中国石油（601857.SH）

公司首次评级

2026年11月9日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	12.7
总市值	2.32万亿
PE-TTM	12.44
PB-MRQ	1.42

估值结果

DDM估值	价值	22690亿
	上行空间	-2.4%
	状态	合理估值
动态估值	价值	20389亿
	上行空间	-12%
	状态	合理估值

四维评级

成长空间	★☆☆☆☆
盈利趋势	★★☆☆☆
产业格局	★★★☆☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

公司是国内石油石化行业龙头，业务侧重于上游油气资源开发及贸易，与中国海油、中国石化为三寡头。

公司成长空间较低，主要系原油需求达峰后，公司所处行业将进入衰退期；盈利趋势较弱，主要系油价因地缘因素维持在高位，虽难以预测何时下跌，但是高油价不可持续，油价回落将会导致公司业绩下滑；产业格局良好，主要系公司是石油石化行业龙头，在产业链中话语权高；公司护城河较深，主要系在政府牌照优势下，公司发展为石油石化行业寡头，资源禀赋、规模优势明显。

基于原油需求于近年达峰，远期原油价格中枢为65美元/桶的假设，我们认为公司估值状态为合理估值。

风险提示

国际油气价格剧烈波动风险：公司上游勘探开发业务高度依赖国际油价，而天然气销售也受国内外气价联动影响。地缘冲突、OPEC+政策或全球经济衰退等因素易引发价格大幅震荡，导致收入与利润不稳定。尽管公司具备一体化优势，但价格剧烈下行仍会显著拖累整体业绩。

进口天然气成本与顺价机制不匹配风险：中国石油承担大量进口LNG和管道气保供任务，采购成本常受国际市场高价制约。然而国内终端气价受政府管制，顺价机制不完全畅通，尤其在居民用气领域，导致“高进低出”亏损局面。若气价改革滞后或极端天气推高采购成本，该板块可能持续拖累整体盈利。

新能源替代加速带来的需求萎缩风险：随着电动车渗透率提升及氢能、生物燃料等替代能源发展，成品油（尤其是汽油）长期需求见顶回落。加油站网络价值可能下降，若非油业务（如充换电、便利店）转型不及预期，或将削弱其零售端现金流优势。

地缘政治与供应链安全风险：公司部分原油依赖进口，主要来自中东、非洲等地，易受国际冲突、航运中断或贸易制裁影响。此外，高端催化剂、特种材料等关键环节仍部分依赖海外技术，若遭遇技术封锁或物流阻断，可能干扰正常生产运营。

内容目录

1. 基本信息 …… 4
2. 业务介绍 …… 4
3. 商业模式 …… 5
3.1 研发强度 …… 5
3.2 营销强度 …… 6
3.3 人力资源密集度 …… 6
3.4 客户集中度 …… 6
4. 历史经营绩效 …… 6
4.1 历史盈利能力 …… 6
4.2 历史成长能力 …… 7
4.3 历史业务控制力及财务健康评级 …… 7
4.4 股东回报评级 …… 7
5. 四维评级 …… 8
5.1 成长空间 …… 8
5.2 盈利趋势 …… 8
5.3 产业格局 …… 9
5.4 护城河 …… 10
6. 公司估值 …… 12
6.1 核心假设及逻辑 …… 12
6.2 动态估值 …… 15
6.3 DDM估值 …… 15
6.4 估值确定性 …… 15

图表目录

图1：预测2026年收入占比 ····· 5
图2：预测2026年毛利占比 ····· 5
图3：近年公司盈利能力趋势图 ····· 6
图4：近年公司历史成长能力趋势图 ····· 7
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 ····· 7
图6：近年股东回报能力趋势图 ····· 7

表1：护城河详解表 ····· 11
表2：公司整体业绩预测 ····· 13
表3：公司分业务业绩预测 ····· 14
表4：公司整体及分业务动态估值 ····· 15
表5：公司整体及分业务DDM估值 ····· 15

1. 基本信息

公司是中国领先的油气生产和供应企业，实际控制人为国务院国资委。公司主营业务涵盖油气勘探与生产、炼油与化工、成品油及天然气销售、天然气与管道运输、工程技术服务以及新能源业务。作为国内最大的原油和天然气生产商之一，中国石油拥有覆盖全国的油气管网、超过2万个加油站及庞大的LNG接收与储运设施。公司长期承担国家能源保供任务，是国内主要的天然气进口商和分销商，运营中亚、中俄等跨国管道气项目，并在全球多个国家参与油气资源开发。公司总部位于北京，业务遍及全球30余个国家和地区，是《财富》世界500强企业，也是中国能源行业的核心骨干央企。

2. 业务介绍

对于中国石油公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

勘探开发：

公司是国内最大的原油和天然气生产商，拥有大量优质油气资源，包括大庆、长庆、塔里木等主力油田及四川、鄂尔多斯等气区。该业务以自营勘探开发为主，覆盖陆上常规与非常规（如页岩油、致密气）资源，并在海外30余国运营资产。公司采用“全生命周期管理”模式，强调储量接替与成本控制。盈利高度依赖国际油价，属资本密集型业务，需持续高投入维持产能，是公司收入和利润的核心来源之一。截至2025年，公司油气产量当量为18.5亿桶。原油属于全球化的商品，因此我们将公司该业务的竞争市场界定于全球市场。

天然气销售：

天然气销售业务是公司核心经营板块之一，主要负责天然气的采购、运输、分销与终端销售。公司是国内最大的天然气供应商，拥有覆盖全国的骨干输气管网，并连接中亚、中俄等跨国管道气资源，同时通过多个LNG接收站进口液化天然气。天然气来源包括自产气、进口管道气和进口LNG，形成多元供应体系。销售对象涵盖居民、工业、发电、城市燃气及交通等领域，其中工业和发电用户占比持续提升。公司依托国家主干管网和区域支线，构建了从资源入口到终端用户的完整销售链条，并承担着冬季保供等重大民生任务。该业务具有基础设施依赖性强、客户结构多元、政策关联度高等特点，是连接上游资源与下游市场的重要枢纽。截至2025年，公司销售天然气3147亿立方米。我们将公司该业务的竞争市场界定于国内市场。

炼油化工：

炼油化工业务（一体化）是典型的重资产、强周期性产业。炼油端以原油为原料，通过物理分馏与化学转化生产燃料及基础化工原料，盈利高度依赖裂解价差，对油价波动和库存管理极为敏感；化工端则依托技术壁垒与产品差异化，向高附加值精细化学品和新材料延伸，具备更强的盈利韧性和成长潜力。一体化模式有效打通“油头化尾”，既可平抑单一环节周期波动，又能通过内部原料互供降低成本、提升资源利用效率。在能源转型背景下，传统燃料需求见顶倒逼企业加速向化工型炼厂转型，未来竞争优势将更多取决于高端产品布局、技术创新能力与低碳运营水平。截至2025年，公司加工原油13.8亿桶，生产成品油1.2亿吨，化工品0.4亿吨。我们将公司该业务的竞争市场界定于国内市场。

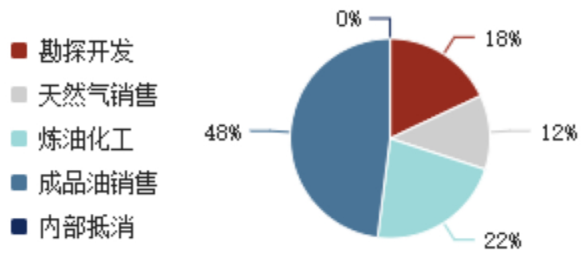
成品油销售：

成品油销售是将炼油厂产出的汽油、柴油等燃料通过加油站、批发渠道或终端客户网络进行分销的环节，属于石油产业链的下游。其核心竞争力在于零售网络密度、品牌影响力、单站运营效率及非油业务（如便利店、洗车、充电）的协同能力。该业务具有现金流稳定、周转快、客户粘性较强的特点，但高度依赖地理位置和规模效应，优质站点资源稀缺且受政策管控。盈利受批零价差影响，虽对油价波动敏感度低于炼油，但仍需精细化库存与定价管理。近年来，随着新能源车渗透率提升，传统油品需求面临结构性压力，领先企业正加速向“油气氢电服”综合能源服务商转型，以延长客户价值链条。公司是国内最大的成品油销售商之一，截至2025年，公司自营加油站超2万座，成品油销量为1.6亿吨。我们将公司该业务的竞争市场界定于国内市场。

内部抵消：

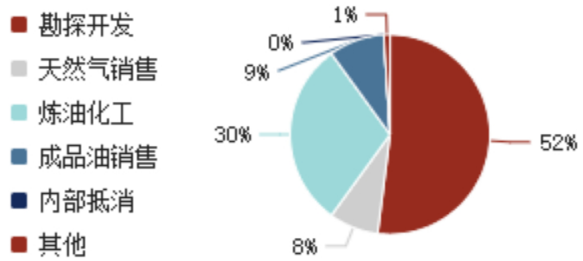
公司产业链一体化程度高，公司产品内部流通部分需要相互抵消。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

作为国家油气资源的主要掌控者，公司核心优势在于牌照壁垒、一体化产业链和庞大渠道网络，而非技术或服务创新。产品高度同质化（如原油、成品油、基础化工品）决定了竞争焦点是成本、供应稳定性和渠道覆盖，而非品牌营销或研发投入；生产高度自动化使人力依赖低；客户涵盖海量终端消费者与分散工业用户，集中度自然低。

3.1 研发强度

低 | 较低 | 中等 | 较高 | 高

作为一家以资源开采和规模化生产为核心的能源巨头，中国石油的研发强度天然偏低。其技术进步更多体现在工程应用和工艺优化层面，而非颠覆性创新。上游聚焦于提高采收率和降低开采成本，下游则侧重于炼化装置的平稳运行和产品结构调整，这些都属于渐进式改进。相较于高科技或精细化工企业，其研发投入占营收比重不高，研发活动主要服务于现有业务的降本增效，而非开辟全新增长曲线，这符合其资源型、规模化生意的本质。2025年公司研发费用236亿元，研发费用率为0.82%。

3.2 营销强度

低 | 较低 | 中等 | 较高 | 高

上游资源销售依赖国家配置或内部消化，无需主动营销；下游成品油零售依靠遍布全国的加油站网络和国有品牌公信力，客户因渠道便利和信任自然流入，而非被广告或促销吸引；化工产品多为基础大宗品，竞争核心是成本与供应稳定性，非品牌营销。整体商业模式以资源控制、规模效应和渠道覆盖为护城河，而非市场推广，因此公司长期维持低营销投入。2025年公司销售费用603亿元，销售费用率为2.10%。

3.3 人力资源密集度

低 | 较低 | 中等 | 较高 | 高

公司高度依赖自动化设备和大型装置，而非大量人力。无论是油田的数字化开采、炼厂的中央控制室，还是加油站的自助化服务，都体现了资本替代劳动的趋势。其核心竞争力在于对油气资源的掌控和对庞大资产的运营效率，而非员工的个人技能或服务。因此，公司的人力资源结构以技术和管理人才为主，一线操作人员数量随着自动化水平提升而持续精简，整体呈现出低人力资源密集度的特征，人均创收和创利水平较高。2025年公司单位收入薪酬为0.06元。

3.4 客户集中度

低 | 较低 | 中等 | 较高 | 高

公司拥有极其分散的客户基础。上游虽有少量大客户，但主要产品（原油、天然气）进入国家管网或内部炼厂；下游的成品油和化工品则面向数以万计的加油站零售客户、工商业用户及化工企业。尤其是其遍布全国的2万多座加油站，直接触达海量终端消费者，构成了最广泛的客户网络。这种“小而散”的客户结构，使得公司对单一客户几乎没有依赖，议价能力强，经营稳定性高。2025年公司前五大客户集中度为9%。

4. 历史经营绩效

公司成长能力随油价周期波动，受原油需求达峰影响，远期天花板有限。但凭借资源禀赋、一体化运营和渠道垄断，在中高油价环境下展现出良好的盈利能力和优秀的现金流控制力。这种模式虽难实现高增长，却能持续产生自由现金流，并以此支撑高比例、高确定性的股东分红。

4.1 历史盈利能力

★★★½☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



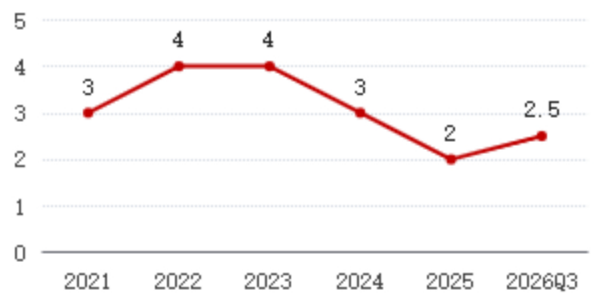
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力在油价处于中高位时表现突出。公司上游拥有国内低成本油气田（如大庆、长庆），在70－80美元/桶以上即具备极强盈利弹性。2024年即便油价同比下行，公司仍实现净利润1646.8亿元，创历史新高，主要系公司在成本控制、产量提升和内部协同上的持续优化。

4.2 历史成长能力

★★☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



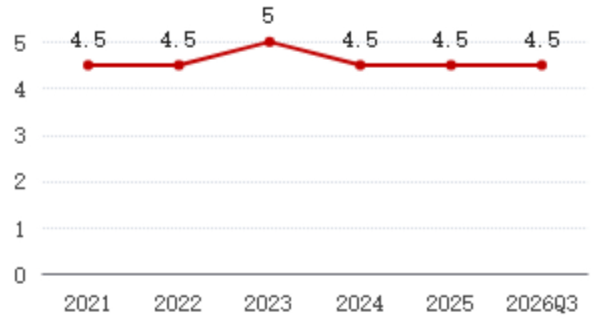
数据来源：公司财报，壹评级

公司上游勘探与生产板块利润与国际油价高度正相关，下游炼化虽有“低买高卖”的裂解价差逻辑，但整体营收规模仍受原油成本传导影响。2022年布伦特油价一度突破120美元/桶，公司营收和利润大幅跃升；而2023－2024年油价回落至80美元区间，2025年进一步下探，公司营收出现下滑。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★⯪

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



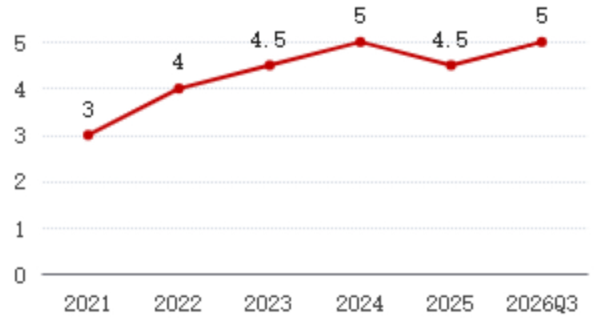
数据来源：公司财报，壹评级

公司的成品油、天然气为刚需产品，客户分散且付款信用良好，销售回款迅速，因此公司经营活动现金流常年远超净利润。2025年在油价回落背景下，公司经营现金流仍高达4125亿元。同时，公司凭借产业链核心地位，对供应商占款能力强，营运资本效率高。

4.4 股东回报评级

★★★★★

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的高股东回报建立在穿越周期的自由现金流基础上，而非短期利润峰值。即使在油价低迷年份（如2020年），公司仍坚持分红。这种“以现金流定分红”的策略，使其能在油价高点积累充沛现金，并在周期波动中持续回馈股东，形成可预期的高股息回报机制。另外，近几年公司股价涨幅表现良好，叠加稳定高息，投资者总回报（分红+股价变动）表现良好。尤其在低利率环境下，公司“类债券”属性受到稳健型资金青睐。

5. 四维评级

公司成长空间较低，主要系原油需求达峰后，公司所处行业将进入衰退期；盈利趋势较弱，主要系油价因地缘因素维持在高位，虽难以预测何时下跌，但是高油价不可持续，油价回落将会导致公司业绩下滑；产业格局良好，主要系公司是石油石化行业龙头，在产业链中话语权高；公司护城河较深，主要系在政府牌照优势下，公司发展为石油石化行业寡头，资源禀赋、规模优势明显。

5.1 成长空间 ★☆☆☆☆

作为国家能源安全核心支柱，中国石油具备不可替代的战略地位。但受制于资源禀赋趋紧、碳中和约束及国企机制，其成长性受限。公司以重资产、高资本开支模式运营，在能源转型背景下，传统油气业务扩张空间有限，未来增长更多依赖存量优化与低碳转型，整体成长天花板较低。

勘探开发(1.5星)：

该业务是公司利润核心，但国内主力油田进入递减期，新发现成本高、储量接替压力大。海外项目地缘风险上升。在“增储上产”国家战略下，公司承担保障能源安全重任，但高投入低回报趋势明显，行业天然具有资本密集、周期性强特征，公司长期成长空间受限。

天然气销售(2星)：

作为国家“双碳”战略抓手，天然气是公司增长表现最好的板块。受益于煤改气、城燃扩张及LNG接收站布局，销量持续增长。长期看，国内天然气消费仍有空间，但增速缓慢，且面临可再生能源竞争，成长空间有限。

炼油化工(1.5星)：

随着电动车渗透率提升，汽柴油需求结构性下滑，炼厂开工率与加工价差承压。虽可通过出口和化工原料转型部分对冲，但整体盈利中枢下移，属存量博弈型生意，成长性弱。尽管公司正布局新材料，但相比万华化学等专业龙头，其在高端化工领域的技术积累与市场敏锐度不足，转型成效存疑，短期难成新引擎。

成品油销售(1.5星)：

公司依托全国最大加油站网络，该业务具备稳定现金流和渠道价值，并积极拓展非油业务（如便利店）。然而，核心油品销量长期下行趋势不可逆，非油业务规模与利润贡献尚不足以弥补主业萎缩，整体增长乏力。

5.2 盈利趋势 ★★☆☆☆

盈利趋势较弱，主要系油价因地缘因素维持在高位，虽难以预测何时下跌，但是高油价不可持续，油价回落将会导致公司业绩下滑。尽管原油及化工品价格存在起伏，但公司凭借上游资源掌控力与下游渠道优势，维持了整体盈利的韧性，体现出典型的“抗周期”能源巨头特征。

勘探开发(2星)：

该业务盈利高度依赖国际油价，当前地缘冲突导致油价处于高位，高油价将抑制市场需求，油价回落只是时间问题。但另一方面，美国页岩油的成本提升抬升了原油的价格中枢，油价尚且有底。公司该业务盈利趋势较差。

天然气销售(3星)：

公司上游自产气占比高，辅以多元进口资源池，结合自有管网与终端网络，形成成本可控、风险对冲的经营体系。伴随工业与城燃等刚性需求支撑销量稳步增长，叠加国内顺价机制深化、管制气比例下降，公司单位毛利有望持续优化。

炼油化工(2.5星)：

长期而言，成品油供给过剩将导致加工价差（裂解价差）收窄，削弱炼油毛利。尽管公司可通过调整柴汽比、增加化工原料产出等方式优化结构，但在总量过剩的背景下，盈利稳定性下降，周期性亏损风险上升。

成品油销售(2.5星)：

虽然公司零售端有品牌和网络优势，但批发销量受需求下滑拖累，批零价差收窄。非油业务虽能贡献增量利润，但体量尚小，难以对冲主业萎缩。整体盈利将呈现缓慢下行趋势。

5.3 产业格局 ★★★½☆

在波特五力模型是视角下，公司上游原材料（原油、天然气）基本自给或通过国家渠道保障；下游客户分散且能源需求刚性，购买者议价能力有限；行业存在极高资本、技术和政策壁垒，新进入者威胁极低；但面临新能源替代的长期压力。最核心的竞争来自与中石化、中海油等国有巨头的同业竞争，虽有分工但重叠业务竞争激烈。整体而言公司产业格局良好。

勘探开发(3.5星)：

该业务是公司的资源根基，具有极强的自然垄断属性。国家授予的油气勘探权构成极高准入壁垒，几乎消除了新进入者威胁。主要成本为开采成本，对上游供应商依赖度低。购买者主要是公司内部炼化板块及国家管网，议价能力不强。核心挑战在于全球优质油气资源的获取难度和新能源对化石能源的长期替代威胁。总体而言格局良好。

天然气销售(4星)：

公司拥有国内最大的天然气产量和稳定的中亚管道气等进口资源池，在气源保障和成本控制上优势显著。国家管网公司成立后，虽然管输环节被剥离，但公司凭借庞大的用户基础（尤其是工业和城市燃气）和品牌信誉，在下游仍保有较强的议价能力。行业准入门槛高，新竞争者难以撼动其市场地位。主要竞争来自中石化、中海油及部分区域燃气龙头，但公司在资源总量和全国性布局上的优势构筑了深厚护城河，在同行业竞争维度上处于有利位置。总体而言格局良好。

炼油化工(2.5星):

此业务竞争最为市场化和激烈。上游原油部分依赖进口，主要面对国际石油巨头和产油国，供应商议价能力强。下游化工品市场参与者众多，产品同质化严重，客户议价能力较强。虽然行业资本密集，但新进入者（如民营大炼化）已成功打破壁垒，加剧了同业竞争。此外，生物基材料等新兴技术也构成了潜在的替代品威胁。总体而言格局一般。

成品油销售(3.5星):

凭借覆盖全国的庞大加油站网络，该业务形成了强大的规模经济和网络效应护城河。土地资源、特许经营牌照及高昂的建设运营成本，使得新进入者威胁极低。上游由自有炼厂稳定供油，供应商议价能力弱。终端消费者虽有选择，但在价格和服务上差异不大，议价能力有限。主要竞争来自中石化同样强大的零售网络，以及新能源汽车对汽油需求的长期结构性冲击。总体而言格局良好。

5.4 护城河 ★★★★☆

中国石油的核心护城河源于国家赋予的油气资源垄断权与战略地位，构成强大的特许经营权。其一体化产业链带来明显的成本协同与抗风险能力。虽然部分业务面临市场化竞争，但资源控制力、政策支持和庞大的基础设施网络共同构筑了难以复制的综合壁垒。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
勘探开发	(4星)公司是国内勘探开发行业龙头，国内市占率近50%。公司稳态期经壹评级调整后的ROE为12%，具备一定超额收益。公司业务控制力强。	(3.5星)公司该业务的护城河主要在于资源优势、牌照优势，该优势持续性较强。公司拥有国内陆地最优质的油气资源储备，其原油探明储量占全国60%以上。这种由国家赋予的、对核心地下资产的独占性控制，构成了极深的“资源垄断”护城河。同时，油气勘探开发牌照长期以来实行严格的准入制度，作为历史形成的国有巨头，中石油享有事实上的牌照壁垒和政策倾斜。这两者结合，使其上游业务具备了极高的进入门槛和持续的成本优势，是典型的由政府特许经营权和自然资源禀赋共同构建的护城河。由于行业准入门槛并未大规模放开，因此该业务护城河持续性较强。
天然气销售	(5星)公司是天然气销售行业龙头，国内市占率超50%。公司稳态期经壹评级调整后的ROE为12%，具备一定超额收益。公司业务控制力强。	(3星)公司该业务的护城河主要在于资源优势、牌照优势，该优势持续性强。作为国内最大的天然气生产商，公司拥有国内最丰富的陆上天然气储量，并独家掌控着跨境长输管道等关键进口通道，形成了难以复制的资源优势。同时，在天然气管输、批发及部分区域的终端销售环节，行业准入受到严格管制，中石油凭借其国有背景和历史沿革，享有事实上的牌照优势，基本垄断了上游资源向下游市场的分配权。这种由资源独占性和政府特许经营共同构建的壁垒，使其在产业链中占据无可撼动的核心地位。该业务护城河持续性强。
炼油化工	(3.5星)公司是炼油化工行业龙头，国内市占率超20%。公司稳态期经壹评级调整后的ROE为6%，没有超额收益。公司业务控制力强。	(3星)公司该业务的护城河主要在于规模优势，该优势持续性较强。公司拥有庞大的炼化产能和遍布全国的产业布局。巨大的生产规模带来了显著的单位成本优势，能够更有效地摊薄固定成本并增强对上下游的议价能力。更重要的是，其“油气勘探-炼油-化工-销售”的全产业链一体化模式，使得公司在面对市场波动时能通过内部调配实现整体效益最大化。由于国内炼能已达政策上限，未来公司该优势受到的冲击较小，该业务护城河持续性较强。
成品油销售	(3星)公司是成品油销售行业龙头，国内市占率超30%。公司稳态期经壹评级调整后的ROE为6%，没有超额收益。公司业务控制力强。	(4.5星)公司该业务的护城河主要在于线下渠道优势、规模优势，该优势持续性较强。公司拥全国领先的加油站网络，尤其在东北、西北等区域占据绝对市场份额。这些位于核心交通节点的优质网点是稀缺的线下流量入口，构成了强大的“网络效应”护城河。同时，作为国家队品牌，其在消费者心中建立了深厚的信任感。尽管成品油本身是同质化产品，但这种由高密度物理渠道和强大品牌共同打造的便利性与可靠性，形成了稳固的客户粘性和区域性定价权。新进入者无法复制公司的网络密度与运营规模，因此公司该业务护城河持续性强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

公司所处行业周期性较强，为了方便估值，我们在预测中仅预测合理的中枢利润水平。基于动态估值和DDM估值两种估值方法，我们认为公司估值状态为合理估值。

6.1 核心假设及逻辑

公司的主要业务为勘探开发、炼油化工、成品油销售、天然气销售，我们对各个业务进行盈利预测并估值，预测核心假设及逻辑如下：

勘探开发：

收入假设：短期而言，我们假设油价先涨后跌，我们假设2026年原油均价为90美元/桶，2027年维持90美元/桶，此后逐年回落，最终回落至65美元/桶。因此我们预计公司2027年收入为8800亿元，2030年为7600亿元。

盈利能力假设：公司盈利能力受油价影响波动较大，因此我们预计公司盈利能力在2027年以后出现显著下降，我们预计公司远期毛利率为31%。

炼油化工：

收入假设：成品油、化工品价格随原油价格波动，因此我们预计公司收入从2026年开始上升，2028年开始回落。由于成品油需求达峰背景下公司持续推进减油增化，炼能可以维持相对稳定，我们预计公司收入维持相对稳定，预计远期公司收入为0.9~1万亿元之间。

盈利能力假设：短期而言，由于全球炼能因战争因素出现下滑，炼化景气度有所上升，行业过剩局面将得到缓解。另一方面，由于产品价格回落，导致毛利率在计算时存在一定增加。综上，我们预计公司毛利率将从低位修复，预计远期毛利率为26%。

成品油销售：

收入假设：成品油价格随原油价格波动，因此我们预计公司2026年收入上升，并假设此后在产品结构调整下，维持收入稳定，因此我们预计，公司远期收入维持在2.4万亿左右。

盈利能力假设：成品油销售业务盈利能力相对稳定，周期性波动较小，因此我们预计公司毛利率为3%左右。

天然气销售：

收入假设：我们假设天然气供需相对宽松，未来价格不会出现大幅波动，同时国内天然气需求稳定增长，因此我们预计公司远期收入增速为2%~3%，预计远期公司收入可超8000亿元。

盈利能力假设：天然气具备一定民生属性，但是近年来行业持续推进市场化改革，公司盈利能力有望得到系统性提升。因此我们预计公司毛利率可维持10%左右。

表2：公司整体业绩预测

中国石油	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	29669.5	29302.7	28600.3	30876.2	30159.3	30247.5	29771.7	29774.3
归母净利润(亿)	1968.8	1748.9	1658.4	2005.0	1899.7	1922.6	1607.1	1564.8
归母净利润增速(%)	56.3	-11.2	-5.2	20.9	-5.3	1.2	-16.4	-2.6
经营性净利润(亿)	2068.6	1748.7	1569.3	2034.4	1918.7	1945.9	1594.2	1547.8
经营性净利润增速(%)	43.5	-15.5	-10.3	29.6	-5.7	1.4	-18.1	-2.9
经营性归母净利润(亿)	1848.9	1567.2	1435.2	1831.0	1726.9	1751.3	1434.8	1393.0
经营性归母净利润增速(%)	40.8	-15.2	-8.4	27.6	-5.7	1.4	-18.1	-2.9

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

勘探开发	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	9104.6	8823.2	7998.5	9256.9	8825.4	8640.5	7924.6	7674.5
收入增速(%)	0.2	-3.1	-9.3	15.7	-4.7	-2.1	-8.3	-3.2
经营性净利润(亿)	1542.0	1334.8	1158.8	1728.0	1501.4	1486.6	1087.9	1017.9
经营性净利率(%)	16.9	15.1	14.5	18.7	17.0	17.2	13.7	13.3
经营性净利润增速(%)	20.9	-13.4	-13.2	49.1	-13.1	-1.0	-26.8	-6.4
天然气销售	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**	**2030E**
收入(亿)	5546.6	5857.6	6137.1	6094.1	6276.9	6327.7	6234.1	6421.2
收入增速(%)	8.0	5.6	4.8	-0.7	3.0	0.8	-1.5	3.0
经营性净利润(亿)	217.4	279.0	323.5	349.4	328.5	315.0	330.0	338.7
经营性净利率(%)	3.9	4.8	5.3	5.7	5.2	5.0	5.3	5.3
经营性净利润增速(%)	1525.4	28.4	15.9	8.0	-6.0	-4.1	4.7	2.6
炼油化工	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**	**2030E**
收入(亿)	12137.3	11865.6	10767.6	11529.5	11472.3	11121.3	10237.3	9795.3
收入增速(%)	4.8	-2.2	-9.3	7.1	-0.5	-3.1	-7.9	-4.3
经营性净利润(亿)	130.7	-5.4	3.9	-48.6	79.4	130.0	163.1	179.6
经营性净利率(%)	1.1	-0.0	0.0	-0.4	0.7	1.2	1.6	1.8
经营性净利润增速(%)	-21.8	-104.1	172.6	-1346.0	263.4	63.6	25.5	10.1
成品油销售	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**	**2030E**
收入(亿)	24923.1	24253.9	23275.2	25067.8	24067.8	24288.7	24288.7	24288.7
收入增速(%)	-9.1	-2.7	-4.0	7.7	-4.0	0.9	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	178.4	140.2	83.2	5.6	9.4	14.4	13.3	11.6
经营性净利率(%)	0.7	0.6	0.4	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
经营性净利润增速(%)	1362.2	-21.4	-40.7	-93.3	67.6	53.5	-7.6	-12.7
内部抵消	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**	**2030E**
收入(亿)	-22042.1	-21497.6	-19578.1	-21072.1	-20483.1	-20130.6	-18912.9	-18405.3
收入增速(%)	0.6	2.5	8.9	-7.6	2.8	1.7	6.0	2.7
经营性净利润(亿)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
勘探开发	0.7%	中低	较好	较强	8.5%	8.68	1052.9
天然气销售	3.0%	中低	较好	较强	7.5%	15	334.3
炼油化工	0.0%	中低-	一般	较强	8.5%	6.63	171.4
成品油销售	0.0%	中等-	较好	较强	8.0%	10	12.4
内部抵消	0.3%	--	一般	一般	7.5%		-
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
勘探开发(亿)	6182.2	6594.6	12776.8	48.1	1415.0	1326.0	12735.9
天然气销售(亿)	1416.3	3754.9	5171.2	31.9	531.0	585.0	5257.1
炼油化工(亿)	808.5	819.8	1628.3	64.5	224.0	218.0	1686.9
成品油销售(亿)	268.4	91.4	359.9	131.9	52.0	269.0	708.8
内部抵消(亿)	-	-	-	-	-	-	-
公司整体测算(亿)	8675.5	11260.8	19936.3	276.4	2222.0	2398.0	20388.6

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
勘探开发(亿)	10580.1	3572.4	14152.5	48.1	1415.0	1326.0	14111.6
天然气销售(亿)	2878.6	2439.9	5318.5	31.9	531.0	585.0	5404.4
炼油化工(亿)	1631.0	615.6	2246.5	64.5	224.0	218.0	2305.1
成品油销售(亿)	431.7	88.3	519.9	131.9	52.0	269.0	868.9
内部抵消(亿)	-	-	-	-	-	-	-
公司整体测算(亿)	15521.4	6716.2	22237.5	276.4	2222.0	2398.0	22689.9

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★☆☆☆

信息层面：公司所处行业信息透明度一般，关键数据获取难度一般，跟踪难度一般；公司业务信息披露详细程度一般，公司与市场交流频率一般，交流充分度一般。业绩预测层面：公司业务周期性强，并且行业处于成熟到衰退的拐点，因此预测准确度较低。总体而言，公司估值确定性较低。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X<-50%	-50%≤X<-30%	-33%≤X<-20%	-20%≤X<25%	25%≤X<50%	50%≤X<100%	X≥100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1.历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2.历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3.历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4.股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5.资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6.研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7.研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。