

中国海洋石油

新资料显示巨大储量潜力

观点聚焦

投资建议

我们将中海油评级上调至推荐，目标价上调 3%，至 10.8 港元（对应 14 倍 2018 年市盈率、1.1 倍市净率），主要是基于公司最新指引的 SEC 标准下 2P 储量（探明储量与概算储量）估值。我们假设 P2 储量（概算储量）单位价值为 3.6 美元/桶油当量，与 P1（探明储量）单位价值相比低 80%。我们新目标价中 11% 的估值来自 P2，与目前股价相比存在 21% 的上涨空间。理由如下：

- ▶ **公司储量潜力。**中海油首次提示了在 SEC 和 SPE 两种标准下的 3P 储量。根据 SEC 标准，中海油 2P 储量可能超过 60 亿桶油当量，这意味着 P2 储量可能是 P1 储量规模的 60% 以上。SPE 标准下的储量估计较 SEC 更高。此次管理层对三级储量规模首次给予指引，彰显了公司巨大的储量潜力和管理层信心。我们认为，公司股价估值可能将逐步反映 2P 储量价值，而投资者可能最先认可较为保守的 SEC 标准下的 2P 储量计算。
- ▶ **勘探发现新突破。**2016 年勘探资本支出与 2014 年 230 亿元的高位相比下降 60%。公司把有限的资金优先投入于中国海域的勘探活动，并对潜在的大中型发现加大资金投入。虽然公司缩减资本支出，但中国海域每年新发现的项目数量在过去几年稳定在 10 个以上。2016 年，中海油在中国海域获得 12 个新发现，海外地区有 2 个新发现，其中包括评估较为成功的大中型油气田垦利 16-1、曹妃甸 12-6/6-2、蓬莱 20-2/20-3 和流花 21-2。深水燃气项目于陵水 25-1-5 取得突破。另外，公司海外项目（例如巴西 Libra、圭亚那 Liza 和尼日利亚 Owowo West）也取得一定进展。

我们与市场的最大不同？我们对公司短期业绩更为保守，主要是由于 PPI 上升可能推动成本上涨，影响短期盈利。不过，在储量潜力和油气行业改革的推动下，我们更看好公司中长期盈利能力的改善。

潜在催化剂：油价反弹；勘探新发现；国企改革

盈利预测与估值

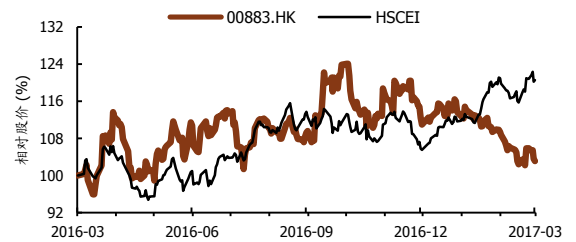
考虑到原材料成本可能出现上升，我们将 2017 年每股盈利预测下调 8%，至 0.59 元，但 2018 年每股盈利预测维持在 0.68 元。我们对 2017 和 2018 年的原油价格假设分别为每桶 54 美元和 55 美元。

风险

油价剧烈波动；资产进一步减值；海外作业风险；市场需求低迷。

上调至推荐

股票代码	00883.HK
评级	↑ 推荐
最新收盘价	港币 8.89
目标价	港币 10.80
52 周最高价/最低价	港币 10.88~8.14
总市值(亿)	港币 3,970
30 日日均成交额(百万)	港币 837.70
发行股数(百万)	44,647
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	92.68
主营业务	石油天然气



(人民币 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	171,437	146,490	188,456	199,490
增速	-37.6%	-14.6%	28.6%	5.9%
归属母公司净利润	20,246	637	26,340	30,140
增速	-66.4%	-96.9%	N.M.	14.4%
每股净利润	0.45	0.01	0.59	0.68
每股净资产	8.65	8.56	8.41	8.86
每股股利	0.50	0.35	0.23	0.26
每股经营现金流	1.79	2.18	2.38	2.67
市盈率	16.4	558.0	13.5	12.0
市净率	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	5.1	6.4	3.8	3.3
股息收益率	6.7%	4.4%	2.9%	3.3%
平均总资产收益率	3.1%	0.1%	4.1%	4.8%
平均净资产收益率	5.3%	0.2%	6.9%	7.8%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

关滨

分析员
bin.guan@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080511080005
SFC CE Ref: AGL097

王苗子

联系人
vivian.wang@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080115080056
SFC CE Ref: BFJ414

陆辰

联系人
chen.lu@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080116120030



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E
利润表					成长能力				
营业收入	171,437	146,490	188,456	199,490	营业收入	-37.6%	-14.6%	28.6%	5.9%
其他	0	0	0	0	营业利润	-78.4%	-113.8%	N.M.	10.2%
营业利润	17,456	-2,412	33,508	36,922	EBITDA	-34.7%	-18.4%	57.3%	8.1%
财务费用	-5,388	-6,135	-2,748	-2,835	净利润	-66.4%	-96.9%	N.M.	14.4%
其他利润	761	574	761	1,000	盈利能力				
利润总额	17,130	-5,275	35,120	40,187	营业利润率	10.2%	-1.6%	17.8%	18.5%
所得税	-3,116	-5,912	8,780	10,047	EBITDA 利润率	53.0%	50.6%	61.9%	63.2%
少数股东损益	0	0	0	0	净利润率	11.8%	0.4%	14.0%	15.1%
归属母公司净利润	20,246	637	26,340	30,140	偿债能力				
EBITDA	90,895	74,140	116,645	126,134	流动比率	1.66	1.82	1.31	1.90
扣非后净利润	20,246	637	26,340	30,140	速动比率	1.55	1.69	1.22	1.77
资产负债表					现金比率	0.35	0.46	0.45	0.73
货币资金	29,877	30,565	54,924	69,385	资产负债率	41.9%	40.0%	40.6%	37.6%
应收账款及票据	21,829	23,289	26,922	28,499	净债务资本比率	26.2%	26.2%	4.1%	2.2%
存货	9,263	8,709	11,260	12,377	回报率分析				
其他流动资产	79,242	59,482	65,960	69,821	总资产收益率	3.1%	0.1%	4.1%	4.8%
流动资产合计	140,211	122,045	159,066	180,082	净资产收益率	5.3%	0.2%	6.9%	7.8%
固定资产及在建工程	454,141	432,465	403,320	384,108	每股指标				
无形资产及其他长期资产	70,010	83,171	70,010	70,010	每股净利润 (元)	0.45	0.01	0.59	0.68
非流动资产合计	524,151	515,636	473,330	454,118	每股净资产 (元)	8.65	8.56	8.41	8.86
资产合计	664,362	637,681	632,396	634,200	每股股利 (元)	0.50	0.35	0.23	0.26
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流 (元)	1.79	2.18	2.38	2.67
应付账款	32,614	25,345	30,407	31,068	估值分析				
其他流动负债	51,766	41,745	91,223	63,620	市盈率	16.4	558.0	13.5	12.0
流动负债合计	84,380	67,090	121,629	94,687	市净率	0.9	0.9	0.9	0.9
长期借款	131,060	130,798	70,265	78,172	EV/EBITDA	5.1	6.4	3.8	3.3
非流动负债合计	193,941	188,220	135,146	144,053	股息收益率	6.7%	4.4%	2.9%	3.3%
负债合计	278,321	255,310	256,775	238,741					
股本	43,081	43,081	43,081	43,081					
未分配利润	342,960	339,290	332,540	352,378					
股东权益合计	386,041	382,371	375,621	395,459					
负债及股东权益合计	664,362	637,681	632,396	634,200					
现金流量表									
税前利润	17,130	-2,977	35,120	40,187					
折旧和摊销	73,439	77,983	83,137	89,212					
营运资本变动	-492	15,471	-8,710	-5,324					
其他	-9,982	6,892	-3,388	-4,839					
经营活动现金流	80,095	97,368	106,160	119,237					
资本开支	-67,674	-50,300	-60,000	-70,000					
其他	-8,821	0	0	0					
投资活动现金流	-76,495	-50,300	-60,000	-70,000					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	-24,127	16,415	-40,530	-20,265					
其他	17,234	-27,620	-16,447	-14,510					
筹资活动现金流	-6,893	-11,205	-56,977	-34,775					
汇率变动对现金的影响	242	0	0	0					
现金净增加额	-3,051	35,864	-10,817	14,462					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

中海油是中国近海最大的油气勘探开发公司，以中国渤海、南海西部、南海东部和东海为核心区域，资产分布遍及北美、南美、亚太和非洲等地区。公司 2014 年的原油和天然气产量分别为 3.5 亿桶和 161 亿立方米，其中海外油气产量占比约 36%。

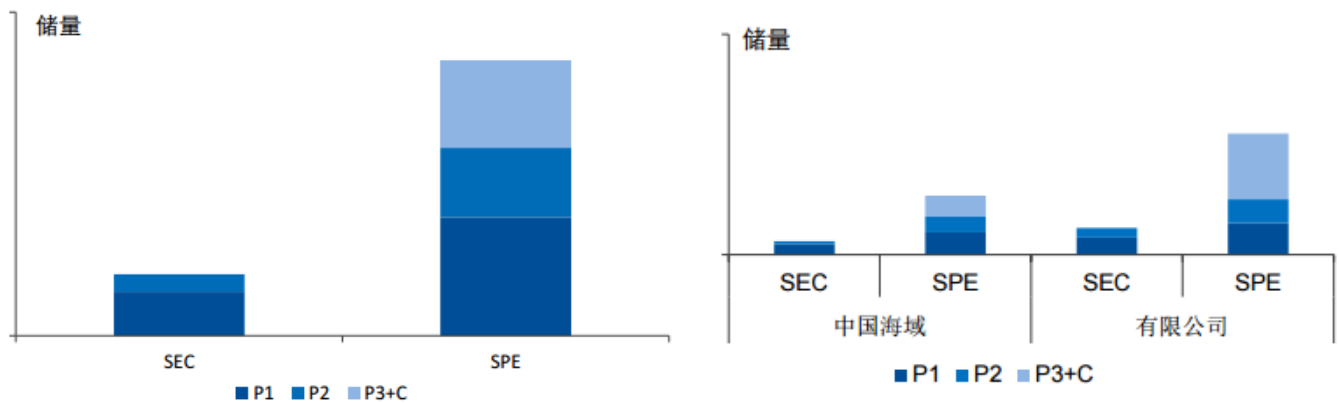


新资料显示巨大储量潜力

油气资源储量

储量潜力：中海油首次指引了 SEC 和 SPE 两种标准下的 3P 储量。根据 SEC 标准，中海油 2P 储量可能超过 60 亿桶油当量，我们估算，P2 储量可能是 P1 储量（38.8 亿桶油当量）的 60% 以上。SEC 标准下，公司 2P 储量的 53% 位于中国海域。SPE 标准下的 2P 储量估计规模，可能是 SEC 标准的 2 倍以上，而位于中国海域的 3P 储量，可能超过 2P 储量估计规模的 60% 以上。此次管理层对三级储量规模首次给予指引，彰显了公司巨大的储量潜力和管理层信心。我们认为，公司股价估值可能将逐步反映 2P 储量价值，而投资者可能最先认可较为保守的 SEC 标准下的 2P 储量计算。

图表 1：中海油渤海油气储量（左）；不同标准下，中海油整体储量及在中国海域储量（右）



资料来源：公司资料、中金公司研究部

我们将中海油评级上调至推荐，目标价上调 3%，至 10.8 港元（对应 14 倍 2018 年市盈率、1.1 倍市净率），主要是基于公司最新指引的 SEC 标准下 2P 储量（探明储量与概算储量）估值。我们假设 P2 储量（概算储量）单位价值为 3.6 美元/桶油当量，与 P1（探明储量）单位价值相比低 80%。我们新目标价中 11% 的估值来自 P2，与目前股价相比存在 21% 的上涨空间。

储量修正：截至 2016 年底，公司综合探明储量从 2014 年底的高点 44.8 亿桶油当量下降 13%，至 38.8 亿桶油当量。2014 年以来，储量向下修正规模累计达到 3.93 亿桶油当量，2016 年底探明储量较 2013 年底相比下降约 9%。2016 年公司储量变化主要包括：（1）新勘探发现和扩边带来新增储量 3.84 亿桶油当量；（2）技术修正导致储量增加 3.10 亿桶油当量；（3）油价下跌背景下经济修正导致储量减少 6.50 亿桶油当量；（4）公司产量 4.77 亿桶油当量。2016 年剔除经济修正的储量替代率位于 145% 的高位。

新发现：2016 年勘探资本支出与 2014 年 230 亿元的高位相比下降 60%。公司把有限的资金优先投入于中国海域的勘探活动，并对潜在的大中型发现加大资金投入。虽然公司缩减资本支出，但中国海域每年新发现的项目数量在过去几年稳定在 10 个以上。2016 年，中海油在中国海域获得 12 个新发现，海外地区有 2 个新发现，其中包括评估较为成功的大中型油气田垦利 16-1、曹妃甸 12-6/6-2、蓬莱 20-2/20-3 和流花 21-2。深水燃气项目于陵水 25-1-5 取得突破。另外，公司海外项目（例如巴西 Libra、圭亚那 Liza 和尼日利亚 Owowo West）也取得一定进展。



图表2：中海油历史储量数据

中海油		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
原油								
期初储量	百万桶	1,668	1,719	1,873	2,032	2,290	2,258	
扩边、新发现及提高采收率		278	336	308	473	274	369	
当年产量		(257)	(249)	(260)	(310)	(323)	(384)	
修正及出售		30	67	111	95	17	(228)	
期末储量	百万桶	1,719	1,873	2,032	2,290	2,258	2,015	
储量寿命	年	6.7	7.5	7.8	7.4	7.0	5.2	
新增储量/产量		1.1	1.3	1.2	1.5	0.8	1.0	
修正及出售/期初储量		-1.8%	-3.9%	-5.9%	-4.7%	-0.7%	10.1%	
天然气								
期初储量	十亿立方英尺	5,944	5,945	5,627	6,005	6,323	6,730	
扩边、新发现及提高采收率		948	415	1,087	691	982	1,576	
当年产量		(354)	(377)	(356)	(408)	(434)	(443)	
修正及出售		(593)	(356)	(353)	35	(141)	(870)	
期末储量	十亿立方英尺	5,945	5,627	6,005	6,323	6,730	6,993	
储量寿命	年	16.8	14.9	16.9	15.5	15.5	15.8	
新增储量/产量		2.7	1.1	3.1	1.7	2.3	3.6	
修正及出售/期初储量		10.0%	6.0%	6.3%	-0.6%	2.2%	12.9%	
合成油及沥青								
期初储量	百万桶	-	-	96	150	150	770	
扩边、新发现及提高采收率		-	96	56	-	620	92	
当年产量		-	-	(2)	-	(15)	(18)	
修正及出售		-	-	-	-	15	(63)	
期末储量	百万桶	-	96	150	150	770	781	
储量寿命	年	n.m.	n.m.	75.0	n.m.	51.3	43.4	
新增储量/产量		n.m.	n.m.	28.0	n.m.	41.3	5.1	
修正及出售/期初储量		n.m.	n.m.	0.0%	0.0%	-10.0%	8.2%	
合计								
期初储量	百万桶油当量	2,684	3,017	3,194	3,492	4,424	4,477	4,316
扩边、新发现及提高采收率		734	503	549	1,211	542	645	694
当年产量		(330)	(331)	(339)	(394)	(429)	(476)	(477)
修正及出售		(71)	5	88	116	(60)	(330)	(654)
期末储量	百万桶油当量	3,017	3,194	3,492	4,424	4,477	4,316	3,879
储量寿命	年	n.m.	n.m.	10.3	n.m.	10.4	9.1	8.1
新增储量/产量		n.m.	n.m.	1.6	n.m.	1.3	1.4	1.5
修正及出售/期初储量		n.m.	n.m.	-2.8%	-3.3%	1.4%	7.4%	15.2%

资料来源：公司资料、中金公司研究部

有关储量评估的背景知识：石油工程师协会（SPE）早在1987年就发布了对所有储量范畴的定义。世界石油理事会（WPC，即此前的世界石油大会）也在同年发布了相似的定义。10年后，两家机构将其定义标准合二为一。2000年，美国石油地质家协会（AAPG）、SPE和WPC共同开发了一套针对所有石油资源的分类系统。SPE于是发布了有关储量信息的估测与审计标准（2007年进行重新修订）。这些定义和相关分类系统被全球石油行业普遍采用。

SEC与SPE标准的区别：虽然两者在评估储量时都采用当前经济指标，但SEC标准特别提到需要采用年末石油价格和成本，而SPE标准在某些情况下允许使用石油平均价格和平均成本。另外，SPE标准准许采用确定性（deterministic）或概率性（probabilistic）方法论之一。而SEC虽然并未禁止概率性分析，但要求公布的储量数据必须能确保符合一定的确定性标准。



基于储量的估值方法

我们针对中海油 SEC 标准下的 P1 储量进行了 DCF 分析。在我们的 DCF 模型中，我们简单假设公司在 2017 年后不再进行任何勘探资本开支，P1 储量余额将全部开采完。另外，我们假设长期油价为每桶 65 美元，我们由此得到企业价值（EV）为 4,870 亿元人民币，对应 P1 储量单位价值为 18 美元/桶油当量。我们将 P1 储量单位价值的 20% 作为 P2 储量的单位价值，从而计算出 P2 储量的单位价值为 3.6 美元/桶油当量。

图表 3：储量估值结论

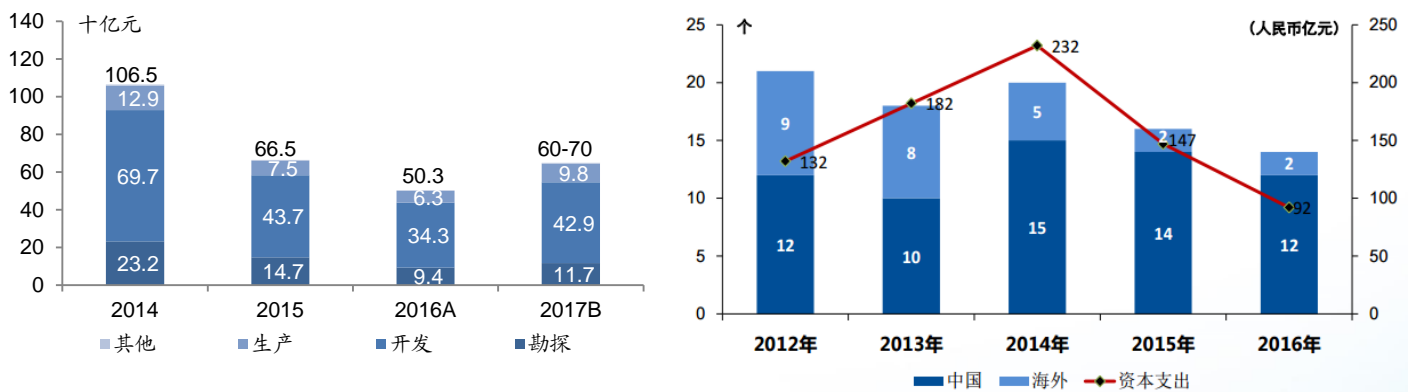
	SEC 储量		企业价值		相较 P1 储量的单位价值	
	十亿桶油当量		十亿元	元/桶油当量 美元/桶油当量		
P1	3.9		487	126	18	100%
P2	2.4		60	25	3.6	20%
2P	6.3		548	87	12	69%
净负债	十亿元人民币		120			
股权价值	十亿元人民币		428			
每股价格	港币/股		10.8			

资料来源：公司资料、中金公司研究部

产量

谨慎稳健的 3 年产量指引。相较于一味追求产量，目前公司更注重保持盈利性，这是中海油战略导向的根本性变化。中海油将受益于石油与天然气价格的回升。我们认为，中海油产量削减和严格的资本支出纪律将巩固其成本优势，并赢得更多海外投资者的尊重。增加产量可能会导致成本大幅回升，尤其是在目前原材料价格大幅上涨的情况下。而资本支出显著增长则可能会导致折旧支出加速攀升，尤其是在储量寿命缩短的情况下。我们注意到管理层此次毅然决定以业绩和盈利能力为重，而不是以保持产量水平为重。这一稳健的做法也会为公司保留资金，以应对长期储量增长的需要，从而最终有助于提升国家能源安全。

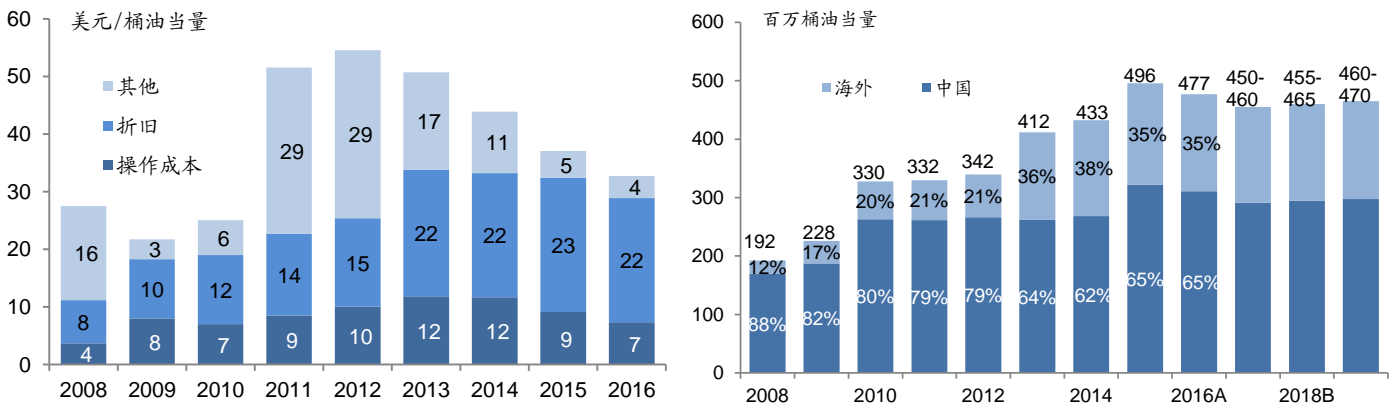
图表 4：中海油资本支出（左）；过去五年新勘探发现项目的数量与支出（右）



资料来源：公司资料、中金公司研究部



图表5：中海油全部成本（左）；中海油历史产量及3年产量指引（右）



资料来源：公司资料、中金公司研究部

海外项目

中海油已跻身世界第一梯队。中海油参与的位于利比亚的油田由五家公司组成的财团共同所有。该油田作业者巴西石油公司 (Petrobras) 持股 40%，荷兰皇家壳牌集团 (Shell) 和道达尔 (Total) 各持股 20%，而中石油和中海油各持有 10% 的股权。来自咨询公司 Gaffney, Cline & Associates 的数据显示，该油田储量在 37-150 亿桶油当量间，最大可能储量为 79 亿桶油当量。

深水油田 Liza 位于圭亚那海域 Stabroek 区块，面积达 28,806 平方米，水深达到 1,750 米。埃克森美孚旗下埃索勘探和开采圭亚那公司 (Esso Exploration and Production Guyana Ltd.) 是作业者，Hess Corporation 持有 30% 的权益，中海油尼克森石油圭亚那公司 (CNOOC Nexen Petroleum Guyana Limited) 拥有 25% 股权。Wood Mackenzie 估计 Liza 油田以日产量 18 万桶的 FPSO 装置进行开采，可以开采至 2030 年。

中海油在尼日利亚 OML-130 区块拥有 45% 的股权，其它合作方包括道达尔 (同时也是作业者)、尼日利亚国家石油公司 (Nigerian National Petroleum Corp)、南大西洋石油公司 (South Atlantic Petroleum) 和巴西石油公司。OML130 是一个深水项目，共包括四个油田：Akpo、Egina、Egina South 和 Preowei。其中 Egina 项目目前正处于建设中。



业绩回顾

中海油 2016 年收入下降 15%，至 1,465 亿元人民币；归母净利润下降 97%，至 6.37 亿元；剔除 122 亿元的减值损失后，经常性净利润下降 44%，至 128 亿元，对应每股盈利 0.29 元。2016 年下半年经常性净利润达到 102 亿元，环比增长 288%，同比增长 48%。2016 年公司所得税抵免金额 59 亿元，同比增加 90%。

截止 2016 年底，公司净负债下降 11%，至 1,199 亿元；净负债率下降 3.6 个百分点至 31%；经营性现金流减少 9%，至 730 亿元。2016 年下半年经营性现金流同比减少 15%，但环比增加 24%。2016 年自由现金流增加 76%，至 239 亿元；资本支出下降 26%，至 490 亿元。中海油宣布终期每股派息高达 0.23 港元，2016 年全年每股股息 0.35 港元（合人民币 0.31 元），对应股息收益率约 4%。

原油与天然气合计产量下降 4%，至 4.77 亿桶油当量，其中原油产量下降 3%，天然气产量下降 6%。国内方面，原油与天然气产量分别下降 3% 和 11%。海外方面，原油产量下降 5%，天然气产量基本持平。完全成本下降 13%，至 35 美元/桶油当量左右；作业费用下降约 20%，至 7.6 美元/桶油当量。

正面：2016 年公司净利润明显好于市场预测平均值（亏损 9 亿元）。虽然油价下跌导致亏损，公司全年派息仍高达每股 0.35 元，股息收益率高达 4%。折旧费用出现 2001 年以来首次下降，可能是由于过去几年公司计提资产减值并削减资本支出。资本支出的大幅增长可能会导致折旧支出越来越高而且速度越来越快，尤其是在储量寿命缩短的情况下。2016 年资本支出下降 26%，至 490 亿元。资产减值与拨备金额同比增长 343.2%，至 122 亿元。2016 年税项抵免同比增长 90%，高达 59 亿元左右。

负面：销售、管理与行政费用同比大幅增长 14%，至 65 亿元；其它经营费用同比增长 52%，至 48 亿元。公司 EBIT 以下的税前亏损达到 29 亿元，甚至高于 24 亿元的 EBIT 亏损额。汇兑损失同比增长 5 倍以上。联营及合资公司 2016 年也出现亏损，而 2015 年则贡献了约 19 亿元利润。

盈利预测调整

考虑到原材料成本可能出现上升，我们将 2017 年每股盈利预测下调 8%，至 0.59 元，但 2018 年每股盈利预测维持在 0.68 元。我们对 2017 和 2018 年的原油价格假设分别为每桶 54 美元和 55 美元。

图表 6：盈利预测调整

	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
财务数据调整 (人民币, 百万元)						
收入	192	188	-2%	199	199	0.0%
费用	-158	-155	n.m	-163	-163	n.m
经营利润	34	34	-2%	37	37	0.0%
净利润	29	26	-8%	30	30	0.0%
每股盈利 (人民币)	0.64	0.59	-8%	0.68	0.68	0.0%

资料来源：公司资料，中金公司研究部



图表7: 2016年业绩摘要

(人民币百万元)	2015A	2016E	2016A	2016A YoY	vs CICC estimate
收入	171.4	159.9	146.5	-15%	-8%
营业利润	17.5	-3.8	-2.4	-114%	-37%
净利润	20.2	-2.5	0.6	-97%	-126%
扣非净利润	23.0	n.m	12.8	-44%	n.m
全面摊薄每股收益(元)	0.45	-0.06	0.01	-97%	n.m
扣非每股收益(元)	0.51	n.m	0.29	-44%	n.m
营业利润率	10%	-2%	-2%	-11.8ppt	0.8ppt
净利润率	12%	-2%	0%	-11.4ppt	2ppt
扣非净利润率	13%	n.m	9%	-4.7ppt	n.m

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表8: 经营数据回顾

	1H15	2H15	1H16	2H16	HoH	YoY	FY15	FY16	YoY	
人民币兑美元汇率	6.22	6.20	6.54	6.73	3%	9%	6.28	6.65	6%	
人民币兑港币汇率	0.80	0.80	0.84	0.87	3%	9%	0.81	0.85	6%	
WTI价格	美元/桶	53.2	44.1	39.5	47.2	19%	7%	48.7	43.3	-11%
Brent价格	美元/桶	58.0	49.2	40.2	50.1	25%	2%	53.6	45.1	-16%
Duri价格	美元/桶	54.0	38.8	33.5	41.9	25%	8%	46.4	37.7	-19%
原油产量	百万桶	200.4	209.9	202.4	194.0	-4%	-8%	410.3	396.4	-3%
天然气产量	十亿立方英尺	232.3	264.7	227.6	239.5	5%	-10%	497.0	467.1	-6%
油气产量	百万桶油当量	240.1	255.6	241.5	235.4	-3%	-8%	495.7	476.9	-4%
原油实现价格	美元/桶	57.5	45.0	37.7	45.1	20%	0%	51.3	41.4	-19%
天然气井口实现价	美元/千立方英尺	6.6	6.2	5.5	5.4	-1%	-13%	6.4	5.5	-15%
油气操作成本	美元/桶油当量	9.6	9.5	7.4	7.8	5%	-18%	9.6	7.6	-20%
油气完全成本	美元/桶油当量	41.2	38.4	34.9	34.5	-1%	-10%	39.8	34.7	-13%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部



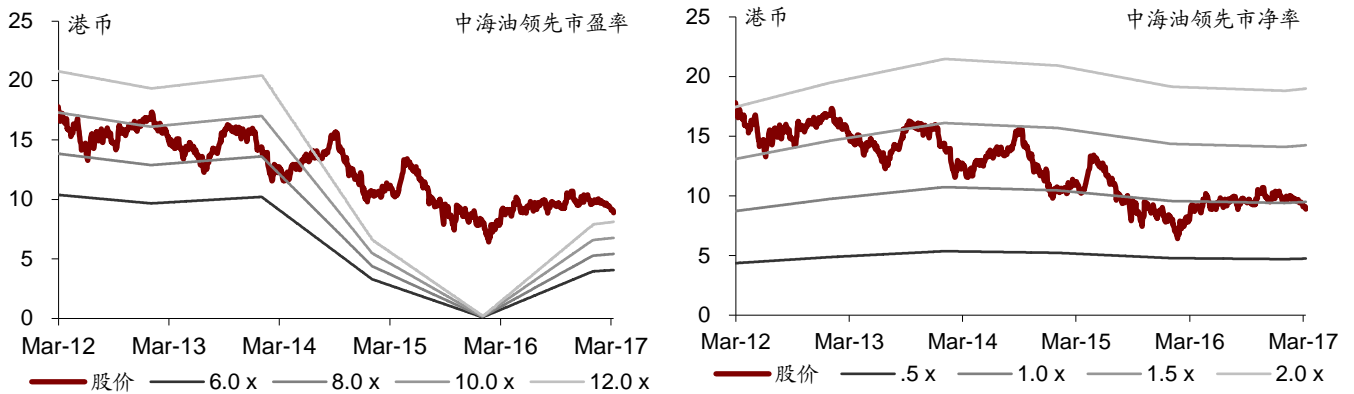
图表9：业绩回顾

	1H15	2H15	1H16	2H16	HoH	YoY	FY15	FY16	YoY	
利润表										
外部经营净收入	89.6	81.8	66.8	79.7	19%	-3%	171.4	146.5	-15%	
经营成本	-39.2	-41.4	-42.5	-37.5	-12%	-9%	-80.5	-80.0	-1%	
息税折旧摊销前利润	50.4	40.5	24.3	42.2	73%	4%	90.9	66.5	-27%	
折旧及摊销	-36.8	-36.7	-35.1	-33.8	-4%	-8%	-73.4	-68.9	-6%	
息税前利润	13.7	3.8	-10.8	8.4	n.m	122%	17.5	-2.4	n.m	
财务成本	-2.5	-2.9	-3.1	-3.0	-2%	6%	-5.4	-6.1	14%	
联营公司利润及投资收益	1.7	3.4	2.2	1.0	-54%	-70%	5.1	3.3	-35%	
税前利润	12.8	4.3	-11.6	6.4	n.m	48%	17.1	-5.3	n.m	
所得税	1.9	1.2	3.9	2.0	-49%	66%	3.1	5.9	90%	
归属于控股股东的净利润	14.7	5.5	-7.7	8.4	n.m	n.m	20.2	0.64	-97%	
其他损益项目	-1.4	-1.4	-10.4	-1.8	n.m	n.m	-2.7	-12.2	n.m	
归属于控股股东的净营业利润	16.1	6.9	2.6	10.2	288%	48%	23.0	12.8	-44%	
资产负债表										
总资产	671.8	664.4	647.8	637.7	-2%	-4%	664.4	637.7	-4%	
股东权益	383.0	386.0	371.0	382.4	3%	-1%	386.0	382.4	-1%	
净负债(现金)	113.2	134.8	131.0	119.9	-8%	-11%	134.8	119.9	-11%	
净负债(现金)/股东权益	30%	35%	35%	31%	-3.9ppt	-3.6ppt	35%	31%	-3.6ppt	
净负债(现金)/投入资本	23%	26%	26%	24%	-2.2ppt	-2.0ppt	26%	24%	-2.0ppt	
现金流量表										
经营活动	32.6	47.5	32.5	40.3	24%	-15%	80.1	72.9	-9%	
投资活动	(40.4)	(36.1)	(5.4)	(22.5)	n.m	n.m	(76.5)	(28.0)	n.m	
融资活动	10.9	(17.8)	(11.1)	(32.1)	n.m	n.m	(6.9)	(43.2)	n.m	
现金及等价物变动	30.1	(33.4)	16.0	(14.3)	n.m	n.m	(3.3)	1.7	n.m	
自由现金流量	(0.4)	14.0	10.5	13.3	27%	-5%	13.6	23.9	76%	
每股信息										
每股扣非收益(元)	0.36	0.15	0.06	0.23	288%	48%	0.51	0.29	-44%	
每股扣非收益(港币)	0.45	0.19	0.07	0.27	281%	38%	0.64	0.34	-47%	
每股收益报告数(元)	0.33	0.12	-0.17	0.19	n.m	n.m	0.45	0.01	-97%	
每股收益报告数(港币)	0.41	0.15	-0.21	0.22	n.m	n.m	0.56	0.02	-97%	
每股股利(港币)	0.25	0.25	0.12	0.23	92%	-8%	0.50	0.35	-30%	
股利覆盖倍数	1.65	0.62	n.m	0.95			1.12	0.05		
总股份数(十亿)	44.6	44.6	44.6	44.6			44.6	44.6		
利润率及回报率分析										
EBITDAX/营业收入	56%	49%	36%	53%	16.5ppt	3.5ppt	53%	45%	-7.6ppt	
EBIT/营业收入	15%	5%	-16%	11%	26.7ppt	5.9ppt	10%	-2%	-11.8ppt	
归属于控股股东的利润率	16%	7%	-12%	11%	22.1ppt	3.8ppt	12%	0%	-11.4ppt	
有效所得税率	-15%	-28%	34%	-31%	-65.0ppt	-3.5ppt	-18%	112%	130.3ppt	
总资产收益率(税前)	2%	1%	-2%	1%	2.9ppt	0.7ppt	3%	0%	-3.0ppt	
净资产收益率	4%	2%	1%	3%	2.0ppt	0.9ppt	6%	3%	-2.7ppt	
投入资本回报率	3%	1%	-1%	2%	3.6ppt	1.2ppt	4%	0%	-4.1ppt	

资料来源：公司资料、中金公司研究部



图表 10: 历史市盈率与市净率区间



资料来源: 公司资料、彭博资讯、中金公司研究部

图表 11: 可比公司估值

公司名称	彭博代码	货币	股价 25-Mar	市值 (US\$bn)	市盈率(倍)			市净率			EV/EBITDA (x)			股息收益率(倍)			股权收益率(倍)		
					16A/E	17E	18E	16A/E	17E	18E	16A/E	17E	18E	16A/E	17E	18E	16A/E	17E	18E
国际超大公司																			
ExxonMobil	XOM US	美元	81.86	339.4	37.9	20.3	17.4	2.0	2.0	2.0	12.3	8.3	8.0	3.7%	3.8%	3.9%	5.3%	10.0%	10.8%
Royal Dutch Shell	RDSA LN	英镑	20.98	219.4	20.3	11.7	9.4	0.9	0.9	0.9	8.8	6.3	5.5	9.0%	8.8%	8.9%	4.2%	8.1%	9.9%
BP	BP/LN	英镑	4.57	111.8	25.0	12.5	10.1	1.0	1.0	0.9	7.3	5.3	4.7	8.8%	8.7%	8.8%	3.3%	7.6%	9.1%
Chevron Texaco	CVX US	美元	107.87	204.2	77.8	23.4	17.6	1.4	1.4	1.4	11.9	7.1	6.4	4.0%	4.0%	4.2%	1.1%	5.9%	7.7%
TotalFinaElf	FP FP	欧元	46.50	123.1	14.8	12.0	10.5	1.2	1.2	1.1	7.2	5.5	5.0	5.3%	5.3%	5.3%	8.6%	10.7%	11.4%
平均值					35.2	16.0	13.0	1.3	1.3	1.3	9.5	6.5	5.9	6.1%	6.1%	6.2%	4.5%	8.5%	9.8%
国际大公司																			
ENI	ENI IM	欧元	15.03	58.9	n.m	24.0	16.2	1.1	1.1	1.0	6.7	4.4	3.7	5.3%	5.3%	5.4%	-0.6%	4.5%	6.7%
ConocoPhillips	COP US	美元	44.48	55.0	n.m	67.9	26.6	1.6	1.6	1.6	15.4	7.1	5.8	2.3%	2.4%	2.5%	-10.2%	2.1%	4.2%
Occidental	OXY US	美元	63.04	48.2	n.m	51.8	32.9	2.3	2.4	2.6	16.3	8.9	7.6	4.8%	4.8%	4.9%	-2.6%	4.9%	7.6%
Repsol YPF	REP SM	欧元	14.56	23.5	12.9	10.7	10.1	0.7	0.7	0.7	6.6	5.4	5.0	5.0%	5.3%	5.3%	5.6%	6.4%	6.6%
Marathon	MRO US	美元	14.68	12.4	n.m	n.m	92.3	0.6	0.7	0.7	11.3	6.5	5.7	1.4%	1.4%	1.4%	-3.6%	-0.8%	-0.5%
Hess Corp	HES US	美元	46.54	14.7	n.m	n.m	n.m	0.7	1.0	1.1	16.0	9.7	7.9	2.2%	2.2%	2.2%	-7.9%	-6.7%	-5.9%
平均值					12.9	38.6	35.6	1.2	1.2	1.3	12.1	7.0	6.0	3.5%	3.6%	3.6%	-3.2%	1.7%	3.1%
新兴市场公司																			
ONGC	ONGC IN	卢比	193.60	37.9	14.5	11.9	9.5	1.3	1.2	1.1	5.6	5.5	4.6	2.6%	3.5%	4.1%	9.2%	10.3%	12.1%
PTT	PTT TB	泰铢	402.00	33.1	12.2	11.0	10.6	1.5	1.4	1.3	5.9	5.5	5.3	3.1%	3.4%	3.7%	12.4%	12.2%	11.7%
Gazprom	GAZP RM	卢布	130.99	54.0	3.6	3.9	3.2	0.3	0.3	0.2	4.1	3.7	3.2	6.1%	6.3%	7.6%	8.4%	6.9%	7.9%
Petrobras	PETR4 BZ	里尔	13.57	57.8	n.m	11.1	8.0	0.7	0.7	0.6	6.3	5.3	4.7	0.0%	5.7%	6.0%	-0.8%	5.0%	7.3%
中海油(*)	883 HK	港币	8.89	51.1	557.6	13.5	11.8	0.9	0.9	0.9	6.3	4.0	3.8	3.9%	2.6%	3.0%	0.2%	7.0%	7.6%
中国石油H股(*)	857 HK	港币	5.79	201.9	118.0	23.7	20.1	0.8	0.8	0.8	6.7	6.1	5.8	0.4%	1.9%	2.2%	0.6%	2.9%	3.3%
中国石化H股(*)	386 HK	港币	6.13	112.1	14.5	11.4	11.2	0.9	0.9	0.9	4.5	4.0	3.8	2.7%	3.4%	3.6%	6.2%	7.4%	7.9%
平均值					120.1	12.4	10.6	0.9	0.9	0.8	5.6	4.9	4.5	2.7%	3.8%	4.3%	5.2%	7.4%	8.3%
中国A股市场																			
中国石油A股(*)	601857 CH	人民币	7.92	202.0	180.4	35.3	29.8	1.2	1.2	1.2	7.4	6.6	6.3	0.2%	1.3%	1.5%	0.6%	2.9%	3.3%
中国石化A股(*)	600028 CH	人民币	5.71	99.4	15.8	12.4	11.3	1.0	0.9	0.9	5.2	4.7	4.2	2.5%	3.1%	3.5%	6.2%	7.4%	7.9%
全球市场汇总																			
最高值(不包括A股市场)				339.4	557.6	67.9	92.3	2.3	2.4	2.6	16.3	9.7	8.0	9.0%	8.8%	8.9%	12.4%	12.2%	12.1%
最高值				339.4	557.6	67.9	92.3	2.3	2.4	2.6	16.3	9.7	8.0	9.0%	8.8%	8.9%	12.4%	12.2%	12.1%
最低值				12.4	3.6	3.9	3.2	0.3	0.3	0.2	4.1	3.7	3.2	0.0%	1.3%	1.4%	-10.2%	-6.7%	-5.9%
平均值					78.9	20.5	18.9	1.1	1.1	1.1	8.6	6.0	5.4	3.7%	4.2%	4.4%	2.3%	5.7%	6.8%
平均值(不包括A股市场)					75.8	20.1	18.7	1.1	1.1	1.1	8.8	6.0	5.4	3.9%	4.4%	4.6%	2.2%	5.8%	7.0%

资料来源: 公司资料、彭博资讯、中金公司研究部 注: 带*的公司其数据采用中金公司预期值, 其它公司采用市场一致预测数据。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/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。在不同时期，中金公司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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908

翻译：卢伟

编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

