上中石油和中石化较海油就高出了超 4 美元/桶的成本。销售费用率上中石油和中石化也较中海油高出约 1 个 pct，当然其中有成品油、化工品销售的原因，但其中也有一定的降本空间。
2. **总资产周转率：**中石化和中石油的周转率高于中海油，我们认为这部分的改善较难，因为总资产周转率主要由三家的所处的产业链环节决定的。
3. **权益乘数：**中海油的杠杆率低于中石油和中石化，截至 2023Q1，中国海油的资产负债率仅 34.77%，我们认为，如果中海油可适当提升资产负债率，加大低成本原油的开采量，则 ROE 有望提高。

图 11：三桶油的销售净利率对比



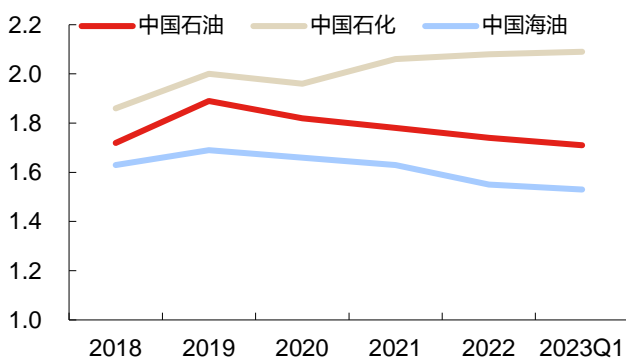
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 12：三桶油的总资产周转率对比



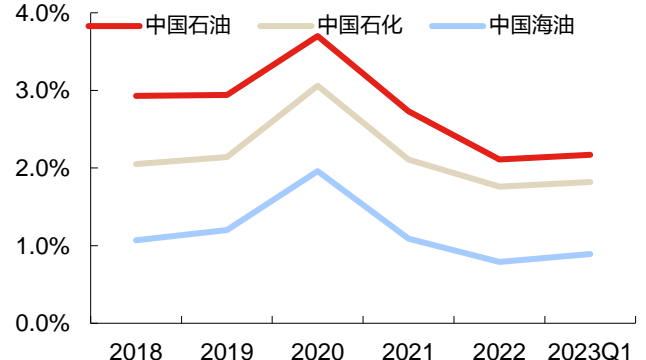
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 13：三桶油的权益乘数对比



资料来源：Wind，东方证券研究所

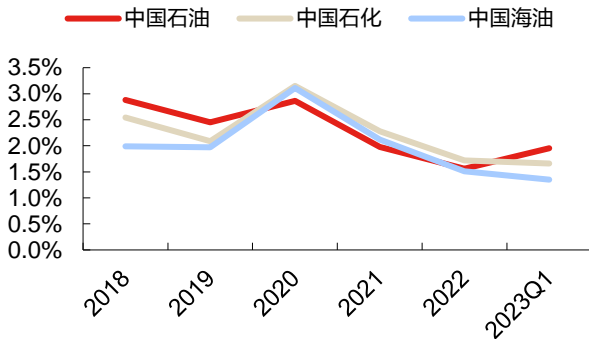
图 14：三桶油的销售费用率对比



资料来源：Wind，东方证券研究所

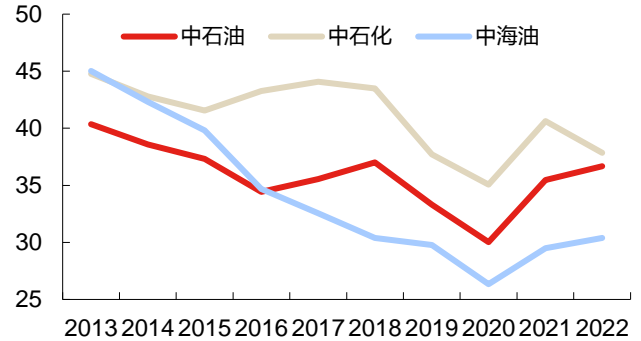


图 15: 三桶油的管理费用率对比



资料来源: Wind, 东方证券研究所

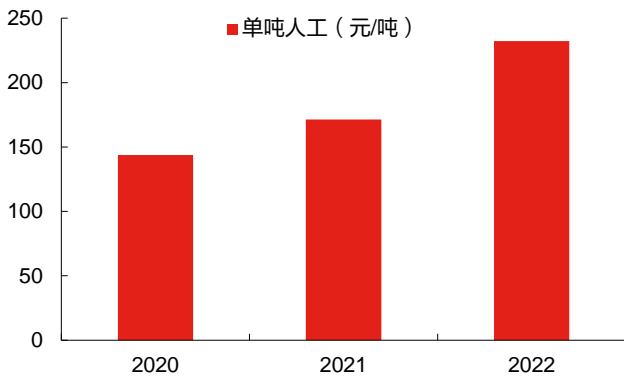
图 16: 三桶油的桶油成本对比 (美元/桶)



资料来源: Wind, 东方证券研究所 \*中石油和中石化成本来自东方证券研究所测算

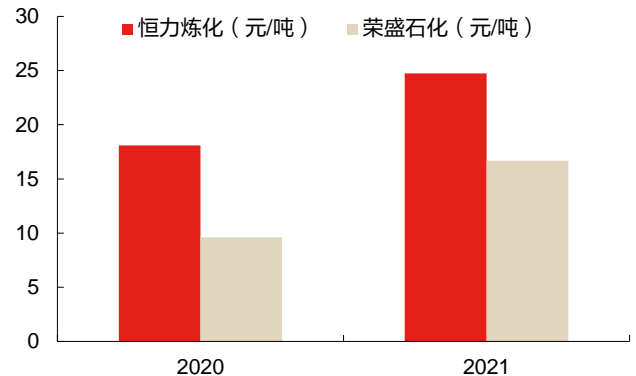
此外, 三桶油作为央企在过去承担了过多的社会责任, 人力成本上比民营企业高出许多。我们选取中石化旗下的上海石化为例, 对比上海石化和两家民营炼化的人力成本, 上石化单吨人工成本高出两家民营炼化约 140 元/吨, 按 2000 万吨加工量测算, 成本上能差出 28 亿元。

图 17: 上海石化人力成本 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

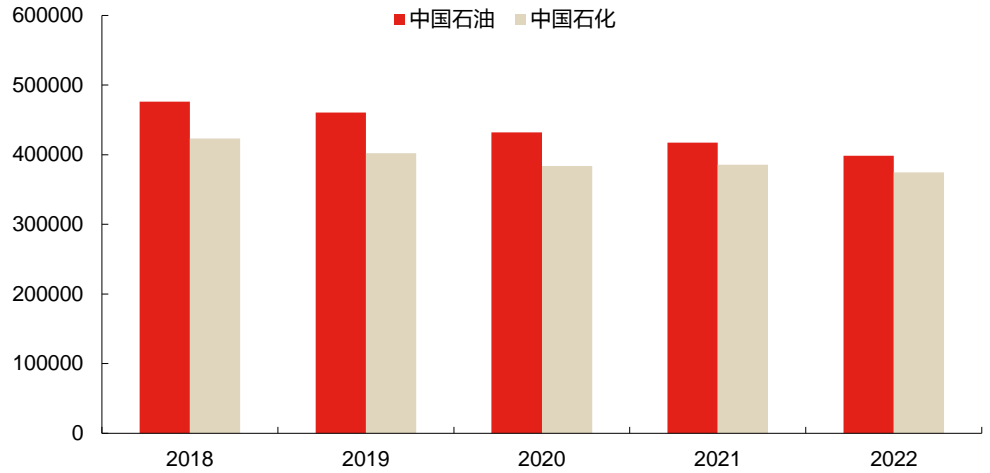
图 18: 荣盛、恒力人力成本



资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

我们还观察到, 随着许多有编制的员工到达退休年龄, 中石油中石化的员工人数开始自然减员, 一线生产人员的数量逐步下降, 这一迹象表明未来中石油中石化的人工成本有望下降。

图 19：中国石油和中国石化员工人数

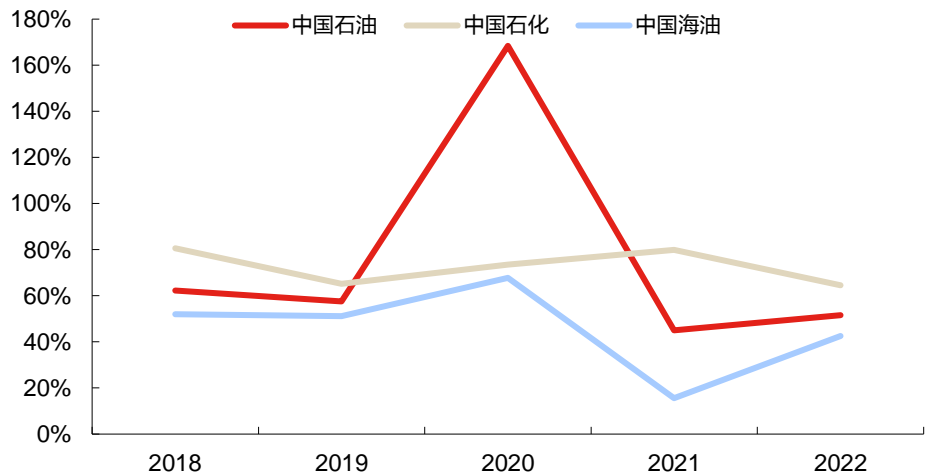


资料来源：Wind，东方证券研究所

### 2.3 分红与回购

三桶油向来注重股东回报，2018 年后的股利支付率基本都在 50%以上，且在公司章程中做出分红比例的承诺。中石油和中石化在公司章程中承诺，在当年实现的归属于母公司股东的净利润及累计未分配利润为正，且公司现金流可以满足公司正常经营和可持续发展情况下，现金分红比例不少于当年实现的归属于母公司股东的净利润的 30%。中国海油 H 股承诺，在各年度建议股息或股东大会批准的前提下，2022~2024 年，公司全年股息支付率预计将不低于 40%；无论公司的经营表现如何，2022~2024 年，全年股息绝对值预计不低于 0.7 港元/股（含税）。A 股方面，中国海油承诺在满足现金分红条件的前提下，并且在公司能够持续经营和长期发展的基础上，公司未来三年（2022-2024）以现在方式累计分配的股利不少于该三年实现的年均可分配利润的 30%。

图 20：三桶油股利支付率



资料来源：Wind，东方证券研究所

**表 3：三桶油股息率（截至 20230505）**

公司	公司代码	股息率
中国石油	601857.SH	5.3%
中国石化	600028.SH	5.4%
中国海油	600938.SH	6.9%
中国石油股份	0857.HK	9.2%
中国石油化工股份	0386.HK	8.1%
中国海洋石油	0883.HK	11.8%

来源：Wind，东方证券研究所

回购方面，中国石化 2022 年在 A+H 股完成了回购，其中 A 股于 2022 年 11 月 25 日完成回购，实际回购 A 股股份 4.423 亿股，并注销。H 股共计回购 7.33 亿股，并注销。同时，公司 2023 年 3 月发布拟回购，授权董事会决定单独或同时回购不超过中国石化已发行的 A 股或 H 股各自数量的 10% 的股份。中国石油 2023 年 3 月发布拟回购，授权董事会决定单独或同时回购不超过公司已发行的 A 股或 H 股各自数量的 10% 的股份。中国海油公告，2022 年 9 月至 11 月期间，公司陆续回购港股股份并实施注销，截至 2022 年 12 月 31 日，公司合计注销回购的港股股份 7069.2 万股。

### 3. 走向世界一流示范企业

我们认为上述经营效率提升、分红率提升、盈利能力改善等主要是在存量上做文章，可以帮助企业实现价值重估。而未来企业价值的持续提升则需要寻找新的增量，我们认为近期提出的创建世界一流示范企业行动有望为中特估打开新的发展局面。近期，发改委披露了第二批创建世界一流示范企业名单，总共确定了 28 家企业，其中央企 21 家，地方国企 7 家，石化化工相关的有四家，分别是中国石油、中国石化、中国海油和万华化学集团。

在今年 4 月国资委召开的推进会上，要求未来重点在提升科技创新能力、价值创造能力、公司治理能力、资源整合能力、品牌引领能力等五种能力上狠下功夫，实现以点带面，全面提升。这既是压力也是动力，对于石化化工企业来说，我们认为未来会从两方面带来发展新动力：一是完善机制，保护激励自主创新，提升再投资的价值；二是配合国家战略，将标准、产品、技术等从内销转向出口，打开新的增长空间。

**表 4：创建世界一流示范企业名单**

第一批	第二批	
央企	央企	地方国企
航天科技	中国电科	上汽集团
中国石油	中国石化	安徽海螺集团
国家电网	中国海油	深圳市投资控股集团
中国三峡集团	中国华能	淮柴控股集团
国家能源集团	中国一汽	京东方科技集团
中国移动	中国远洋海运	万华化学集团
中国宝武	中粮集团	宁波舟山港集团
中航集团	招商局集团	

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

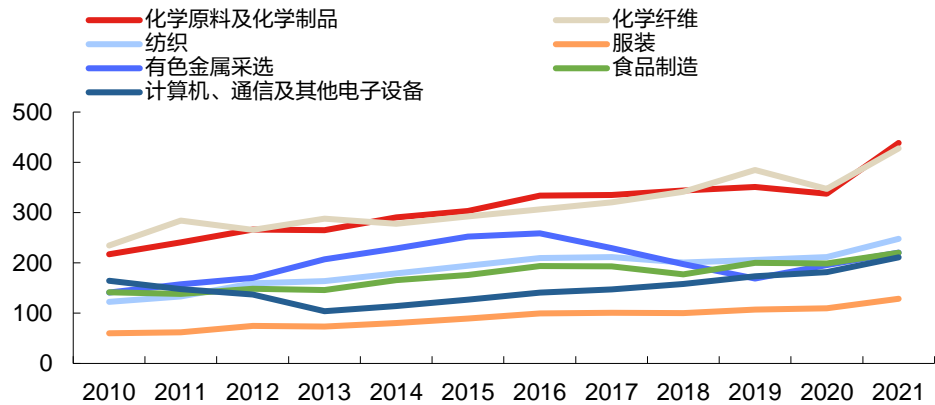
中国建筑	华润集团	
中国中车集团	中国建材	
中广核		

来源：国资委，东方证券研究所

### 3.1 自主创新，提升价值

虽然石化化工在资本市场视角中属于周期性行业，但在制造业之间横向比较，石化化工行业实际上是技术和资本密集度极高的行业。石化化工绝大部分技术都是由欧美国家所开发并产业化，尽管已经发展了百年时间，但对外输出的技术实际少之又少。“三桶油”（前身石油化学工业部）的成立，就承载了巨大的使命，即为国家建立完整的石油开采到化工材料的产业链。

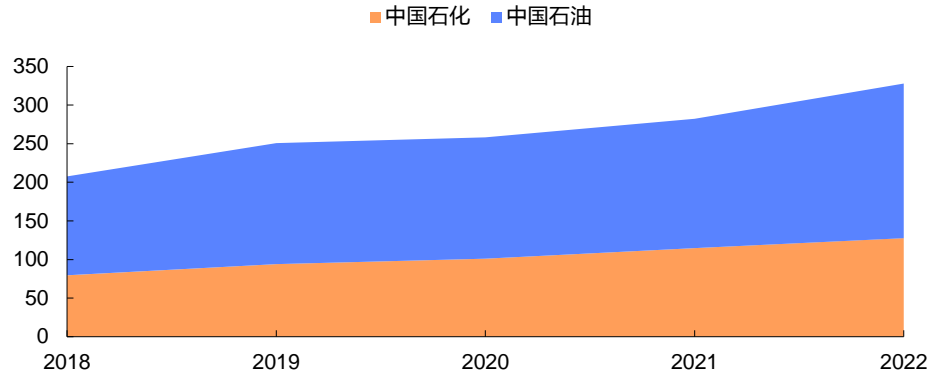
图 21：制造业人均产值对比（万元）



资料来源：Wind，东方证券研究所

“三桶油”的每一步发展，实际都是自主创新的突破。在油气开采上，我国从 1955 年在克拉玛依建成中国第一个大油田，到如今已经可以在陆上建设万米深的油气钻井，在海上建设 4000 米深的油气钻井。在石化化工上，我们经过几十年的努力，终于在 2013 年实现百万吨级乙烯技术的工业应用，在 2015 年实现芳烃联合生产技术的工业应用。尽管如今资本市场对于烯烃和芳烃抱有产能过剩的担忧，但目前为止包括中国在内，仍只有 3、4 个国家拥有乙烯和芳烃技术。从烯烃芳烃出发，下游大部分化工品的自主技术突破也都是由中石化和中石油实现的。这些突破都建立在“两桶油”每年大量的研发投入之上（2022 年合计超 300 亿），然而“两桶油”的研发投入并没有换来丰厚的财务回报，但并不是意味着这些投入没有价值。恰恰相反，这些技术突破的价值都十分巨大。只不过过去多年，“两桶油”扮演更多是技术“布道者”的角色，即开发出新技术之后，在国内以各种各样的形式扩散，使得每一种原本被欧美私营企业垄断的产品渐渐转变成完全竞争性产品。这一过程，尽管没有对“两桶油”带来明显的财务回报，但却创造了巨大的社会价值。

图 22：中国石化与中国石油研发费用（亿元）



资料来源：Wind，东方证券研究所

表 5：主要石化产品技术突破情况

产品技术	突破企业	产品技术	突破企业
百万吨乙烯	中国石化	环氧乙烷	中国石化
		乙二醇	中国石化
		苯乙烯	中国石化
		丙烯腈	中国石化
		丙烯酸	上海华谊
丁二烯抽提	中国石化	顺丁橡胶	中国石化
		丁苯橡胶	中国石化
		乙丙橡胶	中国石化
		丁腈橡胶	中国石油
		丁基橡胶	中国石化
芳烃联合技术	中国石化	MDI	万华化学
		己内酰胺	中国石化
		己二酸	中国石油

来源：国资委，人民网，东方证券研究所整理

不过，从近期国家层面的政策变化，我们认为石化化工的央国企以往这种研发投入重社会价值、轻经济价值的局面可能会发生扭转。4月26日，中国石油和化学工业联合会召开“2023年石油和化工行业知识产权宣传周主题论坛”。强调了在二十大精神要求下，石油和化学工业需要进一步强化知识产权保护，激发创新活力，以推动行业实现高质量发展。我们认为强化知识产权保护工作，一方面可以提升全员创新积极性，在新产品开发和成本挖潜上创造更多突破；另一方面可以健全制度，使有创新贡献的企业和个人都可以获得应有的回报。这将在长周期上提升石化化工央国企的再投资回报率，成为其估值水平提升的有力支撑。

### 3.2 依托“一带一路”，着眼全球化

虽然中国是世界第一大单一国家市场，而对于石化央企来说，不少业务实际已经发展到了在国内几乎饱和的水平。要进一步获得发展空间，走出国门是较好的选择。因此国家也是在合适的时机提出了“一带一路”倡议，从提出“一带一路”至今，以两桶油为主的石化企业已经在海外参与

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

了不少项目。如油气开采上，2018 年中国石油成功在阿联酋获取乌姆沙依夫—纳斯尔油田和下扎库姆油田，两个年产约 5000 万吨级特大型油田的权益，并参与项目运营；石化加工上，2016 年中国石化与沙特阿美共同投资建设了 2000 万吨/年产能的沙特延布炼厂，这都是两桶油依托“一带一路”倡议走出去的代表性项目。

然而今年开始，我国的“一带一路”倡议又打开了新的篇章。进入 2023 年，我们首先在中东地区推进了阿拉伯国家的大和解，并与沙特阿拉伯等国家签订了战略合作协议。马上又要在西安召开中国-中亚五国峰会，未来我国与整个中西亚地区国家的合作水平将有望达到空前的高度。而正如我们在前期的深度报告《中沙石油石化领域合作带来的投资机会》中所分析，中西亚地区油气资源丰富，在产业链上与我们非常互补；同时这些国家也有自身的发展目标需要实现，这也需要借助我国强大的制造业实力。

表 6：中西亚国家愿景

中西亚国家	愿景计划	内容
沙特	2030 愿景计划	2016 年提出，明确了沙特成为阿拉伯与伊斯兰世界的核心国家、全球投资强国、以及连接亚欧非三大洲的世界枢纽的目标。愿景计划罗列了 300 多个具体转型目标，其中包括到 2030 年，沙特从世界第十九大经济体跻身全球前 15 强，将油气行业本地化水平从 40% 提升至 75%，将非石油出口占非石油 GDP 的比例从 16% 提高至 50%，将外国直接投资占 GDP 的比重从 3.8% 提高至 5.7%，将私营部门对 GDP 贡献从 40% 增至 65%，中小企业对 GDP 的贡献率从 20% 升至 35%，女性在劳动力构成中的占比从 22% 增长至 30% 等。
卡塔尔	2030 国家愿景	2008 年提出，大力发展多元化经济，到 2030 年将卡塔尔打造成为一个可持续发展、具有较强国际竞争力、国民生活水平高的国家，摆脱对油气资源的过度依赖。提出了国家所要应对的五大挑战，即平衡传统与现代化、兼顾当代和后代的需求、有控制地增长、外籍劳工问题、经济社会发展与环境保护，并围绕国民、社会、经济和环境四大支柱制定了发展战略，计划在 2030 年以前跻身发达国家行列。
巴林	国家能源效率行动计划、国家可再生能源行动计划	2017 年通过，提出可再生能源在全国能源结构中的占比到 2025 年达 5%、2035 年达 10% 的发展目标。
阿联酋	国家创新战略	2014 年提出，在 7 个领域（包括交通、卫生、教育、水资源、可再生能源、空间和技术）中启动了国家创新战略。
科威特	2035 愿景	再生能源发电量到 2020 年占总发电量的 10%，到 2030 年提升至 15%。

来源：商务部，国复咨询，东方证券研究所整理

更重要的是，我国树立的世界一流示范企业，除了在自身传统业务上具有领导地位，在面向碳中和目标的新技术开拓上也是领跑者。我们认为央企开发和推广绿色低碳技术，在国内更多是用于存量替代的社会责任，而对于海外市场则是开拓业务增量的重要抓手。如近期宝钢宣布将与沙特阿美和和沙特公共投资基金共同投资设立沙特厚板公司，建设 150 万吨绿色低碳厚板项目。项目采用天然气直接还原铁炉和电弧炉，可以将碳排放降低 60%。未来还可以与氢气兼容，将碳排放降低 90%，成为宝钢首个海外绿地全流程钢铁项目。



**图 23：宝钢绿色低碳厚板项目**


资料来源：Wind，东方证券研究所

我国石化行业也已经开始积极应对双碳目标，特别是两桶油已经在绿色低碳技术领域做出大量投资和储备。如中国石化已经完成了对氢能技术各个环节的投资，并规划成为“中国第一氢能公司”，同时发改委也明确让中国石化成为央企氢能产业链的“链长”企业。中国石油则大力发展 CCUS 技术，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。我们认为随着两桶油绿色低碳技术的发展和完善，未来也有望实现对外输出，在服务国家“一带一路”、“构建人类命运共同体”战略的同时，在海外开辟新的发展空间。

**表 7：中国石化氢能投资布局**

环节	合作/投资公司	具体内容
制氢	法国液化空气集团	两座油氢合建站项目。2019 年 11 月初，签署合作备忘录，探讨加强氢能领域合作
	康明斯恩泽制氢科技有限公司	康明斯公司与中国石化集团以 50:50 的比例组建的合资企业
运储	北京中科富海低温科技有限公司	中国石化集团资本投资入股，积极布局氢能及氢资源综合开发应用领域
燃料电池	一汽解放汽车有限公司	氢能交通战略合作框架协议，燃料电池产品
	武汉绿动氢能能源技术有限公司	氢能产业链合作协议，氢燃料电池及制氢装备核心部件产品研发及生产
	上海重塑能源集团股份有限公司	战略投资，专注于氢燃料电池系统及控制领域、电堆及膜电极领域和电力电子领域的技术研发和产品开发
氢能装备	中鼎恒盛气体设备（芜湖）股份有限公司	战略投资，国内氢气隔膜压缩机头部企业
	上海舜华新能源系统有限公司	战略投资，氢系统整体解决方案、关键装备的提供商以及氢能供应生态系统的构建商
	中石化雄安新能源有限公司	中石化全资子公司，主要负责氢能基础设施建设、加氢站运营、氢气储运、氢气管道建设运营、氢能科技研发、新能源科技综合服务平台搭建等项目，远期还将规划修建氢气管道，探索布局液氢产业
	东方锅炉	东方锅炉与中石化江西石油分公司签署“氢能科技产业”合作框架协议
	北京海德利森科技有限公司	战略投资，加氢站增压系统
	江苏国富氢能技术装备股份有限公司	战略投资，氢能“制储运加用”装备的设计、制造与技术服务
加氢站及其他应用	福大紫金氢能科技股份有限公司	“氨现场制氢加氢一体站”示范项目
	福建雪人股份有限公司	“氨现场制氢加氢一体站”示范项目
	中石化销售氢能（北京）有限责任公司	福田汽车、中国石化、轻程物联三大股东共同持股，共同构建以北京市为中心、逐步辐射至京津冀的氢能应用场

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



	景
中石化氢能（天津）有限公司	天津石油与天津港保税区管委会、轻程物联签署合作协议共同组建，重点开展氢燃料电池汽车示范运营、加氢站建设运营业务
广州氢驰微巴新能源汽车服务有限公司	正式签署战略合作协议，双方合作致力于氢燃料商业运营落地提供氢能基础设施配套
河南机场集团	签署机场绿色能源战略合作框架协议，未来双方将就机场绿色能源项目开展合作
宝武清洁能源有限公司	氢能产业链合作协议，建设加氢站
中石化（安徽）绿氢能源有限公司	中国石化销售股份有限公司与奇瑞商用车（安徽）在安徽成立的合资公司，主要从事电动汽车充电基础设施运营、换电售、加氢站加氢及储氢设施销售等，中国石化持股95%

来源：中石化资本官网，东方证券研究所整理

表 8：中国石油“四大六小”CCUS 项目

	项目名称
四大示范工程	辽西北煤炭-油田注气联合示范工程
	抚顺长兴岛油田注气联合示范工程
	鄂尔多斯盆地准格尔旗地区低渗透油田 OGA 改造示范工程
	陇东地区 CCUS 示范工程
六个先导试验项目	北京油田天然气净化及利用示范
	恒泰天然气净化及 CO <sub>2</sub> 回收、封存示范
	云南鹤鸣山油田注 CO <sub>2</sub> 增油技术示范
	大连水域注氧增殖治理示范
	延长气田注二氧化碳聚驱增油示范工程
	吐哈气田注二氧化碳聚驱增油示范工程

来源：中石油官网，东方证券研究所整理

## 4. 投资建议

我们认为三桶油估值的提升并非简单的“中特估”主题炒作，而是一来有“一利五率”考核机制变化触发的系统性价值重估；二来有“创建世界一流示范性企业”行动带来的投资回报提升和新发展空间。建议关注中国石油(601857，未评级)、中国石化(600028，增持)、中国海油(600938，买入)的投资机会。

## 5. 风险提示

- 1) **油价大幅波动**：三桶油的业绩直接受油价的影响，若油价大幅下跌，中国海油和中国石油的上游业务直接受影响。若油价波动很大，对于炼油业务的价格传导不利。
- 2) **市场风格切换**：三桶油的估值与市场风格有关，过去三年三桶油的股息率也很高，但缺乏市场关注，若未来市场风格切换，也将影响三桶油估值。
- 3) **降本增效不及预期**：未来若三桶油降本增效不及预期，将影响到 ROE 的提升，从而拖累 PB 估值的提升。

4) **假设条件变化影响测算结果：**测算含有多处假设，假设的变化将导致结果的改变。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。