



筑牢压舱石，激发新动能

——央企引领专题报告（化工篇）

化工分析师：孙思源、翟启迪



筑牢压舱石，激发新动能

——央国企引领专题报告（化工篇）

2024年11月19日

核心观点

- 政策深化改革，央国企估值有望重塑。**石化化工行业经济总量大、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。央国企在石化化工产业中占据主导地位，截至2024年11月18日，A股共计526家石化化工上市公司中包含133家央国企，合计市值为50172.07亿元，占石化化工行业上市公司总市值的60.35%。近年来，石化化工央国企相较于民营企业更具经营韧性、抗风险能力更强，但其估值相对偏低。在当前内外部不确定因素增多的背景下，随政策驱动央国企改革持续深化，石化化工央国企估值有望得到重塑。
- 并购潮渐行渐近，央国企或再度主导。**在政策、行业、资金三重加码下，预计我国化工行业存在较大的并购重组机遇。复盘上一轮化工行业并购重组潮（2013-2017年），央国企现金流充沛支撑其并购主体地位，且以横向、多元化并购重组为主，景气持续低迷的子行业并购频发。展望此轮潜在的化工并购重组潮，预计央国企仍处于主导地位，但纵向、多元化并购或引领新一轮浪潮，重点关注能源转型、产业链一体化等方向的并购机会。此外，主营产品景气长期处于低位的企业或存在优质资产注入的机会。
- 发展新质生产力，夯实供应链韧性与安全。**新质生产力有望激发我国石化化工行业高质量发展的全新动力和活力。结合各项政策文件及终端产业发展趋势，我们认为以下两点将成为我国石化化工行业新质生产力的重要发展路径：一是，传统石化化工行业以安全生产和产业转型升级为重点的大规模设备更新；二是，增强研发投入、加速攻关关键原材料，保障关键产业链供应链安全。石化化工央基于稳健且充足的现金流、完善的人才培养体系、丰富的产业布局以及深厚的研发实力等相对优势，有望在发展新质生产力过程中具备相对优势，看好石化化工央国企的引领、表率作用。
- 引领低碳化进程，推动产业绿色化。**化工是能源密集型行业，碳减排任重道远。目前我国石化央企正积极践行碳减排，加速能源转型，尤其在发展氢能、CCUS等领域表现突出。一方面，石化央企具有丰富的技术储备、能源运营经验且在部分企业在管道、终端站点的布局上具有得天独厚的优势；另一方面，氢能、CCUS等目前正处于产业发展前期，部分项目甚至处于亏损阶段，石化央企现金流充沛，具备充足的资金实力保持战略定力，推进氢能、CCUS等项目产业化，引领我国化工行业低碳化进程。
- 重视市值管理，驱动价值回归。**有效使用股份回购增持、股权激励等市值管理工具，对石化化工央国企在驱动业绩改善、估值修复等方面具有一定积极作用。同时，石化化工央国企近年来在政策引导下，在投资者关系管理、信息披露以及分红等方面的积极性也正逐步提升，市场对于优质石化化工央国企的投资信心随之逐步增强。我们认为，目前相较于民营企业，石化化工央国企估值仍有一定向上修复空间，中长期来看，善用市值管理工具，将进一步引领石化化工央国企提质增效、价值回归。

化工行业

推荐 维持评级

分析师

孙思源

✉: sunsiyuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070004

翟启迪

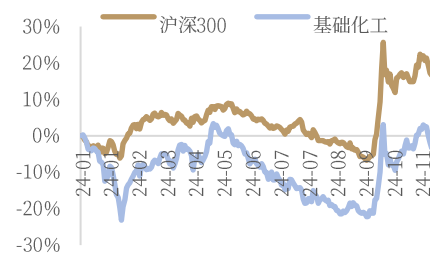
☎: 010-8092-7677

✉: zhaiqidi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060004

相对沪深300表现图

2024-11-18



资料来源: 中国银河证券研究院

风险提示

1. 原材料价格大幅上涨的风险；
2. 下游需求不及预期的风险；
3. 项目达产不及预期的风险；
4. 国际贸易加剧的风险等。

目录

Catalog

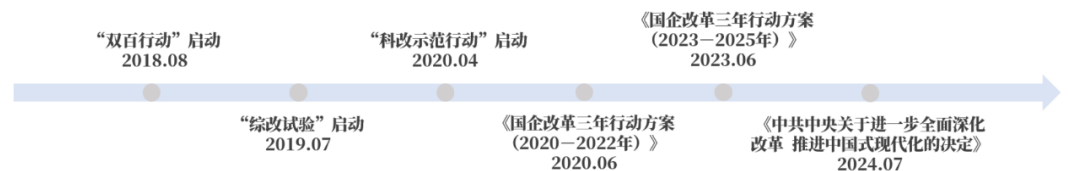
一、 政策深化改革，央国企估值有望重塑	4
(一) 政策深化央国企改革，全力推进中国式现代化	4
(二) 石化化工央国企比重高、估值低，价值有望重塑	4
二、 并购潮渐行渐近，央国企或再度主导	7
(一) 政策+行业+资金，化工行业存并购机遇	7
(二) 复盘：央国企占主导地位，横向、多元化并购居多	9
(三) 展望：央国企或仍为主体，纵向、多元化并购引领	11
三、 发展新质生产力，夯实供应链韧性与安全	13
(一) 把握新质生产力发展机遇，助力石化化工产业由大转强	13
(二) 推进老旧设备更新，石化化工提质“焕新”正当时	15
(三) 加速攻关关键化工新材料，提升有效供给	17
四、 引领低碳化进程，推动产业绿色化	19
(一) 化工碳减排任重道远，政策加码积极推进	19
(二) 积极布局氢能领域，助力能源转型之旅	21
(三) 引领 CCUS 产业化，构建现代能源体系	23
五、 重视市值管理，驱动价值回归	26
(一) 政策强调市值管理，央国企价值有望回归	26
(二) 践行市值管理，推动高质量发展	27
六、 投资建议	31
七、 风险提示	31

一、政策深化改革，央企估值有望重塑

(一) 政策深化央企改革，全力推进中国式现代化

政策深化改革，推动央企做强做优做大。 央企大多分布在国家安全国民经济命脉的重要行业和关键领域，是中国特色社会主义的重要物质基础和政治基础，是实现国家战略意图、应对外部环境变化和重大风险挑战的关键变量。但在当前新一轮科技革命和产业变革与大国博弈相互交织的背景下，我国发展不平衡、不充分问题仍然突出，仍需不断深化央企改革，充分发挥央企科技创新、产业控制、安全支撑作用，加大关键核心技术攻关，强化基础设施建设，保障能源资源供给，以自身高质量发展引领和支撑现代化产业体系建设，并应对外部环境的不确定性。近年来，双百行动、区域性综改试验、科改示范行动等系列央企改革专项工程以及国企改革三年行动等不断实施深化。2024年7月，党的二十届三中全会审议通过的《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》把深化央企改革纳入全面深化改革的战略全局，并明确了未来央企深化改革的方位和工作重点。在《决定》等系列政策文件及专项工程的持续引导下，央企将进一步做强做优做大，增强核心功能，提升核心竞争力。

图1：深化央企改革系列专项工程及政策文件出台时间梳理

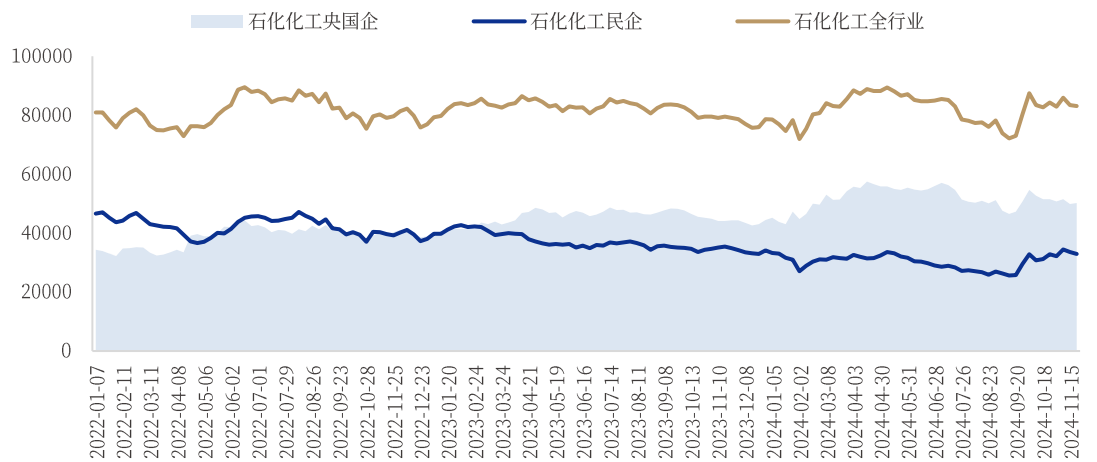


资料来源：政府网站，中国银河证券研究院

(二) 石化化工央企比重高、估值低，价值有望重塑

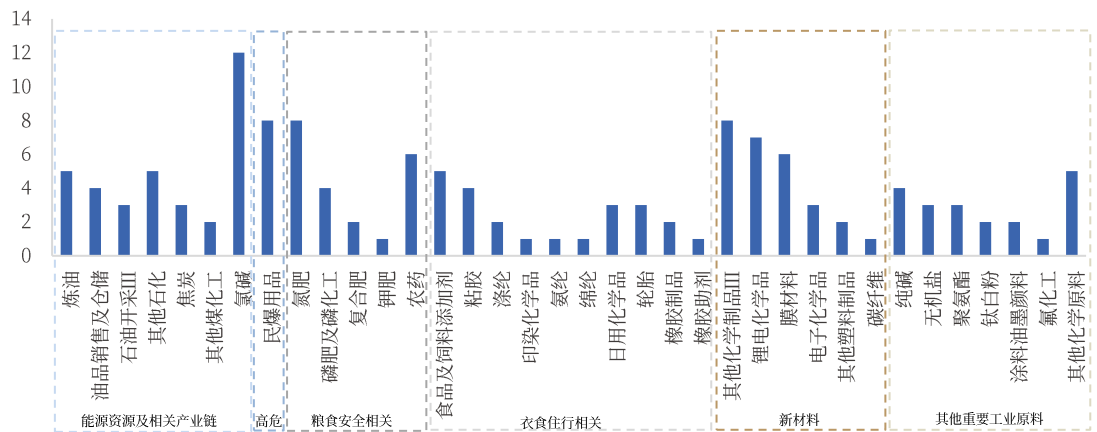
石化化工行业是国民经济支柱产业，央企占据主导地位。 石化化工行业经济总量大、产业链条长、产品种类多、关联覆盖广，关乎产业链供应链安全稳定、绿色低碳发展、民生福祉改善。央企在石化化工产业中占据主导地位。从上市公司来看，市值方面，截至2024年11月18日，A股共计526家石化化工上市公司（本文中统计范围包括CS基础化工、CS石油开采II、CS石油化工、CS煤炭化工板块），总市值为83129.63亿元；其中包含133家上市石化化工央企，占比为25.29%；合计市值为50172.07亿元，占比为60.35%。细分领域方面，石化化工央企主要分布在煤炭、油气等能源资源相关产业链，民爆用品等具有一定准入门槛的高危化工品，农药、化肥等事关粮食安全的农用化学品，技术壁垒相对较高的新材料，以及资本投入成本较高的重要工业原料等领域。

图2：石化化工央企与民企市值对比（亿元）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

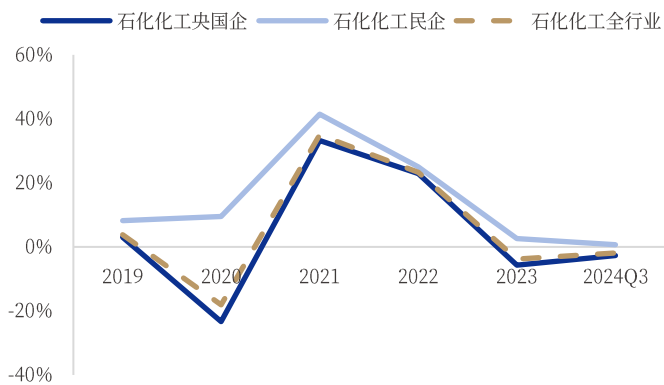
图3：上市石化化工央企 CS 三级行业分布



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

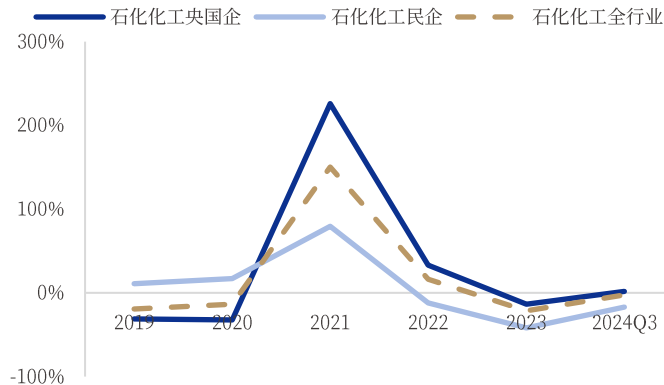
石化化工央企经营韧性逐步增强，盈利能力优于民营企业。 营收方面，石化化工民营企业增速整体高于石化化工央企，但近年来二者增速差值已显著收窄。2024 年前三季度，A 股石化化工民营企业、石化化工央企营收分别同比变化 0.69%、-2.67%，增速差值为 3.36 个百分点，较 2020 年高点收窄 29.48 个百分点。归母净利润方面，石化化工央企增速于 2020 年起超过石化化工民营企业，并持续高于民营企业。盈利能力方面，2024 年前三季度，A 股石化化工民营企业、石化化工央企归母净利润分别同比变化-16.91%、1.60%，石化化工央企增速较民营企业高 18.51 个百分点。近年在下游需求疲软、上游原材料价格大幅波动的情况下，石化化工央企表现较民营企业更具韧性。2021 年以来，石化化工民营企业销售毛利率和销售净利率显著回落，石化化工央企则波动幅度相对更小，且随央企不断强化费用管控、降本增效，盈利能力整体呈现波动上行态势。2024 年前三季度，石化化工民营企业、石化化工央企的销售毛利率分别为 14.70%、19.72%，分别同比变化-0.63、0.28 个百分点；销售净利率分别为 4.18%、6.03%，分别同比变化-0.82、0.21 个百分点。

图4: 石化化工央企国企与民企营收增速对比



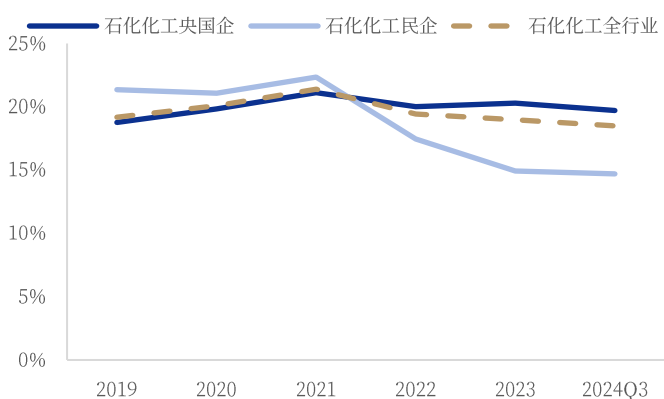
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图5: 石化化工央企国企与民企归母净利润增速对比



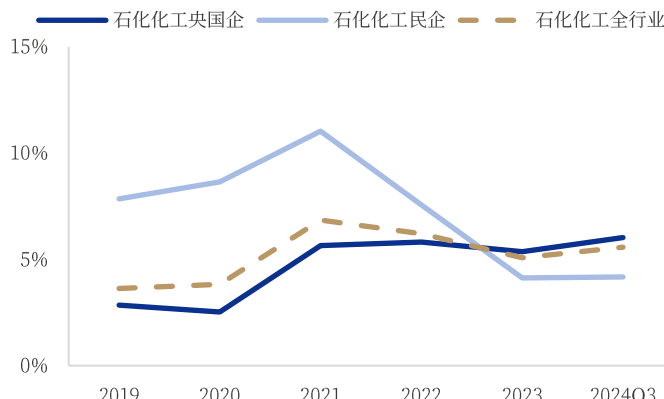
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图6: 石化化工央企国企与民企销售毛利率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

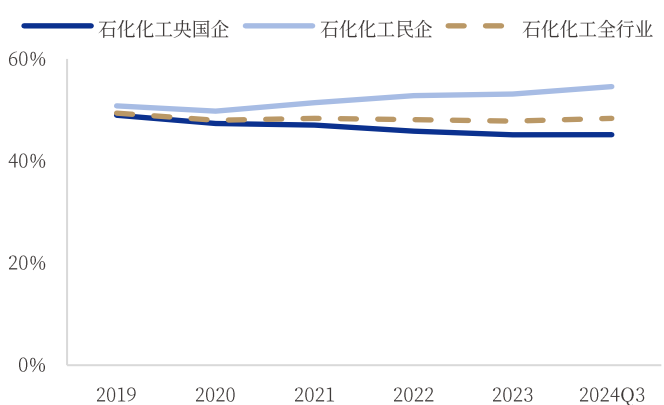
图7: 石化化工央企国企与民企销售净利率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

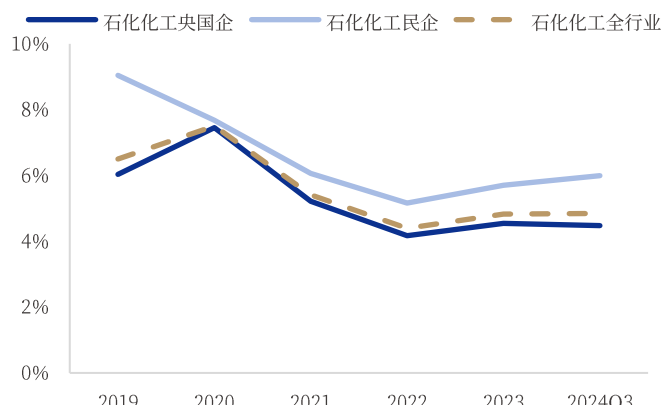
石化化工央企国企资本结构、成本管控能力优于民营企业。近年来,石化化工央企国企不断优化资本结构布局、有序清退低效无效资产,资本负债率水平持续改善,现石化化工央企国企资产负债率水平显著优于民营企业。截至2024年三季度末,A股石化化工民营企业、央企国企资产负债率分别为54.58%、45.18%。同时,近年来石化化工央企国企的控本降费成效显著,三费率降幅大于石化化工民营企业。2024年前三季度,A股石化化工民营企业、央企国企三费率分别为5.99%、4.48%。

图8: 石化化工央企国企与民企资产负债率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

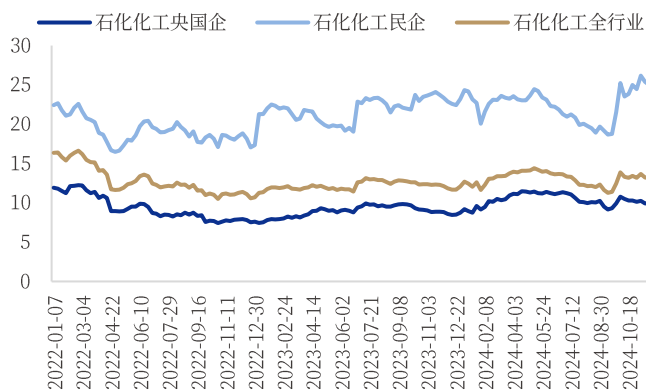
图9: 石化化工央企国企与民企三费率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

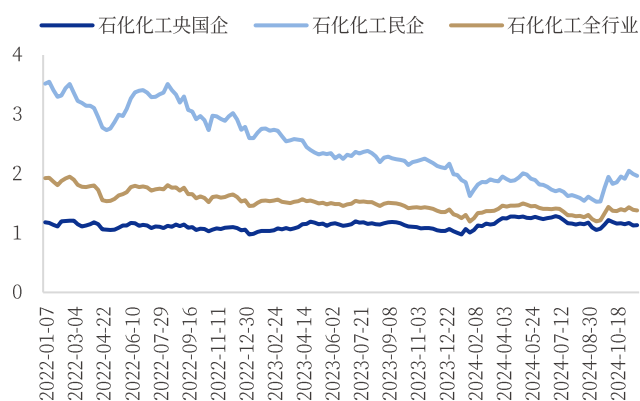
石化化工央企估值水平相对偏低。从估值水平及波动程度来看，石化化工民企 > 石化化工全行业 > 石化化工央企。市盈率方面，截至 2024 年 11 月 18 日，石化化工央企、石化化工民企、石化化工全行业市盈率（TTM，剔除负值）分别为 9.94、25.01、13.16 倍。市净率方面，截至 2024 年 11 月 18 日，石化化工央企、石化化工民企、石化化工全行业市净率（MRQ，剔除负值）分别为 1.13、1.96、1.38 倍。

图10: 石化化工央企与民企市盈率（TTM，剔除负值）对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图11: 石化化工央企与民企市净率（MRQ，剔除负值）对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

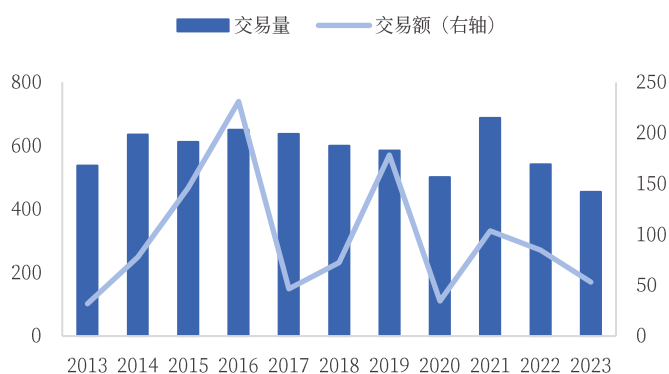
随央企改革深化，石化化工央企估值有望重塑。我们认为，石化化工央企相较于民营企业更具经营韧性、抗风险能力更强，而其估值水平相对偏低。在当前内外部不确定因素增多的背景下，随央企改革持续深化，石化化工央企估值有望得到重塑，我们看好以下四条主线相关石化化工央企的中长期配置价值：一是，并购潮渐行渐进，央企或再度主导；二是，引领发展新质生产力，提升供应链韧性与安全；三是，践行绿色低碳理念，助力实现“双碳”目标；四是，重视市值管理，驱动价值回归。

二、并购潮渐行渐近，央企或再度主导

（一）政策+行业+资金，化工行业存并购机遇

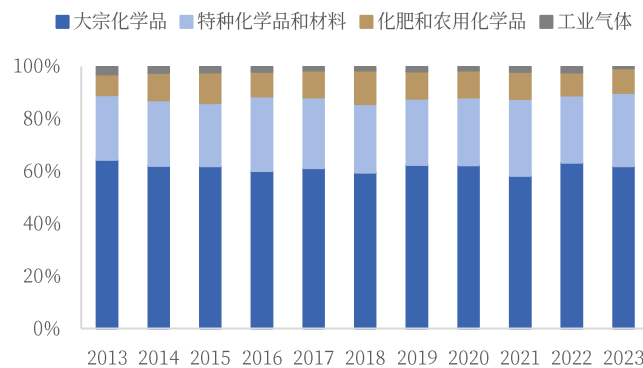
2023 年全球化工并购热度有所下降，大宗化学品仍为交易主体。近些年，受全球经济增速放缓、美联储加息等多重不利因素影响，全球化工市场并购活动热度有所下降。从并购规模来看，据《2024 年全球化工行业并购展望》（德勤）显示，2023 年全球化工行业并购交易量、交易额分别为 455 笔、530 亿美元，同比分别下降 16%、37%。从子行业分布情况来看，近些年大宗化学品领域并购量居前。2023 年大宗化学品、特种化学品和材料、化肥和农用化学品、工业气体在全球化工行业并购交易量中占比分别为 62%、28%、9%、1%。就国内市场而言，2023 年我国化工行业宣布达成 43 笔并购交易，同比下降 20%。其中，67%的并购目标集中在大宗化学品领域，特种化学品和材料及农用化肥的占比分别为 21%和 10%。在大宗化学品领域，新型建筑材料和汽车行业仍然是最主要的投资终端市场。

图12: 全球化工行业并购交易量（笔）及交易额（十亿美元）



资料来源: 《2024年全球化工行业并购展望》(德勤), 中国银河证券研究院

图13: 全球化工并购量细分行业分布占比



资料来源: 《2024年全球化工行业并购展望》(德勤), 中国银河证券研究院

2024年政策密集发布, 国内并购市场活跃度有望提升。并购重组是支持经济转型升级、实现高质量发展的重要市场工具。2024年以来, 国务院、证监会发布多项政策, 支持企业加大并购重组改革力度。9月24日证监会发布的《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》进一步明晰了政策端对于并购重组的支持方向。一是, 支持上市公司向新质生产力方向转型升级。二是, 鼓励上市公司加强产业整合。我们认为, 就化工行业而言, 一是, 部分国有化工企业承担能源转型、产品高端化发展重任, 未来有望在新能源、新材料等并购项目中有所作为; 二是, 传统周期龙头具有丰富的资源整合能力, 未来产业链一体化领域的并购活动有望增多。

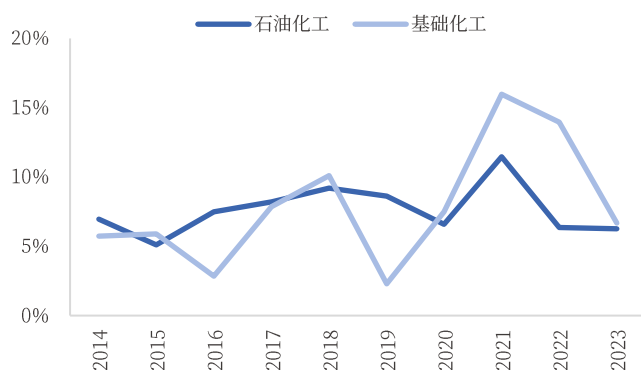
表1: 2024年以来并购重组相关政策

时间	相关部门	文件名称	相关内容
2024/4/12	国务院	《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	加大并购重组改革力度, 多措并举活跃并购重组市场。
2024/4/19	证监会	《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》	优先支持突破关键核心技术的科技型企业上市融资、并购重组、债券发行, 健全全链条“绿色通道”机制。
2024/6/19	证监会	《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》	更大力度支持并购重组。支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合, 提升产业协同效应。
2024/9/24	证监会	《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》	积极支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组。资本市场在支持新兴行业发展的同时, 将继续助力传统行业通过重组合理提升产业集中度, 提升资源配置效率。

资料来源: 政府网站, 中国银河证券研究院

景气处周期底部区域, 基础化工估值低于历史均值。盈利能力方面, 近些年, 随着国内化工品产能逐步投放, 化工行业供给逐步提升, 但受需求增速放缓, 化工行业面临一定的过剩压力, 行业盈利能力有所下降。2023年石油化工、基础化工行业ROE分别为6.3%、6.7%, 分别处于历史中等偏低水平。估值方面, 截至11月18日, 石油化工和基础化工PE(TTM)分别为17.5x、23.3x, 较2014年以来的历史均值15.7x、28.5x溢价水平分别为11.6%、-18.4%。当前时点基础化工行业估值处在2014年以来偏低水平, 具备中长期投资价值。整体来看, 我们认为当前化工行业景气处周期底部区域, 近期国务院等多部门陆续发布一揽子经济刺激政策, 随着政策效果逐步体现, 化工行业终端消费有望改善, 行业盈利能力有望逐步企稳; 同时基础化工板块估值偏低, 对并购资金具备一定的吸引力。

图14: 2014-2023 年石油化工和基础化工净资产收益率 (ROE)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

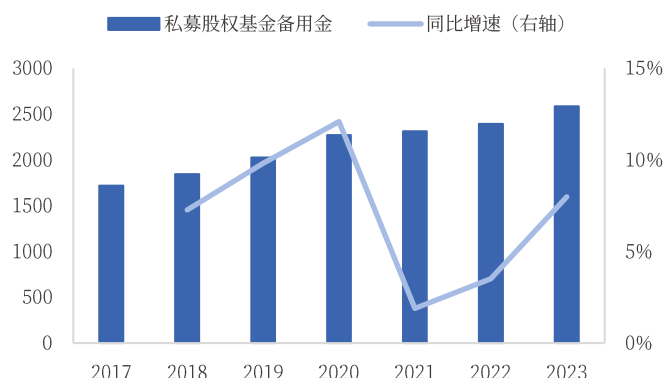
图15: 2014 年至今基础化工估值相较历史均值变化



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

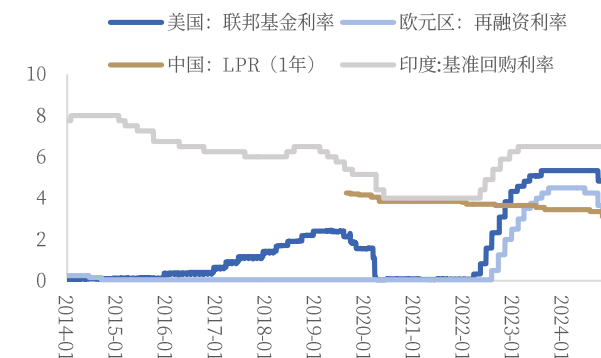
战略和私募股权投资兴趣有望提升。据科尔尼数据显示,一方面,2023 年私募股权基金备用金数量为 25860 亿美元,处于历史高位水平,且目前化工行业估值偏低,私募股权投资者正处于有利地位;另一方面,在战略投资者中,国家石油公司 (NOCs) 近些年交易更为活跃,2023 年 NOCs 的交易价值占所有并购交易的 20%,2022 年仅略高于 12%,预计 2024 年 NOCs 在并购领域将保持市场份额。从全球主要经济体利率走势来看,尽管美联储、欧元区正处于降息通道中,但目前利率仍处于历史较高水平,在成本削减的协同效应以及更好应对战略资产获取上,高利率环境下或继续推动战略性并购投资。

图16: 私募股权基金备用金 (十亿美元) 及同比增速



资料来源: 科尔尼管理咨询, 中国银河证券研究院

图17: 全球主要经济体利率走势 (%)



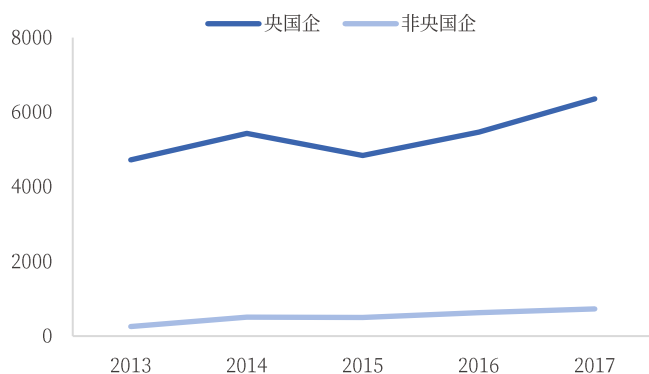
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(二) 复盘: 央国企占主导地位, 横向、多元化并购居多

从长周期来看,上一轮化工行业并购重组浪潮发生在 2013-2017 年。背后或与一级市场 IPO 政策导向以及化工行业自身盈利情况有关。一方面,2023 年 2 月 17 日之前我国新股发行以核准制为主,出于对二级市场影响考虑、新股发行制度改革等诸多原因考虑,历史上我国 IPO 曾经历过数次暂停和重启。2012 年 10 月至 2014 年 1 月,我国 A 股市场 IPO 暂停。在一级市场股权投资退出渠道受影响时,并购重组成为资本退出的重要替代方式,一定程度上激发了行业并购重组浪潮。另一方面,2013 年我国实际 GDP 增速再度跌破 8%,随终端需求增速放缓,叠加国内化工品产能大幅增长,化工行业面临较大的过剩压力。在行业盈利能力承压的背景下,依靠固定资产投资带动规模扩张的方式难以为继,并购重组成为行业估值提升的重要途径之一。

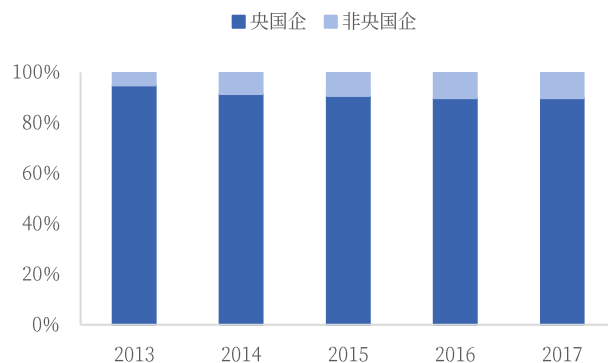
央国企现金流充沛，并购动作较为频繁。从 2013-2017 年经营活动产生的现金流量净额均值来看，化工上市公司中央国企、非央国企分别为 5365、524 亿元，占比分别为 91.1%、8.9%。化工行业央国企上市公司数量占比低，但经营性现金流净额占比高。在经济增速放缓的背景下，充足的经营性现金流不仅有利于企业平稳运转，且可以为并购重组提供充足的资金支持。从并购情况来看，在 2013-2017 年化工上市公司并购重组浪潮中，央国企、非央国企分别完成并购重组 50、89 件，非央国企并购数量居前或与其上市公司数量基数较大有关。从占比情况来看，央国企中并购重组动作更为频繁。2013-2017 年央国企、非央国企并购重组完成量占其样本总量的比例区间分别为 5.3%-9.0%、1.8%-6.9%。

图18: 2013-2017 年我国化工上市公司经营现金流净额 (亿元)



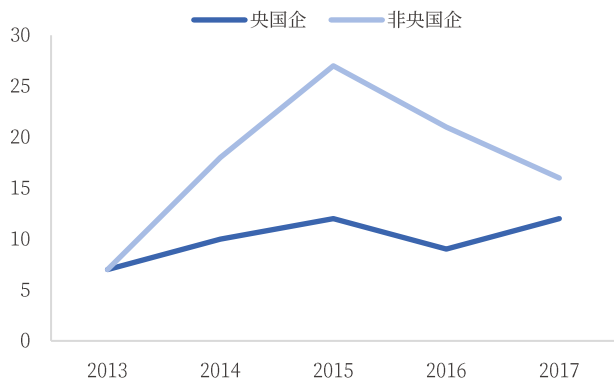
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图19: 2013-2017 年我国化工上市公司经营现金流净额结构



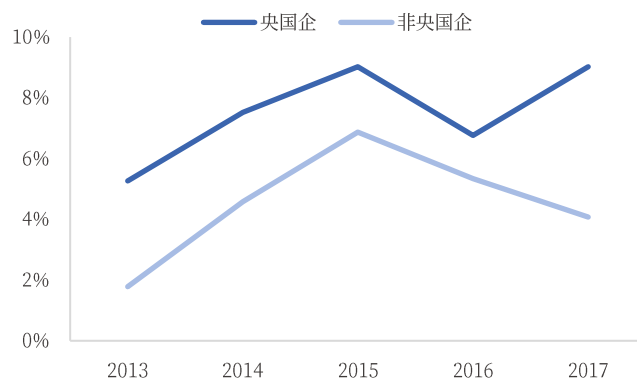
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图20: 2013-2017 年化工上市公司并购重组数量 (件)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

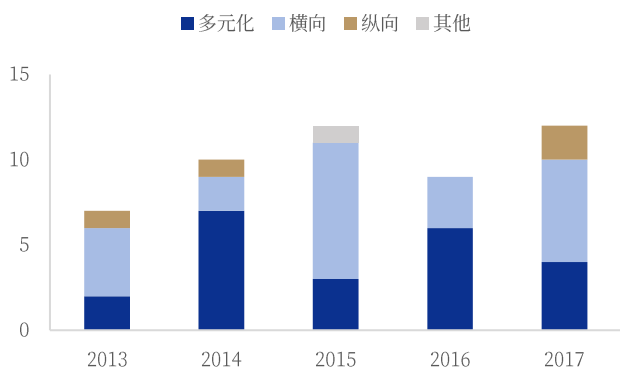
图21: 2013-2017 年化工上市公司涉及并购重组事件比例



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

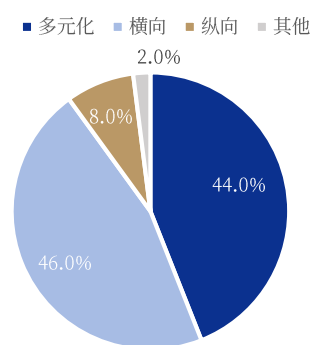
横向、多元化并购占主导地位。按并购重组双方产业特征划分，重组方向可分为横向、纵向、多元化等。其中，横向是指同一产业的两个或多个生产和销售同类产品或生产工艺相近的，具有竞争关系的企业之间所进行的并购重组；纵向是对生产工艺或经营方式上有前后关联的企业进行的并购重组；多元化是指不相关行业的企业之间的并购重组。2013-2017 年化工行业央国企上市公司合计完成 50 件并购重组，其中横向、多元化并购重组分别为 23、22 件，占比分别为 46.0%、44.0%。我们认为，横向并购重组居多或与行业周期底部阶段市场竞争加剧等因素有关，头部企业借助横向并购重组扩大规模，抢占市场份额；同时部分公司为寻求新发展动能，开启多元化并购重组。

图22: 2013-2017年化工行业央企上市公司重组方向情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

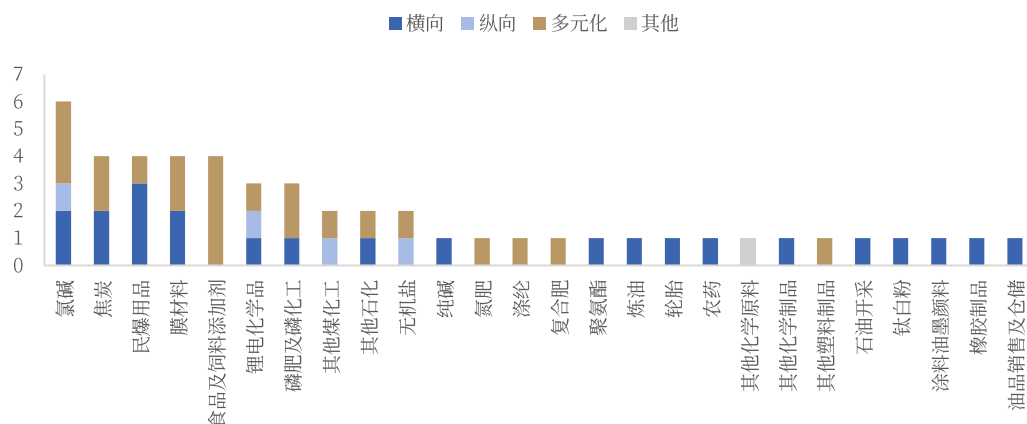
图23: 2013-2017年化工行业央企上市公司重组方向占比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

景气持续低迷的子行业并购频发。2013-2017年化工行业央企上市公司并购重组较多的子行业有氯碱、焦炭、民爆用品、膜材料、食品及饲料添加剂等。其中，氯碱、食品及饲料添加剂行业以多元化并购重组为主；民爆用品行业以横向并购重组为主；焦炭、膜材料行业横向、多元化并购重组基本相当。回顾上一轮化工并购潮，氯碱、焦炭、民爆用品等行业景气低迷，企业经营压力大。因此，盈利能力长期承压的子行业成为并购重组集中地概率较大。

图24: 2013-2017年我国化工央企并购重组情况（基于细分子行业视角）



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

（三）展望：央企或仍为主体，纵向、多元化并购引领

央企仍有望引领此轮化工并购潮。一方面，近期国务院国资委持续推进国有企业改革深化提升行动。并强调，国有企业要加大战略性重组、专业化整合和前瞻性布局力度。另一方面，国务院国资委正进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。多重政策共同指引下，越来越多的央企通过资产重组、兼并收购，引进战略投资者等方式进行市值管理。2023年以来，云天化、万华化学、江南化工、湖北宜化等化工央企上市公司参与了多起资产收购。结合上一轮化工行业并购浪潮以及近期政策指引，我们认为央企充足的经营性现金流仍将支撑其作为并购主体的地位。

表2：2023年以来化工央企上市公司主要资产收购情况

公告时间	公司	交易方/交易标的	相关内容	交易目的
2023/3/15	云天化	浙江友山	拟收购友天新能 49%股权。	进一步发挥公司磷酸铁产能，完善新能源产业链。
2023/3/15	云天化	青海云天化	拟收购青海云天化 98.5067%股权。	拓展公司在西北区域化肥市场规模，解决与云天化集团之间的同业竞争。
2023/4/29	万华化学	烟台巨力	收购烟台巨力 47.81%股权。	实现公司 TDI 业务在西北地区布局。
2023/6/3	神马股份	神马普利	拟收购神马普利 49.26%股权，实现控股。	解决已有尼龙 6 产业链下游项目原料来源，发挥产业链协同优势。
2023/9/8	中国石油	普天新能源	收购普天新能源 100%的股权。	有利于加油站进一步完善新能源网络、打造“充电+”产业生态。
2023/12/28	江南化工	朝阳红山	拟收购朝阳红山 70%股权，朝阳红山将成为公司控股子公司。	提升公司资产及炸药许可产能规模。
2024/1/23	巨化股份	飞源化工	取得飞源化工 51%股权。	助力产业链协同互补。
2024/4/8	湖北宣化	宣化肥业	回购宣化肥业 32.43%股权，宣化肥业成为公司全资子公司。	宣化肥业化解短期流动性风险已解除，新动能纾困专项合伙按约定退出。
2024/4/24	万华化学	安纳达	万华电池受让铜化集团持有的安纳达 15.20%股权。	安纳达钛白粉与万华化学现有业务存在互补及协同效应。增强在磷酸铁锂产业的核心竞争力。
2024/4/25	万华化学	六国化工	万华电池受让铜化集团持有的六国化工 5% 股权。	增强在磷酸铁锂产业的核心竞争力。
2024/4/27	兴发集团	谷城兴发	公司全资子公司拟收购谷城兴发 100% 股权。	夯实公司有机硅产业原材料保障，完善有机硅产业链条。
2024/6/8	兴化股份	凯越煤化	公司拟购买榆煤化全资子公司凯越煤化 51%的股权。	布局合成气制乙醇产业，避免同业竞争。
2024/6/25	神马股份	工程塑料	公司控股子公司尼龙化工拟收购公司持有的工程塑料 100%股权。	为精简管理单位，提高运营效率，同时消除“厂中厂”现象。
2024/8/27	中国石油	中油电能	公司全资附属公司大庆油田拟收购中油电能 100%权益。	实现新能源业务与售电业务融合一体化发展优势。
2024/8/31	湖北宣化	宜昌新发投	公司拟向宣化集团购买宜昌新发投 100% 股权，取得新疆宣化控制权。	解决集团与公司之间的同业竞争问题，进一步提升公司的资产质量和盈利能力。
2024/10/29	江南化工	红旗民爆	公司拟收购红旗民爆 35.9721%股份，获得控股权。	市场整合和区域统筹管理。

资料来源：云天化、万华化学等公司公告，中国银河证券研究院

纵向、多元化并购重组或主导新一轮浪潮。较上一轮并购重组浪潮不同，本轮资产收购方向主要呈现以下新的特点。一是，以完善产业链一体化为目的的收购增多；二是，增强在新能源等领域布局。一方面，经过多年的产能扩张，多数化工品，尤其是大宗类产品面临一定的过剩压力，在需求暂未出现强劲驱动下，以规模扩张为主的横向并购或难以本质改善企业盈利问题。完善产业链一体化，不仅有利于提升公司产品成本竞争力，且有利于抵御周期性波动，预计未来化工行业纵向并购重组有望增多。另一方面，在能源转型的背景下，近些年新能源发展势头迅猛，部分传统能源企业正借助并购布局新能源领域。此外，受产品结构升级影响，未来新材料仍有较大的发展空间，尤其是“卡脖子”产品，部分企业或借助并购购入局新材料领域。因此，预计未来多元化并购重组仍有一席之地。

关注能源转型及一体化等并购重组机会。结合近期化工行业央企资产收购事件，以及细分子

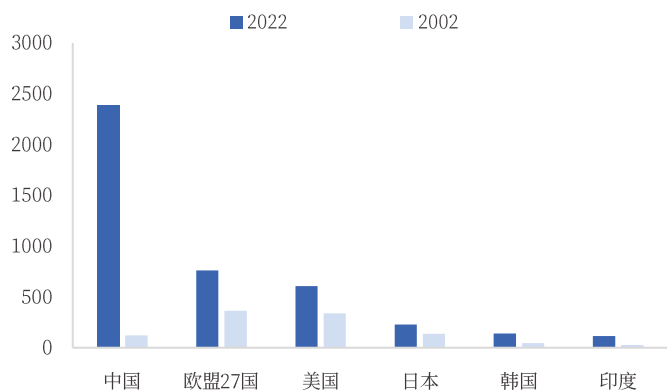
行业运行动态，我们认为未来并购机会或主要存在于以下几方面。一是，传统石化能源央企或加速能源转型，通过多元化并购重组推进在绿色新能源领域的布局。二是，完善产业链一体化布局，尤其是向上游资源端布局，如磷矿、锂矿、煤矿等。三是，部分子行业景气长期处于低位，关注优质资产注入机会，如氨纶、粘胶、氯碱等。

三、发展新质生产力，夯实供应链韧性与安全

（一）把握新质生产力发展机遇，助力石化化工产业由大转强

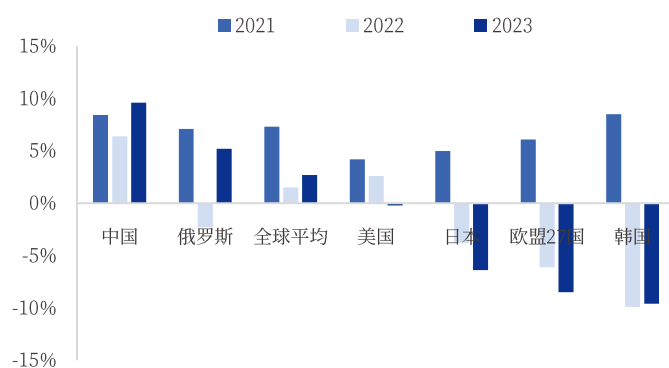
全球大浪淘沙，我国石化化工大国地位日益巩固。过去二十余年间，我国石化化工产业平稳发展，现阶段我国已稳居世界第二石化大国和第一化工大国。产业规模方面，2022年我国大陆地区化工品销售额为23900亿欧元，以绝对优势位列全球首位，约占全球化工品总销售额的44.0%，2002-2022年CAGR高达16.0%。产量方面，近年来，受全球经济下行压力加剧、能源危机升级、环保压力加大等因素影响，全球化工品需求增速放缓。面对日益加剧的行业竞争、相对高昂的生产成本以及老旧的装置设备，多家海外大型化工企业陆续关停了位于欧美地区业绩承压的工厂。2021-2023年美国、欧盟、日本、韩国等国家/地区化工品产量普遍出现增速放缓或负增长。相比之下，我国化工品产量增速仍具备较强韧性，2023年我国化工品产量同比增长9.6%，较2022年提高3.2个百分点，较全球平均增速高6.9个百分点。

图25：2002、2022年全球主要国家/地区化工行业销售额（十亿欧元）



资料来源：CEFIC，中国银河证券研究院

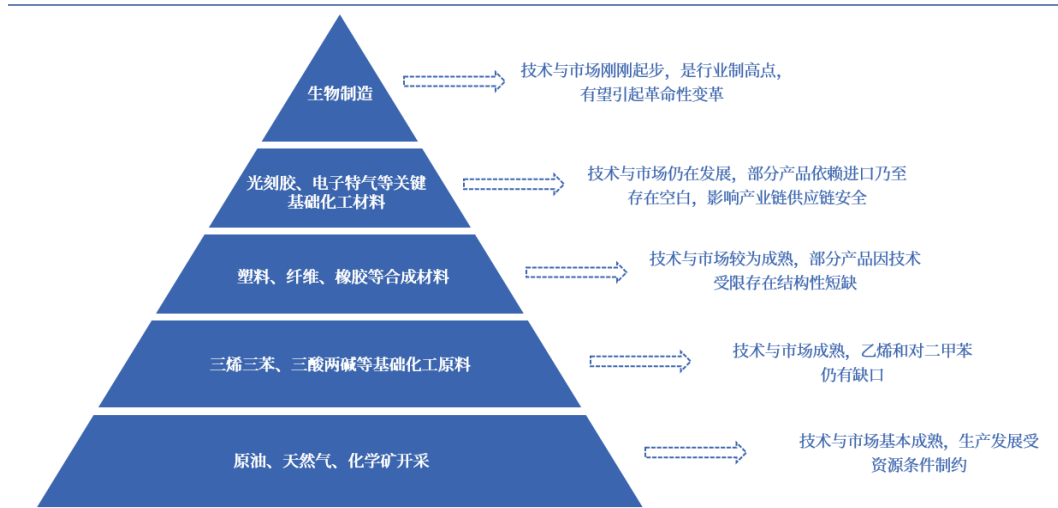
图26：近年全球主要国家/地区化工品产量增速



资料来源：CEFIC，中国银河证券研究院

我国石化化工行业大而不强，产品结构性矛盾亟待解决。虽然我国石化化工行业现已在产业规模和产品多样化等方面具有一定优势，但基础化学品供给过量、高性能材料和高端专用化学品供给不足的结构矛盾一直存在，并与自主创新能力不强并列制约我国由石化大国迈向石化强国的瓶颈和短板。具体来看，我国石油天然气、化学矿开采业技术基本成熟，发展主要受资源条件制约；基础化工原料的生产技术也基本成熟，仅烯烃（主要乙烯）和芳烃（主要对二甲苯）存在供应不足，需要进口。三大合成材料技术和市场同样较为成熟，但存在结构性产能过剩的局面，部分高性能材料依赖进口。新能源材料、化工新材料、精细化学品等关键基础化工材料部分产品存在空白，相当比重产品依赖进口。作为国民经济基础性产业，面对新一轮科技变革和产业革命及其激发的对上游高端原材料的增量需求，我国石化化工行业亟需化解低端过剩、高端短缺的供给结构性矛盾。

图27: 我国石化化工行业结构特征



资料来源: 《新材料机遇助推化工产业转型升级》(陈晨), 中国银河证券研究院

新质生产力有望为石化化工行业高质量发展提供动力和活力。新质生产力是创新起主导作用, 摆脱传统经济增长方式、生产力发展路径, 符合新发展理念的先生产力质态。新质生产力由技术革命性突破、生产要素创新性配置、产业深度转型升级催生。于石化化工行业而言, 发展新质生产力将是一次全新的供给侧结构性改革, 把握新质生产力发展机遇, 将有助于我国石化化工行业补齐“短板”, 推进产业结构升级和产品结构优化, 实现从“粗放式规模扩大”到“集约式质量提升”的发展, 加速完成我国石化化工行业由大到强的转变, 进而保障我国关键产业链供应链安全, 同时巩固我国石化化工行业的国际竞争力和影响力。

多项政策发力, 为石化化工行业发展新质生产力指明方向。近年来, 工信部、发改委、科技部等有关部门在《“十四五”原材料工业发展规划》、《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》、《石化化工行业稳增长工作方案》、《推动工业领域设备更新实施方案》、《精细化工产业创新发展实施方案(2024-2027年)》等多项政策文件中提到鼓励发展新质生产力相关内容。在政策端的有效引导下, 新质生产力有望激发我国石化化工行业高质量发展的全新动力和活力。结合各项政策文件内容及终端产业发展趋势, 我们认为以下两点将成为我国石化化工行业新质生产力的重要发展路径: 一是, 传统石化化工行业以安全生产和产业转型升级为重点的大规模设备更新; 二是, 增强研发投入、加速攻关关键原材料, 保障关键产业链供应链安全。

表3: 近年石化化工行业鼓励发展新质生产力的相关政策文件

时间	相关部门	文件名称	相关内容
2021.12	工信部、科技部、自然资源部	《“十四五”原材料工业发展规划》	坚持材料先行和需求牵引并重, 聚焦国防建设、民生短板和制造强国建设重大需求, 滚动制定关键材料产品目录, 制定发布技术路线图。实施关键短板材料攻关行动、前沿材料前瞻布局行动、材料基因工程计划、关键材料应用推广行动。
2022.03	工信部、发改委等六部门	《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	完善创新机制, 形成“三位一体”协同创新体系; 攻克核心技术, 增强创新发展动力; 实施“三品”行动, 提升化工产品供给质量。加快改造提升, 提高行业竞争能力。加快新技术新模式协同创新应用, 打造特色平台。推进示范引领, 强化工业互联网赋能。
2023.08	工信部、发改委等七部门	《石化化工行业稳增长工作方案》	实施产业链强基行动, 聚焦航空航天、电子信息、新能源、节能环保、氢能以及医疗健康等重点产业链需求, 支持催化剂、特种聚酯、膜材料等专用化学品、化工新材料及关键单体原料产业化, 推进生物医用材料创新任务“揭榜挂帅”, 提升高端产品供给能力。加大技术改造力度, 鼓励石化化工企业实施老旧装置综合技改、高危工艺改造和污染物不能稳定达标设施升级改造, 提升装置运行效率和高端化、绿色化、安全化水平。
2024.03	工信部、发改委等七部门	《推动工业领域设备更新实施方案》	以大规模设备更新为抓手, 实施制造业技术改造升级工程, 以数字化转型和绿色化升级为重点, 推动制造业高端化、智能化、绿色化发展, 为发展新质生产力, 提高国民经济循环

			质量和水平提供有力支撑。在石化化工、医药、船舶、电子等重点行业，围绕设计验证、测试验证、工艺验证等中试验证和检验检测环节，更新一批先进设备，提升工程化和产业化能力。
2024.07	工信部、发改委、财政部等九部门	《精细化工产业创新发展实施方案（2024-2027年）》	大力发展精细化工作为产业延链补链强链、转型升级的主攻方向，坚持需求牵引和创新驱动，以增强高端产品供给能力培育发展新动能，聚焦做好重点产品、做精重点技术、做强重点企业、做优重点园区，打造高效绿色安全融合的精细化工产业体系，加快培育新质生产力，为推进新型工业化、建设制造强国提供坚实物质技术基础。

资料来源：政府网站，中国银河证券研究院

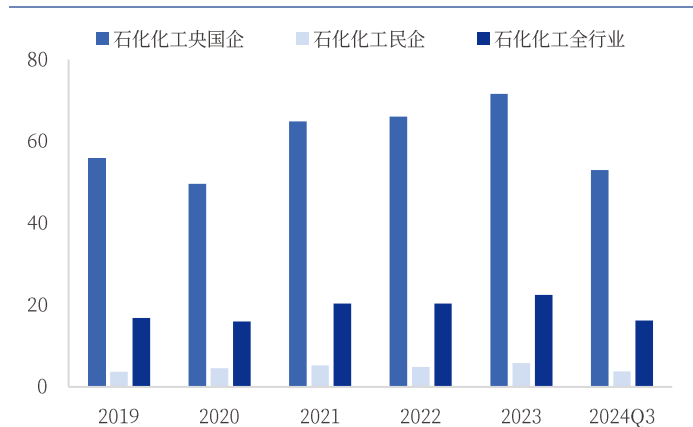
（二）推进老旧设备更新，石化化工提质“焕新”正当时

老旧石化化工装置设备难以满足新兴产业发展需求，且存在较高安全风险。一般而言，正常使用的化工设备寿命通常在 10 年或以上，部分设备可达到 20 年以上。我国石化化工行业与二十世纪八十年代前后步入快速发展期，迄今为止部分上世纪投入使用的装置设备运行周期已达 30-40 年。一方面，部分领域老化的设备技术含量较低，已经难以适应技术进步的要求，无法顺应我国推进工业结构升级、提高工业产品质量的发展趋势。另一方面，老旧装置设备的设计建造标准、设备制造水平以及自动化控制程度均偏低，经过长周期运行后存在较高安全隐患，易引发泄露、火灾和爆炸事故。过去十余年间，设备设施老化是我国导致较大以上化工和危险化学品事故的重要诱因之一。

政策引导下石化化工老旧装置更新改造势在必行。淘汰老旧、低效、高能耗设备，推进设备大规模更新，引导行业设备高端化、智能化发展，将有助于降低我国石化化工企业安全风险和生产成本，提升行业标准化水平、产品质量，以及行业生产效率和市场竞争力。2024 年 6 月，应急管理部等四部门联合印发《化工老旧装置淘汰退出和更新改造工作方案》，《方案》要求有关部门强化财政金融支持力度，优化相关项目审批流程和有关央企考核政策，激励引导化工企业主动实施老旧装置淘汰退出和更新改造；有关中央企业总部要积极履行央企责任，加强技术支撑和资金保障，支持做好老旧装置储罐淘汰退出和更新改造，确保各项任务保质保量完成。2024 年 9 月，工信部发布《工业重点行业领域设备更新和技术改造指南》，《指南》要求以炼化、煤化工、氯碱、纯碱、电石、磷肥、轮胎、精细化工等领域达到设计使用年限或实际投产运行超 20 年的主体老旧装置为重点，推动老旧装置绿色化、智能化、安全化改造，加快更新改造老旧、低效、高风险设备。

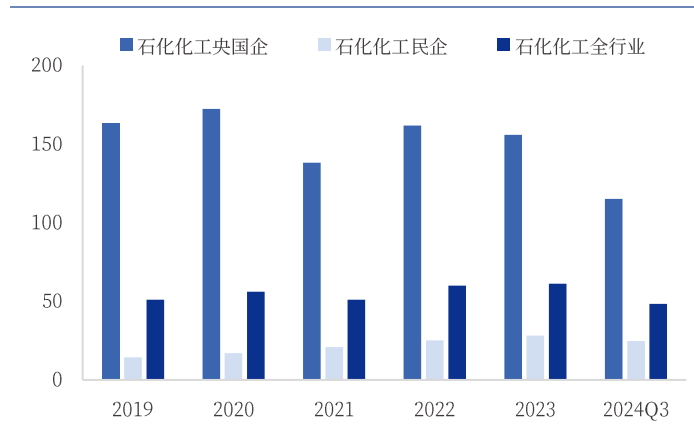
石化化工央国企是老旧设备更新的先行者和主力军。石化化工行业是典型的重资产行业，生产规模越大，则投资规模越大，同时先进工艺技术项目往往较传统工艺技术项目的投资规模更大、对人才培养要求更高。推进老旧设备更新，一是，项目资金投入大、回报周期长，企业需要具备稳定且充足的现金流；二是，老旧设备换新通常伴随着提升设备自动化控制水平，企业需要培养全新的人才队伍适应新的操作规程和自动化控制要求；三是，涉及老旧设备更新的大多是传统大宗化工品，其项目改造会牵涉产业结构和产业链布局。相较于民营企业，一方面，石化化工央国企的现金流为充足、更容易获取优质大额信贷以及政府补贴支持，因而石化化工央国企更具备持续开展大额资本开支的能力；另一方面，石化化工央国企在福利待遇及人才培养体系等方面更具优势，更容易引进高水平人才，进而能够更快引入或自主开发先进工艺技术；再者，中大型石化化工央国企通常产业布局更为完善、产品产能规模更大，部分老旧设备更新期间所导致的停工停产对其整体生产经营及产业链布局影响有限。综合以上，我们认为，在本轮老旧设备更新潮中，石化化工央国企将起到更为积极的推进作用，同时石化化工央国企也有望通过设备更新实现提质增效，进一步提升行业竞争力。

图28: 石化化工央企与民企经营性现金流净额均值对比 (亿元)



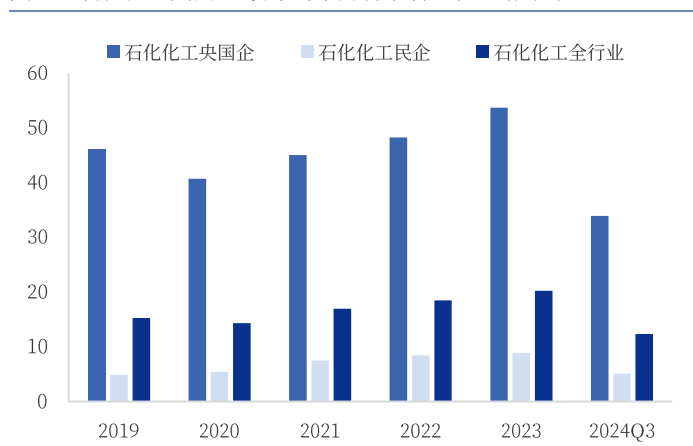
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图29: 石化化工央企与民企取得借款收到的现金均值对比 (亿元)



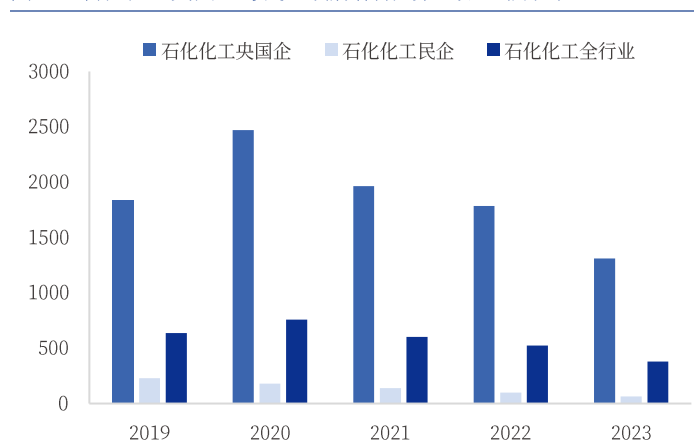
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图30: 石化化工央企与民企资本开支均值对比 (亿元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图31: 石化化工央企与民企政府补贴均值对比 (万元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

中国石化:中国石化全资子公司仪征化纤原有两套传统 PTA 生产线, 合计年产能 100 万吨/年。2024 年 4 月 11 日, 仪征化纤改 300 万吨/年 PTA 项目投产, 该项目是全球单体产能最大的 PTA 项目。该项目采用行业领先的短流程、智能化生产工艺技术, 能耗物耗、吨产品“三废”排放指标均达到行业领先水平, 单吨 PTA 生产成本可下降 200 元左右。随新项目投产, 仪征化纤已彻底关停原有两套 PTA 装置成功实现“零增地”降本增效、转型升级。同时该项目被列为中国石化重点工程和江苏省重大项目, 投资规模超过 50 亿元, 项目投产有助于整合江苏省炼化企业区域资源, 促进 PTA 产业链协同发展, 提升产业链整体竞争水平和韧性, 并有望带动下游千亿级新材料产业发展。

湖北宜化:近年来, 公司积极响应国家“长江大保护”政策, 落实沿江 1 公里化工企业“关改搬转”任务, 同时推动公司磷化工、氯碱、精细化工等产业升级, 先后启动“洁净煤加压气化多联产技改搬迁升级项目”、“20 万吨/年精制磷酸、65 万吨/年磷铵搬迁及配套装置升级改造项目”、“20 万吨/年烧碱搬迁节能改造项目”、“硫磺渣综合利用 8 万吨/年保险粉升级改造项目”、“年产 40 万吨磷铵、20 万吨硫基复合肥节能升级改造项目”、“年产 4 万吨季戊四醇升级改造项目”等。其中“洁净煤加压气化多联产技改搬迁升级项目”现已达到预定可使用状态, 该项目采用先进的水煤浆气化工工艺, 运行能耗达到行业领先水平, 进一步增强了公司的化肥产品盈利水平和市场竞争力。借助产能搬迁契机, 公司正逐步实现各产业在同一园区集聚, 并加速向绿色化、低碳化、循环化、智慧化转型升级。

老旧设备换新有助于龙头央企强化核心竞争力。结合上述案例，我们认为，未来石化化工行业老旧设备更新将主要由在各传统大宗化工品细分领域中具备一定资源优势和规模优势的龙头央企主导。同时，老旧设备更新也将带动央企积极推进补链强链延链，助力石化化工央企传统产业降本增效的同时，加速向产业链高附加值环节延伸、强化产业链一体化协同效应，进而在中长期内夯实央企在各细分赛道的龙头地位。

（三）加速攻关关键化工新材料，提升有效供给

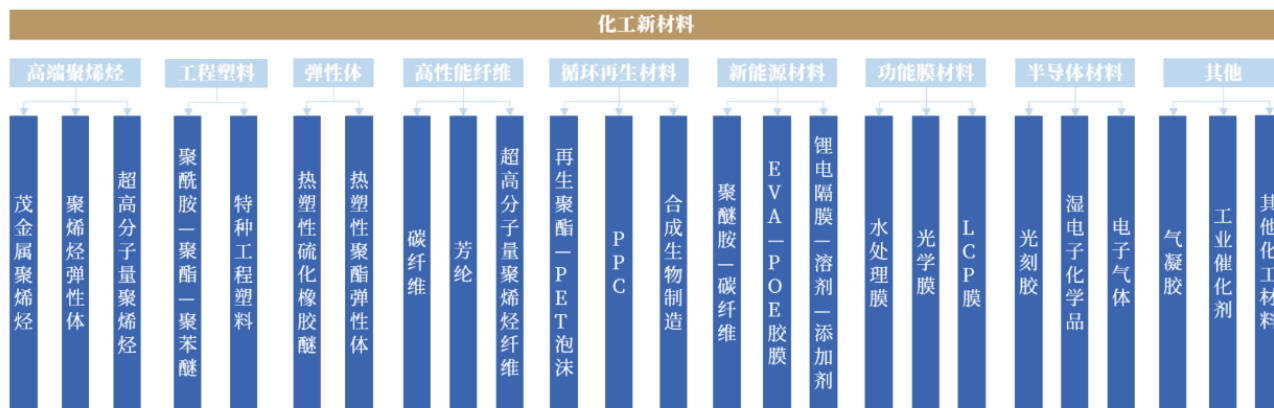
发展化工新材料是推进石化化工产业升级、战略性新兴产业发展关键要素。化工新材料具备传统基础化工品所不具备优异性能或特殊功能，普遍附加值高、技术壁垒高、功能性强。化工新材料品类众多、产品牌号复杂，具体可划分为高端聚烯烃、工程塑料、弹性体、高性能纤维、循环再生材料、新能源材料、功能膜材料、半导体材料等，终端广泛应用于航空航天、电子信息、生物医药、新能源、高端装备、建筑建材等诸多领域。化工新材料是现阶段石化化工行业中市场需求增长最快的细分领域之一，中长期来看，随着全球经济增长、高端制造业和战略性新兴产业可持续发展，一方面将带动化工新材料需求持续增加，另一方面也将驱动化工新材料持续更新换代，向价值链更高端的环节发展延伸。预计到2027年，全球化工新材料产值规模将达到4万亿元，产量将达到1.4亿吨，2022-2027年产值、产量CAGR分别为4.6%、5.3%；届时我国化工新材料产值将达到1.8万亿元，产量约4700万吨，2022-2027年产值及产量CAGR分别为6.5%、7.2%。

表4：基础化工品与化工新材料的发展逻辑对比

项目	基础化工品	化工新材料
产品特征	产量大，有固定牌号与产品标准，应用广泛且多为普通生产生活领域	产量小，但产品牌号种类复杂，在一些特殊应用领域具有不可替代性
经营重点	“生产”，即以生产、合成为重点	“设计”，即通过分子尺度的设计而得到新的应用产品
竞争力来源	“降低成本”，主要通过原料优化、规模生产、改进工艺实现	“提升价值”，通过科技创新，不断提高新产品的价值
企业着眼点	“竞争”，加强成本控制、优化营销手段，在同类产品竞争中获得优势	“创新”，持续开发新产品，力图不断开辟非竞争性的特定市场空间
市场关系	“B2B”，下游客户通常为二次加工类企业，同类产品要求差异不大	“B2C”，需直接面对并了解终端用户的差异化需求，提供解决方案

资料来源：中国石化新闻网，中国银河证券研究院

图32：化工新材料分类

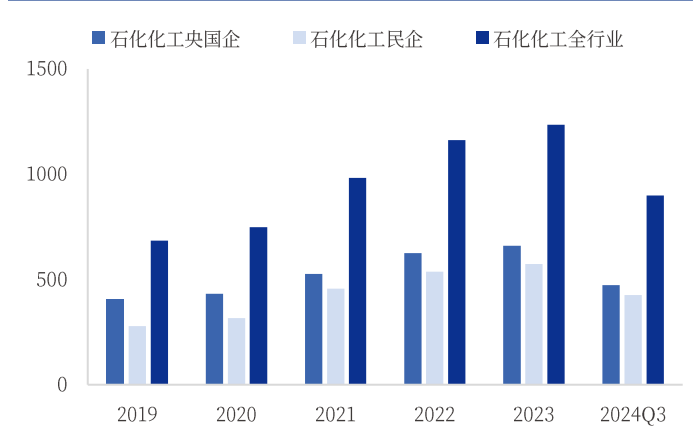


资料来源：中国石油和化学工业联合会，中国银河证券研究院

实现关键化工新材料国产化是当务之急。现阶段,全球化工新材料产业可主要划分为三个梯队,第一梯队是美日欧等在经济实力、核心技术、研发能力以及市场占有率等方面具有绝对优势的国家/地区;第二梯队是我国、俄罗斯、韩国等处于高速成长阶段的国家;第三梯队则主要是巴西、印度等发展较快的新兴经济体。与第一梯队国家/地区相比,我国化工新材料产业起步较晚,发展基础相对薄弱。“十二五”以来,我国已相继出台多项政策,旨在全面部署化工新材料产业。迄今为止,我国化工新材料产业发展虽已取得阶段性进步,但仍面临着整体保障能力不足、供应短板明显等问题。自给率方面,目前我国化工新材料整体自给率约为54%,其中仅10%左右的材料处于国际领先水平、60%-70%的材料仍处于快速发展阶段,另有20%-30%的材料仍与海外国家存在较大差距。作为高端制造和战略性新兴产业的上游重要配套材料,化工新材料是现阶段技术创新的主要方向和大国博弈的焦点环节,在内外部不确定因素增多的背景下,面对终端产业不断增长且高端化的配套需求,加快实现关键化工新材料的国产化、提升重点化工新材料的自给能力对于保障产业链供应链安全具有重要战略意义。

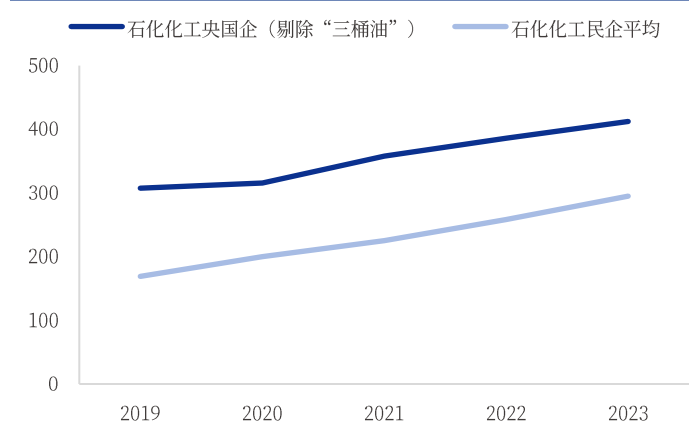
石化化工央企在攻克关键化工新材料中扮演重要角色。化工新材料普遍研发投入成本高、研发周期长、下游客户认证周期长,同时,化工新材料普遍市场需求体量较小,且更新换代较快。一方面,如前文所述,央企普遍现金流更充足,有更大规模的资金可以用作研发投入;另一方面,部分央企背靠国家级研发平台或全国重点实验室,在研发团队人员数量配置及梯队建设方面具有相对优势;再者,央企的发展历程更为深远,相对具备规模优势和多样化业务支撑,更容易形成产业链上下游联动效应,从而高效开拓海内外市场。综合以上,我们认为,石化化工央企有望走在发展化工新材料过程中的前沿,并看好关键化工新材料加速产业化为石化化工央企所带来的成长性。具体来看,高端工程塑料、高端聚酯、电子化学品、关键单体及中间体等仍有较大国产化空间,是现阶段我国石化化工央企的重点聚焦领域,率先突破“卡脖子”材料核心技术并实现产业化的企业有望在材料国产化进程中获取更高的市场份额和更丰厚的利润空间。

图33: 石化化工央企与民企研发费用对比 (亿元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图34: 石化化工央企与民企平均研发人员数量对比 (人)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

万华化学: 万华化学坚持以科技创新为第一核心竞争力, 现已形成从基础研究、工程化开发、工艺流程优化到产品应用研发的创新型研发体系, 拥有“先进聚合物国家工程研究中心”、“国家认定企业技术中心”、“国家技术标准创新基地(化工新材料)”及8个“国家认可分析实验室”等研发平台。近年来, 公司在高端化工新材料方面持续突破, 2024年上半年, 公司各项自研技术加速成果转化, POE、POCHP、MP树脂、尼龙12弹性体装置一次性开车成功, 公司高端材料产品线愈发丰富。其中, 公司新材料事业部一期20万吨/年POE项目于2024年6月29日实现全流程贯通, 并于当日产出合格产品。本次项目顺利投产标志着我国首套大规模自主研发的POE工业化装置

一次性高质量开车成功，成功打破海外企业在 POE 大规模生产领域的垄断，填补国内空白。

巨化股份：巨化股份建有国家级企业技术中心、国家氟材料工程技术研究中心、院士（博士）工作站、省先进制造业创新中心、新材料研究院、低碳制冷剂研究院、实验工厂、科研院所联合实验室、各分子公司研究机构、实验装置等技术创新主体与平台。依托完善的研发体系和国内领先的氟化工产业研发实力，公司在含氟高分子材料、精细氟化工、氟化工相关环境科学和氟材料的分析测试、研发等方面有较强的原创开发能力、中试工程能力，积累了一批先进实用的自有技术和技术储备。公司是现阶段国内唯一拥有第一至四代含氟制冷剂系列产品，同时拥有新型含氟冷媒、碳氢制冷剂产品以及系列混配制冷剂的生产企业。此外，公司含氟聚合物、含氟精细化学品品种齐全、产能规模行业领先，为公司氟化工产业高端化、精细化、专用化发展提供了良好支撑。

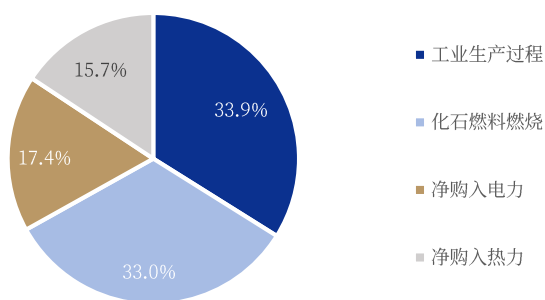
兴发集团：兴发集团是国家高新技术企业、国家科技创新示范企业，多年来持续加强自主创新能力建设。公司与中科院深圳先进院联合搭建有机硅新材料国家地方联合工程研究中心，依托中科院深圳先进院在有机硅新材料领域的研发优势和公司的产业化优势，重点研究和开发高性能硅橡胶、硅树脂、高端有机硅电子材料等硅基材料，部分关键技术攻克行业技术瓶颈，公司有机硅产业综合实力达到国内领先水平；与中科院深圳先进院在黑磷、气凝胶、新能源材料等领域达成战略合作，现已稳定实现黑磷晶体 50 公斤级制备，并已建成 100 公斤级黑磷放大试验装置，在贵金属催化剂应用方面取得积极进展，同时正在积极研究黑磷在新能源、医药行业应用。另外，公司 5000m³/年气凝胶毡项目已正式投产；自主开发的 IC 级磷酸、硫酸、蚀刻液生产关键技术成功实现进口替代，并出口韩国、日本、新加坡等发达国家和地区。随公司技术创新持续突破、重点项目有序推进，公司综合竞争力有望不断增强。

四、引领低碳化进程，推动产业绿色化

（一）化工碳减排任重道远，政策加码积极推进

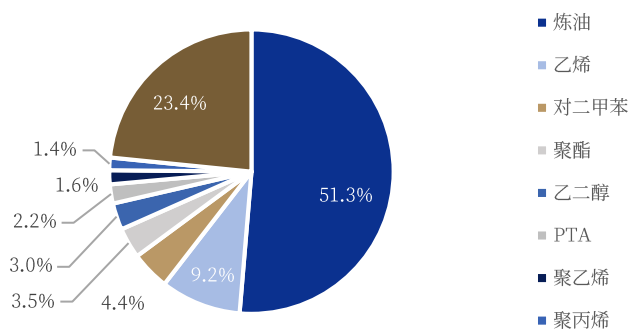
化工是能源密集型行业，碳减排任重道远。据 EI 数据显示，2023 年全球能源消费结构中，化石能源占比达 81.3%。其中，石油、煤炭、天然气占比分别为 31.6%、26.5%和 23.2%。石化化工行业是能源密集型行业，工艺流程复杂，能源使用形式多样，二氧化碳排放来源多、总量大，2023 年全行业二氧化碳排放超过 15 亿吨。据北京大学能源研究院《中国石化行业碳达峰碳减排路径研究报告》显示，从石化行业碳排放量结构分布来看，工业生产过程、化石燃料燃烧、净购入电力、净购入热力占比分别为 33.9%、33.0%、17.4%、15.7%；从重点子行业来看，炼油、乙烯、对二甲苯等行业碳排放量靠前，占比分别为 51.3%、9.2%、4.4%。为积极应对气候变化，我国将提高国家自主贡献力度，提出力争于 2030 年前实现碳达峰，努力争取 2060 年前实现碳中和。石化化工行业既是国民经济的重要支柱产业，也属于能源密集型行业，具有较大的碳减排潜力，在“双碳”战略要求下，低碳化进程亟待深入推进。

图35: 2021年我国石化行业碳排放量结构分布



资料来源:《中国石化行业碳达峰碳减排路径研究报告》(北京大学能源研究院),中国银河证券研究院

图36: 2021年中国石化行业重点子行业碳排放量占比



资料来源:《中国石化行业碳达峰碳减排路径研究报告》(北京大学能源研究院),中国银河证券研究院

政策积极引导,化工绿色化转型有望提速。引领发展战略性新兴产业,要求我们逐渐从劳动密集和资源密集型产业转向资本技术密集型产业,通过产业升级提升产品竞争力,实现跨越式发展。其中,绿色化是重要抓手之一。近些年国家多部门出台了多项政策,推进石化化工行业向绿色低碳发展,包括《2030年前碳达峰行动方案》、《2024-2025年节能降碳行动方案》、《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》等文件。自2021年以来,石化化工行业累计减少二氧化碳排放约2.3亿吨,建成了超过300家绿色工厂、40家绿色化工园区。随着相关政策的持续推进,石化化工行业绿色化进程有望提速。

表5: 石化化工行业绿色低碳化相关文件

时间	相关部门	文件名称	相关内容
2021/5/30	生态环境部	《关于加强高耗能、高排放建设项目生态环境源头防控的指导意见》	加强生态环境分区管控和规划约束,严格“两高”项目环评审批,推进“两高”行业减污降碳协同控制,依排污许可证强化监管执法等。
2021/10/18	国家发展改革委等五部门	《石化化工重点行业严格能效约束推动节能降碳行动方案(2021-2025年)》	到2025年,通过实施节能降碳行动,炼油、乙烯、合成氨、电石行业达到标杆水平的产能比例超过30%,行业整体能效水平明显提升,碳排放强度明显下降,绿色低碳发展能力显著增强。
2021/10/26	国务院	《2030年前碳达峰行动方案》	严格项目准入,合理安排建设时序,严控新增炼油和传统煤化工生产能力。调整原料结构,控制新增原料用煤,拓展富氢原料进口来源,推动石化化工原料轻质化。
2021/11/15	国家发展改革委等五部门	《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平(2021年版)》	对能效低于本行业基准水平的存量项目,合理设置政策实施过渡期,引导企业有序开展节能降碳技术改造,提高生产运行能效,坚决依法依规淘汰落后产能、落后工艺、落后产品。
2022/3/28	工业和信息化部等六部门	《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	鼓励石化化工企业因地制宜、合理有序开发利用“绿氢”,推进炼化、煤化工与“绿电”、“绿氢”等产业耦合示范,利用炼化、煤化工装置所排二氧化碳纯度高、捕集成本低等特点,开展二氧化碳规模化捕集、封存、驱油和制化学品等示范。
2023/10/10	国家发展改革委等四部门	《关于促进炼油行业绿色创新高质量发展的指导意见》	到2025年,国内原油一次加工能力控制在10亿吨以内,千万吨级炼油产能占比55%左右。到2030年,绿氢炼化、二氧化碳捕集利用与封存(CCUS)等技术完成工业化、规模化示范验证。
2024/2/5	工业和信息化部等七部门	《关于加快推动制造业绿色化发展的指导意见》	聚焦“双碳”目标下能源革命和产业变革需求,谋划布局氢能、储能、生物制造、碳捕集利用与封存(CCUS)等未来能源和未来制造产业发展。

2024/5/29	国务院	《2024-2025 年节能降碳行动方案》	强化石化产业规划布局刚性约束。2024-2025 年，石化化工行业节能降碳改造形成节能量约 4000 万吨标准煤、减排二氧化碳约 1.1 亿吨。有序推进蒸汽驱动改电力驱动，鼓励大型石化化工园区探索利用核能供汽供热。
-----------	-----	-----------------------	---

资料来源：政府网站，中国银河证券研究院

氢能、CCUS 存较大降碳潜力，石化央企积布局。据《中国石化行业碳达峰碳减排路径研究报告》（北京大学能源研究院）显示，2021 年我国石化行业碳排放量为 4.45 亿吨，基准情况下，2060 年我国石化行业碳排放量为 4.33 亿吨。通过实施产业结构调整、轻质原料替代、节能降耗、发展绿氢、深度电气化、CCUS 等主要碳减排路径后，2060 年我国石化行业碳排放量有望下降至 2.21 亿吨，较基准情况下降 49.0%。其中产业结构调整、轻质原料替代、节能降耗、发展绿氢、深度电气化、CCUS 减排占比分别有望达 17.1%、3.0%、8.1%、9.7%、4.2%、6.9%。目前我国石化央企正积极践行碳减排，尤其在发展氢能、CCUS 等领域表现突出。

表6：中国石化行业主要碳减排路径减排潜力

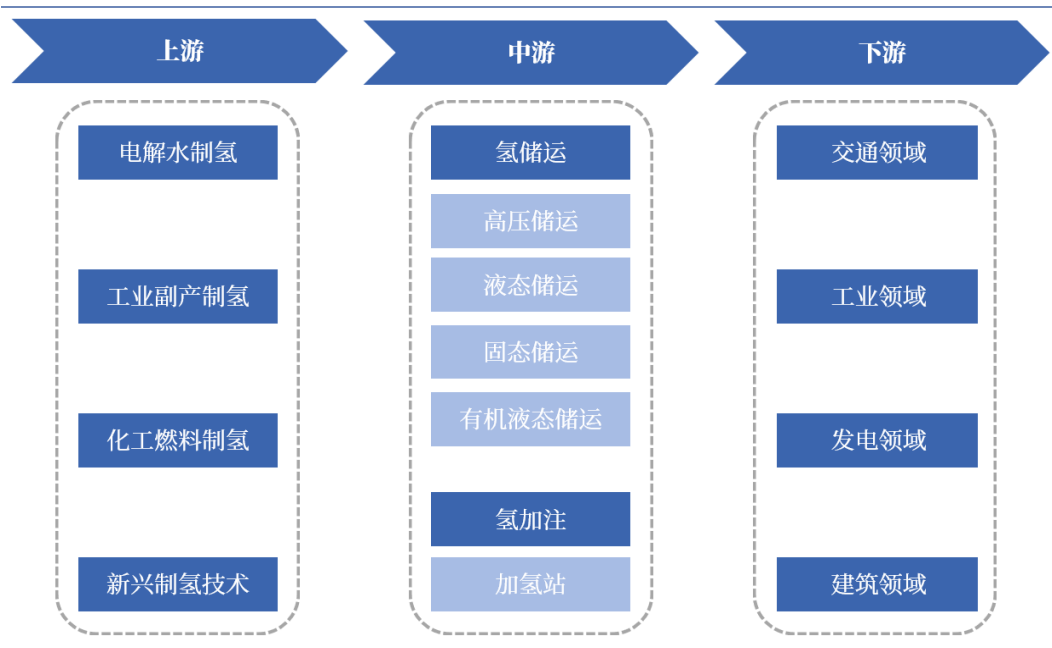
项目	排放量与减排量（万吨 CO ₂ ）	减排占比
2021 年 CO ₂ 排放量	44500	
2060 年 CO ₂ 排放量（基准情况）	43300	
主要碳减排路径的减排量	-21200	49.0%
产业结构调整	-7400	17.1%
轻质原料替代	-1300	3.0%
节能降耗	-3500	8.1%
发展绿氢	-4200	9.7%
深度电气化	-1800	4.2%
CCUS	-3000	6.9%
2060 年 CO ₂ 排放量（采取减碳路径后）	22100	

资料来源：《中国石化行业碳达峰碳减排路径研究报告》（北京大学能源研究院），中国银河证券研究院

（二）积极布局氢能领域，助力能源转型之旅

氢能——极具潜力的绿色能源。氢能是一种来源丰富、绿色低碳、应用广泛的二次能源，正逐步成为全球能源转型发展的重要载体之一。氢能产业链分为上游制氢、中游储运氢和下游氢能应用。制氢端，按照生产来源划分，氢能源可分为“灰氢”、“蓝氢”和“绿氢”等。其中，“灰氢”指通过化石燃料石油、天然气和煤制取氢气，制氢成本较低但碳排放量大；“蓝氢”指利用化石燃料制氢，同时配合碳捕捉和碳封存技术，碳排放强度相对较低但捕集成本较高；“绿氢”指采用风电、水电、太阳能、核电等可再生能源电解制氢，制氢过程完全没有碳排放，但成本较高。储运端，指将制得的氢气进行压缩或液化后储存，再通过车载或管道等方式运输至加氢站、化工企业等。应用端，主要包括交通、工业、发电、建筑等领域。

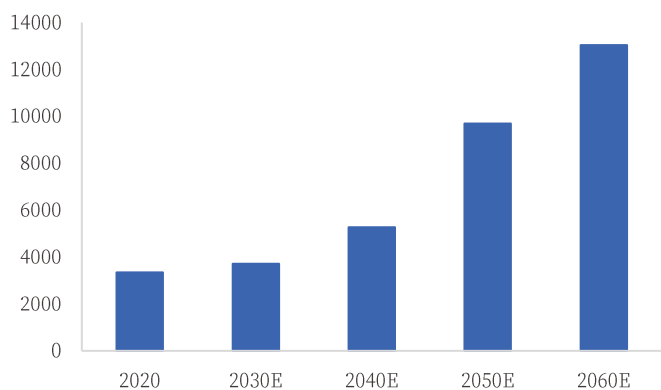
图37: 氢能行业产业链概况



资料来源: 华经产业研究院, 中国银河证券研究院

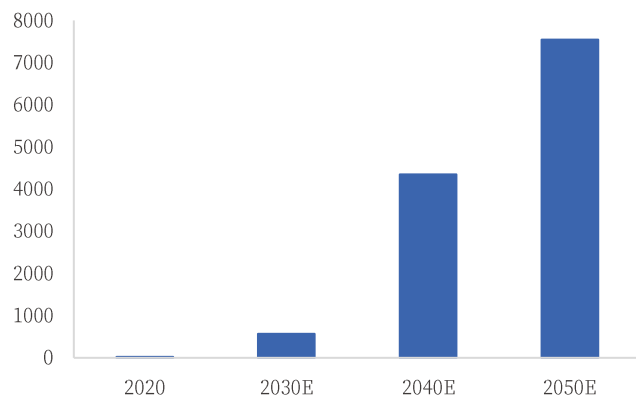
我国氢能产业发展空间广阔。截至 2023 年底, 我国氢气产能超 4900 万吨/年, 产量超 3500 万吨, 我国已成为全球最大的产氢国和氢气消费国。国内氢能产业呈现积极发展态势, 已初步掌握氢能制备、储运、加氢、燃料电池和系统集成等主要技术和生产工艺, 在部分区域实现燃料电池汽车小规模示范应用。需求方面, 根据中国氢能联盟预测, 在碳中和目标下, 2030 年我国氢气的年需求量将达到 3715 万吨, 在终端能源消费中占比约为 5%; 2060 年我国氢气的年需求量将增至 1.3 亿吨左右, 在终端能源消费中的占比约为 20%。其中, 工业领域用氢占比仍然最大, 占总需求量的 60%。市场规模层面, 中国煤炭工业协会预测, 2050 年我国氢气市场规模将达到 7542 亿元, 未来市场发展空间广阔。

图38: 我国氢气需求量及预测 (万吨)



资料来源: 中国氢能联盟, 中国银河证券研究院

图39: 我国氢气市场规模及预测 (亿元)



资料来源: 中国煤炭工业协会, 中国银河证券研究院

保持战略定力, 能化央企持续推进氢能发展。目前氢能产业仍处起步期, 产运储用各环节尚存在瓶颈, 在发展初期面临投资大、成本高、市场规模小、接受度低等问题, 近期国外加氢站连续出现“关停潮”。作为战略新兴产业, 氢能行业在发展初期仍面临诸多挑战, 我国能化央企拥有成熟的制氢用氢、气液储运经验和危化品储运管理资质及完善的销售系统, 以及一定的氢能消纳能力, 未来有望引领我国氢能发展。尤其是, 在氢能产业链中, 氢气储运环节最为关键。对于长距离、大

规模输氢需要，管道输氢具备良好优势。但纯氢管道铺设难度大、投资成本较高，石化央企具备资金、技术、管道运营经验等多重优势，未来有望在该领域率先取得突破。

中国石化：打造中国第一氢能公司。在氢能产业，中国石化锚定“打造中国第一氢能公司”的目标，建立涵盖“制储运加用研”的氢能全产业链条，聚焦“氢能交通、绿氢炼化”两大领域，大力发展氢能一体化业务，推动绿色化转型发展。目前，公司在绿电制绿氢、加氢站、氢燃料电池、氢储运等多个领域均取得突破。

表7：中国石化氢能业务布局及进展情况

环节	发展思路	进度
绿氢生产	依托炼化基地，布局大型可再生能源发电-制氢-储氢-利用项目，推进“源网荷储氢”一体化项目建设。	2023年2月，内蒙古鄂尔多斯3万吨/年风光制氢一体化项目启动建设； 2023年8月，新疆库车2万吨/年绿氢项目全面建成投产。
氢气储运	推进管道运输，打造氢能走廊。	2023年4月，乌兰察布10万吨/年风光制氢一体化示范项目已被纳入“全国一张网”体系。 2023年成渝万、京津唐、沪嘉甬和济青4条氢能走廊已经初步打通，开始试运营；郑汴洛濮、呼包鄂乌、大湾区3条氢走廊已有加氢站布局。
氢气加用	中国石化拥有3万多座加能站，具有布局加氢站的先天优势。	截至2023年底，中国石化加氢能力已经达到2万吨/年，氢气加注量连续三年增长率超过100%；建成11个氢燃料电池供氢中心，持续满足全国各地用氢需求。

资料来源：中国石化公告，中国银河证券研究院

中国石油：全链条布局氢能业务。2022年中国石油发布《中国石油绿色低碳发展行动计划3.0》，其中与氢能产业相关战略规划如下。清洁替代阶段（2021-2025年），加强氢能全产业链布局。战略接替阶段（2026-2035年），产业化发展氢能，到2035年实现新能源新业务与油气业务三分天下，基本实现热电氢对油气业务的战略接替。绿色转型阶段（2036-2050年），规模化发展氢能，到2050年，热电氢能源占比50%左右，实现绿色低碳转型发展。

表8：中国石油氢能业务布局及进展情况

环节	发展思路	进度
制氢端	加快向“油气热电氢”综合能源供给进发，同步加紧氢能装备的国产化突破。	截至2023年底，公司高纯氢总产能达到6600吨/年，较上年增长120%。
储运端	搭建开放的氢能管网平台。	有序推进“一横一纵三支”北方氢能大管网计划。
加氢站	中国石油拥有2万多座加能站，具有布局加氢站的先天优势。	截至2023年底，中国石油已累计建成21座加氢站（含油氢合建站）。2024年底，中国石油加氢站规划达到50座。

资料来源：中国石油公告、中国石油新闻中心、网易，中国银河证券研究院

中国海油：探索培育氢能产业。中国海油积极推动构建国际氢能创新链、产业链，探索氢能贸易，与氢能技术领先的国家和地区开展项目合作，以自主核心技术和丰富的液化天然气贸易经验为依托，率先启动了液氢国际贸易与跨洋运输利用产业模式的探索和技术体系的攻关研究工作，并全力推进我国首船液氢国际跨洋运输利用示范工程。2024年9月4日，由中国海油气电集团执行的国际首例长距离跨洋液氢运输示范工程在欧洲启动，标志着国际首例长距离跨洋液氢运输示范正式拉开帷幕。

（三）引领CCUS产业化，构建现代能源体系

“双碳”目标下，我国CCUS发展前景广阔。二氧化碳捕集、利用与封存（CCUS）是指将二氧化碳从工业过程、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二氧化碳永久减

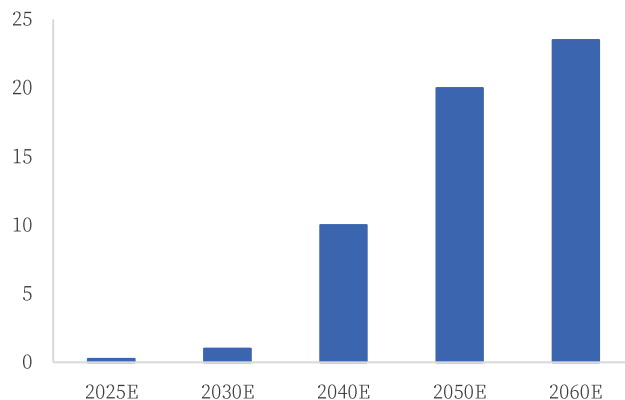
排的过程，主要包括捕集、输送、利用与封存四大技术环节。“双碳”背景下 CCUS 技术已经成为中国碳中和技术体系的重要组成部分，是化石能源近零排放的唯一技术选择、钢铁水泥等难减排行业深度脱碳的可行技术方案、未来支撑碳循环利用的主要技术手段。据《中国二氧化碳捕集利用与封存 (CCUS) 年度报告》(2023, 中国 21 世纪议程管理中心等) 分析预测, 2025 年中国 CCUS 减排需求约为 2400 万吨/年, 到 2060 年将达到 23.5 亿吨/年, 发展前景广阔。

图40: 碳中和目标下的 CCUS 技术定义



资料来源:《中国二氧化碳捕集利用与封存 (CCUS) 年度报告》(2023, 中国 21 世纪议程管理中心等), 中国银河证券研究院

图41: 我国 CCUS 减排需求量 (亿吨/年)



资料来源:《中国二氧化碳捕集利用与封存 (CCUS) 年度报告》(2023, 中国 21 世纪议程管理中心等), 中国银河证券研究院

能化央企引领我国油气领域 CCUS 产业化进程。油气企业发展 CCUS 极具优势。一方面, 油气企业具备带动 CCUS 产业发展的“埋碳空间”优势。我国二氧化碳地质埋存的主力空间广泛分布于塔里木、鄂尔多斯、松辽等大中型沉积盆地的油藏、枯竭气藏和深部咸水层, 这些沉积盆地也是油气企业进行油气勘探开发的主战场。另一方面, 油气企业具备引领 CCUS 产业发展的“源汇匹配”优势。油气企业主力油气产区所在的鄂尔多斯、松辽等大型含油气盆地内部及周边煤炭、电力、化工、钢铁、水泥等行业发达, 高碳排企业密集, 碳减排需求大, 碳源极为丰富, 源汇匹配度较高。据《中国二氧化碳捕集利用与封存 (CCUS) 年度报告》(2023, 中国 21 世纪议程管理中心等) 显示, 我国已探明油田可封存二氧化碳约 200 亿吨, 其中适宜封存的油藏容量约 50 亿吨二氧化碳。近些年, 我国国有油气企业均加快推进 CCUS 技术应用专项工程建设。目前, 中国石油、中国石化、中国海油及延长石油已开展近 20 个油气田 CCUS 项目, 呈现多点开花的局面。

表9: 我国油气领域主要 CCUS 项目

项目	规模 (万吨/年)	二氧化碳去向
包钢集团包头 CCUS 示范项目 (一期)	50	驱油
中国海油恩平 15-1 油田群 CO ₂ 封存项目	30	封存
齐鲁石化-胜利油田 CO ₂ 捕集利用与封存项目	100	驱油
中国石化华东油气田 CCUS 项目-南化合成氨尾气回收辅助装置 (一期+二期)	20	捕集
中国石化金陵石化-江苏油田 CO ₂ 捕集项目	10	捕集
中国石油大庆石化 40 万吨/年碳捕集项目	40	驱油
中国石油吉林大情字井油田 CCUS 项目	100	驱油
中国石油新疆油田 CCUS 工业化项目	100	驱油
中国石油辽河油田盘锦 CCUS 项目	6.5	驱油
延长石油榆林煤化公司 CO ₂ 捕集装置项目	30	驱油
中国海油高栏终端天然气脱碳	20	捕集

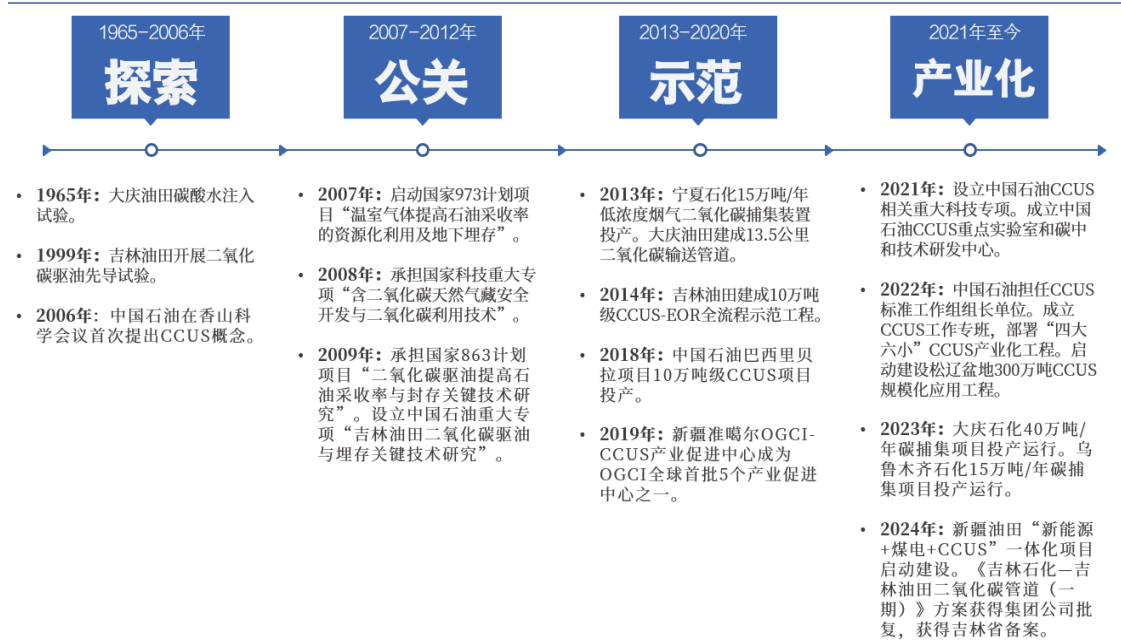
新疆广汇 CCUS 项目*	300	驱油
宁夏 CCUS 示范项目**	300	驱油

资料来源：《国内油气企业 CCUS 项目现状及产业发展探究》（孙海洋等）、中国石化报、中国石油新闻中心、中国银河证券研究院

注：*首期规模为 10 万吨/年；**一期规模为 50 万吨/年。

中国石油：CCUS 规模国内领先，产业化深入推进。多年来，中国石油高度重视 CCUS 产业发展，从其发展历程来看，主要可分为探索阶段（1965-2006 年）、公关阶段（2007-2012 年）、示范阶段（2013-2020 年）以及产业化阶段（2021 年至今）。截至 2023 年底，中国石油在 11 家油气田针对不同油气藏类型部署近 20 项开发先导试验，实现二氧化碳年捕集能力近 80 万吨，注入能力超过 200 万吨/年，累计埋存二氧化碳 723 万吨。目前，中国石油 CCUS 技术整体达到国际先进水平，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。

图42：中国石油 CCUS 发展历程



资料来源：中国石油新闻中心官网，中国银河证券研究院

中国石化：推动 CCUS 全产业链规模化发展。2023 年 7 月，我国首条百万吨输送规模、百公里输送距离、百公斤输送压力的高压常温密相二氧化碳输送管道工程——齐鲁石化-胜利油田百万吨级 CCUS 项目二氧化碳输送管道投运。该项目管道全长 109 公里，每年可将 170 万吨齐鲁石化生产捕集的二氧化碳输送到胜利油田地下油藏进行驱油封存，投产后每年可减少车辆运输 4 万辆次，减少天然气（车用燃料）约 200 万标方，降低运输环节二氧化碳排放 0.4 万吨。该项目的投运对推动我国 CCUS 全产业链规模化发展具有里程碑意义。中国石化已开展多个 CCUS 技术研究与示范项目，在降碳减排方面成效显著。2023 年中国石化捕集二氧化碳 174.9 万吨，封存二氧化碳 84.7 万吨。

中国海油：探索海上 CCUS，培育负碳产业。2023 年 1 月，中国海油与相关合作方共同签署《在中国大亚湾地区开发和运营 CCS/CCUS 项目联合研究协议》，启动联合研究工作。2023 年 6 月，中国首个海上二氧化碳封存项目恩平 15-1 示范项目正式投用，填补了中国海上二氧化碳封存的技术和装备空白。项目投用后，将累计封存二氧化碳超 150 万吨。同月，乐东 15-1 气田 CCS 示范项目建成投产，标志着中国海上气田首个集碳捕集、管输、埋存于一体的 CCS 项目正式实现工业化应用，预计每年可减碳约 3 万吨。此外，中国首个拥有自主知识产权的海上膜法伴生气脱碳示范项

目在惠州 32-5 平台调试运行，至 2035 年将累计实现回收伴生气 0.63 亿方，实现减碳 9.12 万吨。中国海油立足自身优势，正稳妥推进 CCS/CCUS2，通过科技攻关和项目示范，探索负碳技术，培育负碳产业。

五、重视市值管理，驱动价值回归

（一）政策强调市值管理，央国企价值有望回归

政策驱动下，市值管理成为央国企新使命。 市值反映企业的经营发展状况及其在资本市场的受关注程度和被认可程度。市值管理即通过科学、合规的渠道优化和扩大企业资产治理，以为股东创造价值为导向，有效促进资产价值提升，企业市值增长不仅有助于推动企业发展，同时也能投资者创造更多价值、带来更多收益。加强市值管理，提升发展质量，是上市公司实现长期稳定运营的重要抓手，也是资本市场改革的大势所趋。市值管理的重点在于对企业内价值和市场价值的综合管理，既需要着眼于上市公司内在价值的提升，又要注重与资本市场的对接。于石化化工行业而言，央国企上市公司资产规模大、经营韧性强，但其估值相较于民营上市公司普遍偏低，内在价值与资本市场表现不匹配的现象常年存在。近年随央国企深化改革持续推进，政策层面逐步聚焦于强化央国企市值管理。2022 年 5 月，国务院国资委发布《提高央企控股上市公司质量工作方案》，鼓励鼓励中央企业探索将价值实现因素纳入上市公司绩效评价体系，建立长效化、差异化考核机制，引导上市公司依法合规、科学合理推动市场价值实现。2024 年 1 月，国资委在中央企业、地方国资委考核分配工作会议中提出，将全面推开上市公司市值管理考核，量化评价中央企业控股上市公司市场表现，客观评价企业市值管理工作举措和成效。随政策端不断倾斜，央国企有望逐步加强市值管理，进而有助于促进央国企估值修复、增强核心功能、提升核心竞争力，更好实现高质量发展。

表10：近年央国企强化市值管理相关政策文件/会议梳理

时间	相关部门	文件/会议名称	相关内容
2022.05	国资委	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	中央企业、上市公司要依法依规、适时运用上市公司回购、控股股东及董事和高级管理人员增持等手段，引导上市公司价值合理回归，助力企业良性发展。鼓励中央企业探索将价值实现因素纳入上市公司绩效评价体系，建立长效化、差异化考核机制，引导上市公司依法合规、科学合理推动市场价值实现，避免单纯以市值绝对值作为衡量标准，严禁操纵股价。
2023.01	国资委	中央企业负责人会议	中央企业高质量发展指标体系——“两利四率”被优化为“一利五率”，2023 年“一利五率”目标：“一增”即确保利润总额增速高于全国 GDP 增速，力争取得更好业绩；“一稳”即资产负债率总体保持稳定；“四提升”即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率四个指标进一步提升。
2024.01	国资委	中央企业、地方国资委考核分配工作会议	2024 年，在前期试点探索、积累经验的基础上，全面推开上市公司市值管理考核；量化评价中央企业控股上市公司市场表现，客观评价企业市值管理工作举措和成效；中央企业全面实施“一企一策”考核，统筹共性量化指标与个体企业差异性，在坚持“一利五率”基础上，根据企业功能定位、行业特点、承担重大任务等情况，增加反映价值创造能力的针对性考核指标，“一企一策”签订个性化经营业绩责任书，着力提升考核精准性有效性。
2024.04	国务院	《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	加强信息披露和公司治理监管；全面完善减持规则体系；强化上市公司现金分红监管；推动上市公司提升投资价值；制定上市公司市值管理指引。研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系。引导上市公司回购股份后依法注销。鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。依法从严打击以市值管理为名的操纵市场、内幕交易等违法违规行为。
2024.09	证监会	《上市公司监管指引第 10 号——市值管理（征求意见稿）》	上市公司以提高上市公司质量为基础，提升经营效率和盈利能力，并结合实际情况依法合规运用并购重组、股权激励、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式，推动上市公司投资价值提升。

资料来源：政府网站、证监会、中国银河证券研究院

市值管理工具有助于央企价值回归。2024年9月，为进一步引导上市公司关注自身投资价值，切实提升投资者回报，证监会发布《上市公司监管指引第10号——市值管理（征求意见稿）》。《指引》要求上市公司以提高上市公司质量为基础，提升经营效率和盈利能力，并结合实际情况依法合规运用并购重组、股权激励、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式，推动上市公司投资价值提升。于估值普遍存在低估的央企而言，在坚持通过开展并购重组、产业协同、发展新质生产力等渠道强化价值创造的基础上，还应积极采用回购、增持、股权激励、分红等方式，实现对股权价值的逆周期管理，从而促使市值回归内在价值。

图43：央企市值管理关键环节



资料来源：《央企市值管理政策分析及典型案例研究》（李炜），中国银河证券研究院

（二）践行市值管理，推动高质量发展

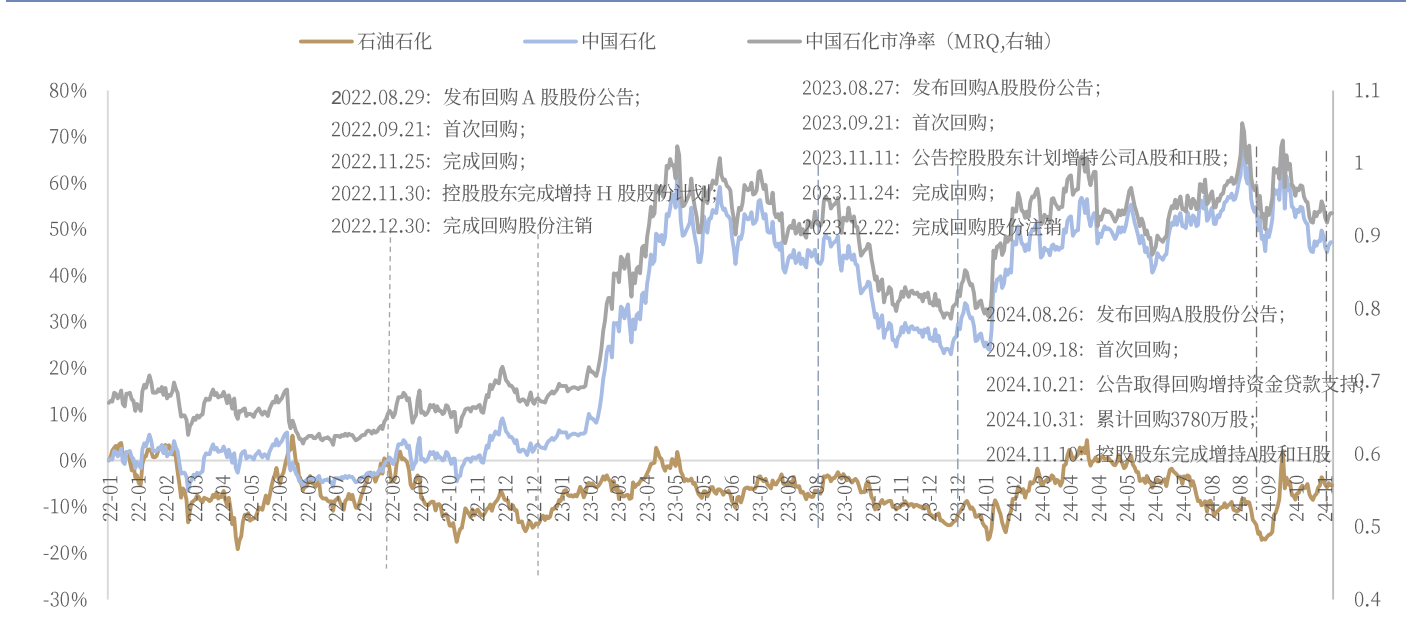
1. 低成本贷款支持下，央企股份回购增持积极性有望提升

股份回购增持有助于增强投资者信心。股份回购即上市公司按程序购回发行或流通在外的本公司股份的行为，是一种健全的长效制度安排。购回股份通常用于注销或库藏股，其中，注销可增加每股盈利水平，库藏股则可用于日后开展股权激励。股份增持为上市公司股东在二级市场中购买股票、提高持股比例的过程。股份回购与增持均通常应用于股价震荡或下行期间，是上市公司及其股东用于向市场传达公司价值被低估的渠道，是其对公司未来发展持乐观态度的体现。开展股份回购与增持，有助于公司优化治理结构、稳定股价、提升公司投资价值、增强投资者信心。

政策支持上市公司开展股份回购增持，并鼓励中央企业发挥带头作用。2024年10月17日，中国人民银行等三部门联合发布《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》。《通知》提出，中国人民银行设立股票回购增持再贷款，用于支持上市公司和主要股东回购和增持上市公司股票，并鼓励中央企业发挥带头作用。再贷款首期总额度为3000亿元，年利率1.75%，期限1年，可视情况展期。《通知》有关内容的发布与落实，为上市公司提供了用于回购或增持的低成本资金，而上市央企基于相对稳健的基本面和较高的信用评级，有望获取相对更高额度的贷款支持，进而充分调动其开展股份回购或增持的积极性。另外，如前文所述，央企市值在石化化工行业中占比较高，石化化工央企开展股份回购增持，不仅有助于其自身的价值回归，同时有望在行业下行期间起到稳定市场的作用。近期在政策驱动下，石化化工行业央企开展股份回购增持的积极性正逐步提升，我们预计未来石化化工央企有望在维护全行业稳定运行、提振市场对石化化工板块投资信心的过程中发挥更为积极的作用。

中国石化：以中国石化为例，截至 2024 年 11 月 18 日，公司总市值为 7134.19 亿元，约占所属石油石化板块的 16.70%。如下图所示，作为石油石化板块的权重股之一，整体来看公司走势与石油石化板块走势基本一致。2022 年以来，公司每年均开展股份回购注销，同时，公司控股股东中国石化集团积极进行股份增持。从时间节点来看，近三年公司发布股份回购和控股股东股份增持计划公告的时间，以及股份回购或增持的实施时间区间均处于公司股价震荡或下行区间，且在公司股份增持及回购完成后的半年左右时间内，公司股价及估值通常会结束震荡或完成筑底，并迎来阶段性上行。随近两年公司股份回购及增持的积极性提升，公司估值较 2022 年及以前的低点水平实现明显修复。截至 2024 年 11 月 18 日，公司市净率 (MRQ) 为 0.94，同比增长 15.79%、较 2022 年同期增长 43.54%。根据公司 2024 年 10 月 21 日公告，公司已获得 A 股股份回购和增持资金贷款支持，授信额度分别为不超过人民币 9 亿元和 7 亿元。我们认为，现阶段公司估值虽已较低点显著修复，但与市净率普遍在 1.0 以上的民营石化化工企业相比还有一定向上空间，在低成本贷款资金的支持下，未来公司在高质量可持续发展的基础上，有望持续积极开展股份回购与增持，进而带动公司估值进一步上行，同时强化稳定石化化工板块走势的“压舱石”的作用。

图44：中国石化近年股份回购期间相对 CS 石油石化板块涨跌幅及其市净率走势



资料来源：iFind、公司公告，中国银河证券研究院

表11：中国石化近年股份回购及股东增持情况

项目	年度	回购/增持均价 (元/股)	回购/增持股份总数 (万股)
回购	2022	4.27	44230.00
	2023	5.69	14350.00
	2024 (截至 2024.10.31)	6.25	3780.00
增持	2021-2022	-	21476.60 (H 股)
	2023-2024	5.52 (人民币) 4.17 (港币)	9945.35 (A 股) 27474.80 (H 股)

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2.积极开展股权激励，助力公司业绩良性发展

股权激励有助于企业可持续高质量发展。股权激励是一种国际通行的长期激励方式，将公司高管及核心员工薪酬的一部分以股权收益的形式体现，与公司经营业绩和市场价值挂钩，有助于调动高管及核心员工的积极性和对公司的忠诚度，是留住核心人才的有效手段，也是提升公司创新能力、驱动公司业绩增长的重要手段。央国企是我国国民经济的稳定器、压舱石，是我国科技创新体系的核心主体，引导央国企开展股权激励，驱动央国企业绩增长、加快创新，是我国深化央国企改革的重要环节，近年来在系列引导央国企改革的政策文件中多有提及。石化化工行业方面，近年来在行业规模持续扩张、企业普遍向化工新材料等高附加值环节进行自主研发的趋势下，实施股权激励、调动员工积极性的必要性愈发凸显，叠加政策层面加大力度引导，石化化工上市公司央国企开展股权激励的积极性逐步抬升。

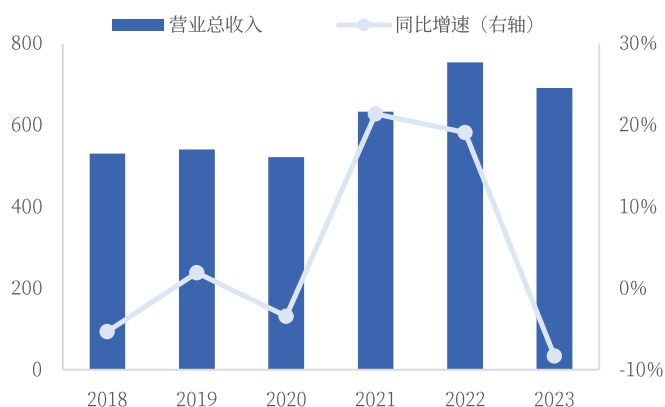
云天化：以云天化为例，为进一步完善公司法人治理结构，促进公司建立、健全激励约束机制，充分调动公司董事、高级管理人员、中层管理人员和核心骨干人员的积极性、责任感和使命感，公司于2018年开展首次股权激励。公司以年度净资产收益率和净利润增长率、EBITDA等为考核目标，对公司合计930名高管及核心管理、技术和业务骨干进行为期三年的考核。从实施结果来看，公司本次股权激励成效良好，每个解除限售期的目标均顺利完成，剔除2020年疫情影响，三年考核期内公司营收及盈利能力得到显著改善，公司人均创利、人均薪酬水平显著增长，公司估值也随之回归合理水平并基本维持稳健。

表12：云天化各年度业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标	实际完成情况
首次授予限制性股票第一个解除限售期	(1) 可解锁日前一年度（2019年）净资产收益率不低于5%； (2) 以2017年净利润为基数，可解锁日前一年度（2019年）净利润增长率不低于10%； (3) 可解锁日前一年度（2019年）EBITDA不低于同行业对标企业75分位水平，且位于同行业对标企业前五。	已完成
首次授予限制性股票第二个解除限售期	(1) 可解锁日前一年度（2020年）净资产收益率不低于6.5%； (2) 以2017年净利润为基数，可解锁日前一年度（2020年）净利润增长率不低于50%； (3) 可解锁日前一年度（2020年）EBITDA不低于同行业对标企业75分位水平，且位于同行业对标企业前五。	已完成
首次授予限制性股票第三个解除限售期	(1) 可解锁日前一年度（2021年）净资产收益率不低于8%； (2) 以2017年净利润为基数，可解锁日前一年度（2021年）净利润增长率不低于150%； (3) 可解锁日前一年度（2021年）EBITDA不低于同行业对标企业75分位水平，且位于同行业对标企业前五。	已完成

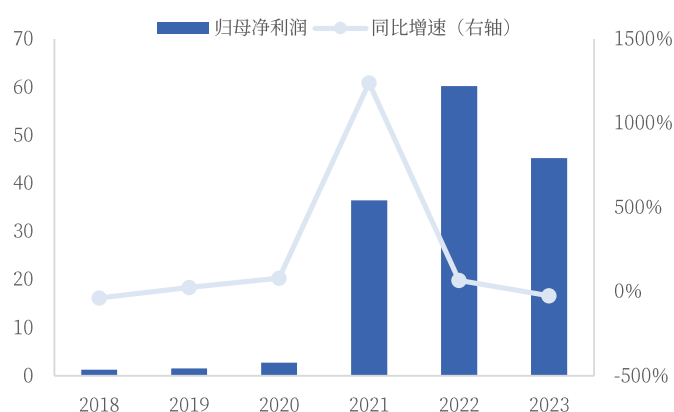
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图45: 云天化营业总收入 (亿元) 及同比增速



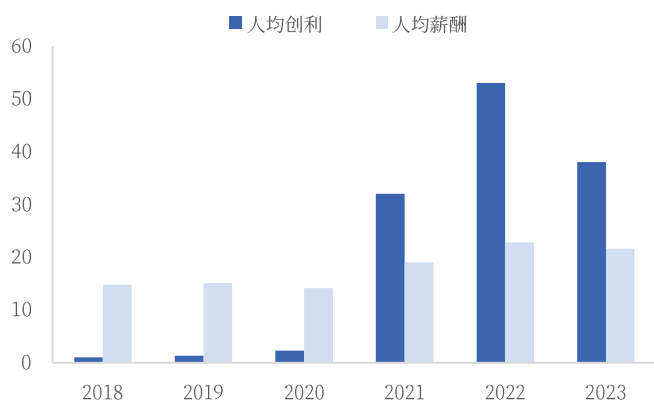
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图46: 云天化归母净利润 (亿元) 及同比增速



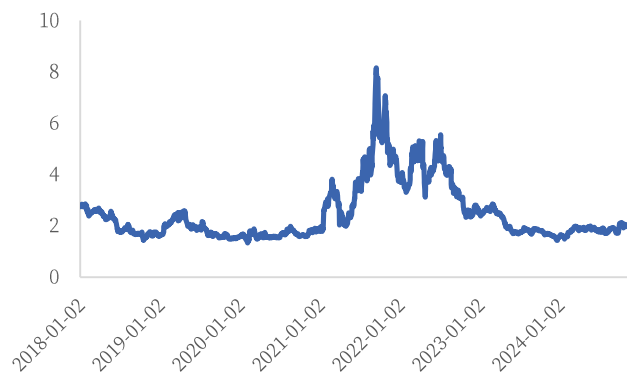
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图47: 公司人均创利与人均薪酬 (万元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图48: 云天化市净率 (MRQ) 走势



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

积极回购公司股份拟用于新一轮员工持股计划或股权激励, 彰显长期发展信心。2023年8月3日, 公司披露《关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告》, 公司拟以不低于人民币1.5亿元(含), 不超过人民币2亿元(含)的自有资金回购公司股票, 所回购股份未来将用于员工持股计划或股权激励。2023年9月26日, 公司完成本次回购计划, 合计以自有资金通过集中竞价交易的方式合计回购公司股份1133.80万股, 约占公司总股本的0.62%, 回购资金总额19997.17万元(不含交易费用)。公司作为磷化工行业龙头企业, 在资源、产能、产业链一体化布局等方面均具有一定相对优势, 目前公司及所处磷化工行业正处于转型升级关键阶段, 公司此次回购, 并计划开展新一轮员工持股计划或股权激励, 不仅彰显了公司管理层对于公司未来发展前景的信心和对公司价值的认可, 同时也有助于建立完善的公司长效激励机制, 促进公司健康可持续发展。

看好善用市值管理工具对石化化工央国企的业绩及估值起到的正向引导作用。综合以上, 有效使用股份回购增持、股权激励等市值管理工具, 对石化化工央国企在驱动业绩改善、估值修复等方面具有一定积极作用。同时, 石化化工央国企近年来在政策引导下, 在投资者关系管理、信息披露以及分红等方面的积极性也正逐步提升, 市场对于优质石化化工央国企的投资信心正逐步增强。我们认为, 目前相较于民营企业, 石化化工央国企估值仍有一定向上修复空间, 中长期来看, 善用市值管理工具, 将进一步引领石化化工央国企提质增效、价值回归。

六、投资建议

石化化工央国企相较于民营企业更具经营韧性、抗风险能力更强，但其估值相对偏低。我们认为，在当前内外部不确定因素增多的背景下，随政策驱动央国企改革持续深化，石化化工央国企投资价值有望提升、估值有望得到重塑，看好以下四条主线：

- 1) 并购潮渐行渐近，央国企或再度主导。重点关注能源转型、产业链一体化等方向的并购机会。此外，主营产品景气长期处于低位的企业或存在优质资产注入的机会。
- 2) 发展新质生产力，夯实供应链韧性与安全。建议关注以安全生产和产业转型升级为重点的大规模设备更新，以及自主知识产权关键化工新材料技术突破相关投资机会。
- 3) 引领低碳化进程，推动产业绿色化。重点关注在氢能、CCUS等领域产业化进程领先的相关石化央企的投资机会。
- 4) 重视市值管理，驱动价值回归。看好政策引导下，优质石化化工央国企强化市值管理，进而加速实现降本增效、价值回归。

综合以上，建议关注中国石化(600028.SH)、中国石油(601857.SH)、中国海油(600938.SH)、云天化(600096.SH)、湖北宜化(000422.SZ)、兴发集团(600141.SH)等标的。

七、风险提示

原料价格大幅上涨的风险，下游需求不及预期的风险，项目达产不及预期的风险，国际贸易摩擦加剧的风险等。

图表目录

图 1: 深化央国企改革系列专项工程及政策文件出台时间梳理	4
图 2: 石化化工央国企与民企市值对比 (亿元)	5
图 3: 上市石化化工央国企 CS 三级行业分布	5
图 4: 石化化工央国企与民企营收增速对比	6
图 5: 石化化工央国企与民企归母净利润增速对比	6
图 6: 石化化工央国企与民企销售毛利率对比	6
图 7: 石化化工央国企与民企销售净利率对比	6
图 8: 石化化工央国企与民企资产负债率对比	6
图 9: 石化化工央国企与民企三费率对比	6
图 10: 石化化工央国企与民企市盈率 (TTM, 剔除负值) 对比	7
图 11: 石化化工央国企与民企市净率 (MRQ, 剔除负值) 对比	7
图 12: 全球化工行业并购交易量 (笔) 及交易额 (十亿美元)	8
图 13: 全球化工并购量细分行业分布占比	8
图 14: 2014-2023 年石油化工和基础化工净资产收益率 (ROE)	9
图 15: 2014 年至今基础化工估值相较历史均值变化	9
图 16: 私募股权基金备用金 (十亿美元) 及同比增速	9
图 17: 全球主要经济体利率走势 (%)	9
图 18: 2013-2017 年我国化工上市公司经营现金流净额 (亿元)	10
图 19: 2013-2017 年我国化工上市公司经营现金流净额结构	10
图 20: 2013-2017 年化工上市公司并购重组数量 (件)	10
图 21: 2013-2017 年化工上市公司涉及并购重组事件比例	10
图 22: 2013-2017 年化工行业央国企上市公司重组方向情况	11
图 23: 2013-2017 年化工行业央国企上市公司重组方向占比	11
图 24: 2013-2017 年我国化工央国企并购重组情况 (基于细分子行业视角)	11
图 25: 2002、2022 年全球主要国家/地区化工行业销售额 (十亿欧元)	13
图 26: 近年全球主要国家/地区化工品产量增速	13
图 27: 我国石化化工行业结构特征	14
图 28: 石化化工央国企与民企经营性现金流净额均值对比 (亿元)	16
图 29: 石化化工央国企与民企取得借款收到的现金均值对比 (亿元)	16
图 30: 石化化工央国企与民企资本开支均值对比 (亿元)	16
图 31: 石化化工央国企与民企政府补贴均值对比 (万元)	16
图 32: 化工新材料分类	17
图 33: 石化化工央国企与民企研发费用对比 (亿元)	18

图 34: 石化化工央国企与民企平均研发人员数量对比 (人)	18
图 35: 2021 年我国石化行业碳排放量结构分布	20
图 36: 2021 年中国石化行业重点子行业碳排放量占比	20
图 37: 氢能行业产业链概况	22
图 38: 我国氢气需求量及预测 (万吨)	22
图 39: 我国氢气市场规模及预测 (亿元)	22
图 40: 碳中和目标下的 CCUS 技术定义	24
图 41: 我国 CCUS 减排需求量 (亿吨/年)	24
图 42: 中国石油 CCUS 发展历程	25
图 43: 央企市值管理关键环节	27
图 44: 中国石化近年股份回购期间相对 CS 石油石化板块涨跌幅及其市净率走势	28
图 45: 云天化营业总收入 (亿元) 及同比增速	30
图 46: 云天化归母净利润 (亿元) 及同比增速	30
图 47: 公司人均创利与人均薪酬 (万元)	30
图 48: 云天化市净率 (MRQ) 走势	30
表 1: 2024 年以来并购重组相关政策	8
表 2: 2023 年以来化工央国企上市公司主要资产收购情况	12
表 3: 近年石化化工行业鼓励发展新质生产力的相关政策文件	14
表 4: 基础化工品与化工新材料的发展逻辑对比	17
表 5: 石化化工行业绿色低碳化相关文件	20
表 6: 中国石化行业主要碳减排路径减排潜力	21
表 7: 中国石化氢能业务布局及进展情况	23
表 8: 中国石油氢能业务布局及进展情况	23
表 9: 我国油气领域主要 CCUS 项目	24
表 10: 近年央国企强化市值管理相关政策文件/会议梳理	26
表 11: 中国石化近年股份回购及股东增持情况	28
表 12: 云天化各年度业绩考核目标	29

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙思源，化工行业分析师。翟启迪，化工行业分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn