石油天然气

产业链全景图（第六期）：汇率变动难以逆转供过于求局面

行业动态

本期焦点

广东放开瓶装液化石油气 LPG 价格，未来几年有望推广至全国。广东省发改委宣布，自 8 月 15 日起全面放开瓶装液化石油气价格，实行市场调节价。2014 年国内液化石油气消费量接近 3,000 万吨，由于进口、批发和零售的经营主体众多，市场竞争较为充分，具备市场化定价改革的条件。随着国际原油价格的暴跌，广州瓶装液化石油气（14.5 千克/瓶）价格从去年高点的每瓶人民币 130 元，下滑至 83 元。我们预计，瓶装液化石油气价格的放开，可能在未来几年之内推广到全国，政府仅对 LPG 的质量、标准和安全持续监管。今年初，江苏部分地区如泰州，也已放开居民用瓶装液化气的政府指导价管理。没放开的地区，往往是维持最高限价。价格放开后，估计大型液化石油气分销商的市场份额有望增加。

展望

哈萨克斯坦于 8 月 20 日宣布取消本币对美元汇率波动区间限制，开始实施自由浮动汇率，随后哈萨克斯坦坚戈对美元贬值近 25%至 256。**我们预计坚戈贬值利好中国的石油公司，利空油服企业。**中国的石油公司成本结构中，坚戈占比很高，而收入结构中坚戈则占比较低（仅 10~20%内销，大部分原油从哈国出口，收入以美元计价）。因此，坚戈贬值，有利于中国石油公司提升美元利润。在哈萨克斯坦从事油田服业的公司，绝大部分为坚戈收入，而成本中人民币计价比重更高，坚戈贬值会直接导致其人民币计价的毛利缩水。目前低油价的状态下，油公司普遍降本增效，以坚戈计价的油田服务价格，很难上调。

汇率变动难以逆转供过于求局面，甚至可能“帮倒忙”。石油输出国的汇率下滑，国内采油成本以美元计发生下滑，拉动美元表述的全球供应曲线局部下移甚至扭曲。而美元收入可以兑回更多本币，帮助油公司维持本币下盈利，推延了减产或停产，甚至可能激励增产。同时，美元的升值，也导致油价跌幅在各国本币表述下并不显著，消费者获益不多。甚至某些国家还出现加税，消费者实惠更加有限，刺激需求的效果也就十分微弱。

投资建议

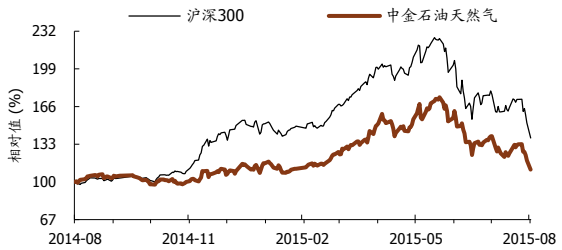
在目前市场大幅回调中，我们还建议关注经营现金流稳健和股息收益率预期较高的公司。

风险

能源产品需求放缓；改革政策力度、时间点低于预期、汇率等。

股票名称	评级	目标价格	P/E (x) 2015E	2016E
中国石化-A	中性	8.00	12.7	8.4
上海石化-A	中性	8.00	22.1	16.5
中海油服-A	回避	14.00	26.6	20.0
海油工程-A	回避	7.20	13.8	16.2
上海石化-H	确信买入	5.00	7.0	5.2
中国石化-H	推荐	8.00	10.9	7.3
中国石油-H	中性	8.20	15.6	11.0
中海油-H	中性	10.80	10.5	7.8
中海石油化学-H	中性	3.00	7.3	7.8

中金一级行业　　能源



相关研究报告

- 中海油服-A | 近海油服业务仍在探底，下调盈利预测 (2015.07.20)
- 油气产业链业绩预览——中期业绩预览，长期现金流解析 (2015.07.20)
- 京能清洁能源-H | 股息率高、估值便宜、稳健增长，上调至“推荐” (2015.07.09)
- 上海石化-A | 炼化行业好转预期加强，港股纳入“确信买入” (2015.06.17)
- 中国石化-A | 炼化趋好，下游盈利有望改善 (2015.06.17)

资料来源：彭博资讯、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

何帅
分析员
shuai.he@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080511120001
SFC CE Ref: BCH499

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

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

目录

全景焦点与展望 4
本期焦点 4
展望 4
中国产业链子行业利润趋势 6
行业股价表现 7
全球要闻 9
亚洲要闻 9
欧美要闻 10
中东要闻 11
环球石油市场 12
原油价格走势与比较 12
全球原油供需分析 13
国际油服日费率及使用率 15
国际成品油市场动态 16
中国石油市场 17
表观消费、进出口及库存 17
炼油和销售毛利 19
中国石化产品市场 20
主要产品价差 20
中国天然气市场 21
表观消费及进口 21
各级价格趋势 21
中国能源大市场 23
煤炭 23
电力 24
交通运输 25
汽车 25
房地产 26
中金产业链上市公司估值比较 27

图表

图表 1：各主要产油国家汇率变动与产量变化 5
图表 2：子行业 2015 年及 2014 年 1~6 月累计净利润 （左）及同比变化（右） 6
图表 3：子行业 2015 年 5/6 月净利润 （左）及环比变化（右） 6
图表 4：中金 A 股行业指数过去 5 个交易日相对表现（左）；年初至今相对表现（右） 7
图表 5：中金 H 股行业指数过去 5 个交易日相对表现（左）；年初至今相对表现（右） 8
图表 6：国际原油价格走势（左）；布伦特原油历史价格波动率（右） 12
图表 7：布伦特、杜拜及米纳斯原油与 WTI 价差（左）；中国原油平均进口价格及预测（右） 12
图表 8：EIA 对美国原油产量估测及预测调整（左）；美国活跃钻机数量及单产变化（右） 13
图表 9：IEA、EIA 及 OPEC 三大机构对 15/14 年全球原油需求变动预测（左）；以及 15/14 年中国原油需求变动预测（右） 13
图表 10：IEA、EIA 及 OPEC 三大机构对 15/14 年非 OPEC 原油供给变动预测（左）；OPEC 剩余产能及其占全球原油需求的比重（右） 14

图表 11：美国原油库存预测（左）；美国原油周库存量（右） 14
图表 12：300 英尺水深自升式钻井船日费率及使用率(左)；300 英尺以上水深自升式钻井船日费率及使用率(右) 15
图表 13：1,500 英尺以上水深半潜式日费率及使用率（左）；4,000 英尺以上水深钻探船日费率及使用率（右） .. 15
图表 14：全球闲置钻井船数量（左）；全球在建钻井船数量（右） 15
图表 15：新加坡综合炼油毛利（左）；美国墨西哥湾综合炼油毛利（右） 16
图表 16：美国炼厂开工率（左）；日本炼厂开工率（右） 16
图表 17：印度炼厂开工率（左）；中国炼厂开工率（右） 16
图表 18：中国原油月度表观消费量（左）；中国商业原油库存（右） 17
图表 19：中国原油净进口量（左）；中国原油进口海运运价指数（右） 17
图表 20：中国汽油月度表观消费量（左）；中国汽油库存（右） 18
图表 21：中国柴油月度表观消费量（左）；中国柴油库存（右） 18
图表 22：中国煤油月度表观消费量（左）；中国煤油库存（右） 18
图表 23：中国炼油企业毛利、发改委定价毛利空间和布伦特原油价格走势 19
图表 24：低密度聚乙烯与石脑油价差（左）；聚丙烯与石脑油价差（右） 20
图表 25：涤纶短纤与对二甲苯及乙二醇价差（左）；腈纶短纤－丙烯价差（右） 20
图表 26：ABS 与苯乙烯价差（左）；顺丁橡胶与丁二烯价差（右） 20
图表 27：中国月度天然气表观消费量（左）；中国月度天然气进口量（右） 21
图表 28：国际天然气价格走势（左）；天然气期货非商业净头寸与价格走势（右） 21
图表 29：中国和日本 LNG 进口现货价格与布伦特原油价格比较（左）；不同进口渠道下的天然气价格（右） 22
图表 30：美国天然气终端消费价格（左）；中国天然气终端消费价格（右） 22
图表 31：国际和国内动力煤价格（左）；原油、天然气和煤炭等热值价格比较（右） 23
图表 32：直供电厂煤炭库存及同比变化（左）；国内煤炭铁路运费（右） 23
图表 33：中国沿海煤炭运价指数（左）；煤炭国际海运运费（右） 23
图表 34：水电发电设备利用小时数及同比变化（左）；火电发电设备利用小时数及同比变化（右） 24
图表 35：风电发电设备利用小时数及同比变化（左）；核电发电设备利用小时数及同比变化（右） 24
图表 36：全国水电、火电发电量同比变化（左）；全国核电、风电发电量同比变化（右） 24
图表 37：全国货运总量及同比变化（左）；全国货运平均运距及同比变化（右） 25
图表 38：全国客运总量（左）；全国客运平均运距（右） 25
图表 39：全国汽油车销售量及同比变化（左）；全国柴油车销售量及同比变化（右） 25
图表 40：全国新能源汽车销售量及同比变化（左）；美国混合动力车销售量及同比变化（右） 26
图表 41：美国插入式电动车销售量及同比变化（左）；美国压缩天然气汽车销售量及同比变化（右） 26
图表 42：施工面积/新开工面积/销售面积同比变动趋势（左）；房地产市场去库存化周期（右） 26
图表 43：中金 A 股油气产业链股票池 27
图表 44：中金港股油气产业链股票池 28
图表 45：一体化可比公司估值 29
图表 46：上游勘探开发可比公司估值 30
图表 47：石化可比公司估值表 31
图表 48：近海钻井和油田服务可比公司估值表 32
图表 49：近海工程可比公司估值表 32
图表 50：油服、油装及设备可比公司估值表 33
图表 51：城市燃气可比公司估值表 34
图表 52：化肥可比公司估值表 35

全景焦点与展望

本期焦点

广东放开瓶装液化石油气 LPG 价格，未来几年有望推广至全国。广东省发改委宣布，自 8 月 15 日起全面放开瓶装液化石油气价格，实行市场调节价。2014 年国内液化石油气的消费量接近 3,000 万吨，由于进口、批发和零售的经营主体众多，市场竞争较为充分，具备市场化定价改革的条件。随着国际原油价格的暴跌，广州瓶装液化石油气（14.5 千克/瓶）价格从去年高点的每瓶人民币 130 元，下滑至 83 元。我们预计，瓶装液化石油气价格的放开，可能在未来几年之内推广到全国，政府仅对 LPG 的质量、标准和安全持续监管。今年初，江苏部分地区如泰州，也已放开居民用瓶装液化气的政府指导价管理。没放开的地区，往往是维持最高限价。价格放开后，估计大型液化石油气分销商的市场份额有望增加。

展望

哈萨克斯坦于 8 月 20 日宣布取消本币对美元汇率波动区间限制，开始实施自由浮动汇率，随后哈萨克斯坦坚戈对美元贬值近 25%至 256。**我们预计坚戈贬值利好中国的石油公司，利空油服企业。**

中国的石油公司成本结构中，坚戈占比很高，而收入结构中坚戈则占比较低（仅 10~20%内销，大部分原油从哈国出口，收入以美元计价）。因此，坚戈贬值，有利于中国石油公司提升美元利润。

在哈萨克斯坦从事油田服业的公司，绝大部分为坚戈收入，而成本中人民币计价比重更高，坚戈贬值会直接导致其人民币计价的毛利缩水。目前低油价的状态下，油公司普遍降本增效，以坚戈计价的油田服务价格，很难上调。

汇率变动难以逆转供过于求局面，甚至可能“帮倒忙”。石油输出国的汇率下滑，国内采油成本以美元计发生下滑，拉动美元表述的全球供应曲线局部下移甚至扭曲。而美元收入可以兑回更多本币，帮助油公司维持本币下盈利，推延了减产或停产，甚至可能激励增产。同时，美元的升值，也导致油价跌幅在各国本币表述下并不显著，消费者获益不多。甚至某些国家还出现加税，消费者实惠更加有限，刺激需求的效果也就十分微弱。

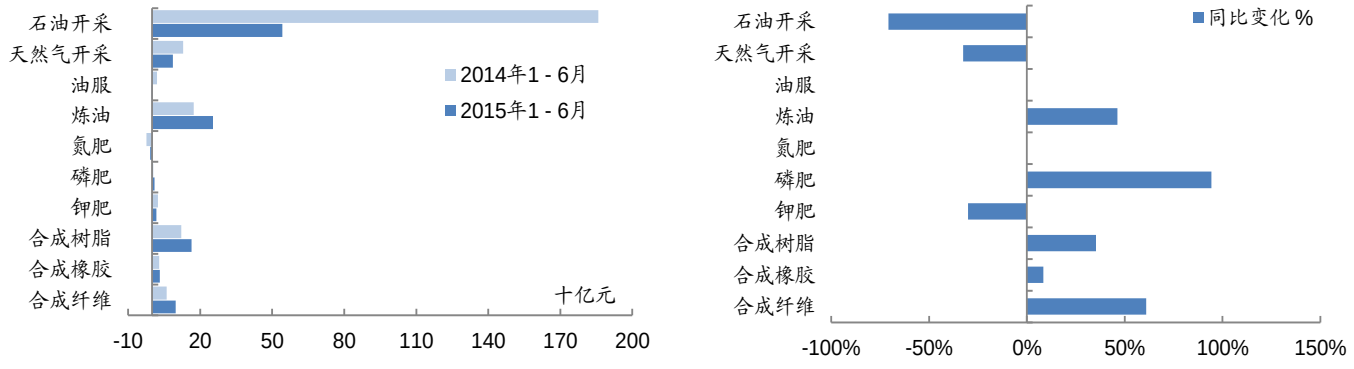
图表 1：各主要产油国家汇率变动与产量变化

	原油净出口占总产量比重	汇率管控	兑美元汇率变动	产量变动幅度	兑美元汇率变动	产量变动幅度
OPEC			03/2014~03/2015		03/2014~07/2015	
阿尔及利亚	88.0%		-20%	-4%	-21%	-4%
伊朗	37.0%	是	-11%	-3%	-16%	-1%
伊拉克	73.0%	是	-3%	12%	-4%	25%
科威特	75.0%		-6%	-2%	-7%	-3%
利比亚	74.0%		-11%	92%	-9%	52%
尼日利亚	89.0%		-17%	-9%	-17%	-10%
卡塔尔	93.0%	是	0%	-7%	0%	-8%
沙特阿拉伯	76.0%	是	0%	5%	0%	10%
阿联酋	75.0%	是	0%	4%	0%	4%
委内瑞拉	73.0%	是	0%	1%	0%	2%
安哥拉	98.0%		-9%	21%	-22%	19%
厄瓜多尔	52.0%	是	0%	-1%	0%	-3%
Non-OPEC						
俄罗斯	67.0%		-40%	5%	-43%	1%
加拿大	42.0%		-13%	7%	-16%	3%
墨西哥	30.0%		-14%	-6%	-19%	-8%
巴西	21.0%		-29%	13%	-34%	12%
澳大利亚	65.7%		-18%	15%	-21%	8%
中国	1.7%	是	0%	2%	0%	3%
印度	0.0%		-4%	0%	-7%	0%
印尼	39.7%		-13%	1%	-16%	9%
越南	n.a	是	-12%	10%	-15%	13%
马来西亚	56.3%	是	-2%	14%	-3%	12%
挪威	84.1%		-26%	2%	-27%	-1%
英国	70.4%		-11%	23%	-6%	9%

资料来源：彭博资讯、国际能源信息署、欧佩克、美国能源信息署、中金公司研究部

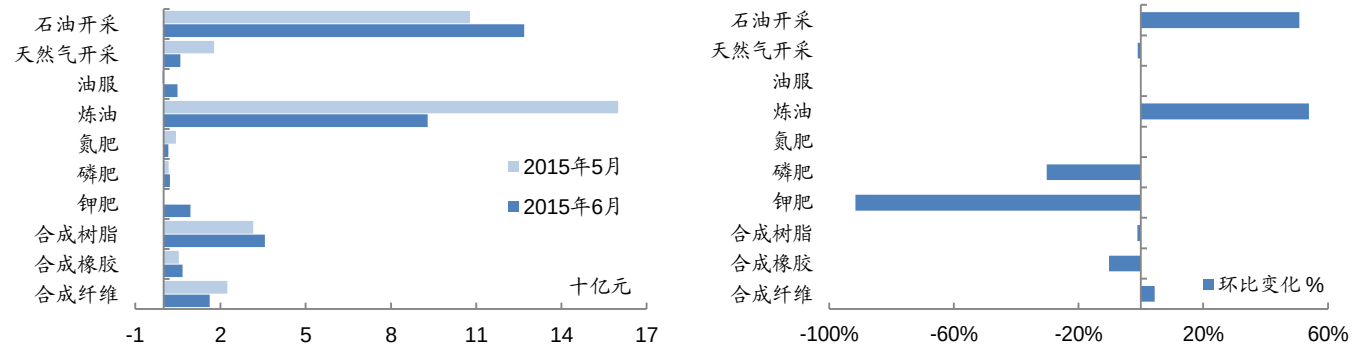
中国产业链子行业利润趋势

图表 2：子行业 2015 年及 2014 年 1~6 月累计净利润 （左）及同比变化（右）



资料来源：国家统计局、万得资讯、中金公司研究部

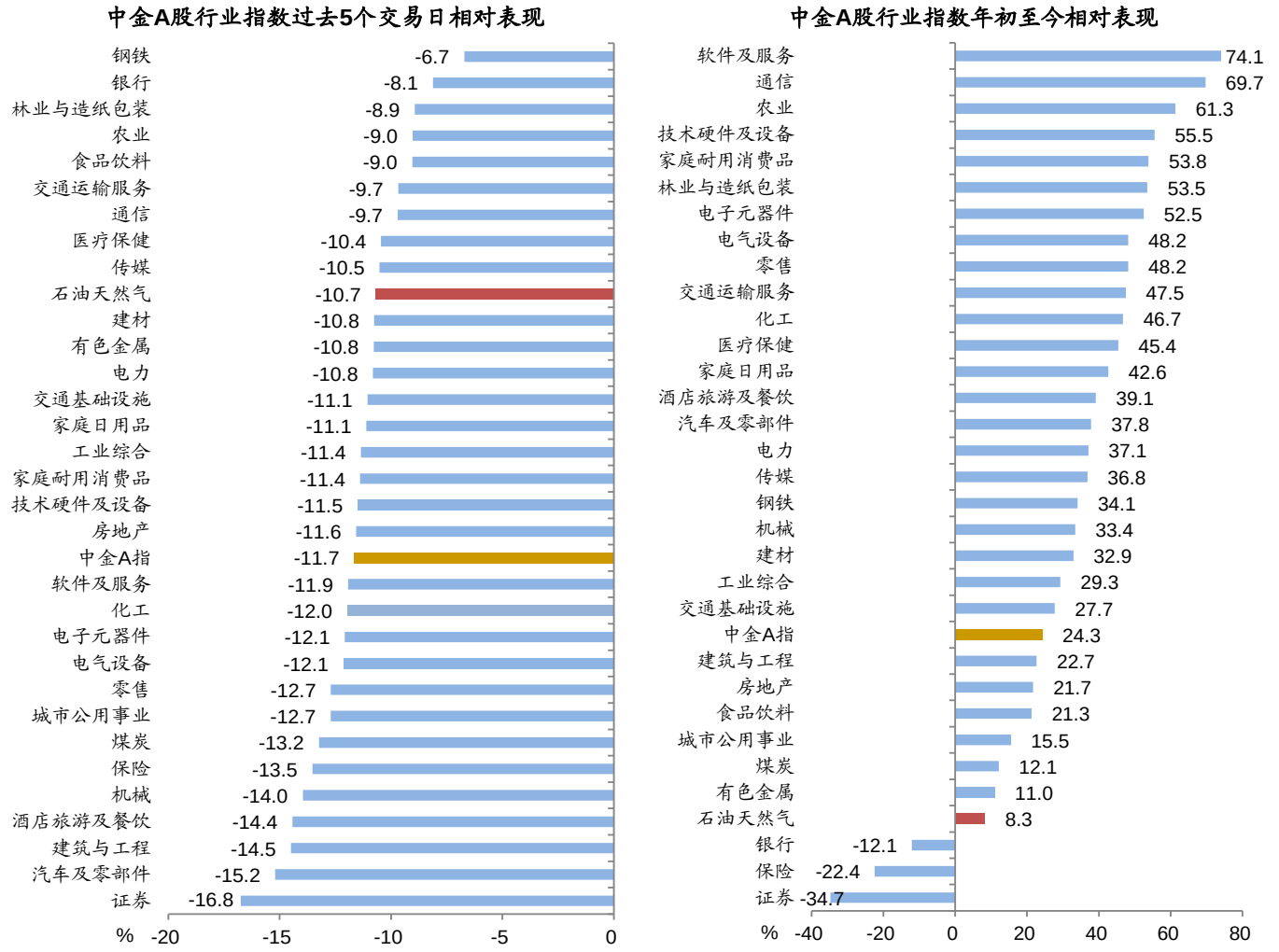
图表 3：子行业 2015 年 5/6 月净利润 （左）及环比变化（右）



资料来源：国家统计局、万得资讯、中金公司研究部

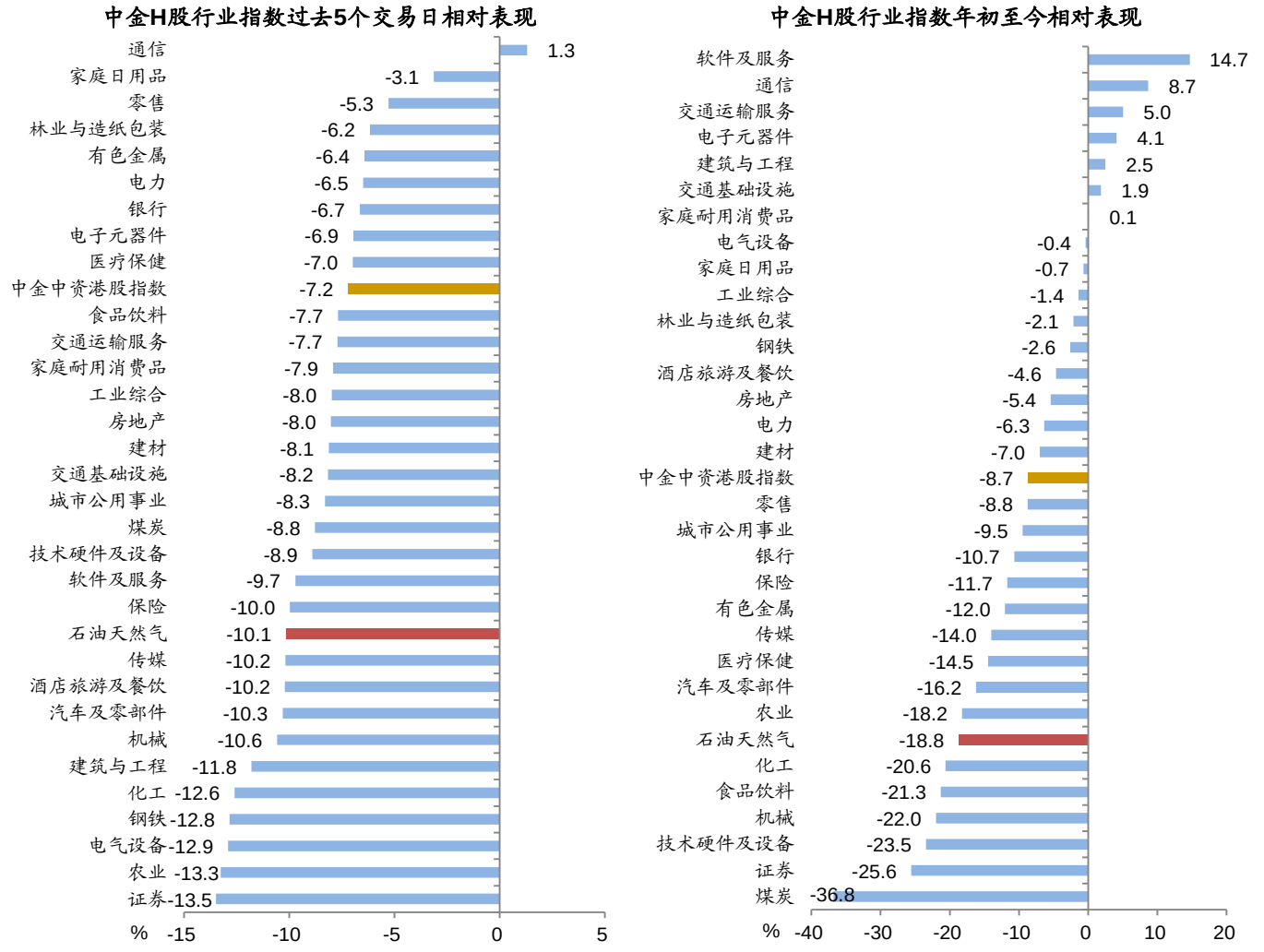
行业股价表现

图表 4：中金 A 股行业指数过去 5 个交易日相对表现（左）；年初至今相对表现（右）



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 5：中金 H 股行业指数过去 5 个交易日相对表现（左）；年初至今相对表现（右）



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

全球要闻

亚洲要闻

- **中石化 10.9 亿美元收购哈萨克斯坦石油资产。**中国石化完成以 10.9 亿美元从 Lukoil PJSC 收购一家哈萨克斯坦石油生产商 50%股权的交易，交易价格低于 2014 年 4 月份各方同意的 12 亿美元。通过本次收购，中石化实现了对这家拥有五个油气田权益的公司的完全控股。哈萨克斯坦坚戈贬值，预计利好在哈萨克斯坦的中国上游油公司。

- **广汇能源与壳牌签署共同购买销售 LNG 框架协议。**荷兰皇家壳牌公司（壳牌）与广汇能源有限公司（广汇能源）签署了一项旨在共同购买和销售 LNG 的非约束性框架协议。广汇能源目前正在江苏省启东市建造一个第一阶段具有大约 60 万吨设计年处理能力的天然气接收终端，目前壳牌和广汇能源讨论的合作范围是关于成立一个通过该终端进行终端购买、进口和销售 LNG 的合资企业。

- **碳排放交易市场或于 2016 年开放。**我国将在 2016 年启动全国碳排放交易市场，首批试点行业将包括石化、钢铁、电力等六大行业。从 2011 年开始，我国启动了 7 个省市的碳排放权交易试点，纳入试点的排放企业和单位共有 1,900 多家，其中石化企业有 146 家。石化行业作为碳排放大户，被选择纳入全国碳交易市场的几率很大。

- **中国 7 月份原油加工量同比增加 4.3%。**据国家统计局数据显示，我国炼油企业 7 月份原油加工量同比增加了 4.3%至 1,030 万桶/天，略低于 6 月份的 1,059 万桶/天。今年前 7 个月，我国炼油企业总加工量同比增长 4.7%，平均 1,042 万桶/天。

- **中国 7 月原油进口创历史新高。**海关总署最新数据显示，中国 7 月进口原油 3,071 万吨，同比大增 29%，创历史新高。进口量增加主要因为青岛的二期战略储备库开始注油，该油库规模达 300 万立方米（约 1,900 万桶原油）。7 月成品油进口 239 万吨，同比增加 28%。

- **山西煤层气产业增速超 15%。**山西省统计局近日发布数据显示，上半年煤层气开采业增加值增速超过 15.6%。山西煤层气储量为 10.4 万亿立方米，约占全国 1/3。今年 2 月，山西 6 家省属大型煤企达成合作框架协议，力争到 2020 年煤层气装备制造业实现销售收入 300 亿元。

- **南京市决定，从 2015 年 8 月 10 日起放开民用瓶装液化气销售价格，实行市场调节价。**8 月 10 日起南京民用瓶装液化气售价放开。目前，南京瓶装液化气实行政府定价，上次调价是 7 月 5 日，将销售基准价格下调为 5.41 元/公斤，近五年来的最低值。销售价格放开后，由经营企业根据经营成本和市场供求等情况自主制定。

- **中石化设节能环保公司未来或单独上市。**中石化节能环保工程科技有限公司日前正式揭牌成立。该公司将整合中石化目前在石油工程建设板块形成的节能环保核心技术（79 项）、发明专利（140 余项）和专有技术（10 余项）。节能环保工程公司由上市公司石化油服下属的江汉设计公司整体转型而来，未来或单独上市。

- **广汇能源与中石化签煤制天然气购销框架协议。**广汇能源控股子公司与中国石油化工股份有限公司天然气分公司签订了《新疆煤制气外输管道天然气购销框架协议》。广汇子公司煤制天然气项目中，中石化负责天然气长距离管道输送、跨区域销售以及 LNG 接收终端、储气库建设运营管理。煤制气价格按届时国家有关政策协商确定，并考虑到平衡煤制气成本和下游天然气市场价格承受能力。

- **日本 LNG 进口将进入下降通道。**7 月份日本 LNG 进口量较去年同期下降 11%，进口额同比下降 41%。日本 7 月 LNG 进口下降的主要原因是国内电厂转用价格相对低廉的煤炭发电以及太阳能发电量的增加。本月即将重启核电站，日本天然气进口下降步伐可能加快。

- **日本不公布 7 月 LNG 现货平均进口价格。**因 LNG 现货进口到岸量不足，日本 7 月不公布现货平均进口价。这是日本自去年 4 月开始公布 LNG 现货进口价以来第二次错过月度数据公开。目前，9 月交货的亚洲 LNG 现货价格约 8 美元/百万英热单位，较去年同期下跌超过 60%。鉴于油价疲弱以及供应过剩，今年下半年价格可能仍将继续下探。

欧美要闻

- **上周（8 月 14 日）美国原油库存上升。**根据美国能源信息署（EIA）数据显示，上周美国原油库存上升 260 万桶，至 4.56 亿桶。美国目前平均原油产量约为 941 万桶/天，与前一周相比下降 5.3 万桶/天。此前，EIA 预测美国 2015 年原油产量将下降至 936 万桶/天，下降将持续至 2016 年中旬。

- **美国将批准和墨西哥进行有限度的原油贸易。**美国商务部已低调通知国会议员，计划批准墨西哥国家石油公司 Pemex 和美国公司签署原油买卖协议。目前原油交易数量尚未决定，但墨西哥曾希望交易许可量在 10 万桶/天左右。油价下跌以来，美国各大油公司以及众多议员一直争取开放美国原油出口。

- **全球石油行业裁员人数突破 17 万人。**Graves & Co 咨询公司数据显示，全球石油行业迎来又一轮裁员高峰。两周前该公司报告称全球石油行业裁员人数为 149,000 人，而最新报告中这一数字已升至 173,000 人。报告还指出，超过一半的裁员发生在油田服务公司，而新的裁员已开始向勘探开发领域转移。

- **EIA 降低美国 2015 和 2016 年的原油产量预测。**美国能源信息署（EIA）将美国 2015/16 年的原油产量预测分别由上个月的 947 万桶/天和 932 万桶/天降至 936 万桶/天和 896 万桶/天。EIA 同时预计美国原油将持续下降至 2016 年中旬，并在 2016 年底开始回升。目前，EIA 预测的 2015/16 年布伦特平均油价将分别为 54 美元/桶和 59 美元/桶；WTI 与布伦特价差将维持在 5 美元/桶左右。

- **EIA: 9 月份美国页岩油产量或将日减 9.3 万桶。**据 EIA 报告，9 月份来自美国 7 个主要页岩油远景区的原油日产量预计将减少 9.3 万桶至 527 万桶。这些页岩远景区的产油量占美国 2011~2013 年油气产量增幅的 95%。EIA 预计 Permian 页岩远景区产量将日增 8,000 桶至 204 万桶/天，其他页岩远景区将继续减产。

- **全球石油供应过剩将持续至 2016 年底。**国际能源署（IEA）表示，尽管石油需求出现五年内最快增长速度，全球石油供应过剩的状况仍将在 2016 年持续很长时间。IEA 估计，2016 年需求增长幅度将达到 140 万桶/天，令需求增至 9,560 万桶/天。尽管全球石油产量增幅降低，但供应量仍接近近些年的最高点，今年第二季度日生产量超出消耗量 300 万桶，这是自 1998 年以来的最大差额。

- **IEA 提高其对今年全球石油需求增长预测。**国际能源署（IEA）把对今年全球石油需求增长提高了 20 万桶至 160 万桶/天。其主要原因是全球油价持续低迷。IEA 还预测全球市场供应过剩将持续到 2016 年。欧佩克将继续通过保持产量来捍卫其市场份额。

- **欧佩克石油产量增至 3 年多来最高水平。**尽管全球供应过剩已导致油价跌破每桶 50 美元，欧佩克成员国表石油产量依然增至 3 年多来最高水平。6 月份欧佩克在维也纳开会时发布的上限为 3,000 万桶/日，然而其周二发布的 7 月份产量为 3,151 万桶/日，同比 6 月增加 10.1 万桶/日。

- **欧佩克把俄今年石油日产量预测提高到 1,069 万桶。**报告说，今年俄罗斯石油供应预计增加 2 万桶/天，石油产量日均将达 1,069 万桶。据欧佩克统计，俄 7 月份石油产量减少了 7 万桶/天，主要由于油厂临时维修。俄能源部长宣布，今年计划保持目前约 1,050 万桶/天的石油产量。

- **俄罗斯石油公司计划增加石油产量。**根据俄罗斯官方网站，俄罗斯石油公司（俄油）计划增加原油产量。俄油首席执行官表示，俄油麾下的尤甘斯克油田将增加新的产油井，使得今年的石油年产量将从去年 6,450 万吨增加至 6,600 万吨，这将是俄油今后产量增长的主要来源之一。根据俄罗斯能源部，俄油 7 月份石油产量同比下降了 1.2%。

- **俄油前 7 个月钻井作业量同比增加 27%。**俄罗斯国家石油公司（Rosneft）上周发布的公告显示，今年前 7 个月钻井作业量同比增加 27%。今年前 7 月，Rosneft 钻探 459 万米（1,500 万英尺），去年同期 361 万米。

- **俄气将今年天然气出口预测提高至 1,600 亿立方米。**俄罗斯天然气工业公司（Gazprom）将其对今年公司天然气出口预测从 2014 年的 1,466 亿立方米提高到 1,550~1,600 亿立方米。俄气 7 月出口欧洲天然气达 143 亿立方米，创 18 个月来新高。

- **低油价危及俄中天然气合约经济效益。**俄罗斯天然气工业公司（Gazprom）昨日表示，其向中国供应天然气的 30 年合约没有针对价格持续低迷的情形安排保护措施。俄中天然气供气合约于 2014 年 5 月签署，预计输送价值 4,000 亿美元天然气，价格与一篮子石油产品基准挂钩。据估计，合约隐含天然气价格约为 350 美元/千立方米，而基于目前油价，价格可能已经低至 175 美元/千立方米。

中东要闻

- **沙特拟在年底前发债 270 亿美元。**沙特拟在今年余下时间每月发行约 200 亿沙特里亚尔（约合 53 亿美元）债券，分为五年期、七年期和十年期，计划在年底前总共筹集 270 亿美元。自油价开始暴跌以来，沙特动用了 650 亿美元财政储备以维持政府开支。经济学家估计，沙特今年的赤字将达到 4,000 亿沙特里亚尔（约合 1,066 亿美元）。沙特 7 月原油日产量约 1,060 万桶，而该国需要油价保持在 105 美元/桶才能平衡预算。

- **伊朗石化产品出口明年年底前预计增加 25%。**伊朗石化商业公司总经理表示，伊朗本国的石化产品出口预计在制裁取消后于 2016 年年底前将增加 25%。自 2012 年对银行和航运实施限制以来，伊朗 2014 年石化产品出口量下降至 140 亿美元，比 2011 年减少了 40 多亿美元，预计限制取消后石化产品出口将变得更容易，成本也将减少。

- **伊朗浮动存储设施的石油存量大幅增加。**IEA 称，因伊朗石油产量的提高没有相对应地增加出口，其浮动存储设施储存的石油量已升至国际进行制裁以来最高水平。7 月份伊朗新增 3 艘超大型凝析油油轮，使其海上油存增至 4,600 万桶，60%为凝析油。7 月份伊朗石油产量增加约 5 万桶/天，升至约 287 万桶/天。由于国际制裁的影响还需要几个月才能消除，7 月伊朗出口量仅为 100 万桶/天。

- **取消制裁伊朗将导致全球油价每桶下跌 10 美元。**世界银行（世行）预计，伊朗全面回归全球市场最终将导致原油日产量增加约 100 万桶/天，明年国际油价每桶或将降低 10 美元。根据伊朗国家石油公司，一旦制裁取消，伊朗的石油出口可以从目前的 300 万桶/天增加至 400 万桶/天。

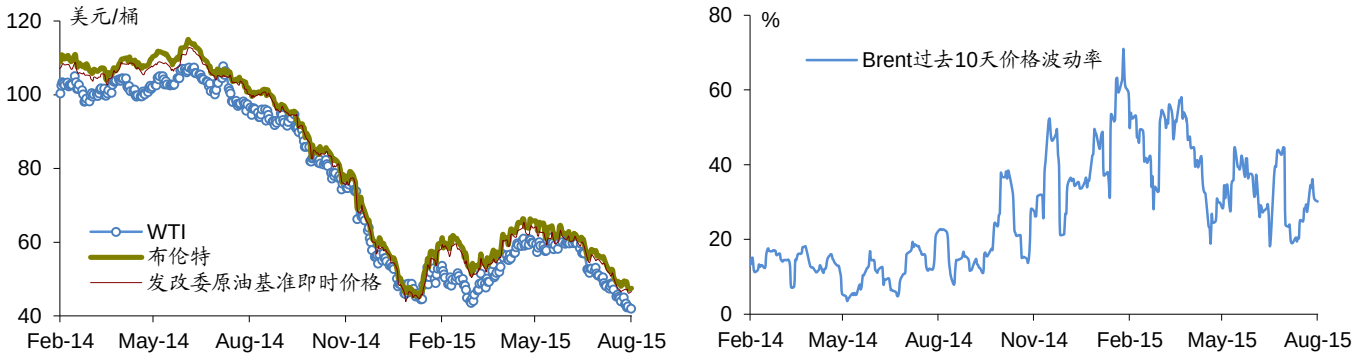
- **阿尔及利亚呼吁非欧佩克国家减产，阻止油价暴跌。**阿尔及利亚能源部长称，欧佩克无法依靠自身组织油价继续下探，并呼吁非欧佩克产油国一同减少全球石油供应。该国 3 月份外汇储备下降 18%至 1,584 亿美元，并已于本月初集合欧佩克成员召开紧急会议。但是，减产呼吁并未取得沙特等产油大国的任何官方回应。

环球石油市场

原油价格走势与比较

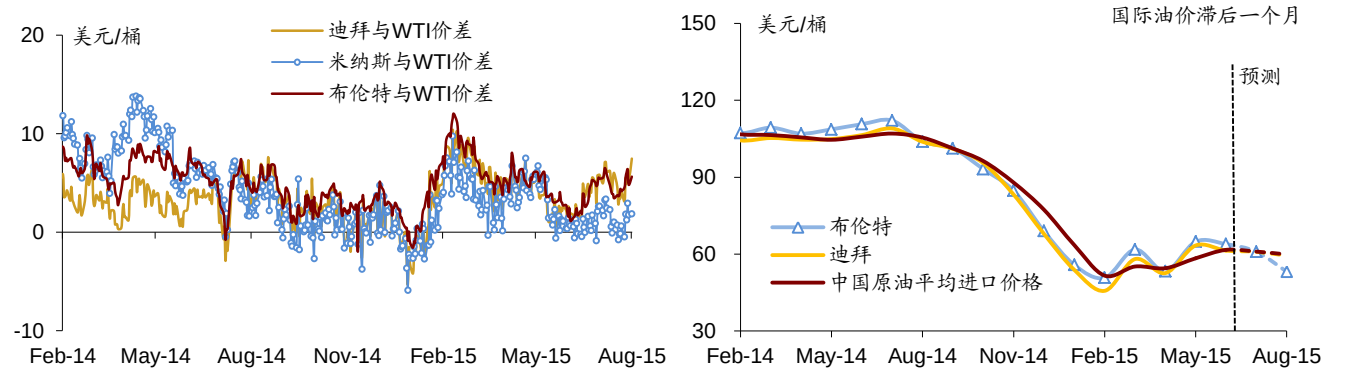
年初至今布伦特和 WTI 原油均价分别为 57.1 和 52.3 美元/桶。7 月份，布伦特原油均价格为 55.9 美元/桶，环比下跌 10%，WTI 均价为 51.2 美元/桶，环比下跌 14%。8 月以来，国际油价继续走低，8 月至今布伦特和 WTI 平均价格分别为 43.2 美元/桶和 47.9 美元/桶，环比分别下跌 18.8%和 16.9%。中国 7 月份进口原油平均价格分别为 60.99 美元/桶，环比下降 1.2%，受国际油价影响，8 月份进口原油价格预计继续下降。

图表 6：国际原油价格走势（左）；布伦特原油历史价格波动率（右）



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 7：布伦特、杜拜及米纳斯原油与 WTI 价差（左）；中国原油平均进口价格及预测（右）



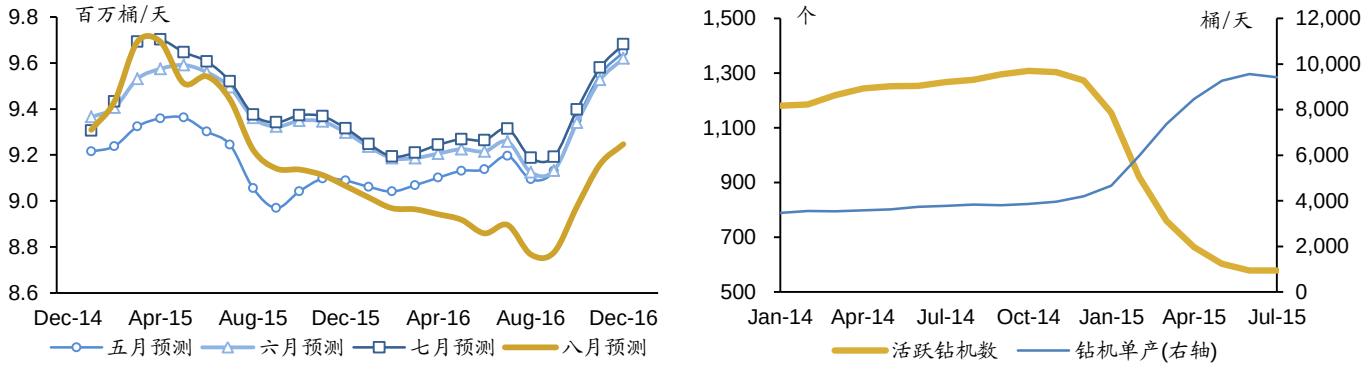
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

全球原油供需分析

美国能源信息署（EIA）在其 6、7 月发布的短期能源展望中连续两次向上修正今年以来美国原油产量估算，而在刚刚发布的 8 月展望报告中，EIA 将今年 5、6 月原油产量分别向下修正 14 万桶/天和 6 万桶/天，并将 2015/16 年产量预测分别较 7 月预测下调 1.2%/3.8%至 936 万桶/天和 896 万桶/天。EIA 同时预计，美国原油产量未来将持续下降，产量低点可能将出现在 2016 年第三季度，而 EIA 本月对于该产量低点的预测较前期大幅下降了 42 万桶/天（约 5%）。

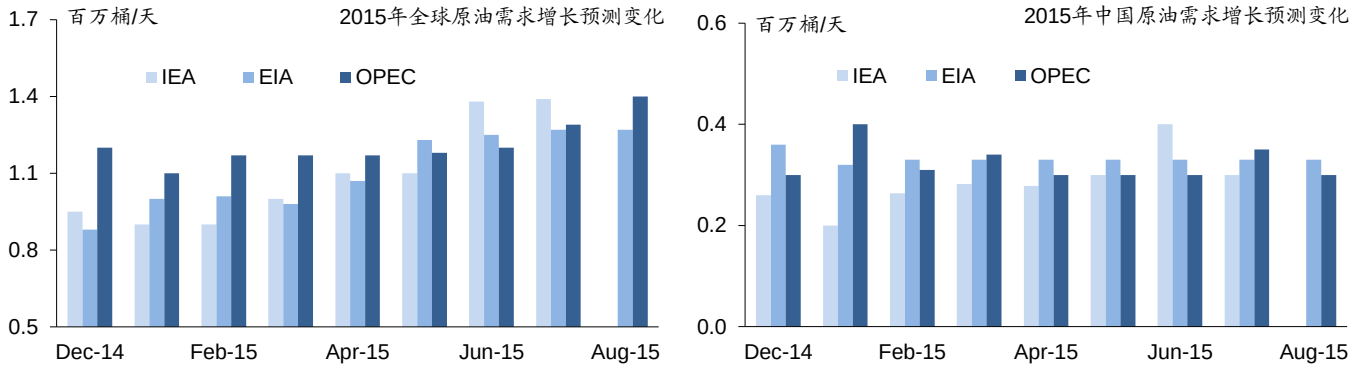
OPEC 在 8 月将 2015 年全球原油需求增长预测上调 11 万桶/天，而 EIA 维持了此前预测。对于 2015 年中国原油需求增长，EIA 在 8 月维持了此前预测，OPEC 则下调了 5 万桶/天。供给方面，两机构均上调了 2015 年非 OPEC 的供应增长预测，其中 EIA 下调 5 万桶/天，OPEC 上调了 13 万桶/天。

图表 8：EIA 对美国原油产量估测及预测调整（左）；美国活跃钻机数量及单产变化（右）



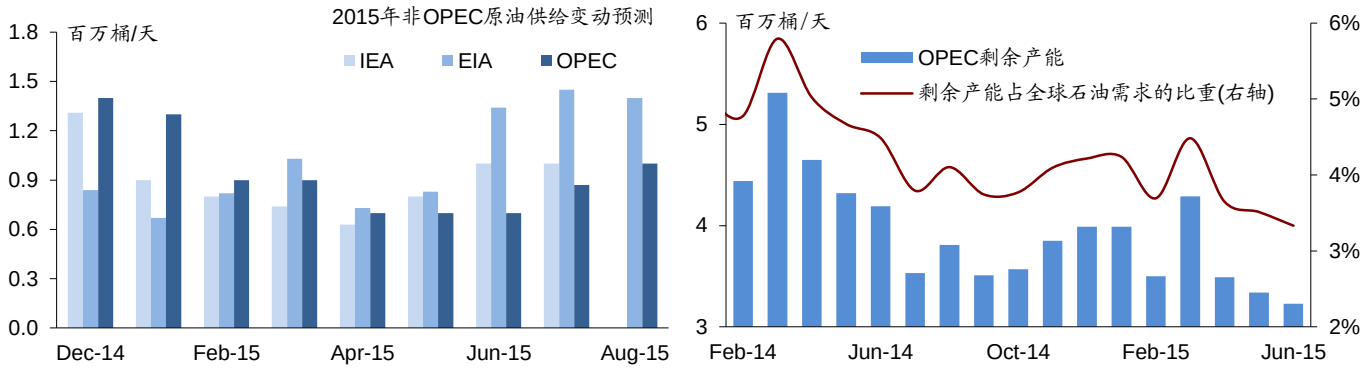
资料来源：美国能源信息署、中金公司研究部

图表 9：IEA、EIA 及 OPEC 三大机构对 15/14 年全球原油需求变动预测（左）；以及 15/14 年中国原油需求变动预测（右）



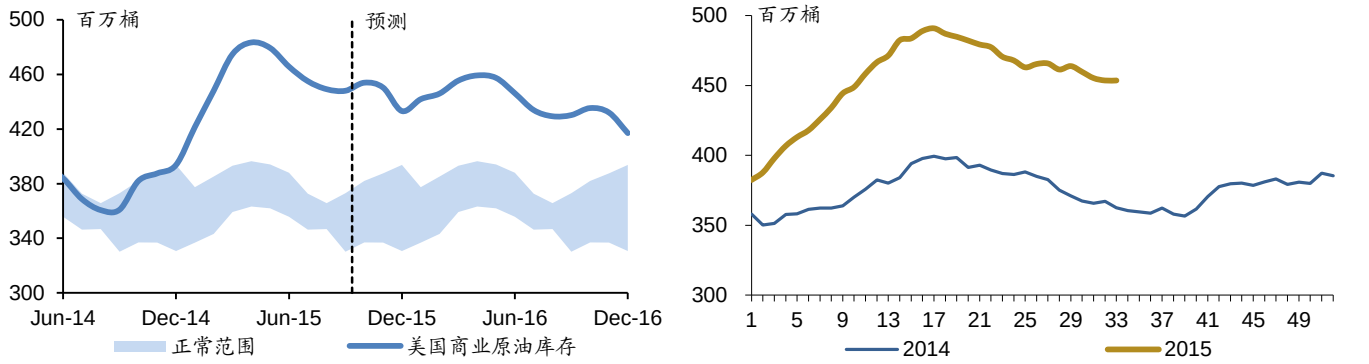
资料来源：美国能源信息署、国际能源信息署、欧佩克、中金公司研究部

图表 10：IEA、EIA 及 OPEC 三大机构对 15/14 年非 OPEC 原油供给变动预测（左）；OPEC 剩余产能及其占全球原油需求的比重（右）



资料来源：美国能源信息署、国际能源信息署、欧佩克、中金公司研究部

图表 11：美国原油库存预测（左）；美国原油周库存量（右）

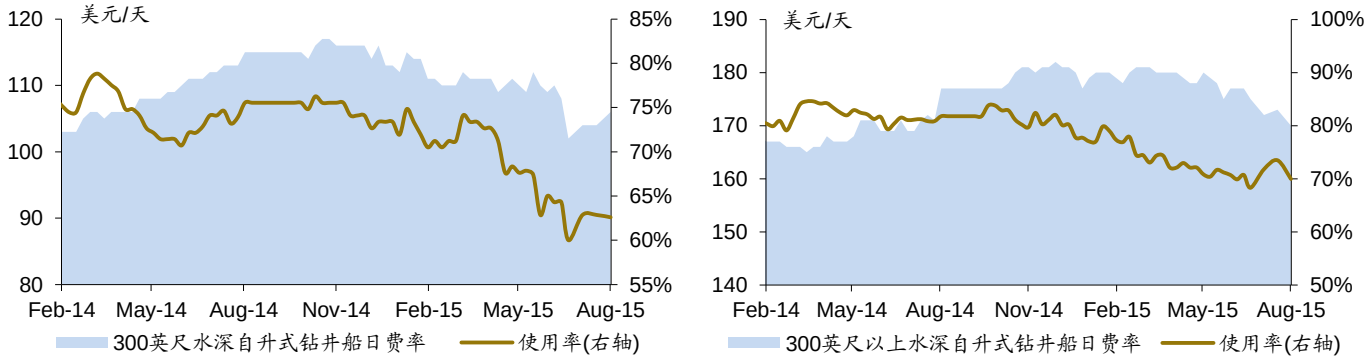


资料来源：美国能源信息署、彭博资讯、中金公司研究部　　注：正常范围代表 2010 年 1 月~2014 年 12 月各月间最高和最低库存

国际油服日费率及使用率

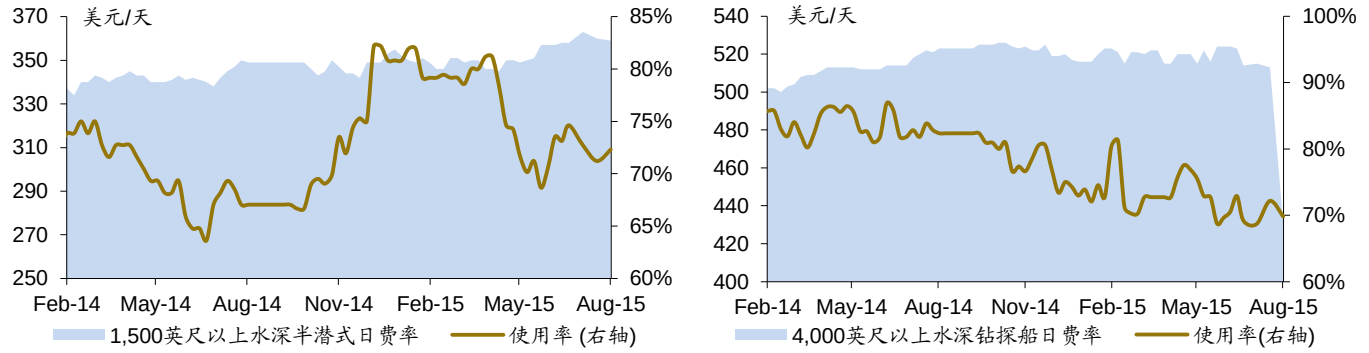
截止到本周一，除 300 英尺水深自升式钻井船日费率小幅上升 2,000 美元/天外，其他类别钻井船日费率具有所下降，其中 4,000 英尺以上水深钻探船日费率下降了 82,000 美元/天。日费率方面，只有 1,500 英尺半潜式钻井船小幅上涨 1.1 个百分点，其他类别钻井船使用率下降幅度在 0.3~3.5 个百分点。

图表 12：300 英尺水深自升式钻井船日费率及使用率（左）；300 英尺以上水深自升式钻井船日费率及使用率（右）



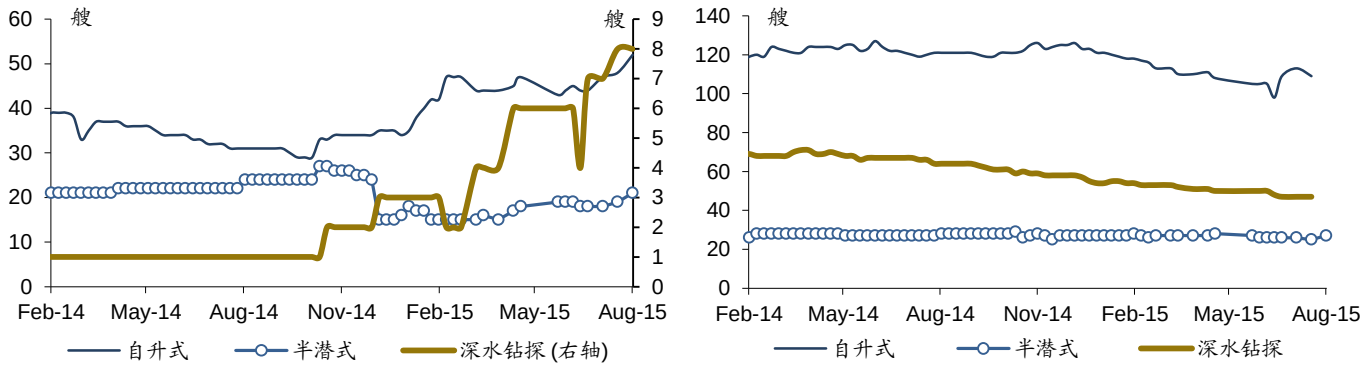
资料来源：Rigzone、中金公司研究部

图表 13：1,500 英尺以上水深半潜式日费率及使用率（左）；4,000 英尺以上水深钻探船日费率及使用率（右）



资料来源：Rigzone、中金公司研究部

图表 14：全球闲置钻井船数量（左）；全球在建钻井船数量（右）

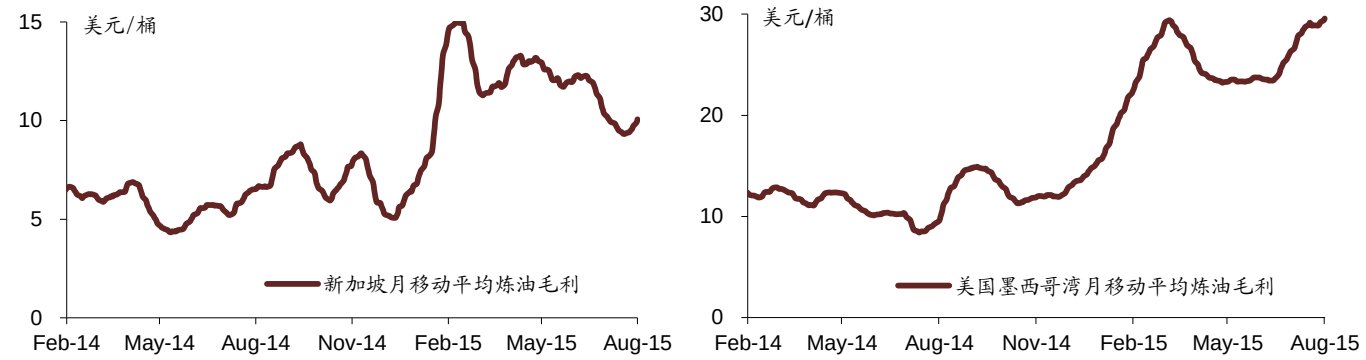


资料来源：Rigzone、中金公司研究部

国际成品油市场动态

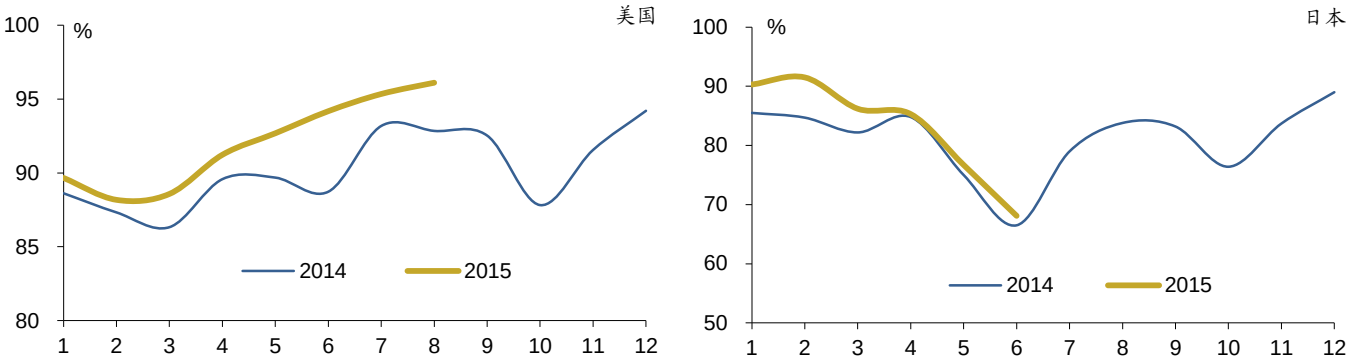
8 月以来，新加坡综合炼油毛利开始反弹，由 8 月初 9.4 美元/桶左右水平至 10.1 美元/桶。美国墨西哥湾综合炼油毛利继续攀升，由 8 月初的 28.9 美元/桶上升至 29.6 美元/桶。

图表 15：新加坡综合炼油毛利（左）；美国墨西哥湾综合炼油毛利（右）



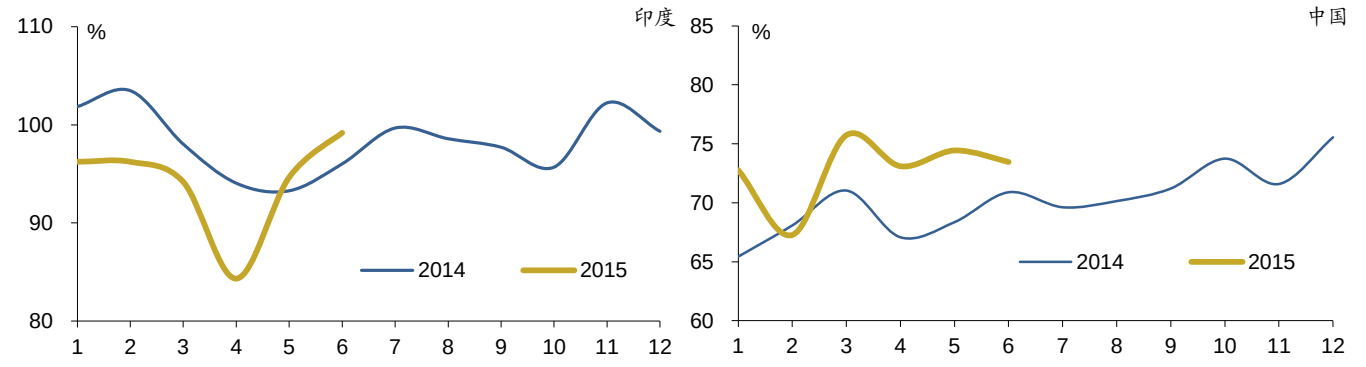
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 16：美国炼厂开工率（左）；日本炼厂开工率（右）



资料来源：彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图表 17：印度炼厂开工率（左）；中国炼厂开工率（右）



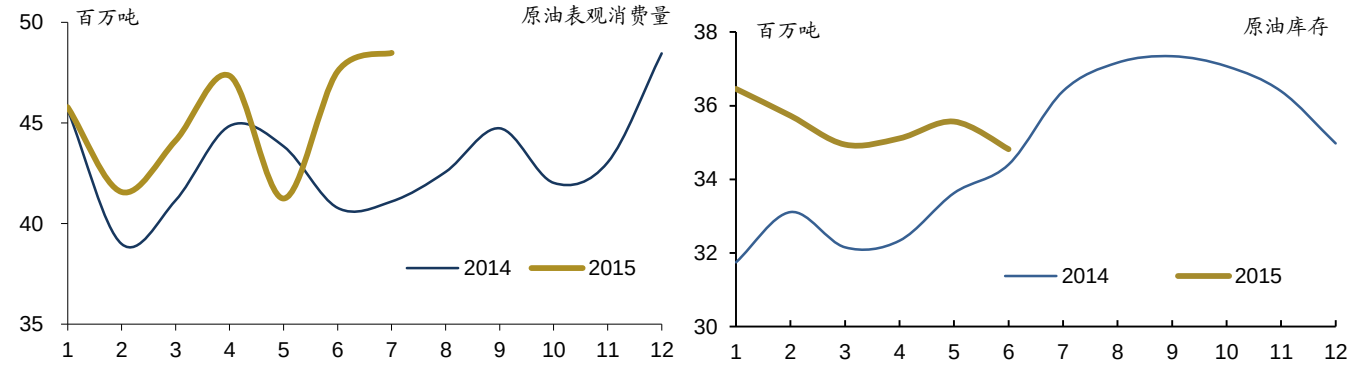
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

中国石油市场

表观消费、进出口及库存

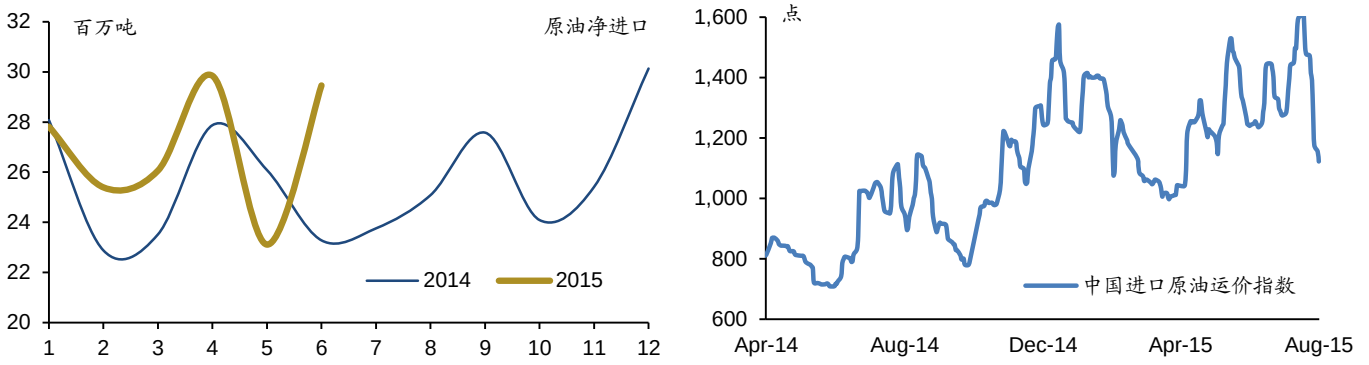
6 月份中国原油表观消费量同比上升 16.6%至 4,756 万吨，汽油表观消费量同比增长 31.4%，柴油与去年同期持平，煤油则同比下降 5.9%。中国原油净进口量约 2,945 万吨，同比上升 27%。商务部研究院重要商品研究预测中心研究员表示，目前国内炼油厂处在检修季，原油进口量大增可能是用于国家战略储备。6 月份中国商业原油库存环比下降 2.1%，汽、柴、煤油库存分别环比上升 2.5%，4.0%和 7.6%。

图表 18：中国原油月度表观消费量（左）；中国商业原油库存（右）



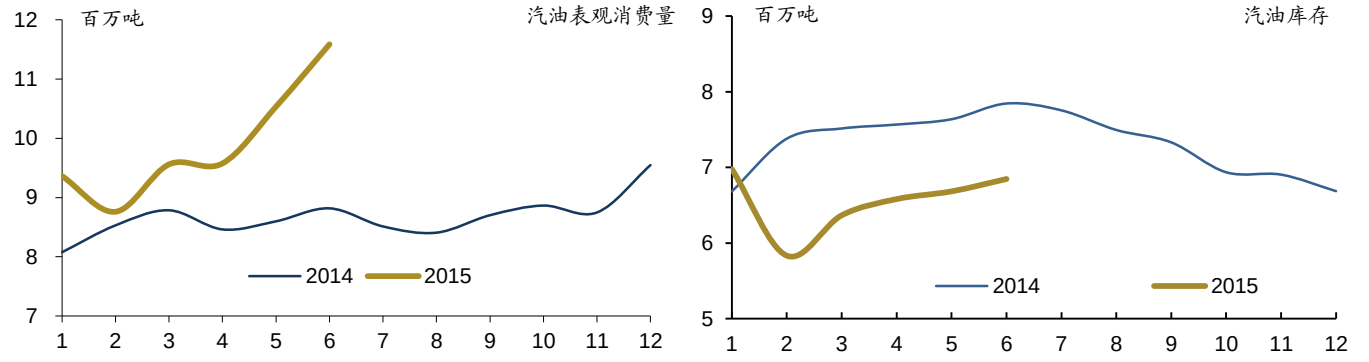
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 19：中国原油净进口量（左）；中国原油进口海运运价指数（右）



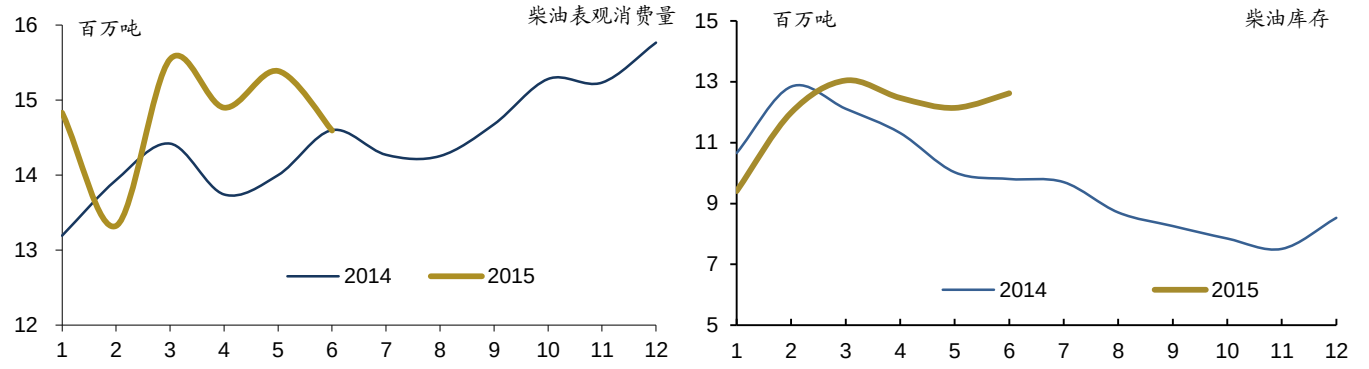
资料来源：CEIC、万得资讯、中金公司研究部

图表 20：中国汽油月度表观消费量（左）；中国汽油库存（右）



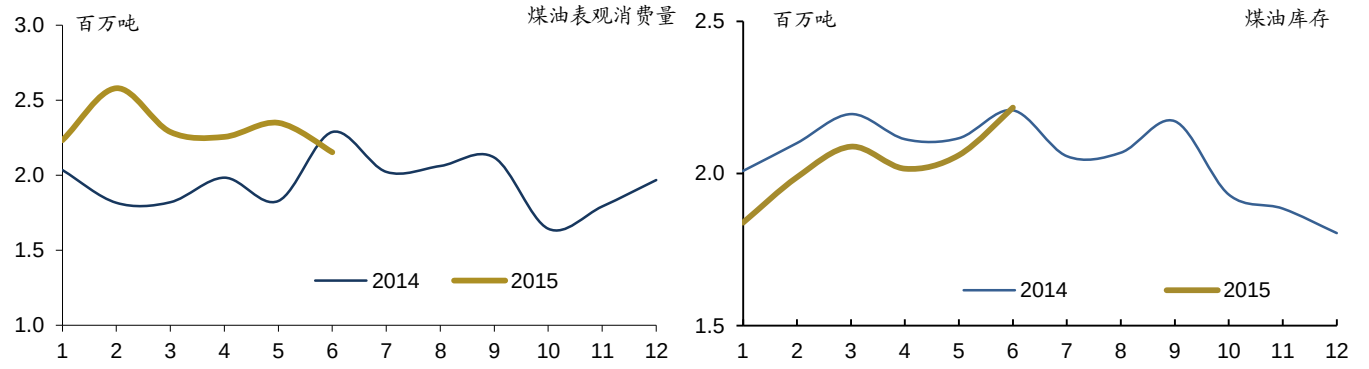
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 21：中国柴油月度表观消费量（左）；中国柴油库存（右）



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 22：中国煤油月度表观消费量（左）；中国煤油库存（右）

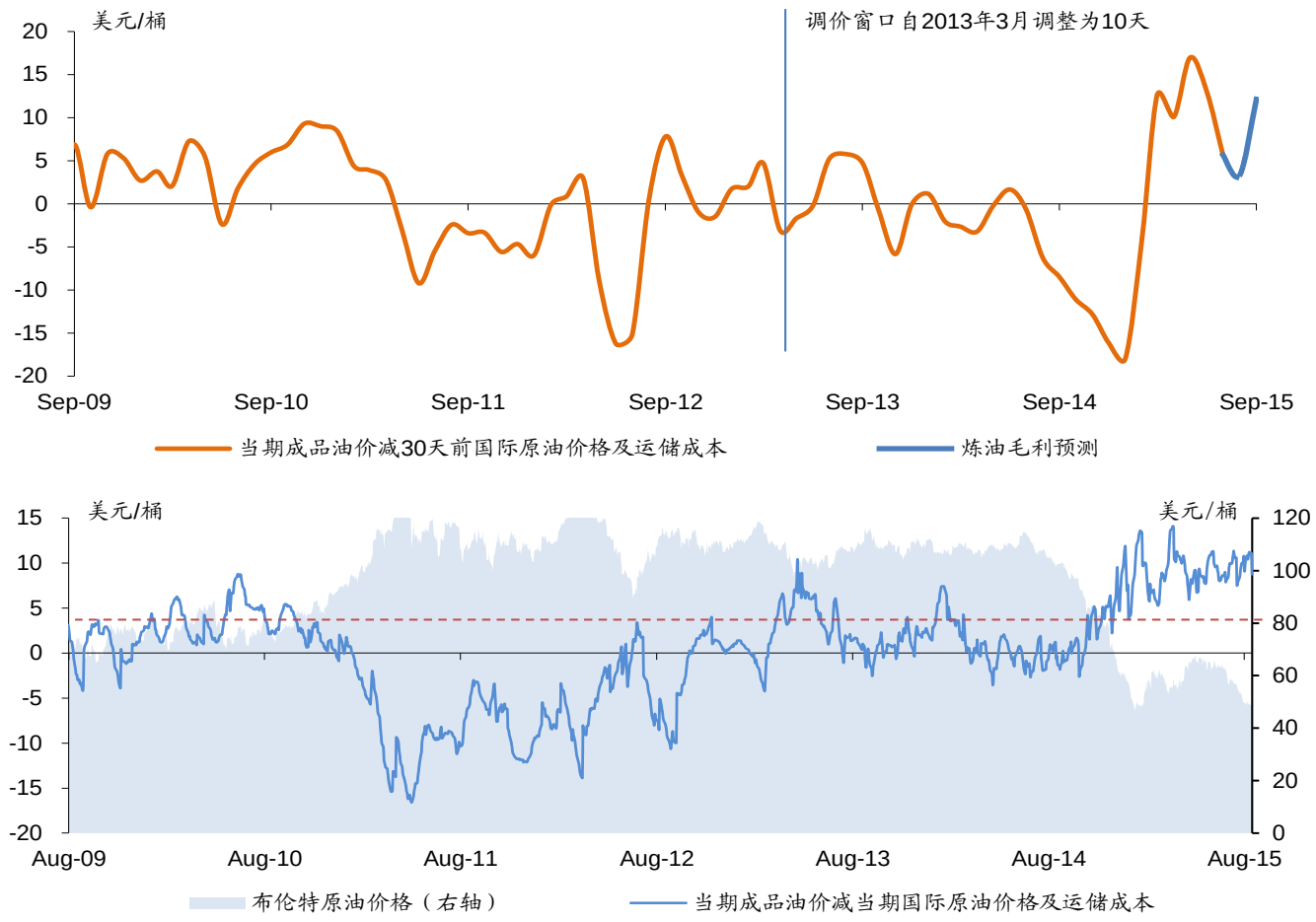


资料来源：CEIC、中金公司研究部

炼油和销售毛利

7 月中国炼油企业毛利由 6 月的 13 美元/桶下降至约 6 美元/桶，主要原因为 6 月中国原油进口平均价格有所回升，导致原油 7 月份炼油成本增加。根据我们对中国炼油企业毛利进行的模拟，8 月的炼油毛利可能继续下探，但随着国际油价的又一轮下跌，预计 9 月份的炼油成本将大幅下降，炼油毛利可能明显回升。

图表 23：中国炼油企业毛利、发改委定价毛利空间和布伦特原油价格走势



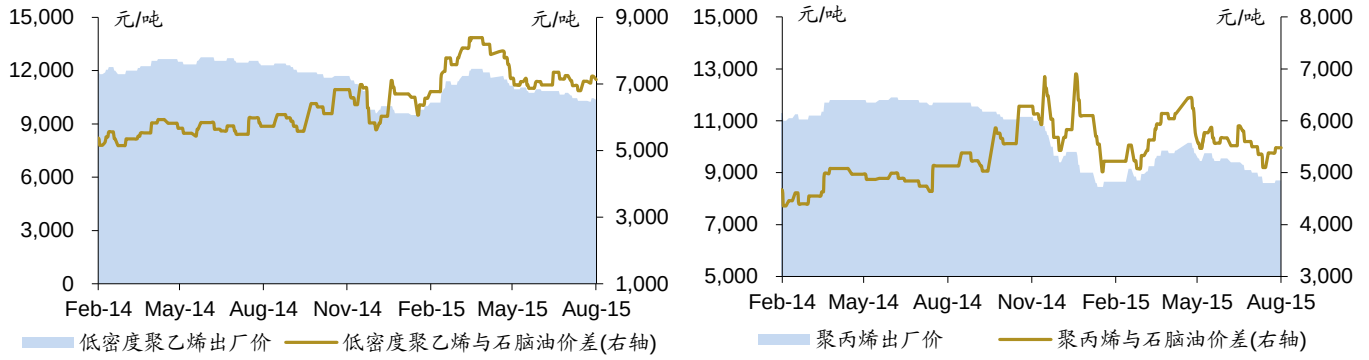
资料来源：国家发改委、彭博资讯、万得资讯、中金公司研究部

中国石化产品市场

主要产品价差

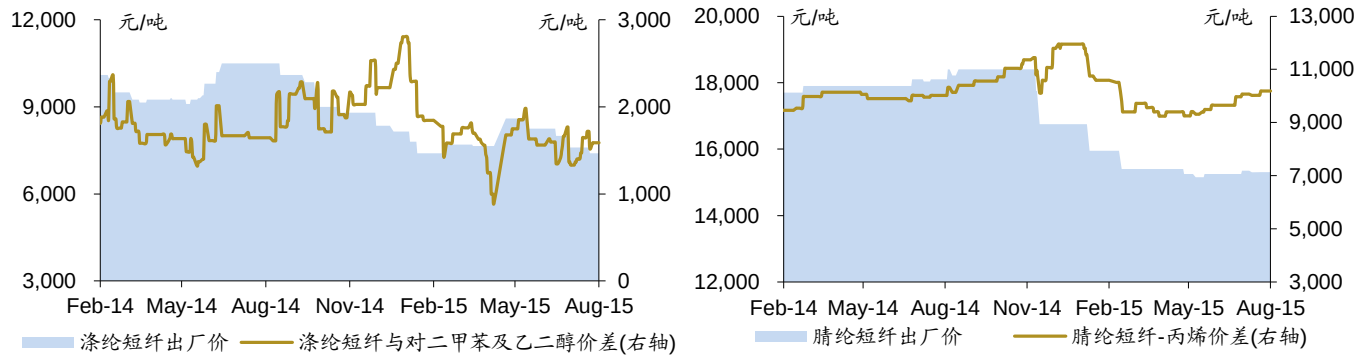
化工方面，本周低密度聚乙烯、PP粒、丁苯橡胶出厂价格上涨50~100元/吨，而丁二烯、顺丁橡胶、乙二醇、丙烯腈、纯苯等化工产品出厂价则下降100~300元/吨。伴随石脑油价格的下跌以及产品价格上涨，低密度聚乙烯、PP粒与石脑油价差显著提升，而由于价格下跌，乙二醇、纯苯与石脑油价格均有明显下滑。

图表 24：低密度聚乙烯与石脑油价差（左）；聚丙烯与石脑油价差（右）



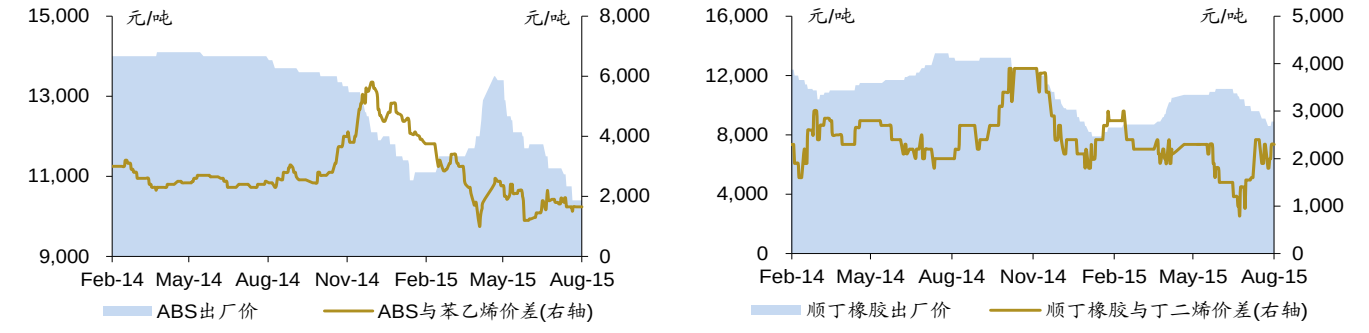
资料来源：隆重石化、中金公司研究部

图表 25：涤纶短纤与对二甲苯及乙二醇价差（左）；腈纶短纤－丙烯价差（右）



资料来源：隆重石化、中金公司研究部

图表 26：ABS 与苯乙烯价差（左）；顺丁橡胶与丁二烯价差（右）



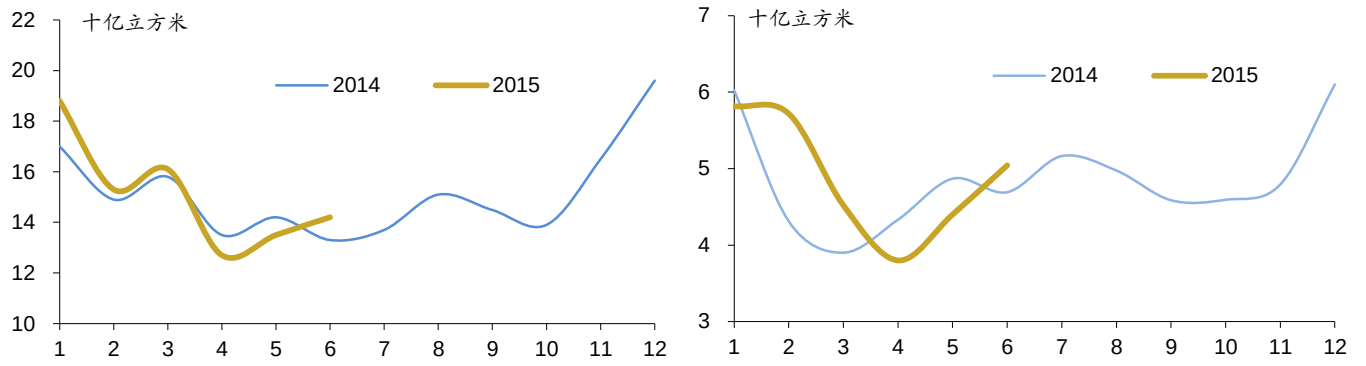
资料来源：隆重石化、中金公司研究部

中国天然气市场

表观消费及进口

6 月全国天然气消费量达 142 亿立方米，同比上升 6.8%，结束了此前连续两个月同比下降的趋势。全国上半年累计消费量增长 2.1%，远低于去年同期增幅 9.1%。上半年，全国天然气产量 656 亿立方米，同比增 3.8%。6 月份单月产量同比微升 1.8%。1~6 月进口量 293 亿立方米，同比增 3.5%。6 月单月进口量同比上升 7.5%。

图表 27：中国月度天然气表观消费量（左）；中国月度天然气进口量（右）

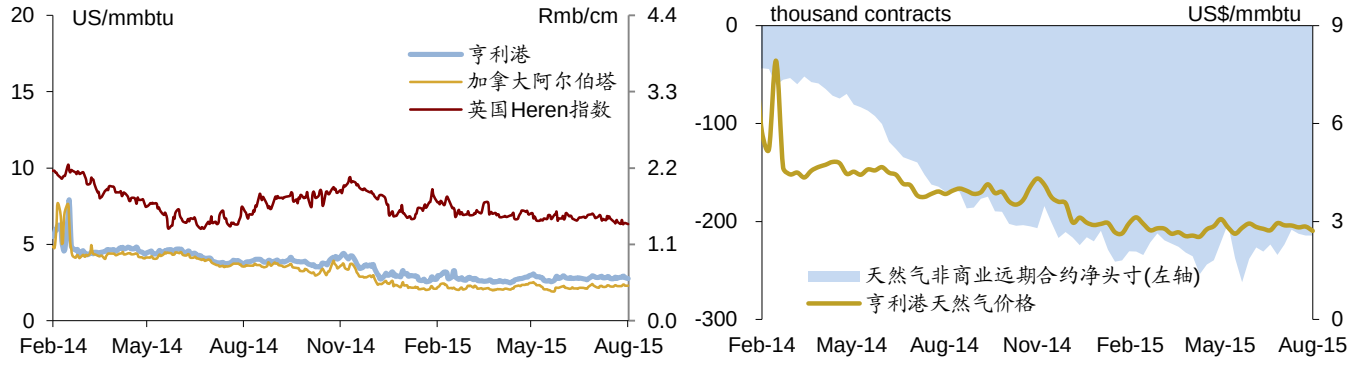


资料来源：国家发改委、CEIC、中金公司研究部

各级价格趋势

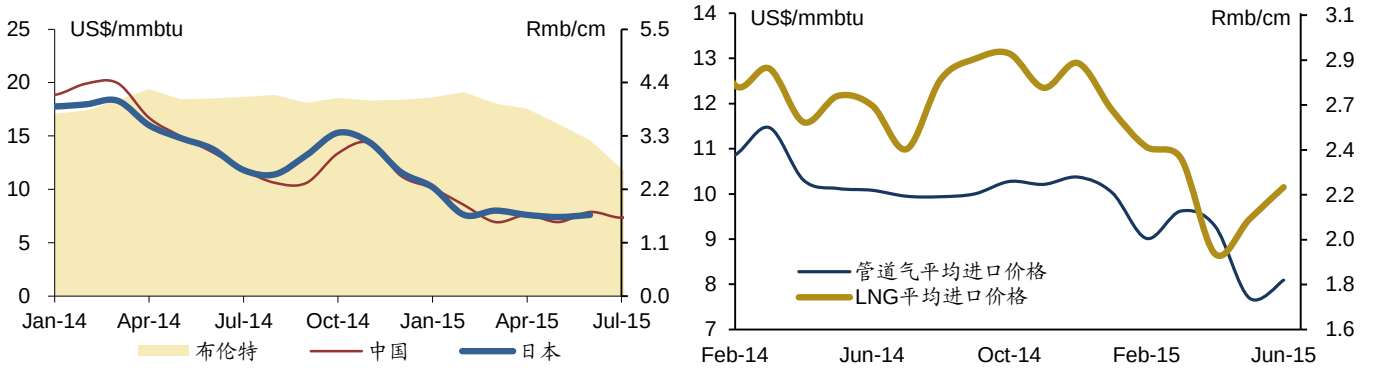
根据安迅思数据，中国 7 月份 LNG 现货进口价格（delivery ex ship）为 7.3 美元/百万英热单位以下（约合人民币 1.6 元/立方米），较 6 月 1.7 元/立方米小幅下降。安迅思预计，受累于日、韩 LNG 需求疲弱影响，7 月份中国 LNG 现货价格将小幅下跌。安迅思表示，由于原油价格持续低位，LNG 价格上涨乏力，但目前 8、9 月 LNG 现货的市场报价普遍高于 8 美元/百万英热单位，过高的报价导致如印度等 LNG 现货招标没有实际成交。

图表 28：国际天然气价格走势（左）；天然气期货非商业净头寸与价格走势（右）



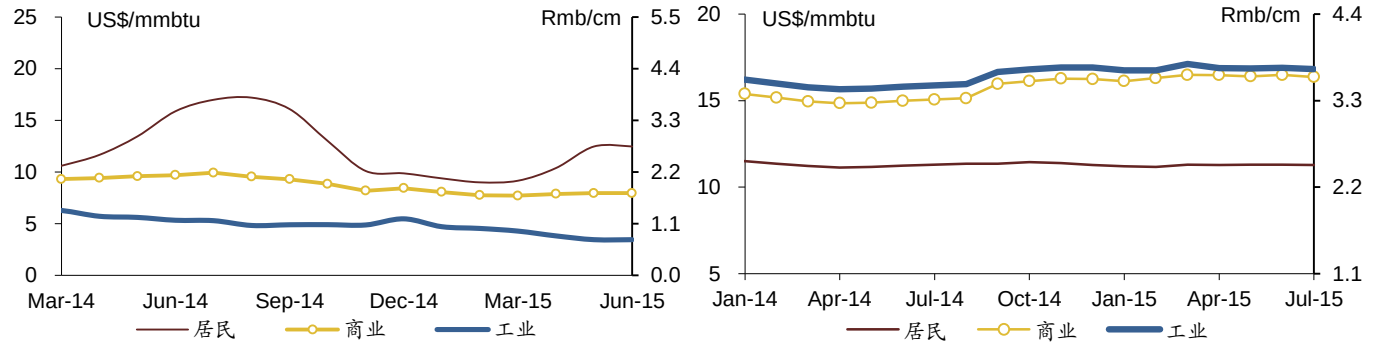
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 29：中国和日本 LNG 进口现货价格与布伦特原油价格比较（左）；不同进口渠道下的天然气价格（右）



资料来源：安迅思、日本经济产业省、CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

图表 30：美国天然气终端消费价格（左）；中国天然气终端消费价格（右）



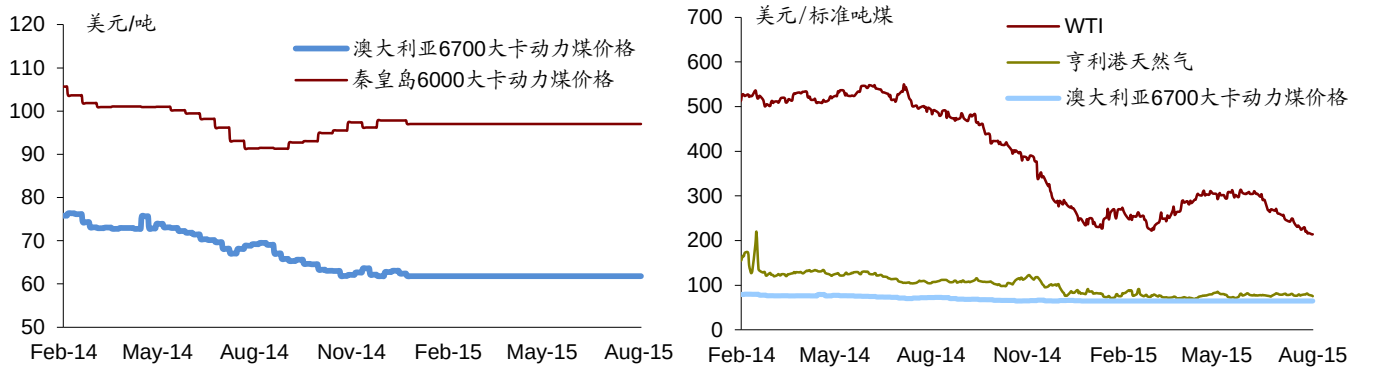
资料来源：CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

中国能源大市场

煤炭

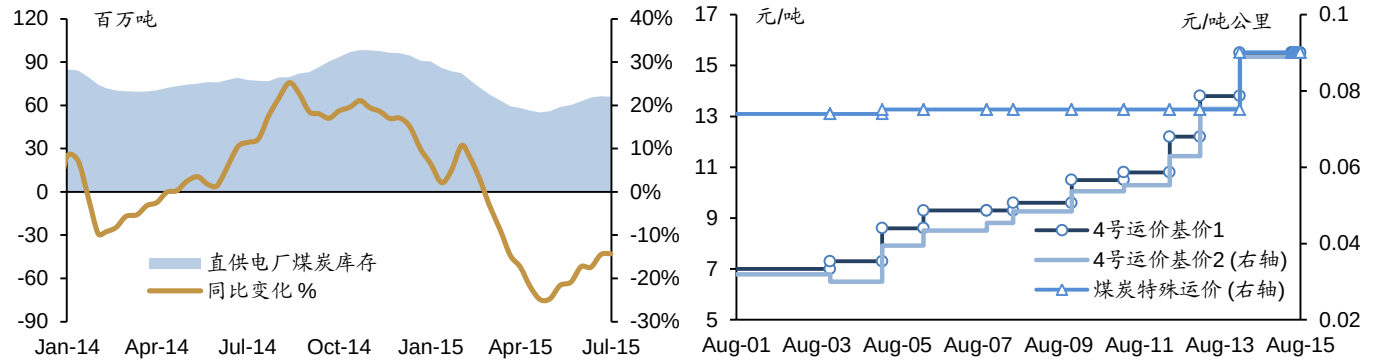
8 月以来，澳大利亚 6,700 大卡动力煤以及秦皇岛 6,000 大卡动力煤分别稳定在 61.8 美元/吨和 97.0 美元/吨。2015 年 6 月 17 日，中国铁路总公司赋予各路局 15%的货运价格下浮自主权（15%以上的价格优惠仍需要报中国铁路总公司审批）。

图表 31：国际和国内动力煤价格（左）；原油、天然气和煤炭等热值价格比较（右）



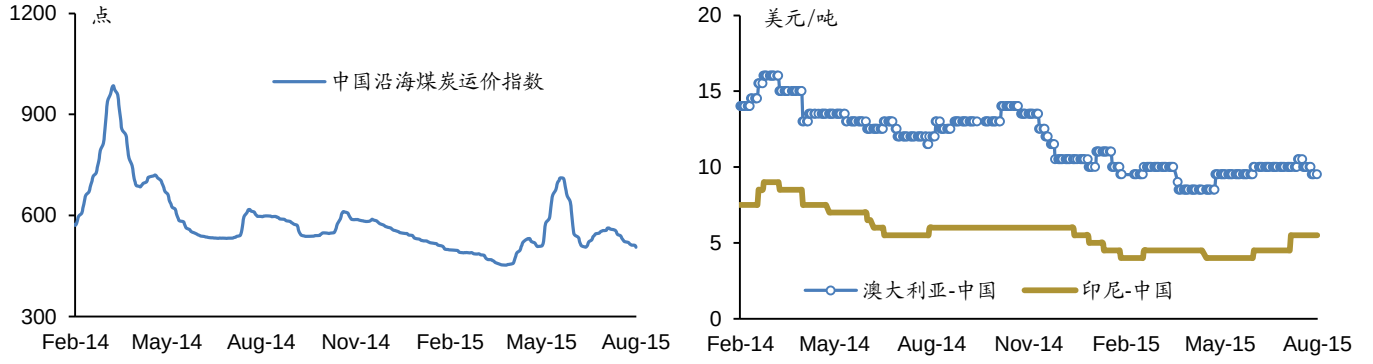
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 32：直供电厂煤炭库存及同比变化（左）；国内煤炭铁路运费（右）



资料来源：万得资讯、中金公司研究部 注：2015 年 6 月 17 日，中国铁路总公司赋予各路局可以有 15%的货运价格下浮自主权，图中所示铁路运价并未包括下调

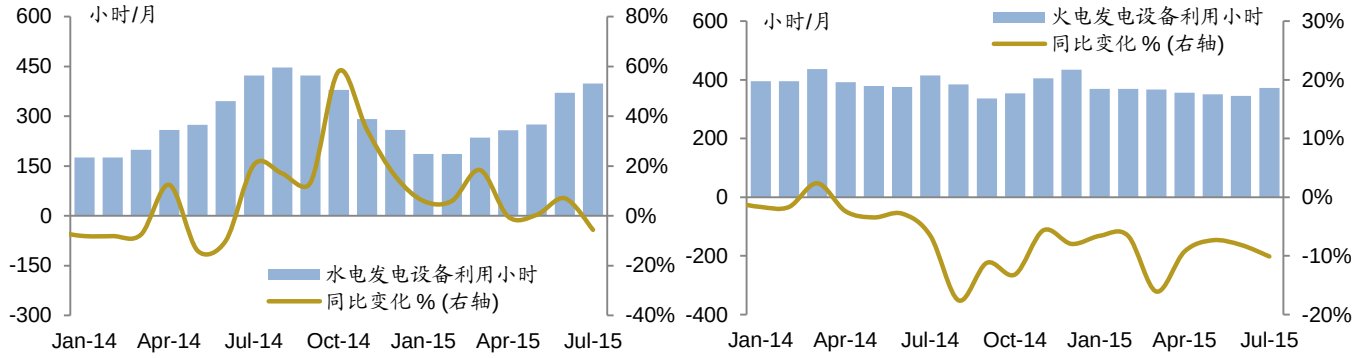
图表 33：中国沿海煤炭运价指数（左）；煤炭国际海运运费（右）



资料来源：万得资讯、中金公司研究部

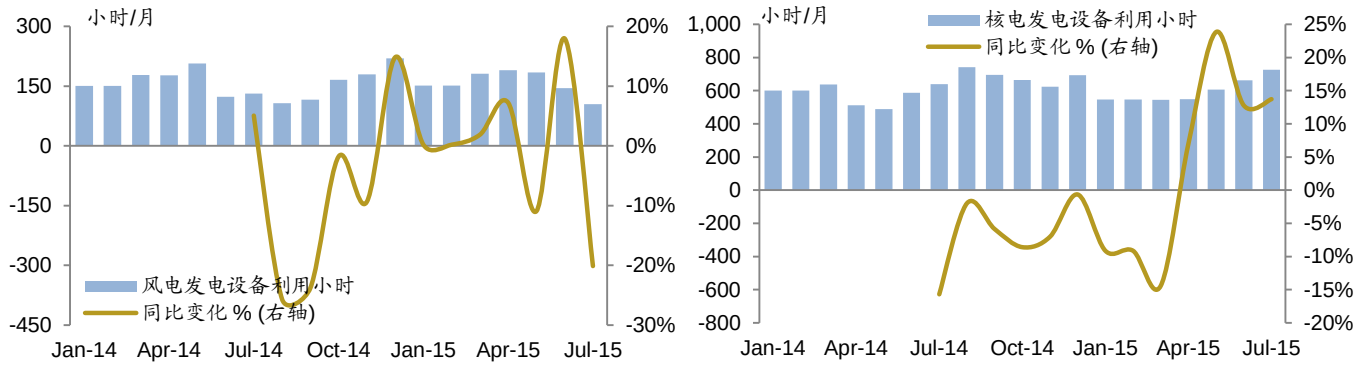
电力

图表 34：水电发电设备利用小时数及同比变化（左）；火电发电设备利用小时数及同比变化（右）



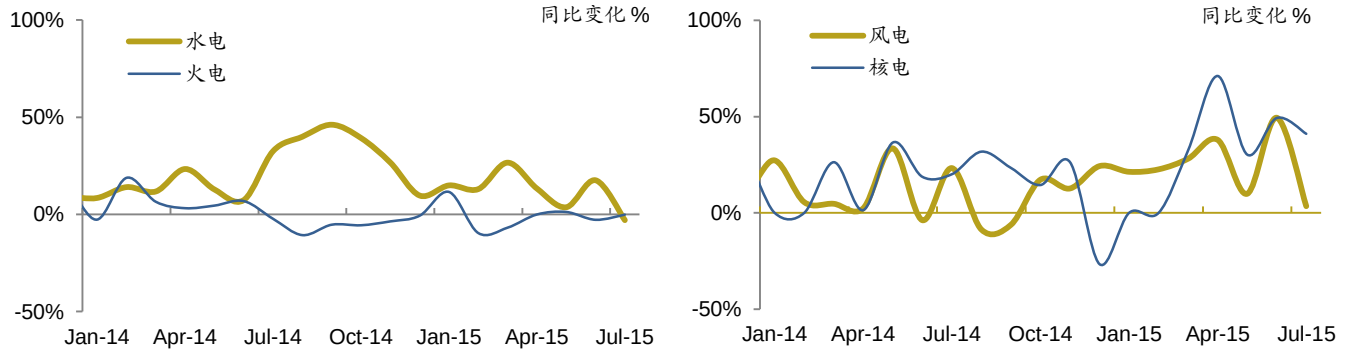
资料来源：万得资讯、中金公司研究部

图表 35：风电发电设备利用小时数及同比变化（左）；核电发电设备利用小时数及同比变化（右）



资料来源：万得资讯、中金公司研究部

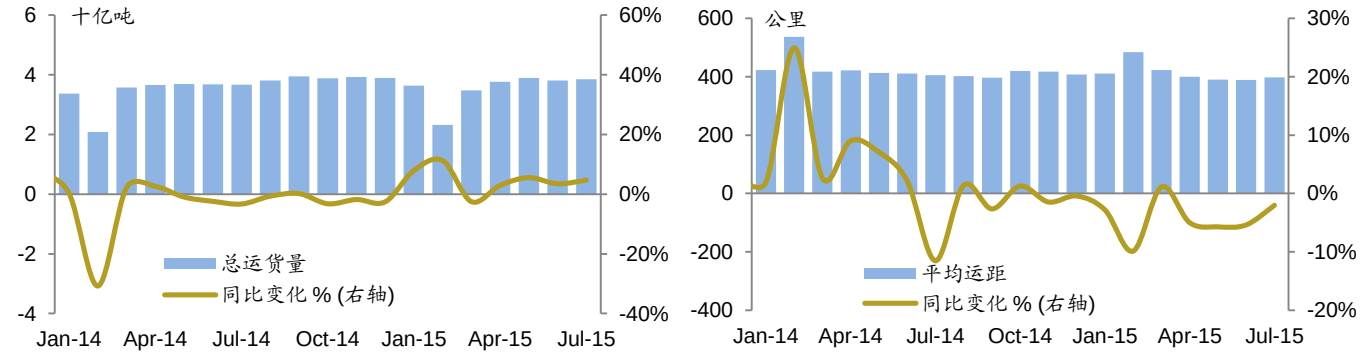
图表 36：全国水电、火电发电量同比变化（左）；全国核电、风电发电量同比变化（右）



资料来源：万得资讯、中金公司研究部

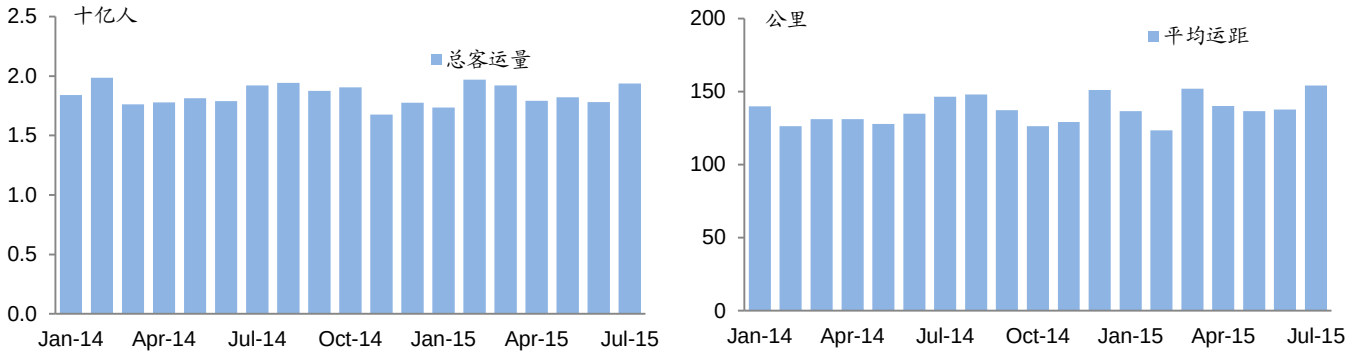
交通运输

图表 37：全国货运总量及同比变化（左）；全国货运平均运距及同比变化（右）



资料来源：万得资讯、中金公司研究部

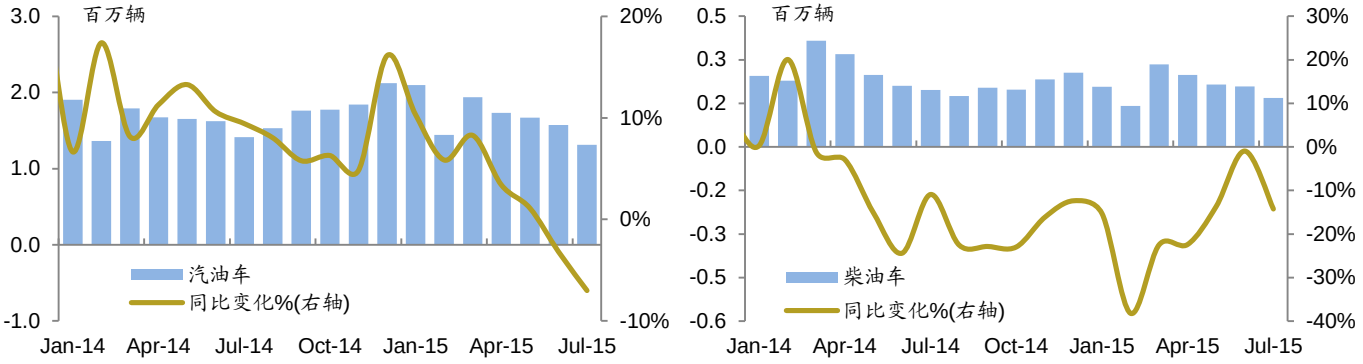
图表 38：全国客运总量（左）；全国客运平均运距（右）



资料来源：万得资讯、中金公司研究部　注：2014 年 1 月起，国家统计局对公路及水路运输量统计采用调整后的新统计口径及方法

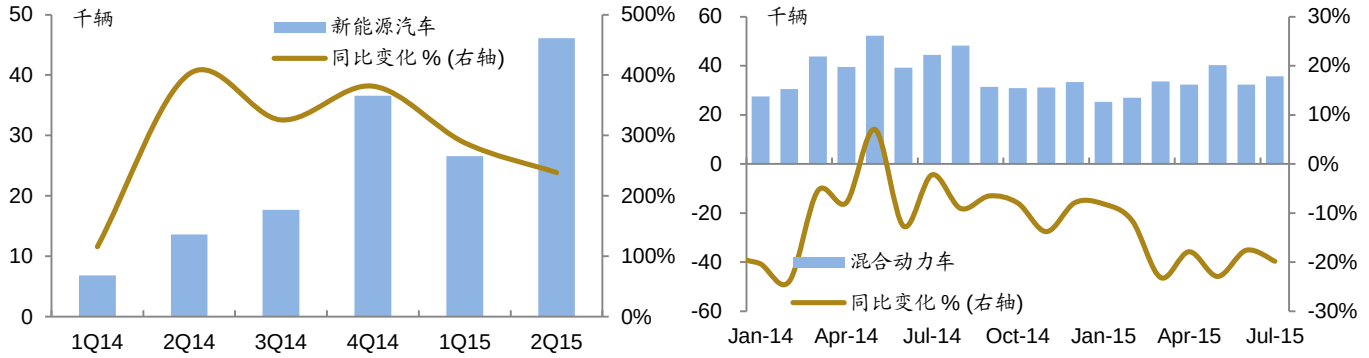
汽车

图表 39：全国汽油车销售量及同比变化（左）；全国柴油车销售量及同比变化（右）



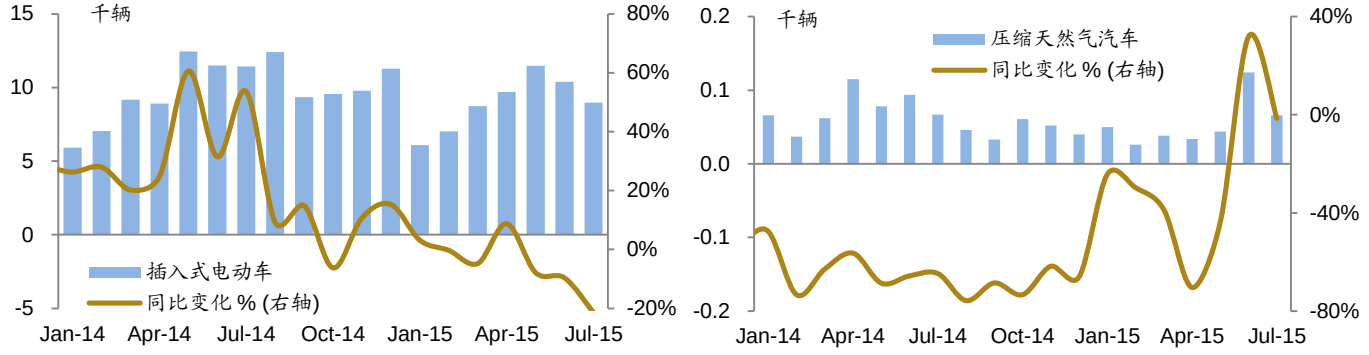
资料来源：万得资讯、中金公司研究部

图表 40：全国新能源汽车销售量及同比变化（左）；美国混合动力车销售量及同比变化（右）



资料来源：万得资讯、中金公司研究部

图表 41：美国插入式电动车销售量及同比变化（左）；美国压缩天然气汽车销售量及同比变化（右）

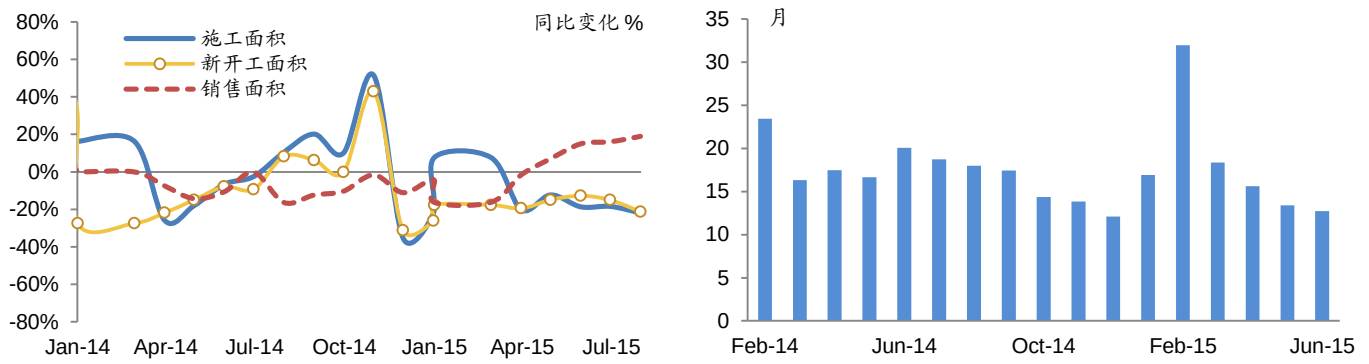


资料来源：万得资讯、中金公司研究部

房地产

房地产行业初见起色。6 月份数据显示，虽然商品房新开工面积及施工面积仍较去年同期下滑，但销售面积已出现明显回升，6 月份全国商品房销售面积同比上涨 16%。同时，去库存化效果显著，以全国 17 个城市待售面积计算，商品房市场去库存周期已由 2 月份的 31 个月下降至 13 个月。我们预计，房地产销售及投资可望逐渐回暖。

图表 42：施工面积/新开工面积/销售面积同比变动趋势（左）；房地产市场去库存化周期（右）



资料来源：万得资讯、中金公司研究部

中金产业链上市公司估值比较

图表 43：中金 A 股油气产业链股票池

板块	公司名称	彭博代码	与三大油公司关系	股价	市值	每股收益			市盈率(倍)		市净率（倍）		股息收益率		股权收益率	
				24-Aug	(US$bn)	14A	15E	16E	15E	16E	15E	16E	15E	16E	15E	16E
一体化	中国石油(*)	601857 CH		9.5	257.7	0.59	0.34	0.48	28.2	19.6	1.5	1.4	2%	2%	5%	6%
	中国石化(*)	600028 CH		5.0	91.4	0.48	0.49	0.75	10.1	6.7	1.0	0.9	3%	5%	8%	11%
油气生产	广汇能源	600256 CH	竞争对手	7.5	6.1	0.31	0.23	0.34	32.3	21.9	2.7	2.5	1%	1%	9%	11%
	辽宁成大	600739 CH	竞争对手	n.m	n.m	0.58	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
	洲际油气	600759 CH	竞争对手	8.3	2.9	0.05	0.28	0.74	29.4	11.3	3.2	2.3	1%	3%	10%	22%
	美都能源	600175 CH	竞争对手	5.9	2.2	0.11	0.45	0.33	13.2	18.0	3.7	3.3	0%	0%	6%	13%
工程服务	海油工程 (*)	600583 CH	供应商	9.9	6.8	0.97	0.72	0.61	13.8	16.2	1.9	1.8	1%	1%	23%	15%
	中国化学	601117 CH	供应商	6.7	5.2	0.64	0.71	0.77	9.4	8.7	1.5	1.5	1%	1%	15%	14%
	东华科技	002140 CH	供应商	19.1	1.3	0.59	0.85	0.98	22.4	19.5	5.4	5.4	1%	1%	17%	16%
油田服务	中海油服(*)	601808 CH	供应商	16.6	9.6	1.57	0.95	0.98	17.5	17.0	1.6	1.5	2%	2%	18%	9%
	中石化油服	600871 CH	股权关系	7.9	15.4	0.08	0.09	0.15	86.5	53.5	5.1	4.8	0%	1%	6%	8%
	恒泰艾普(*)	300157 CH	供应商	n.m	n.m	0.14	0.14	0.12	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	5%	4%
	潜能恒信	300191 CH	供应商	n.m	n.m	0.08	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
	通源石油(*)	300164 CH	供应商	17.2	n.m	0.03	-0.02	-0.04	n.m	n.m	5.6	5.6	0%	0%	-1%	-1%
	惠博普	002554 CH	供应商	9.9	0.8	0.34	0.51	0.74	19.3	13.3	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
	杰瑞股份	002353 CH	供应商	n.m	n.m	1.26	1.41	1.70	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	14%	15%
	仁智油服	002629 CH	供应商	7.6	0.5	0.01	0.34	n.m	22.4	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
	江钻股份	000852 CH	股权关系	18.6	1.3	0.18	0.25	0.30	74.4	61.4	5.8	5.4	n.m	n.m	6%	7%
	宝德股份	300023 CH	供应商	24.1	0.5	0.17	0.50	0.64	48.7	38.0	6.2	5.4	n.m	n.m	13%	14%
	神开股份	002278 CH	供应商	n.m	n.m	0.17	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
	海默科技	300084 CH	供应商	9.6	0.5	0.14	0.56	0.73	17.1	13.1	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
	石油济柴	000617 CH	股权关系	10.8	0.5	-0.40	0.05	0.14	215.8	77.1	5.1	4.8	n.m	n.m	2%	7%
	富瑞特装	300228 CH	供应商	50.5	1.1	1.61	2.14	2.83	23.5	17.8	4.7	3.9	0%	0%	18%	20%
石油化工	上海石化(*)	600688 CH	股权关系	6.5	8.5	-0.06	0.29	0.39	22.1	16.5	3.5	3.0	1%	1%	-4%	17%
	华锦股份	000059 CH	竞争对手	7.7	1.9	-1.32	0.06	0.35	127.8	21.9	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
	宝利沥青	300135 CH	竞争对手	n.m	n.m	0.07	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
	恒逸石化	000703 CH	竞争对手	8.4	1.5	-0.31	0.26	0.43	32.9	19.6	1.5	1.5	0%	0%	5%	7%
	三聚环保	300072 CH	供应商	32.0	3.3	0.61	1.13	1.79	28.4	17.9	7.6	5.2	1%	1%	32%	37%
	桐昆股份	601233 CH	竞争对手	12.5	1.9	0.12	0.65	0.98	19.3	12.7	1.6	1.4	0%	0%	9%	11%
	卫星石化	002648 CH	竞争对手	10.0	1.2	0.04	0.16	0.34	64.5	29.8	2.5	2.3	1%	2%	6%	10%
	海利得	002206 CH	竞争对手	11.7	0.8	0.32	0.49	0.66	23.8	17.6	2.4	2.1	n.m	n.m	9%	11%
	澳洋科技	002172 CH	竞争对手	7.8	0.8	-0.19	0.16	0.26	50.1	29.8	7.6	6.8	3%	3%	17%	24%
	美达股份	000782 CH	竞争对手	n.m	n.m	-0.52	0.10	0.19	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	3%	9%
	双良节能	002648 CH	竞争对手	10.0	1.2	0.04	0.16	0.34	64.5	29.8	2.5	2.3	1%	2%	6%	10%
	齐翔腾达	002408 CH	竞争对手	12.2	1.5	0.45	0.71	0.87	17.1	13.9	2.0	1.8	1%	2%	11%	13%
储运销售	泰山石油	000554 CH	股权关系	10.3	0.8	0.01	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
	龙宇燃油	603003 CH	合作伙伴	19.0	0.6	0.04	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
	国际实业	000159 CH	竞争对手	8.0	0.6	0.27	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
	广聚能源	000096 CH	竞争对手	16.7	1.4	0.08	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
天然气	陕天然气	002267 CH	竞争对手	12.8	2.2	0.49	0.62	0.85	20.7	15.1	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
储运销售	深圳燃气	601139 CH	合作伙伴	9.4	3.2	0.36	0.41	0.46	22.8	20.3	3.1	2.8	2%	2%	14%	15%
	金鸿能源	000669 CH	合作伙伴	20.7	1.6	0.78	1.15	1.54	18.0	13.4	n.m	n.m	n.m	n.m	11%	14%
	胜利股份	000407 CH	合作伙伴	7.3	0.9	0.05	0.15	0.32	48.6	22.8	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
	大通燃气	000593 CH	合作伙伴	8.5	0.4	0.06	0.11	0.19	75.5	44.2	3.0	2.5	0%	1%	4%	6%
	国新能源	600617 CH	合作伙伴	15.9	2.4	0.43	0.62	0.88	25.5	18.0	6.0	4.6	n.m	n.m	22%	24%
	光正集团	002524 CH	合作伙伴	9.2	1.0	-0.17	0.20	0.25	46.0	37.1	4.4	4.0	n.m	n.m	11%	11%
	重庆燃气	600917 CH	合作伙伴	11.1	2.7	0.25	n.m	0.30	n.m	37.0	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
	安彩高科	600207 CH	合作伙伴	7.9	0.8	-0.39	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
	申能股份	600642 CH	合作伙伴	8.0	5.7	0.45	0.54	0.56	14.7	14.3	1.5	1.4	3%	3%	11%	10%
	长百集团	600856 CH	合作伙伴	22.2	2.0	0.00	0.51	0.91	43.8	24.5	7.5	6.1	1%	1%	48%	43%
仓储物流	恒基达鑫	002492 CH	合作伙伴	11.5	0.5	0.18	0.24	0.28	48.0	41.1	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
	飞马国际	002210 CH	合作伙伴	n.m	n.m	0.25	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
	深基地B	200053 CH	合作伙伴	14.4	0.5	0.95	0.45	0.42	31.9	34.2	1.9	1.8	0%	0%	6%	5%

*资料来源：彭博资讯、中金公司研究部　注：*使用中金公司盈利预测，其他使用市场一致预期盈利预测*

图表 44：中金港股油气产业链股票池

板块	公司名称	彭博代码	与三大油公司关系	股价	市值	每股收益			市盈率(倍)		市净率(倍)		股息收益率		股权收益率	
				24-Aug	(US$bn)	14A	15E	16E	15E	16E	15E	16E	15E	16E	15E	16E
一体化	中国石油(*)	0857 HK		6.4	257.8	0.74	0.43	0.61	14.8	10.4	0.8	0.7	3%	4%	5%	6%
	中国石化(*)	0386 HK		5.1	91.4	0.58	0.60	0.91	10.4	6.9	0.8	0.7	4%	6%	8%	11%
油气生产	中海油(*)	0883 HK		8.1	46.6	1.70	0.82	1.10	9.9	7.4	0.7	0.7	3%	5%	7%	9%
	中联能源	0346 HK	竞争对手	0.2	0.4	-0.39	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
	MI 能源	1555 HK	竞争对手	0.9	0.3	0.02	-0.13	-0.03	n.m	n.m	0.7	0.8	0%	0%	-11%	-2%
	联合能源集团	0467 HK	供应商	0.8	1.4	0.14	0.08	0.16	11.1	5.3	1.0	0.8	0%	0%	10%	18%
煤层气	中国油气控股	0702 HK	竞争对手	0.2	0.4	0.00	0.00	0.01	188.0	37.6	0.9	0.8	0%	0%	1%	3%
	绿龙煤气	GDG LN	竞争对手	2.9	0.3	-0.23	0.02	0.07	n.m	n.m	64.0	60.7	n.m	n.m	1%	5%
工程服务	中石化炼化工程	2386 HK	供应商	5.9	3.4	0.96	0.94	0.99	7.6	7.2	1.0	1.0	5%	6%	15%	14%
	惠生工程	2236 HK	供应商	1.0	4.0	0.05	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
油田服务	中海油服(*)	2883 HK	供应商	8.0	9.6	1.99	1.20	1.24	6.7	6.5	0.6	0.6	4%	5%	9%	9%
	中石化油服	1033 HK	供应商	2.1	15.4	0.08	-0.01	0.14	n.m	14.6	1.2	1.2	2%	2%	3%	8%
	安东油田服务(*)	3337 HK	供应商	1.1	0.3	-0.11	-0.03	0.05	n.m	23.0	1.0	0.9	0%	0%	-2%	4%
	华油能源(*)	1251 HK	供应商	0.7	0.1	0.10	0.07	0.08	10.2	9.5	0.5	0.5	2%	3%	5%	5%
	百勤油服	2178 HK	供应商	0.8	0.1	-0.37	-0.05	-0.01	n.m	n.m	0.4	0.4	0%	0%	-2%	1%
	宏华集团(*)	0196 HK	供应商	0.5	0.2	0.04	-0.03	0.01	n.m	95.1	0.3	0.3	0%	0%	-2%	0%
	TSC海洋集团	0206 HK	供应商	1.6	0.1	0.03	0.04	0.05	39.3	32.7	4.5	n.m	n.m	n.m	11%	12%
OCTG	天大石油管材	0839 HK	供应商	1.2	0.2	0.06	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
	山东墨龙	0568 HK	供应商	2.7	0.8	0.03	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
	海隆控股(*)	1623 HK	供应商	1.5	0.3	0.30	0.15	0.14	9.8	10.5	0.6	0.6	3%	3%	7%	6%
输油气管道制造	胜利管道	1080 HK	供应商	0.2	0.1	-0.09	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
	珠江钢管(*)	1938 HK	供应商	1.2	0.2	-0.45	0.09	0.16	12.8	7.2	0.3	0.3	0%	3%	2%	4%
其他设备生产	巨涛石油服务	3303 HK	供应商	0.7	0.1	0.04	0.05	0.08	14.0	8.8	n.m	n.m	1%	3%	n.m	n.m
	中集安瑞科	3899 HK	供应商	3.8	0.9	0.53	0.42	0.48	9.0	7.9	1.1	1.0	3%	3%	13%	13%
石油化工	上海石化(*)	0338 HK	股权关系	2.5	8.5	-0.08	0.37	0.49	6.7	5.0	1.1	0.9	2%	3%	17%	19%
	泰山石化	1192 HK	竞争对手	n.m	n.m	-0.47	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
	中石化冠德	0934 HK	股权关系	3.5	1.1	0.28	0.36	0.50	9.8	7.1	0.7	0.7	2%	3%	8%	10%
	光汇石油	0933 HK	竞争对手	2.2	2.8	0.07	0.12	0.18	17.6	12.1	2.2	1.9	0%	0%	13%	17%
城市燃气	昆仑能源(*)	0135 HK	股权关系	4.7	4.9	0.69	0.43	0.44	11.1	10.9	0.7	0.7	3%	3%	6%	6%
	北京控股(*)	0392 HK	合作伙伴	42.9	7.1	3.77	4.46	5.45	9.6	7.9	0.9	0.8	3%	4%	10%	11%
	中国燃气(*)	0384 HK	合作伙伴	11.0	7.1	0.52	0.65	0.76	16.8	14.5	4.3	3.3	1%	1%	18%	18%
	新奥燃气(*)	2688 HK	合作伙伴	38.0	5.3	3.17	3.38	3.79	13.6	12.1	2.4	2.2	2%	3%	20%	20%
	华润燃气(*)	1193 HK	合作伙伴	17.8	5.1	1.38	1.45	1.64	14.8	13.1	2.2	1.9	1%	1%	15%	15%
	港华燃气(*)	1083 HK	合作伙伴	5.1	1.7	0.47	0.51	0.61	11.9	10.1	0.9	0.9	2%	2%	8%	9%
	京能清洁能源(*)	0579 HK	合作伙伴	2.1	1.9	0.22	0.36	0.40	5.9	5.4	0.8	0.8	5%	6%	15%	15%
	中油燃气	0603 HK	合作伙伴	0.5	0.4	0.06	0.05	0.08	9.7	5.7	0.7	0.6	0%	2%	8%	9%
	香港中华煤气	0003 HK	合作伙伴	14.6	21.8	0.61	0.67	0.72	21.8	20.2	2.9	2.8	2%	3%	14%	14%
	新天绿色能源	0956 HK	竞争对手	1.2	0.6	0.09	0.11	0.14	11.2	8.7	0.6	0.6	3%	4%	6%	7%
	天伦燃气	1600 HK	竞争对手	7.0	0.9	0.27	0.36	0.58	19.6	12.0	n.m	n.m	n.m	n.m	20%	21%
化肥	中化化肥(*)	297 HK	竞争对手	1.1	1.0	0.03	0.07	0.10	15.3	10.9	0.5	0.5	1%	2%	4%	5%
	中海石油化学(*)	3983 HK	股权关系	2.13	1.3	0.03	0.31	0.29	6.9	7.4	0.5	0.5	7%	6%	8%	7%
	心连心化肥	1866 HK	竞争对手	2.86	0.4	0.20	0.36	0.51	7.9	5.6	1.1	1.0	2%	4%	n.m	n.m

*资料来源：彭博资讯、中金公司研究部　注：*使用中金公司盈利预测，其他使用市场一致预期盈利预测*

图表 45：一体化可比公司估值

	彭博代码	货币	股价	市值	市盈率(倍)			市净率（倍）			EV/EBITDA (x)			股息收益率		股权收益率	
			24-Aug	(US$bn)	14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	14A	15E
国际超大公司																	
ExxonMobil	XOM US	美元	72.13	300.7	9.8	17.4	14.8	1.7	1.7	1.7	4.8	7.3	6.3	3.7%	4.0%	17.6%	10.2%
Royal Dutch Shell	RDSA LN	英镑	15.72	157.9	6.9	11.6	9.8	0.5	0.6	0.6	3.1	4.5	3.8	12.0%	12.0%	12.1%	7.4%
BP	BP/ LN	英镑	3.32	95.8	8.3	13.9	11.3	0.5	0.6	0.6	3.5	5.0	4.1	11.9%	12.1%	8.4%	5.0%
Chevron Texaco	CVX US	美元	75.76	142.6	7.9	20.4	14.2	0.9	0.9	0.9	3.5	5.5	4.5	5.6%	5.7%	12.2%	4.6%
TotalFinaElf	FP FP	欧元	37.66	105.9	8.0	10.4	9.6	1.0	1.0	1.0	3.8	5.1	4.4	7.0%	6.4%	12.3%	10.0%
平均值					*8.2*	*14.8*	*11.9*	*0.9*	*1.0*	*0.9*	*3.7*	*5.5*	*4.6*	*8.0%*	*8.0%*	*12.5%*	*7.4%*
国际大公司																	
ENI	ENI IM	欧元	13.34	56.5	12.4	23.2	14.3	0.8	0.8	0.8	3.2	4.1	3.3	8.3%	6.2%	6.6%	3.4%
ConocoPhillips	COP US	美元	45.39	56.0	8.6	n.m.	23.8	1.0	1.2	1.2	3.7	7.4	5.3	6.3%	6.4%	12.6%	1.0%
Occidental	OXY US	美元	69.26	52.9	11.9	96.2	33.4	1.3	1.6	1.7	4.5	10.2	8.0	4.2%	4.3%	10.7%	1.9%
Repsol YPF	REP SM	欧元	12.42	20.3	9.7	10.4	10.9	0.6	0.6	0.6	8.2	7.4	6.1	15.2%	8.0%	6.5%	5.9%
Marathon	MRO US	美元	15.73	10.7	7.7	n.m.	n.m.	0.5	0.5	0.5	2.8	6.9	5.2	5.0%	5.3%	11.5%	-4.0%
Hess Corp	HES US	美元	54.99	15.8	13.2	n.m.	n.m.	0.7	0.7	0.8	3.2	7.2	5.7	1.8%	1.8%	7.5%	-4.4%
Lukoil	LUKOY US	美元	34.74	29.5	3.7	5.4	4.6	0.3	0.3	0.3	1.5	1.9	1.8	8.9%	8.0%	9.5%	6.0%
平均值					*9.6*	*33.8*	*17.4*	*0.7*	*0.8*	*0.8*	*3.9*	*6.4*	*5.1*	*7.1%*	*5.7%*	*9.3%*	*1.4%*
新兴市场公司																	
ONGC	ONGC IN	卢比	227.70	29.2	7.4	8.2	7.6	1.2	1.0	1.0	4.1	4.3	3.9	4.5%	4.3%	16.4%	13.3%
PTT	PTT TB	泰铢	240.00	19.2	8.4	7.9	7.1	0.9	0.9	0.8	6.0	5.8	5.5	4.5%	5.0%	11.4%	11.5%
Gazprom	GAZP RM	卢布	135.09	44.8	3.9	2.5	2.5	0.2	0.3	0.2	2.4	2.3	2.2	4.0%	5.7%	2.1%	9.7%
Petrobras	PETR4 BZ	里尔	7.60	29.7	5.0	6.3	5.6	0.3	0.3	0.3	6.3	5.5	5.0	11.8%	12.3%	5.8%	5.0%
中海油 (*)	883 HK	港币	8.10	46.6	4.8	9.9	7.4	0.8	0.7	0.7	2.0	2.6	2.2	7.1%	3.4%	15.9%	7.4%
中国石油H股 (*)	857 HK	港币	6.35	257.6	8.6	14.8	10.4	0.8	0.8	0.7	5.2	6.5	5.6	5.2%	3.0%	8.1%	4.6%
中国石化H股 (*)	386 HK	港币	5.14	110.6	10.6	10.4	6.9	0.8	0.8	0.7	4.5	4.2	3.5	4.9%	3.8%	7.2%	6.2%
平均值					*6.9*	*8.6*	*6.8*	*0.7*	*0.7*	*0.7*	*4.3*	*4.5*	*4.0*	*6.0%*	*5.4%*	*9.6%*	*8.2%*
中国A股市场																	
中国石油A股 (*)	601857 CH	人民币	9.51	257.7	16.2	28.2	19.6	1.5	1.5	1.4	6.5	8.2	7.1	2.8%	1.6%	8.1%	4.6%
中国石化A股 (*)	600028 CH	人民币	4.99	91.4	*13.0*	*12.7*	*8.4*	1.0	1.0	0.9	5.6	5.3	4.4	4.0%	3.1%	7.2%	6.2%
环球市场汇总																	
最高值(不包括A股市场)				300.7	13.2	96.2	33.4	1.7	1.7	1.7	8.2	10.2	8.0	15.2%	12.3%	17.6%	13.3%
最高值				300.7	16.2	96.2	33.4	1.7	1.7	1.7	8.2	10.2	8.0	15.2%	12.3%	17.6%	13.3%
最低值				10.7	3.7	2.5	2.5	0.2	0.3	0.2	1.5	1.9	1.8	1.8%	1.6%	2.1%	-4.4%
平均值					8.9	17.2	11.7	0.8	0.8	0.8	4.2	5.6	4.7	6.6%	5.8%	10.0%	5.5%
平均值(不包括A股市场)					8.2	16.8	11.4	0.8	0.8	0.8	4.0	5.5	4.5	6.9%	6.2%	10.2%	5.5%

*资料来源：彭博资讯、中金公司研究部　注：*使用中金公司盈利预测，其他使用市场一致预期盈利预测*

图表 46：上游勘探开发可比公司估值

	彭博代码	货币	股价	市值	市盈率(倍)			市净率（倍）			EV/EBITDA (x)			股息收益率		股权收益率	
			24-Aug	(US$bn)	14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	14A	15E
大中市值公司																	
Anadarko Petroleum	APC US	美元	60.3	30.6	13.2	n.m.	n.m.	1.4	1.7	1.7	4.2	9.6	7.5	1.6%	0.9%	-8.4%	-8.0%
Apache Corp	APA US	美元	43.2	16.3	7.7	n.m.	61.8	0.5	0.9	0.9	2.6	5.5	4.9	2.3%	1.0%	-18.2%	-0.1
Devon Energy	DVN US	美元	38.2	15.7	7.4	17.1	31.2	0.7	1.0	0.9	4.3	6.0	6.5	2.5%	1.3%	7.6%	4.6%
EOG Resources	EOG US	美元	69.9	38.4	13.4	n.m.	70.1	2.1	2.2	2.1	4.8	10.2	8.0	0.8%	0.5%	17.6%	-0.4%
Encana Corp	ECA CN	加元	8.2	5.2	5.3	n.m.	40.1	0.7	0.8	0.8	2.9	6.0	4.4	3.4%	1.1%	15.2%	-2.0%
Canadian Nat. Resources	CNQ CN	加元	26.8	22.1	7.8	82.0	25.1	1.0	1.0	1.0	4.4	7.5	5.8	3.3%	1.9%	13.4%	1.6%
BG Group PLC	BG/ LN	英镑	9.2	49.8	13.5	19.5	11.8	0.9	1.0	1.0	6.2	9.3	6.4	3.3%	2.3%	-3.4%	6.9%
Statoil ASA	STL NO	挪威克朗	115.1	45.0	8.7	14.5	11.4	1.0	1.0	1.0	2.1	2.4	2.2	6.6%	4.2%	5.9%	2.1%
平均值					*9.6*	*33.3*	*35.9*	*1.0*	*1.2*	*1.2*	*3.9*	*7.1*	*5.7*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*
小市值公司																	
Chesapeake Energy Corp	CHK US	美元	6.1	4.1	3.9	n.m.	n.m.	0.3	0.6	0.6	3.4	7.2	7.5	5.6%	1.3%	8.1%	-1.8%
Noble Energy	NBL US	美元	29.2	12.5	12.5	n.m.	81.8	1.1	1.0	1.1	4.9	7.2	5.7	2.3%	0.9%	12.4%	0.7%
Southwestern Energy	SWN US	美元	15.1	5.8	6.7	40.6	24.7	1.2	1.0	1.0	5.2	8.1	6.1	0.0%	0.0%	17.4%	0.5%
Murphy Oil	MUR US	美元	27.4	4.7	8.2	n.m.	n.m.	0.6	0.6	0.6	2.0	4.9	3.9	4.8%	2.1%	7.4%	-4.7%
Newfield Exploration	NFX US	美元	28.7	4.7	15.5	31.1	26.6	1.1	1.2	1.2	4.9	5.7	5.0	0.0%	0.0%	26.3%	3.9%
Pioneer Nat. Resources	PXD US	美元	111.4	16.6	22.8	n.m.	n.m.	2.0	1.9	1.8	7.6	11.4	9.1	0.1%	0.0%	12.1%	-0.5%
Ultra Petroleum Corp	UPL US	美元	6.6	1.0	2.7	12.4	14.0	n.m.	6.5	4.0	5.5	7.0	6.5	0.0%	0.0%	n.m.	34.1%
Questar Corp	STR US	美元	18.9	3.3	14.5	14.7	14.1	2.4	n.m.	n.m.	7.6	7.9	7.8	4.0%	2.8%	18.5%	17.6%
平均值					*10.9*	*24.7*	*32.3*	*1.2*	*1.8*	*1.5*	*5.2*	*7.4*	*6.5*	*0.0*	*0.0*	*0.1*	*0.1*
亚洲公司																	
CNOOCLtd (*)	883 HK	港币	8.1	46.6	4.8	9.9	7.4	0.5	0.3	0.3	2.0	2.6	2.2	7.1%	3.6%	15.9%	7.4%
PetroChina (*)	857 HK	港币	6.4	257.7	8.6	14.8	10.4	0.6	0.5	0.5	6.5	8.2	7.1	3.0%	1.6%	0.0%	4.6%
ONGC	ONGC IN	卢比	227.7	29.2	7.4	8.2	7.6	9.8	11.4	11.0	4.1	4.3	3.9	4.5%	2.2%	16.4%	13.3%
PTTEP	PTTEP TB	泰铢	69.5	7.7	5.9	11.3	9.0	4.3	2.4	2.8	1.7	2.2	2.1	6.5%	2.7%	11.5%	5.8%
平均值					*5.3*	*8.9*	*6.9*	*3.1*	*3.0*	*3.0*	*4.0*	*4.5*	*3.9*	*5.2%*	*2.7%*	*10.3%*	*6.2%*
环球市场汇总																	
最高值					22.8	82.0	81.8	9.8	11.4	11.0	7.6	11.4	9.1	7.1%	4.2%	26.3%	34.1%
最低值					0.0	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3	1.7	2.2	2.1	0.0%	0.0%	-18.2%	-13.3%
平均值					9.1	21.2	26.3	1.6	1.9	1.7	4.4	6.6	5.6	3.2%	1.6%	9.2%	3.4%

*资料来源：彭博资讯、中金公司研究部　注：*使用中金公司盈利预测，其他使用市场一致预期盈利预测*

图表 47：石化可比公司估值表

公司名称	彭博代码	货币	股价	市值	市盈率(倍)			市净率(倍)			EV/EBITDA (x)			股息收益率		股权收益率	
			24-Aug	(US$bn)	14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	14A	15E
A股公司																	
上海石化A股 (*)	600688 CH	人民币	6.45	8.5	n.m.	22.1	16.5	4.2	3.5	3.0	45.7	9.6	8.0	0.0%	0.7%	-4.0%	17.4%
H股公司																	
上海石化H股 (*)	338 HK	港币	2.45	8.5	n.m.	6.7	5.0	1.3	1.1	0.9	36.3	7.6	6.3	0.0%	2.2%	-4.0%	17.4%
台湾公司																	
Formosa Plastics	1301 TT	台币	62.00	12.0	18.7	14.7	14.1	1.5	1.3	1.3	25.9	14.9	14.5	3.2%	3.9%	8.1%	9.0%
Nan Ya Plastics	1303 TT	台币	53.10	12.8	13.1	11.9	11.9	1.4	1.3	1.2	14.6	10.3	10.6	4.7%	5.1%	11.2%	9.7%
Formosa Chem & Fiber	1326 TT	台币	62.10	11.1	21.4	16.9	15.6	1.3	1.3	1.2	14.2	12.3	11.9	3.0%	3.5%	6.1%	6.6%
Far Eastern Textile	1402 TT	台币	25.65	4.2	13.4	13.9	12.9	0.7	0.5	0.5	10.2	10.4	9.8	4.6%	5.1%	5.0%	3.3%
OUCC	1710 TT	台币	20.50	0.6	64.1	23.2	15.8	1.1	1.1	1.1	32.0	20.1	13.8	1.5%	4.2%	1.9%	4.0%
TSRC	2103 TT	台币	18.00	0.5	12.2	11.0	8.2	0.9	0.9	0.9	6.9	7.2	5.8	6.3%	6.7%	8.6%	8.9%
台湾平均值					*16.6*	*14.4*	*13.6*	*1.2*	*1.1*	*1.1*	*16.2*	*12.0*	*11.7*	*3.9%*	*4.4%*	*7.6%*	*7.2%*
韩国公司																	
Hanwha Chemical	009830 KS	韩币	16,400	2.2	33.5	19.3	10.3	0.6	0.6	0.6	12.1	9.8	8.9	1.2%	1.1%	1.8%	3.0%
Honam Petrochemical	011170 KS	韩币	223,000	6.4	29.7	7.5	7.5	1.2	1.0	0.9	9.1	4.1	4.3	0.5%	0.6%	4.1%	14.5%
Korea Kumho	011780 KS	韩币	51,200	1.3	17.6	10.3	7.1	1.1	0.9	0.9	9.8	8.5	6.8	3.0%	3.0%	5.9%	9.4%
LG Chemical	051910 KS	韩币	216,500	12.0	15.5	11.5	9.6	1.3	1.2	1.1	6.2	5.2	4.7	1.9%	1.9%	8.2%	10.4%
S-Oil	010950 KS	韩币	54,200	5.1	n.m.	6.8	7.5	1.2	1.1	1.0	38.3	5.5	6.0	1.4%	3.9%	-2.6%	17.4%
SK Innovation	096770 KS	韩币	91,000	7.0	n.m.	6.3	7.0	0.6	0.5	0.5	19.0	5.6	6.2	2.8%	3.1%	-1.2%	8.7%
韩国平均值					*24.1*	*12.2*	*8.7*	*1.0*	*0.9*	*0.9*	*9.3*	*6.9*	*6.2*	*1.6%*	*1.6%*	*5.0%*	*9.3%*
印度公司																	
Reliance Industries	RIL IN	卢比	829.6	40.3	11.6	11.1	10.3	1.3	1.2	1.1	10.5	9.8	8.6	1.2%	1.2%	11.8%	11.2%
Bharat Petroleum	BPCL IN	卢比	818.6	8.9	27.2	18.8	10.8	3.2	2.8	2.2	11.1	10.2	7.2	1.3%	1.9%	12.5%	15.2%
Hindustan Petroleum	HPCL IN	卢比	772.1	3.9	28.1	19.8	9.7	1.9	1.8	1.6	11.1	10.0	7.5	1.0%	2.2%	6.6%	8.8%
Reliance Industries	RIL IN	卢比	829.6	40.3	11.6	11.1	10.3	1.3	1.2	1.1	10.5	9.8	8.6	1.2%	1.2%	11.8%	11.2%
GAIL India	GAIL IN	卢比	273.4	5.2	7.6	9.3	11.0	1.1	1.0	1.0	6.7	7.6	8.4	3.7%	3.3%	15.2%	11.0%
印度平均值					*17.2*	*14.0*	*10.4*	*1.8*	*1.6*	*1.4*	*10.0*	*9.5*	*8.1*	*1.7%*	*1.9%*	*11.6%*	*11.5%*
中东公司																	
Industries Qatar	IQCD QD	里亚尔	120.2	20.0	11.3	13.7	12.5	2.2	2.1	2.1	43.8	56.6	53.5	7.4%	5.8%	19.5%	15.5%
SABIC	SABIC AB	迪拉姆	71.8	57.4	8.6	10.8	10.1	1.3	1.3	1.3	4.9	5.8	5.5	7.6%	7.2%	15.7%	11.8%
中东平均值					*9.9*	*12.3*	*11.3*	*1.7*	*1.7*	*1.7*	*24.3*	*31.2*	*29.5*	*7.5%*	*6.5%*	*17.6%*	*13.6%*
泰国公司																	
Indorama Ventures	IVL TB	泰铢	19.3	2.6	28.1	17.1	14.0	1.5	1.3	1.2	10.5	9.0	8.0	1.4%	2.1%	5.2%	8.4%
IRPC PCL	IRPC TB	泰铢	3.2	1.8	n.m.	9.4	8.5	0.9	0.9	0.8	77.8	8.4	7.6	1.7%	4.6%	-4.3%	11.3%
Thai Oil	TOP TB	泰铢	44.8	2.6	n.m.	7.5	8.1	1.0	1.0	0.9	20.4	5.5	5.6	2.3%	5.7%	-0.9%	14.1%
PTT Global Chemical	PTTGC TB	泰铢	49.3	6.2	9.8	8.1	7.0	0.9	0.9	0.8	6.2	5.5	5.0	5.2%	5.7%	9.2%	11.4%
Siam Cement	SCC TB	泰铢	476.0	16.0	17.2	13.4	12.6	3.1	2.8	2.5	13.2	10.8	10.2	2.8%	3.2%	18.9%	21.8%
泰国平均值					*18.3*	*11.1*	*10.0*	*1.5*	*1.4*	*1.2*	*25.6*	*7.8*	*7.3*	*2.7%*	*4.3%*	*5.6%*	*13.4%*
日本公司																	
Hitachi Chemical	4217 JP	日元	1,812	3.2	16.2	17.3	10.1	1.2	1.1	1.0	6.1	5.1	4.0	2.0%	2.0%	7.4%	6.5%
Mitsui Chemicals	4183 JP	日元	385	3.3	n.m.	22.1	12.1	1.1	1.0	0.9	12.8	10.4	8.0	0.8%	1.3%	-4.3%	5.0%
Shin-Etsu Chemical	4063 JP	日元	6,715	24.5	23.9	21.9	19.6	1.7	1.5	1.4	8.4	7.9	7.1	1.5%	1.5%	7.3%	7.1%
Sumitomo Chemical	4005 JP	日元	556	7.8	27.3	18.2	10.5	1.6	1.3	1.1	9.4	8.6	7.5	1.6%	1.7%	6.3%	7.7%
Mitsubishi Chemical	4188 JP	日元	672.4	8.6	31.5	19.9	13.6	1.2	1.0	0.9	11.6	9.1	6.6	1.8%	1.8%	3.8%	5.3%
日本平均值					*22.5*	*19.9*	*13.1*	*1.4*	*1.2*	*1.1*	*9.2*	*8.0*	*6.7*	*1.5%*	*1.6%*	*4.2%*	*6.6%*
S&P 500 成员公司																	
Dow Chemical	DOW US	美元	42.62	49.4	14.4	13.2	11.6	2.0	2.2	2.0	7.5	7.4	7.0	3.5%	3.9%	14.7%	17.6%
Eastman Chemical	EMN US	美元	71.98	10.7	10.4	9.8	9.2	2.5	2.5	2.1	5.2	4.6	4.4	2.0%	2.1%	25.4%	27.7%
S&P 500 平均值					*12.4*	*11.5*	*10.4*	*2.2*	*2.3*	*2.1*	*6.3*	*6.0*	*5.7*	*2.7%*	*3.0%*	*20.0%*	*22.6%*
欧洲公司																	
BASF	BAS GR	欧元	65.51	70.0	12.1	12.4	10.9	2.1	2.1	1.9	7.3	7.0	6.4	4.3%	4.4%	17.7%	17.0%
DSM	DSM NA	欧元	43.71	9.2	17.4	17.1	14.7	1.3	1.3	1.3	9.1	9.5	9.1	3.9%	3.9%	7.1%	6.7%
欧洲平均值					*14.7*	*14.8*	*12.8*	*1.7*	*1.7*	*1.6*	*8.2*	*8.2*	*7.8*	*4.1%*	*4.2%*	*12.4%*	*11.8%*
环球市场汇总																	
最高值					33.5	22.1	19.6	4.2	3.5	3.0	45.7	14.9	14.5	4.7%	5.1%	25.4%	27.7%
最低值					10.4	6.7	5.0	0.6	0.5	0.5	5.2	4.1	4.0	0.0%	0.6%	-4.3%	3.0%
平均值					18.5	14.6	11.6	1.5	1.4	1.3	13.7	8.6	7.8	2.3%	2.6%	7.1%	10.9%

*资料来源：彭博资讯、中金公司研究部　注：*使用中金公司盈利预测，其他使用市场一致预期盈利预测*

图表 48：近海钻井和油田服务可比公司估值表

	彭博代码	货币	股价	市值	市盈率（倍）			市净率（倍）			EV/EBITDA (x)			股息收益率		股权收益率	
			24-Aug	(US$bn)	14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	14A	15E
钻井公司																	
Diamond	DO US	美元	21.57	3.0	6.7	10.2	55.0	0.7	0.7	0.7	5.0	5.9	8.1	16.2%	2.3%	9.1%	6.5%
Ensco Intl.	ESV US	美元	15.57	3.7	2.6	3.8	6.5	0.3	0.4	0.4	3.5	4.3	5.4	19.3%	3.9%	11.1%	10.9%
Noble Corp.	NE US	美元	11.65	2.8	3.9	4.9	9.7	0.4	0.4	0.4	4.0	4.9	6.1	12.9%	12.9%	9.4%	8.6%
Transocean Inc.	RIG US	美元	12.78	4.6	2.7	4.0	65.9	0.3	0.3	0.3	3.0	3.7	7.3	22.6%	9.3%	6.2%	3.6%
Atwood Oceanics Inc.	ATW US	美元	16.81	1.1	3.6	2.3	3.6	0.4	0.4	0.3	5.0	3.7	4.7	0.0%	5.9%	13.4%	15.5%
Rowan Co.	RDC US	美元	15.89	2.0	7.5	5.5	6.7	0.4	0.4	0.4	6.7	4.9	5.1	1.9%	2.5%	5.7%	7.5%
Seadrill	SDRL US	美元	6.78	3.3	2.6	2.8	3.6	0.3	0.3	0.3	1.3	1.3	1.5	34.3%	1.6%	33.2%	11.9%
Hercules Offshore Inc	HERO US	美元	0.05	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0.0	0.0	0.1	n.m.	n.m.	n.m.	0.0%	0.0%	n.m.	n.m.
平均值					*4.2*	*4.8*	*21.6*	*0.3*	*0.4*	*0.4*	*4.1*	*4.1*	*5.5*	*13.4%*	*4.8%*	*12.6%*	*9.2%*
油井服务公司																	
Baker Hughes Inc.	BHI US	美元	49.52	21.6	12.8	n.m.	60.9	1.2	1.2	1.2	5.1	12.4	9.4	1.3%	1.4%	9.2%	-1.6%
Halliburton Co.	HAL US	美元	35.69	30.5	9.1	21.4	17.8	1.9	1.6	1.7	5.0	8.0	6.7	1.8%	2.0%	22.4%	6.4%
Schlumberger Ltd.	SLB US	美元	77.50	98.1	14.0	21.8	20.2	2.5	2.6	2.5	7.7	10.1	9.8	2.1%	2.6%	17.3%	11.8%
Weatherford	WFT US	美元	8.11	6.3	8.2	n.m.	53.0	0.8	1.0	1.0	4.5	9.0	7.1	0.0%	0.0%	7.0%	-5.2%
National Oilwell Vareco	NOV US	美元	37.21	14.3	6.2	12.3	16.2	0.7	0.8	0.8	3.5	6.4	7.8	4.4%	4.9%	11.6%	5.8%
Tidewater Inc	TDW US	美元	15.96	0.7	4.4	4.3	n.m.	0.3	0.3	0.3	5.0	5.0	9.4	6.3%	6.3%	6.3%	5.9%
Oceaneering Intl. Inc.	OII US	美元	39.75	3.9	10.0	14.0	15.0	2.3	2.5	2.4	5.2	6.6	6.9	2.6%	2.7%	22.2%	17.4%
RPC Inc	RES US	美元	9.87	2.1	9.0	n.m.	n.m.	1.9	2.2	2.2	3.5	14.9	8.9	4.3%	1.4%	22.0%	-7.4%
ION Geophysical Corp	IO US	美元	0.50	0.1	n.m.	n.m.	n.m.	n.m	n.m	n.m	1.2	n.m.	7.4	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Trican Well Service	TCW CN	加币	1.08	0.1	7.9	n.m.	n.m.	0.1	0.2	0.2	3.1	n.m.	9.1	27.8%	13.2%	1.3%	-27.2%
Calfrac Well Service	CFW CN	加币	4.13	0.3	4.5	n.m.	n.m.	0.5	0.6	0.6	3.3	24.1	7.1	12.1%	n.m.	10.1%	-14.4%
平均值					*8.6*	*14.7*	*30.5*	*1.2*	*1.3*	*1.3*	*4.3*	*10.7*	*8.1*	*6.3%*	*3.8%*	*12.9%*	*-0.8%*
中海油服港股(*)	2883 HK	港币	8.03	9.6	4.1	10.1	7.7	0.6	0.6	0.6	5.4	7.4	7.2	9.1%	3.0%	17.7%	6.3%
中海油服A股(*)	601808 CH	人民币	16.62	9.6	10.6	26.6	20.0	1.7	1.7	1.6	6.8	9.4	9.1	2.9%	1.1%	17.7%	6.3%
环球市场汇总																	
最高值					14.0	26.6	65.9	2.5	2.6	2.5	7.7	24.1	9.8	34.3%	13.2%	33.2%	17.4%
最低值					2.6	2.3	3.6	0.0	0.0	0.1	1.2	1.3	1.5	0.0%	0.0%	1.3%	-27.2%
平均值					6.9	10.3	24.1	0.9	0.9	0.9	4.4	7.9	7.2	9.1%	4.1%	13.3%	3.6%

*资料来源：彭博资讯、中金公司研究部　注：*使用中金公司盈利预测，其他使用市场一致预期盈利预测*

图表 49：近海工程可比公司估值表

公司名称	彭博代码	货币	股价	市值	市盈率（倍）			市净率（倍）			EV/EBITDA (X)			股息收益率		股权收益率	
			24-Aug	(US$bn)	14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	14A	15E
ABB	ABBN VX	瑞士法郎	17.39	43.3	15.1	16.5	14.4	2.3	2.8	2.6	8.5	9.1	8.4	4.1%	4.1%	14.2%	15.7%
McDermott Intl.	MDR US	美元	3.73	0.9	n.m.	n.m.	82.9	0.6	0.6	0.6	39.2	6.6	5.5	0.0%	0.0%	-8.6%	-2.2%
Helix Energy Solutions	HLX US	美元	5.84	0.6	3.0	24.3	15.4	0.4	0.4	0.4	2.3	5.4	4.4	n.m.	n.m.	12.7%	1.4%
FMC Technologies	FTI US	美元	30.01	6.9	10.6	12.6	15.6	2.4	2.5	2.2	5.8	7.4	8.5	0.0%	0.0%	25.7%	20.4%
Halliburton Co.	HAL US	美元	35.69	30.5	9.1	21.4	17.8	1.9	1.6	1.7	5.0	8.0	6.7	1.8%	2.0%	22.4%	6.4%
SBM Offshore	SBMO NA	欧元	8.83	2.2	4.4	8.2	6.3	0.7	0.6	0.5	8.9	11.2	9.7	0.0%	0.2%	17.1%	10.9%
Oeaneering Intl.	OII US	美元	39.75	3.9	10.0	14.0	15.0	2.3	2.5	2.4	5.2	6.6	6.9	2.6%	2.7%	22.2%	17.4%
Saipem	SPM IM	欧元	7.05	3.6	11.1	n.m.	11.5	0.5	0.8	0.7	6.5	9.7	6.3	2.1%	0.5%	5.9%	-6.8%
Technip-Coflexip	TEC FP	欧元	42.48	5.8	9.6	11.5	9.3	0.9	1.0	0.9	3.4	3.2	3.2	5.2%	5.3%	11.8%	7.9%
John Wood Group	WG/ LN	英镑	5.51	3.3	9.0	10.9	11.8	0.5	0.5	0.5	6.0	7.1	7.7	8.0%	8.6%	13.2%	10.6%
Petrofac	PFC LN	英镑	7.35	4.0	7.0	13.8	7.6	0.7	0.8	0.7	4.9	6.2	4.5	13.4%	14.2%	25.2%	13.4%
Sevan Marine ASA	SEVAN NO	挪威克朗	16.00	0.1	11.8	n.m.	n.m.	0.8	1.3	1.3	14.0	n.m.	n.m.	9.2%	0.0%	5.6%	-23.0%
平均值					*9.1*	*14.8*	*18.9*	*1.2*	*1.3*	*1.2*	*9.1*	*7.3*	*6.5*	*4.2%*	*3.4%*	*14.0%*	*6.0%*
海油工程 (*)	600583 CH	人民币	9.92	6.8	10.3	13.8	16.2	2.1	1.9	1.8	6.9	8.2	9.0	2.3%	1.4%	23.0%	14.7%
环球市场汇总																	
最高值					15.1	24.3	82.9	2.4	2.8	2.6	39.2	11.2	9.7	13.4%	14.2%	25.7%	20.4%
最低值					3.0	8.2	6.3	0.3	0.3	0.3	2.3	3.2	3.2	0.0%	0.0%	-8.6%	-23.0%
平均值					9.2	14.7	18.6	1.1	1.2	1.1	9.0	7.4	6.7	4.1%	3.3%	14.7%	6.7%

*资料来源：彭博资讯、中金公司研究部　注：*使用中金公司盈利预测，其他使用市场一致预期盈利预测*

图表 50：油服、油装及设备可比公司估值表

	彭博代码	货币	股价	市值	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			EV/EBITDA(x)			股息收益率		股权收益率	
			24-Aug	(US$bn)	14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	14A	15E
A股																	
中海油服 (*)	601808 CH	人民币	16.62	9.6	10.6	26.6	20.0	1.7	1.7	1.6	6.6	10.9	9.7	2.9%	1.1%	17.7%	6.3%
海油工程(*)	600583 CH	人民币	9.92	6.8	10.3	13.8	16.2	2.1	1.9	1.8	6.8	8.9	8.2	2.3%	1.4%	23.0%	14.7%
杰瑞股份	002353 CH	人民币	44.55	n.m.	32.4	31.5	26.2	5.1	4.7	4.1	n.m.	n.m.	n.m.	0.5%	0.5%	21.5%	14.5%
惠博普	002554 CH	人民币	9.86	0.8	29.6	19.3	13.3	3.1	n.m.	n.m.	19.2	n.m.	n.m.	1.5%	n.m.	11.0%	n.m.
通源石油 (*)	300164 CH	人民币	17.15	n.m.	583.8	n.m.	n.m.	5.9	5.6	5.6	89.0	101.5	101.2	0.0%	0.0%	0.8%	-0.4%
恒泰艾普 (*)	300157 CH	人民币	8.73	n.m.	64.1	63.2	70.1	2.4	2.3	2.2	n.m.	n.m.	n.m.	0.0%	0.2%	5.3%	4.2%
中石化油服	600871 CH	人民币	7.87	15.4	45.8	32.2	29.1	4.5	3.3	3.0	11.1	19.7	15.7	0.0%	0.3%	10.3%	5.6%
潜能恒信	300191 CH	人民币	13.25	n.m.	70.5	53.3	41.2	3.4	3.2	3.0	n.m.	n.m.	n.m.	0.0%	0.0%	4.8%	6.0%
仁智油服	002629 CH	人民币	7.63	0.5	n.m.	22.4	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	76.9	n.m.	n.m.	0.0%	0.0%	n.m.	n.m.
准油股份	002207 CH	人民币	13.73	n.m.	72.3	42.9	n.m.	6.2	6.0	5.8	n.m.	n.m.	n.m.	0.1%	0.2%	2.7%	4.0%
江钻股份	000852 CH	人民币	18.61	1.3	106.3	74.4	61.4	3.3	3.1	2.8	52.8	45.2	42.0	0.6%	0.7%	7.3%	9.1%
神开股份	002278 CH	人民币	16.17	n.m.	69.9	51.4	41.4	3.9	3.7	3.5	n.m.	n.m.	n.m.	0.6%	0.9%	5.9%	7.4%
宝德股份	300023 CH	人民币	24.10	0.5	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	187.2	n.m.	n.m.	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
海默科技	300084 CH	人民币	9.56	0.5	68.3	17.1	13.1	3.0	n.m.	n.m.	29.0	n.m.	n.m.	0.6%	n.m.	6.0%	n.m.
山东墨龙	002490 CH	人民币	8.51	0.8	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	22.7	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
平均值					*97.9*	*38.8*	*33.9*	*4.0*	*3.6*	*3.4*	*53.0*	*41.7*	*38.0*	*0.6%*	*0.4%*	*8.8%*	*6.7%*
港股																	
中海油服 (*)	2883 HK	港币	8.03	9.6	4.1	10.1	7.7	0.6	0.6	0.6	6.6	10.5	9.2	7.5%	3.0%	17.7%	6.3%
安东油田服务 (*)	3337 HK	港币	1.12	0.3	n.m.	n.m.	23.0	0.9	1.0	0.9	15.2	10.7	8.0	0.0%	0.0%	-8.8%	-2.5%
海隆控股 (*)	1623 HK	港币	1.50	0.3	5.0	9.8	10.5	0.6	0.6	0.6	5.8	5.6	5.2	3.3%	3.1%	13.2%	6.7%
珠江钢管 (*)	1938 HK	港币	1.18	0.2	n.m.	12.8	7.2	0.3	0.3	0.3	n.m.	33.3	17.7	0.0%	0.0%	-10.4%	2.2%
华油能源 (*)	1251 HK	港币	0.72	0.1	7.5	10.7	9.8	0.5	0.5	0.5	3.2	n.m.	4.3	9.0%	2.3%	6.1%	4.4%
宏华集团 (*)	196 HK	港币	0.51	0.2	14.0	n.m.	95.1	0.3	0.3	0.3	8.5	11.6	8.5	0.0%	0.0%	2.2%	-1.7%
中石化油服	1033 HK	港币	2.08	15.4	n.m.	n.m.	n.m.	0.9	0.7	0.6	11.1	21.1	14.6	0.0%	1.5%	9.7%	2.8%
百勤油服	2178 HK	港币	0.75	0.1	n.m.	n.m.	n.m.	0.4	0.4	0.4	n.m.	17.9	12.3	0.0%	0.0%	-1.2%	-1.7%
胜利管道	1080 HK	港币	0.22	0.1	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m.	n.m.	n.m.	n.m	n.m	n.m	n.m
山东墨龙	568 HK	港币	2.65	0.8	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	22.7	n.m.	n.m.	n.m	n.m	n.m	n.m
天大石油管材	839 HK	港币	1.18	0.2	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	3.2	n.m.	n.m.	n.m	n.m	n.m	n.m
平均值					*7.6*	*10.9*	*25.5*	*0.6*	*0.6*	*0.5*	*9.5*	*15.8*	*10.0*	*2.5%*	*1.2%*	*3.6%*	*2.1%*
国际可比公司																	
Schlumberger Ltd.	SLB US	美元	77.50	98.1	14.0	21.8	20.2	2.5	2.6	2.5	8.8	10.1	9.8	2.1%	2.6%	17.3%	11.8%
Baker Hughes Inc.	BHI US	美元	49.52	21.6	12.8	n.m.	60.9	1.2	1.2	1.2	5.1	12.4	9.4	1.3%	1.4%	9.2%	-1.6%
Halliburton Co.	HAL US	美元	35.69	30.5	9.1	21.4	17.8	1.9	1.6	1.7	4.9	8.0	6.7	1.8%	2.0%	22.4%	6.4%
Weatherford	WFT US	美元	8.11	6.3	8.2	n.m.	53.0	0.8	1.0	1.0	7.2	9.0	7.1	0.0%	0.0%	7.0%	-5.2%
RPC Inc	RES US	美元	9.87	2.1	9.0	n.m.	n.m.	1.9	2.2	2.2	3.4	14.9	8.9	4.3%	1.4%	22.0%	-7.4%
NOV	NOV US	美元	37.21	14.3	6.2	12.3	16.2	0.7	0.8	0.8	3.7	6.4	7.8	4.4%	4.9%	11.6%	5.8%
Cameron	CAM US	美元	43.99	8.4	11.0	12.8	14.1	1.6	1.7	1.6	6.6	7.3	7.9	0.0%	0.0%	14.2%	11.6%
FMC Technologies	FTI US	美元	30.01	6.9	10.6	12.6	15.6	2.4	2.5	2.2	5.8	7.4	8.5	0.0%	0.0%	25.7%	20.4%
Nabors Industrie	NBR US	美元	10.01	3.3	8.5	n.m.	n.m.	0.5	0.6	0.6	9.1	5.7	6.2	2.0%	2.4%	5.4%	0.1%
Transocean Ltd.	RIG US	美元	12.78	4.6	2.7	4.1	78.9	0.3	0.3	0.3	n.m.	3.7	7.4	22.6%	9.3%	6.2%	3.2%
Noble Corp	NE US	美元	11.65	2.8	3.9	4.9	9.6	0.4	0.4	0.4	7.7	4.9	6.1	12.9%	12.9%	9.4%	8.6%
ION Geophysical	IO US	美元	0.50	0.1	n.m.	n.m.	n.m.	0.4	0.9	1.2	n.m.	n.m.	7.4	n.m.	n.m. .	n.m.	n.m.
平均值					*8.7*	*12.9*	*31.8*	*1.2*	*1.3*	*1.3*	*6.3*	*8.2*	*7.8*	*4.7%*	*3.4%*	*13.7%*	*4.9%*
环球市场汇总																	
最高值					583.8	74.4	95.1	7.2	n.m.	n.m. .	n.m.	n.m.	n.m.	22.6%	12.9%	25.7%	20.4%
最低值					2.7	4.1	7.2	0.3	n.m.	n.m. .	n.m.	n.m.	n.m.	0.0%	0.0%	-10.4%	-7.4%
平均值					50.0	26.6	31.3	2.2	n.m.	n.m. .	n.m.	n.m.	n.m.	2.4%	1.6%	9.2%	4.9%

*资料来源：彭博资讯、中金公司研究部　注：*使用中金公司盈利预测，其他使用市场一致预期盈利预测*

图表 51：城市燃气可比公司估值表

H股公司	彭博代码	货币	股价 24-Aug	市值 (US$bn)	市盈率(倍) 14A	15E	16E	市净率(倍) 14A	15E	16E	EV/EBITDA (X) 14A	15E	16E	股息收益率 14A	15E	股权收益率 14A	15E
北京控股(*)	0392 HK	港币	42.9	7.1	11.4	9.6	7.9	1.0	0.9	0.8	15.1	15.9	14.9	2.1%	2.9%	8.7%	9.7%
华润燃气(*)	1193 HK	港币	17.8	5.1	15.6	14.8	13.1	2.4	2.2	1.9	9.7	9.2	8.5	1.2%	1.4%	16.4%	15.5%
昆仑能源(*)	0135 HK	港币	4.7	4.9	6.8	11.1	10.9	0.7	0.7	0.7	4.3	5.0	5.1	4.2%	2.5%	10.9%	6.4%
新奥能源 (*)	2688 HK	港币	38.0	5.3	14.5	13.6	12.1	2.7	2.5	2.3	7.6	7.3	6.5	2.2%	2.3%	27.4%	20.1%
港华燃气(*)	1083 HK	港币	5.1	1.7	12.9	11.9	10.1	1.0	0.9	0.9	13.0	12.9	11.5	1.5%	1.7%	7.9%	8.1%
中国燃气(*)	0384 HK	港币	11.0	7.1	17.4	14.5	11.4	3.0	2.6	2.2	16.0	13.9	12.2	0.8%	1.1%	17.3%	18.1%
京能清洁能源(*)	0579 HK	港币	2.1	1.9	9.6	5.9	5.4	0.9	0.8	0.8	7.5	5.4	5.1	2.7%	5.1%	10.4%	14.9%
中油燃气	0603 HK	港币	0.5	0.4	n.m	9.7	5.7	n.m	0.7	0.6	n.m	5.3	4.3	n.m	0.4%	11.0%	7.6%
香港中华煤气	0003 HK	港币	14.6	21.8	23.2	21.8	20.2	3.1	2.9	2.8	19.7	19.5	18.2	2.2%	2.5%	13.9%	13.5%
新天绿色能源	0956 HK	港币	1.2	0.6	10.9	9.2	7.2	0.5	0.5	0.5	8.5	7.3	6.1	2.7%	3.6%	5.3%	5.6%
滨海投资	2886 HK	港币	2.3	0.4	12.9	7.2	5.8	2.5	1.9	1.5	n.m	8.9	7.5	1.7%	6.7%	19.6%	29.9%
汉思能源	0554 HK	港币	0.3	0.2	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
天津津燃	1265 HK	港币	0.8	0.2	14.5	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	4.9%	4.8%
平均值					*13.6*	*11.8*	*10.0*	*1.8*	*1.5*	*1.3*	*11.3*	*10.0*	*9.1*	*0.0*	*2.7%*	*12.8%*	*12.8%*
A股公司																	
陕天然气	002267 CH	人民币	12.8	2.2	31.3	20.7	15.1	3.2	n.m	n.m	13.8	n.m	n.m	1.2%	n.m	10.7%	n.m
深圳燃气	601139 CH	人民币	9.4	3.2	25.8	22.8	20.3	3.4	3.1	2.8	16.1	14.1	11.8	1.5%	1.5%	13.9%	13.9%
新疆浩源	002700 CH	人民币	11.9	0.8	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	0.3%	n.m	n.m	n.m
金鸿能源	000669 CH	人民币	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	14.4%	11.4%
胜利股份	000407 CH	人民币	7.3	0.9	66.3	48.6	22.8	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	0.0%	2.7%	9.4%	n.m
大通燃气	000593 CH	人民币	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
华星化工	002018 CH	人民币	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
国新能源	600617 CH	人民币	15.9	2.4	38.7	25.5	18.0	n.m	6.0	4.6	n.m	14.9	10.6	0.0%	n.m	27.9%	21.8%
大众公用	600635 CH	人民币	7.2	2.8	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	0.6%	n.m	n.m	n.m
光正集团	002524 CH	人民币	7.1	0.6	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	0.0%	n.m	n.m	n.m
平均值					*40.5*	*29.4*	*19.0*	*3.3*	*4.6*	*3.7*	*15.0*	*14.5*	*11.2*	*0.5%*	*2.1%*	*15.3%*	*15.7%*
北美公司																	
ONEOK	OKE US	美元	32.2	6.7	20.8	22.5	19.2	n.m	8.3	9.6	13.1	13.7	11.6	4.7%	7.2%	12.7%	27.8%
Atmos Energy	ATO US	美元	55.5	5.6	19.4	18.2	17.1	1.7	1.7	1.7	10.0	9.1	8.5	2.5%	2.7%	9.6%	9.8%
WGL Holdings	WGL US	美元	56.5	2.8	21.9	18.9	18.8	2.0	2.3	2.1	16.2	10.6	9.2	2.9%	3.1%	6.8%	12.0%
NiSource, Inc.	NI US	美元	16.9	5.4	9.9	12.9	15.9	n.m	0.9	0.9	8.1	10.4	10.9	5.8%	6.0%	9.0%	6.3%
Piedmont Nat. Gas	PNY US	美元	39.3	3.1	20.7	20.9	19.5	2.3	2.2	2.0	11.7	11.5	10.4	3.1%	3.2%	11.7%	10.9%
TransCanada	TRP CT	加元	44.6	23.9	19.1	18.1	17.0	1.7	1.8	1.7	12.3	11.7	11.1	4.1%	4.3%	9.4%	9.0%
Enbridge	ENB CT	加元	52.3	33.8	27.2	23.6	20.3	4.7	2.9	2.7	18.6	16.2	13.5	2.5%	2.7%	12.4%	15.8%
平均值					*19.9*	*19.3*	*18.3*	*2.5*	*2.9*	*3.0*	*12.9*	*11.9*	*10.7*	*3.7%*	*4.2%*	*10.2%*	*13.1%*

*资料来源：彭博资讯、中金公司研究部　注：*使用中金公司盈利预测，其他使用市场一致预期盈利预测*

图表 52：化肥可比公司估值表

	彭博代码	货币	股价	市值	市盈率（倍）			市净率（倍）			EV/EBITDA (x)			股息收益率		股权收益率	
			24-Aug	(US$ bn)	14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	14A	15E
北美																	
Potashcorp	POT CN	CAD	31.82	20.0	17.6	17.5	15.9	3.0	2.9	2.8	8.0	8.1	7.3	4.4%	4.8%	16.2%	16.5%
Agrium	AGU CN	CAD	124.55	13.4	22.1	17.1	14.7	2.6	2.6	2.4	10.1	8.2	7.4	2.4%	2.7%	11.7%	15.4%
Mosaic	MOS US	USD	39.94	14.2	15.1	12.0	11.0	1.4	1.4	1.3	7.2	6.8	6.2	2.5%	2.7%	9.1%	11.4%
CF Industries	CF	USD	59.52	13.9	15.8	13.4	11.5	3.3	3.2	2.3	8.7	8.1	6.7	1.7%	2.0%	21.6%	23.1%
平均值					*17.6*	*15.0*	*13.3*	*2.6*	*2.5*	*2.2*	*8.5*	*7.8*	*6.9*	*2.8%*	*3.0%*	*14.6%*	*16.6%*
欧洲																	
Yara	YAR NO	NOK	342	11.5	11.8	9.1	9.1	1.6	1.3	1.2	7.1	5.4	5.6	3.2%	4.2%	13.6%	14.4%
K+S	SDF GR	EUR	31.758	5.2	16.6	11.4	12.8	3.0	2.9	2.8	7.9	6.2	6.4	1.9%	3.5%	10.5%	12.8%
平均值					*14.2*	*10.2*	*11.0*	*2.3*	*2.1*	*2.0*	*7.5*	*5.8*	*6.0*	*2.5%*	*3.9%*	*12.0%*	*13.6%*
香港																	
中化化肥(*)	297 HK	HKD	1.08	1.0	26.3	12.0	8.6	0.5	0.4	0.4	8.4	5.1	4.1	1.0%	1.7%	1.7%	3.7%
中海石油化学 (*)	3983 HK	HKD	2.13	1.3	74.1	6.9	7.4	0.6	0.5	0.5	2.3	1.7	1.8	7.1%	6.5%	0.8%	7.9%
Engro Chemical	ENGRO PA	PKR	309.73	1.6	19.5	9.7	8.1	2.8	2.1	1.7	7.7	5.4	5.3	1.0%	3.0%	11.1%	22.7%
Fauji Fertilizer	FFC PA	PKR	130.27	1.6	9.3	8.9	8.6	6.5	6.0	5.7	6.7	7.2	n.m	n.m	10.4%	59.4%	68.4%
平均值					*32.3*	*9.4*	*8.2*	*2.6*	*2.3*	*2.1*	*6.3*	*4.9*	*3.7*	*3.0%*	*5.4%*	*18.3%*	*25.7%*
A股																	
盐湖股份	000792 CH	RMB	18.18	4.5	22.7	19.5	16.1	1.6	1.5	1.4	19.2	20.7	17.5	0.5%	0.5%	6.9%	6.8%
华鲁恒升	600426 CH	RMB	12.78	1.9	16.3	13.0	11.0	1.9	1.7	1.5	8.6	7.0	6.3	1.4%	1.2%	12.3%	12.9%
兴发集团	600141 CH	RMB	11.58	1.0	61.9	28.5	22.1	n.m	1.2	1.2	n.m	12.3	11.2	n.m	0.9%	n.m	4.7%
金正大	002470 CH	RMB	17.37	4.2	29.6	23.9	18.2	4.9	3.4	2.9	20.5	16.9	13.6	0.5%	0.7%	16.8%	15.2%
华锦股份	000059 CH	RMB	7.67	1.9	153.4	127.8	21.9	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
湖北宜化	000422 CH	RMB	6.94	1.0	79.8	23.9	21.7	0.8	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	0.6%	n.m
四川美丰	000731 CH	RMB	8.12	0.7	93.3	41.2	n.m	n.m	1.8	1.7	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	2.4%
鲁西化工	000830 CH	RMB	7.47	1.7	24.7	19.2	15.2	1.8	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	6.3%	n.m
平均值					*53.2*	*38.5*	*19.0*	*2.7*	*2.4*	*2.1*	*19.8*	*14.2*	*12.1*	*0.7%*	*0.8%*	*6.4%*	*8.4%*
全球市场概览																	
最大值					153.4	127.8	26.0	6.5	6.0	5.7	30.9	20.7	17.5	7.1%	10.4%	59.4%	68.4%
最小值					9.3	6.9	7.4	0.5	0.4	0.4	2.3	1.7	1.8	0.5%	0.5%	-17.9%	2.4%
平均值					38.7	25.1	14.4	2.6	2.4	2.1	11.0	8.5	7.6	2.2%	3.2%	11.5%	14.6%

*资料来源：彭博资讯、中金公司研究部　注：*使用中金公司盈利预测，其他使用市场一致预期盈利预测*

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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。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。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，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。

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门、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。

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。本报告作者的香港证监会中央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》及《财务顾问法》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。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为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，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

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：“确信买入”(Conviction BUY)：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30%以上；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”；绝对收益在-20%以下“确信卖出” (Conviction SELL)。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

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。

V150707
编辑：江薇

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CICC
中金公司