

沪港通股票

## 中国石化 A

### 油价见底回升 2Q 利润有望环比改善

#### 上调 15 年油价预测，炼化化工逐步改善

瑞银将 15 年布伦特油价由 52.5 美元/桶上调至 56.25 美元/桶，并且预期油价下半年供需形势有所改善。我们预计中石油的利润将在 Q1 见底，15Q1 勘探开发板块盈利仍将同比下滑，因此下调 15-16 年勘探开发板块 EBIT，但预计炼化盈利将在 2Q 逐步好转，估算 15 年炼化 EBIT 为 42 亿元，之前预测为亏损 20 亿元。

#### 天然气进口成本下降 有助于上半年进口亏损减少

由于 4 月天然气调价后虽然平均售价有所下降，但我们预计进口成本下降更多，因此总体天然气进口亏损可能减少，且 14 年常规管线利润超预期，因此将公司 15-17 年西二线单位亏损由之前的 0.12/0.43/0.40 元/方下调至 0.10/0.39/0.36 元/方，因此上调 15-17 年管道 EBIT 56/55/48 亿元。

#### 上调 15 年盈利预测 9%

瑞银将 15 年布伦特油价由 52.5 美元/桶上调至 56.25 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，此外我们认为 15 年炼化板块盈利会有所改观，因此上调 15 年 EPS 9%。瑞银预测 17 年油价可恢复至 80 美元/桶，我们认为将对上游勘探开发产生较大改善，带动整体净利润提升，因此将 17 年 EPS 上调 2.3% 至 0.68 元。

#### 估值：上调目标价至 12.89 元/股，上调评级至“中性”

采用分部估值法我们得出公司 12 个月新目标价 12.89 元/股。我们认为低油价导致的原料成本减少将较大程度上利好 15 年公司炼化板块，因此将其 EV/EBITDA 估值上调至 15E 9.5x（但仍远低于 A 股行业平均水平，原为 6.8x），上调评级至“中性”。我们认为公司相对中石化有望更加受益于油价恢复趋势。

#### Equities

中国

大型石油公司

12 个月评级 **中性**  
之前: 卖出

12 个月目标价 **Rmb12.89**  
之前: Rmb9.79

股价 **Rmb12.68**

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 Rmb2,223 十亿/US\$358 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) 196,565

日均成交额(Rmb 百万) Rmb2,325.0

普通股股东权益 (12/15E) Rmb1,212 十亿

市净率 (12/15E) 1.9x

#### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/15E	0.33	0.36	8.94	0.35
12/16E	0.49	0.49	-0.20	0.56
12/17E	0.66	0.68	2.29	0.71

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)	115,326	129,599	107,172	65,451	89,873	123,953	154,798	162,591
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.63	0.71	0.59	0.36	0.49	0.68	0.85	0.89
每股现金收益 (UBS, 稀释后) (Rmb)	1.46	1.60	1.56	1.31	1.46	1.67	1.87	1.93
债务调整后现金流(UBS)	263,898	261,062	246,410	195,095	247,762	291,892	329,144	333,190
每股股息净值(Rmb)	0.28	0.32	0.26	0.16	0.22	0.30	0.38	0.40
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)	3,679	3,835	3,942	3,944	3,967	4,043	4,128	4,219
平均占用资本回报率 (UBS) %	9.8	10.4	7.7	5.2	6.6	7.9	9.3	9.2
企业价值/债务调整后现金流 (UBS)x	7.7	7.4	7.6	14.0	11.3	9.6	8.5	8.4
股价 / 每股现金收益 (UBS, 稀释后) (x)	6.4	5.2	5.1	9.6	8.7	7.6	6.8	6.6
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	14.8	11.7	13.5	35.5	25.8	18.7	15.0	14.3
净股息收益率(%)	3.0	3.8	3.3	1.3	1.7	2.4	3.0	3.2

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(Rmb12.68)得出;

# 投资主题

## 中国石油 A

### 投资理由

我们认为在 70 至 80 美元的油价下，公司更将以利润为导向，控制成本，提高效率。我们预计公司上游将受益于油价逐步恢复反弹，天然气的产量，特别是常规气的产量还有望维持较快增长。

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 12.89 元/股，对应 2016 年市盈率为 26 倍，给予“中性”评级。瑞银预测公司 2015-2017 年每股收益分别为 0.36/0.49/0.68 元，市场一致预期分别为 0.40/0.55/0.58 元。

### 乐观情景

如 15-16 年 Brent 上涨至每桶 70 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 15-16E EPS 可能升至 0.59/0.67 元/股，每股估值或可提高至 14.74 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%，天然气门站价进一步下调。悲观情景下，我们估算 15-16E EPS 可能降至 0.24 /0.36 元/股，每股估值为 7.2 元/股。

### 近期催化剂

正面催化剂: 15 年油价可能回升至并且维持在 70 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

中性

12 个月目标价

Rmb12.89

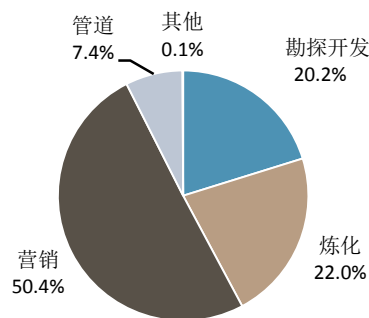
### 公司简介

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

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。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, 2014



来源: 公司数据

### 各类产品 EBIT

单位 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
勘探和开发	189,698	186,897	58,073	104,778	151,567
炼化	(24,392)	(23,560)	4,176	4,157	4,141
营销	7,562	5,421	12,657	14,062	14,848
管道	28,888	13,126	44,387	33,464	33,263
其他	(13,114)	(12,051)	(11,810)	(11,574)	(11,805)
总计	188,642	169,833	107,483	144,887	192,014

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

# 油价基本面改善 2Q 盈利环比有望回升

## 上游盈利有望受益油价趋势性改善

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上行，维持长期布伦特/WTI 油价预测不变，分别为 90/85 美元/桶。我们认为中石油上游盈利有望受益油价趋势性改善，但 15Q1 勘探开发板块盈利仍将同比下滑，盈利能力仍将受考验，因此下调 15-16 年勘探开发板块 EBIT，幅度为 35/34 亿元。

此外我们认为与油价联动的进口天然气价格或许有进一步下降空间，估算公司 15-17 年西二线单位亏损可由之前的 0.12/0.43/0.40 元/方下降至 0.10/0.39/0.36 元/方，因此上调 15-17 年管道 EBIT 56/55/48 亿元。

## 15 年炼化板块或将明显改善

我们认为 15 年公司炼油化工 EBIT 改善或高于我们之前的预期，有望扭亏为盈，主要或将受益于石脑油化工利润改善。我们认为主要炼化板块的利好将集中体现在 15 年反应，因此上调 15 年板块 EBIT 预测 62 亿元，但下调了 16-18 年的板块 EBIT 预测。

## 营销板块或受制于国内需求放缓

虽然我们维持 15-17 年公司营销板块单位 EBIT 预测不变，分别为 2.0/2.2/2.3 美元/桶，但鉴于国内 GDP 增速趋于放缓，成品油需求不振，销量可能受到负面影响，我们预测 15-17 年原油加工量增速为 1%，之前为 3%，因此下调 15-17 年营销 EBIT 至 127/141/148 亿元。

## 预计 15-17 年降本增效将进一步显现成效

我们认为在油价恢复至长期均衡 90 美元/桶之前公司将不断推进降本增效的经营策略，精简各板块管理和人员的开支，维持低成本运作，因此略上调了 15-17 年公司其他 EBIT 预测。

图表 1: 中石油 EBIT 预测变化

新	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
勘探开发	219,539	214,955	189,698	186,897	58,073	104,778	151,567	185,871
炼油与化工	(61,866)	(43,511)	(24,392)	(23,560)	4,176	4,157	4,141	7,388
营销	20,653	16,391	7,562	5,421	12,657	14,062	14,848	15,648
管道	15,530	(2,110)	28,888	13,126	44,387	33,464	33,263	37,172
其他	(11,395)	(11,206)	(13,114)	(12,051)	(11,810)	(11,574)	(11,805)	(12,041)
<b>总计</b>	<b>182,461</b>	<b>174,519</b>	<b>188,642</b>	<b>169,833</b>	<b>107,483</b>	<b>144,887</b>	<b>192,014</b>	<b>234,038</b>
旧	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
勘探开发	219,539	214,955	189,698	186,897	61,612	108,139	148,665	178,596
炼油与化工	(61,866)	(43,511)	(24,392)	(23,560)	(2,016)	5,241	5,355	9,354
营销	20,653	16,391	7,562	5,421	14,220	16,224	17,415	18,645
管道	15,530	(2,110)	28,888	13,126	38,766	27,932	28,444	33,617
其他	(11,395)	(11,206)	(13,114)	(12,051)	(14,137)	(13,854)	(14,131)	(14,414)
<b>总计</b>	<b>182,461</b>	<b>174,519</b>	<b>188,642</b>	<b>169,833</b>	<b>98,444</b>	<b>143,683</b>	<b>185,748</b>	<b>225,798</b>
变化	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
勘探开发					(3,539)	(3,361)	2,902	7,275
炼油与化工					6,192	(1,084)	(1,214)	(1,966)
营销					(1,563)	(2,163)	(2,567)	(2,996)
管道					5,621	5,532	4,819	3,555
其他					2,327	2,280	2,326	2,373
<b>总计</b>					<b>9,039</b>	<b>1,204</b>	<b>6,266</b>	<b>8,240</b>

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	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
每股收益(元/股)	0.76	0.73	0.63	0.71	0.59	0.36	0.49	0.68	0.85
Brent(美元/桶)	80.0	111.1	111.7	108.9	99.0	56.5	67.5	80.0	90.0
实现油价(美元/桶)	72.9	104.2	103.7	100.4	94.8	52.5	62.8	74.4	83.7
天然气井口价(美元/千立方英尺)	4.00	4.74	5.05	5.64	6.27	6.49	5.57	6.13	6.80
采收成本(美元/桶当量)	9.5	11.2	11.7	13.2	14.2	12.8	12.2	12.5	12.9
勘探开发成本(美元/桶当量)	2.8	2.9	2.8	2.9	2.5	2.2	2.1	2.2	2.3
折旧(美元/桶当量)	9.1	10.6	12.3	13.4	14.6	14.1	13.7	14.0	14.3
原油产量(千桶/天)	2,350	2,428	2,511	2,556	2,559	2,478	2,413	2,396	2,382
天然气产量(百万立方英尺/天)	6,085	6,565	7,010	7,674	8,298	8,796	9,324	9,883	10,476
天然气产量(千桶当量/天)	1,014	1,094	1,168	1,279	1,383	1,466	1,554	1,647	1,746
油气产量(千桶当量/天)	3,364	3,522	3,679	3,835	3,942	3,944	3,967	4,043	4,128
天然气产量占比	30%	31%	32%	33%	35%	37%	39%	41%	42%
天然气销量(十亿方)	63	75	85	99	107	117	128	143	157
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	0.6	0.10	0.39	0.36	0.31
进口天然气亏损(百万元)	(6,500)	(21,400)	(41,900)	(41,872)	(41,598)	(14,265)	(29,272)	(35,574)	(36,779)
国内管线 ROA	10.3%	11.0%	9.0%	10.5%	11.9%	12.3%	12.7%	13.5%	13.9%
炼油与化工(美元/桶)	1.3	(9.7)	(6.8)	(4.0)	(3.8)	0.5	0.5	0.5	1.0
营销(美元/桶)	2.6	3.2	2.6	1.2	0.9	2.0	2.2	2.3	2.4
资本开支(十亿元)	161	162	227	226	221	200	187	192	187
自由现金流(美元/桶)	3.7	10.9	4.5	3.7	5.4	(3.4)	1.6	5.4	9.2
变化	2010	2011	2012	2013	2014	15E	16E	17E	18E
每股收益(元/股)						9%	-0.2%	2.3%	2%
Brent(美元/桶)						8%	0%	0%	0%
实现油价(美元/桶)						9%	1%	1%	1%
天然气井口价(美元/千立方英尺)						0%	0%	0%	0%
采收成本(美元/桶当量)						3%	3%	3%	3%
勘探开发成本(美元/桶当量)						-23%	-23%	-23%	-23%
折旧(美元/桶当量)						3%	2%	2%	2%
原油产量(千桶/天)						1%	1%	1%	1%
天然气产量(百万立方英尺/天)						-1%	-2%	-3%	-4%
天然气产量(千桶当量/天)						-1%	-2%	-3%	-4%
油气产量(千桶当量/天)						0%	0%	-1%	-1%
天然气产量占比						-1%	-2%	-2%	-3%
天然气销量(十亿方)						-1%	-1%	-2%	-2%
天然气进口量(十亿方)						0%	0%	0%	0%
管道气进口成本(美元/千立方英尺)						0%	0%	0%	0%
LNG进口成本(美元/千立方英尺)						0%	0%	0%	0%
西二线亏损(元/方)						-18%	-8%	-9%	-11%
天然气进口补贴(百万元)						-8%	-7%	-8%	-9%
炼油与化工(美元/桶)						200%	0%	0%	0%
营销(美元/桶)						0%	0%	0%	0%
资本开支(十亿元)						11%	4%	13%	10%
自由现金流(美元/桶)						201%	-39%	-28%	-10%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

## 盈利预测与估值

瑞银将 15 年布伦特油价由 52.5 美元/桶上调至 56.25 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，此外我们认为 15 年炼化板块起色较大，因此上调 15 年 EPS 9%。

瑞银预测 17 年油价可恢复至 80 美元/桶，我们认为上游勘探开发盈利能力将有较大提振，带动整体净利润提升，因此将 17 年 EPS 上调 2.3% 至 0.68 元。

图表 3: 中石油盈利预测新旧对比

	2015E	2016E	2017E
净利润（百万元）			
新	65,451	89,873	123,953
旧	60,079	90,057	121,177
变化%	8.94%	-0.20%	2.29%
EPS（元/股）			
新	0.36	0.49	0.68
旧	0.33	0.49	0.66
变化%	8.94%	-0.20%	2.29%

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	0.36	0.49	0.68
万得一致预期	0.40	0.55	0.58
瑞银证券 vs 一致预期	-10%	-11%	17%

来源: 瑞银证券预测, WIND。市场一致预期截至 2015 年 4 月 10 日。

图表 5: 中石油 EPS 对布伦特油价的敏感性分析（元/股）

	2015E	2016E	2017E
基础估算	0.36	0.49	0.68
+10 美元/桶	0.53	0.64	0.85
% 变化	49.0%	29.7%	26.2%

来源: 瑞银证券估算

## 上调目标价至 12.89 元/股，上调评级至“中性”

采用分部估值法，我们得出公司的 12 个月目标价 12.89 元/股。

- 我们认为当前的油价下和市场环境下，NAV 可以充分反应上游的价值，因此将折价率由之前的 5% 下调至 0%。
- 我们将公司天然气管道 EV/EBITDA 估值由原来的 9X 上调至 10.5X，原因在于我们认为上游天然气进口可能进一步减亏，提升估值，并且市场公司管道板块国企改革预期可能进一步增强。

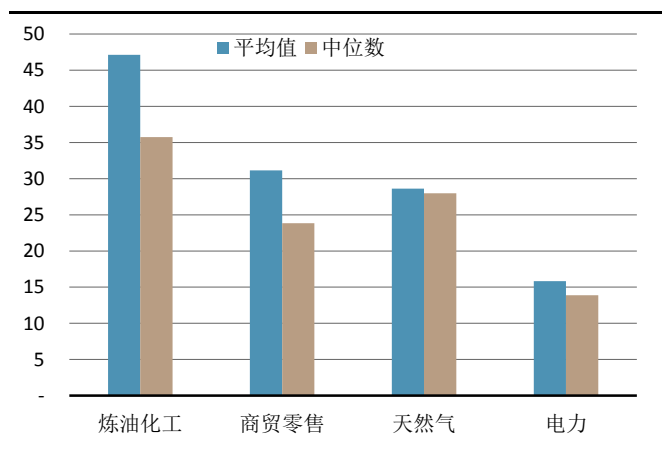
- 我们认为低油价的原料成本减少将较大程度上利好 15 年公司的炼化板块，因此将公司炼化块 EV/EBITDA 估值分别上调至 15 年 9.5 倍，之前为 6.8 倍。
- 参考 CS 中信商贸零售 EV/EBITDA 中位数估值 23 倍，考虑到公司除石油天然气销售外的营业额占营销板块总收入比重较低，给予其营销板块 15 年 10x EV/EBITDA 估值（之前为 8.8x）。

图表 6: 中石油估值新旧对比

百万元	新	旧	注释
勘探和开发	1,678,848	1,576,467	NAV 折价 0%，Brent90 美元假设，10%折现率
管道（国内）	750,768	605,407	EV/EBITDA (15 年)=10.5
管道（进口天然气亏损）	(171,769)	(363,653)	
炼化	254,013	160,638	EV/EBITDA(15 年) =9.5
营销	240,014	237,681	EV/EBITDA(15 年) =10.0
长期投资（2015 年账面价值,之前为 2014 年）	266,474	286,334	
企业价值	3,018,347	2,502,873	
净债务	(561,833)	(574,035)	
少数股东权益	(96,951)	(137,200)	
股权价值	2,359,563	1,791,638	
股本（百万股）	183,021	183,021	
目标价（元/股）	<b>12.89</b>	<b>9.79</b>	

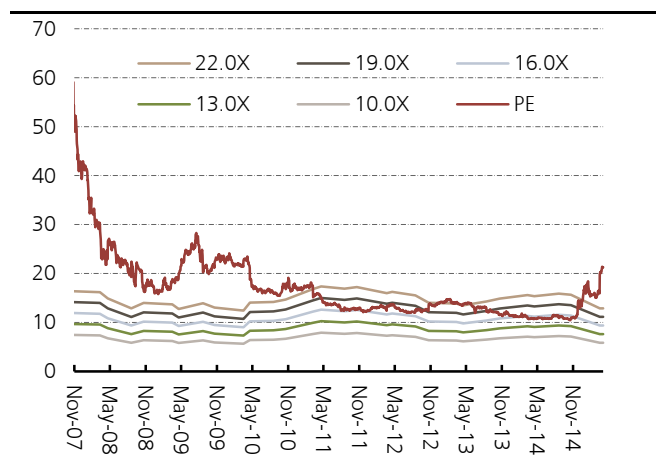
来源:瑞银证券估算

图表 7: CS 炼化化工、商贸零售、电力、天然气 EV/EBITDA 平均值和中位数



来源: WIND, 注: 数据截至 2015 年 4 月 10 日

图表 8: 中石油历史 PE BAND

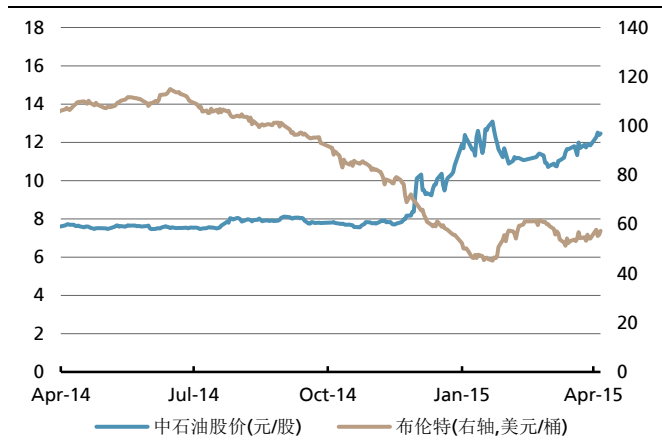


来源: WIND, 注: 数据截至 2015 年 4 月 10 日

我们的目标价对应 2016 年 26XPE。高于我们给与中石化的 15.5XPE，主要由于：中石油上游业务比重大于中石化，因此预期油价逐年慢慢恢复的背景下，收益弹性更大，估值也应该更高。

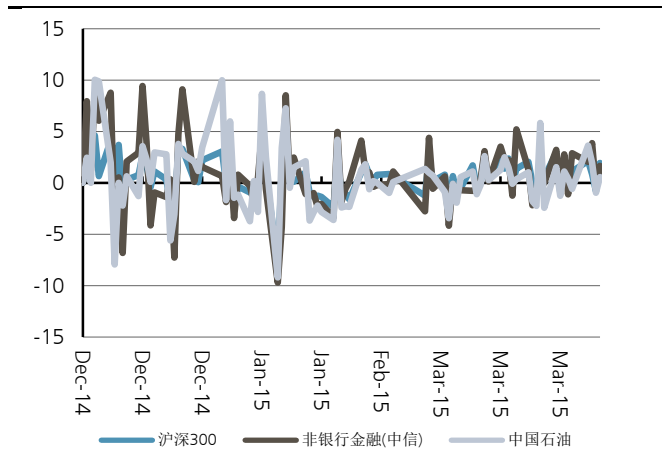
且我们考虑到在过去的几个月中，在指数快速上涨过程中，超级大盘股的相对收益不明显，但随着市场风险加剧和基本面改善，我们预计超级大盘股的超额收益将有所显现。

图表 9: 中石油 vs Brent



来源: 彭博, 注: 数据截至 2015 年 4 月 10 日

图表 10: 中石油 vs 沪深 300 vs 非银金融涨幅(%)



来源: WIND, 数据截至 2015 年 4 月 10 日



## 中国石油 A (601857.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	2,195,296	2,285,642	2,287,817	1,785,529	-22.0	1,882,824	5.4	2,049,224	2,200,753	2,253,222
息税折旧摊销前利润(UBS)	319,282	340,513	325,016	259,716	-20.1	294,533	13.4	347,027	394,928	408,482
折旧、折耗、摊销及勘探	(144,763)	(151,871)	(155,183)	(152,233)	1.9	(149,646)	1.7	(155,013)	(160,891)	(164,395)
息税前利润(UBS)	174,519	188,642	169,833	107,483	-36.7	144,887	34.8	192,014	234,038	244,086
联营及其他公司收入(UBS, 税前)	8,262	10,228	10,962	11,000	0.35	11,000	0.00	11,000	11,000	11,000
净利息	(16,101)	(20,859)	(21,723)	(24,066)	-10.8	(26,539)	-10.3	(27,436)	(27,161)	(26,076)
其他税前项目	131	52	(2,313)	0	100.0	0	-	0	0	0
税前利润(UBS)	166,811	178,063	156,759	94,416	-39.8	129,348	37.0	175,579	217,877	229,010
税项(UBS)	(36,191)	(35,789)	(37,731)	(19,186)	49.2	(27,220)	-41.9	(37,853)	(47,582)	(50,142)
税后利润(UBS)	130,620	142,274	119,028	75,231	-36.8	102,128	35.8	137,726	170,295	178,868
少数股东权益	(15,294)	(12,675)	(11,856)	(9,780)	17.5	(12,255)	-25.3	(13,773)	(15,497)	(16,277)
股息(优先)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(UBS)	115,326	129,599	107,172	65,451	-38.9	89,873	37.3	123,953	154,798	162,591
例外项目/特殊项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(财报)	115,326	129,599	107,172	65,451	-38.9	89,873	37.3	123,953	154,798	162,591
税率(%)	-21.7	-20.1	-24.1	-20.3	15.6	-21.0	-3.6	-21.6	-21.8	-21.9
<b>每股(Rmb)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>%</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
每股收益(财报, 稀释后)	0.63	0.71	0.59	0.36	-38.9	0.49	37.3	0.68	0.85	0.89
每股收益(UBS, 基本)	0.63	0.71	0.59	0.36	-38.9	0.49	37.3	0.68	0.85	0.89
每股收益(UBS 稀释后)	0.63	0.71	0.59	0.36	-38.9	0.49	37.3	0.68	0.85	0.89
每股股息净值(Rmb)	0.28	0.32	0.26	0.16	-38.9	0.22	37.3	0.30	0.38	0.40
每股现金收益(UBS, 稀释后)	1.46	1.60	1.56	1.31	-15.5	1.46	10.7	1.67	1.87	1.93
每股账面价值	5.81	6.19	6.42	6.62	3.1	6.89	4.1	7.26	7.73	8.22
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
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>%</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
现金和现金等价物	43,395	51,407	73,778	57,246	-22.4	61,235	7.0	66,312	64,398	60,799
其他流动资产	370,937	379,546	317,530	240,883	-24.1	251,582	4.4	270,960	287,624	293,853
流动资产总额	414,332	430,953	391,308	298,129	-23.8	312,817	4.9	337,272	352,022	354,651
有形固定资产净值	1,569,888	1,648,823	1,747,691	1,838,551	5.2	1,912,179	4.0	1,986,652	2,052,016	2,115,436
无形固定资产净值	102,834	143,993	147,357	147,357	0.0	147,357	0.0	147,357	147,357	147,357
投资/其他资产	81,842	118,341	119,117	130,117	9.2	141,117	8.5	152,117	163,117	174,117
总资产	2,168,896	2,342,110	2,405,473	2,414,154	0.4	2,513,470	4.1	2,623,398	2,714,512	2,791,562
应付账款和其他短期负债	423,501	452,722	410,701	303,734	-26.0	323,398	6.5	355,507	383,348	392,854
短期债务	151,247	192,767	169,128	123,778	-26.8	129,000	4.2	138,645	146,778	149,897
流动负债总额	574,748	645,489	579,829	427,512	-26.3	452,398	5.8	494,152	530,126	542,752
长期债务	293,774	302,862	370,301	495,301	33.8	520,301	5.0	520,301	490,301	465,301
其它长期负债	119,626	123,824	137,562	137,562	0.0	137,562	0.0	137,562	137,562	137,562
负债总额	988,148	1,072,175	1,087,692	1,060,375	-2.5	1,110,261	4.7	1,152,015	1,157,989	1,145,615
普通股股东权益	1,064,010	1,132,735	1,175,894	1,211,892	3.1	1,261,322	4.1	1,329,496	1,414,635	1,504,060
少数股东权益	116,738	137,200	141,887	141,887	0.0	141,887	0.0	141,887	141,887	141,887
负债和权益总计	2,168,896	2,342,110	2,405,473	2,414,154	0.4	2,513,470	4.1	2,623,398	2,714,512	2,791,562
运用资本总额	1,582,374	1,714,157	1,783,432	1,915,612	7.4	1,991,275	3.9	2,064,017	2,129,204	2,200,346
净(债务)现金	(401,626)	(444,222)	(465,651)	(561,833)	-20.7	(588,066)	-4.7	(592,634)	(572,681)	(554,399)
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>%</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
剔除少数股东权益前净利润(财报)	130,620	142,274	119,028	75,231	-38.9	102,128	37.3	137,726	170,295	178,868
记入费用的折旧、折耗、摊销及勘探	136,501	141,643	144,221	141,233	-2.07	138,646	-1.83	144,013	149,891	153,395
营运资本变动净值	(64,926)	(10,303)	25,491	(11,775)	-	930	-	2,099	1,448	717
其他(经营性)	(22,863)	(41,969)	(22,371)	(29,545)	-32.1	(2,966)	90.0	(367)	(1,271)	(8,439)
经营性现金流	179,332	231,645	266,369	175,144	-34.2	238,738	36.3	283,470	320,363	324,541
资本支出	(311,744)	(304,100)	(291,729)	(266,000)	8.8	(250,102)	6.0	(256,017)	(252,424)	(253,569)
权益自由现金流量	(132,412)	(72,455)	(25,360)	(90,856)	-258.3	(11,364)	87.5	27,454	67,939	70,972
(收购)与处置净值	(14,387)	31,346	(3,893)	0	-	0	-	0	0	0
已付股息	(58,041)	(53,470)	(48,228)	(29,453)	38.9	(40,443)	-37.3	(55,779)	(69,659)	(73,166)
股份发行/回购	(202)	(99)	0	0	-	0	-	0	0	0
Net other cash flows	187,265	102,690	99,852	103,777	3.9	55,795	-46.2	33,402	(194)	(1,405)
净债务的现金流(增加)/减少	(17,777)	8,012	22,371	(16,532)	-	3,989	-	5,077	(1,914)	(3,599)
外汇/非现金项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净债务减少额/(增加额)	(17,777)	8,012	22,371	(16,532)	-	3,989	-	5,077	(1,914)	(3,599)

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	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
产量(千桶石油当量/日)	3,679	3,835	3,942	3,944	3,967	4,043	4,128	4,219
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)	14.8	11.7	13.5	35.5	25.8	18.7	15.0	14.3
市盈率(UBS, 稀释后)	14.8	11.7	13.5	35.5	25.8	18.7	15.0	14.3
股价/每股现金收益(稀释后)	6.4	5.2	5.1	9.6	8.7	7.6	6.8	6.6
权益自由现金流(UBS) 收益率 %	(7.8)	(4.8)	(1.8)	(4.1)	(0.5)	1.2	3.1	3.2
净股息收益率(%)	3.0	3.8	3.3	1.3	1.7	2.4	3.0	3.2
市净率	1.6	1.3	1.2	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
企业价值/息税折旧摊销前利润	6.3	5.6	5.8	10.5	9.5	8.1	7.1	6.8
企业价值/债务调整后现金流	7.7	7.4	7.6	14.0	11.3	9.6	8.5	8.4
企业价值/息税前利润	11.6	10.2	11.1	25.5	19.3	14.7	12.0	11.4
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)	130,620	142,274	119,028	75,231	102,128	137,726	170,295	178,868
记入费用的折旧、折耗、摊销及勘探	136,501	141,643	144,221	141,233	138,646	144,013	149,891	153,395
其他非现金项目: 集团	(7,569)	(29,294)	(20,058)	(29,545)	(2,966)	(367)	(1,271)	(8,439)
其他非现金项目: 联营公司	0	0	0	0	0	0	0	0
税后利息	12,608	16,667	16,494	19,176	20,954	21,521	21,229	20,367
其他	(8,262)	(10,228)	(13,275)	(11,000)	(11,000)	(11,000)	(11,000)	(11,000)
<b>债务调整后现金流(UBS)</b>	<b>263,898</b>	<b>261,062</b>	<b>246,410</b>	<b>195,095</b>	<b>247,762</b>	<b>291,892</b>	<b>329,144</b>	<b>333,190</b>
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	1,690,708	1,500,544	1,430,035	2,223,429	2,223,429	2,223,429	2,223,429	2,223,429
净债务(现金)	329,414	422,924	454,937	513,742	574,950	590,350	580,374	563,540
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
<b>企业价值总额</b>	<b>2,020,122</b>	<b>1,923,468</b>	<b>1,884,972</b>	<b>2,737,171</b>	<b>2,798,378</b>	<b>2,813,779</b>	<b>2,803,803</b>	<b>2,786,969</b>
非核心资产	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>核心企业价值</b>	<b>2,020,122</b>	<b>1,923,468</b>	<b>1,884,972</b>	<b>2,737,171</b>	<b>2,798,378</b>	<b>2,813,779</b>	<b>2,803,803</b>	<b>2,786,969</b>
增长率(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
油气产量	4.5	4.2	2.8	0.1	0.6	1.9	2.1	2.2
息税折旧摊销前利润(UBS)	2.7	6.6	(4.6)	(20.1)	13.4	17.8	13.8	3.4
息税前利润(UBS)	(4.4)	8.1	(10.0)	(36.7)	34.8	32.5	21.9	4.3
EPS(UBS, diluted)	(13.3)	12.4	(17.3)	(38.9)	37.3	37.9	24.9	5.0
每股股息净值	(13.3)	12.4	(17.3)	(38.9)	37.3	37.9	24.9	5.0
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)	9.8	10.4	7.7	5.2	6.6	7.9	9.3	9.2
净股东权益回报率(UBS)	11.2	12.1	9.3	5.6	7.5	9.6	11.6	11.1
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	1.3	1.4	2.2	2.0	1.7	1.5	1.4
净债务/总权益 %	37.7	39.2	39.6	46.4	46.6	44.6	40.5	36.9
净债务/(净债务+总权益) %	27.4	28.2	28.4	31.7	31.8	30.8	28.8	26.9
净债务/企业价值	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
资本支出/折旧 %	250.2	234.6	202.3	188.3	180.4	177.8	168.4	165.3
资本支出/经营性现金流 %	173.8	131.3	109.5	151.9	104.8	90.3	78.8	78.1
息税前利润/净利息	10.8	9.0	7.8	4.5	5.5	7.0	8.6	9.4
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)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
上游	214,955	189,698	186,897	58,073	104,778	151,567	185,871	184,821
下游	(29,230)	12,058	(5,013)	61,220	51,683	52,252	60,208	71,548
其他	(11,206)	(13,114)	(12,051)	(11,810)	(11,574)	(11,805)	(12,041)	(12,282)
<b>总计</b>	<b>174,519</b>	<b>188,642</b>	<b>169,833</b>	<b>107,483</b>	<b>144,887</b>	<b>192,014</b>	<b>234,038</b>	<b>244,086</b>

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。

## 中国石油 A 投资理由

我们认为在 70 至 80 美元的油价下，公司更将以利润为导向，控制成本，提高效率。我们预计公司上游将受益于油价逐步恢复反弹，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 12.89 元/股，对应 2016 年市盈率为 26 倍，给予“中性”评级。瑞银预测公司 2015-2017 年每股收益分别为 0.36/0.49/0.68 元，市场一致预期分别为 0.40 /0.55/0.58 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。