

中国石化 A

股价已经反应油价可能的反弹预期

下调 15-16E 盈利预测

瑞银将 15-17E 布伦特油价预测由 70/80/85 美元/桶分别下调为 52.5/67.5/80 美元/桶，维持长期油价 90 美元/桶预测不变。我们将此纳入中石油的盈利预测中，并考虑了 65 美元/桶的新特别收益金起征点，因此分别下调了 15-16E EPS 38%/6% 至 0.33/0.49 元，但上调了 17E EPS 10%。我们认为公司 14 年 4 季度 EPS 将受油价大幅下跌负面影响，预计环比减少 33%，同比减少 47%。

油气价格联动，加大油价下行对业绩的影响

我们预计：原油价格下降，将会削弱上游的盈利；另外气价也将下调，这可能会放大油价下跌对公司盈利的影响。我们预计如果天然气价格年中调整幅度可能较大；乐观的情况下，1H15 就进行调整，下调幅度较小，但之后下调幅度可能加大。只要进口天然气合同没有大幅修正的情况下，进口的天然气风险还是不小。

股价尚未反应 50 美元的油价预期

从 12 月起中石油上涨超过 50%，和非银金融的股价关联度超过 70%，公司作为指数杠杆的效应被充分体现。我们并不认同现在的股价已经内涵了油价从 100 下跌到 50 美元的预期，而更多是由于市场的整体估值水平提升和交易策略所致，因此我们认为油价反弹买中石油，或许并不一定能获得超额收益。

估值：上调目标价至 9.79 元/股，维持“卖出”评级

我们认为中石油由于存在国企改革，或减少高成本油田，未来上游盈利能力可能逐步改善，因此将中石油上游资产 NAV 折价率由之前的 25% 下调为 5%。采用分部估值法，我们得出公司的 12 个月目标价 9.79 元/股，对应 16 年 PE 20X，我们的目标价已经反映了市场整体估值上行的预期，维持“卖出”评级。

Equities

中国

大型石油公司

12 个月评级 **卖出**
保持不变

12 个月目标价 **Rmb9.79**
之前: Rmb7.90

股价 **Rmb13.09**

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	Rmb13.09-7.47
市值	Rmb2,270 十亿/US\$363 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)	182,987
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb1,917.8
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb1,195 十亿
市净率 (12/14E)	2.0x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/14E	0.62	0.62	-0.49 0.66
12/15E	0.53	0.33	-37.88 0.54
12/16E	0.52	0.49	-6.04 0.69

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	112,930	60,079	90,057	121,177	151,530
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.73	0.63	0.71	0.62	0.33	0.49	0.66	0.83
每股现金收益 (UBS, 稀释后) (Rmb)	1.48	1.46	1.60	1.60	1.30	1.46	1.66	1.85
债务调整后现金流(UBS)	243,704	263,898	261,062	255,977	185,951	248,328	286,215	323,878
每股股息净值(Rmb)	0.33	0.28	0.32	0.28	0.15	0.22	0.30	0.37
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	3,950	3,934	3,974	4,067	4,171
平均占用资本回报率 (UBS) %	12.0	9.8	10.4	8.0	4.8	6.6	7.7	9.1
企业价值/债务调整后现金流 (UBS)x	8.8	7.7	7.4	10.8	15.2	11.5	9.9	8.7
股价 / 每股现金收益 (UBS, 稀释后) (x)	7.2	6.4	5.2	8.2	10.1	9.0	7.9	7.1
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	14.7	14.8	11.7	21.2	39.9	26.6	19.8	15.8
净股息收益率(%)	3.1	3.0	3.8	2.1	1.1	1.7	2.3	2.8

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 2015 年 01 月 26 日 22 时 39 分的股价(Rmb13.09)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 9.79 元/股，对应 2015 年市盈率为 29.7 倍，给予“卖出”评级。瑞银预测公司 2014-2016 年每股收益分别为 0.62/0.33/0.49 元，市场一致预期分别为 0.65/0.67/0.72 元。

乐观情景

如 15-16 年 Brent 上涨至每桶 90 美元左右，上游 NAV 无折价，国内天然气价格上涨快于预期，我们估算 14-16E EPS 可能升至 0.62/0.77/0.72 元/股，每股估值或可提高至 10.24 元/股。

悲观情景

如 15-16 年 Brent 下跌至每桶 40 美元左右，上游 NAV 折价 30%，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 0.62/0.15/0.11 元/股，每股估值为 7.52 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/桶左右。

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

Rmb9.79

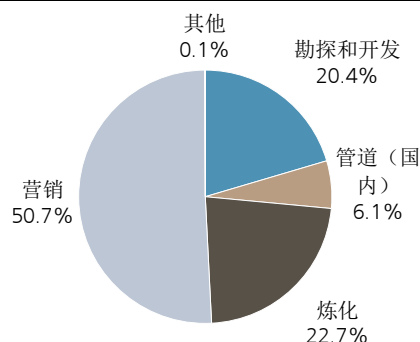
公司简介

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 50 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，天然气价格有望随着国内天然气需求增长和天然气价格改革逐步推行提升，但我们担忧低油价下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	174,805	61,612	108,139
炼化	(43,511)	(24,392)	(15,653)	(2,016)	5,241
营销	16,391	7,562	12,367	14,220	16,224
管道	(2,110)	28,888	14,919	38,766	27,932
其他	(11,206)	(13,114)	(14,425)	(14,137)	(13,854)
总计	174,519	188,642	172,013	98,444	143,683

来源：公司数据，瑞银证券估算

油气价格联动， 加大油价下行对业绩的影响

由于近年国家发改委将天然气价格通过 LPG 和燃料油与国际油价关联，使得公司的运营与油价的关联度增加，因此公司的业绩受油价波动的影响也在逐年放大。

近期瑞银下调了 15-16E 短期油价预测至 52.5/67.5 美元/桶(之前为 70/80 美元/桶)，我们认为原油价格下降，将会削弱上游的盈利；气价我们预计也将下调，这可能会放大公司对油价的风险。乐观的情况下，1H15 就进行调整，下调幅度较小，但之后下调幅度可能加大；如果年中调整幅度可能较大。只要进口天然气合同没有大幅修正的情况下，进口的天然气风险还是不小。

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	174,805	61,612	108,139	148,665	179,268
炼油与化工	(61,866)	(43,511)	(24,392)	(15,653)	(2,016)	5,241	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	38,766	27,932	28,444	33,556
其他	(11,395)	(11,206)	(13,114)	(14,425)	(14,137)	(13,854)	(14,131)	(14,414)
总计	182,461	174,519	188,642	172,013	98,444	143,683	185,748	226,409
旧	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
变化	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
勘探开发				(797)	(51,380)	(7,836)	16,102	28,612
炼油与化工				0	0	3,687	0	0
营销				0	0	0	0	0
管道				0	2,116	0	104	0
其他				0	577	1,154	1,177	1,201
总计				(797)	(48,687)	(2,994)	17,384	29,813

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	0.33	0.49	0.66	0.83
Brent(美元/桶)	80.0	111.1	111.7	108.9	99.7	52.5	67.5	80.0	90.0
实现油价(美元/桶)	72.9	104.2	103.7	100.4	91.7	48.3	62.1	73.6	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	6.13	6.83
采收成本(美元/桶当量)	9.5	11.2	11.7	13.2	13.8	12.4	11.8	12.1	12.5
勘探开发成本(美元/桶当量)	2.8	2.9	2.8	2.9	3.1	2.9	2.8	2.8	2.9
折旧(美元/桶当量)	9.1	10.6	12.3	13.4	14.0	13.7	13.4	13.7	13.9
原油产量(千桶/天)	2,350	2,428	2,511	2,556	2,568	2,456	2,392	2,375	2,361
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	3,950	3,934	3,974	4,067	4,171
天然气产量占比	30%	31%	32%	33%	35%	38%	40%	42%	43%
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	14.0	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)	(15,468)	(31,590)	(38,552)	(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)	0.5	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	222	180	180	170	170
自由现金流(美元/桶)	3.7	10.9	4.5	3.7	3.9	(1.1)	2.7	7.5	10.3
变化	2010	2011	2012	2013	14E	15E	16E	17E	18E
每股收益(元/股)					0%	-38%	-6.0%	9.6%	16%
Brent(美元/桶)					0%	-25%	-16%	-6%	0%
实现油价(美元/桶)					0%	-25%	-16%	-6%	0%
天然气井口价(美元/千立方英尺)					0%	0%	0%	-1%	0%
采收成本(美元/桶当量)					0%	-8%	-14%	-14%	-13%
勘探开发成本(美元/桶当量)					0%	-3%	-10%	-9%	-8%
折旧(美元/桶当量)					0%	0%	-4%	-4%	-4%
原油产量(千桶/天)					0%	-5%	-8%	-9%	-9%
天然气产量(百万立方英尺/天)					0%	0%	0%	0%	0%
天然气产量(千桶当量/天)					0%	0%	0%	0%	0%
油气产量(千桶当量/天)					0%	-3%	-5%	-5%	-6%
天然气产量占比					0%	3%	5%	6%	6%
天然气销量(十亿方)					0%	0%	0%	0%	0%
天然气进口量(十亿方)					0%	0%	0%	0%	0%
管道气进口成本(美元/千立方英尺)					0%	0%	0%	0%	0%
LNG进口成本(美元/千立方英尺)					0%	-7%	0%	0%	0%
西二线亏损(元/方)					0%	0%	0%	0%	0%
天然气进口补贴(百万元)					0%	-12%	0%	0%	0%
炼油与化工(美元/桶)					0%	0%	NA	0%	0%
营销(美元/桶)					0%	0%	0%	0%	0%
资本开支(十亿元)					8%	-3%	-9%	-14%	-10%
自由现金流(美元/桶)					-33%	-138%	6%	70%	43%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

盈利预测与估值

下调 15-16E 油价预测，相应下调盈利预测

瑞银将 15-17E 油价预测由 70/80/85 美元/桶分别下调为 52.5/67.5/80 美元/桶，维持长期油价 90 美元/桶预测不变。我们将此纳入中石油的盈利预测中，并考虑了 65 美元/桶的新特别收益金起征点，因此分别下调了 15-16E EPS 38%/6% 至 0.33/0.49 元，但上调了 17E EPS 10%。我们认为公司 14 年 4 季度 EPS 将受油价大幅下跌负面影响，预计环比减少 33%，同比减少 47%。

图表 3: 中石油盈利预测新旧对比

	2014E	2015E	2016E
净利润（百万元）			
新	112,930	60,079	90,057
旧	113,480	96,715	95,847
变化%	-0.49%	-37.88%	-6.04%
EPS（元/股）			
新	0.62	0.33	0.49
旧	0.62	0.53	0.52
变化%	-0.49%	-37.88%	-6.04%

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	0.33	0.49
万得一致预期	0.65	0.67	0.72
瑞银证券 vs 一致预期	-4.6%	-50.7%	-31.9%

来源: 瑞银证券预测, WIND。市场一致预期截至 2015 年 1 月 26 日。

上调目标价至 9.79 元/股，维持“卖出”评级

采用分部估值法，我们得出公司的 12 个月目标价 9.79 元/股。

上游勘探开发的估值基于 90 美元的油价，下调折扣率至 5%，因为公司未来有国企改革、处置高成本油田，成本降低的预期，因此我们下调折扣率。

同时我们认为 15 年天然气有望存增量气并轨，因此将其天然气管道 EV/EBITDA 估值由原来的 6.1 倍上调至 9 倍，和亚洲同业一致。

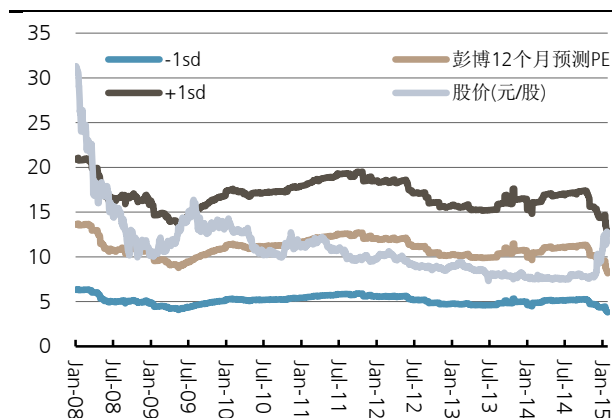
我们认为低油价的原料成本减少将一定程度上利好公司的炼化板块，同时也有利于刺激成品油需求上升，因此将公司炼化和营销板块 EV/EBITDA 估值分别上调至 15E 6.8/8.8 倍（与亚洲同业和中石化一致），之前预测为 6.1 倍。

图表 5: 中石油估值新旧对比

百万元	新	旧	注释
勘探和开发	1,576,467	1,263,785	NAV 折价 5%, Brent90 美元假设, 10%折现率 EV/EBITDA=9
管道(国内)	605,407	410,331	
管道(进口天然气亏损)	(363,653)	(198,681)	EV/EBITDA(15年)=6.8 EV/EBITDA(15年)=8.8
炼化	160,638	144,999	
营销	237,681	165,783	EV/EBITDA(15年)=6.8 EV/EBITDA(15年)=8.8
长期投资(2015年账面价值,之前为2014年)	286,334	286,334	
企业价值	2,502,873	2,072,551	
净债务	(574,035)	(526,975)	
少数股东权益	(137,200)	(99,867)	
股权价值	1,791,638	1,445,709	
股本	183,021	183,021	
目标价(元/股)	9.79	7.90	

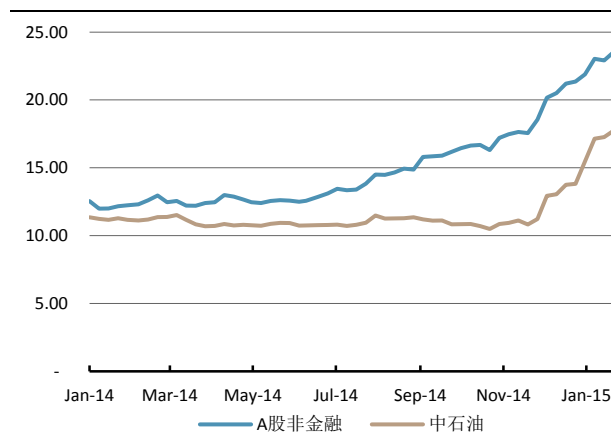
来源:瑞银证券估算

图表 7: 中石油历史 PE BAND



来源: 彭博一致预期; 注: 数据截至2015年1月26日

图表 8: 中石油 vs 非金融 A 股 PE



来源: WIND, 朝阳永续; 注: A股非金融(GICS金融, 包括银行, 非银, 地产)

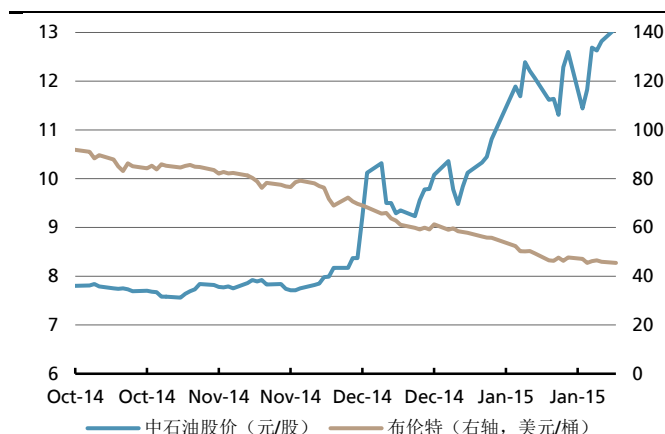
同时参考 PE 估值, 我们的目标价对应 2016 的 20XPE。高于我们给与中石化的 15XPE, 主要由于:

第一, 中石油业绩对油价的敏感性超过中石化, 因此预期油价逐年慢慢恢复的背景下, 估值也应该更高。

第二, 因为公司具有流通盘小, 上证指数权重大的优势, 对于指数投资来说可能具有吸引力。

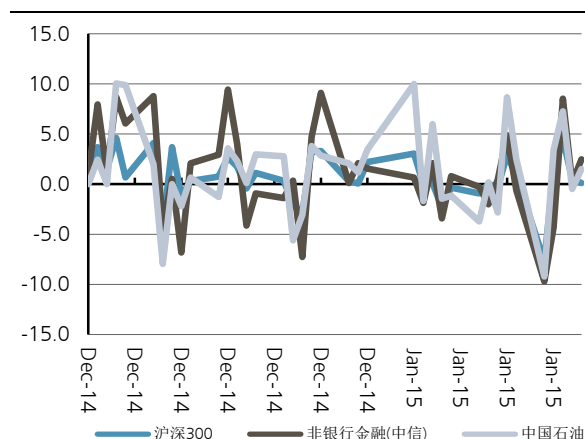
从 12 月起中石油上涨超过 50%, 和非银金融的股价关联度超过 70%, 和油价没有关联, 我们认为这是公司作为指数杠杆的效应被充分体现。

图表 7: 中石油 vs Brent



来源: 彭博, 注: 数据截至 2015 年 1 月 26 日

图表 8: 中石油 vs 沪深 300 vs 非银金融股涨幅(%)



来源: WIND, 数据截至 2015 年 1 月 26 日

我们谨慎看待原油价格大跌后反弹对油公司股价的提振作用，维持卖出“评级”。

第一，我们预计油价将是一个 U 型反弹，而不是 V 型。如果油价由于金融市场因素超跌至 30 美元以下，那么可能反弹至合理的 50-60 美元之间。但是如果从 50 美元反弹，高度可能有限，如果反弹至 65 美元以上，页岩油的资本开支下降可能就会明显减慢。

第二，我们认为市场对中石油的一致预期过高。15 年的市场预期是 0.67 元/股，存在被高估的可能，这接近我们 2017 年的预测（基于 75 美元油价均价，天然气亏损减少，炼化盈利大幅改善的假设）。

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	2,179,332	-4.7	1,889,871	-13.3	2,055,898	2,246,396	2,426,677
息税折旧摊销前利润(UBS)	310,969	319,282	340,513	324,519	-4.7	249,263	-23.2	294,871	342,861	390,046
折旧、折耗、摊销及勘探	(128,508)	(144,763)	(151,871)	(152,506)	-0.4	(150,819)	1.1	(151,188)	(157,113)	(163,636)
息税前利润(UBS)	182,461	174,519	188,642	172,013	-8.8	98,444	-42.8	143,683	185,748	226,409
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)	(22,042)	-5.7	(24,346)	-10.5	(26,361)	(26,474)	(25,501)
其他税前项目	(936)	131	52	(2,000)	-	0	100.0	0	0	0
税前利润 (UBS)	184,215	166,811	178,063	159,971	-10.2	86,098	-46.2	129,322	171,275	212,908
税项(UBS)	(38,256)	(36,191)	(35,789)	(34,493)	3.6	(17,043)	50.6	(26,984)	(36,633)	(46,209)
税后利润(UBS)	145,959	130,620	142,274	125,477	-11.8	69,056	-45.0	102,338	134,641	166,699
少数股东权益	(12,998)	(15,294)	(12,675)	(12,548)	1.0	(8,977)	28.5	(12,281)	(13,464)	(15,170)
股息(优先)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (UBS)	132,961	115,326	129,599	112,930	-12.9	60,079	-46.8	90,057	121,177	151,530
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	112,930	-12.9	60,079	-46.8	90,057	121,177	151,530
税率(%)	-20.8	-21.7	-20.1	-21.6	-7.3	-19.8	8.2	-20.9	-21.4	-21.7
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	-12.9	0.33	-46.8	0.49	0.66	0.83
每股收益 (UBS, 基本)	0.73	0.63	0.71	0.62	-12.9	0.33	-46.8	0.49	0.66	0.83
每股收益(UBS 稀释后)	0.73	0.63	0.71	0.62	-12.9	0.33	-46.8	0.49	0.66	0.83
每股股息净值(Rmb)	0.33	0.28	0.32	0.28	-12.9	0.15	-46.8	0.22	0.30	0.37
每股现金收益(UBS, 稀释后)	1.48	1.46	1.60	1.60	-0.3	1.30	-18.8	1.46	1.66	1.85
每股账面价值	5.48	5.81	6.19	6.53	5.5	6.71	2.8	6.98	7.34	7.80
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	28,070	-45.4	48,169	71.6	55,530	66,150	75,430
其他流动资产	321,539	370,937	379,546	364,568	-3.9	324,643	-11.0	351,836	381,704	408,341
流动资产总额	382,711	414,332	430,953	392,637	-8.9	372,813	-5.0	407,366	447,855	483,771
有形固定资产净值	1,372,007	1,569,888	1,648,823	1,761,259	6.8	1,820,608	3.4	1,876,498	1,918,434	1,956,864
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	2,428,230	3.7	2,479,755	2.1	2,582,198	2,676,623	2,762,970
应付账款和其他短期负债	422,340	423,501	452,722	423,643	-6.4	368,637	-13.0	405,470	444,315	479,488
短期债务	137,698	151,247	192,767	135,855	-29.5	109,342	-19.5	105,421	114,354	122,186
流动负债总额	560,038	574,748	645,489	559,498	-13.3	477,979	-14.6	510,891	558,669	601,674
长期债务	180,675	293,774	302,862	412,862	36.3	512,862	24.2	532,862	512,862	472,862
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	1,096,184	2.2	1,114,665	1.7	1,167,577	1,195,355	1,198,360
普通股股东权益	1,002,745	1,064,010	1,132,735	1,194,846	5.5	1,227,890	2.8	1,277,421	1,344,068	1,427,410
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	2,428,230	3.7	2,479,755	2.1	2,582,198	2,676,623	2,762,970
运用资本总额	1,339,747	1,582,374	1,714,157	1,852,693	8.1	1,939,125	4.7	1,997,374	2,042,334	2,084,227
净(债务) 现金	(257,201)	(401,626)	(444,222)	(520,647)	-17.2	(574,035)	-10.3	(582,753)	(561,065)	(519,617)
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	125,477	-12.9	69,056	-46.8	102,338	134,641	166,699
记入费用的折旧、折耗、摊销及勘探	117,606	136,501	141,643	140,506	-0.80	138,819	-1.20	139,188	145,113	151,636
营运资本变动净值	(2,296)	(64,926)	(10,303)	(12,805)	-24.3	2,368	-	(300)	(673)	(1,039)
其他(经营性)	(28,464)	(22,863)	(41,969)	(15,296)	63.6	(29,451)	-92.5	(2,059)	(2,351)	(2,424)
经营性现金流	232,805	179,332	231,645	237,883	2.7	180,792	-24.0	239,167	276,730	314,873
资本支出	(267,975)	(311,744)	(304,100)	(291,626)	4.1	(236,597)	18.9	(232,708)	(223,798)	(225,929)
权益自由现金流量	(35,170)	(132,412)	(72,455)	(53,743)	25.8	(55,805)	-3.8	6,459	52,933	88,944
(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)	(50,818)	5.0	(27,035)	46.8	(40,526)	(54,530)	(68,188)
股份发行/回购	0	(202)	(99)	0	-	0	-	0	0	0
Net other cash flows	128,415	187,265	102,690	81,224	-20.9	102,939	26.7	41,428	12,218	(11,476)
净债务的现金流(增加)/减少	15,463	(17,777)	8,012	(23,337)	-	20,099	-	7,361	10,621	9,280
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	(23,337)	-	20,099	-	7,361	10,621	9,280

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	3,950	3,934	3,974	4,067	4,171
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	21.2	39.9	26.6	19.8	15.8
市盈率 (UBS, 稀释后)	14.7	14.8	11.7	21.2	39.9	26.6	19.8	15.8
股价/每股现金收益(稀释后)	7.2	6.4	5.2	8.2	10.1	9.0	7.9	7.1
权益自由现金流(UBS) 收益率 %	(1.8)	(7.8)	(4.8)	(2.4)	(2.5)	0.3	2.3	3.9
净股息收益率(%)	3.1	3.0	3.8	2.1	1.1	1.7	2.3	2.8
市净率	1.9	1.6	1.3	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7
企业价值/息税折旧摊销前利润	6.9	6.3	5.6	8.5	11.3	9.7	8.3	7.2
企业价值/债务调整后现金流	8.8	7.7	7.4	10.8	15.2	11.5	9.9	8.7
企业价值/息税前利润	11.7	11.6	10.2	16.0	28.6	19.8	15.3	12.5
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	125,477	69,056	102,338	134,641	166,699
记入费用的折旧、折耗、摊销及勘探	117,606	136,501	141,643	140,506	138,819	139,188	145,113	151,636
其他非现金项目: 集团	(15,466)	(7,569)	(29,294)	(13,296)	(29,451)	(2,059)	(2,351)	(2,424)
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	19,527	20,861	20,811	19,966
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	255,977	185,951	248,328	286,215	323,878
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	2,269,849	2,269,849	2,269,849	2,269,849	2,269,849
净债务 (现金)	222,556	329,414	422,924	482,435	547,341	578,394	571,909	551,185
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	2,752,283	2,817,190	2,848,243	2,841,758	2,821,034
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	2,752,283	2,817,190	2,848,243	2,841,758	2,821,034
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	3.0	(0.4)	1.0	2.3	2.6
息税折旧摊销前利润(UBS)	5.7	2.7	6.6	(4.7)	(23.2)	18.3	16.3	13.8
息税前利润(UBS)	(2.8)	(4.4)	8.1	(8.8)	(42.8)	46.0	29.3	21.9
EPS (UBS, diluted)	(5.0)	(13.3)	12.4	(12.9)	(46.8)	49.9	34.6	25.0
每股股息净值	(5.0)	(13.3)	12.4	(12.9)	(46.8)	49.9	34.6	25.0
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	8.0	4.8	6.6	7.7	9.1
净股东权益回报率(UBS)	13.7	11.2	12.1	9.7	5.1	7.5	9.2	11.2
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	1.6	2.3	2.0	1.6	1.3
净债务/总权益 %	25.6	37.7	39.2	43.6	46.7	45.6	41.7	36.4
净债务/ (净债务 + 总权益) %	20.4	27.4	28.2	30.3	31.9	31.3	29.5	26.7
净债务/企业价值	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
资本支出 / 折旧 %	254.5	250.2	234.6	207.6	170.4	167.2	154.2	149.0
资本支出/经营性现金流%	115.1	173.8	131.3	122.6	130.9	97.3	80.9	71.8
息税前利润/净利息	22.2	10.8	9.0	7.8	4.0	5.5	7.0	8.9
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	174,805	61,612	108,139	148,665	179,268
下游	(25,683)	(29,230)	12,058	11,633	50,969	49,398	51,215	61,555
其他	(11,395)	(11,206)	(13,114)	(14,425)	(14,137)	(13,854)	(14,131)	(14,414)
总计	182,461	174,519	188,642	172,013	98,444	143,683	185,748	226,409

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。

中国石化 A 投资理由

我们看好炼油战略性改善：第一，成品油定价机制下，预计公司的平均炼油盈利水平将保持 2-3 美元/桶，较 13 年之前明显改善；第二，在未来的 3-5 年的油品升级过程中，成品油价格有望继续上升，并继续提升炼油的盈利水平。公司上下游一体化战略，未来有望通过（1）增加上游天然气产量（2）增加煤化工比例，来增强资源的自给能力。我们认为一体化程度加大将增加公司的抗风险能力，提高总资产的收益率。我们采用 PE 估值法，给予 16 年 PE15 倍，得到目标价 7.05 元/股，给予“中性”评级。我们预测 2014-16 年 EPS 分别为 0.52/0.25/0.47 元，市场一致预期分别为 0.58/0.62/0.71 元。

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 9.79 元/股，对应 2015 年市盈率为 29.7 倍，给予“卖出”评级。瑞银预测公司 2014-2016 年每股收益分别为 0.62/0.33/0.49 元，市场一致预期分别为 0.65/0.67/0.72 元。

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。