

中国石油 (601857) \采掘

——上游气价抬升，抵消炼油板块业绩下行

事件：

公司发布2019Q1业绩报告，报告期内归母净利103亿元，较上年同期增长1.0%，营收5910亿元，同比增长8.9%。

投资要点：

► 受益于气价上涨，抵消炼油化工板块业绩下行

2019Q1上游勘探开采板块生产原油3023万吨，同比增长4.6%，天然气产量283亿立方米，增长8.9%，其中海外油气当量占13.5%，同比增长16.0%。勘探开采板块实现EBIT 143亿元，多赚46亿同比增长47.1%，主要动力在于国内气价比2018年同期上升10.5%，叠加油气开采成本下降1.5%。

炼油与化工业务实现EBIT 30亿元，比上年同期减少54亿元，归因于公司炼油产品库存减利以及推进内部价格市场化影响，及化工产品毛利下降影响。其余板块表现平稳，效益变化较小。

► OPEC油价65美元/桶处在合理中枢位置，勘探板块成现金奶牛

公司勘探板块开采年产原油1.20亿吨，1000亿立方米天然气，其中原油价格受OPEC减产、需求温和增长及地缘政治局势如伊朗、委内瑞拉等供应收缩影响，中短期内油价获得了支撑，长期则受新能源汽车快速推广，各类新能源部分竞争替代。我们预测OPEC油价65美元/桶将是合理中枢价位，加上自产天然气贡献，勘探板块年化EBIT有望超过1000亿。即使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恢复正常盈利，成为现金奶牛。

► 炼油、化工、销售业绩稳定

相对勘探开采的业绩高弹性，油价无剧烈波动情形下，炼油、化工、销售一体化特征下效益相对稳定。考虑未来2年内，国内炼油新增亿吨产能带来的价格竞争，还有北美和中东基础石化品产能投放导致价格承压，炼油化工板块EBIT给予折让，下游销售加油站传统业务基础上寻找新动能。所以我们预判炼油、化工有所下行，销售业务稳定，合计年化EBIT约370亿。

| 财务数据和估值 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 2015890 | 2353588 | 2483035 | 2632017 | 2763618 |
| 增长率 | 24.68% | 16.75% | 5.50% | 6.00% | 5.00% |
| EBITDA (百万元) | 285203 | 325670 | 339801 | 370827 | 403892 |
| 净利润(百万元) | 22793 | 52585 | 82011 | 94083 | 107620 |
| 增长率(%) | 188.52% | 130.71% | 55.96% | 14.72% | 14.39% |
| EPS (元/股) | 0.12 | 0.29 | 0.45 | 0.51 | 0.59 |
| 市盈率(P/E) | 59.50 | 25.79 | 16.54 | 14.41 | 12.60 |
| 市净率(P/B) | 1.14 | 1.12 | 1.09 | 1.06 | 1.02 |
| EV/EBITDA | 6.59 | 5.64 | 5.25 | 4.81 | 4.19 |

数据来源：公司公告，国联证券研究所

| | |
|-------|------|
| 投资建议： | 推荐 |
| 上次建议： | 推荐 |
| 当前价格： | 7.4元 |
| 目标价格： | 9.4元 |

基本数据

| | |
|--------------|-----------|
| 总股本/流通股本(亿股) | 1830/1619 |
| 流通A股市值(亿元) | 11982 |
| 每股净资产(元) | 6.70 |
| 资产负债率(%) | 45.84 |
| 一年内最高/最低(元) | 9.34/7.17 |

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：maq@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》
- 2、《中国石油(601857)\采掘行业》
《业绩有望持续向好，未来看点在天然气》

➤ **进口气如期减亏，期待天然气和管道市场化改革，**

天然气与管道板块统筹自产气、进口气和液化天然气（LNG）等多种资源，2019Q1受益于天然气价格、销量比上年同期上升等积极因素，有效控制销售进口天然气及液化天然气亏损，同比减亏25亿元，天然气与管道板块实现 EBIT 126亿元，增利14亿元同比增长12.5%。

天然气与管道板块按照发改委《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)》，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，公司销售进口气已多年净亏损。2018年5月《关于理顺居民用气门站价格的通知》，将居民用气与非居民用气价格机制衔接，加上预期中的油气管网独立，石油天然气管网运营机制改革，组建国有资本控股、投资主体多元化的石油天然气管网公司。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。测算天然气与管道板块的年化 EBIT有望超过 350亿。

➤ **未来天然气有望成为盈利新增长点**

公司受益于煤改气的政策，天然气作为国家大力推广的低碳清洁能源，未来四年内国内天然气消费量维持两位数增长，进口依存度稳步攀升，冬季保供压力持续偏紧。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潜在受益者。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，按照天然气每立方米上涨1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2019~2021年归母净利分别为820、941和1076亿元，EPS分别为0.45、0.51和0.59元/股，对应当前股价PE分别为17X、14X和13X，维持公司（601857.SH，00857.HK）目标价人民币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 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 单位:百万元 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 85792 | 95133 | 119408 | 161784 | 299136 | 营业收入 | 201589 | 235358 | 248303 | 263201 | 276361 |
| 应收账款+票据 | 86262 | 91938 | 96063 | 103218 | 106027 | 营业成本 | 158424 | 182438 | 192435 | 203665 | 212909 |
| 预付账款 | 10191 | 17103 | 18806 | 19199 | 20531 | 营业税金及附加 | 196095 | 215881 | 226675 | 238009 | 249909 |
| 存货 | 144669 | 174586 | 162163 | 194238 | 178339 | 营业费用 | 66067 | 68882 | 71637 | 73786 | 76000 |
| 其他 | 47919 | 54368 | 54368 | 54368 | 54368 | 管理费用 | 77565 | 67714 | 82995 | 87144 | 90630 |
| 流动资产合计 | 374833 | 433128 | 450808 | 532807 | 658401 | 财务费用 | 21648 | 18480 | 9175 | 6694 | 3998 |
| 长期股权投资 | 81216 | 89432 | 89432 | 89432 | 89432 | 资产减值损失 | 26054 | 34589 | 15000 | 14000 | 13000 |
| 固定资产 | 150596 | 148632 | 129611 | 131551 | 131582 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 196192 | 219594 | 429594 | 419000 | 407000 | 投资净收益 | 0 | 11647 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 72913 | 77261 | 74900 | 72538 | 70177 | 其他 | 0 | (12332) | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 173793 | 126820 | 123967 | 121114 | 118261 | 营业利润 | 44216 | 122975 | 153201 | 175729 | 200990 |
| 非流动资产合计 | 203007 | 199943 | 201400 | 201760 | 200069 | 营业外净收益 | 2048 | (19303) | (3000) | (3000) | (3000) |
| 资产总计 | 240491 | 243255 | 246481 | 255040 | 265909 | 利润总额 | 46264 | 103672 | 150201 | 172729 | 197990 |
| 短期借款 | 93881 | 62368 | 0 | 0 | 0 | 所得税 | 12109 | 34226 | 35425 | 41057 | 47372 |
| 应付账款+票据 | 235211 | 252994 | 261963 | 283046 | 286699 | 净利润 | 34155 | 69446 | 114776 | 131672 | 150617 |
| 其他 | 183189 | 271024 | 291109 | 280398 | 299390 | 少数股东损益 | 13995 | 19825 | 32766 | 37589 | 42997 |
| 流动负债合计 | 512281 | 586386 | 553072 | 563444 | 586089 | 归属于母公司净利 | 22793 | 52585 | 82011 | 94083 | 107620 |
| 长期带息负债 | 289858 | 269422 | 269422 | 269422 | 269422 | | | | | | |
| 长期应付款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 其他 | 144108 | 165807 | 165807 | 165807 | 165807 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 433966 | 435229 | 435229 | 435229 | 435229 | | | | | | |
| 负债合计 | 102330 | 102161 | 988301 | 998673 | 102131 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 187800 | 196373 | 229139 | 266727 | 309725 | 营业收入 | 24.68% | 16.75% | 5.50% | 6.00% | 5.00% |
| 股本 | 183021 | 183021 | 183021 | 183021 | 183021 | EBIT | -0.42% | 88.02% | 28.88% | 12.58% | 12.58% |
| 资本公积 | 128639 | 128683 | 128683 | 128683 | 128683 | EBITDA | 3.45% | 14.19% | 4.34% | 9.13% | 8.92% |
| 留存收益 | 882150 | 902866 | 935670 | 973303 | 101635 | 归属于母公司净利 | -77.84 | 130.71 | 55.96% | 14.72% | 14.39% |
| 股东权益合计 | 138161 | 141094 | 147651 | 155173 | 163778 | 获利能力 | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 240491 | 243255 | 246481 | 255040 | 265909 | 毛利率 | 21.41% | 22.49% | 22.50% | 22.62% | 22.96% |
| | | | | | | 净利率 | 1.69% | 2.95% | 4.62% | 5.00% | 5.45% |
| | | | | | | ROE | 1.91% | 4.33% | 6.57% | 7.32% | 8.10% |
| | | | | | | ROIC | 2.92% | 5.77% | 7.31% | 8.29% | 9.11% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 42.55% | 42.00% | 40.10% | 39.16% | 38.41% |
| | | | | | | 流动比率 | 0.73 | 0.74 | 0.82 | 0.95 | 1.12 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.36 | 0.35 | 0.42 | 0.50 | 0.73 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 27.86 | 31.46 | 30.86 | 31.28 | 31.16 |
| | | | | | | 存货周转率 | 10.95 | 10.45 | 11.87 | 10.49 | 11.94 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.84 | 0.97 | 1.01 | 1.03 | 1.04 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 0.12 | 0.29 | 0.45 | 0.51 | 0.59 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 2.02 | 1.91 | 1.94 | 1.72 | 2.21 |
| | | | | | | 每股净资产 | 6.52 | 6.64 | 6.82 | 7.02 | 7.26 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 59.50 | 25.79 | 16.54 | 14.41 | 12.60 |
| | | | | | | 市净率 | 1.14 | 1.12 | 1.09 | 1.06 | 1.02 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 6.59 | 5.64 | 5.25 | 4.81 | 4.19 |
| | | | | | | EV/EBIT | 28.59 | 14.84 | 11.20 | 9.93 | 8.37 |

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 |