中国石油(601857)/石油开采 业绩略超预期，配置价值显著

评级：买入（维持）

市场价格：

分析师：商其华

执业证书编号：S0740518070002

Email：shangqh@r.qlzq.com.cn

基本状况

股价与行业、市场走势对比

相关报告

公司盈利预测及估值

收入	2015890.0	2466633.2	2624950.9	2585202.1
收入增长率	24.68%	22.36%	6.42%	-1.51%
净利润	22793.00	70427.75	91689.41	91164.12
净利润增长率	188.52%	208.99%	30.19%	-0.57%
每股收益	0.12	0.38	0.50	0.50
每股现金流量	2.00	1.43	1.49	1.46
净资产收益率	2.66%	6.14%	7.18%	7.27%
市盈率	66	21	16	17
市净率	0.35	0.10	0.55	-28.95
EV/EBITDA	1.27	1.23	1.20	1.19

备注：

投资要点

- **事件：**公司发布 2018 年三季度报告，报告期内，公司实现营业收入 17099.33 亿，同比增长 17.30%；实现归属于上市公司股东的净利润为 481.21 亿元，同比增加 177.16%；实现归属于上市公司股东的扣非净利润为 581.79 亿元，同比增加 165.00%。EPS 为 0.75 元/股。报告期内，公司实现经营性现金净额为 2569.37 亿元，同比增长 5.17%。截止三季度，公司资产负债率为 43.02%，同比下滑 0.57 个百分点。此外，公司预计 2018 年度归属于母公司股东的净利润同比将大幅增长。

- **油价上行推动业绩逐季向上。**公司 2018Q1-Q3 实现归母净利润分别为 101.50 亿、169.36 亿和 210.35 亿，业绩逐季度增加。主要的原因是 2018 年油价呈现出震荡向上趋势，Q1-Q3 布伦特原油均价分别为 67.31/74.92/75.91 美元/桶，随着油价上行，公司原油实现价格逐步和布油价格接近，根据公司公告，2018 前三季度公司原油实现价格 67.93 美元/桶，与布油差值为 4.82 美元/桶，相较于上半年的差值 7.47 美元/桶大幅缩窄。此外，报告期内公司实现原油产量 663.3 百万桶，同比增长 0.5%，天然气实现产量 2661.6 十亿立方英尺，同比增长 4.8%，实现油气当量产量 1107.0 百万桶，同比增长 2.2%。油价实现价格的上行叠加产量的稳增推动公司上游勘探和生产板块业绩弹性爆发，从而带动公司业绩大增。

- **油价仍处上行趋势，上游勘探与生产板块高弹性大。**在当前原油供需仍处于紧平衡态势下，我们认为油价下行空间有限。油价的上行空间由供需缺口决定，当前控制供需缺口程度的是美国和沙特，需持续跟踪两国的诉求和能力。当前沙特产量已接近历史高位且美国产量达到瓶颈，全球剩余产能的持续收缩（根据彭博资讯，OPEC 剩余产能仅剩 250 万桶/日）导致原油短时间新增供给量有限。而伊朗受到制裁和委内瑞拉的持续减产将导致供给预期收缩，如果伊朗被制裁继续高压和委内瑞拉国内形势得不到改善，我们预计后续两国仍有 100 万桶/日的下滑空间。供给端的预期下降，将导致原油供需缺口程度放大，从而推动油价继续上涨。根据历史经验，如果供需缺口达到 100 万桶/日附近，原油价格将会大涨。公司作为我国最大的原油生产公司（2017 年产量占比 63%），将充分受益油价上行周期。我们通过两种维度测算其业绩弹性：（1）在不考虑成本提升情况下（仅考虑资源税），根据我们测算，布油每涨 10 美元，公司上游板块可增加净利润 428 亿；（2）考虑成本上行，我们预计布油价格分别为 75/85/95/105 美元/桶时，公司该板块经营利润分别为 658/1022/1393/1708 亿元。上游板块业绩弹性显著。

- **炼油与化工板块仍处高盈利时期。**2018 年前三季度，公司实现原油加工量 825.6 百万桶（1.12 亿吨），同比增长 10.9%，其中成本油产品 0.77 亿吨，同比增长 14.1%，柴汽比由去年同期的 1.31 下降至本年的 1.21。此外，由于成品油的调价机制更趋市场化，且油品的升级也推动公司产品的盈利能力提升。根据炼油价差来看，当前价差为 1200 元/吨，仍处于高价差时代。根据公司公告，2018 年前三季度公司单桶原油加工利润为 328 元，较 2017 年均值提高 37 元/吨。量的增加和单吨加工利润的提升推动该板块业绩表现持续亮眼，2018 年前三季度公司实现板块经营收入为 366.31 亿元，同比增长 32.1%，超出我们预期。由于该板块对于高油价承受能力提升，即使后续油价持续走强（超过 80 美元/桶），公司该板块仍有望维持高盈利。

- **天然气行业景气周期，价改带来业绩增量。**2018 年前三季度，天然气与管道板块实现经营收益 197.19 亿元，同比增长 9.3%。该板块业绩增速低于其他板块的原因主要是受到进口气的高成本的拖累。2017 年和 2018 年前三季度，公

司天然气进口气亏损分别为 240 亿元和 199.6 亿元，主要是进口气成本高且居民用天然气价格弹性较低，导致亏损。随着我国对于天然气价格的逐步理顺，居民用天然气价格开始具备弹性，进口气板块有望减亏。根据我们测算，今年采暖季大概率供需失衡，天然气价格或上涨，将带来业绩增量最高达 61 亿元。在综合考虑天然气价格上涨和进口气源成本提升的影响下，我们预计在布油价格分别为 75/85/95/105 美元/桶时，公司该板块经营利润分别为 229/245/261/278 亿元。

- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2018-2020 年公司实现归属于母公司净利润为 704.27、916.89、911.64 亿元，同比增长 208.99%、30.19%、-0.57%；对应 EPS 为 0.38、0.50、0.50 元，对应 PE 分别为 21 倍、16 倍和 17 倍。
- **风险提示事件：**油价大幅下行的风险、产品价格大幅下行的风险。

- **关键假设：**
- 假设 1：预计 2018-2020 年，布油价格分别为 74、80、76 美元/桶，公司产量分别为 1.21、1.25 和 1.29 亿吨，原油销量分别为 1.17、1.21 和 1.25 亿吨；天然气产量分别为 1037、1110 和 1189 亿方，天然气销量分别为 2052 亿、2257 亿和 2483 亿方。
- 假设 2：预计 2018-2020 年，原油加工量分别为 1.50、1.55 和 1.60 亿吨，单吨收入分别为 5600、5800 和 5600 元。
- 假设 3 :预计 2018-2020 年 ,销售板块单吨收入为 11000、11500 和 11000 元。
- 基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

图表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	2,015,890.00	2,466,633.20	2,624,950.90	2,585,202.16
	增速	24.68%	22.36%	6.42%	-1.51%
	成本	1,584,245.00	1,920,612.11	2,022,173.32	1,988,114.39
	毛利率	21.41%	22.14%	22.96%	23.10%
勘探与生产	收入	488,876.00	673,596.56	772,935.54	798,847.69
	增速		37.78%	14.75%	3.35%
	成本	401,320.00	484,667.45	517,757.69	552,988.42
	毛利率	17.91%	28.05%	33.01%	30.78%
炼油与化工	收入	700,983.00	833,600.00	892,600.00	889,600.00
	增速		18.92%	7.08%	-0.34%
	成本	445,965.00	567,500.00	648,000.00	644,000.00
	毛利率	36.38%	31.92%	27.40%	27.61%
天然气与管道	收入	288,620.00	360,775.00	414,891.25	456,380.38
	增速		25.00%	15.00%	10.00%
	成本	261,291.00	318,775.02	363,403.52	399,743.88
	毛利率	9.47%	11.64%	12.41%	12.41%
油气销售	收入	1,640,270.00	2,005,000.00	2,095,000.00	2,005,000.00
	增速		22.24%	4.49%	-4.30%
	成本	1,577,878.00	1,948,860.00	2,036,340.00	1,948,860.00
	毛利率	3.80%	2.80%	2.80%	2.80%
其他业务	收入	52,648.00	54,110.00	54,110.00	54,110.00
	增速		2.78%	0.00%	0.00%
	成本	53,216.00	55,546.00	55,546.00	55,546.00
	毛利率	-1.08%	-2.65%	-2.65%	-2.65%
总部及其他	收入	136.00	26.00	26.00	26.00
	增速		-80.88%	0.00%	0.00%
	成本	192.00	38.00	38.00	38.00
	毛利率	-41.18%	-46.15%	-46.15%	-46.15%
内部抵消	收入	-1,155,643.00	-1,460,474.36	-1,604,611.89	-1,618,761.90

	增速		26.38%	9.87%	0.88%
	成本	-1,155,617.00	-1,454,774.36	-1,598,911.89	-1,613,061.90
	毛利率	0.00%	0.39%	0.36%	0.35%

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 2：中国石油三大财务报表

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2015890.00	2466633.20	2624950.90	2585202.16
营业成本	1584245.00	1920612.11	2022173.32	1988114.39
营业税金及附加	196095.00	233096.84	251995.29	248179.41
销售费用	66067.00	76465.63	81373.48	80141.27
管理费用	77565.00	73999.00	86623.38	85311.67
财务费用	21648.00	17888.77	15424.61	12541.16
资产减值损失	26054.00	10000.00	5000.00	7000.00
投资收益	6734.00	7000.00	7000.00	7000.00
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	57769.00	141570.86	169360.83	170914.27
其他非经营损益	-4686.00	-15000.00	-15000.00	-15000.00
利润总额	53083.00	126570.86	154360.83	155914.27
所得税	16295.00	39143.11	49671.42	48750.14
净利润	36788.00	87427.75	104689.41	107164.12
少数股东损益	13995.00	17000.00	13000.00	16000.00
归属母公司股东净利润	22793.00	70427.75	91689.41	91164.12

现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	36788.00	87427.75	104689.41	107164.12
折旧与摊销	219432.00	140584.06	152490.27	155340.27
财务费用	21648.00	17888.77	15424.61	12541.16
资产减值损失	26054.00	10000.00	5000.00	7000.00
经营营运资本变动	37871.00	22612.98	5720.12	-1287.42
其他	24862.00	-16990.52	-11091.43	-14021.97
经营活动现金流净额	366655.00	261523.03	272232.98	266736.16
资本支出	548.00	-20000.00	-40000.00	-40000.00
其他	-244094.00	7000.00	7000.00	7000.00
投资活动现金流净额	-243546.00	-13000.00	-33000.00	-33000.00
短期借款	21912.00	7030.05	-100911.05	0.00
长期借款	-48483.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	262.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	-19626.00	-45586.00	-70427.75	-91689.41
其他	-48790.00	-99424.77	-15424.61	-12541.16
筹资活动现金流净额	-94725.00	-137980.71	-186763.41	-104230.57
现金流量净额	24846.00	110542.32	52469.57	129505.59

资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	136121.00	246663.32	299132.89	428638.47
应收和预付款项	96453.00	125189.81	129614.11	128975.63
存货	144669.00	175630.58	184978.99	181843.97
其他流动资产	47919.00	67651.76	67195.33	68540.77
长期股权投资	81216.00	81216.00	81216.00	81216.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	884899.00	767047.59	657289.97	544682.35
无形资产和开发支出	114847.00	112114.35	109381.70	106649.05
其他非流动资产	898786.00	898786.00	898786.00	898786.00
资产总计	2404910.00	2474299.41	2427594.99	2439332.24
短期借款	93881.00	100911.05	0.00	0.00
应付和预收款项	366773.00	461506.44	479241.20	476244.94
长期借款	195192.00	195192.00	195192.00	195192.00
其他负债	367454.00	293238.16	295448.38	294707.17
负债合计	1023300.00	1050847.66	969881.58	966144.12
股本	183021.00	183021.00	183021.00	183021.00
资本公积	128639.00	128639.00	128639.00	128639.00
留存收益	896217.00	921058.75	942320.41	941795.12
归属母公司股东权益	1193810.00	1218651.75	1239913.41	1239388.12
少数股东权益	187800.00	204800.00	217800.00	233800.00
股东权益合计	1381610.00	1423451.75	1457713.41	1473188.12
负债和股东权益合计	2404910.00	2474299.41	2427594.99	2439332.24

财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
销售收入增长率	24.68%	22.36%	6.42%	-1.51%
营业利润增长率	18.20%	145.06%	19.63%	0.92%
净利润增长率	25.07%	137.65%	19.74%	2.36%
EBITDA 增长率	7.05%	0.40%	12.41%	0.45%
获利能力				
毛利率	21.41%	22.14%	22.96%	23.10%
三费率	8.20%	6.83%	6.99%	6.89%
净利率	1.82%	3.54%	3.99%	4.15%
ROE	2.66%	6.14%	7.18%	7.27%
ROA	1.53%	3.53%	4.31%	4.39%
ROIC	5.72%	12.10%	15.49%	18.05%
EBITDA/销售收入	14.82%	12.16%	12.85%	13.11%
营运能力				
总资产周转率	0.84	1.01	1.07	1.06
固定资产周转率	2.95	3.38	3.69	4.37
应收账款周转率	37.59	37.66	35.08	33.89
存货周转率	10.70	11.91	11.14	10.77
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.87%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	42.55%	42.47%	39.95%	39.61%
带息债务/总负债	37.50%	37.19%	29.89%	30.00%
流动比率	0.74	1.02	1.30	1.56
速动比率	0.49	0.73	0.95	1.21
股利支付率	86.11%	64.73%	76.81%	100.58%
每股指标				
每股收益	0.12	0.38	0.50	0.50
每股净资产	7.55	7.78	7.96	8.05
每股经营现金	2.00	1.43	1.49	1.46
每股股利	0.11	0.25	0.38	0.50

业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
EBITDA	298849.00	300043.69	337275.71	338795.70
PE	66.33	21.47	16.49	16.58
PB	1.27	1.23	1.20	1.19
PS	0.75	0.61	0.58	0.58
EV/EBITDA	3.24	2.61	1.87	1.48
股息率	1.30%	3.02%	4.66%	6.07%

来源：公司公告、中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。