

沪港通股票

中国石化 A

炼化化工有望带动 2Q 盈利估值双回升

上调 15 年油价预测，上游最坏时期或已过去

瑞银将 15 年布伦特油价由 52.5 美元/桶上调至 56.25 美元/桶，并且预期油价将逐步震荡反弹。我们预期 15Q1 公司勘探开发板块 EBIT 将环比继续有所下降，但我们认为油价大幅下跌的最坏时期或已经过去。

2Q 开始：炼化化工盈利或将体现

我们认为低油价时代，石脑油化工的竞争优势将重回，成本优势得以凸显，因此看好未来公司化工板块盈利能力的提升，我们估算 15 年 炼油/化工板块都有望扭亏为盈，EBIT 分别为 236/35.6 亿元。我们认为公司的炼油板块将受益于国 IV 国 V 升级，炼油毛利有望从 14 年的-0.2 美元/桶提升至 2-3 美元/桶。并且从 3 月份起炼化化工摆脱了高价库存的影响，利润有望在 2Q 开始显现。炼化盈利的改善应会有助于板块的估值提升。

上调 15 年盈利预测

由于瑞银上调了 15 年油价假设，我们认为公司上游勘探开发盈利能力有望提升，此外，我们看好 15 年炼油板块盈利能力进一步改善，我们因此上调公司 15 年 EPS 预测 17% 至 0.29 元。我们微调 16-17 年 EPS 0.19% 和 -1.4% 至 0.47/0.62 元。

估值：上调目标价至 7.27 元，维持“中性”评级

我们采用 PE 估值法，基于 16 年 15.5 倍 PE（原 16 年 15.3x）将目标价由 7.05 元/股上调至 7.27 元/股，维持中性评级。

Equities

中国

大型石油公司

12 个月评级 **中性**
保持不变

12 个月目标价 **Rmb7.27**
之前: Rmb7.05

股价 **Rmb6.82**

路透代码: 600028.SS 彭博代码 600028 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb7.18-4.89

市值 Rmb791 十亿/US\$127 十亿

已发行股本 95,558 百万 (ORDA)

流通股比例 39%

日均成交量(千股) 548,774

日均成交额(Rmb 百万) Rmb3,468.0

普通股股东权益 (12/15E) Rmb657 十亿

市净率 (12/15E) 1.3x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/15E	0.25	0.29	16.75	0.37
12/16E	0.46	0.47	0.19	0.49
12/17E	0.63	0.62	-1.40	0.54

严蓓娜

分析师

S1460511080002

nina.yan@ubssecurities.com

+86-213-866 8884

重要数据 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
净利润 (UBS)	63,797	61,344	51,256	35,971	56,807	75,549	92,468	95,063
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.54	0.50	0.42	0.29	0.47	0.62	0.76	0.78
每股现金收益 (UBS, 稀释后) (Rmb)	1.13	1.21	1.12	1.05	1.25	1.46	1.64	1.69
债务调整后现金流(UBS)	160,185	168,709	160,524	156,785	182,100	209,838	235,209	244,092
每股股息净值(Rmb)	0.18	0.24	0.20	0.14	0.22	0.29	0.36	0.37
盈利能力和估值	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
产量(千桶石油当量/日)	1,172	1,213	1,315	1,352	1,411	1,488	1,572	1,623
平均占用资本回报率 (UBS) %	7.9	6.9	4.9	4.2	6.6	8.2	9.7	10.0
企业价值/债务调整后现金流 (UBS)x	4.8	4.9	5.7	6.7	5.4	4.7	4.3	4.2
股价 / 每股现金收益 (UBS, 稀释后) (x)	4.5	4.1	4.6	6.5	5.4	4.7	4.2	4.0
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	9.5	9.7	12.4	23.2	14.7	11.0	9.0	8.8
净股息收益率(%)	3.5	4.9	3.9	2.1	3.3	4.3	5.3	5.4

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 04 月 13 日 17 时 27 分的股价(Rmb6.82)得出。

投资主题

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有望提升至 2-3 美元/桶，较 14 年明显改善；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）增强资源的自给能力来实现。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 PE15.5 倍，得到目标价 7.27 元/股，给予“中性”评级。我们预测 2015-16 年 EPS 分别为 0.29/0.47/0.62 元，市场一致预期分别为 0.38 /0.49 /0.55 元。

乐观情景

假设 15-16 年 布伦特油价上涨至每桶 70 美元以上，中国需求回升超预期，我们估算 2015-16E EPS 可达 0.44 /0.71 元，每股估值会上升到 11.1 元。

悲观情景

若 15-16 年 布伦特油价下跌至每桶 40 美元，我们估算 2015-16E EPS 可能降至 0.25 /0.40 元，公司每股估值可能降为 6.3 元。

近期催化剂

我们认为公司股价存在多个正面催化剂包括：1) 15-16 年低通胀及油价有望平稳；2) 15 年成品油升级有利于改善炼油盈利；3) 15 年天然气产量有望提升；4) 15 年石化产业景气度或转好；5) 降本增效或将有助于提高 ROIC，降低净负债率。

负面催化剂：1) 油价反弹不达预期；2) 国企混合所有制改革进度可能不达预期。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb7.27

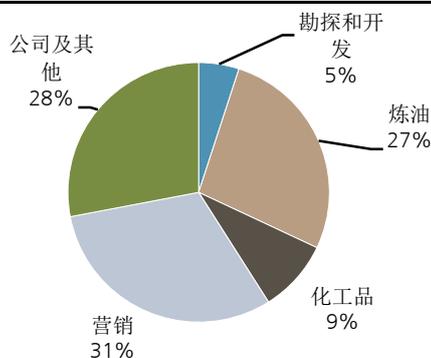
公司简介

中国石化是中国领先的一体化能源和石油公司，在东部及沿海地区居于主导地位，占中国石油总需求的 74%。公司的上游石油资产和生产规模小于其下游炼油和石化业务。中国石化的盈利对国际油价、国内炼油业务利润率以及全球石化周期反应敏感。

行业展望

我们预计由于非 OPEC 供应逐步增加，美国的能源效率提高，原油的长期价格将长期下降到 90 美元/桶。若成品油定价机制维持稳定，油品升级有望逐步提升炼油盈利；低价的天然气原料可能持续对大石化的盈利能力造成压力。

收入按业务分布, 2014



来源：公司数据

各类产品 EBIT (百万元)

	2013	2014	2015 E	2016 E	2017E
勘探和开发	54,793	47,057	2,668	20,442	40,979
炼油	8,599	(1,954)	23,557	31,486	35,043
化工品	35,143	29,449	39,602	41,965	45,594
营销	868	(2,181)	3,562	3,668	3,778
公司及其他	(2,618)	1,116	(1,500)	(1,500)	(1,500)
总计	96,785	73,487	67,889	96,061	123,895

来源：公司数据，瑞银证券估算

上调 15 年油价预测，上游最坏时期或已过去

瑞银将 15 年布伦特油价由 52.5 美元/桶上调至 56.25 美元/桶，并且预期油价将逐步震荡反弹，我们认为这一趋势将有利于中石化上游基本面从 2Q 开始环比改善。

我们预期 15Q1 公司勘探开发板块 EBIT 将环比继续有所下行，甚至出现亏损，但我们认为油价大幅下跌的最坏时期或已经过去。我们预测 15 年全年公司勘探开发 EBIT 为 27 亿元，之前预测为亏损 35 亿元，除了油价上调预期以外，也有改革成本下降的因素。

炼化化工板块或值得期待

我们认为低油价时代，石脑油化工的竞争优势将重回，成本优势得以凸显，因此看好未来公司化工板块盈利能力的提升，我们估算 15 年 炼油和化工板块都有望扭亏为盈，EBIT 分别为 236/35.6 亿元。

我们认为公司的炼油板块将受益于国 IV 国 V 升级，炼油毛利有望从 14 年的-0.2 美元/桶提升至 2-3 美元/桶，化工板块有望受益于原料结构改善，我们认为炼化板块未来总体值得期待。

从 3 月开始，由于油价走出底部，且高价库存消化，我们预计炼化盈利将有所体现，2Q 利润将明显环比改善。

营销板块混合所有制改革继续推进

我们看好中石化销售公司混合所有制改革的前景，我们认为 15 年公司有望制定进一步具体改革和参与的方案，16-17 年有望对业绩产生实质性贡献，因此略上调 16-17 年营销的 EBIT。

图表 1: 中石化 EBIT 预测变化 (不含抵消项, 百万元)

新	10A	11A	12A	13A	14A	15E	16E	17E	18E
勘探开发	47,149	71,631	70,054	54,793	47,057	2,668	20,442	40,979	57,598
炼油	15,855	(35,780)	(11,444)	8,599	(1,954)	23,557	31,486	35,043	38,717
营销	30,760	44,696	42,652	35,143	29,449	39,602	41,965	45,594	51,185
化工	15,037	26,732	1,178	868	(2,181)	3,562	3,668	3,778	3,892
其他	(2,342)	(2,640)	(2,443)	(3,412)	(1,063)	(1,500)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
总计	106,459	104,639	99,997	95,991	71,308	67,889	96,061	123,895	149,892
旧	10A	11A	12A	13A	14 A	15E	16E	17E	18E
勘探开发	47,149	71,631	70,054	54,793	47,057	(3,538)	20,901	42,372	58,743
炼油	15,855	(35,780)	(11,444)	8,599	(1,954)	23,506	33,595	38,040	42,716
营销	30,760	44,696	42,652	35,143	29,449	39,666	41,962	45,504	51,123
化工	15,037	26,732	1,178	868	(2,181)	3,683	3,867	4,060	4,263
其他	(2,342)	(2,640)	(2,443)	(3,412)	(1,063)	(1,600)	(1,600)	(1,800)	(2,000)
总计	106,459	104,639	99,997	95,991	71,308	61,716	98,725	128,176	154,845
变化						15E	16E	17E	18E
勘探开发						6,206	(459)	(1,393)	(1,145)
炼油						51	(2,109)	(2,997)	(3,999)
营销						(64)	3	90	62
化工						(121)	(199)	(282)	(371)
其他						100	100	300	500
总计						6,173	(2,664)	(4,281)	(4,953)

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

上调 15 年盈利预测

由于瑞银上调了 15 年油价假设, 我们认为公司 15H2 上游勘探开发盈利能力有望提升, 此外, 我们看好 15 年炼油板块盈利能力进一步改善, 我们因此上调公司 15 年 EPS 预测 17% 至 0.29 元。我们微调 16-17 年 EPS 0.19% 和 -1.4% 至 0.47/0.62 元。

图表 2: 中石化 EPS 对布伦特油价的敏感性分析 (元/股)

	2015E	2016E	2017E
基础估算	0.29	0.47	0.62
+10 美元/桶	0.40	0.55	0.72
% 变化	34.5%	19.1%	16.2%

来源: 瑞银证券估算

图表 3: 中石化 EPS 预测: 瑞银证券 vs 市场一致预期

(元)	2015E	2016E	2017E
瑞银证券预测	0.29	0.47	0.62
万得一致预期	0.38	0.49	0.55
瑞银证券 vs 一致预期	-23.7%	-4.1%	12.7%

来源: 瑞银证券预测, 万得, 市场一致预期截至 2015 年 4 月 12 日。

图表 4: 中石化运营关键假设

新	10A	11A	12A	13A	14A	15E	16E	17E	18E
每股收益(元/股)	0.63	0.61	0.54	0.50	0.42	0.29	0.47	0.62	0.76
Brent(美元/桶)	79.6	111.1	111.65	108.9	99.38	56.5	67.5	80	90
实现油价(美元/桶)	72	99	100	95	90	51	61	73	82
天然气井口价(美元/千立方英尺)	5	6	6	6	8	8	7	8	8
ASP(美元/桶当量)	63	84	85	81	72	47	53	60	66
采收成本(美元/桶当量)	14	15	18	18	18	18	18	18	19
勘探开发成本(美元/桶当量)	4	5	6	5	4	4	4	4	4
折旧(美元/桶当量)	12	13	15	16	16	16	15	15	15
原油产量(千桶/天)	898	881	899	911	988	943	944	945	946
天然气产量(百万立方英尺/天)	1,209	1,417	1,638	1,809	1,963	2,453	2,805	3,259	3,753
天然气产量(千桶当量/天)	202	236	273	301	327	409	467	543	626
油气产量(千桶当量/天)	1,100	1,117	1,172	1,213	1,315	1,352	1,411	1,488	1,572
增速(%)		1.6%	5.0%	3.4%	8.5%	2.8%	4.4%	5.5%	5.6%
炼油 EBIT(美元/桶)	1.44	(3.64)	(1.12)	0.82	(0.18)	2.10	2.75	3.00	3.25
营销 EBIT(元/吨,国内)	177.5	236.9	204.2	161.6	133.1	171.6	171.6	171.6	171.6
化工 EBIT(美元/吨)	54.0	87.7	3.7	2.7	(6.4)	10.0	10.0	10.0	10.0
资本开支(十亿元)	52.7	58.7	78.3	105.3	80.2	68.2	69.3	79.6	88.7
变化	10A	11A	12A	13A	14E	15E	16E	17E	18E
每股收益(元/股)						17%	0%	-1%	-2%
Brent(美元/桶)						8%	0%	0%	0%
实现油价(美元/桶)						10%	1%	1%	1%
天然气井口价(美元/千立方英尺)						6%	6%	3%	3%
ASP(美元/桶当量)						3%	-2%	-3%	-2%
采收成本(美元/桶当量)						-2%	-3%	-3%	-3%
勘探开发成本(美元/桶当量)						-5%	-8%	-9%	-10%
折旧(美元/桶当量)						-3%	-3%	-3%	-3%
原油产量(千桶/天)						1%	1%	1%	1%
天然气产量(百万立方英尺/天)						-3%	-3%	-3%	-3%
天然气产量(千桶当量/天)						-3%	-3%	-3%	-3%
油气产量(千桶当量/天)						0%	-1%	-1%	-1%
炼油 EBIT(美元/桶)						5%	0%	0%	0%
营销 EBIT(元/吨,国内)						0%	0%	0%	0%
化工 EBIT(美元/吨)						0%	0%	0%	0%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

估值: 上调目标价至 7.27 元, 维持“中性”评级

上调目标价: 采用 16 年 15.5 XPE

- 我们采用 PE 估值法, 基于 16 年 15.5 倍 PE (原 16 年 15.3 倍) 将目标价由 7.05 元/股上调至 7.27 元/股。

我们采用分部估值法作为参照, 与我们的目标价基本一致, 因此我们认为给予公司的估值是合理的。

- 对中石化上游资产采用 NAV 估值法, 基于 90 美元/桶的长期油价, 公司上游 NAV 折价率为 25%, 维持不变, 目前国际市场给到油公司的估值的 NAV 折价率为 20% 左右。

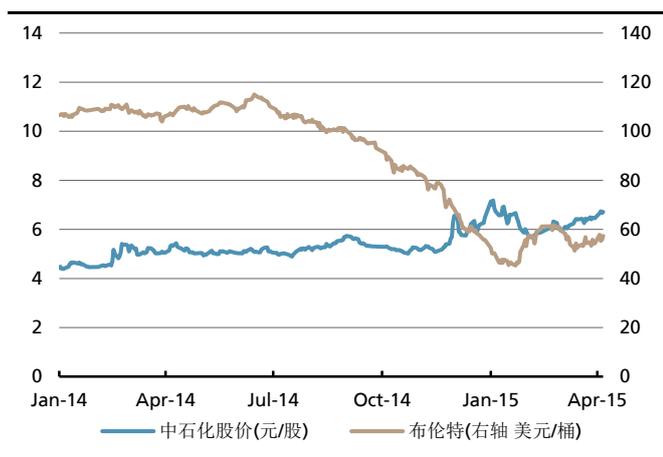
- 炼化和营销分别参考 6.8X/8.8x EV/EBITDA，维持不变。
- 由于公司销售板块引入社会资本，有望改善资产负债结构，我们预计 15 年公司净债务将有所下降。

图表 5: 中石化分部估值法新旧对比

	新		旧		注释
	百万元	元/股	百万元	元/股	
勘探开发 NPV	353,100	2.89	353,100	2.89	25% 相对 NAV 折价, 90 美元长期油价, 10% 贴现率
炼油与化工	390,633	3.20	390,633	3.20	6.8x EV/EBITDA (15E)
营销	315,784	2.59	315,784	2.59	8.8x EV/EBITDA (15E), 去掉 30% 的少数股权
其他投资	82,275	0.67	82,275	0.67	15E 账面价值
企业价值	1,141,792	9.35	1,141,792	9.35	
净债务(15E)	(201,094)	(1.65)	-227,398	(1.86)	
其它少数股东权益	(52,612)	(0.43)	-52,914	(0.43)	2014 年账面价值, 除去营销板块的 30% 的股权
权益价值	888,086		861,480		
股本 (百万股, 完全稀释)	122,111		122,111		完全稀释股本 (已考虑可转债部分)
目标价 (元 / 股)	7.27		7.05		

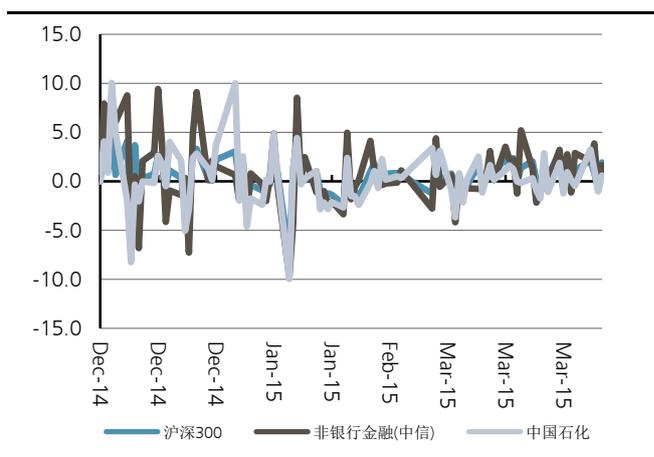
来源: 瑞银证券估算

图表 6: 中石化股价 vs Brent



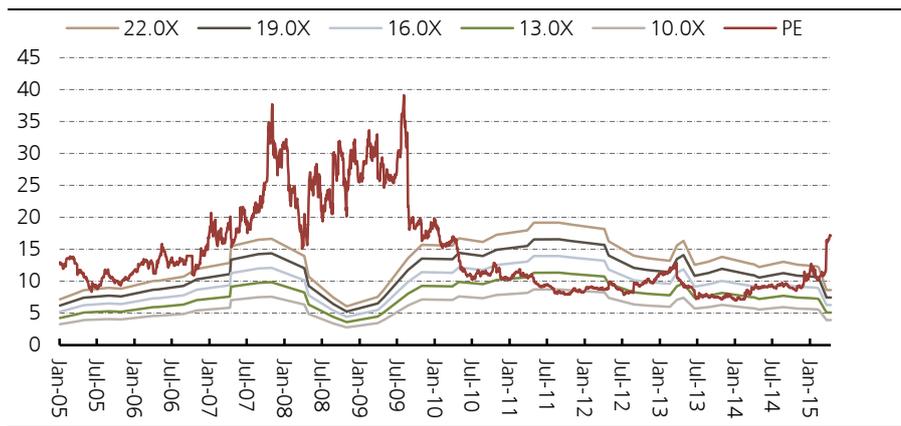
来源: 彭博, 注: 数据截至 2015 年 4 月 10 日

图表 7: 中石化 vs 沪深 300 vs 非银金融股涨幅(%)



来源: WIND, 注: 数据截至 2015 年 4 月 10 日

图表 8: 中石化历史 PE BAND



来源: 万得, 注: 数据截至 2015 年 4 月 10 日

中国石化 A (600028.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	2,786,045	2,880,311	2,825,914	2,587,179	-8.4	2,941,015	13.7	3,343,312	3,755,941	4,059,165
息税折旧摊销前利润(UBS)	186,512	193,136	180,799	175,367	-3.0	208,070	18.6	243,067	275,220	285,397
折旧、折耗、摊销及勘探	(87,850)	(96,351)	(107,312)	(107,479)	-0.2	(112,009)	-4.2	(119,172)	(125,328)	(130,531)
息税前利润(UBS)	98,662	96,785	73,487	67,889	-7.6	96,061	41.5	123,895	149,892	154,865
联营及其他公司收入(UBS, 税前)	1,861	2,513	6,246	3,580	-42.68	3,824	6.81	3,909	3,996	4,001
净利息	(9,963)	(9,034)	(9,439)	(8,029)	14.9	(6,121)	23.8	(6,237)	(6,491)	(6,861)
其他税前项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润(UBS)	90,560	90,264	70,294	63,440	-9.8	93,764	47.8	121,567	147,397	152,005
税项(UBS)	(23,846)	(24,763)	(17,571)	(16,494)	6.1	(24,379)	-47.8	(31,607)	(38,323)	(39,521)
税后利润(UBS)	66,714	65,501	52,723	46,945	-11.0	69,385	47.8	89,959	109,074	112,484
少数股东权益	(2,917)	(4,157)	(1,467)	(10,974)	NM	(12,578)	-14.6	(14,411)	(16,605)	(17,421)
股息(优先)	0	0	0	0	-	0	-1.9	0	0	0
净利润(UBS)	63,797	61,344	51,256	35,971	-29.8	56,807	57.9	75,549	92,468	95,063
例外项目/特殊项目	164	9,576	(9,580)	0	-	0	-	0	0	0
净利润(财报)	63,961	70,920	41,676	35,971	-13.7	56,807	57.9	75,549	92,468	95,063
税率(%)	-26.3	-27.4	-25.0	-26.0	-4.0	-26.0	0.0	-26.0	-26.0	-26.0
每股(Rmb)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
每股收益(财报, 稀释后)	0.54	0.54	0.38	0.29	-22.6	0.47	57.9	0.62	0.76	0.78
每股收益(UBS, 基本)	0.57	0.61	0.44	0.31	-29.8	0.49	57.9	0.62	0.76	0.78
每股收益(UBS 稀释后)	0.54	0.50	0.42	0.29	-29.8	0.47	57.9	0.62	0.76	0.78
每股股息净值(Rmb)	0.18	0.24	0.20	0.14	-29.8	0.22	57.9	0.29	0.36	0.37
每股现金收益(UBS, 稀释后)	1.13	1.21	1.12	1.05	-5.8	1.25	19.0	1.46	1.64	1.69
每股账面价值	5.64	4.68	4.87	5.38	10.4	5.68	5.6	6.06	6.51	6.94
平均股数(稀释后)	91,086	121,859	122,111	122,111	0.0	122,111	0.0	122,111	122,111	122,111
资产负债表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
现金和现金等价物	10,864	15,101	10,100	19,612	94.2	19,438	-0.9	16,848	16,386	20,771
其他流动资产	333,887	357,909	350,044	325,290	-7.1	361,979	11.3	403,693	446,478	477,919
流动资产总额	344,751	373,010	360,144	344,902	-4.2	381,416	10.6	420,541	462,864	498,690
有形固定资产净值	757,946	830,225	881,152	892,036	1.2	924,061	3.6	974,650	1,033,376	1,095,429
无形固定资产净值	6,257	6,255	6,281	6,281	0.0	6,281	0.0	6,281	6,281	6,281
投资/其他资产	129,568	173,426	203,791	203,791	0.0	203,791	0.0	203,791	203,791	203,791
总资产	1,238,522	1,382,916	1,451,368	1,447,010	-0.3	1,515,550	4.7	1,605,263	1,706,312	1,804,191
应付账款和其他短期负债	407,127	417,952	425,679	410,346	-3.6	435,953	6.2	465,377	495,937	519,535
短期债务	85,982	153,870	178,578	119,791	-32.9	134,519	12.3	151,442	169,018	182,590
流动负债总额	493,109	571,822	604,257	530,137	-12.3	570,473	7.6	616,818	664,955	702,124
长期债务	162,116	145,590	150,932	100,932	-33.1	85,932	-14.9	75,932	65,932	65,932
其它长期负债	32,696	42,244	49,084	49,084	0.0	49,084	0.0	49,084	49,084	49,084
负债总额	687,921	759,656	804,273	680,153	-15.4	705,489	3.7	741,834	779,971	817,140
普通股股东权益	513,374	570,346	594,483	656,516	10.4	693,397	5.6	739,894	795,092	847,629
少数股东权益	37,227	52,914	52,612	110,340	109.7	116,664	5.7	123,535	131,248	139,421
负债和权益总计	1,238,522	1,382,916	1,451,368	1,447,010	-0.3	1,515,550	4.7	1,605,263	1,706,312	1,804,191
运用资本总额	787,835	907,619	966,505	967,968	0.2	1,011,075	4.5	1,073,954	1,144,904	1,214,801
净(债务)现金	(237,234)	(284,359)	(319,410)	(201,111)	37.0	(201,013)	0.0	(210,525)	(218,564)	(227,750)
现金流量表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
剔除少数股东权益前净利润(财报)	66,878	75,077	43,143	46,945	-13.7	69,385	57.9	89,959	109,074	112,484
记入费用的折旧、折耗、摊销及勘探	85,989	93,838	101,066	103,899	2.80	108,185	4.13	115,263	121,332	126,531
营运资本变动净值	9,746	(14,475)	21,819	9,421	-56.8	(11,082)	-	(12,291)	(12,225)	(7,844)
其他(经营性)	(20)	(6,816)	9,401	0	-100.0	0	-28.9	0	0	0
经营性现金流	162,593	147,624	175,429	160,265	-8.6	166,489	3.9	192,932	218,181	231,171
资本支出	(158,722)	(185,126)	(154,640)	(135,900)	12.1	(137,014)	-0.8	(147,256)	(156,431)	(165,033)
权益自由现金流量	3,871	(37,502)	20,789	24,365	17.2	29,475	21.0	45,676	61,751	66,138
(收购)与处置净值	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
已付股息	(25,486)	(28,298)	(28,031)	(20,718)	26.1	(19,927)	3.8	(29,052)	(37,270)	(42,526)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
Net other cash flows	(5,986)	18,675	(27,809)	114,669	-	(9,452)	-	(26,136)	(32,518)	(32,799)
净债务的现金流(增加)/减少	(27,601)	(47,125)	(35,051)	118,316	-	97	-99.9	(9,512)	(8,038)	(9,187)
外汇/非现金项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净债务减少额(增加额)	(27,601)	(47,125)	(35,051)	118,316	-	97	-99.9	(9,512)	(8,038)	(9,187)

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 (600028.SS)

经营数据	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
产量(千桶石油当量/日)	1,172	1,213	1,315	1,352	1,411	1,488	1,572	1,623
估值(x)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
市盈率(财报, 稀释后)	9.5	9.0	13.6	23.2	14.7	11.0	9.0	8.8
市盈率(UBS, 稀释后)	9.5	9.7	12.4	23.2	14.7	11.0	9.0	8.8
股价/每股现金收益(稀释后)	4.5	4.1	4.6	6.5	5.4	4.7	4.2	4.0
权益自由现金流(UBS) 收益率 %	0.7	(6.7)	3.4	3.1	3.7	5.8	7.8	8.4
净股息收益率(%)	3.5	4.9	3.9	2.1	3.3	4.3	5.3	5.4
市净率	0.9	1.0	1.1	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
企业价值/息税折旧摊销前利润	4.2	4.2	5.1	6.0	4.8	4.1	3.6	3.6
企业价值/债务调整后现金流	4.8	4.9	5.7	6.7	5.4	4.7	4.3	4.2
企业价值/息税前利润	7.9	8.5	12.4	15.5	10.3	8.0	6.7	6.5
债务调整后现金流(UBS)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
剔除少数股东权益前净利润(财报)	66,878	75,077	43,143	46,945	69,385	89,959	109,074	112,484
记入费用的折旧、折耗、摊销及勘探	85,989	93,838	101,066	103,899	108,185	115,263	121,332	126,531
其他非现金项目: 集团	0	0	0	0	0	0	0	0
其他非现金项目: 联营公司	0	0	0	0	0	0	0	0
税后利息	7,338	6,610	6,914	5,942	4,529	4,615	4,803	5,077
其他	(20)	(6,816)	9,401	0	0	0	0	0
债务调整后现金流(UBS)	160,185	168,709	160,524	156,785	182,100	209,838	235,209	244,092
企业价值(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
市值	551,224	558,966	611,470	790,663	790,663	790,663	790,663	790,663
净债务(现金)	223,434	260,797	301,885	260,261	201,062	205,769	209,789	223,157
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	774,658	819,762	913,355	1,050,923	991,725	996,432	1,000,451	1,013,820
非核心资产	0	0	0	0	0	0	0	0
核心企业价值	774,658	819,762	913,355	1,050,923	991,725	996,432	1,000,451	1,013,820
增长率(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
油气产量	5.0	3.4	8.5	2.8	4.4	5.5	5.6	3.3
息税折旧摊销前利润(UBS)	(0.3)	3.6	(6.4)	(3.0)	18.6	16.8	13.2	3.7
息税前利润(UBS)	(6.5)	(1.9)	(24.1)	(7.6)	41.5	29.0	21.0	3.3
EPS(UBS, diluted)	(11.2)	(6.6)	(16.6)	(29.8)	57.9	33.0	22.4	2.8
每股股息净值	0.0	35.2	(16.7)	(29.8)	57.9	33.0	22.4	2.8
盈利能力	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
平均占用资本回报率(UBS)	7.9	6.9	4.9	4.2	6.6	8.2	9.7	10.0
净股东权益回报率(UBS)	12.9	11.3	8.8	5.8	8.4	10.5	12.4	11.6
资本结构与覆盖率	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
净债务/息税折旧摊销前利润	1.3	1.5	1.8	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
净债务/总权益 %	46.2	49.9	53.7	30.6	29.0	28.5	27.5	26.9
净债务/(净债务+总权益) %	31.6	33.3	35.0	23.4	22.5	22.2	21.6	21.2
净债务/企业价值	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
资本支出/折旧 %	225.3	227.8	171.6	146.7	142.5	143.9	145.6	147.5
资本支出/经营性现金流 %	97.6	125.4	88.1	84.8	82.3	76.3	71.7	71.4
息税前利润/净利息	9.9	10.7	7.8	8.5	15.7	19.9	23.1	22.6
股息保障倍数(UBS)	3.2	2.5	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1
股息支付率(UBS) %	31.4	39.3	45.5	45.5	45.5	47.6	47.6	47.6
分部门息税前利润(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
上游	70,054	54,793	47,057	2,668	20,442	40,979	57,598	58,655
下游	32,386	44,610	25,314	66,720	77,119	84,416	93,793	97,710
其他	(3,778)	(2,618)	1,116	(1,500)	(1,500)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
总计	98,662	96,785	73,487	67,889	96,061	123,895	149,892	154,865

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。