

中国石油 (601857) \ 采掘

——业绩有望持续向好，未来看点在天然气

投资建议:	推荐
上次建议:	推荐
当前价格:	7.94元
目标价格:	9.4元

事件:

7月31日公司发布半年报业绩预增公告,实现归属于公司股东净利润同比增加135亿元到155亿元;8月6日公司官网披露,研究部署提升国内油气勘探开发力度。

投资要点:

► 受益于国际油价上涨,公司上半年盈利同比增长88%到101%

依据业绩公告披露,公司上半年归属于公司股东净利润同比增加135亿元到155亿元,扣非净利288.02亿元至308.02亿元,同比增长88%到101%。油价上涨是期间盈利增长的主要动力,2018年上半年OPEC一揽子月度油价从1月份的66.85美元/桶,7月份升至73.27美元/桶,涨幅约为9.6%,预计二季度公司勘探与生产板块经营利润EBIT环比增加120亿元,上半年实现EBIT约210亿,同比增长204%左右。

► 当前油价处于合理中枢,上升空间有限

公司年产原油1.20亿吨左右,受OPEC减产、全球需求增长和地缘政治局势如伊朗等供应收缩影响,中短期内油价存在上涨预期,但我们预计油价65~75美元/桶将是合理价位,不算天然气部分贡献,扣除资源权益金,原油生产贡献年度经营利润约880亿。根据普氏能源预测,原油价格未来上升空间有限,但当前油价足以支持公司业绩稳健修复,核心业务勘探与生产板块修复正常盈利,成为现金奶牛。

► 炼油、化工、销售业绩稳定

相对原油开采的业绩高弹性,公司在油价没有大幅度波动情形下,炼油、化工、销售三块业绩稳定可持续,板块之间呈现一体化特征,平缓盈利大幅度波动。公司以油气勘探见长,油气产量国内第一,相对下游炼化规模偏小,位居中国石化之后,在供给侧改革背景下,重点在于优化炼油产能布局,改善运营成本,销售加油站传统业务基础上寻找新动能。我们预计炼油、化工、销售经营利润维持稳健,年化EBIT测算合计约450亿。

基本数据

总股本/流通股本(亿股)	1,830/1,619
流通A股市值(亿元)	12,855
每股净资产(元)	6.56
资产负债率(%)	41.95
一年内最高/最低(元)	9.58/7.17

一年内股价相对走势



马群星 分析师

执业证书编号: S0590516080001

电话: 0510-85613163

邮箱: maqx@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《中国石油(601857)\采掘行业》
《天然气和石油资源价值,支持估值回归》

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	E
营业收入(百万元)	1616903.00	2015890.00	2181518.30	2173930.48	2218039.09	
增长率	-6.29%	24.68%	8.22%	-0.35%	2.03%	
EBITDA(百万元)	275700.00	288041.00	343789.19	353815.98	392028.62	
净利润(百万元)	7900.00	21256.11	70724.69	71663.12	85471.34	
增长率(%)	-77.84%	169.06%	232.73%	1.33%	19.27%	
EPS(元/股)	0.04	0.12	0.39	0.39	0.47	
市盈率(P/E)	183.95	68.37	20.55	20.28	17.00	
市净率(P/B)	1.22	1.22	1.21	1.21	1.20	
EV/EBITDA	7.46	6.86	5.87	5.61	5.13	

数据来源:公司公告,国联证券研究所

➤ **天然气和管道憧憬改革，期待进口气减亏**

天然气与管道板块包括天然气、原油和成品油的输送及天然气的销售，业务具备物理垄断特性，偏公用事业固定收益的盈利模式，参考国家发展改革委《天然气管道运输价格管理办法(试行)》和《天然气管道运输定价成本监审办法(试行)》，而实际因兼顾社会民生责任，门站天然气价格实际低于管理办法规定，加上进口气价格倒挂，2017年销售进口气净亏损人民币239.47亿元，板块经营利润人民币156.88亿元，远远低于合理公允回报。

2018年一季度因控制销售进口天然气及液化天然气亏损，借助整体销量增加，天然气与管道板块实现经营利润人民币111.87亿元，符合预期，但预计二季度进口气量增加，负面拖累有所扩大。5月份国家发改委发布《关于理顺居民用气门站价格的通知》，要求将居民用气与非居民用气价格机制衔接。预示着未来管道改革市场化加快，天然气价格形成充分的市场化定价机制，进口气经营有望减亏甚至扭亏为盈。

➤ **天然气价格处于历史低位，未来有望成为盈利新增长点**

公司受益于未来的天然气价格市场化，受惠于煤改气的政策推广，未来五年内国内天然气消费量维持两位数增长，供应压力持续偏紧。

公司作为最大的国内产气方，市场份额超过75%，是天然气价格转好和未来市场化机制的充分受益者。公司除了借助矿权资源，油气开采的技术积累优势，更是加快国内气田勘探开发，推进页岩气生产，探索煤层气资源利用开发，控制老气田递减，保持天然气产量增长来满足广大民生的用气需求，培育公司天然气业务成为新的盈利增长点。

天然气价格上涨对公司盈利弹性较大，按照天然气每上涨一元，公司上游低成本气源直接受益，测算EPS将增厚0.35元/股。

➤ 预计公司2018~2020年归母净利分别为707.25、716.63和854.71亿元，EPS分别为0.39、0.39和0.47元/股，对应当前股价PE分别为20.55X、20.28X和17.00X，提高公司（600028.SH，00386.HK）目标价至人民币9.40元，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**

油气价大幅度上涨至天花板，触发国家发改委干预限价。

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	54736	85792	43630	79782	111222	营业收入	161690	201589	218151	217393	221803
应收账款+票据	69446	86262	82239	85676	85646	营业成本	123570	158424	165097	163327	164245
预付账款	16479	10191	29531	9765	29752	营业税金及附加	187846	196095	203939	205978	208038
存货	146865	144669	159144	141412	160834	营业费用	63976	66067	68710	70084	72186
其他	50258	47919	47919	47919	47919	管理费用	75958	77565	79116	81490	83934
流动资产合计	337784	374833	362464	364554	435374	财务费用	20652	21648	16250	14113	11138
长期股权投资	79003	81216	81216	81216	81216	资产减值损失	12858	26054	8230	12630	11290
固定资产	151653	150596	132986	133575	132919	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	222493	196192	388192	390000	401000	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	71490	72913	70727	68541	66355	其他	0	0	0	0	0
其他非流动资产	105409	96740	94069	91398	88727	营业利润	19906	44216	154300	156361	188994
非流动资产合计	199492	195302	196407	196691	196649	营业外净收益	25286	4886	2086	2100	0
资产总计	233270	232785	232653	233146	240186	利润总额	45192	49102	156386	158461	188994
短期借款	71969	93881	43672	0	0	所得税	15778	13851	39097	39615	47249
应付账款+票据	208550	235211	227241	230253	229814	净利润	29414	35251	117290	118846	141746
其他	168149	183189	188920	182702	191752	少数股东损益	21514	13995	46565	47183	56274
流动负债合计	448668	512281	459833	412955	421566	归属于母公司净利	7900	21256	70725	71663	85471
长期带息负债	372887	289858	289858	289858	289858						
长期应付款	0	0	0	0	0						
其他	138126	144108	144108	144108	144108						
非流动负债合计	511013	433966	433966	433966	433966						
负债合计	959681	946247	893799	846921	855532	成长能力					
少数股东权益	183709	187800	234365	281548	337822	营业收入	-6.29%	24.68%	8.22%	-0.35%	2.03%
股本	183021	183021	183021	183021	183021	EBIT	-17.93	3.88%	149.34	0.13%	16.70%
资本公积	128377	128639	128639	128639	128639	EBITDA	6.72%	4.48%	19.35%	2.92%	10.80%
留存收益	877921	882150	886713	891336	896849	归属于母公司净利	-66.73	169.06	232.73	1.33%	19.27%
股东权益合计	137302	138161	143273	148454	154633	获利能力					
负债和股东权益总计	233270	232785	232653	233146	240186	毛利率	23.58%	21.41%	24.32%	24.87%	25.95%
						净利率	1.82%	1.75%	5.38%	5.47%	6.39%
						ROE	0.66%	1.78%	5.90%	5.96%	7.07%
						ROIC	2.59%	2.86%	7.38%	7.19%	8.64%
						偿债能力					
						资产负债率	41.14%	40.65%	38.42%	36.33%	35.62%
						流动比率	0.75	0.73	0.79	0.88	1.03
						速动比率	0.31	0.36	0.34	0.42	0.54
						营运能力					
						应收账款周转率	27.59	27.86	31.45	30.25	30.71
						存货周转率	8.41	10.95	10.37	11.55	10.21
						总资产周转率	0.69	0.87	0.94	0.93	0.92
						每股指标(元)					
						每股收益	0.04	0.12	0.39	0.39	0.47
						每股经营现金流	1.45	2.02	1.53	1.95	1.78
						每股净资产	6.50	6.52	6.55	6.57	6.60
						估值比率					
						市盈率	183.95	68.37	20.55	20.28	17.00
						市净率	1.22	1.22	1.21	1.21	1.20
						EV/EBITDA	7.46	6.86	5.87	5.61	5.13
						EV/EBIT	31.15	28.82	11.80	11.60	10.07

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

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

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 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

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810