

中国石油(601857)/石油开采

油价温和上行，业绩或持续改善

评级：买入(维持)

市场价格：

分析师：齐林林

执业证书编号：S0740518070002

Email：shangah@r.qlzq.com.cn

基本数据

| | |
|------------|------------|
| 总股本 | 235358.80 |
| 流通股本 | 231874.50 |
| 限售流通股 | 249115.50 |
| 限售流通股占比 | 10.58% |
| 总市值 | 2543542.30 |
| 每股净资产 | 16.75 |
| 每股公积金 | -1.48 |
| 每股未分配利润 | 7.44 |
| 每股现金流量 | 2.10 |
| 资产负债率 | 52585.00 |
| 净资产收益率 | 53818.17 |
| 总资产收益率 | 58900.97 |
| 总资产周转率 | 71187.92 |
| 流动资产周转率 | 130.71% |
| 应收账款周转率 | 2.35% |
| 存货周转率 | 9.44% |
| 总资产周转率 | 20.86% |
| 每股净利润 | 0.29 |
| 每股股利 | 0.29 |
| 每股派息率 | 0.32 |
| 每股现金流量 | 0.39 |
| 每股经营活动现金流量 | -0.35 |
| 每股净现金流量 | 0.61 |
| 每股利息支出 | 1.31 |
| 每股利息收入 | -0.35 |
| 每股利息净支出 | 0.96 |
| 每股利息净收入 | 1.27 |
| 每股利息净支出 | 1.23 |
| 每股利息净收入 | 1.20 |
| 每股利息净支出 | 1.19 |

公司及行业预测及估值

| | | | | |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| EPS | 2353588.0 | 2318745.4 | 2491155.5 | 2543542.3 |
| ROE | 16.75% | -1.48% | 7.44% | 2.10% |
| ROA | 52585.00 | 53818.17 | 58900.97 | 71187.92 |
| 总资产周转率 | 130.71% | 2.35% | 9.44% | 20.86% |
| 每股净利润 | 0.29 | 0.29 | 0.32 | 0.39 |
| 每股股利 | -0.35 | 0.61 | 1.31 | -0.35 |
| 每股经营活动现金流量 | 5.13% | 5.14% | 5.16% | 6.13% |
| 每股净现金流量 | 27 | 27 | 24 | 20 |
| 每股利息支出 | 0.21 | 11.34 | 2.57 | 0.96 |
| 每股利息收入 | 1.27 | 1.23 | 1.20 | 1.19 |

备注：

投资要点

- 事件：**公司发布 2018 年年度报告，报告期内，公司实现营业收入为 23535.88 亿元，同比增长 16.75%；实现归属于上市公司股东的净利润为 525.85 亿元，同比增加 130.71%；实现归属于上市公司股东的扣非净利润为 661.95 亿元，同比增加 147.20%。EPS 为 0.29 元/股，经营性现金流量净额为 3515.65 亿元，加权平均净资产收益率为 4.4%。
- 18Q4 业绩受到油价大跌拖累。**根据公司公告，预计 2018Q4 实现归母净利为 44.64 亿元，而公司 2018Q1-Q3 实现归母净利润分别为 101.50 亿、169.36 亿和 210.35 亿，业绩环比将大幅下跌。主要的原因是（1）油价大跌：根据 wind 资讯，2018Q1-Q4 布伦特原油均价分别为 67.31/74.92/75.91/59.32 美元/桶，2018 年 Q4 油价大幅下跌导致上游板块盈利降低，同时油价下跌预计将导致公司产生一定库存损益。（2）油价下行周期化工板块盈利趋弱：根据我们的测算，2018Q1-Q4，石脑油综合裂解价差分别为 149/94/93/50 美元/吨，18Q4 裂解价差明显收窄，主要的原因是在油价下跌通道中，产品需求趋弱叠加成本塌陷，导致产品价格下行程度高于成本下行，导致价差收窄。（3）资产减值拖累业绩：根据公司公告，4 季度公司共进行资产减值 344.27 亿元，其中存货跌价损失 40.8 亿、固定资产及油漆资产减值损失 266.6 亿，油价下跌导致的库存损益和油气资产减值是主要的来源。
- 原油有望迎来短周期供需共振，油价或温和上行，公司盈利或持续改善。**此前，由于受到美股大跌引发需求担忧、供给端减产不确定性等多重因素压制，布油价格一度触及 50 美元桶，油价深跌。随着市场预期我国宽货币或向信用端逐步传导，市场预期需求增速或未必大幅下滑、美股反弹、OPEC+如期超额减产等多因素提振，油价已从底部大幅反弹近 42%。短周期来看，原油市场或迎来供需共振，油价或持续温和上行。供给端：OPEC 可能延长减产协议。OPEC 和俄罗斯等非 OPEC 产油国承诺自年初开始减产 120 万桶/日，以削减供应并支撑油价。该联盟的油长 4 月 17-18 日将在维也纳就产量政策举行会议。由于沙特等国家对于高油价具备较强诉求，减产协议可能延长。（2）需求端：我国需求旺盛，美国二季度开始迎来需求旺季。2019 年头两个月，全球最大进口国——中国——的原油使用量较上年同期增长 6.1%，达到创纪录的 1268 万桶/日，仍然体现出高增长的态势。由于当前处于美国原油消费淡季，美国炼油厂开工率仍旧不高，或于 2 季度开始迎来开工率上行，原油需求环比上升。库存端，由于供需短周期共振，我们预计美国商业原油库存或处于去化周期，原油价格仍将处于温和上涨态势。在油价已历经大幅反弹，且处于温和上行趋势下，公司上游板块利润对于油价具备高弹性，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 55/65/75/85 美元/桶时，公司该板块经营利润分别为 136/208/658/1022 亿元，上游板块业绩弹性显著。
- 资本开支仍在加大，仍需保障国家能源安全。**根据公司公告，公司预计 2019 年资本开支将达到 3006 亿元，同比增长 17%，基本持平于 2018 年的增速，公司资本开支并未因去年 4 季度油价大跌而降低。从资本开支的细分来看，其中探勘和生产 2282 亿（+16%）、炼油和化工 288 亿（+154%）、销售 146 亿（-14%）和天然气与管道 178 亿（-33%）。公司资本开支的方向集中于上游原油探勘和生产、中游炼油和化工环节。上游资本开支加大，有望保障我国原油生产，降低原油对外依存度，保障国家能源安全。
- 天然气板块业绩大增，气价或进一步带来业绩弹性。**天然气行业于 2016 年迎

股价与行业及市场走势对比



相关报告

来行业拐点，已步入快速发展的黄金十年。在“煤改气”政策和气价市场化不断推进的带动下，行业未来有望维持 10%以上增速增长，需求的高增带来行业长期景气向上。2018 年，公司天然气与管道板块实现经营收益 255.15 亿元，同比增长 62.6%，该板块业绩增速实现高增。核心的原因在于国内气价和销量提升，而进口气仍旧拖累该板块的业绩表现。2017 年和 2018 年，公司天然气进口气亏损分别为 240 亿元和 249.07 亿元，2018 年亏损较 2017 年增加 9 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。

- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2019-2021 年公司实现归属于母公司净利润为 538.18、589.00、711.87 亿元，同比增长 2.35%、9.44%、20.86%；对应 EPS 为 0.29、0.32、0.39 元，对应 PE 分别为 27 倍、24 倍和 20 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 2019-2021 年，布油价格分别为 68、71、72 美元/桶，公司产量分别为 1.22、1.26 和 1.29 亿吨，原油销量分别为 1.15、1.18 和 1.21 亿吨；天然气销量分别为 2384 亿、2623 亿和 2884 亿方。
- 假设 2：预计 2019-2021 年，原油加工量分别为 1.55、1.60 和 1.60 亿吨，单吨收入分别为 5500、5700 和 5900 元。
- 基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

图表 1：分业务收入及毛利率

| 百万元 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 合计 | | | | | | |
| 营业收入 | 1,616,903.00 | 2,015,890.00 | 2,353,588.00 | 2,318,745.47 | 2,491,155.52 | 2,543,542.37 |
| yoy | | 24.68% | 16.75% | -1.48% | 7.44% | 2.10% |
| 营业成本 | 1,235,707.00 | 1,584,245.00 | 1,824,382.00 | 1,833,649.45 | 1,949,579.82 | 1,970,799.27 |
| 毛利率 | 23.58% | 21.41% | 22.49% | 20.92% | 21.74% | 22.52% |
| 勘探与生产 | | | | | | |
| 收入 | | 488,876.00 | 638,551.00 | 654,596.58 | 713,706.24 | 741,963.09 |
| yoy | | | 30.62% | 2.51% | 9.03% | 3.96% |
| 成本 | | 401,320.00 | 482,106.01 | 498,846.29 | 525,397.44 | 542,362.38 |
| 毛利率 | | 17.91% | 24.50% | 23.79% | 26.38% | 26.90% |
| 炼油与化工 | | | | | | |
| 收入 | | 700,983.00 | 866,801.00 | 846,100.00 | 905,600.00 | 937,600.00 |
| yoy | | | 23.66% | -2.39% | 7.03% | 3.53% |
| 成本 | | 445,965.00 | 611,810.00 | 586,000.00 | 628,000.00 | 644,000.00 |
| 毛利率 | | 36.38% | 29.42% | 30.74% | 30.65% | 31.31% |
| 天然气与管道 | | | | | | |
| 收入 | | 288,620.00 | 356,937.00 | 410,477.55 | 451,525.31 | 496,677.84 |
| yoy | | | 23.67% | 15.00% | 10.00% | 10.00% |
| 成本 | | 261,291.00 | 329,163.00 | 375,245.82 | 412,770.40 | 454,047.44 |
| 毛利率 | | 9.47% | 7.78% | 8.58% | 8.58% | 8.58% |
| 油气销售 | | | | | | |
| 收入 | | 1,640,270.00 | 1,978,906.00 | 1,789,000.00 | 1,915,000.00 | 1,915,000.00 |
| yoy | | | 20.65% | -9.60% | 7.04% | 0.00% |
| 成本 | | 1,577,878.00 | 1,924,423.00 | 1,747,853.00 | 1,870,955.00 | 1,870,955.00 |
| 毛利率 | | 3.80% | 2.75% | 2.30% | 2.30% | 2.30% |
| 其他业务 | | | | | | |
| | | 52,648.00 | 54,110.00 | 54,110.00 | 54,110.00 | 54,110.00 |
| | | | 2.78% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | 53,216.00 | 55,546.00 | 55,546.00 | 55,546.00 | 55,546.00 |
| | | -1.08% | -2.65% | -2.65% | -2.65% | -2.65% |
| 总部及其他 | | | | | | |
| | | 136.00 | 183.00 | 183.00 | 183.00 | 183.00 |
| | | | 34.56% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | 192.00 | 180.00 | 180.00 | 180.00 | 180.00 |
| | | -41.18% | 1.64% | 1.64% | 1.64% | 1.64% |
| 内部抵消 | | | | | | |
| | | -1,155,643.00 | -1,542,152.00 | -1,435,721.66 | -1,548,969.03 | -1,601,991.56 |
| | | | 33.45% | -6.90% | 7.89% | 3.42% |
| | | -1,155,617.00 | -1,542,123.00 | -1,430,021.66 | -1,543,269.03 | -1,596,291.56 |
| | | 0.00% | 0.00% | 0.40% | 0.37% | 0.36% |

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) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|------------|------------|------------|------------|-------------------|------------|------------|-----------|------------|
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 2353588.00 | 2318745.47 | 2491155.52 | 2543542.37 | 净利润 | 72410.00 | 70818.17 | 71900.97 | 87187.92 |
| 营业成本 | 1824382.00 | 1833649.45 | 1949579.82 | 1970799.27 | 折旧与摊销 | 0.00 | 78472.93 | 91758.78 | 94608.78 |
| 营业税金及附加 | 215881.00 | 212685.10 | 228499.27 | 233304.41 | 财务费用 | 18480.00 | 22960.13 | 33646.00 | 31473.63 |
| 销售费用 | 68882.00 | 64924.87 | 69752.35 | 71219.19 | 资产减值损失 | 34589.00 | 15000.00 | 12000.00 | 12000.00 |
| 管理费用 | 67714.00 | 62606.13 | 82208.13 | 83936.90 | 经营营运资本变动 | 5184.00 | -226355.14 | -79143.96 | 34458.76 |
| 财务费用 | 18480.00 | 22960.13 | 33646.00 | 31473.63 | 其他 | -130663.00 | -24454.16 | -18870.36 | -19380.91 |
| 资产减值损失 | 34589.00 | 15000.00 | 12000.00 | 12000.00 | 经营活动现金流净额 | 0.00 | -63558.07 | 111291.43 | 240348.17 |
| 投资收益 | 11956.00 | 12000.00 | 7000.00 | 7000.00 | 资本支出 | -26640.00 | -20000.00 | -40000.00 | -40000.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -241092.00 | 12000.00 | 7000.00 | 7000.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -267732.00 | -8000.00 | -33000.00 | -33000.00 |
| 营业利润 | 134812.00 | 118919.80 | 122469.95 | 147808.97 | 短期借款 | -31513.00 | 411799.75 | 26413.74 | -111734.88 |
| 其他非经营损益 | -19612.00 | -11209.07 | -13477.98 | -13379.65 | 长期借款 | -17587.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 115200.00 | 107710.73 | 108991.97 | 134429.33 | 股权融资 | 44.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 42790.00 | 36892.56 | 37091.00 | 47241.41 | 支付股利 | 0.00 | -105170.00 | -53818.17 | -58900.97 |
| 净利润 | 72410.00 | 70818.17 | 71900.97 | 87187.92 | 其他 | -74459.00 | -98330.13 | -33646.00 | -31473.63 |
| 少数股东损益 | 19825.00 | 17000.00 | 13000.00 | 16000.00 | 筹资活动现金流净额 | -123515.00 | 208299.62 | -61050.43 | -202109.49 |
| 归属母公司股东净利润 | 52585.00 | 53818.17 | 58900.97 | 71187.92 | 现金流量净额 | -37179.00 | 136741.55 | 17241.00 | 5238.68 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 95133.00 | 231874.55 | 249115.55 | 254354.24 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 108092.00 | 102615.38 | 111026.10 | 113183.97 | 销售收入增长率 | 16.75% | -1.48% | 7.44% | 2.10% |
| 存货 | 174586.00 | 175472.86 | 186566.93 | 188597.54 | 营业利润增长率 | 133.36% | -11.79% | 2.99% | 20.69% |
| 其他流动资产 | 55317.00 | 54808.08 | 58716.81 | 60036.58 | 净利润增长率 | 96.83% | -2.20% | 1.53% | 21.26% |
| 长期股权投资 | 89432.00 | 89432.00 | 89432.00 | 89432.00 | EBITDA 增长率 | -48.71% | 43.75% | 12.49% | 10.50% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 905442.00 | 848900.60 | 799073.35 | 746396.10 | 毛利率 | 22.49% | 20.92% | 21.74% | 22.52% |
| 无形资产和开发支出 | 119534.00 | 117602.48 | 115670.95 | 113739.43 | 三费率 | 6.59% | 6.49% | 7.45% | 7.34% |
| 其他非流动资产 | 885022.00 | 885022.00 | 885022.00 | 885022.00 | 净利率 | 3.08% | 3.05% | 2.89% | 3.43% |
| 资产总计 | 2432558.00 | 2505727.94 | 2494623.68 | 2450761.85 | ROE | 5.13% | 5.14% | 5.16% | 6.13% |
| 短期借款 | 62368.00 | 474167.75 | 500581.49 | 388846.60 | ROA | 2.98% | 2.83% | 2.88% | 3.56% |
| 应付和预收款项 | 92831.00 | 218796.25 | 163135.78 | 202710.97 | ROIC | 9.77% | 8.53% | 8.61% | 9.88% |
| 长期借款 | 177605.00 | 177605.00 | 177605.00 | 177605.00 | EBITDA/销售收入 | 6.51% | 9.50% | 9.95% | 10.77% |
| 其他负债 | 688811.00 | 258567.77 | 258627.44 | 258638.36 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 1021615.00 | 1129136.77 | 1099949.71 | 1027800.93 | 总资产周转率 | 0.97 | 0.94 | 1.00 | 1.03 |
| 股本 | 183021.00 | 183021.00 | 183021.00 | 183021.00 | 固定资产周转率 | 3.41 | 3.02 | 3.02 | 3.33 |
| 资本公积 | 128683.00 | 128683.00 | 128683.00 | 128683.00 | 应收账款周转率 | 40.43 | 40.62 | 42.76 | 41.54 |
| 留存收益 | 921432.00 | 870080.17 | 875162.97 | 887449.92 | 存货周转率 | 11.39 | 10.48 | 10.77 | 10.51 |
| 归属母公司股东权益 | 1214570.00 | 1163218.17 | 1168300.97 | 1180587.92 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 115.35% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 196373.00 | 213373.00 | 226373.00 | 242373.00 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 1410943.00 | 1376591.17 | 1394673.97 | 1422960.92 | 资产负债率 | 42.00% | 45.06% | 44.09% | 41.94% |
| 负债和股东权益合计 | 2432558.00 | 2505727.94 | 2494623.68 | 2450761.85 | 带息债务/总负债 | 32.48% | 65.85% | 70.00% | 64.05% |
| | | | | | 流动比率 | 0.74 | 0.81 | 0.91 | 1.04 |
| | | | | | 速动比率 | 0.44 | 0.56 | 0.63 | 0.72 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 195.42% | 91.37% | 82.74% |
| 业绩和估值指标 | | | | | 每股指标 | | | | |
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | | | | |
| EBITDA | 153292.00 | 220352.86 | 247874.72 | 273891.38 | 每股收益 | 0.29 | 0.29 | 0.32 | 0.39 |
| PE | 27.22 | 26.59 | 24.30 | 20.10 | 每股净资产 | 7.71 | 7.52 | 7.62 | 7.77 |
| PB | 1.27 | 1.23 | 1.20 | 1.19 | 每股经营现金 | 1.92 | -0.35 | 0.61 | 1.31 |
| PS | 0.61 | 0.62 | 0.57 | 0.56 | 每股股利 | 0.00 | 0.57 | 0.29 | 0.32 |
| EV/EBITDA | 5.78 | 4.93 | 4.42 | 3.57 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 7.35% | 3.76% | 4.12% | | | | | |

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 |
| <p>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）。</p> | | |

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。
请务必阅读正文之后的重要声明部分