

中国石油 A

由奢入俭难

70 美元油价:上游开采盈利今非昔比

瑞银下调 2015-18 年中长期油价预测至 69.8/80/85/90 美元/桶。我们估算同样 70 美元的油价下, 2006 和 2015E 年公司上游的单桶盈利为 25 和 12 美元; 可见过去的 8 年中, 由于开采难度上升和资源品质下降以及社会通胀, 导致公司盈利对相对低油价的抵御能力下降。中石油上游盈利占比高于中石化, 因此低油价下公司上游资产价值及盈利能力下降对公司的影响将超过中石化。我们将公司 14-16E 勘探开发板块的 EBIT 预测下调至 1756/1130/1160 亿元, 之前预测为 1854/1869/1912 亿元; 90 美元/桶的长期油价假设下, 我们估算公司上游 NAV 将下降 23%。

天然气板块还有下行风险

由于原油价格下行, 我们预计明年天然气价格不再上调, 甚至可能下行。因此我们预计 15H1 的天然气板块的盈利较 14H2 有所改善, 因为进口气成本将略有下降; 但如城市门站价下行, 进口气源成本刚性较强, 即使实现了存量气和增量气的接轨, 进口将延续亏损, 且难以扭转。

下调 14-16E 年盈利预测

我们将公司 EPS 下调至 0.62/0.53/0.52 元/股, 下调 10.24%/28.62%/36.62%, 基于: (1) 较低的油价预期; (2) 炼化和营销利润在 15 年高价库存消除后, 有望受益于成品油升级和低油价下的需求改善; (3) 尚未考虑明年气价下行对管道板块的负面影响。我们认为市场低估了原油价格持续低于 80 美元运行的时间, 高估了 15-16 年的盈利。

估值: 下调目标价至 7.9 元, 下调评级至“卖出”(原“中性”)

我们采用分部加法来推导目标价, 上游 NAV 和下游 EV/EBITDA 法, 我们将目标价由 8.14 元下调至 7.9 元, 对应 2015 年 15 倍 PE, 与 09 年至今的 PE (TTM) 接近。我们预计虽然市场总体估值水平将持续上升, 但资源股将在油价显著反弹前, 将跑输市场。

Equities

中国

大型石油公司

12 个月评级	卖出		
	之前: 中性		
12 个月目标价	Rmb7.90		
	之前: Rmb8.14		
股价	Rmb8.37		
路透代码: 601857.SS 彭博代码 601857 CH			
交易数据和主要指标			
52 周股价波动范围	Rmb8.37-7.47		
市值	Rmb1,488 十亿/US\$242 十亿		
已发行股本	161,922 百万 (ORDA)		
流通股比例	2%		
日均成交量(千股)	46,106		
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb367.9		
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb1,195 十亿		
市净率 (12/14E)	1.3x		
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)			
	从	到	% 市场预测
12/14E	0.69	0.62	-10.24 0.70
12/15E	0.74	0.53	-28.62 0.72
12/16E	0.83	0.52	-36.62 0.82

严蓓娜

分析师

S1460511080002

nina.yan@ubssecurities.com

+86-213-866 8884

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净利润 (UBS)	132,961	115,326	129,599	113,480	96,715	95,847	110,531	130,507
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.73	0.63	0.71	0.62	0.53	0.52	0.60	0.71
每股现金收益 (UBS, 稀释后) (Rmb)	1.48	1.46	1.60	1.60	1.52	1.55	1.67	1.81
债务调整后现金流(UBS)	243,704	263,898	261,062	257,129	238,498	251,854	280,730	311,763
每股股息净值(Rmb)	0.33	0.28	0.32	0.28	0.24	0.24	0.27	0.32
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
产量(千桶石油当量/日)	3,522	3,679	3,835	3,961	4,064	4,174	4,292	4,417
平均占用资本回报率 (UBS) %	12.0	9.8	10.4	8.1	6.9	6.8	7.0	8.0
企业价值/债务调整后现金流 (UBS)x	8.8	7.7	7.4	7.6	8.4	8.0	7.3	6.5
股价 / 每股现金收益 (UBS, 稀释后) (x)	7.2	6.4	5.2	5.2	5.5	5.4	5.0	4.6
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	14.7	14.8	11.7	13.5	15.8	16.0	13.9	11.7
净股息收益率(%)	3.1	3.0	3.8	3.3	2.8	2.8	3.2	3.8

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据 2014 年 12 月 03 日 16 时 26 分的股价(Rmb8.37)得出。

投资主题

中国石油 A

投资理由

在 70 至 80 美元的油价下，我们预计上游资产的盈利能力将大幅下降，公司更将以利润导向，控制成本，提高效率。天然气的产量，特别是常规气的产量有望维持较快增长。

我们认为，销售气价的不确定性风险将是天然气进口的最主要风险，因为销售气价可能随油价下行，但进口气成本具有较强的刚性，如果不改变现有的交叉补贴或者定价机制，在低油价的情况下，即使天然气价完全接轨，也可能持续亏损。

我们采用分部估值法得到 12 个月目标价为 7.9 元/股，对应 2015 年市盈率为 14.9 倍，给予“卖出”评级。瑞银预测公司 2014-2016 年每股收益分别为 0.62/0.53/0.52 元，市场一致预期分别为 0.67/0.72/0.80 元。

乐观情景

如 Brent 上涨至每桶 100 美元以上，天然气销售价格与 2014-2016 年进口天然气价格接近，国内天然气价格上涨快于预期，我们估算 15 年净利润可较基准预测提升 10%，每股估值或可提高至 9.5 元/股。

悲观情景

若油价长期维持每桶 80 美元，天然气门站价不再上调。悲观情景下，我们估算 14-16E EPS 可能降至 0.56/0.45/0.45 元/股，每股估值为 6.75 元/股。

近期催化剂

正面催化剂: 15 年天然气价格或继续上调，油价可能回升至并且维持在 90 美元/桶以上。

负面催化剂: 国企改革进度或缓于预期；天然气价格受油价走低影响可能下调。

12 个月评级

卖出

12 个月目标价

Rmb7.90

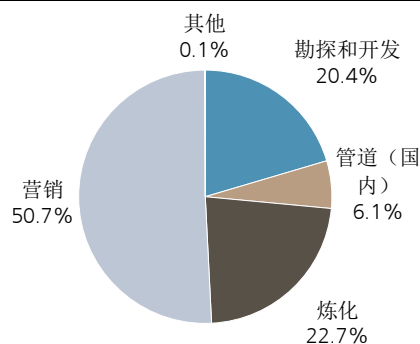
公司简介

中石油是中国最大的综合石油企业，也是世界最大的石油企业之一。截止 2013 年底，中石油的已探明原油储量为 108 亿桶，已探明天然气储量为 69.3 万亿立方英尺。2013 年中石油的原油产量约为 9.32 亿桶，可销售天然气产量约为 28019 亿立方英尺。中石油拥有约 310 万桶/天的炼油产能和约 800 万吨/年的烯烃产能。

行业展望

近期受供应增加及需求增速放缓影响，油价快速下跌至 70 美元左右，OPEC 若中长期内不减产，可能对油价形成新的压力。中国石油需求增速放缓，能源结构未来或将转向清洁替代能源，天然气价格随着国内天然气需求增长和天然气价格改革逐步推行，但我们担忧其最高门站价未来可能向下与目前存量气价格接轨，15-16 年气价不再上调。

收入按业务分布, 2013



来源: 公司数据

各类产品 EBIT

单位 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
勘探和开发	214,955	189,698	175,602	112,992	115,975
炼化	(43,511)	(24,392)	(15,653)	(2,016)	1,554
营销	16,391	7,562	12,367	14,220	16,224
管道	(2,110)	28,888	14,919	36,650	27,932
其他	(11,206)	(13,114)	(14,425)	(14,714)	(15,008)
总计	174,519	188,642	172,809	147,131	146,677

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

下调中长期油价预测，上游盈利能力或面临考验

近期布伦特油价跌至 71 美元/桶附近，自 6 月以来下跌幅度超过 38 美元/桶，WTI 跌破 67 美元/桶，为 4 年以来的最低点。我们认为，由于欧佩克国家拒绝减产，加之美国页岩油中短期内将继续惯性增产，原油市场供过于求的格局基本确立，因此我们认为 16 年前油价总体将维持在 80 美元/桶以下低位震荡，之后随着供需逐步回归常态，油价有望逐步修复。但我们预计由于未来 OPEC 对油价的调节作用将逐步减弱，长期供需平衡油价将更加取决于市场供应成本，将较之前预测下降 10 美元/桶，至 90 美元/桶。

由于中石油上游资产占比较大，而我们将长期油价预测假设下调至 90 美元/桶，因此我们预计公司上游 NAV 受油价负面影响将较大，较之前估算下降 23%；同时，我们将公司 2014-16E 勘探开发板块的 EBIT 下调至 1756/1130/1160 亿元，之前预测为 1854/1869/1912 亿元。

此外，我们认为低油价下，中石油未来将继续降本增效，减少资本开支，将开发重心转向回报率较高的常规项目，因此将 2014-16E 资本开支预期下调至 2053/1847/1977 亿元，之前预期为 2150/2020/2070 亿元。

预计炼化营销将受益于低油价，业绩总体将有所改善

我们认为公司炼油和化工板块将整体受益于中长期低油价的趋势：

- 1) 炼油板块：原料油成本有望下跌，成品油升级将总体提升终端销售价格；
- 2) 化工板块：石脑油随油价下跌，但产品价格调整滞后（如乙烯丙烯）中短期价差有望改善，业绩有望进一步减亏；

因此我们将炼化板块 15-16 年整体的 EBIT 分别上调至-20.16/15.54 亿元，之前预测为-61.31/-24.78 亿元，但我们认为今年炼化板块亏损仍将持续并扩大，因此将板块 14 年 EBIT 由-70 亿元下调至-157 亿元。

图表 1: 中石油 EBIT 预测变化

新	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
勘探开发	219,539	214,955	189,698	175,602	112,992	115,975	132,563	150,656
炼油与化工	(61,866)	(43,511)	(24,392)	(15,653)	(2,016)	1,554	5,355	9,354
营销	20,653	16,391	7,562	12,367	14,220	16,224	17,415	18,645
管道	15,530	(2,110)	28,888	14,919	36,650	27,932	28,340	33,556
其他	(11,395)	(11,206)	(13,114)	(14,425)	(14,714)	(15,008)	(15,308)	(15,615)
总计	182,461	174,519	188,642	172,809	147,131	146,677	168,365	196,596
旧	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
勘探开发	219,539	214,955	189,698	185,389	186,874	191,190	183,162	174,056
炼油与化工	(61,866)	(43,511)	(24,392)	(7,070)	(6,131)	(2,478)	1,570	6,011
营销	20,653	16,391	7,562	14,323	15,340	16,128	16,916	17,704
管道	15,530	-2,110	28,888	9,016	18,056	31,468	33,606	40,421
其他	(11,395)	(11,206)	(13,114)	(14,425)	(14,714)	(15,008)	(15,308)	(15,615)
总计	182,461	174,519	188,642	187,232	199,425	221,300	219,946	222,578
变化	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
勘探开发				(9,787)	(72,116)	(75,216)	(50,599)	(23,400)
炼油与化工				(8,583)	4,043	4,032	3,786	3,343
营销				(1,956)	(976)	96	498	940
管道				5,903	17,305	(3,535)	(5,266)	(6,865)
其他				0	0	0	0	0
总计				(14,422)	(51,744)	(74,623)	(51,581)	(25,982)

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 2:中石油运营预测假设变化

新	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
每股收益(元/股)	0.76	0.73	0.63	0.71	0.62	0.53	0.52	0.60	0.71
Brent(美元/桶)	80.0	111.1	111.7	108.9	99.7	69.8	80.0	85.0	90.0
实现油价(美元/桶)	72.9	104.2	103.7	100.4	91.7	64.2	73.6	78.2	82.8
天然气井口价(美元/千立方英尺)	4.00	4.74	5.05	5.64	6.49	6.49	5.57	6.18	6.83
采收成本(美元/桶当量)	9.5	11.2	11.7	13.2	13.8	13.5	13.8	14.0	14.3
勘探开发成本(美元/桶当量)	2.8	2.9	2.8	2.9	3.1	3.0	3.1	3.1	3.2
折旧(美元/桶当量)	9.1	10.6	12.3	13.4	14.0	13.7	14.0	14.2	14.5
原油产量(千桶/天)	2,350	2,428	2,511	2,556	2,580	2,586	2,593	2,599	2,606
天然气产量(百万立方英尺/天)	6,085	6,565	7,010	7,674	8,288	8,868	9,489	10,153	10,864
天然气产量(千桶当量/天)	1,014	1,094	1,168	1,279	1,381	1,478	1,581	1,692	1,811
油气产量(千桶当量/天)	3,364	3,522	3,679	3,835	3,961	4,064	4,174	4,292	4,417
天然气产量占比	30%	31%	32%	33%	35%	36%	38%	39%	41%
天然气销量(十亿方)	63	75	85	99	107	118	129	146	161
天然气进口量(十亿方)	5	17	27	35	38	45	51	62	71
管道气进口成本(美元/千立方英尺)	8.5	8.5	10.4	9.5	9.3	6.5	7.0	7.3	7.5
LNG进口成本(美元/千立方英尺)	13.0	15.0	19.3	18.3	17.8	15.0	13.5	14.3	15.0
西二线亏损(元/方)	1.3	1.3	1.3	0.9	0.7	0.1	0.4	0.4	0.4
进口天然气亏损(百万元)	(6,500)	(21,400)	(41,900)	(41,872)	(35,166)	(17,584)	(31,590)	(38,656)	(40,297)
国内管线 ROA	10.3%	11.0%	9.0%	10.5%	10.8%	11.2%	11.9%	12.9%	13.7%
炼油与化工(美元/桶)	1.3	(9.7)	(6.8)	(3.7)	(2.5)	(0.5)	0.0	0.5	1.0
营销(美元/桶)	2.6	3.2	2.5	1.1	1.8	2.0	2.2	2.3	2.4
资本开支(十亿元)	161	162	227	226	205	185	198	197	188
自由现金流(美元/桶)	3.7	10.9	4.5	3.7	5.8	3.0	2.5	4.4	7.2
变化	2010	2011	2012	2013	14E	15E	16E	17E	18E
每股收益(元/股)					-10%	-28%	-36.6%	-26.7%	-15%
Brent(美元/桶)					-5%	-30%	-20%	-15%	-10%
实现油价(美元/桶)					-5%	-30%	-20%	-15%	-10%
天然气井口价(美元/千立方英尺)					0%	-13%	-31%	-23%	-15%
采收成本(美元/桶当量)					-2%	-8%	-9%	-11%	-13%
勘探开发成本(美元/桶当量)					0%	-6%	-8%	-9%	-11%
折旧(美元/桶当量)					0%	-4%	-4%	-4%	-4%
原油产量(千桶/天)					0%	-1%	-1%	-2%	-3%
天然气产量(百万立方英尺/天)					0%	-1%	-2%	-3%	-4%
天然气产量(千桶当量/天)					0%	-1%	-2%	-3%	-4%
油气产量(千桶当量/天)					0%	-1%	-2%	-2%	-3%
天然气产量占比					0%	0%	0%	0%	-1%
天然气销量(十亿方)					-2%	-1%	-5%	-5%	-7%
天然气进口量(十亿方)					-6%	-2%	-9%	-8%	-10%
管道气进口成本(美元/千立方英尺)					-15%	-38%	-30%	-27%	-25%
LNG进口成本(美元/千立方英尺)					-3%	-14%	-18%	-12%	-6%
西二线亏损(元/方)					-14%	-78%	30%	22%	7%
天然气进口补贴(百万元)					-10%	-47%	12%	15%	14%
炼油与化工(美元/桶)					108%	-50%	-100%	NA	100%
营销(美元/桶)					-10%	0%	10%	15%	20%
资本开支(十亿元)					-4%	-8%	-5%	-4%	-11%
自由现金流(美元/桶)					4%	-61%	-69%	-46%	-4%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

盈利预测与估值

下调 14-16E 年盈利预测

由于我们下调了中长期油价预测，并预期低油价将对公司占比较大的上游业绩产生较大负面影响，加之未来与油价挂钩的天然气门站价存在下调风险，我们将公司 2014-16E 净利润下调至 1135/967/958 亿元，EPS 下调至 0.62/0.53/0.52 元/股，下调幅度 10.24%/28.62%/36.62%。

图表 3: 中石油盈利预测新旧对比

	2014E	2015E	2016E
净利润（百万元）			
新	113,480	96,715	95,847
旧	126,433	135,496	151,237
变化%	-10.24%	-28.62%	-36.62%
EPS（元/股）			
新	0.62	0.53	0.52
旧	0.69	0.74	0.83
变化%	-10.24%	-28.62%	-36.62%

来源: 瑞银证券估算

图表 4: 中石油 EPS 预测: 瑞银证券 vs 市场一致预期

(元)	2014E	2015E	2016E
瑞银证券预测	0.62	0.53	0.52
万得一致预期	0.67	0.72	0.8
瑞银证券 vs 一致预期	-7%	-26%	-35%

来源: 瑞银证券预测, WIND。市场一致预期截至 2014 年 12 月 2 日。

下调目标价至 7.9 元/股，下调评级至“卖出”

我们采用分部加法来推导目标价，我们将目标价由 8.14 元下调至 7.9 元：

1) 我们预期低油价对公司上游 NAV 估值和盈利将产生较大负面影响，另外我们去掉了 NAV 估值中的或有储量的价值，并将勘探开发相对 NAV 的折价率由之前的 55% 下调至 25%，与中石化一致。

2) 炼油，营销及化工板块将整体一定程度受益于低油价，我们预计基本面总体将有所改善，且一季度油价最低因此全年将没有库存损失风险。采用 6.1X 的 EV/EBITDA，低于亚洲同业的 9X，因为国内的炼油盈利基本处于国家管制中，其盈利波动和风险小于亚洲同业，但同时上行弹性也小于同行，因此 EV/EBITDA 偏低。

3) 未来国内管道业务中，天然气进口亏损时间可能延长，因此略微下调其板块估值，但未来气价随油价接轨的风险并未计入其中。

参考 PE 估值：

我们的目标价对应 2015 年 15 倍 PE，与 09 年至今的 PE(TTM 15.3 倍) 接近。因为，A 股市场的总体估值明显上升，因此高于去年平均的 11XPE；但是低于历史高峰的 20XPE，因为资源股的估值将随着油价的下行预期而下降。

我们下调评级至“卖出”，主要原因在于我们认为：（1）市场低估了油价低位运行的时间，且高估了公司的 15 年的盈利；（2）市场情绪较好，指数基金持续买入大盘蓝筹，但盈利下降的情况下，估值并不算“便宜”，因此我们认为即使大盘持续上升，公司将会跑输大盘。

图表 5: 中石油历史 PE BAND (TTM)



来源: 万得一致预期; 注: 数据截至 2014 年 12 月 2 日

图表 6: 中石油估值新旧对比

百万元	新	旧	注释
勘探和开发	1,263,785	1,203,005	相对 NAV 折价率 25%
管道 (国内)	410,331	547,170	EV/EBITDA=6.1
管道 (进口天然气亏损)	(198,681)	(225,212)	
炼化	144,999	120,950	EV/EBITDA(15 年) =6.1
营销	165,783	174,406	EV/EBITDA(15 年) =6.1
长期投资 (2015 年账面价值, 之前为 2014 年)	286,334	262,334	
企业价值	2,072,551	2,082,652	
净债务	(526,975)	(496,542)	
少数股东权益	(99,867)	(96,182)	
股权价值	1,445,709	1,489,928	
股本	183,021	183,021	
目标价 (元/股)	7.90	8.14	

来源: 瑞银证券估算

中国石油 A (601857.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	2,003,843	2,195,296	2,285,642	2,181,932	-4.5	2,041,370	-6.4	2,183,628	2,329,562	2,477,663
息税折旧摊销前利润(UBS)	310,969	319,282	340,513	325,673	-4.4	302,029	-7.3	309,387	338,148	373,995
折旧、折耗、摊销及勘探	(128,508)	(144,763)	(151,871)	(152,863)	-0.7	(154,898)	-1.3	(162,710)	(169,783)	(177,398)
息税前利润(UBS)	182,461	174,519	188,642	172,809	-8.4	147,131	-14.9	146,677	168,365	196,596
联营及其他公司收入(UBS, 税前)	10,902	8,262	10,228	12,000	17.32	12,000	0.00	12,000	12,000	12,000
净利息	(8,212)	(16,101)	(20,859)	(22,044)	-5.7	(23,155)	-5.0	(23,954)	(24,452)	(23,859)
其他税前项目	(936)	131	52	(2,000)	-	0	-	0	0	0
税前利润(UBS)	184,215	166,811	178,063	160,765	-9.7	135,976	-15.4	134,724	155,912	184,737
税项(UBS)	(38,256)	(36,191)	(35,789)	(34,676)	3.1	(28,514)	17.8	(28,226)	(33,100)	(39,729)
税后利润(UBS)	145,959	130,620	142,274	126,089	-11.4	107,461	-14.8	106,497	122,813	145,007
少数股东权益	(12,998)	(15,294)	(12,675)	(12,609)	0.5	(10,746)	14.8	(10,650)	(12,281)	(14,501)
股息(优先)	0	0	0	0	-	0	NM	0	0	0
净利润(UBS)	132,961	115,326	129,599	113,480	-12.4	96,715	-14.8	95,847	110,531	130,507
例外项目/特殊项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(财报)	132,961	115,326	129,599	113,480	-12.4	96,715	-14.8	95,847	110,531	130,507
税率(%)	-20.8	-21.7	-20.1	-21.6	-7.3	-21.0	2.8	-21.0	-21.2	-21.5
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(财报, 稀释后)	0.73	0.63	0.71	0.62	-12.4	0.53	-14.8	0.52	0.60	0.71
每股收益(UBS, 基本)	0.73	0.63	0.71	0.62	-12.4	0.53	-14.8	0.52	0.60	0.71
每股收益(UBS 稀释后)	0.73	0.63	0.71	0.62	-12.4	0.53	-14.8	0.52	0.60	0.71
每股股息净值(Rmb)	0.33	0.28	0.32	0.28	-12.4	0.24	-14.8	0.24	0.27	0.32
每股现金收益(UBS, 稀释后)	1.48	1.46	1.60	1.60	0.0	1.52	-5.1	1.55	1.67	1.81
每股账面价值	5.48	5.81	6.19	6.53	5.5	6.82	4.5	7.11	7.44	7.83
平均股数(稀释后)	183,021	183,021	183,021	183,021	0.0	183,021	0.0	183,021	183,021	183,021
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	61,172	43,395	51,407	45,486	-11.5	42,228	-7.2	36,064	39,855	29,211
其他流动资产	321,539	370,937	379,546	364,838	-3.9	346,081	-5.1	371,900	395,396	417,657
流动资产总额	382,711	414,332	430,953	410,324	-4.8	388,308	-5.4	407,964	435,251	446,867
有形固定资产净值	1,372,007	1,569,888	1,648,823	1,744,372	5.8	1,804,366	3.4	1,866,406	1,922,994	1,965,865
无形固定资产净值	90,297	102,834	143,993	143,993	0.0	143,993	0.0	143,993	143,993	143,993
投资/其他资产	72,571	81,842	118,341	130,341	10.1	142,341	9.2	154,341	166,341	178,341
总资产	1,917,586	2,168,896	2,342,110	2,429,030	3.7	2,479,009	2.1	2,572,704	2,668,579	2,735,067
应付账款和其他短期负债	422,340	423,501	452,722	424,053	-6.3	400,440	-5.6	426,335	454,340	482,470
短期债务	137,698	151,247	192,767	135,942	-29.5	116,340	-14.4	111,425	118,502	125,081
流动负债总额	560,038	574,748	645,489	559,994	-13.2	516,780	-7.7	537,760	572,842	607,551
长期债务	180,675	293,774	302,862	412,862	36.3	452,862	9.7	472,862	472,862	432,862
其它长期负债	94,327	119,626	123,824	123,824	0.0	123,824	0.0	123,824	123,824	123,824
负债总额	835,040	988,148	1,072,175	1,096,680	2.3	1,093,466	-0.3	1,134,446	1,169,528	1,164,237
普通股股东权益	1,002,745	1,064,010	1,132,735	1,195,149	5.5	1,248,343	4.5	1,301,059	1,361,851	1,433,630
少数股东权益	79,801	116,738	137,200	137,200	0.0	137,200	0.0	137,200	137,200	137,200
负债和权益总计	1,917,586	2,168,896	2,342,110	2,429,030	3.7	2,479,009	2.1	2,572,704	2,668,579	2,735,067
运用资本总额	1,339,747	1,582,374	1,714,157	1,835,666	7.1	1,912,517	4.2	1,986,482	2,050,560	2,099,562
净(债务)现金	(257,201)	(401,626)	(444,222)	(503,317)	-13.3	(526,975)	-4.7	(548,223)	(551,509)	(528,732)
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
剔除少数股东权益前净利润(财报)	145,959	130,620	142,274	126,089	-12.4	107,461	-14.8	106,497	122,813	145,007
记入费用的折旧、折耗、摊销及勘探	117,606	136,501	141,643	140,863	-0.55	142,898	1.44	150,710	157,783	165,398
营运资本变动净值	(2,296)	(64,926)	(10,303)	(12,848)	-24.7	1,305	-	364	(364)	(760)
其他(经营性)	(28,464)	(22,863)	(41,969)	(15,113)	64.0	(18,162)	-20.2	(12,288)	(7,127)	(5,370)
经营性现金流	232,805	179,332	231,645	238,992	3.2	233,504	-2.3	245,283	273,105	304,275
资本支出	(267,975)	(311,744)	(304,100)	(275,096)	9.5	(241,322)	12.3	(250,380)	(251,120)	(244,131)
权益自由现金流量	(35,170)	(132,412)	(72,455)	(36,104)	50.2	(7,819)	78.3	(5,097)	21,985	60,144
(收购)与处置净值	(14,482)	(14,387)	31,346	0	-	0	-	0	0	0
已付股息	(63,300)	(58,041)	(53,470)	(51,066)	4.5	(43,522)	14.8	(43,131)	(49,739)	(58,728)
股份发行/回购	0	(202)	(99)	0	-	0	-	0	0	0
Net other cash flows	128,415	187,265	102,690	81,250	-20.9	48,082	-40.8	42,064	31,545	(12,060)
净债务的现金流(增加)/减少	15,463	(17,777)	8,012	(5,921)	-	(3,259)	45.0	(6,164)	3,791	(10,644)
外汇/非现金项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净债务减少额(增加额)	15,463	(17,777)	8,012	(5,921)	-	(3,259)	45.0	(6,164)	3,791	(10,644)

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

中国石油 A (601857.SS)

经营数据	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
产量(千桶石油当量/日)	3,522	3,679	3,835	3,961	4,064	4,174	4,292	4,417
估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市盈率(财报, 稀释后)	14.7	14.8	11.7	13.5	15.8	16.0	13.9	11.7
市盈率(UBS, 稀释后)	14.7	14.8	11.7	13.5	15.8	16.0	13.9	11.7
股价/每股现金收益(稀释后)	7.2	6.4	5.2	5.2	5.5	5.4	5.0	4.6
权益自由现金流(UBS) 收益率 %	(1.8)	(7.8)	(4.8)	(2.4)	(0.5)	(0.3)	1.5	4.0
净股息收益率(%)	3.1	3.0	3.8	3.3	2.8	2.8	3.2	3.8
市净率	1.9	1.6	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
企业价值/息税折旧摊销前利润	6.9	6.3	5.6	6.0	6.6	6.5	6.0	5.4
企业价值/债务调整后现金流	8.8	7.7	7.4	7.6	8.4	8.0	7.3	6.5
企业价值/息税前利润	11.7	11.6	10.2	11.4	13.6	13.8	12.1	10.3
债务调整后现金流(UBS)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
剔除少数股东权益前净利润(财报)	145,959	130,620	142,274	126,089	107,461	106,497	122,813	145,007
记入费用的折旧、折耗、摊销及勘探	117,606	136,501	141,643	140,863	142,898	150,710	157,783	165,398
其他非现金项目: 集团	(15,466)	(7,569)	(29,294)	(13,113)	(18,162)	(12,288)	(7,127)	(5,370)
其他非现金项目: 联营公司	0	0	0	0	0	0	0	0
税后利息	6,507	12,608	16,667	17,289	18,299	18,935	19,261	18,728
其他	(10,902)	(8,262)	(10,228)	(14,000)	(12,000)	(12,000)	(12,000)	(12,000)
债务调整后现金流(UBS)	243,704	263,898	261,062	257,129	238,498	251,854	280,730	311,763
企业价值(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	1,912,256	1,690,708	1,500,544	1,488,109	1,488,109	1,488,109	1,488,109	1,488,109
净债务(现金)	222,556	329,414	422,924	473,770	515,146	537,599	549,866	538,478
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	0	0
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	2,134,812	2,020,122	1,923,468	1,961,879	2,003,255	2,025,708	2,037,976	2,026,587
非核心资产	0	0	0	0	0	0	0	0
核心企业价值	2,134,812	2,020,122	1,923,468	1,961,879	2,003,255	2,025,708	2,037,976	2,026,587
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
油气产量	4.7	4.5	4.2	3.3	2.6	2.7	2.8	2.9
息税折旧摊销前利润(UBS)	5.7	2.7	6.6	(4.4)	(7.3)	2.4	9.3	10.6
息税前利润(UBS)	(2.8)	(4.4)	8.1	(8.4)	(14.9)	(0.3)	14.8	16.8
EPS(UBS, diluted)	(5.0)	(13.3)	12.4	(12.4)	(14.8)	(0.9)	15.3	18.1
每股股息净值	(5.0)	(13.3)	12.4	(12.4)	(14.8)	(0.9)	15.3	18.1
盈利能力	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
平均占用资本回报率(UBS)	12.0	9.8	10.4	8.1	6.9	6.8	7.0	8.0
净股东权益回报率(UBS)	13.7	11.2	12.1	9.7	8.1	7.9	8.3	9.5
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	0.8	1.3	1.3	1.5	1.7	1.8	1.6	1.4
净债务/总权益 %	25.6	37.7	39.2	42.1	42.2	42.1	40.5	36.9
净债务/(净债务+总权益) %	20.4	27.4	28.2	29.6	29.7	29.6	28.8	26.9
净债务/企业价值	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
资本支出/折旧 %	254.5	250.2	234.6	195.3	168.9	166.1	159.2	147.6
资本支出/经营性现金流 %	115.1	173.8	131.3	115.1	103.3	102.1	91.9	80.2
息税前利润/净利息	22.2	10.8	9.0	7.8	6.4	6.1	6.9	8.2
股息保障倍数(UBS)	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
股息支付率(UBS) %	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0
分部门息税前利润(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
上游	219,539	214,955	189,698	175,602	112,992	115,975	132,563	150,656
下游	(25,683)	(29,230)	12,058	11,633	48,853	45,711	51,110	61,555
其他	(11,395)	(11,206)	(13,114)	(14,425)	(14,714)	(15,008)	(15,308)	(15,615)
总计	182,461	174,519	188,642	172,809	147,131	146,677	168,365	196,596

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

风险声明

我们认为，中国政府法律法规的变化可能会影响石油天然气行业，例如对上游原油产品征收暴利税或对下游炼油产品设定最高价，这将对我们的预测产生影响。同时，机械故障也会是对下游资产的一种风险。此外，油服行业在历史上无论是营业利润和股价表现都显示了高度的周期性；潜在的风险影响及人气的变化会影响相关股票的估值。