



股票代码	601857.CH	0857.HK
评级	<b>持有</b>	<b>持有</b>
收盘价	人民币 11.07	港币 8.68
目标价	人民币 10.47	港币 8.67
原目标价	人民币 7.72	港币 10.21
上/下浮比例	-5%	+0%
目标价格基础	较H股目标价 格折让	资产净值和远 期市盈率
板块评级	中立	中立

# 中国石油

## 天然气改革前景不明

我们将2014-16年盈利预测下调11-70%，以反映石油价格、天然气价格和石油产量预测值的下滑。尽管下游部门2016年的盈利状况有望改善，但是目前石油价格大跌，很难抵消上游业务盈利的大幅下跌。如果未来天然气价格降低，中国石油也会是最大的受害者，而其原油产量将出现下滑。因此我们维持对H股和A股的持有评级。

### 支撑评级的要点

- 近年来，石油勘探和生产部门已成为中石油的主要收入来源，除此之外其他所有业务均出现净亏损。鉴于目前油价大跌，我们认为2015年该板块的经营利润将同比下降76%。尽管其他板块的盈利能力将会改善，但我们认为仍难以弥补上游利润减少造成的巨大盈利空隙。
- 在经历了油价下跌之后，2015年天然气价格统一的结果目前尚不明朗。尽管我们假设增量气价格同比下降13%，但仍不能排除出现增量气和存量气价格同时下调等更加剧烈的变化。作为国内最大的天然气供应商，一旦天然气价格大幅下跌，中石油将成为最大受害者。
- 公司主要油田——大庆油田，在未来6年内产量将逐步下调20%。根据我们的预测，大庆油田的产量占公司2014年总产量的31%，该油田产量下降期间中石油的石油总产量也将随之下降。

### 评级面临的风险

- 较A股大幅折让导致投资者重回H股；
- 进口天然气价格超预期下跌。

### 估值

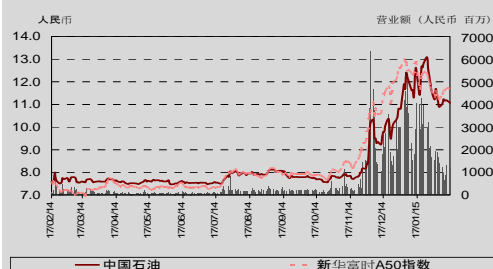
- 由于市盈率较高且投资者可能设有上限，我们将目标估值由单纯基于每股净资产改为平均14倍远期市盈率并较基于分部加总估值法的每股净资产折让16%（5年平均）。因此我们将目标价由10.21港币下调为8.67港币。
- A股方面，我们仍根据3个月A-H平均折让设定目标价。自去年十月的上一份报告以来，3个月A-H平均折让已从折让4%扩大到溢价62%，因此我们将目标价由7.72元人民币上调为10.47元人民币。

### 投资摘要—A股

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	2,195,296	2,258,124	2,276,174	1,916,356	2,167,847
变动(%)	10	3	1	(16)	13
净利润(人民币 百万)	115,323	129,577	104,429	38,205	74,984
全面摊薄每股收益(人民币)	0.630	0.708	0.571	0.209	0.410
变动(%)	(13.3)	12.4	(19.4)	(63.4)	96.3
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.708	0.702	0.743
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.638	0.687	0.795
调整幅度(%)	-	-	(10.6)	(69.6)	(48.5)
全面摊薄市盈率(倍)	17.6	15.6	19.4	53.0	27.0
每股现金流量(人民币)	1.45	1.64	1.65	1.40	1.65
价格/每股现金流量(倍)	7.6	6.8	6.7	7.9	6.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.8	8.1	9.3	12.6	9.7
每股股息(人民币)	0.284	0.319	0.257	0.094	0.185
股息率(%)	2.6	2.9	2.3	0.8	1.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现—A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	2.4	(12.1)	41.4	46.4
相对新华富时A50指数	9.7	0.5	3.5	(8.0)

发行股数(百万)	183,021
流通股(%)	2
流通股市值(人民币 百万)	2,026,042
3个月日均交易额(人民币 百万)	2,316
净负债比率(%) (2014E)	39
主要股东(%)	
中国石油天然气集团公司	87

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2015年2月16日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

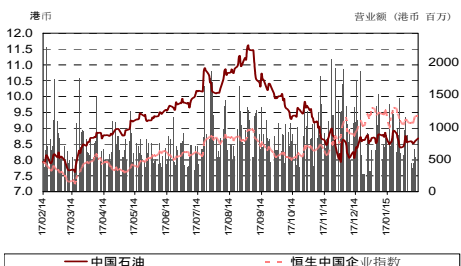
能源: 石油及天然气

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120019

**股价表现—H股**


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	0.9	(0.5)	0.0	11.0
相对恒生中国企业指数	1.4	0.7	(10.9)	(9.1)

发行股数(百万)	183,021
流通股(%)	12
流通股市值(港币 百万)	1,588,622
3个月日均交易额(港币 百万)	962
净负债比率(%) (2014E)	39
主要股东(%)	
中国石油天然气集团公司	87

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
 以2015年2月16日收市价为标准

**投资摘要—H股**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	2,195,296	2,258,124	2,276,174	1,916,356	2,167,847
变动(%)	10	3	1	(16)	13
净利润(人民币 百万)	115,326	129,599	104,406	38,182	74,961
全面摊薄每股收益(人民币)	0.630	0.708	0.570	0.209	0.410
变动(%)	(13.3)	12.4	(19.4)	(63.4)	96.3
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.631	0.403	0.595
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.638	0.687	0.795
调整幅度(%)	-	-	(10.6)	(69.6)	(48.5)
全面摊薄市盈率(倍)	11.1	9.9	12.2	33.5	17.1
每股现金流量(人民币)	1.40	1.69	1.65	1.40	1.65
价格/每股现金流量(倍)	5.0	4.1	4.2	5.0	4.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.2	4.9	5.4	7.1	5.6
每股股息(人民币)	0.284	0.319	0.257	0.094	0.185
股息率(%)	4.1	4.6	3.7	1.3	2.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**2014年业绩预测**

中石油将在2015年3月26日公布2014年全年业绩。我们预期在国际财务会计准则和中国会计准则下, 公司净利润为1,044亿元人民币, 同比下滑19%。由于石油价格大跌, 成品油和石化产品价格应声而降, 预计公司2014年4季度总库存损失为220亿元人民币。因此, 我们预期中石油4季度净利润仅为84亿元人民币, 环比下降70%。

**图表1. 分部经营利润预测 (H股)**

年结日: 12月31日 (人民币, 十亿)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
勘探及生产	215.0	189.7	182.3	43.9	102.1
炼油及化工	(43.5)	(24.4)	(30.6)	(6.4)	(9.8)
炼油	(33.7)	(4.7)	(10.8)	0.2	(4.1)
化工	(9.8)	(19.7)	(19.9)	(6.6)	(5.8)
营销	16.4	7.6	5.5	12.0	12.6
天然气及管道	(2.1)	28.9	15.1	32.0	32.0
总部	(11.2)	(13.1)	(14.3)	(14.6)	(15.0)
合计	174.5	188.6	158.0	66.8	121.9

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**图表 2. 关键假设变化**

	原假设			新假设		
	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
<b>勘探及生产</b>						
原油产量(百万桶)	944.9	953.5	962.4	944.9	930.3	928.0
可售天然气产量(十亿立方英尺)	2,997.8	3,318.8	3,650.9	2,997.8	3,177.8	3,493.1
实现原油价格(美元/桶)	95.4	82.2	84.1	94.8	53.0	67.4
实现天然气价格(美元/千立方英尺)	6.41	7.75	8.59	6.42	7.16	7.18
现金操作成本(美元/桶油当量)	13.83	14.24	14.67	13.76	13.76	14.17
全部成本(美元/桶油当量)	45.3	42.9	44.6	45.0	36.1	38.6
<b>炼油</b>						
原油加工量(百万桶)	1,030.0	1,081.5	1,135.6	1,017.1	1,047.6	1,079.0
经营利润(人民币/桶)	1.8	19.1	13.4	(10.6)	0.2	(3.8)
<b>天然气及管道</b>						
天然气销售额(十亿立方米)	110.4	129.1	144.6	112.0	117.6	131.8
平均天然气价格(人民币/立方米)	1.82	2.07	2.23	1.82	1.99	1.98
<b>进口天然气数量(十亿立方米)</b>						
中亚管道天然气	31.6	31.6	35.0	30.0	31.0	35.0
缅甸管道天然气	3.0	6.0	12.0	2.0	4.5	12.0
液化天然气	7.1	14.2	12.0	7.2	5.8	5.8
<b>进口天然气价格(人民币/立方米)</b>						
中亚管道天然气	2.28	1.90	1.95	2.33	2.02	2.09
缅甸管道天然气	2.34	1.94	2.00	2.39	2.05	2.13
液化天然气	3.89	3.24	3.33	3.89	3.62	3.68

资料来源: 中银国际研究预测

**图表 3. 分类加总估值法估值 (H股)**

	估值法	2015年预期 每股净资产 (人民币)
勘探及生产	10%的折现现金流	8.88
炼油及化工产品	1倍账面值	1.07
营销	1倍账面值	1.13
天然气及管道	1倍账面值	2.23
总部费用	8.1%的折现现金流	(0.40)
联营公司及投资	账面值	0.77
净现金/(负债)	资产负债表	(3.06)
少数股东权益	资产负债表	(0.82)
总计(人民币)		9.80
总计(港币)		12.17

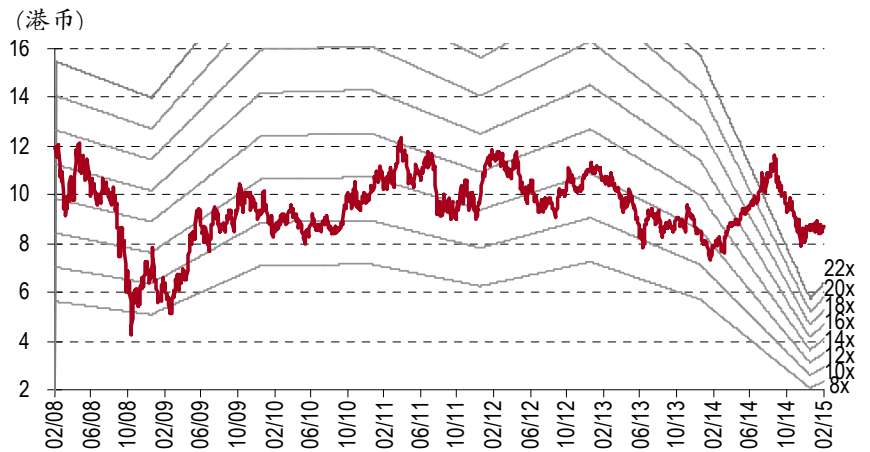
资料来源: 中银国际研究预测

图表 4. 股价对预测净资产值溢价/(折让) (H股)



资料来源：中银国际研究预测

图表 5. 预期市盈率区间 (H股)



资料来源：中银国际研究预测

**损益表 - A股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	2,195,296	2,258,124	2,276,174	1,916,356	2,167,847
销售成本	(1,880,897)	(1,940,503)	(2,015,334)	(1,752,444)	(1,938,809)
经营费用	9,604	4,739	37,382	60,285	62,829
息税折旧前利润	173,468	162,839	118,710	29,012	83,281
折旧及摊销	(150,535)	(159,521)	(179,512)	(195,184)	(208,586)
经营利润(息税前利润)	324,003	322,360	298,222	224,196	291,867
净利息收入/(费用)	(16,955)	(21,949)	(20,881)	(25,711)	(28,316)
其他收益/(损失)	10,297	37,126	48,490	47,228	48,351
税前利润	166,810	178,016	146,319	50,529	103,316
所得税	(36,192)	(35,787)	(30,727)	(10,611)	(21,696)
少数股东权益	(15,295)	(12,652)	(11,163)	(1,712)	(6,636)
净利润	115,323	129,577	104,429	38,205	74,984
核心净利润	115,323	104,755	104,429	38,205	74,984
每股收益(人民币)	0.630	0.708	0.571	0.209	0.410
核心每股收益(人民币)	0.630	0.572	0.571	0.209	0.410
每股股息(人民币)	0.284	0.319	0.257	0.094	0.185
收入增长(%)	10	3	1	(16)	13
息税前利润增长(%)	(5)	(6)	(27)	(76)	187
息税折旧前利润增长(%)	4	(1)	(7)	(25)	30
每股收益增长(%)	(13)	12	(19)	(63)	96
核心每股收益增长(%)	(13)	(9)	0	(63)	96

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 - A股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	166,810	178,016	146,319	50,529	103,316
折旧与摊销	150,535	159,521	179,512	195,184	208,586
净利息费用	16,955	21,949	20,881	25,711	28,316
运营资本变动	(70,713)	(31,651)	(2,163)	5,345	(5,174)
税金	(36,192)	(35,787)	(30,727)	(10,611)	(21,696)
其他经营现金流	38,383	7,958	(11,216)	(9,964)	(11,088)
经营活动产生的现金流	265,778	300,006	302,606	256,194	302,260
购买固定资产净值	(330,861)	(310,223)	(296,500)	(252,023)	(250,000)
投资减少/增加	(25,703)	30,717	0	0	0
其他投资现金流	24,338	12,996	0	0	0
投资活动产生的现金流	(332,226)	(266,510)	(296,500)	(252,023)	(250,000)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	126,627	54,282	37,233	38,940	(3,464)
支付股息	(58,040)	(57,675)	(59,864)	(24,308)	(26,010)
其他融资现金流	(16,290)	(21,049)	(21,071)	(25,900)	(28,505)
融资活动产生的现金流	52,297	(24,442)	(43,703)	(11,268)	(57,979)
现金变动	(14,151)	9,054	(37,597)	(7,098)	(5,719)
期初现金	64,299	49,953	57,250	19,643	12,545
公司自由现金流	(64,385)	35,718	7,757	4,862	52,676
权益自由现金流	44,078	66,919	22,457	17,400	20,480

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 - A股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	49,953	57,250	19,643	12,545	6,825
应收帐款	64,450	64,027	64,539	54,336	61,467
库存	214,117	227,017	224,231	184,870	208,162
其他流动资产	67,993	82,659	202,983	216,729	236,630
流动资产总计	396,513	430,953	511,396	468,479	513,085
固定资产	1,569,607	1,648,516	1,744,775	1,786,251	1,810,954
无形资产	64,008	69,817	61,526	60,312	59,099
其他长期资产	138,709	192,718	204,720	215,141	226,166
长期资产总计	1,772,324	1,911,051	2,011,021	2,061,704	2,096,219
总资产	2,168,837	2,342,004	2,522,418	2,530,184	2,609,304
应付帐款	278,427	298,075	293,780	246,724	273,956
短期债务	151,247	192,767	291,060	383,464	446,001
其他流动负债	145,074	154,647	154,647	154,647	154,647
流动负债总计	574,748	645,489	739,487	784,835	874,604
长期借款	293,774	302,862	333,550	280,359	214,100
其他长期负债	119,549	123,745	123,745	123,745	123,745
股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
储备	881,126	949,829	994,393	1,008,290	1,057,264
股东权益	1,064,147	1,132,850	1,177,414	1,191,311	1,240,285
少数股东权益	116,619	137,058	148,221	149,933	156,569
总负债及权益	2,168,837	2,342,004	2,522,418	2,530,184	2,609,304
每股帐面价值(人民币)	5.81	6.19	6.43	6.51	6.78
每股有形资产(人民币)	5.46	5.81	6.10	6.18	6.45
每股净负债(现金)(人民币)	2.16	2.40	3.31	3.56	3.57

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率 - A股**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	14.8	14.3	13.1	11.7	13.5
息税前利润率(%)	7.9	7.2	5.2	1.5	3.8
税前利润率(%)	7.6	7.9	6.4	2.6	4.8
净利率(%)	5.3	5.7	4.6	2.0	3.5
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
利息覆盖率(倍)	9.2	6.9	5.1	1.1	2.8
净权益负债率(%)	33.5	34.5	45.6	48.6	46.8
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	17.6	15.6	19.4	53.0	27.0
核心业务市盈率(倍)	17.6	19.3	19.4	53.0	27.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	16.6	18.3	18.3	50.2	25.6
市净率(倍)	1.9	1.8	1.7	1.7	1.6
价格/现金流(倍)	7.6	6.8	6.7	7.9	6.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.8	8.1	9.3	12.6	9.7
<b>周转率</b>					
存货周转天数	38.5	41.5	40.9	42.6	37.0
应收帐款周转天数	9.8	10.4	10.3	11.3	9.7
应付帐款周转天数	42.5	46.6	47.5	51.5	43.8
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	45.0	45.0	45.0	44.9	45.0
净资产收益率(%)	11.2	11.8	9.0	3.2	6.2
资产收益率(%)	6.6	5.8	3.9	0.9	2.6
已运用资本收益率(%)	11.6	9.7	6.5	1.5	4.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



**损益表 - H股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	2,195,296	2,258,124	2,276,174	1,916,356	2,167,847
销售成本	(1,693,172)	(1,769,893)	(1,777,183)	(1,538,515)	(1,713,827)
经营费用	(175,630)	(136,224)	(161,470)	(115,823)	(123,517)
息税折旧前利润	174,519	188,642	158,009	66,835	121,916
折旧及摊销	(151,975)	(163,365)	(179,512)	(195,184)	(208,586)
经营利润(息税前利润)	326,494	352,007	337,520	262,019	330,502
净利息收入/(费用)	(16,101)	(20,859)	(20,881)	(25,711)	(28,316)
其他收益/(损失)	8,393	10,280	11,416	10,154	11,277
税前利润	166,811	178,063	148,543	51,277	104,877
所得税	(36,191)	(35,789)	(32,977)	(11,384)	(23,283)
少数股东权益	(15,294)	(12,675)	(11,161)	(1,711)	(6,634)
净利润	115,326	129,599	104,406	38,182	74,961
核心净利润	115,326	104,777	104,406	38,182	74,961
每股收益(人民币)	0.630	0.708	0.570	0.209	0.410
核心每股收益(人民币)	0.630	0.572	0.570	0.209	0.410
每股股息(人民币)	0.284	0.319	0.257	0.094	0.185
收入增长(%)	10	3	1	(16)	13
息税前利润增长(%)	(4)	8	(16)	(58)	82
息税折旧前利润增长(%)	2	8	(4)	(22)	26
每股收益增长(%)	(13)	12	(19)	(63)	96
核心每股收益增长(%)	(13)	(9)	0	(63)	96

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 - H股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	166,811	178,063	148,543	51,277	104,877
折旧与摊销	151,975	163,365	179,512	195,184	208,586
净利息费用	16,101	20,859	20,881	25,711	28,316
运营资本变动	(64,926)	(10,303)	674	26,963	(17,049)
税金	(41,847)	(48,807)	(35,789)	(32,977)	(11,384)
其他经营现金流	27,275	6,211	(11,416)	(10,154)	(11,277)
经营活动产生的现金流	255,389	309,388	302,406	256,005	302,070
购买固定资产净值	(311,779)	(304,100)	(296,500)	(252,023)	(250,000)
投资减少/增加	(6,811)	34,707	0	0	0
其他投资现金流	(11,204)	5,876	0	0	0
投资活动产生的现金流	(329,794)	(263,517)	(296,500)	(252,023)	(250,000)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	126,627	54,282	37,233	38,940	(3,464)
支付股息	(65,540)	(58,874)	(59,864)	(24,308)	(26,010)
其他融资现金流	(1,832)	(28,506)	(20,881)	(25,711)	(28,316)
融资活动产生的现金流	59,255	(33,098)	(43,513)	(11,079)	(57,790)
现金变动	(15,150)	12,773	(37,607)	(7,098)	(5,720)
期初现金	61,591	46,245	57,250	19,643	12,545
公司自由现金流	(72,342)	48,093	7,557	4,673	52,486
权益自由现金流	36,121	79,294	22,257	17,210	20,290

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 - H股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	46,245	57,250	19,643	12,545	6,825
应收帐款	64,450	64,027	64,539	54,336	61,467
库存	214,117	227,017	224,231	184,870	208,162
其他流动资产	67,993	82,659	106,664	144,081	149,344
流动资产总计	392,805	430,953	415,077	395,833	425,799
固定资产	1,569,888	1,648,823	1,745,082	1,786,558	1,811,261
无形资产	63,048	67,270	66,814	66,358	65,902
其他长期资产	143,155	195,064	207,066	217,487	228,512
长期资产总计	1,776,091	1,911,157	2,018,962	2,070,403	2,105,675
总资产	2,168,896	2,342,110	2,434,040	2,466,236	2,531,473
应付帐款	131,928	130,353	128,754	106,152	119,526
短期债务	151,247	192,767	291,060	383,464	446,001
其他流动负债	291,573	322,369	322,369	322,369	322,369
流动负债总计	574,748	645,489	742,183	811,985	887,897
长期借款	293,774	302,862	242,396	189,205	122,946
其他长期负债	119,626	123,824	123,824	123,824	123,824
股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
储备	880,989	949,714	994,255	1,008,129	1,057,080
股东权益	1,064,010	1,132,735	1,177,276	1,191,150	1,240,101
少数股东权益	116,738	137,200	148,361	150,072	156,706
总负债及权益	2,168,896	2,342,110	2,434,040	2,466,236	2,531,473
每股帐面价值(人民币)	5.81	6.19	6.43	6.51	6.78
每股有形资产(人民币)	5.47	5.82	6.07	6.15	6.42
每股净负债(现金)(人民币)	2.18	2.40	2.81	3.06	3.07

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率 - H股**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	14.9	15.6	14.8	13.7	15.2
息税前利润率(%)	7.9	8.4	6.9	3.5	5.6
税前利润率(%)	7.6	7.9	6.5	2.7	4.8
净利率(%)	5.3	5.7	4.6	2.0	3.5
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
利息覆盖率(倍)	9.6	8.2	7.0	2.5	4.2
净权益负债率(%)	33.8	34.5	38.8	41.8	40.2
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	11.1	9.9	12.2	33.5	17.1
核心业务市盈率(倍)	11.1	12.2	12.2	33.5	17.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	11.1	12.2	12.2	33.4	17.0
市净率(倍)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0
价格/现金流(倍)	5.0	4.1	4.2	5.0	4.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.2	4.9	5.4	7.1	5.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	42.7	45.5	46.3	48.5	41.9
应收帐款周转天数	9.8	10.4	10.3	11.3	9.7
应付帐款周转天数	20.4	21.2	20.8	22.4	19.0
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0
净资产收益率(%)	11.2	11.8	9.0	3.2	6.2
资产收益率(%)	6.7	6.7	5.1	2.1	3.8
已运用资本收益率(%)	11.7	11.3	8.8	3.6	6.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测