

国金证券 掘金 · 中报业绩总结

上游资源下游炼化两手抓

国金证券石油化工首席分析师：许隽逸

执业编号：S1130519040001

联系人：陈律楼

DATE：2022年9月1日



会议核心观点

高油价下重点推荐两大投资主线：我们认为即使出现俄乌局势缓解，伊核协议达成，美联储加息，美国释放战略库存，疫情再次爆发等情况导致油价下跌或者波动加剧，也不改变原油供求中长期持续紧张，价格中枢持续上行的基本面。我们重点推荐高油价环境下的两大投资主线，一是直接受益于油气价格上涨的油气资源板块，二是随着大体量高附加值产能投产可以持续压制，进而陆续摆脱高油价负面影响的民营大炼化板块。

油气资源板块：

受益于上半年全球油气供应紧张导致的价格上涨，国内龙头油气企业业绩出现大幅增长：其中中国海油营收及归母净利润大幅提升，2022年上半年实现营收2023.55亿元，同比增长84%，实现归母净利润718.87亿元，同比增长115.7%，创出历史新高。中国石油2022年上半年实现营收16146.21亿元，同比增长34.94%，实现归母净利润823.88亿元，同比增长55.34%。作为国内油气主要生产商，**中国海油和中国石油**持续推进增储上产，在高油价背景下盈利水平有望加速提升，配置价值突出。

油气加工板块（炼化板块）：

油气炼化龙头业绩相较一季度出现更为显著的结构分化，其中民营大炼化龙头受益于高附加值项目陆续投产、产业链产品矩阵的持续拓宽以及远超行业平均水平的成本优势，营收保持高速增长，在高油价环境下彰显盈利韧性。而其他传统炼化企业的业绩则出现显著下滑，我们认为随着民营大炼化的大体量高附加值产品持续投产，对业绩的提升作用中长期来看将压制进而陆续摆脱高油价的负面影响。

从净利润体量来看：浙石化（**荣盛石化，桐昆股份**等）2022上半年实现净利润85.4亿，对股东业绩形成强大支撑。其中荣盛石化2022年上半年实现营业收入1476.28亿元，同比增长74.88%，实现归母净利润53.67亿元，同比下降18.27%；桐昆股份2022年上半年实现营业收入298.52亿元，同比微降1.11%，实现归母净利润23.02亿元，同比下降44.32%，主要受长丝产品持续处于景气低位影响。**恒力石化**2022年上半年实现营业收入1191.55亿元，同比增长13.94%，实现归母净利润80.27亿元，同比下降7.13%。

会议观点提炼

高油价下重点推荐两大投资主线：我们认为即使出现俄乌局势缓解，伊核协议达成，美联储加息，美国释放战略库存，疫情再次爆发等情况导致油价下跌或者波动加剧，也不改变原油供求中长期持续紧张，价格中枢持续上行的基本面。我们重点推荐高油价环境下的两大投资主线，一是直接受益于油气价格上涨的油气资源板块，二是随着大体量高附加值产能投产可以持续压制，进而陆续摆脱高油价负面影响的民营大炼化板块。

油气资源板块：

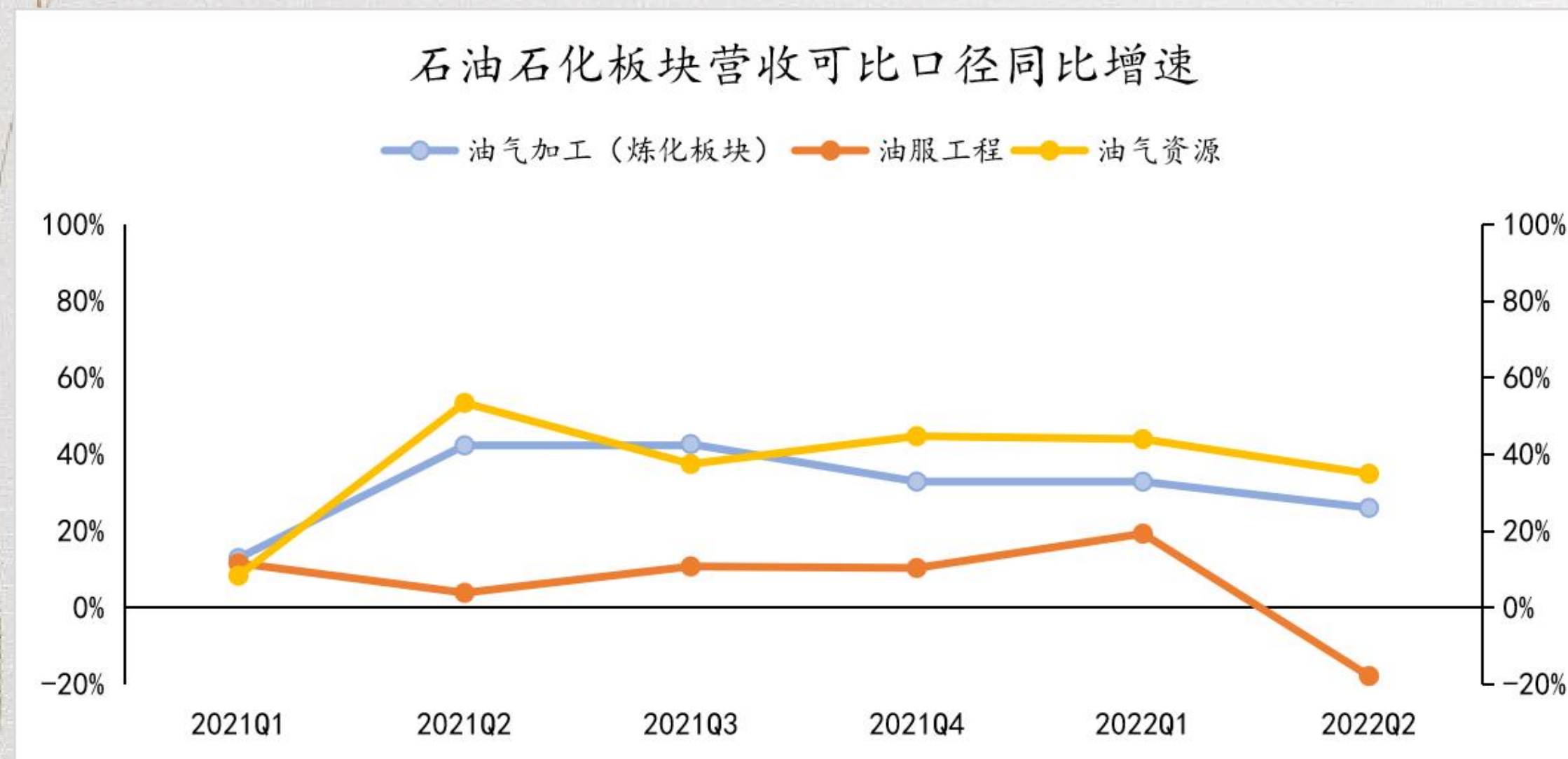
受益于2021年至2022年上半年全球油气供应紧张导致的价格中枢持续上抬，国内龙头油气企业业绩出现持续超预期增长，考虑到国内龙头油气生产商受益于我国保障能源安全的政策，持续推进增储上产，在高油价背景下盈利水平有望加速提升，配置价值突出。我们重点推荐关注国内油气资源龙头**中国海油和中国石油**。

油气加工板块（炼化板块）：

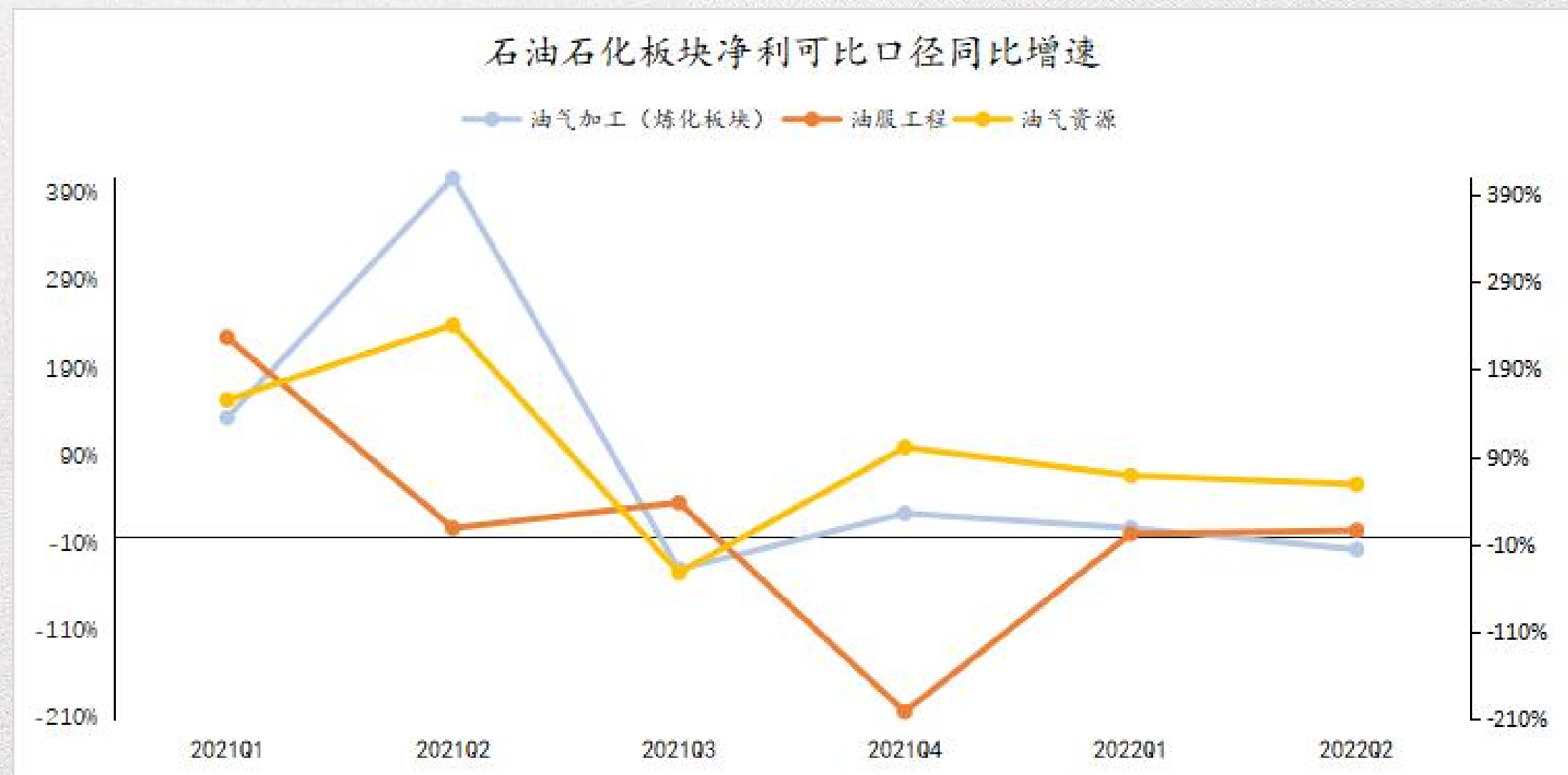
油气炼化龙头业绩出现显著结构性分化，其中民营大炼化龙头受益于高附加值项目陆续投产、产业链产品矩阵的持续拓宽以及远超行业平均水平的成本优势，营收保持高速增长，在高油价环境下彰显盈利韧性。而其他不含上游资源的传统炼化企业的业绩则出现显著下滑，我们认为随着民营大炼化的大体量高附加值产品持续投产，对业绩的提升作用中长期来看将压制进而陆续摆脱高油价的负面影响。我们重点推荐关注具备一体化优势的**恒力石化、荣盛石化和桐昆股份**。

通过统计石油石化行业各子板块营收及归母净利同比增速，可以显著地发现2022上半年油气资源及油气加工营收增速较高，而油服工程营收同比下降。其中油气资源/油气加工/油服工程2022Q2营收增速分别为34.93%/26.03%/-17.86%，油气资源/油气加工/油服工程2022Q2归母净利增速分别为58.43%/-15.93%/5.71%。通过对比归母净利增速以及营收增速差异，油气资源板块当前景气度优于油气加工及油服工程板块。

图表：石油石化板块营收可比口径同比增速



图表：石油石化板块归母净利可比口径同比增速



来源：wind，国金证券研究所

可比口径：剔除2020年以后上市企业，以公司主营为参考口径

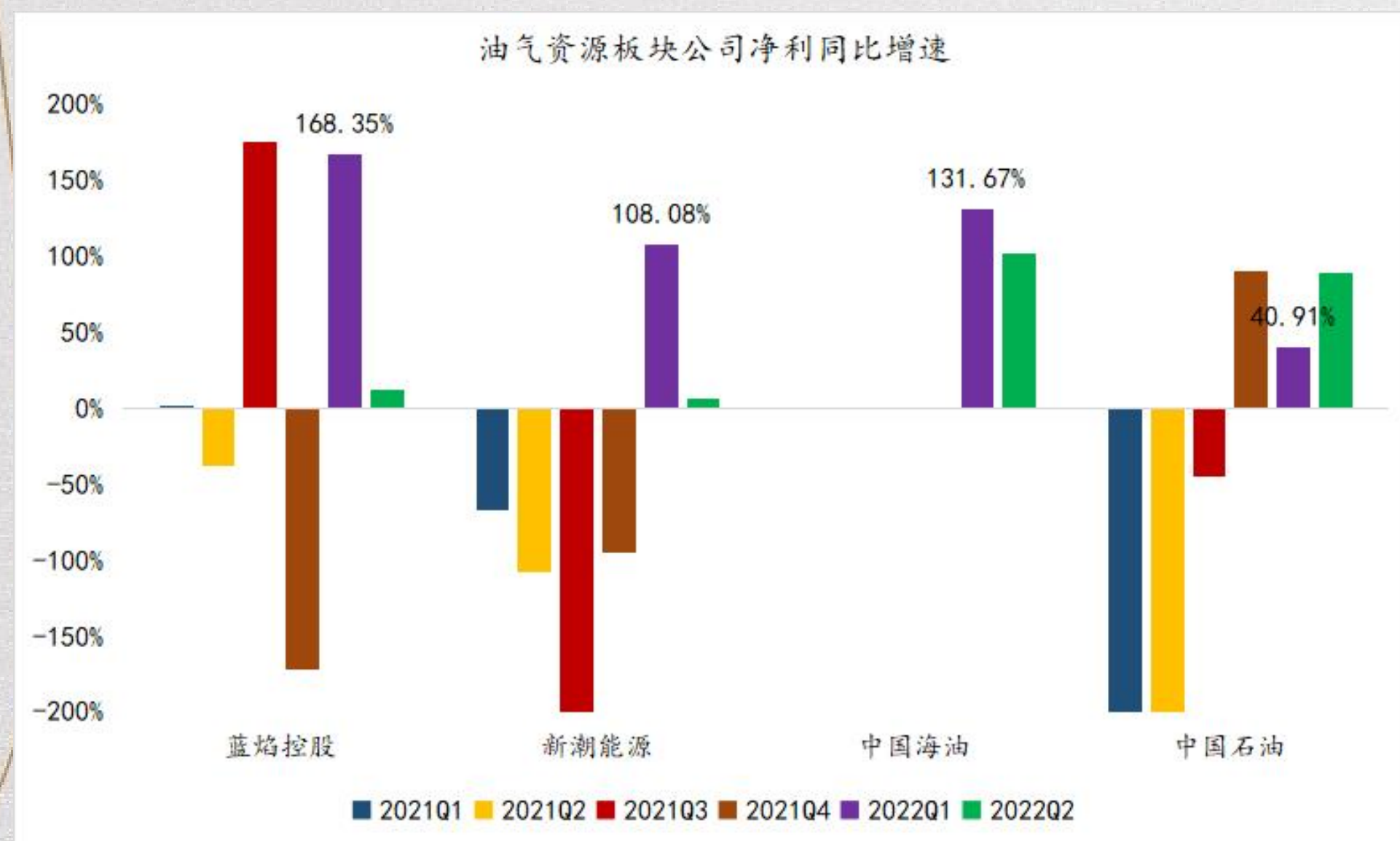
中报总结

受益于原油价格的中枢持续上行，油气资源板块以及油气加工板块相关行业盈利能力显著上行，民营大炼化龙头受益于高附加值项目陆续投产以及远超行业平均水平的成本优势，在高油价环境下盈利韧性较强，而其他不含上游资源的传统炼化企业的业绩则出现显著下滑。

考虑原油价格中枢上行带来显著的盈利弹性，我们重点推荐关注：中国海油、中国石油。

我们认为随着民营大炼化的大体量高附加值产品持续投产，对业绩的提升作用中长期来看将压制进而陆续摆脱高油价的负面影响。我们重点推荐关注具备一体化优势的恒力石化、荣盛石化和桐昆股份。

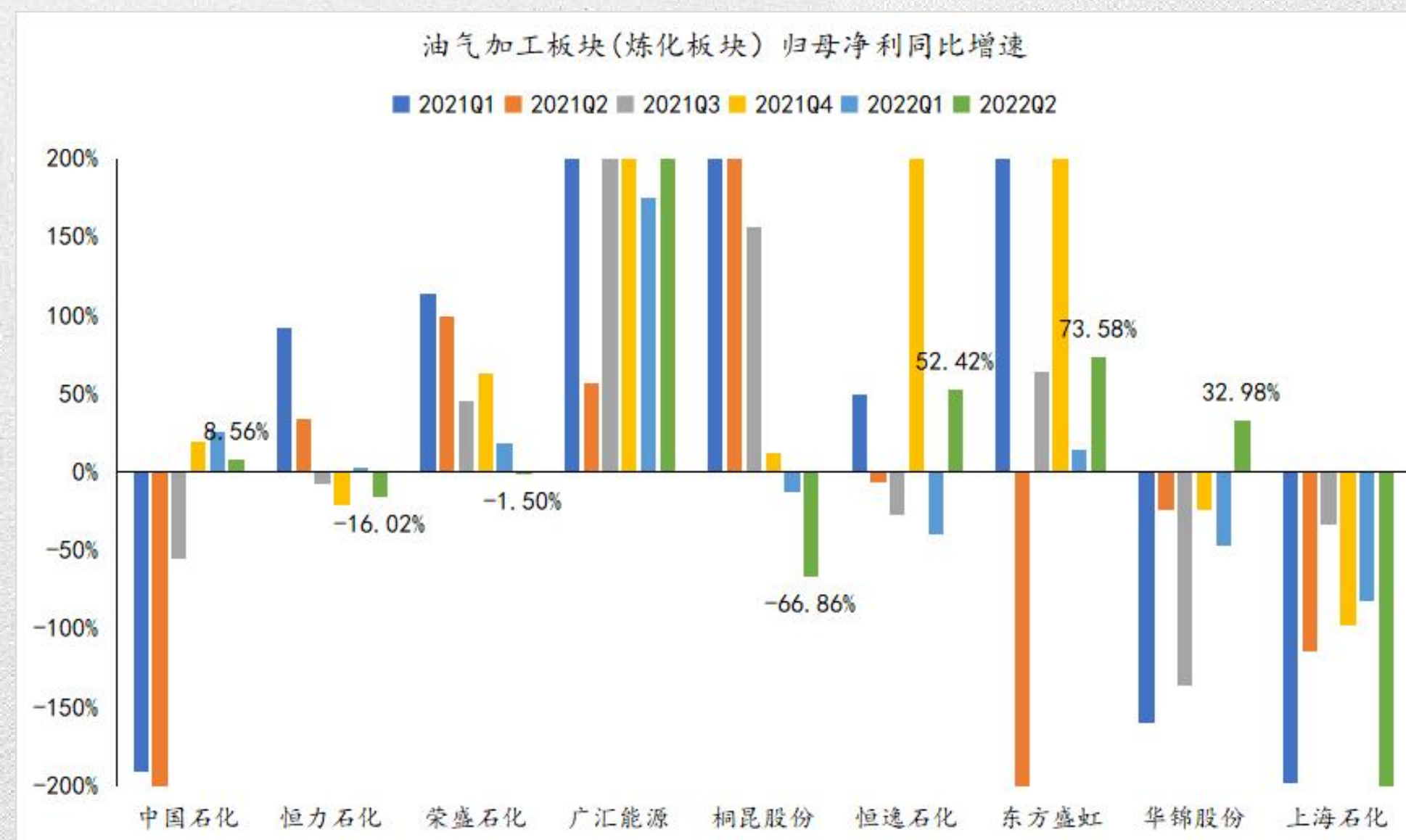
图表：油气资源板块公司净利同比增速



来源：wind，国金证券研究所

可比口径：中海油由于2022年上市，并未计入板块可比数据

图表：油气加工板块公司净利同比增速



中国海油：稀缺资产！

中国海油2022年8月25日披露了2022年半年度报告，2022年上半年实现营业收入2023.55亿元，同比2021年增长84%，实现归母净利润718.87亿元，同比2021年增长115.7%。

由于原油供应增量有限叠加俄乌冲突、全球极端气候等因素，2022年上半年全球油价保持高位。2022年上半年布伦特原油期货结算价（连续）均价为105美元/桶，二季度平均达到112美元/桶，接近历史最高水平；上半年国内LNG月均市场价为6852.88元/吨，同比增长71.81%。中国海油实现归母净利润718.87亿元，盈利水平大幅提高，高油价下公司业绩具备弹性。

图表：布伦特原油月均期货结算价(连续)上半年维持高位



来源：WIND，国金证券研究所

图表：全国LNG月均市场价

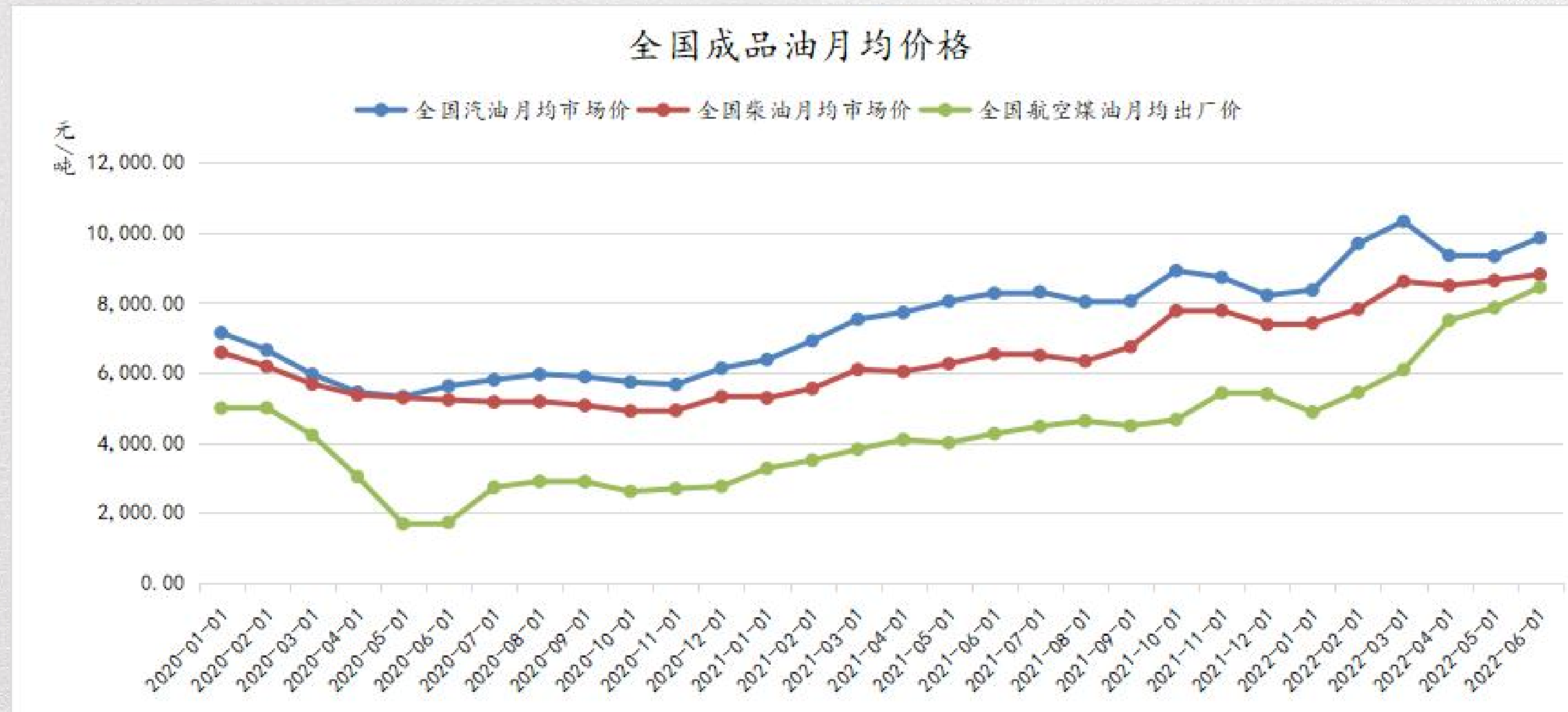


来源：WIND，国金证券研究所

中国石油

中国石油2022年8月25日披露了2022年半年度报告，2022年上半年实现营业收入16146.21亿元，同比2021年增长34.94%，实现归母净利润823.88亿元，同比2021年增长55.34%。
一季度中国石油原油平均实现价格为4807元/吨，同比增长60.1%；国内天然气平均实现价格为2521元/千立方米，同比增长74.9%。2022年上半年汽油、柴油、航空煤油平均实现价格分别为8701元/吨、7658元/吨和6095元/吨，分别同比上涨32%、57.9%和80.2%。中国石油实现归母净利润823.88亿元，创半年度历史新高，公司加工的原油多来自于自产，将充分受益于油气价格上涨。

图表：国内成品油月均价格



来源：WIND，国金证券研究所

中国海油及中国石油盈利预测

图表：中国海油盈利预测

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	155,373.00	246,111.00	383,301.00	389,800.00	400,148.00
增长率(%)	-33.37%	58.40%	55.74%	1.70%	2.65%
归母净利润(百万)	24,957.00	70,320.00	135,313.00	136,145.00	137,774.00
增长率(%)	-59.12%	181.77%	92.42%	0.61%	1.20%
EPS(摊薄)	0.56	1.58	2.84	2.86	2.89
PE	N/A	N/A	6.22	6.19	6.11

来源：国金证券研究所

图表：中国石油WIND一致预测

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	1933836	2614349	3241581.57	3276953.29	3287311.14
增长率(%)	-23.16	35.19	23.99	1.09	0.32
归母净利润(百万)	19002	92161	137913.07	128039.86	124687.73
增长率(%)	-58.4	385.01	49.64	-7.16	-2.62
EPS(摊薄)	0.1	0.5	0.75	0.7	0.68
PE	39.97	9.75	7.27	7.83	8.04

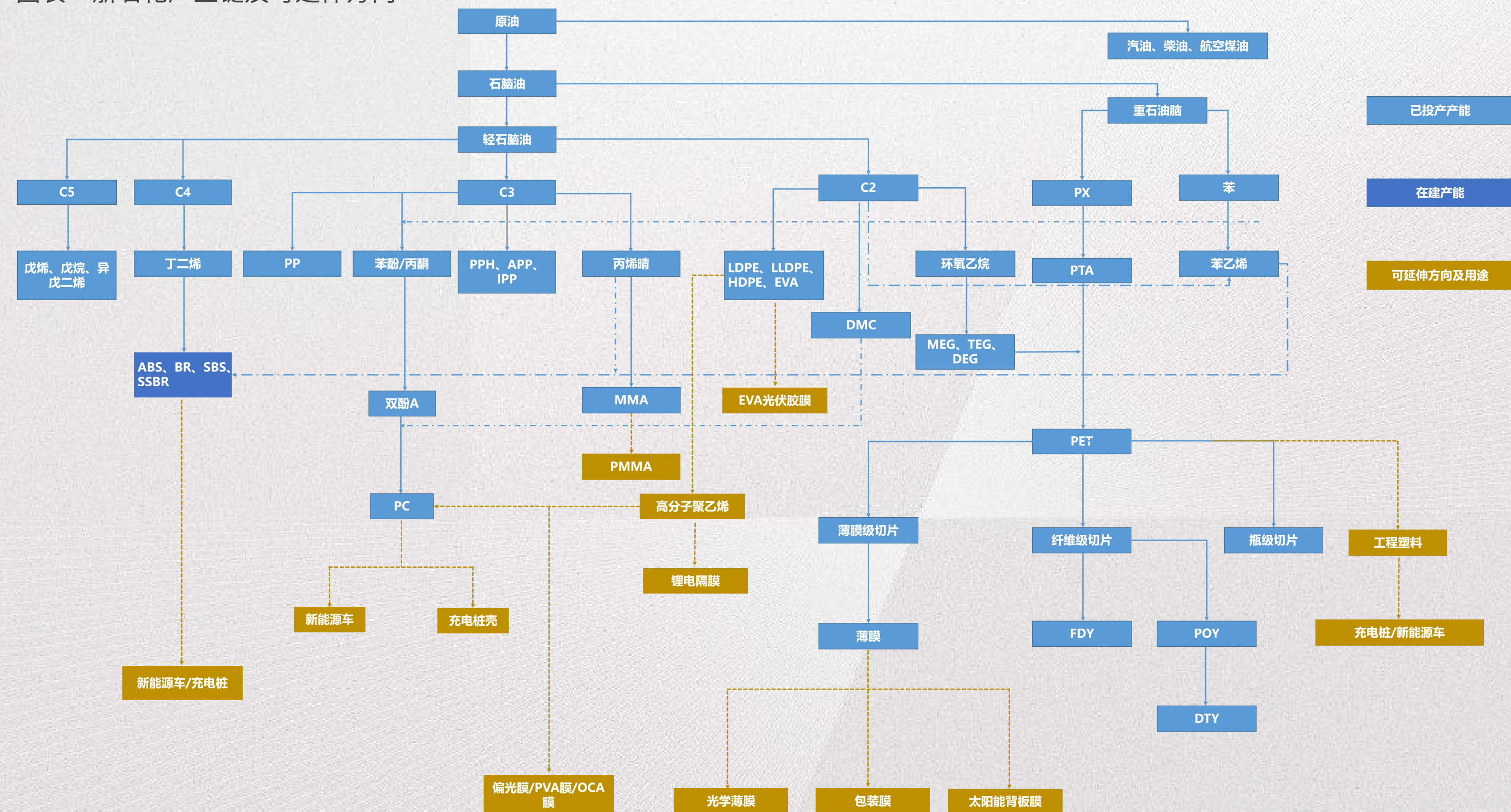
来源：WIND，国金证券研究所

浙石化（荣盛石化，桐昆股份）：持续布局新材料产能，增加光伏材料规划

浙石化4000万吨/年原油炼化一体化项目规划包含C2-C5多条产业链，二期新材料深加工项目处于持续投产进程中，包含光伏级EVA、DMC、PC、ABS等用于新能源产业的新材料，目前已有30万吨/年光伏级EVA产能投产。下游市场光伏以及新能源行业对EVA胶膜以及工程塑料终端消费需求有望持续增长，有望持续推动浙石化业绩高增长。

同时，荣盛石化持续加码炼化深加工项目，新增140万吨/年乙烯及下游化工产品、高性能树脂、高端新材料等大体量高端炼化产能。产品附加值的持续提升有利于推动公司周期性弱化和业绩成长的确定性。

图表：浙石化产业链及可延伸方向



来源：公司公告，国金证券研究所

恒力石化：持续推进膜产业链深加工，丰富C2-C4产业链布局

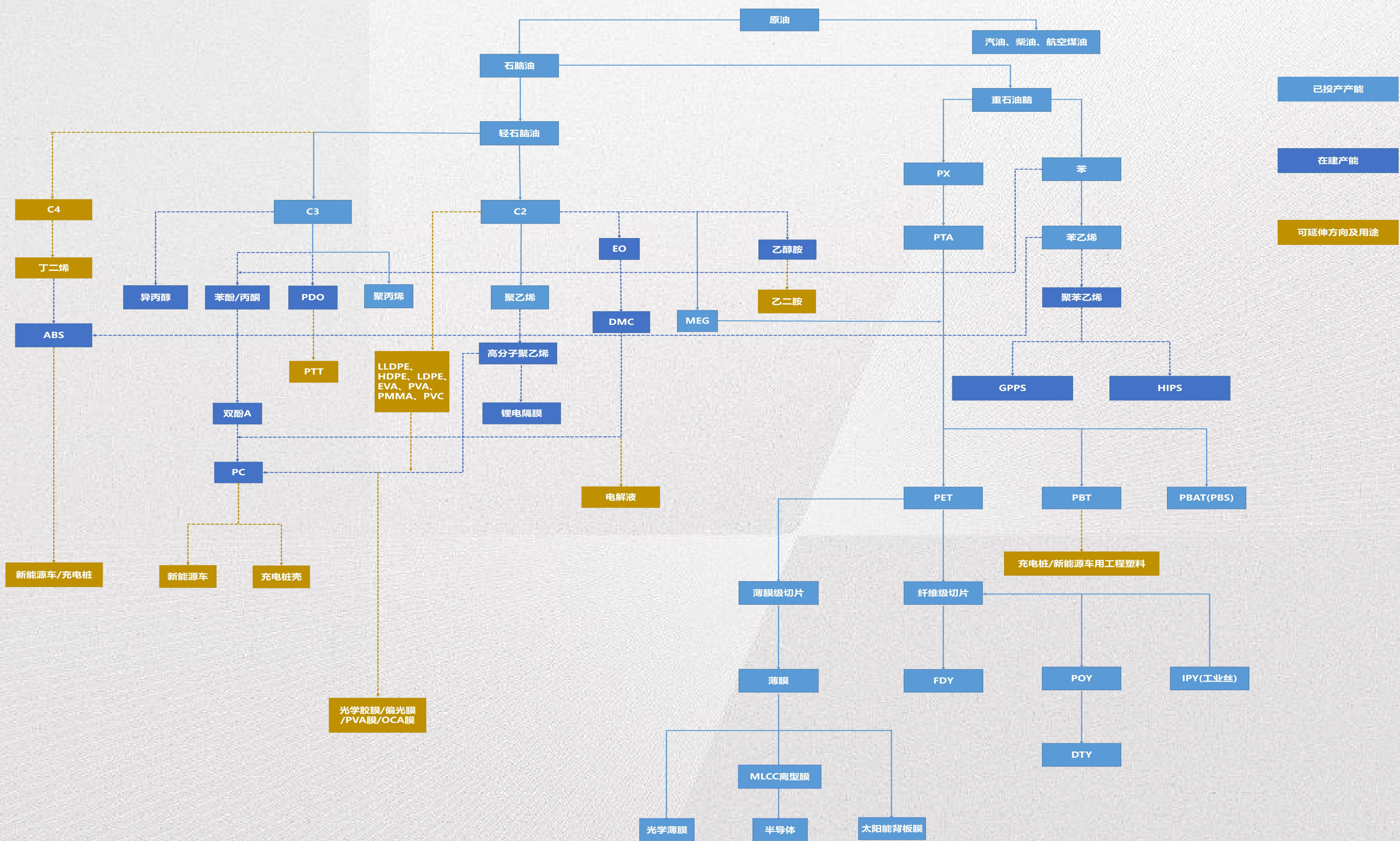
恒力石化炼化一体化项目通过C2-C4产业链的深加工推进及布局，具备布局大体量PC/ABS等新能源车/充电桩等需求迅速增长的工程塑料产能的可能性。

子公司康辉新材料：布局了各类功能性薄膜及工程塑料产能，其中高端聚酯膜应用于消费电子/半导体/光伏等高成长行业，目前已规划向下游锂电隔膜布局。

C2产业链：当前该产业链终端产品主要为PE，高分子PE为锂电隔膜重要原材料。

C3和苯产业链：当前该产业链终端产品主要为苯乙烯和聚丙烯，正在向聚碳酸酯产业链延伸，高端DMC为锂电池电解液溶剂的主要部分，终端需求有望持续上行。

图表：恒力石化产业链及可延伸方向



来源：公司公告，国金证券研究所

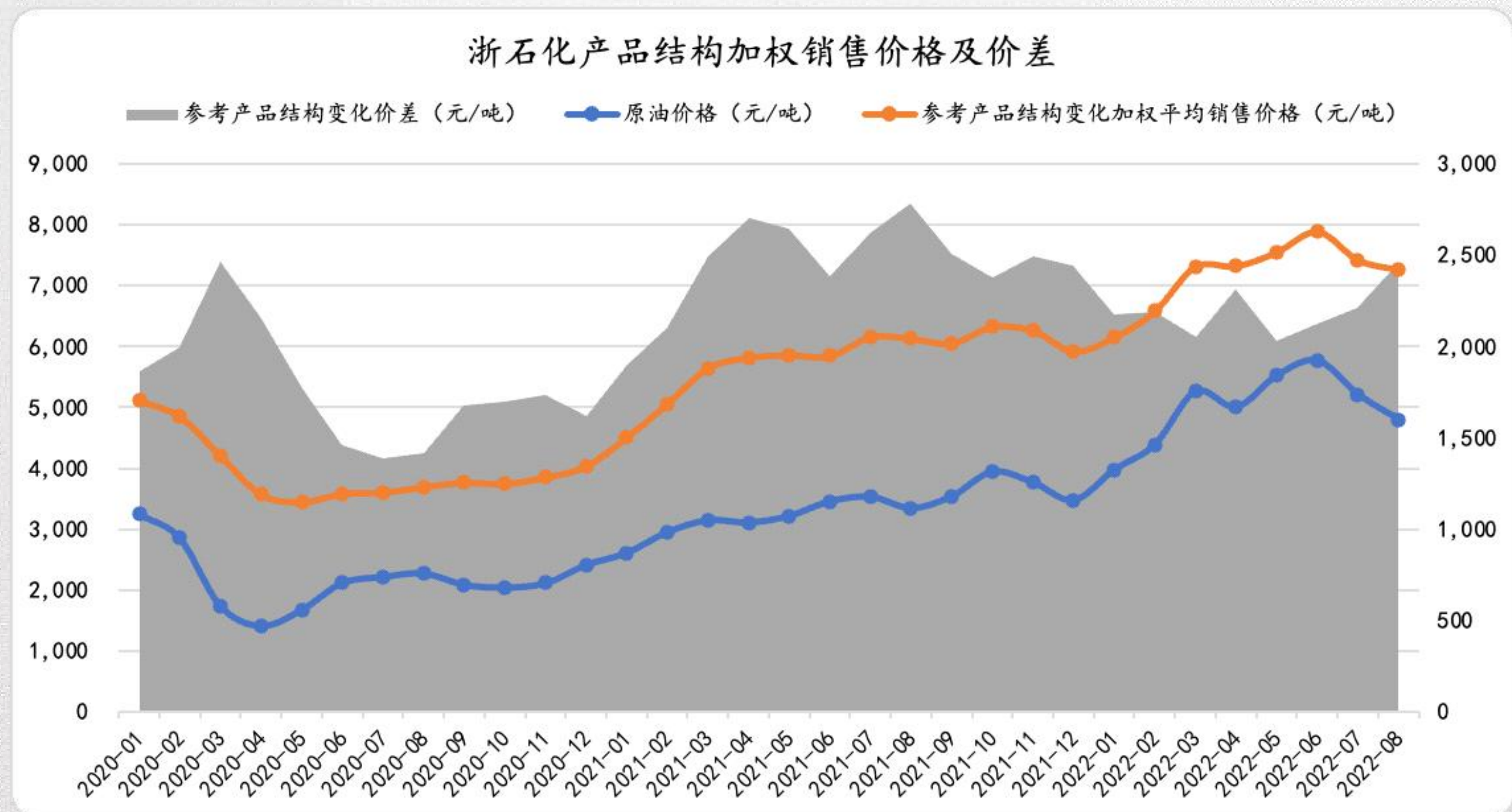
荣盛石化/桐昆股份：浙石化利润空间巨大，业绩成长确定性强

荣盛石化2022年8月17日发布半年度财务报告，荣盛石化2022年上半年实现营业收入1476.28亿元，同比2021年增长74.88%，实现归母净利润53.67亿元，同比下降18.27%。

桐昆股份2022年8月23日发布半年度财务报告，桐昆股份2022年上半年实现营业收入298.52亿元，同比2021年下降1.11%；实现归母净利润23.02亿元，同比下降44.32%。22Q2实现营收168.58亿元，环比增长29.74%；实现归母净利7.98亿元，环比下降46.89%。

在上半年原油价格以及煤炭价格维持高位情况下，叠加终端消费需求受疫情及地产低景气度影响，产品毛利承压，但浙石化项目在报告期内对公司业绩形成支撑。由于浙石化深加工项目处于陆续投产过程中，后续终端产品加权销售价格涨幅高于原料端涨幅的情形将陆续得以体现，公司业绩有望持续增长。

图表：浙石化产品结构加权销售价格及价差



来源：公司公告，国金证券研究所

荣盛石化/桐昆股份：浙石化利润空间巨大，业绩成长确定性强

当前原料端价格中枢持续上行，而终端高附加值产品预计在2022下半年至2024年逐步释放，存量产能业绩或承压。
荣盛石化2022-2024年盈利预测116.19/181.52/229.70亿元，对应EPS1.15/1.80/ 2.27元，对应PE为13.43X/8.60X/6.79X，维持”买入”评级。
桐昆股份2022-2024年盈利预测55.07/80.77/101.56亿元，对应EPS2.28/3.35/4.21元，对应PE为6.77X/4.62X/3.67X，维持”买入”评级。

图表：荣盛石化盈利预测

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	107,265.00	177,024.00	223,710.00	266,621.00	295,346.00
增长率(%)	30.02%	65.03%	26.37%	19.18%	10.77%
归母净利润(百万)	7,309.00	12,824.00	11,619.00	18,152.00	22,970.00
增长率(%)	231.17%	75.46%	-9.39%	56.22%	26.54%
EPS(摊薄)	1.08	1.27	1.15	1.79	2.27
PE	25.50	14.34	13.43	8.60	6.79

来源：公司年报，国金证券研究所

图表：桐昆股份盈利预测

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	45,833.00	59,131.00	62,401.00	84,443.00	106,867.00
增长率(%)	-9.39%	29.01%	5.53%	35.32%	26.56%
归母净利润(百万)	2,847.00	7,332.00	5,507.00	8,077.00	10,156.00
增长率(%)	-1.31%	157.58%	-24.89%	46.67%	25.74%
EPS(摊薄)	1.30	3.04	2.28	3.35	4.21
PE	15.89	6.96	6.77	4.62	3.67

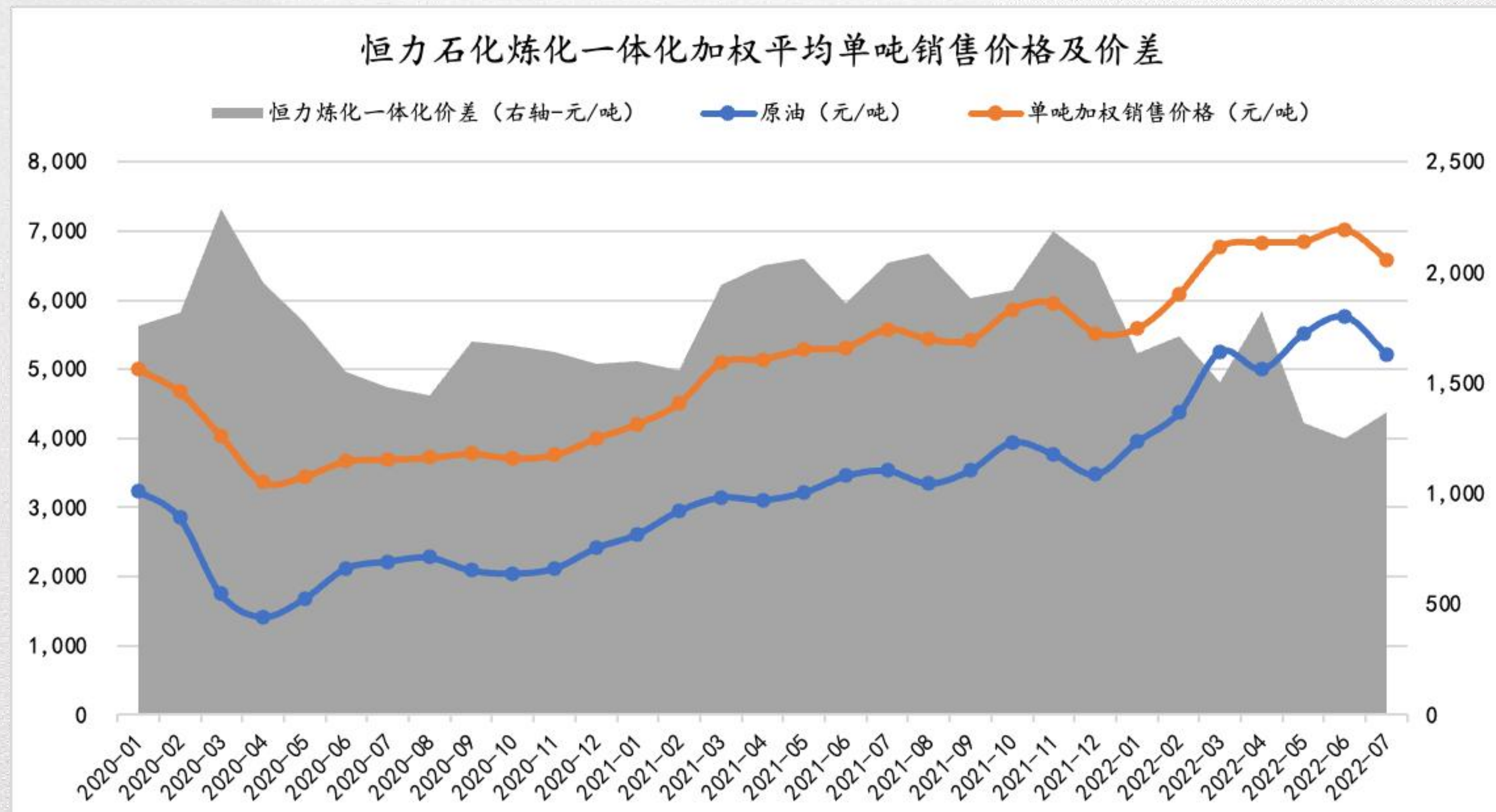
来源：公司年报，国金证券研究所

恒力石化：成本上涨压缩存量环节利润， 景气低点业绩再超预期！

恒力石化2022年8月14日发布半年度财务报告，恒力石化2022年上半年实现营业收入1191.55亿元，同比2021年增长13.94%，实现归母净利润80.27亿元，同比下降7.13%，净利同比下滑幅度小于市场预期。

公司2022年上半年煤炭/原油/PX采购价格分别为 969/4529/7387元/吨，同增41.5%/58.6%/39.8%，而2022年1-6月产品加权平均销售价格为5967元/吨，同比2021年增长37.9%，终端产品加权销售价格涨幅低于原料端涨幅，导致价差接近2020年疫情爆发年份的底部区域。在原料端价格上涨压缩环节间利润情景下，恒力石化2022年H1实现归母净利80.27亿元，同比2021年微降7.13%，净利同比下滑幅度小于市场预期，公司持续验证一体化龙头企业景气低位盈利能力。

图表：恒力石化炼化一体化理论加权平均单吨销售价格及价差模型



来源：WIND，国金证券研究所

注：预售，套期保值及其他非公开经营操作或对模型的价差产生影响，故模型数字同企业实际披露的原料价格，产品售价以及价差或存在差异

恒力石化：成本上涨压缩存量环节利润， 景气低点验证一体化龙头超额收益

恒力石化2022上半年业绩持续验证一体化龙头企业景气低位盈利能力，我们上调2022年盈利预测，上调幅度为8%，恒力石化2022-2024年盈利预测为128亿元/162亿元/251亿元，对应2022-2024年EPS为1.8元/2.3元/3.56元，对应市盈率为11.36X/9.00X/5.81X，维持“买入”评级。

图表：恒力石化盈利预测

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	152,373.00	197,997.00	213,477.00	227,882.00	253,259.00
增长率(%)	51.19%	29.94%	7.82%	6.75%	11.14%
归母净利润(百万)	13,462.00	15,531.00	12,816.00	16,175.00	25,052.00
增长率(%)	34.28%	15.37%	-17.48%	26.21%	54.88%
EPS(摊薄)	1.91	2.21	1.82	2.30	3.56
PE	14.63	10.41	11.36	9.00	5.81

来源：公司年报，国金证券研究所

风险提示

- 1、地缘政治扰乱全球原油市场：俄乌局势变化、伊核协议推进以及委内瑞拉制裁解除等地缘政治事件或造成供应端的不确定性，扰乱全球原油市场；
- 2、疫情爆发扰乱需求：当前奥密克戎对全球原油需求端影响已逐步减弱，但新型变种的出现存在对全球原油需求产生负面影响可能性；
- 3、美国持续释放战略库存增加边际供应：当前美国宣布释放100万桶/天战略原油库存，供应端或带来增量，后续如果美国持续增加战略库存释放量，或对全球原油供需平衡有所改善；
- 4、美联储加息或抑制终端需求：美联储加息或带动美元指数走强，而美元指数与原油价格通常为负相关走势，假使美联储加息或对原油价格产生扰动。
- 5、原油价格持续维持高位刺激油气公司修改勘探开发资本开支计划：全球原油供应短缺担忧叠加俄乌冲突推动原油价格快速上涨，如果原油价格持续维持高位，油气公司存在修改当前资本开支计划可能性；
- 6、卫星定位和油轮跟踪数据误差对结果产生影响：卫星数据误差包括与卫星定位直接有关的定位误差，以及与卫星信号传播和接收有关的系统误差。
- 7、其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响：由于第三方数据来源涉及联合国，各类商业机构，各国政府组织等，数据准确程度不一，从而有可能出现误差。
- 8、模型拟合误差对结果产生影响：由于数据体量较大，且数据并非完美，而模型也无法做到完美捕捉数据本身，从而导致误差。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。