

出刊原因

業績發表

中國石油 (857.HK)

油價回穩上游部門受惠，獲利有望優於去年

結論與建議：

- (1) 2016 年低油價影響公司獲利下滑 77%，表現不如市場預期。探勘與生產部門獲利受非經常性收益支撐。煉油與化工部門獲利為上市以來最高。銷售部門實現轉虧為盈。天然氣與管道部門獲利受實現價格下滑拖累。(2) 短期油價於 50 美元/桶上下震盪，4、5 月因美國庫存與原油期權淨多單仍處於高檔等因素壓力較大。長期供給需求看法不變，預期下半年油價回到 50-60 美元/桶區間。(3) 2017 年油價緩漲獲利有望優於去年，探勘與生產部門將轉虧為盈，煉油與化工部門為穩定獲利來源，天然氣與管線獲利將受惠於政府開放價格談判空間。當前股價 HKD 5.70，PBR 0.79X 略低於歷史平均，過去 3 年歷史區間為 0.57X - 1.37X，給予買進建議，目標價 HKD 7.50 (1X PBR)。

公司簡介：

- 中國石油天然氣股份有限公司 (PetroChina) 為中國最大原油生產商，市值 1.38 兆人民幣，2016 年中國國家統計局顯示中國原油產量近 2 億噸，中國石油國內原油產量近 1 億噸，市占率達五成。主要業務包括油氣的探勘與生產、煉油與化工產品的提煉與營銷、天然氣管道的建設等。公司業務結構為上游占比大、下游占比小，使中國石油於油價波動期間獲利較受影響。2016 年全球經濟復甦緩慢，中國國內生產總值 (GDP) 增長 6.7%YoY，國際油價低位震盪攀升，中國境內成品油與石化產品需求保持增長。

公司財務簡表：

年結日 12 月 31 日

(百萬人民幣)	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17F
營業收入	2,258,124	2,282,962	1,725,428	1,616,903	1,869,212
營業毛利	545,233	558,740	462,749	467,655	
營業利益	188,642	169,833	79,252	60,635	93,326
稅後淨利	129,599	107,172	35,517	7,857	46,050
EPS (元)	0.71	0.59	0.19	0.04	0.24
每股淨值 (元)	6.19	6.42	6.45	6.50	6.64
營收 YOY (%)	#DIV/0!	1.1	-24.4	-6.3	15.6
毛利率 (%)	24.1	24.5	26.8	28.9	
營益率 (%)	8.4	7.4	4.6	3.8	5.0
淨利率 (%)	5.7	4.7	2.1	0.5	2.5

資料來源：Wind，Bloomberg；永豐投顧整理預估，Apr. 2017

研調處

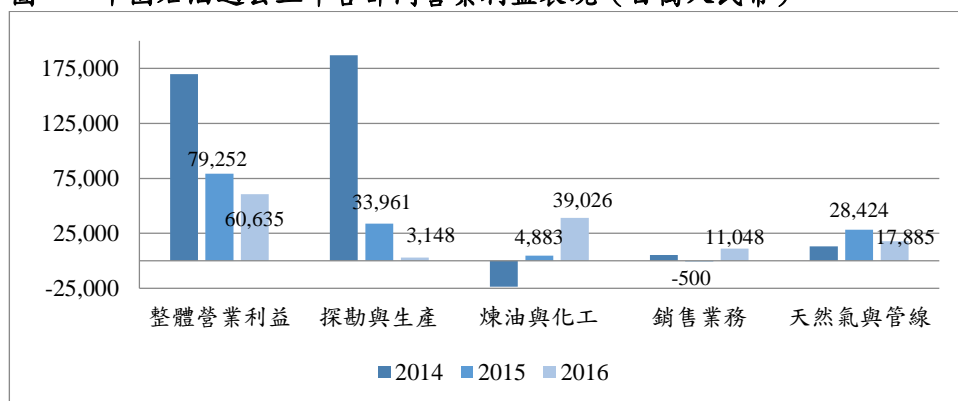
中國石油 (857.HK) - 續

• 公司營運及財務狀況要點：

1. 2016 年公司獲利下滑 77%，受低油價影響：

2016 年布倫特原油均價 45.13 美元/桶 (-15.8%YoY) 導致營收第二年下降，公司穩健發展，秉持開源節流、降本增效為經營主軸。2016 年公司實現營業收入 RMB 1.61 兆元 (-6.3%YoY)。營業利益 RMB 606 億元 (-23.5%YoY)，受營業費用增加導致；營業利益率 3.75%，較去年下降 0.84ppt。歸屬股東淨利潤 RMB 78 億元 (-77.8%YoY)，稅後 EPS (RMB) 0.04 元，稍不如市場預估 0.05 元。整體來說，探勘與生產部門拖累公司獲利是主要因素（見圖一）。

圖一：中國石油過去三年各部門營業利益表現（百萬人民幣）



資料來源：Company report；永豐投顧研調處整理，Apr. 2017

2. 探勘與生產部門獲利受非經常性收益支撐：

2016 年部門營業利益 31 億 (-90.7%YoY)，受到原物料實現價格以及石油產量下滑拖累獲利，而中亞天然氣管道公司部份股權處置的非經常性收益 228 億支撐獲利，如扣除這部分收益則部門仍虧損。原油平均實現價格 37.99 美元/桶 (-21.4%YoY)，天然氣實現價格 4.67 美元/千立方英尺 (-25.0%YoY)，公司持續加強成本費用管控，油氣操作成本 11.67 美元/桶 (-10.1%)。2016 年油氣總產量 14.66 億桶 (-1.8%YoY)，其中原油產量 9.2 億桶 (-5.3%YoY) 以及天然氣產量 3.2 兆立方英尺 (+4.6%YoY)。原油產量下滑為公司實施控制成本措施，關停部分低產能高成本油田，油氣現金操作成本 11.67 美元/桶 (-10.1%YoY)；而天然氣增長部分為配合中國十三五發展展望，加大天然氣探勘力度。2016 年公司資本支出合計 1723 億元 (-14.8%YoY)，其中油氣勘探與開採部門資本支出 1302 億元 (-41.1%YoY)，占比仍維持 75% 以上，相較於中國石化刪減 30%，公司仍維持較高資本支出（見圖二）。

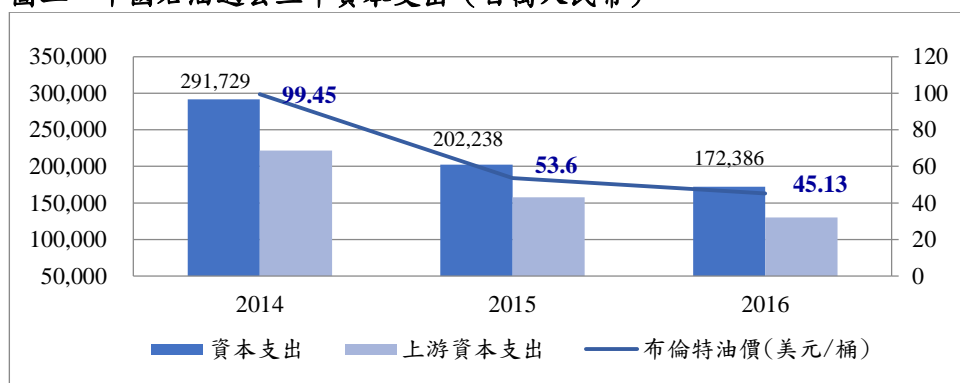
中國石油 (857.HK) - 續

表一：中國石油過去三年各部門獲利表現

百萬元 (人民幣)、%	2014	2015	2016	YoY
布倫特油價 (美元/桶)	\$99.45	\$53.60	\$45.13	-15.8%
營業利益	169,833	79,252	60,635	-23.5%
探勘與生產	186,897	33,961	3,148	-90.7%
毛利占比	103%	51%	4%	-91.3%
總產量 (百萬桶)	1,450.4	1,493.9	1,466.6	-1.8%
石油產量 (百萬桶)	945.5	971.9	920.7	-5.3%
天然氣產量 (十億立方英尺)	3,028.8	3,131.0	3,274.5	4.6%
年終蘊含量 (十億桶)	22.44	21.44	20.56	-4.1%
石油/總產量占比	65.2%	65.1%	62.8%	-3.5%
煉油與化工	-23,560	4,883	39,026	699.2%
毛利占比	-13%	7%	55%	650.5%
汽煤柴油產量 (百萬噸)	92.7	91.9	86.0	-6.4%
乙烯產量 (千噸)	4,976	5,032	5,589	11.1%
銷售業務	5,421	-500	11,048	2309.6%
毛利占比	3%	-1%	16%	2174.8%
汽煤柴油行銷量 (百萬噸)	160.9	160.1	159.1	-0.6%
天然氣與管線	13,126	28,424	17,885	-37.1%
毛利占比	7%	43%	25%	-40.9%
油氣管道 (公里)	76,795	77,612	78,852.0	1.6%

資料來源：Company report；永豐投顧研調處整理，Apr. 2017

圖二：中國石油過去三年資本支出 (百萬人民幣)



資料來源：Company report；永豐投顧研調處整理，Apr. 2017

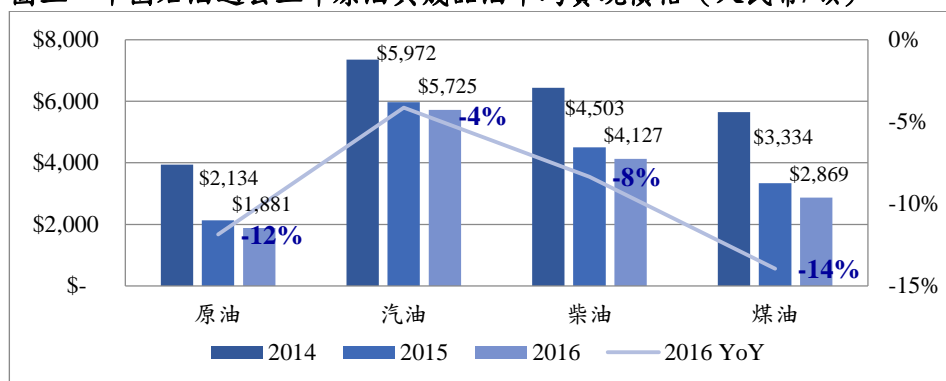
3. 煉油與化工部門獲利為上市以來最高：

2016 年營業利益 390 億元，煉油業務創上市以來最好獲利，為公司主要獲利部門占比 55%，受惠於低油價使成品油與石化產品利差擴大。汽煤柴油產量 8,600 萬噸 (-6.4%YoY)，因柴油實現價格跌幅較深，公司優化成品油結構提升獲利較好的汽油與煤油產量，使柴油與汽油比例由過去 2014 年接近 2 下降至今年 1.4，進一步提升煉油部門獲利能力，為 2016 公司整體獲利的重要來源。

中國石油 (857.HK) - 續

煉油獲利持續好轉主要受惠 2016 年 1 月中國對成品油實施“地板價政策”，油價低於 40 美元/桶時不再調降價格。乙烯產量 558.9 萬噸 (+11.1%YoY)，中國化工市場景氣回暖，價格稍低於去年但受銷量增加推升獲利。

圖三：中國石油過去三年原油與成品油平均實現價格（人民幣/噸）



資料來源：Company report；永豐投顧研調處整理，Apr. 2017

圖四：乙烯、石油腦與利差價格走勢（美元/噸）



資料來源：Bloomberg，Platts；永豐投顧研調處整理，Apr. 2017

4. 銷售部門實現轉虧為盈：

2016 年部門營業利益 110 億元，較去年大幅成長轉虧為營，公司營運穩定增長。加油站數量 20,895 座，汽、煤、柴油銷量 1.59 億桶 (-0.6%YoY)，零售市場份額佔 38% 略低於中國石化。。

5. 天然氣與管道部門受實現價格下滑拖累：

2016 年部門營業利益 178 億 (-37.1%YoY)，獲利下滑原因主要是天然氣價格的下降，公司天然氣實現價格 1,097 人民幣/千立方米 (-20%YoY)。2015 年 11 月國家發展和改革委員會為促進消費者使用清潔能源並減少污染（煤改用天然氣），下調商用天然氣價格 0.7 人民幣/立方米（近三成），全國平均價格約為 2.8 元/立方米，將使天然氣需求增加，然而將影響公司天然氣與管道部門獲利。

中國石油 (857.HK) - 續

• 觀察重點及獲利預估：

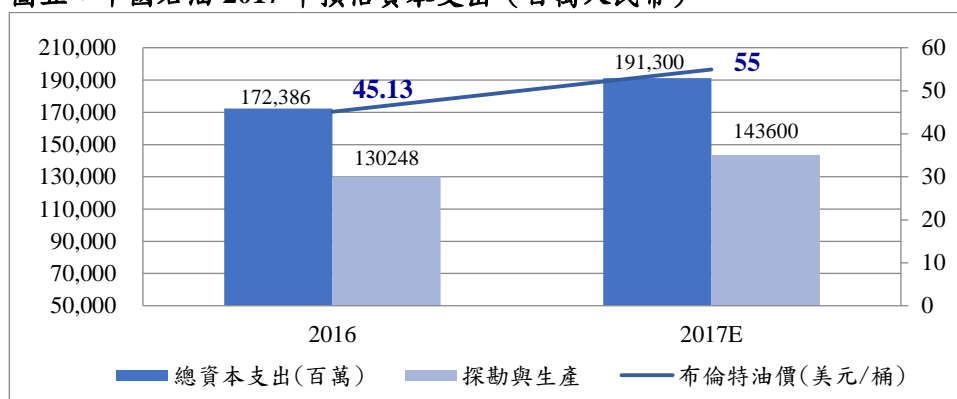
1. 中國石油 2017 年計劃：

公司預計世界經濟將延續溫和復甦態勢，國際油價有望回升。中國經濟平穩增溫，油氣消費需求仍保持增長。探勘與生產部門將專注重點盆地探勘，加大中國國內探勘力度和煤層氣頁岩氣等非傳統資源的開發工作，同時降低成本與配合政府環保政策，將淘汰落後項目以及減少員工數。

2017 年油氣總產量預估 14.25 億桶 (-2.8%YoY)，其中原油產量下滑 4.4%YoY，天然氣產量則持平。海外探勘則抓準國家“一帶一路”戰略，推動海外新項目開發與合資工作。

2017 年公司預計資本支出 1913 億元 (+11%YoY)，其中油氣勘探與開採部門支出 1436 億元 (+10.3%YoY)，占總資本支出 75% (見圖五)，主要用於國內 16 家油氣田的探勘項目以及海外五大合作區大型開發項目。

圖五：中國石油 2017 年預估資本支出 (百萬人民幣)



資料來源：Company report；永豐投顧研調處整理，Apr. 2017

2. 2017 年油價展望：

預期 4、5 月油價因美國庫存與原油期權淨多單仍處於高檔等因素壓力較大 (見圖六與圖七)，短期於 50 美元/桶上下震盪。長期供給需求看法不變，預期 2017 下半年油價回到 50-60 美元/桶區間。

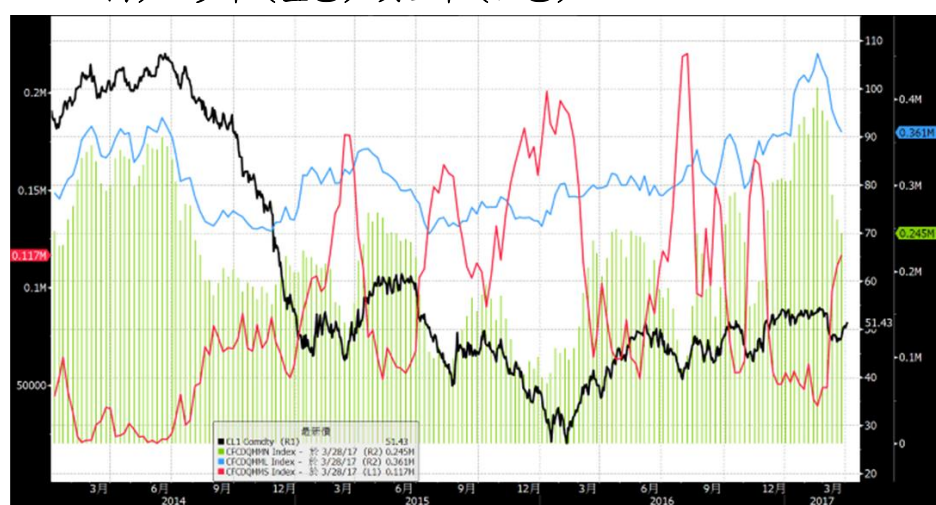
供給面：OPEC 各國的巨額財務赤字以及沙烏地阿拉伯將進行國家石油公司 (ARAMCO) 上市皆有支撐油價的需求，短期油價震盪走低有利於沙烏地阿拉伯團結 OPEC 成員國持續減產，近一步於下半年拉抬油價。如下半年持續減產，依照 IEA 報告統計全球資本支出 2015 年刪減 25 %YoY，2016 年刪減 17 %YoY，預估全球原油產量增加速度將

中國石油 (857.HK) - 續

放緩（見圖八），我們認為美國與其他國家新增產能將不會抹去 OPEC 減產效果。

需求面：IEA 預估未來五年全球石油需求平均每年將成長 1.2%（依照 2016 年需求 9644 萬桶，約每年成長 115 萬桶），其中印度和中國將貢獻大約一半的石油需求增長，中國 1190 萬桶/日（占 12%）與印度 430 萬桶/日（占 4.5%），進口依存度持續增加。

圖六：西德州原油價格（黑色）、CFTC 原油期權總和淨多單（綠色直方圖）、多單（藍色）與空單（紅色）



資料來源：Bloomberg，CFTC；永豐投顧研調處整理，Apr. 2017

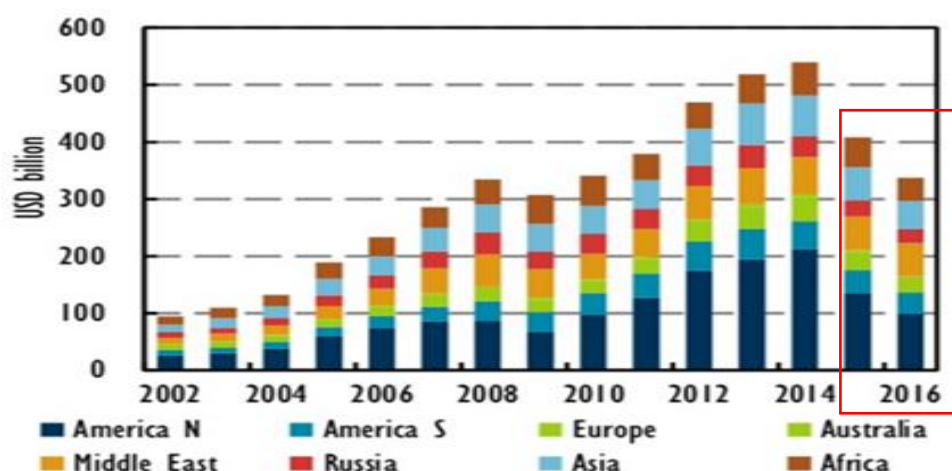
圖七：西德州原油價格（黑色）、美國原油庫存（橘色直方圖）、Baker Hughes 原油鑽井平台開工數（紅色）與美國原油產量（藍色）



資料來源：Bloomberg，EIA，Baker Hughes；永豐投顧研調處整理，Apr. 2017

中國石油 (857.HK) - 續

圖八：全球原油上游資本支出（十億美元，依國家分類）



資料來源：IEA；永豐投顧研調處整理，Apr. 2017

3. 中國石油 2017 年獲利預估：隨油價緩漲獲利優於去年，探勘與生產部門轉虧為盈，煉油與化工部門為公司穩定獲利來源，天然氣與管線獲利將受惠於政府開放價格談判空間。

探勘與生產部門：2017 下半年 OPEC 減產協議達成，油價增溫回到 50-60 美元/桶區間，推升實現價格。另一方面，中國石油成本控管有效使油氣操作成本 11.67 美元/桶（-10.1%YoY），預估油價高於 50 美元/桶時探勘與生產可達損益兩平。然而公司受關停高成本油田影響，未來油氣產量計畫略為下滑，預期部門獲利接近 2015 年水平。

煉油與化工：如 2017 平均油價接近 55 美元/桶，中國成品油價格將受油價上揚與消費需求推升，成本增加使煉油利差小幅收窄，獲利將略為下滑。乙烯與石油腦利差部分，第一季利差最高，下半年隨油價緩漲，美國地區乙烯裂解廠產能開出後供給增加使報價承壓，如部分裂解廠歲修將使報價波動加大，長期來看乙烯利差仍穩定但第一季表現最好。

天然氣與管線：中國政府宣布自 2016 年 11 月 20 日起商用天然氣價格允許上浮，供需雙方可就基準價格為基礎，在上浮 20%、下浮不限的範圍內協商確定具體價格。中國給予公司與客戶談判空間，天然氣定價趨於市場化，未來有助於公司獲利提升。

4. 業績發表會 Q&A：

- a. 過去一年著重於哪些重組改革？

中國石油 (857.HK) - 續

減少 20% 公司機關人員與組織以降低成本，著重混合所有制改革以及合資合作項目。

b. 近期股息發放率較穩定，對於未來展望？

今年主要受低油價衝擊與中國天然氣價格下調影響，仍發放特別股利。預期明年優於去年。

c. 對於天然氣管線部門展望？進一步改革計畫？期待今年政府開放價格，降低管輸費，中國天然氣價格是否再下調？

天然氣管線改革：公司將配合政府將管道運輸業務和銷售業務做分離，整合上游資源，實現價值最大化。去年成立中石油管道公司已穩定營運。

進一步管道改革：目前配合政府，並無明確計劃。政府每兩年提出正式報告，目前沒有進一步消息調整天然氣管輸費，是否對天然氣門站價格造成影響，仍需於發改委調價部門做溝通。

d. 為何 2017 年原油產量目標再度下調 4-5%？

基於低成本發展策略與效益，今年將持續關停低效、無效老油田。

e. 天然氣產量目標也僅增長 1%，中國消費增加的情況下，增加進口？

目標為天然氣銷售增長 10%，但主要為自身使用。

f. 油氣操作成本下降 10%，同時資本支出降低，未來進一步降低成本將從哪方面著手？

這兩者對於因應低油價極為重要，仍有下降空間。近年兩位數下降資本支出，預期 2017 年將增長 10% 資本支出，主要看好石油態勢，如有資本併購機會將進一步增加。

g. 天然氣價格變化展望？

(1) 中國天然氣走勢近年來逐漸市場化，國家給予我們和用戶做談判的空間。隨著上海交易所、重慶交易所的成立，天然氣市場化機制加速。

(2) 全球天然氣價對中國天然氣價的影響：較難以回答，宏觀經濟來看近兩至三年全球 LNG 產能過剩，導致價格差異加大。

中國石油 (857.HK) - 續

天然氣進口的部分，長約合同的彈性？隨著進口量大幅增加，是否虧損越來越大？

公司重視長貿合同的執行，中國目前從海上進口 LNG 與陸上進口天然氣。目前採取的措施為根據市場需求來延長原來良好合同的 LNG 的船期，並且積極與供應商做價格的討論，而政府推動市場化行為，公司進口的資源也會增值並反映商品原有價值，將有利解決目前天然氣價格的問題。

台北

永豐證券投資顧問股份有限公司
台北市八德路二段 306 號 8 樓
電話：(886 2) 2382-3582

台北

永豐金證券股份有限公司
台北市重慶南路一段 2 號 17 樓
電話：(886 2) 2312-3866

倫敦

永豐金證券（歐洲）有限公司
4th Floor, Mitre House, 12-14 Mitre Street
London EC3A 5BU
UK
電話：(44 20) 7614 9999

香港

永豐金證券（亞洲）有限公司
香港九龍尖沙咀北京道 1 號 21 樓
電話：(852) 2586-8288

上海

永豐金證券（亞洲）有限公司上海代表處
中國上海市浦東新區世紀大道 1528 號陸家嘴基金大廈 1903A 室
電話：(86-21) 6886-5358

責任聲明：本報告內容僅供參考，客戶應審慎考量本身之需求與投資風險，本公司恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。本報告中之內容或有取材於本公司認可之來源，但並不保證其真實性或完整性；報告中所有資訊或預估，變更時本公司將不作預告，若資料內容有未盡完善之處，恕不負責。此外，非經本公司同意，不得將本報告加以複製或轉載。

102 年金管投顧新字第 003 號