



股票代码	857 HK	601857 CH
评级	买入	买入
收盘价	港币 5.38	人民币 7.64
目标价	港币 7.76	人民币 10.87
上/下浮比例	+44%	+42%
目标价格基础	净资产价值	较H股溢价
板块评级	增持	增持

中国石油

胜在天然气

由于2019年平均油价不太可能进一步同比上涨，中国的石油巨头需要有其他增长动力。中石油作为中国主要的天然气供应商脱颖而出。由于天然气销量增长和住宅天然气价格上涨的全年影响，我们预计中石油能于2019年在三桶油中实现最快的盈利增长。油价反弹可能会提供短期交易机会。

支撑评级的主要因素

- 中国的天然气需求在2018年前9个月飙升18.2%，到2020年需求增长将保持强劲。这将有利于中石油在天然气价值链上的各种业务。对于上游而言，在进口液化天然气之后，它会有增加自身天然气产量的空间，这是天然气销售中最有利可图的部分。其液化天然气终端和天然气管道也将受益于更高的吞吐量和传输量。
- 我们预计涉及管道资产的资产互换可能会以账面价值或更高的价格进行。这将有助于实现管道资产的价值，并将当前H股股价与公司账面值的折让缩小。
- 在8.5周内下跌32%后，布伦特原油的价格可能会反弹。中石油将成为油价反弹的主要受益者，因为它拥有庞大的上游业务。

评级面临的主要风险

- 油价急剧下跌。
- 成立国家天然气管道公司可能留下巨大的盈利断层。

估值

- 我们将H股的目标价定为7.76港元，相当于以分类加总估值法计算的净资产价值(9.14港元)的15.1%的折扣(自2016年初油价触底以来的平均值加一个标准差)。
- 我们对其A股的目标价格定为人民币10.87元，是以公司的三个月平均A股-H股溢价率为基础，目前为62%。

投资摘要—H股

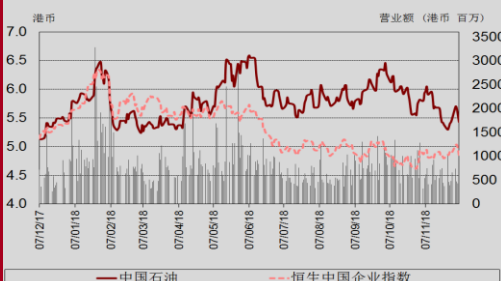
年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币百万)	1,616,903	2,015,890	2,566,247	2,574,350	2,577,678
变动(%)	(6)	25	27	0	0
净利润(人民币百万)	7,857	22,798	60,023	73,198	79,939
全面摊薄每股收益(人民币)	0.043	0.125	0.328	0.400	0.437
变动(%)	(77.9)	190.2	163.3	21.9	9.2
市场预期每股收益(人民币)			0.354	0.404	0.402
核心每股收益(人民币)	0.015	0.270	0.328	0.400	0.437
变动(%)	(85.6)	1,757.7	21.6	21.9	9.2
全面摊薄市盈率(倍)	110.9	38.2	14.5	11.9	10.9
核心业务市盈率(倍)	328.0	17.7	14.5	11.9	10.9
每股现金流量(人民币)	1.56	2.11	1.71	1.80	1.81
价格/每股现金流量(倍)	3.0	2.3	2.8	2.6	2.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.0	4.3	3.6	3.3	3.0
每股股息(人民币)	0.059	0.130	0.170	0.180	0.197
股息率(%)	1.2	2.7	3.6	3.8	4.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

报告重点

- 中国对天然气的强劲需求会使公司在天然气价值链上的各个业务从中受惠。
- 如果国家天然气管网公司真的成立，这将实现公司管道资产的价值并使公司H股股价和账面价值之间的折让缩小。
- 公司能够从油价的可能反弹中受益。

股价表现—H股



(%)	今年	1	3	12
绝对	(1.3)	(9.1)	(7.2)	1.5
相对恒生中国企业指数	10.0	(10.6)	(3.3)	13.0

发行股数(百万)	183,021
流通股(%)	12
流通股市值(港币百万)	984,653
3个月日均交易额(港币百万)	785
净权益负债率(%) (2018E)	21
主要股东(%)	
中国石油集团	85

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2018年11月23日收盘价为标准

中银国际研究有限公司

能源: 石油及天然气

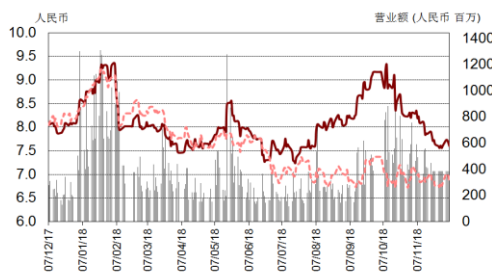
刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

本报告禁止在中国内地发布 (请参阅本报告背面的重要信息披露及声明)

(本报告是2019 China Economy and Market Outlook 之中文译本, 英文原稿已于2018年12月4日出版)

股价表现—A股


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(5.6)	(10.3)	(5.2)	(7.8)
相对新华富时A50指数	12.0	(6.0)	(2.0)	11.4

发行股数(百万)	183,021
流通股(%)	4
流通股市值(人民币百万)	1,398,280
3个月日均交易额(人民币百万)	446
净负债比率(%) (2018E)	21
主要股东(%)	
中国石油集团	85

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2018年11月23日收市价为标准

投资摘要—A股

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币百万)	1,616,903	2,015,890	2,566,247	2,574,350	2,577,678
变动(%)	(6)	25	27	0	0
净利润(人民币百万)	7,900	22,793	60,159	73,334	80,075
全面摊薄每股收益(人民币)	0.043	0.125	0.329	0.401	0.438
变动(%)	(77.8)	188.5	163.9	21.9	9.2
市场预期每股收益(人民币)			0.354	0.404	0.436
核心每股收益(人民币)			0.329	0.401	0.438
变动(%)	(85.4)	1,727.9	21.9	21.9	9.2
全面摊薄市盈率(倍)	177.0	61.3	23.2	19.1	17.5
核心业务市盈率(倍)	517.9	28.3	23.2	19.1	17.5
每股现金流量(人民币)	1.56	2.11	1.71	1.80	1.93
价格/每股现金流量(倍)	4.9	3.6	4.5	4.2	4.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.0	6.7	5.6	5.2	4.9
每股股息(人民币)	0.039	0.092	0.170	0.180	0.197
股息率(%)	0.5	1.2	2.2	2.4	2.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

损益表—H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	1,616,903	2,015,890	2,566,247	2,574,350	2,577,678
销售成本	(1,314,025)	(1,672,359)	(2,086,472)	(2,069,840)	(2,056,213)
经营费用(不包括折旧与摊销费用)	(24,096)	(38,434)	(122,838)	(127,509)	(134,939)
息税折旧前利润	60,635	67,722	141,481	157,644	165,746
折旧及摊销	(218,147)	(237,375)	(215,456)	(219,357)	(220,780)
经营利润(息税前利润)	278,782	305,097	356,937	377,001	386,527
净利息收入/(费用)	(20,857)	(19,507)	(18,558)	(15,544)	(12,205)
其他收益/(损失)	5,362	4,874	2,488	5,195	7,054
税前利润	45,140	53,089	125,412	147,295	160,596
所得税	(15,768)	(16,296)	(47,656)	(55,972)	(61,026)
少数股东权益	(21,515)	(13,995)	(17,732)	(18,125)	(19,630)
净利润	7,857	22,798	60,023	73,198	79,939
核心净利润	2,657	49,358	60,023	73,198	79,939
每股收益(人民币)	0.043	0.125	0.328	0.400	0.437
核心每股收益(人民币)	0.015	0.270	0.328	0.400	0.437
每股股息(人民币)	0.059	0.130	0.170	0.180	0.197
收入增长(%)	(6)	25	27	0	0
息税前利润增长(%)	(23)	12	109	11	5
息税折旧前利润增长(%)	(1)	9	17	6	3
每股收益增长(%)	(78)	190	163	22	9
核心每股收益增长(%)	(86)	1,758	22	22	9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表—H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	98,617	136,121	71,148	55,307	65,079
应收帐款	47,315	53,143	67,652	67,865	67,953
库存	146,865	144,669	193,230	190,065	187,710
其他流动资产	88,868	91,229	91,229	106,376	126,448
流动资产总计	381,665	425,162	423,259	419,613	447,190
固定资产	1,739,545	1,702,813	1,685,624	1,659,096	1,626,322
无形资产	102,750	92,941	92,485	92,029	91,573
其他长期资产	172,691	183,696	191,250	198,506	205,560
长期资产总计	2,014,986	1,979,450	1,969,359	1,949,631	1,923,455
总资产	2,396,651	2,404,612	2,392,617	2,369,244	2,370,644
应付帐款	80,606	103,201	137,842	135,584	133,905
短期债务	143,384	175,417	130,181	128,490	109,461
其他流动负债	275,273	298,049	300,702	298,049	298,049
流动负债总计	499,263	576,667	568,725	562,123	541,415
长期借款	372,887	289,858	235,461	158,704	97,758
其他长期负债	151,766	156,768	156,768	156,768	156,768
股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
储备	1,006,003	1,010,499	1,043,111	1,084,971	1,148,396
股东权益	1,189,024	1,193,520	1,226,132	1,267,992	1,331,417
少数股东权益	183,711	187,799	205,531	223,657	243,287
总负债及权益	2,396,651	2,404,612	2,392,617	2,369,244	2,370,644
每股帐面价值(人民币)	6.50	6.52	6.70	6.93	7.27
每股有形资产(人民币)	5.94	6.01	6.19	6.43	6.77
每股净负债/(现金)	2.28	1.80	1.61	1.27	0.78

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表—H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	45,140	53,089	125,412	147,295	160,596
折旧与摊销	218,147	237,375	215,456	219,357	220,780
净利息费用	20,857	19,507	18,558	15,544	12,205
运营资本变动	(532)	63,591	(28,428)	694	587
税金	(13,188)	(23,046)	(16,296)	(47,656)	(55,972)
其他经营现金流	15,612	35,646	(2,488)	(5,195)	(7,054)
经营活动产生的现金流	286,036	386,162	312,213	330,038	331,142
购买固定资产净值	(181,054)	(229,239)	(225,800)	(218,817)	(214,161)
投资减少/(增加)	119	(2,755)	0	0	0
其他投资现金流	5,734	1,106	0	0	0
投资活动产生的现金流	(175,201)	(230,888)	(225,800)	(218,817)	(214,161)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(36,392)	(43,861)	(105,417)	(80,181)	(78,490)
支付股息	(10,851)	(32,247)	(27,411)	(31,338)	(16,514)
其他融资现金流	(40,621)	(38,124)	(18,558)	(15,544)	(12,205)
融资活动产生的现金流	(87,864)	(114,232)	(151,385)	(127,063)	(107,209)
现金变动	22,971	41,042	(64,973)	(15,841)	9,772
期初现金	72,773	98,617	136,121	71,148	55,307
公司自由现金流	113,326	158,175	88,974	112,785	118,468
权益自由现金流	53,586	91,906	(37,562)	15,498	26,286

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率—H股

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	17.2	15.1	13.9	14.6	15.0
息税前利润率(%)	3.8	3.4	5.5	6.1	6.4
税前利润率(%)	2.8	2.6	4.9	5.7	6.2
净利率(%)	0.5	1.1	2.3	2.8	3.1
流动性					
流动比率(倍)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8
利息覆盖率(倍)	2.6	3.0	6.7	9.2	12.1
净权益负债率(%)	30.4	23.8	20.6	15.5	9.0
速动比率(倍)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5
估值					
市盈率(倍)	110.9	38.2	14.5	11.9	10.9
核心业务市盈率(倍)	328.0	17.7	14.5	11.9	10.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	473.1	25.5	20.9	17.2	15.7
市净率(倍)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
价格/现金流(倍)	3.0	2.3	2.8	2.6	2.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.0	4.3	3.6	3.3	3.0
周转率					
存货周转天数	38.0	31.8	29.6	33.8	33.5
应收帐款周转天数	11.2	9.1	8.6	9.6	9.6
应付帐款周转天数	16.9	16.6	17.1	19.4	19.1
回报率					
股息支付率(%)	138.2	104.4	51.8	45.0	45.0
净资产收益率(%)	0.7	1.9	5.0	5.9	6.2
资产收益率(%)	1.6	2.0	3.7	4.1	4.3
已运用资本收益率(%)	3.3	3.8	7.9	8.9	9.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表—A股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	1,616,903	2,015,890	2,566,247	2,574,350	2,577,678
销售成本	(1,423,553)	(1,780,340)	(2,262,120)	(2,249,761)	(2,240,506)
经营费用(不包括折旧与摊销费用)	56,859	49,746	50,961	50,552	47,495
息税折旧前利润	40,558	65,864	139,632	155,784	163,886
折旧及摊销	(209,651)	(219,432)	(215,456)	(219,357)	(220,780)
经营利润(息税前利润)	250,209	285,296	355,088	375,142	384,667
净利息收入/(费用)	(21,909)	(20,554)	(18,558)	(15,544)	(12,205)
其他收益/(损失)	26,543	7,773	4,621	7,328	9,187
税前利润	45,192	53,083	125,696	147,569	160,869
所得税	(15,778)	(16,295)	(47,764)	(56,076)	(61,130)
少数股东权益	(21,514)	(13,995)	(17,772)	(18,159)	(19,664)
净利润	7,900	22,793	60,159	73,334	80,075
核心净利润	2,700	49,353	60,159	73,334	80,075
每股收益(人民币)	0.043	0.125	0.329	0.401	0.438
核心每股收益(人民币)	0.015	0.270	0.329	0.401	0.438
每股股息(人民币)	0.039	0.092	0.170	0.180	0.197
收入增长(%)	(6)	25	27	0	0
息税前利润增长(%)	(24)	62	112	12	5
息税折旧前利润增长(%)	8	14	24	6	3
每股收益增长(%)	(78)	189	164	22	9
核心每股收益增长(%)	(85)	1,728	22	22	9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表—A股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	98,617	136,121	71,148	55,307	69,079
应收帐款	47,315	53,143	67,652	67,865	67,953
库存	146,865	144,669	193,230	190,065	187,710
其他流动资产	88,868	91,229	219,156	246,086	271,993
流动资产总计	381,665	425,162	551,186	559,323	596,734
固定资产	1,739,023	1,702,155	1,684,966	1,658,438	1,625,664
无形资产	117,587	114,847	113,633	112,419	111,205
其他长期资产	158,675	162,746	170,300	177,556	184,610
长期资产总计	2,015,285	1,979,748	1,968,899	1,948,413	1,921,479
总资产	2,396,950	2,404,910	2,520,084	2,507,735	2,518,213
应付帐款	198,617	224,514	294,135	300,079	325,609
短期债务	143,384	175,417	130,181	128,490	109,461
其他流动负债	157,262	176,736	176,736	176,736	176,736
流动负债总计	499,263	576,667	601,052	605,305	611,806
长期借款	372,887	289,858	330,127	253,370	192,424
其他长期负债	151,772	156,775	156,775	156,775	156,775
股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
储备	1,006,298	1,010,789	1,043,537	1,085,533	1,130,792
股东权益	1,189,319	1,193,810	1,226,558	1,268,554	1,313,813
少数股东权益	183,709	187,800	205,572	223,731	243,395
总负债及权益	2,396,950	2,404,910	2,520,084	2,507,735	2,518,213
每股帐面价值(人民币)	6.50	6.52	6.70	6.93	7.18
每股有形资产(人民币)	5.86	5.90	6.08	6.32	6.57
每股净负债/(现金)	2.28	1.80	2.13	1.78	1.27

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表—A股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	45,192	53,083	125,696	147,569	160,869
折旧与摊销	209,651	219,432	215,456	219,357	220,780
净利息费用	21,909	20,554	18,558	15,544	12,205
运营资本变动	5,969	64,518	2,756	8,839	27,774
税金	(15,778)	(16,295)	(47,764)	(56,076)	(61,130)
其他经营现金流	19,093	44,870	(2,488)	(5,195)	(7,054)
经营活动产生的现金流	286,036	386,162	312,213	330,038	353,443
购买固定资产净值	(189,421)	(237,004)	(225,800)	(218,817)	(214,161)
投资减少/(增加)	(365)	(19,123)	0	0	0
其他投资现金流	13,899	12,581	0	0	0
投资活动产生的现金流	(175,887)	(243,546)	(225,800)	(218,817)	(214,161)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(36,392)	(43,861)	(105,417)	(80,181)	(78,490)
支付股息	(4,790)	(12,661)	(27,411)	(31,338)	(34,816)
其他融资现金流	(46,915)	(45,052)	(18,558)	(15,544)	(12,205)
融资活动产生的现金流	(88,097)	(101,574)	(151,385)	(127,063)	(125,511)
现金变动	22,052	41,042	(64,973)	(15,841)	13,771
期初现金	73,692	98,617	136,121	71,148	55,307
公司自由现金流	112,640	145,517	88,974	112,784	140,770
权益自由现金流	52,900	79,248	(37,562)	15,497	48,587

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率—A股

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	15.5	14.2	13.8	14.6	14.9
息税前利润率(%)	2.5	3.3	5.4	6.1	6.4
税前利润率(%)	2.8	2.6	4.9	5.7	6.2
净利率(%)	0.5	1.1	2.3	2.8	3.1
流动性					
流动比率(倍)	0.8	0.7	0.9	0.9	1.0
利息覆盖率(倍)	1.7	2.9	6.4	8.8	11.5
净权益负债率(%)	30.4	23.8	27.2	21.9	15.0
速动比率(倍)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
估值					
市盈率(倍)	177.0	61.3	23.2	19.1	17.5
核心业务市盈率(倍)	517.9	28.3	23.2	19.1	17.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	736.8	40.3	33.1	27.1	24.8
市净率(倍)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
价格/现金流(倍)	4.9	3.6	4.5	4.2	4.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.0	6.7	5.6	5.2	4.9
周转率					
存货周转天数	35.1	29.9	27.3	31.1	30.8
应收帐款周转天数	11.2	9.1	8.6	9.6	9.6
应付帐款周转天数	45.3	38.3	36.9	42.1	44.3
回报率					
股息支付率(%)	91.1	73.8	51.7	44.9	44.9
净资产收益率(%)	0.7	1.9	5.0	5.9	6.2
资产收益率(%)	1.1	1.9	3.5	3.8	4.0
已运用资本收益率(%)	2.3	3.7	7.6	8.4	8.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测