国联证券 GUOLIAN SECURITIES

证券研究报告

中油管道整合，油气改革因势而动

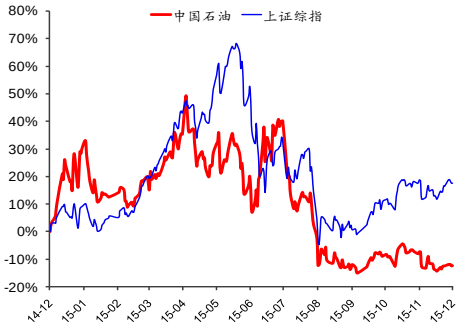
石油石化

2015 年 12 月 25 日

中国石油（601857.SH）

评级：维持“推荐”评级

最近 52 周走势：



相关研究报告：

2015-4-29 中国石油：Q1 盈利，短期看油价，长期重在改革

2015-9-1 2015Q3 盈利短暂受压，长期价值凸显

报告作者：

分析师：石亮

执业证书编号：S0590515090001

联系人：

马群星 石亮

电话： 0510-85613163

Email： maqx@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。**国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。**

- **子公司中油管道作为管网资产专业平台。**公司公告，旗下全资子公司中油管道将作为管网平台整合管道业务，按照评估东部管道 884.15 亿元、管道联合 1239.22 亿元、西北联合 690.3 亿元，将上述资产悉数装入。中油管道收购中石油与其他转让方各自持有的东部管道、管道联合及西北联合全部股权，中石油及其他转让方将获得中油管道股权或现金对价。
- **公司绝对控股中油管道，开展混合经营。**公司 持股比例为 72.26%，其余股东为国联基金 5.33%、社保理事会 4.40%、泰康人寿 4.08%、宝钢股份 3.52%、新华人寿 3.46%、嘉兴农盈 2.04%、雅戈尔 1.32%、珠海融油 1.22%、华宝投资 0.88%、嘉兴卓睿 0.81%以及中意人寿 0.68%，均为长期投资者，三年内允许解禁和转让。
- **整合意义巨大。**西气东输一、二、三线的管线资产由东部管道、管道联合及西北联合三家公司分区域、分线路地进行管理运营。分散式的管理模式、股权结构与管道资产的统一运营要求之间存矛盾，随着管网规模扩大，专业平台公司管理运作更利于发挥效率。中油管道能够理顺各个管道运营公司之间的股权关系，建立统一的管道资产管理运营及投融资平台，从而进一步提升管理效率，节约运营成本，并为统筹规划实施未来管道建设打下坚实的基础，有利于提升管道资产整体价值。
- **管网资产商业模式等同于公用事业，整合给资产增值，改善现金流。**类似公司出售中亚管道 50%的股权，交易预计给公司带来 40~60 亿元新增净利润，同时改善现金流入。本次整合确保了资产增值，吸收外部战略投资者新增资金参与管网建设。管网资产具有收益回报率稳健、不受经济周期冲击的特点，对内服务价格受历史定价政策限制，一旦未来市场化运作后，存在以市场输配公允价格提供物流服务，增值空间巨大。
- **管网上游的天然气和原油需求还在正增长趋势中。**国内 GDP 保增

长 7.0%和低油价促进社会用量，公司实现原油产量 4.77 亿桶，同比增 2.6%；天然气 439 亿立方米，同比增 3.6%。天然气作为清洁能源主力，具有良好的经济性和环保性，历年国内表观需求增速保持 7%以上，受国际低油价和工业需求疲弱拖累， 2015 年需求增速放缓，但总体能维持稳健增长。

- **预计未来油价维持低位反复，2015Q4 国际油价创新低，拖累业绩。**受伊朗出口恢复预期、美元汇率走强和供应过剩影响，国际原油下跌至 35$/桶下方，OPEC 一揽子 12 月油价跌穿 33$/桶，持续下跌将对公司 2015Q4 业绩带来亏损。我们预计油价仍处在低迷阶段，未来价格存在较大反复，总体和 2014 年的均值 100$/桶比较，价格跌幅 60%，直接冲击上游勘探业务（原油盈利占 70%）。
- **资本开支继续压缩，但不排除海外并购油气资源。**2015 年公司常规资本开支保持严控压缩，勘探与生产资本支出降低 10%至 2002 亿元。炼油与化工支出降低 17%至 259 亿元，用于国 V 汽柴油产品质量升级建设。天然气与管道支出 302 亿元，用于重要油气骨干输送通道项目、储气库和城市燃气等建设。海外继续深入推进中东、中亚、美洲、亚太等合作区现有项目的油气勘探开发工作，确保储量、产量较快增长，不排除趁低布局海外并购，扩大油气资源储量。
- **国际油价是决定公司盈利的关键点。**公司盈利主要来自于勘探与生产，2014 年贡献毛利 3334 亿，其中 1.28 亿吨自采原油占大部分，天然气 LNG 因气价下调，对公司盈利贡献减小。公司油价跟随国际油价 CFR 中国主港，后者又跟随 OPEC 一揽子油价。对比国际油价和成本价差，对应 2015Q4 油价按照 38$/桶水平，公司勘探业务单季将亏 159 亿。
- **维持“推荐”评级。**国际油价低位震荡，假设2015年均价为45$/桶，2016年50$/桶，2017年55$/桶。15-17年EPS为0.094元、0.22元和0.26元，对应当前A股8. 52元，2016年38倍，估值合理。考虑公司的控股股东股权占比、国家 战略地位和油气储存总量资源，作为顶层央企改革的主力军，维持12.00元目标价，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**国际油价继续大幅度下跌；

单位:百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	22830	18627	19265	21084
增长率(%)	1.10%	-18.41%	3.43%	9.44%
归属母公司净利润	1071.7	172.9	407.1	470.6
增长率(%)	-17.29%	-83.86%	135.41%	15.60%
每股收益(EPS)	0.586	0.094	0.222	0.257
每股股利(DPS)	0.325	0.046	0.109	0.126
每股经营现金流	1.965	1.474	2.227	1.700
销售毛利率	23.99%	21.07%	23.27%	23.98%
销售净利率	5.21%	1.03%	2.35%	2.48%
净资产收益率(ROE)	9.11%	1.46%	3.38%	3.83%
投入资本回报率(ROIC)	7.92%	1.47%	3.28%	3.85%
市盈率(P/E)	14.48	89.75	38.12	32.98
市净率(P/B)	1.32	1.31	1.29	1.26
股息率(分红/股价)	0.038	0.005	0.013	0.015
利润表				
营业收入	22830	18627	19265	21084
减: 营业成本	17354	14702	14782	16029
营业税金及附加	2278	2190	2334	2833
营业费用	632	642	665	689
管理费用	846	832	845	854
财务费用	249	240	191	151
资产减值损失	56	43	31	33
加: 投资收益	123	120	128	139
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1539	97	544	635
加: 其他非经营损益	29	127	16	16
利润总额	1568	224	560	651
减: 所得税	377	32	108	128
净利润	1190	192	452	523
减: 少数股东损益	119	19	45	52
归属母公司净利润	1072	173	407	471
资产负债表				
货币资金	226	186	1422	2646
应收和预付款项	1060	831	1113	1010
存货	1660	1898	1679	2199
其他流动资产	433	433	433	433
长期股权投资	1166	1286	1414	1553
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工	17473	16662	15683	14156
无形资产和开发支	747	656	565	474
其他非流动资产	605	461	318	318
资产总计	23370	22413	22626	22788
短期借款	1153	640	0	0
应付和预收款项	3545	2994	3595	3465
长期借款	3703	3703	3703	3703
其他负债	1791	1791	1791	1791
负债合计	10192	9128	9089	8959
股本	1830	1830	1830	1830
资本公积	1155	1155	1155	1155
留存收益	8775	8863	9071	9310
归属母公司股东权	11760	11848	12056	12296
少数股东权益	1417.5	1436.6	1481.7	1533.8
股东权益合计	13178	13285	13537	13829
负债和股东权益合	23370	22413	22626	22788

现金流量表	2014A	2015E	2016E	2017E
经营性现金净流量	3596	2697	4075	3112
投资性现金净流量	-2908	-1915	-1818	-1518
筹资性现金净流量	-443	-822	-1022	-370
现金流量净额	255	-40	1236	1224
收益率				
毛利率	23.99%	21.07%	23.27%	23.98%
三费/销售收入	7.56%	9.21%	8.83%	8.04%
EBIT/销售收入	7.82%	2.40%	3.86%	3.75%
EBITDA/销售收入	15.44%	18.58%	19.49%	18.52%
销售净利率	5.21%	1.03%	2.35%	2.48%
资产获利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
ROE	9.11%	1.46%	3.38%	3.83%
ROA	7.64%	2.00%	3.28%	3.47%
ROIC	7.92%	1.47%	3.28%	3.85%
增长率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售收入增长率	1.1%	-18.4%	3.4%	9.4%
EBIT 增长率	-10.2%	-74.9%	65.9%	6.4%
EBITDA 增长率	-1.7%	-1.8%	8.5%	4.0%
净利润增长率	-16.3%	-83.9%	135.4%	15.6%
总资产增长率	3.8%	-4.1%	1.0%	0.7%
股东权益增长率	3.8%	0.7%	1.8%	2.0%
经营营运资本增长率	-15.8%	70.1%	-240.5%	75.2%
资本结构	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
资产负债率	43.61%	40.73%	40.17%	39.31%
投资资本/总资产	77.08%	78.56%	70.67%	66.16%
带息债务/总负债	47.65%	47.58%	40.74%	41.33%
流动比率	64.09%	79.56%	111.47%	155.67%
速动比率	24.40%	24.16%	60.80%	90.50%
股利支付率	55.49%	49.03%	49.03%	49.03%
收益留存率	44.51%	50.97%	50.97%	50.97%
资产管理效率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总资产周转率	97.69%	83.11%	85.14%	92.52%
固定资产周转率	152.02%	152.73%	205.23%	239.97%
	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
应收账款周转率	3462.65%	3380.75%	2749.05%	3150.92%
存货周转率	1045.54%	774.70%	880.36%	728.78%
估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E
EBIT	1785	448	743	790
EBITDA	3525	3461	3756	3905
NOPLAT	1332	265	577	615
净利润	1072	173	407	471
EPS	0.59	0.09	0.22	0.26
BPS	6.43	6.47	6.59	6.72
PE	14.48	89.75	38.12	32.98
PEG	(0.60)	N/A	N/A	N/A
PB	1.32	1.31	1.29	1.26
PS	0.68	0.83	0.81	0.74
PCF	4.32	5.75	3.81	4.99
EV/EBIT	12.20	47.52	26.19	23.17
EV/EBITDA	6.18	6.15	5.18	4.69
EV/NOPLAT	16.35	80.35	33.71	29.75
EV/IC	1.21	1.21	1.22	1.21
ROIC-WACC	0.08	0.00	0.02	0.03
股息率	0.04	0.01	0.01	0.01

无锡
国联证券股份有限公司 研究所
江苏省无锡市滨湖区金融一街 8 号楼国联金融大厦 9F
电话：0510-82833337
传真：0510-82833217
上海
国联证券股份有限公司 研究所
上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
电话：021-38991500
传真：021-38571373
北京
国联证券股份有限公司 研究所
北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层
电话：010-68790997
传真：010-68790897
深圳
国联证券股份有限公司 研究所
广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层
电话：0755-82878221
传真：0755-82878221

国联证券投资评级：

类别	级别	定义
股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为－10%～10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级，提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责条款：

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会，还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。