

石油天然气

产业链全景图(第十期): 中游管网和城市输配气均可能是改革重点

行业动态

本期焦点

检修高峰、油价反弹，带动化工品涨价，后续持续性待观察。3月份以来，伴随着油价反弹，以及市场预期3~4月份检修高峰来临，化工产品价格普遍上涨。其中，PE、PP价格上涨400~500元/吨，幅度约4~6%；纯苯、PX、PTA上涨200~300元/吨，幅度约3~7%；ABS、苯乙烯、乙二醇上涨700~1,200元/吨，幅度约11~15%；丁二烯上涨1,800元/吨，幅度约28%；丁苯橡胶、顺丁橡胶上涨700~800元/吨，幅度约8~9%。我们预计，在下游需求并未好转的情况下，随着3~4月份检修期结束，以及油价可能存在下行风险，化工品涨价的持续性尚需持续观察。

展望

省网和市内管道成本监审先行，城市输配气亦是重要环节。浙江省物价局公布，对省内跨市天然气管道运输成本和市内短途天然气管道运输成本实施定期监审，不包括辖区内管道燃气配气成本和销售成本。我们认为，政府推进天然气价格市场化改革，可能类似电力改革的思路，即加强对长输管道、省网和城市输配气环节的成本监审和收益率控制，按照“准许成本+合理收益”原则，定期对管输费、城市输配气价格（价差）进行监管和调整，降低自然垄断造成的中下游管输、输配气成本，向下游用户让利，促进天然气消费和能源结构转型。

我们根据目前井口价，门站价、各类终端销售价格的数据，对比了中美两国在天然气产业链不同层级的加价幅度（图表1）。在终端环节，中国工业用户价格高达井口价的2.4倍，远远高于美国的1.2倍。而居民的终端价格，在考虑接驳费分摊后，加价幅度也已经高出美国。我们估计，中国城市燃气公司居民用气的直接输配价差平均水平可能接近0.4~0.5元/立方米；如果对接驳费收入按特许经营期限均摊到居民终端气价，价差则可能高达1.4~1.5元/立方米。我们承认，两国供销体系和定价机制存在较大差异，使得简单对比可能不尽完善。但目前中国下游环节的合理加价幅度，仍可能成为监管部门和消费者关注的问题。政府对产业链各层级的成本监审，有可能加强。

投资建议

建议关注经营现金流稳健和股息收益率预期较高的公司。

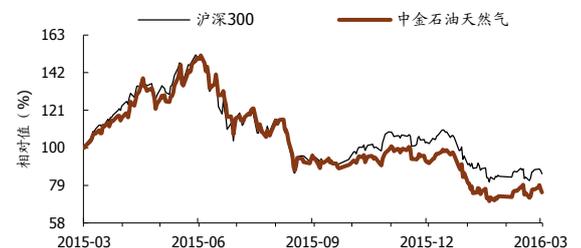
风险

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)	
			2016E	2017E
深圳燃气-A	推荐	10.50	19.8	16.3
金鸿能源-A	推荐	22.00	17.3	14.1
中国石化-A	中性	5.00	18.6	21.1
上海石化-A	中性	6.20	15.5	17.3
中国石油-A	回避	6.00	N.M.	N.M.
海油工程-A	回避	6.00	19.3	22.1
上海石化-H	推荐	3.90	8.0	8.8
新天绿色能源-H	推荐	1.20	13.2	5.9
中国石化-H	中性	4.50	17.5	19.7
中国石油-H	中性	4.50	N.M.	N.M.
中海油-H	中性	6.60	N.M.	N.M.
中海石油化学-H	中性	1.50	7.5	5.8
新奥能源-H	中性	30.00	12.4	12.0
港华燃气-H	中性	3.60	8.7	8.3
中国燃气-H	中性	9.60	11.7	10.7
华润燃气-H	中性	17.50	13.9	12.6

中金一级行业

能源



相关研究报告

- 产业链全景图（第九期）：市场对国内天然气行业发展的两点误区（2016.03.02）
- 2016年油气产业链投资策略：蓄势待变（2016.01.24）

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 执业编号: S0080511080005
 SFC CE Ref: AGL097

何帅

分析员
 shuai.he@cicc.com.cn
 SAC 执业编号: S0080511120001
 SFC CE Ref: BCH499

王苗子

联系人
 vivian.wang@cicc.com.cn
 SAC 执业编号: S0080115080056
 SFC CE Ref: BfJ414



目录

全景焦点与展望	4
本期焦点	4
本期展望	4
中国产业链子行业利润趋势	5
行业股价表现	6
全球要闻	8
亚洲要闻	8
欧美要闻	8
中东要闻	9
环球石油市场	10
原油价格走势与比较	10
全球原油供需分析	11
国际油服日费率及使用率	13
国际成品油市场动态	14
中国石油市场	15
表观消费、进出口及库存	15
炼油和销售毛利	17
中国石化产品市场	18
主要产品价差	18
中国天然气市场	19
表观消费及进口	19
各级价格趋势	19
中国能源大市场	21
煤炭	21
电力	22
交通运输	23
汽车	23
房地产	24
中金产业链上市公司估值比较	25

图表

图表 1: 中国和美国上游井口价 (不含管输费)、门站价格 (包括长输管道管输费)、省网和终端消费价格比价关系 (以井口价为基础)	4
图表 2: 子行业 2015 年及 2014 年 1~10 月累计净利润 (左) 及同比变化 (右)	5
图表 3: 子行业 2015 年 9/10 月净利润 (左) 及环比变化 (右)	5
图表 4: 中金 A 股行业指数上周相对表现 (左); 年初至今相对表现 (右)	6
图表 5: 中金 H 股行业指数上周相对表现 (左); 年初至今相对表现 (右)	7
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)	10
图表 7: 布伦特、迪拜及米纳斯原油与 WTI 价差 (左); 中国原油平均进口价格及预测 (右)	10
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)	11
图表 9: IEA、EIA 及 OPEC 对 2015 年 (左) 及 2016 年 (右) 全球原油需求增长预测的变化	11
图表 10: IEA、EIA 及 OPEC 对 2015 年 (左) 及 2016 年 (右) 中国原油需求增长预测的变化	12



图表 11: IEA、EIA 及 OPEC 对 2015 年 (左) 及 2016 年 (右) 非 OPEC 原油供给预测的变化.....	12
图表 12: 美国原油库存预测 (左); 美国原油周库存量 (右)	12
图表 13: 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)	13
图表 14: 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) ..	13
图表 15: 全球闲置钻井船数量 (左); 全球在建钻井船数量 (右)	13
图表 16: 新加坡综合炼油毛利 (左); 美国墨西哥湾综合炼油毛利 (右)	14
图表 17: 美国炼厂开工率 (左); 日本炼厂开工率 (右)	14
图表 18: 印度炼厂开工率 (左); 中国炼厂开工率 (右)	14
图表 19: 中国原油月度表观消费量 (左); 中国商业原油库存 (右)	15
图表 20: 中国原油净进口量 (左); 中国原油进口海运运价指数 (右)	15
图表 21: 中国汽油月度表观消费量 (左); 中国汽油库存 (右)	16
图表 22: 中国柴油月度表观消费量 (左); 中国柴油库存 (右)	16
图表 23: 中国煤油月度表观消费量 (左); 中国煤油库存 (右)	16
图表 24: 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 (图示炼油毛利中含风险准备金)	17
图表 25: 低密度聚乙烯与石脑油价差 (左); 聚丙烯与石脑油价差 (右)	18
图表 26: 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)	18
图表 27: ABS 与苯乙烯价差 (左); 顺丁橡胶与丁二烯价差 (右)	18
图表 28: 中国月度天然气表观消费量 (左); 中国月度天然气进口量 (右)	19
图表 29: 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)	19
图表 30: 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)	20
图表 31: 美国天然气终端消费价格 (左); 中国天然气终端消费价格 (右)	20
图表 32: 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)	21
图表 33: 直供电厂煤炭库存及同比变化 (左); 国内煤炭铁路运费 (右)	21
图表 34: 中国沿海煤炭运价指数 (左); 煤炭国际海运运费 (右)	21
图表 35: 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)	22
图表 36: 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)	22
图表 37: 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)	22
图表 38: 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)	23
图表 39: 全国客运总量 (左); 全国客运平均运距 (右)	23
图表 40: 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)	23
图表 41: 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)	24
图表 42: 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)	24
图表 43: 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)	24
图表 44: 中金 A 股油气产业链股票池	25
图表 45: 中金港股油气产业链股票池	26
图表 46: 一体化可比公司估值	27
图表 47: 上游勘探开发可比公司估值	28
图表 48: 石化可比公司估值表	29
图表 49: 油田服务及钻井可比公司估值表	30
图表 50: 近海工程可比公司估值表	30
图表 51: 油服、油装及设备可比公司估值表	31
图表 52: 城市燃气可比公司估值表	32
图表 53: 化肥可比公司估值表	33



全景焦点与展望

本期焦点

检修高峰、油价反弹，带动化工品涨价，后续持续性待观察。3月份以来，伴随着油价反弹，以及市场预期3~4月份检修高峰来临，化工产品价格普遍上涨。其中，PE、PP价格上涨400~500元/吨，幅度约4~6%；纯苯、PX、PTA上涨200~300元/吨，幅度约3~7%；ABS、苯乙烯、乙二醇上涨700~1,200元/吨，幅度约11~15%；丁二烯上涨1,800元/吨，幅度约28%；丁苯橡胶、顺丁橡胶上涨700~800元/吨，幅度约8~9%。我们预计，在下游需求并未好转的情况下，随着3~4月份检修期结束，以及油价可能存在下行风险，化工产品涨价的持续性尚需持续观察。

本期展望

市场对国内天然气行业发展的两点误区。

省网和市内管道成本监审先行，城市输配气亦是重要环节。浙江省物价局公布，对省内跨市天然气管道运输成本和市内短途天然气管道运输成本实施定期监审，不包括辖区内管道燃气配气成本和销售成本。我们认为，政府推进天然气价格市场化改革，可能类似电力改革的思路，即加强对长输管道、省网和城市输配气环节的成本监审和收益率控制，按照“准许成本+合理收益”原则，定期对管输费、城市输配气价格（价差）进行监管和调整，降低自然垄断造成的中下游管输、输配气成本，向下游用户让利，促进天然气消费和能源结构转型。

我们根据目前井口价，门站价、各类终端销售价格的数据，对比了中美两国在天然气产业链不同层级的加价幅度（图表1）。在终端环节，中国工业用户价格高达井口价的2.4倍，远远高于美国的1.2倍。而居民的终端价格，在考虑接驳费分摊后，加价幅度也已经高出美国。我们估计，中国城市燃气公司居民用气的直接输配价差平均水平可能接近0.4~0.5元/立方米；如果对接驳费收入按特许经营期限均摊到居民终端气价，价差则可能高达1.4~1.5元/立方米。我们承认，两国供销体系和定价机制存在较大差异，使得简单对比可能不尽完善。但目前中国下游环节的合理加价幅度，仍可能成为监管部门和消费者关注的问题。政府对产业链各层级的成本监审，有可能加强。

图表1：中国和美国上游井口价（不含管输费）、门站价格（包括长输管道管输费）、省网和终端消费价格比价关系（以井口价为基础）

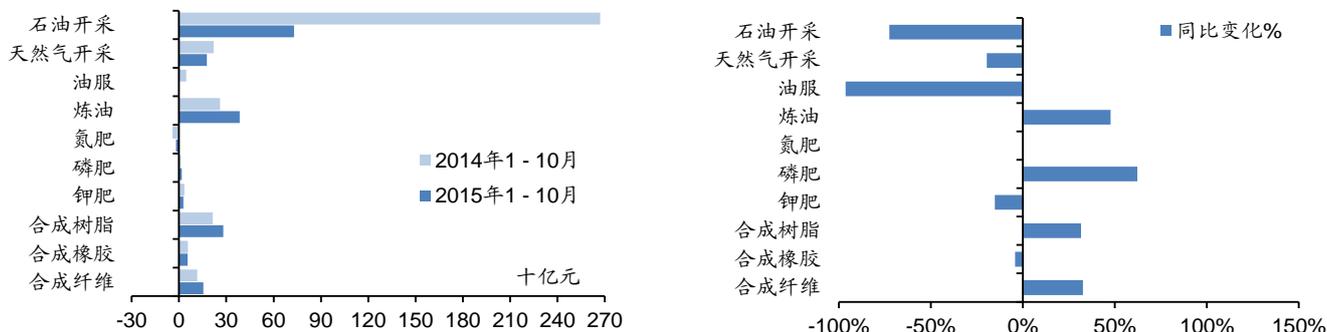
倍数	上游		城市燃气			
	井口价	非居民 门站价	省网	工业	商业	交通
中国	1.0x	1.4x	1.7x	2.4x	2.4x	2.7x
美国	1.0x	1.1x	1.1x	1.2x	1.9x	n.a.
倍数	上游		城市输配气			
	井口价	居民 门站价	省网	居民	居民（考虑接驳费）	
中国	1.0x	1.2x	1.5x	1.9x	2.7x	
美国	1.0x	1.1x	1.1x	2.5x	2.5x	

资料来源：CEIC、美国能源信息署、中金公司研究部



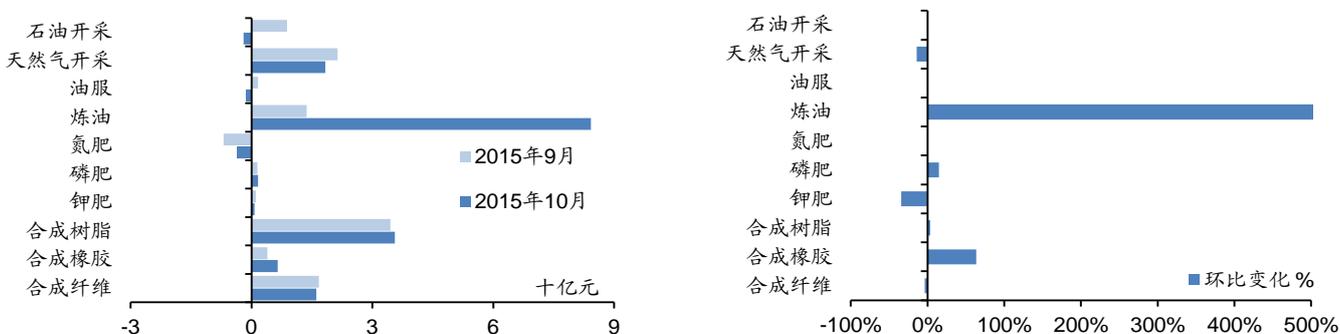
中国产业链子行业利润趋势

图表2：子行业2015年及2014年1~10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 (W)、中金公司研究部

图表3：子行业2015年9/10月净利润（左）及环比变化（右）

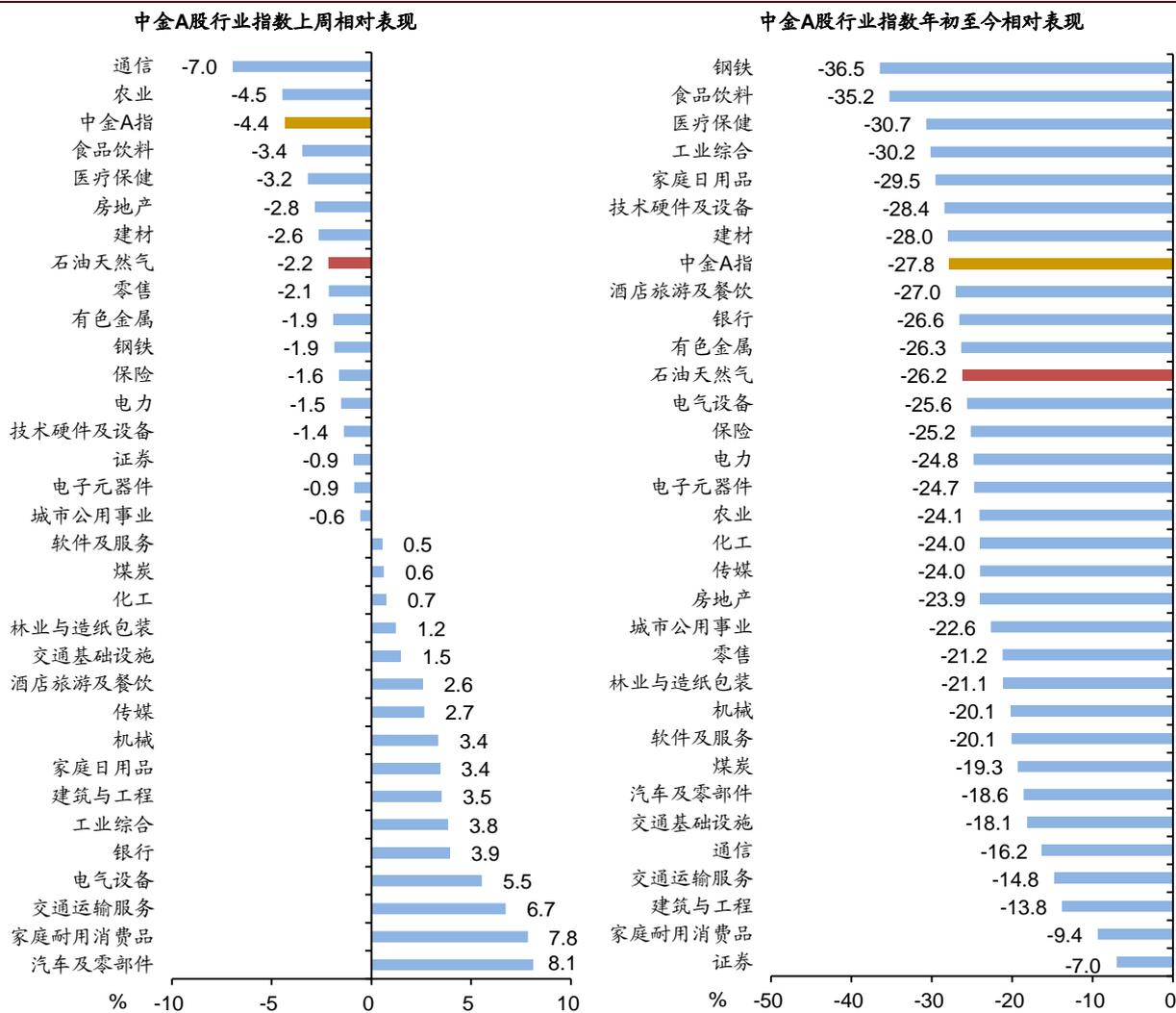


资料来源：国家统计局、万得资讯 (W)、中金公司研究部



行业股价表现

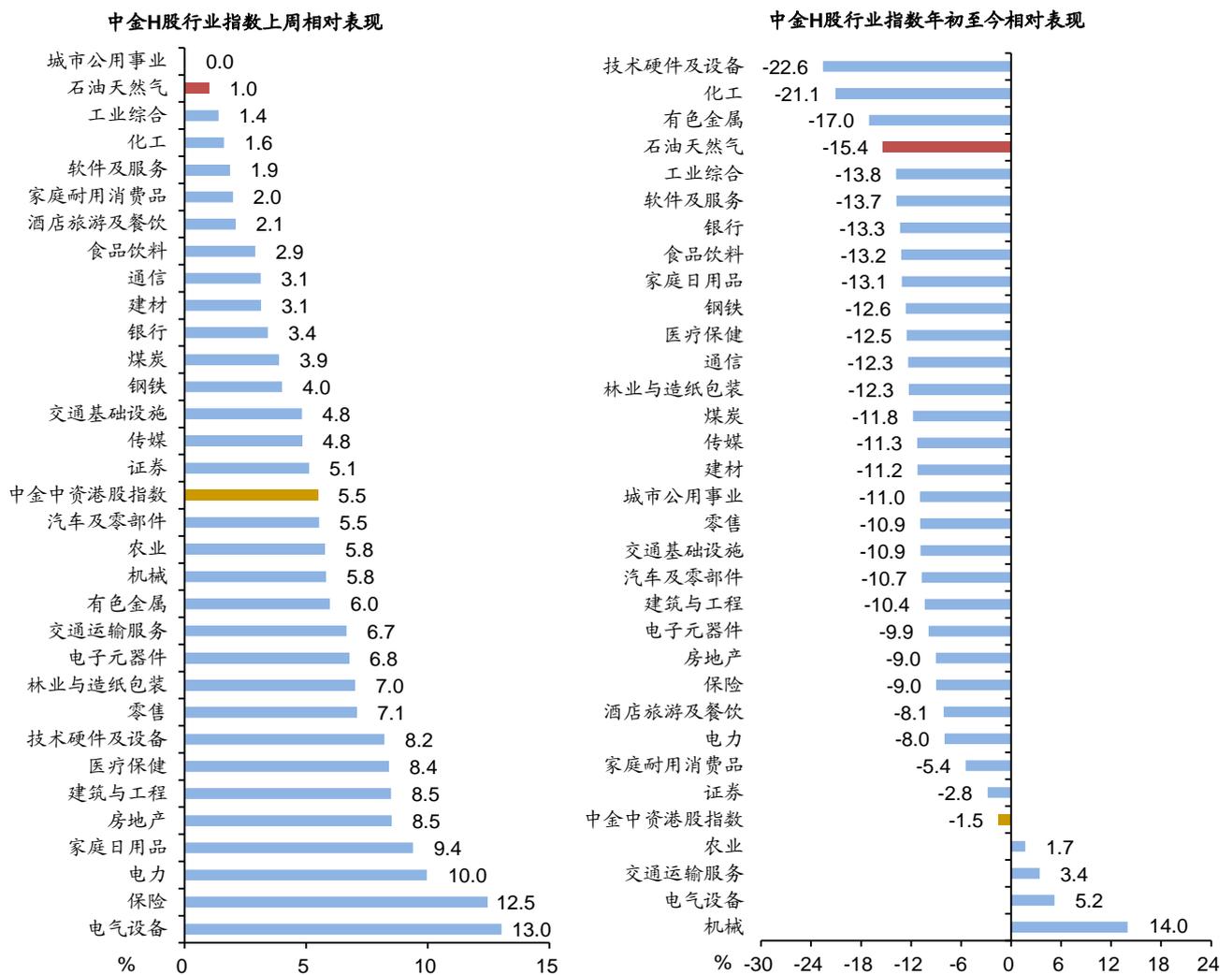
图表4：中金A股行业指数上周相对表现（左）；年初至今相对表现（右）



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部



图表5：中金H股行业指数上周相对表现（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

- ▶ **中国推迟战略石油储备完成时间。**根据上周末公布的中国“十三五”（2016至2020年）计划显示，中国将在2020年完成第二期战略石油储备收储。而中国之前的计划是预计到2020年，完成三期建设。中国国家统计局去年12月11日表示，截至2015年年中，中国利用8个国家石油储备基地和部分社会库容，储备原油2610万吨（约1.91亿桶）。中国2015年的原油进口量增加了8.8%，至创纪录的3.355亿吨（约670万桶/天）。（资料来源：中国能源网）
- ▶ **海关初步统计：中国2月原油及天然气进口量均同比大增。**海关统计快讯显示，2月份，中国原油净进口3,172万吨，同比增长约24%。同月，天然气进口量达478万吨（约合65亿立方米），同比增长18%。（资料来源：中国海关）
- ▶ **中海油服挪威两项目被终止和暂停。**中海油服公告，客户Statoil在3月4日，终止挪威海域半潜式钻井船COSL Innovator的作业合同，并暂停COSL Promoter的合同（均无日费补偿），两条钻井船合同的剩余有效期分别为四年八个月及五年一个月。公司强烈不认同Statoil的决定，并将积极与挪威国家石油公司沟通以解决分歧，如必要，公司将采取法律手段保障权益。（资料来源：中海油服）
- ▶ **2月日本LNG现货价格跌至新低。**日本官方数据显示，2月到货的LNG现货价格跌至6.9美元/百万英热单位（约合1.6元/立方米），达2014年3月以来最低位。而日本于2月签订的LNG现货合同价格更跌至6.5美元（约合1.5元/立方米），这是该数据有统计以来的最低水平。（资料来源：路透社）
- ▶ **浙江省物价局将每年监审全省天然气管道运输成本。**浙江省物价局日前发布通知，称将每年定期监审省内跨市天然气管道运输成本和市内短途天然气管道运输成本，但不包括辖区内管道燃气配气成本和销售成本。监审周期为一年，即每年监审前一个会计年度的运营成本。监审内容包括企业财务、天然气购销情况、管道运输气量和周转量、管道建设及运输成本情况、主营和非主营业务情况等。（资料来源：浙江省物价局）

欧美要闻

- ▶ **美国能源信息署（EIA）下调2016/17年原油价格及产量预测。**EIA于昨日公布，将2016/17年布伦特原油价格预测分别下调3美元/10美元至34美元和40美元每桶。同时，预计WTI价格将在未来两年与布伦特价格保持在相同水平。EIA同时将2016年和2017年美国原油产量预测分别下调0.3%和3.2%，至867万桶/天和819万桶。（资料来源：EIA）
- ▶ **上周美国商业原油库存继续增加。**上周（截至3月4日），美国商业原油库存周环比增加388万桶至5.21亿桶。同周，美国汽油库存减少450万桶至2.5亿桶。馏分油库存下降110万桶至1.63亿桶。（资料来源：EIA）



中东要闻

- ▶ **伊朗希望把3月原油出口提高至165万桶/天。**伊朗预计在3月份将原油出口量从2月的150万桶/天提高至165万桶/天。据悉，伊朗分别与法国道达尔以及西班牙Cepsa签订了3月1日起生效的购销协议，道达尔将购买约20万桶/天的伊朗原油，而Cepsa将购置约3.5万桶/天。（资料来源：石化新闻网）
- ▶ **穆迪将沙特、阿联酋等国列入下调债务评级观察名单。**评级机构穆迪下调了阿塞拜疆、巴林、刚果及阿曼四个国家的债务评级并将继续观察是否需要进一步下调。同时，穆迪将12个国家列入下调观察名单中，其中包括各OPEC国家沙特，安哥拉，科威特，尼日利亚，卡塔尔，阿联酋等。目前，穆迪2016和2017年布伦特原油价格预测分别为33美元/桶和38美元/桶。（资料来源：穆迪）
- ▶ **委内瑞拉实行新的双轨汇率制度。**委内瑞拉将于3月10日起开始实行新的双轨汇率制度。新制度下，委内瑞拉基准汇率将固定在10玻利瓦尔兑1美元，该固定汇率将应用于该国的“基本品”进口，如药物等。另外，该国“非基本”进口将以206玻利瓦尔兑1美元为起点，采用浮动汇率制度。同时，该国将允许委内瑞拉国家石油公司（PDSVA）以新的浮动汇率出售美元。（资料来源：彭博资讯）

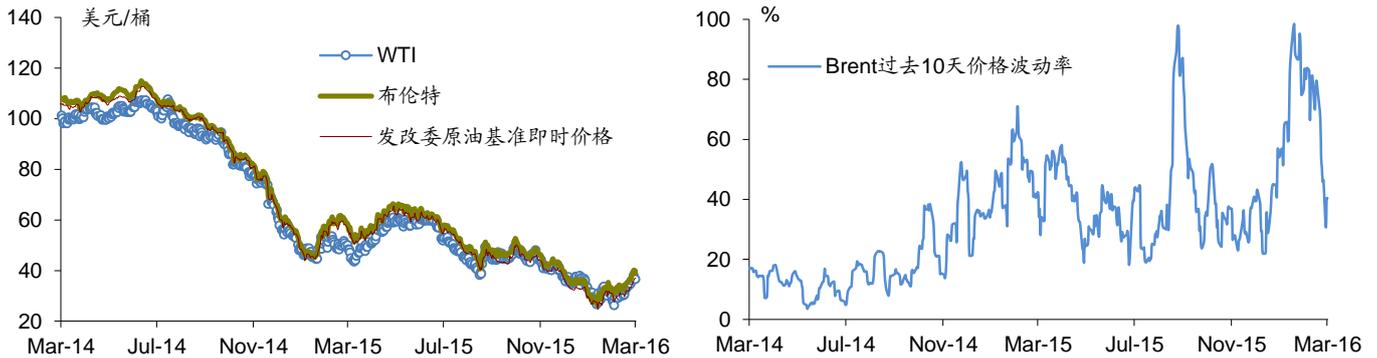


环球石油市场

原油价格走势与比较

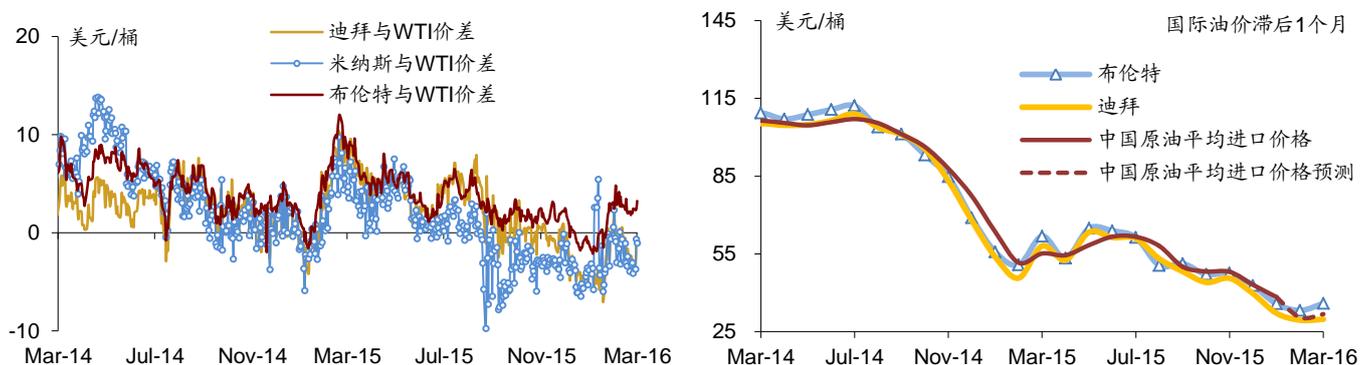
年初至今布伦特和 WTI 原油均价分别为 34 和 31 美元/桶。2 月份，布伦特原油均价为 33.2 美元/桶，环比上涨 8%，WTI 均价为 30 美元/桶，环比下降 4%。3 月以来油价小幅上扬，3 月至今布伦特及 WTI 原油价格分别平均为 38 美元/桶和 36 美元/桶。

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 (D)、中金公司研究部

图表 7：布伦特、迪拜及米纳斯原油与 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 (D/M)、中金公司研究部

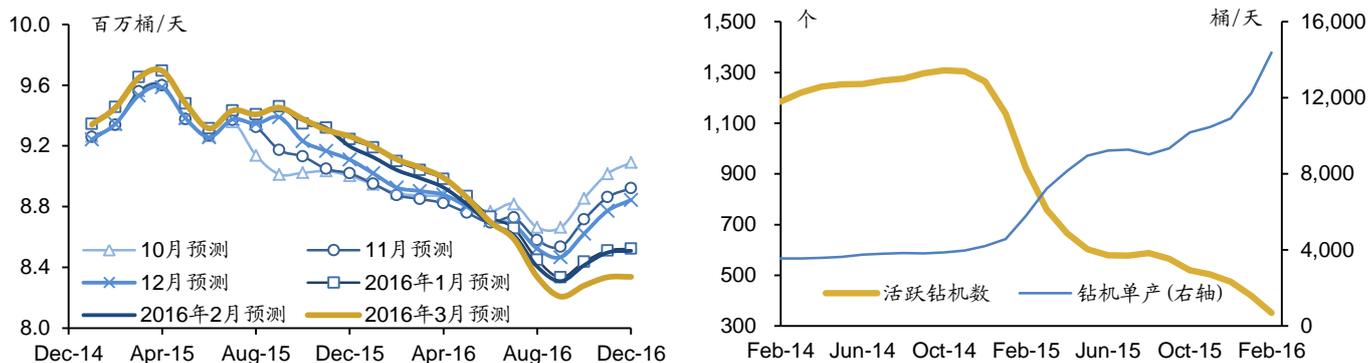


全球原油供需分析

EIA 在其 3 月发布的能源展望中公布，将 2016 和 2017 年布伦特原油价格预测分别下调 3 美元/桶和 10 美元/桶至 34 美元/桶和 40 美元/桶。同时，预计 WTI 价格将在未来两年与布伦特价格保持在相同水平，但 EIA 表示，该价格预测充满不确定性。

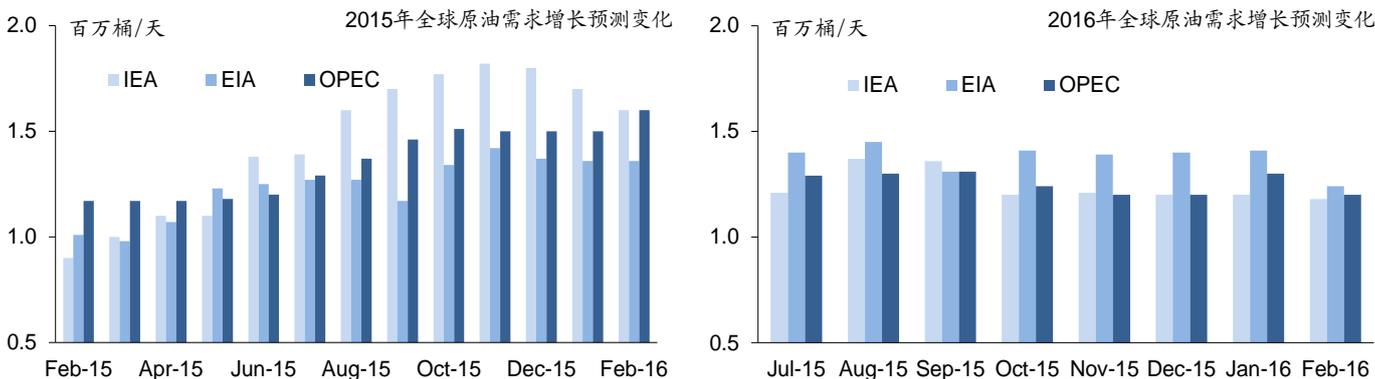
EIA 同时将 2016 年和 2017 年美国原油产量预测分别下调 0.3% 和 3.2%，至 867 万桶/天和 819 万桶/天。2015 年，美国原油产量达 943 万桶/天。

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 (EIA), 中金公司研究部

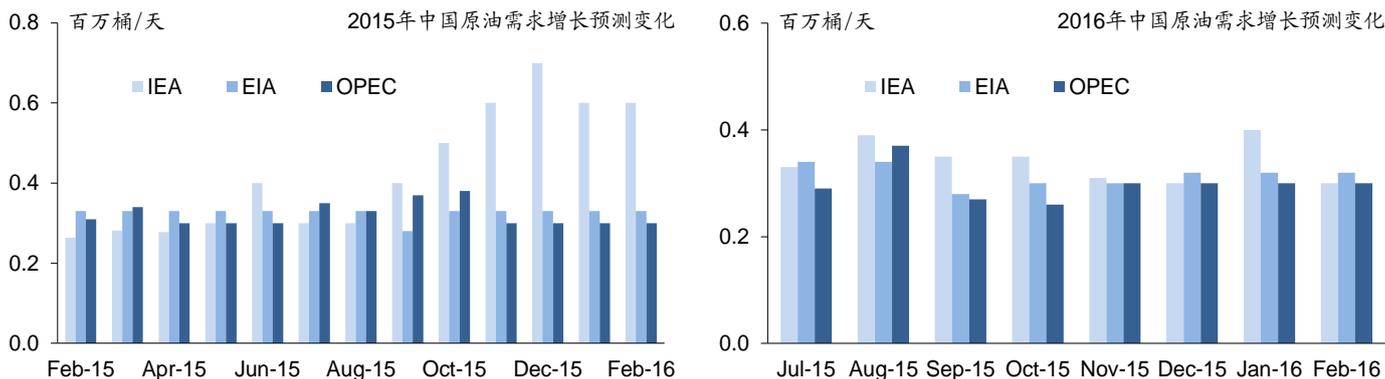
图表 9: IEA、EIA 及 OPEC 对 2015 年 (左) 及 2016 年 (右) 全球原油需求增长预测的变化



资料来源: 美国能源信息署 (EIA), 国际能源信息署 (IEA), 欧佩克 (OPEC), 中金公司研究部

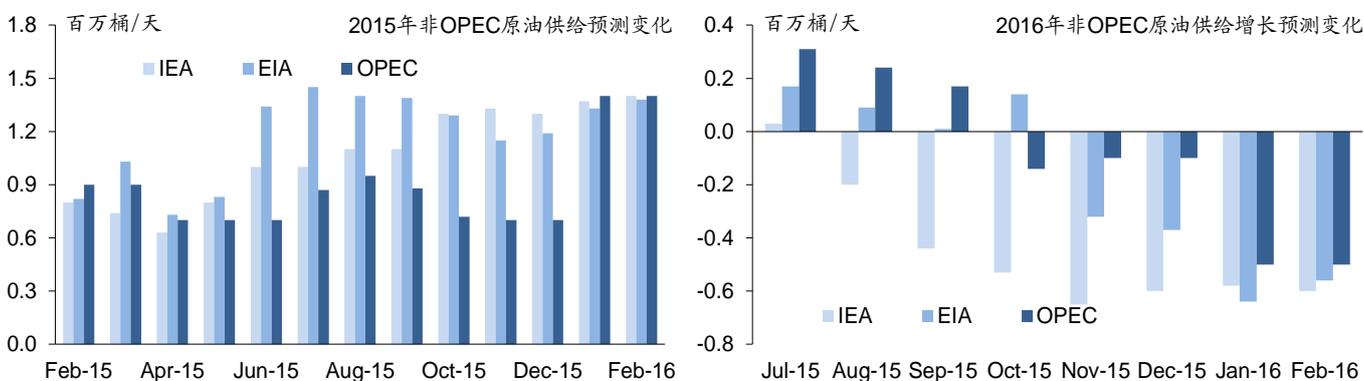


图表 10: IEA、EIA 及 OPEC 对 2015 年 (左) 及 2016 年 (右) 中国原油需求增长预测的变化



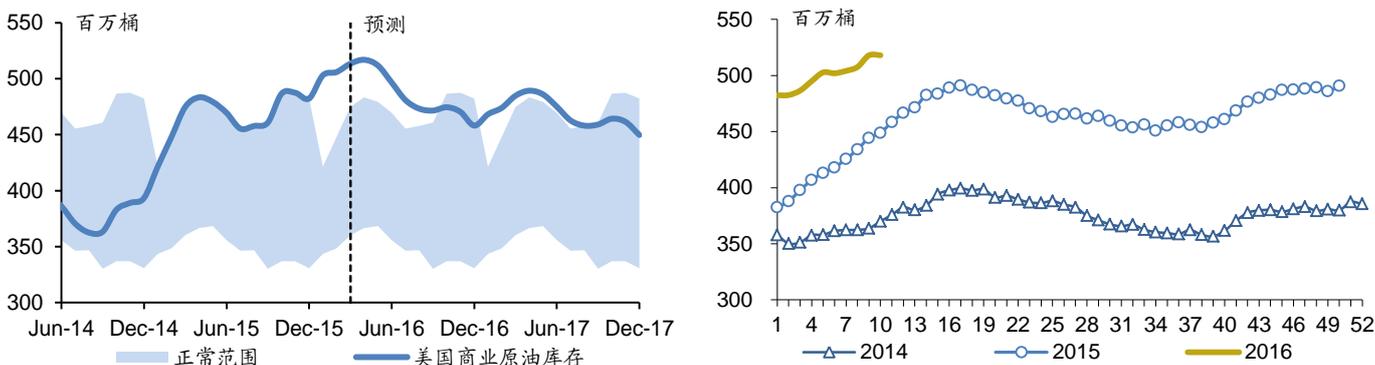
资料来源: 美国能源信息署 (EIA)、国际能源信息署 (IEA)、欧佩克 (OPEC)、中金公司研究部

图表 11: IEA、EIA 及 OPEC 对 2015 年 (左) 及 2016 年 (右) 非 OPEC 原油供给预测的变化



资料来源: 美国能源信息署 (EIA)、国际能源信息署 (IEA)、欧佩克 (OPEC)、中金公司研究部

图表 12: 美国原油库存预测 (左); 美国原油周库存量 (右)

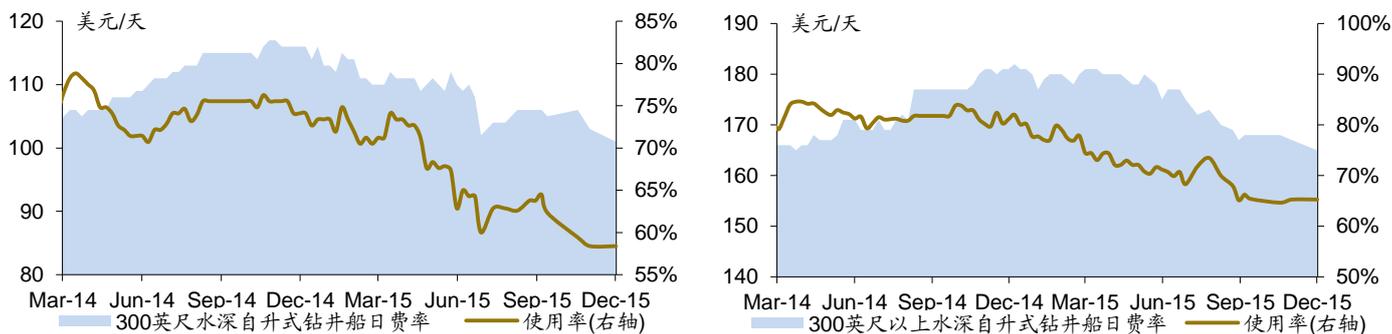


资料来源: 美国能源信息署 (EIA)、彭博资讯 (Bloomberg)、中金公司研究部; 注: 正常范围代表 2010 年 1 月~2014 年 12 月各月间最高和最低库存



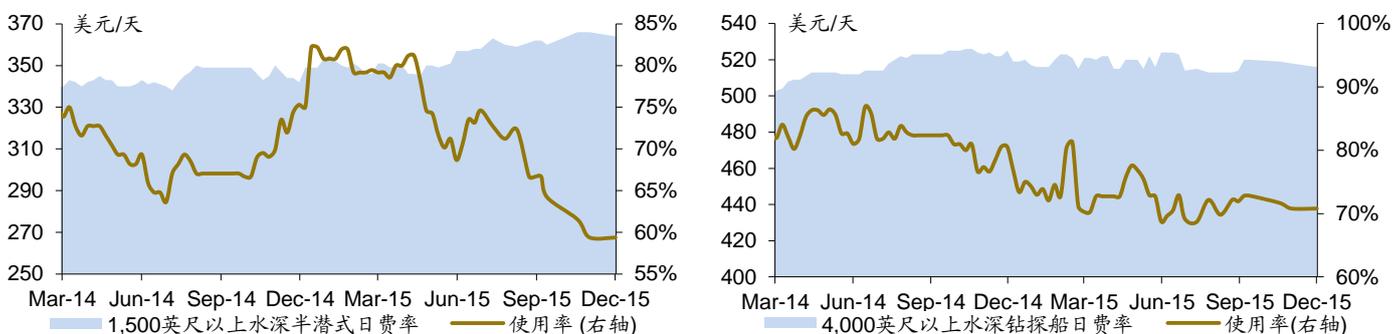
国际油服日费率及使用率

图表 13: 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)



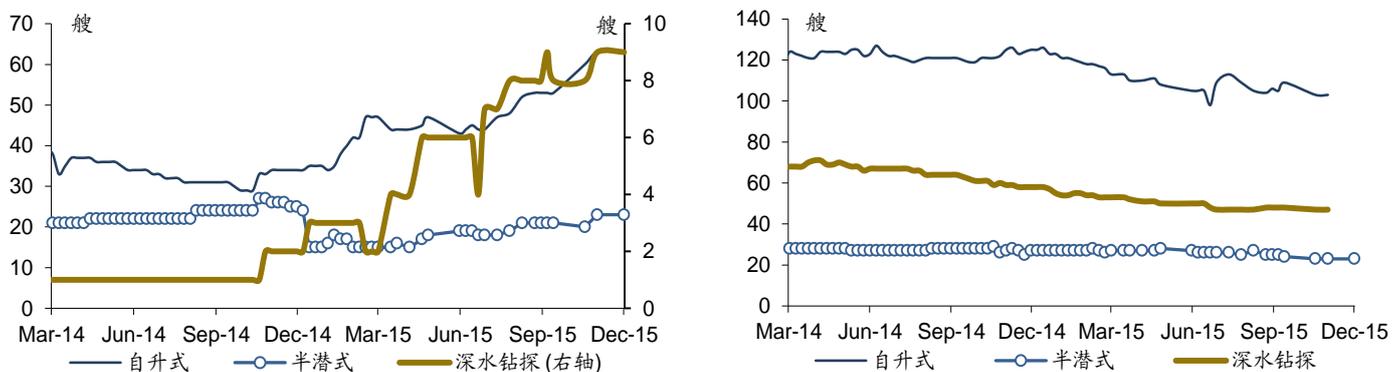
资料来源: Rigzone (W), 中金公司研究部

图表 14: 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 (W), 中金公司研究部

图表 15: 全球闲置钻井船数量 (左); 全球在建钻井船数量 (右)



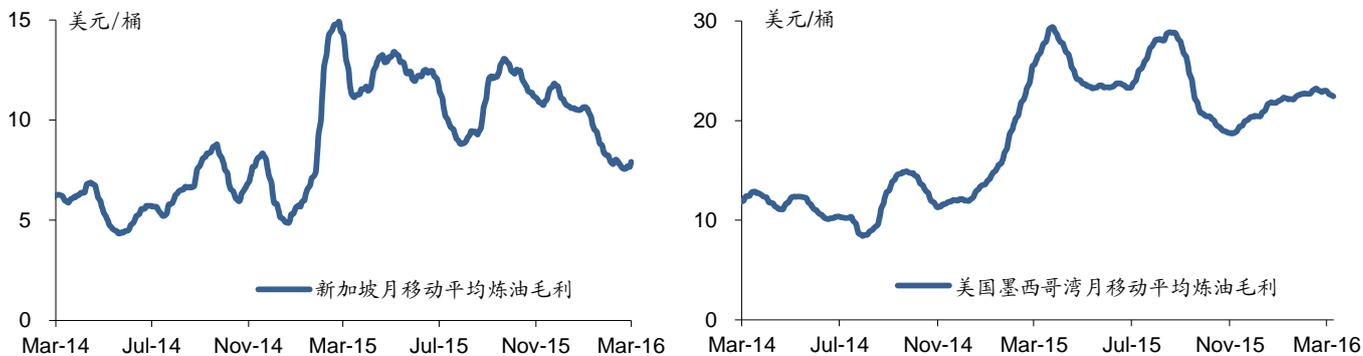
资料来源: Rigzone (W), 中金公司研究部



国际成品油市场动态

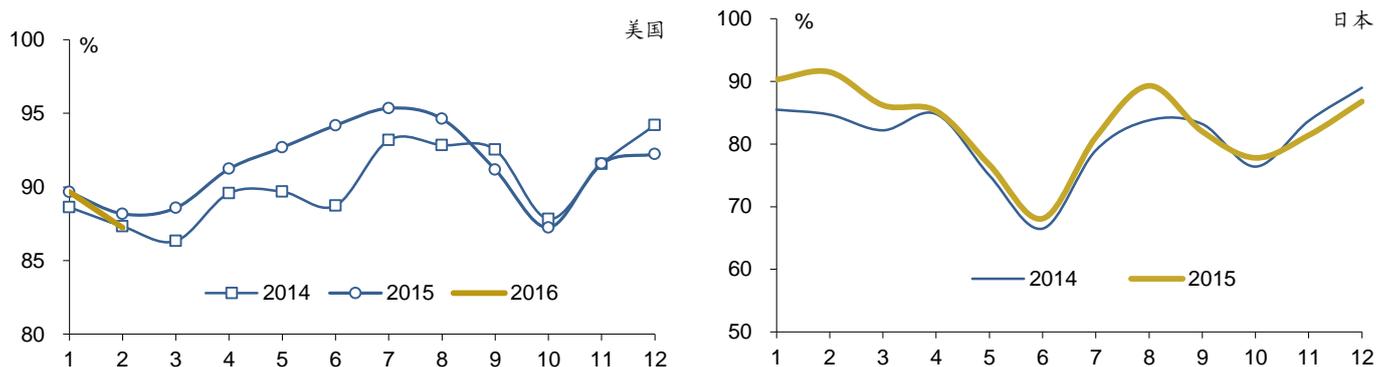
去年11月以来，新加坡炼油毛利由12美元/桶的高位持续回落，2月份新加坡综合平均炼油毛利约为8美元/桶。今年以来，美国墨西哥湾综合炼油毛利维持在20美元/桶以上的高位，2月炼油毛利达到23美元/桶。

图表 16: 新加坡综合炼油毛利 (左); 美国墨西哥湾综合炼油毛利 (右)



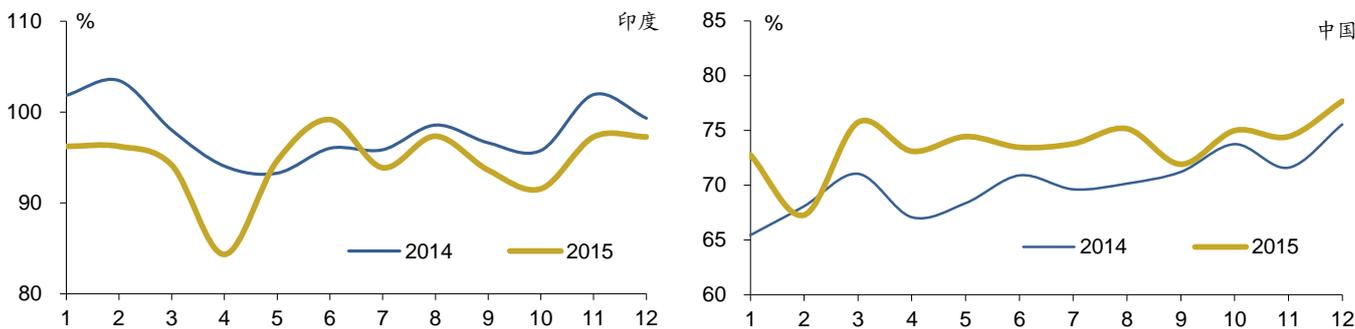
资料来源: 彭博资讯 (D)、中金公司研究部

图表 17: 美国炼厂开工率 (左); 日本炼厂开工率 (右)



资料来源: 彭博资讯 (M)、CEIC (M)、中金公司研究部

图表 18: 印度炼厂开工率 (左); 中国炼厂开工率 (右)



资料来源: 彭博资讯 (M)、中金公司研究部

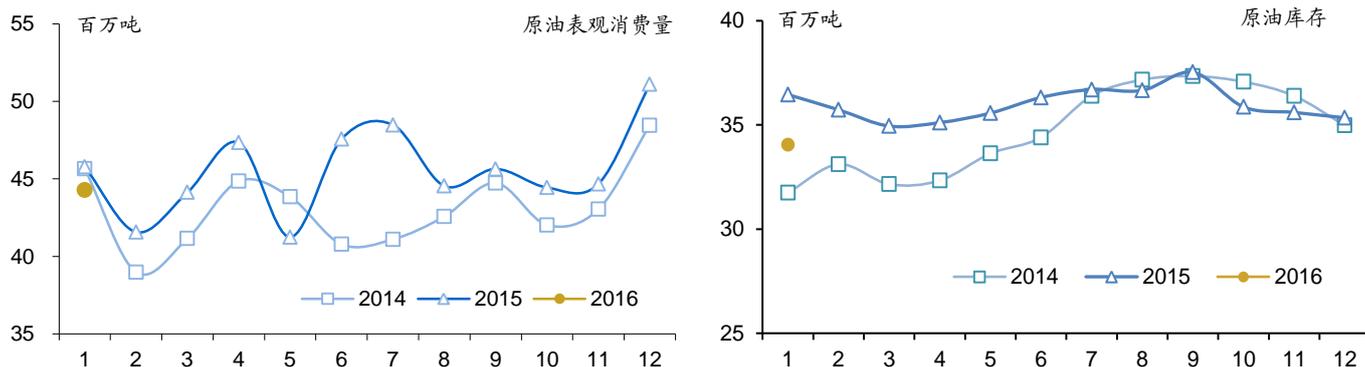


中国石油市场

表观消费、进出口及库存

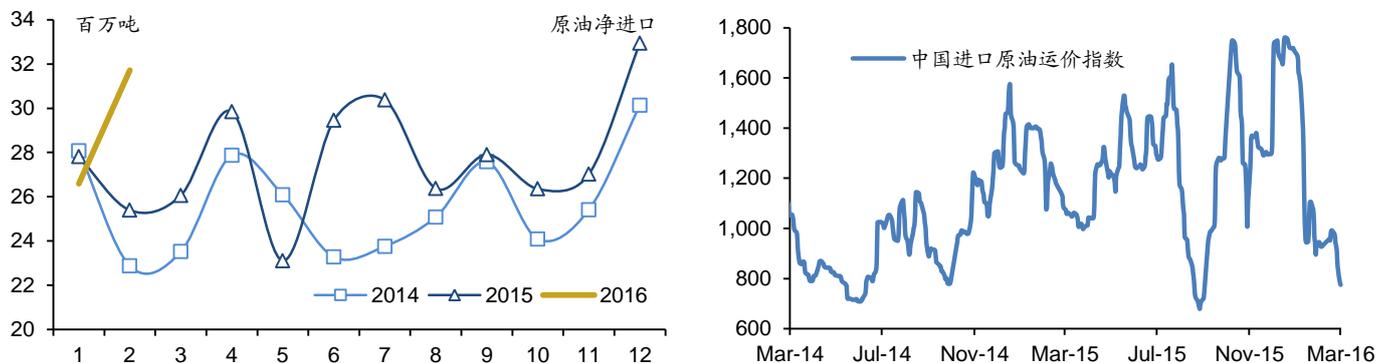
根据海关数据估算，1月份中国原油表观消费量可能同比下降3%至3,870万吨，净进口量同比下降4%，为2,700万吨。1月份中国商业原油库存环比下降3.7%，汽油库存环比上升1.4%，柴油库存环比上升6.7%，煤油库存环比上升2.5%。

图表 19：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：中国海关 (M)、CEIC (M)、新华 08 (M)、中金公司研究部

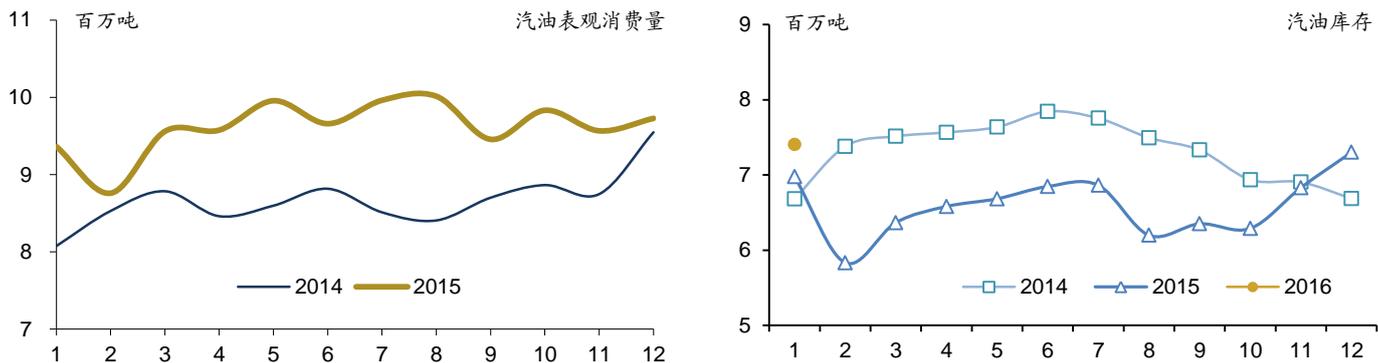
图表 20：中国原油净进口量（左）；中国原油进口海运运价指数（右）



资料来源：中国海关 (M)、CEIC (M)、新华 08 (M)、万得资讯 (M)、中金公司研究部

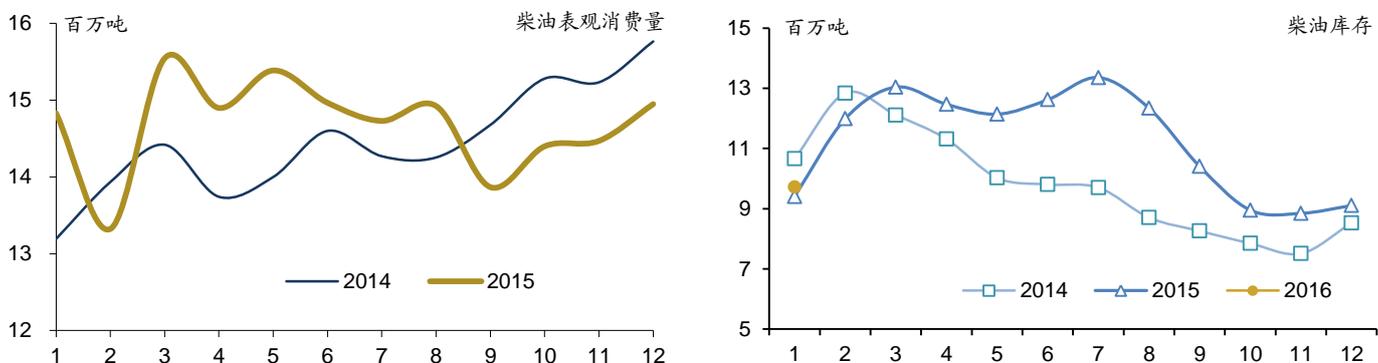


图表 21：中国汽油月度表观消费量（左）；中国汽油库存（右）



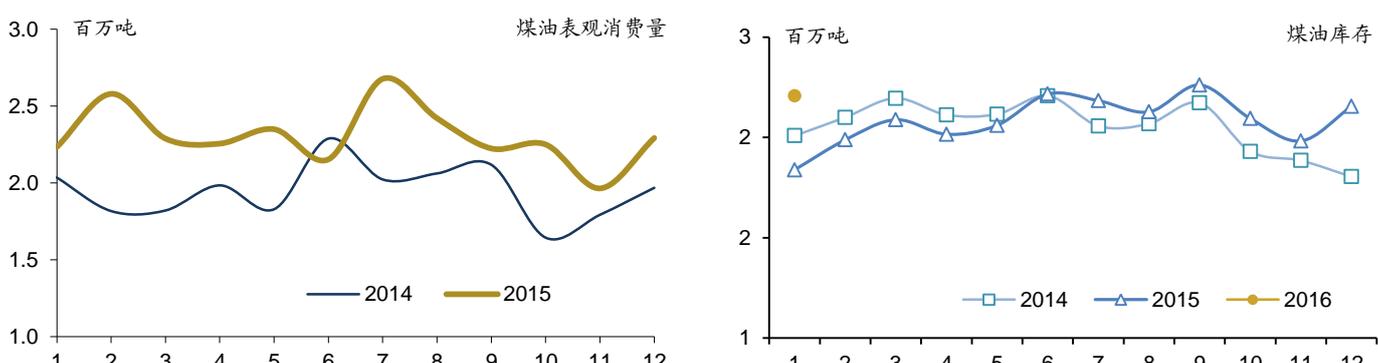
资料来源：中国海关 (M)、CEIC (M)、新华 08 (M)、中金公司研究部

图表 22：中国柴油月度表观消费量（左）；中国柴油库存（右）



资料来源：中国海关 (M)、CEIC (M)、新华 08 (M)、中金公司研究部

图表 23：中国煤油月度表观消费量（左）；中国煤油库存（右）



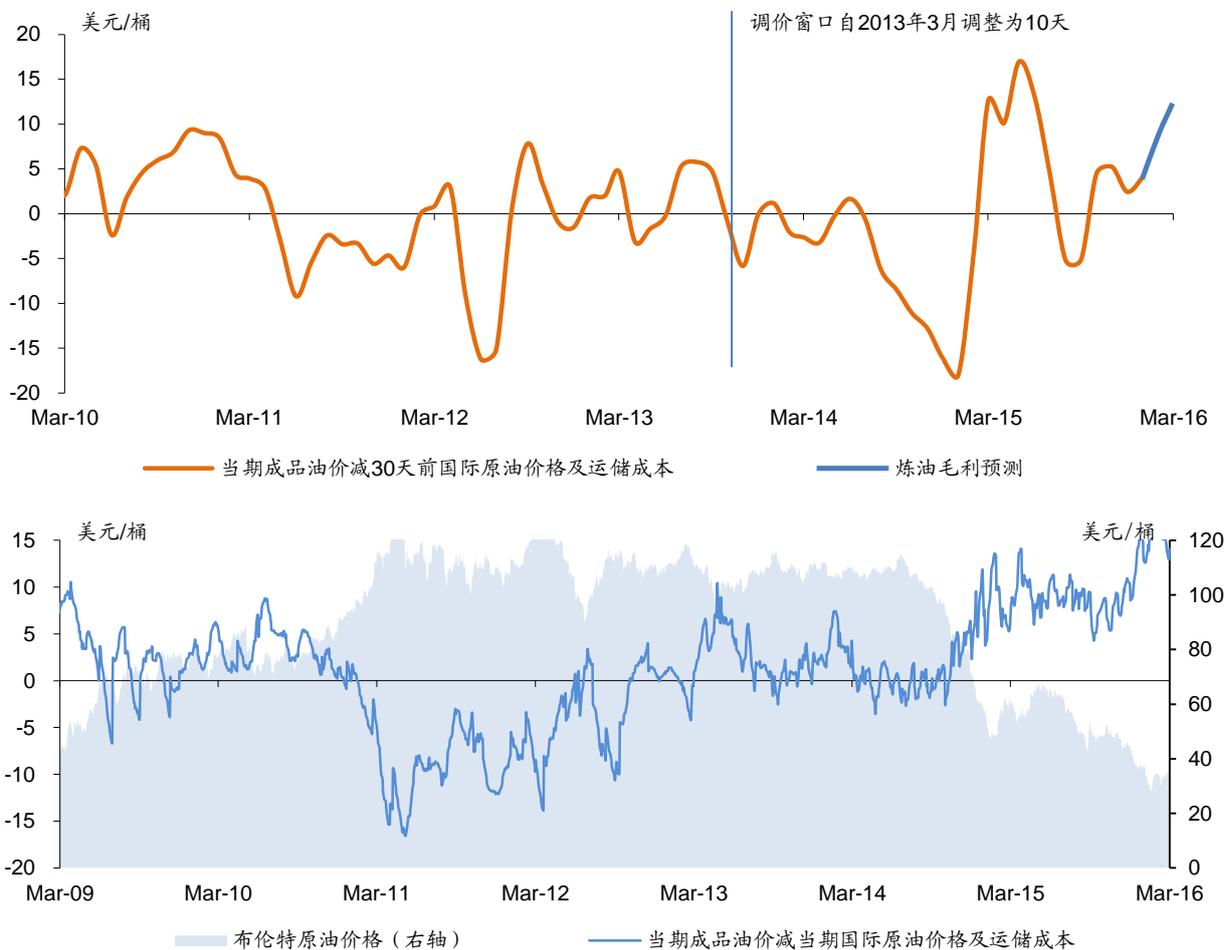
资料来源：中国海关 (M)、CEIC (M)、新华 08 (M)、中金公司研究部



炼油和销售毛利

国际油价持续下行，国内炼油毛利显著好转，如果不考虑炼油行业风险准备金，炼油毛利可能达到 10 美元/桶以上。目前，政府和企业如何分配炼油行业的风险准备金，尚不明朗。

图表 24：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（图示炼油毛利中含风险准备金）



资料来源：国家发改委、彭博资讯 (B)、万得资讯 (D/W)、中金公司研究部

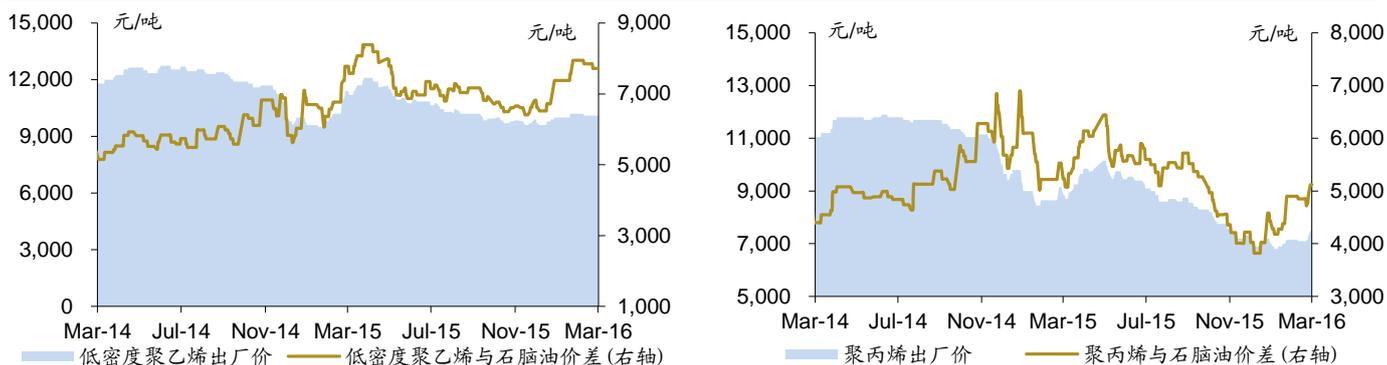


中国石化产品市场

主要产品价差

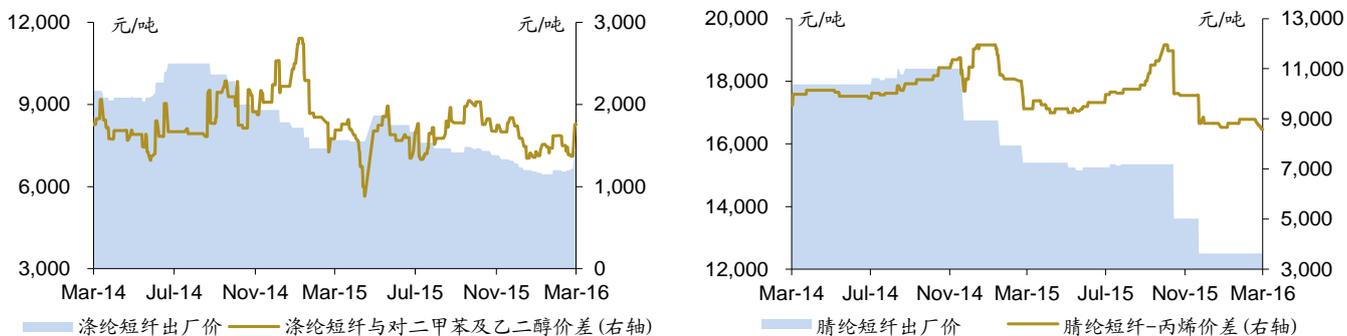
3月份以来，伴随着油价反弹，以及市场预期3~4月份检修高峰来临，化工产品价格普遍上涨。其中，PE、PP价格上涨400~500元/吨，幅度约4~6%；纯苯、PX、PTA上涨200~300元/吨，幅度约3~7%；ABS、苯乙烯、乙二醇上涨700~1,200元/吨，幅度约11~15%；丁二烯上涨1,800元/吨，幅度约28%；丁苯橡胶、顺丁橡胶上涨700~800元/吨，幅度约8~9%。

图表 25：低密度聚乙烯与石脑油价差（左）；聚丙烯与石脑油价差（右）



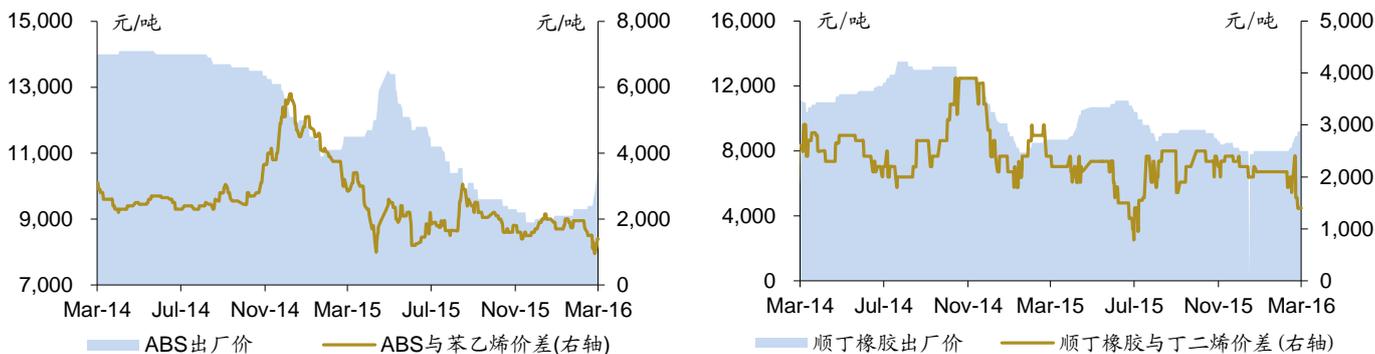
资料来源：隆重石化 (D)、中金公司研究部

图表 26：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 (D)、中金公司研究部

图表 27：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 (D)、中金公司研究部

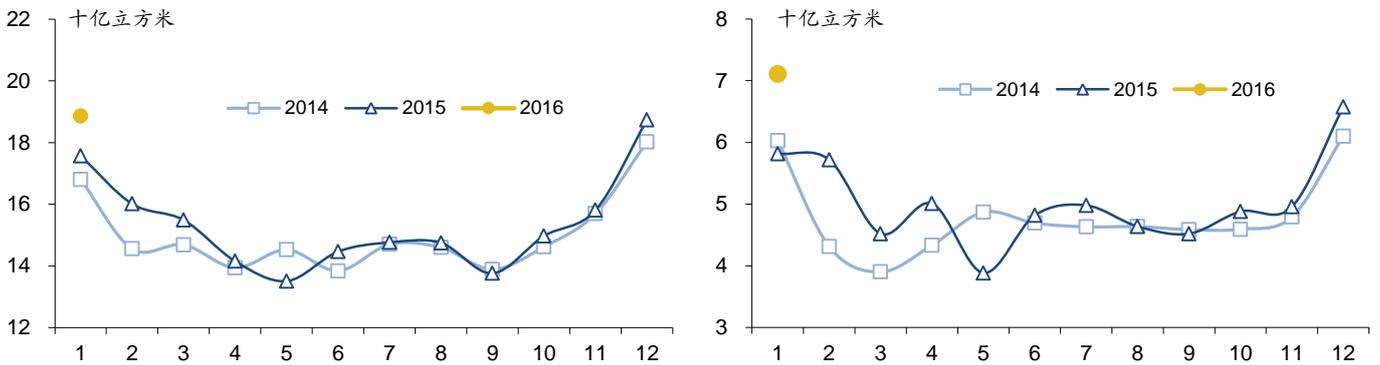


中国天然气市场

表观消费及进口

发改委宏观经济运行局近2个月的全国天然气消费量数据，12月份和2016年1月份国内天然气的月度消费量增速分别为45%和18%，但我们认为，国内天然气储气库容量变化不大的情况下，市场更应该关注统计局和海关总署公布的产量和进出口量得出的表观消费量数据。根据统计局和海关总署数据，12月表观消费量仅同比增长4%。海关数据显示，1月份中国天然气进口量同比增长约20%，至71亿立方米。我们估计1月份天然气消费量增速可能约为10%，主要来自北方地区，特别是京津地区天然气供暖的推动。

图表 28：中国月度天然气表观消费量（左）；中国月度天然气进口量（右）

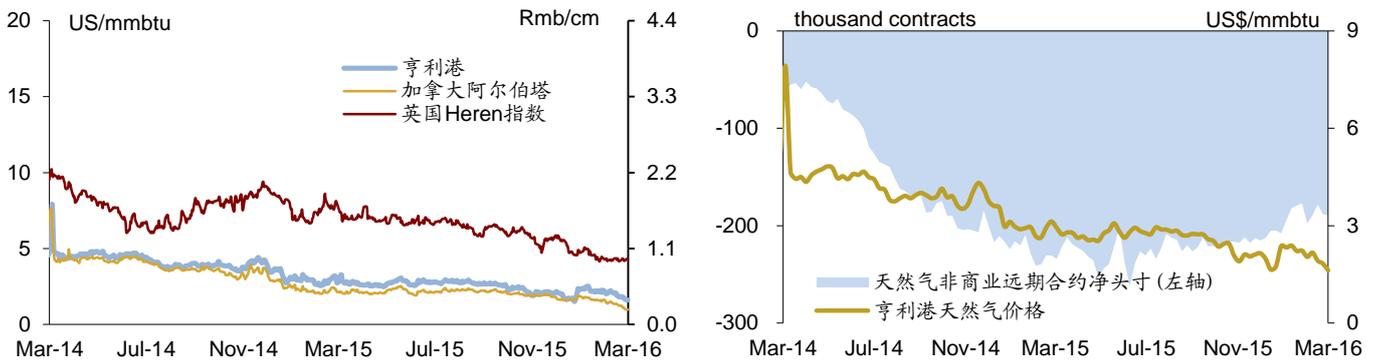


资料来源：中国统计局 (M)、中国海关 (M)、CEIC (M)、中金公司研究部

各级价格趋势

根据安迅思数据，中国2月份LNG现货进口价格 (delivery ex ship) 仅为5.6美元/百万英热单位 (约合人民币1.3元/立方米)，较1月现货价格下跌近23%。安迅思表示，该显著下滑主要由于中国春节假期使得亚洲地区LNG现货贸易低迷。

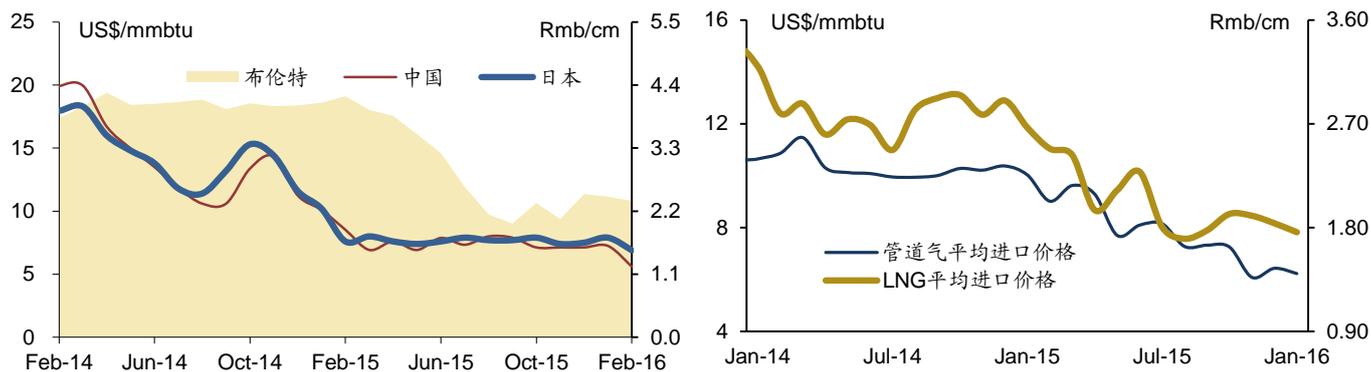
图表 29：国际天然气价格走势（左）；天然气期货非商业净头寸与价格走势（右）



资料来源：彭博资讯 (D)、中金公司研究部

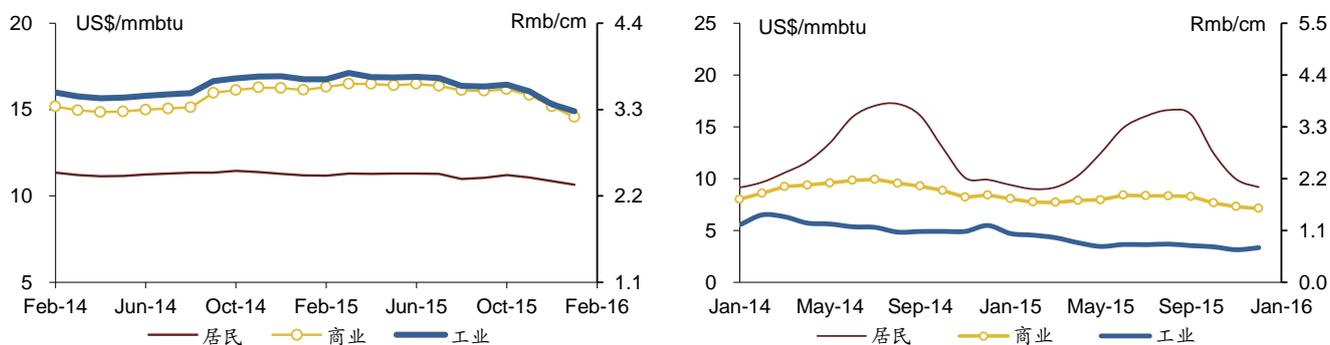


图表 30：中国和日本 LNG 进口现货价格与布伦特原油价格比较（左）；不同进口渠道下的天然气价格（右）



资料来源：安迅思 (W)、日本经济产业省 (M)、CEIC (M)、彭博资讯 (D)、中金公司研究部

图表 31：美国天然气终端消费价格（左）；中国天然气终端消费价格（右）



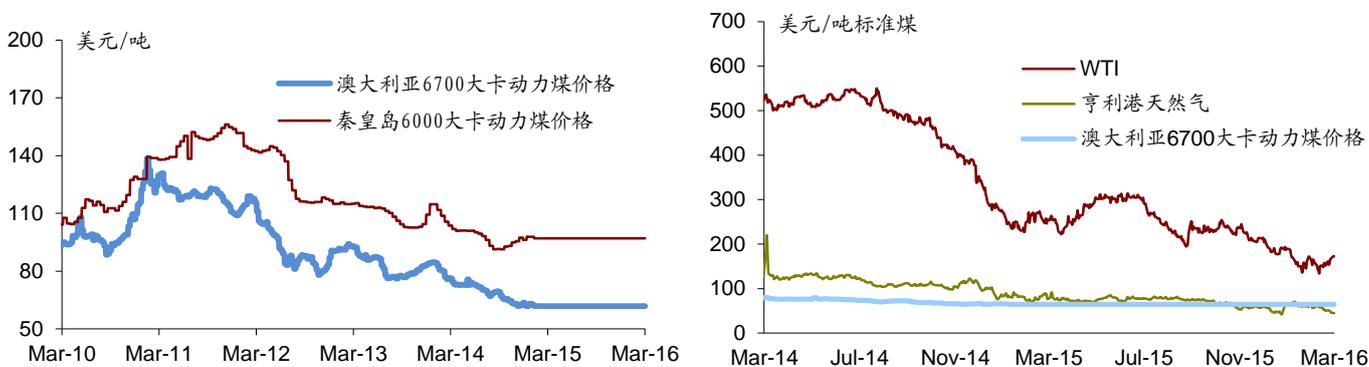
资料来源：CEIC (M)、彭博资讯 (M)、中金公司研究部



中国能源大市场

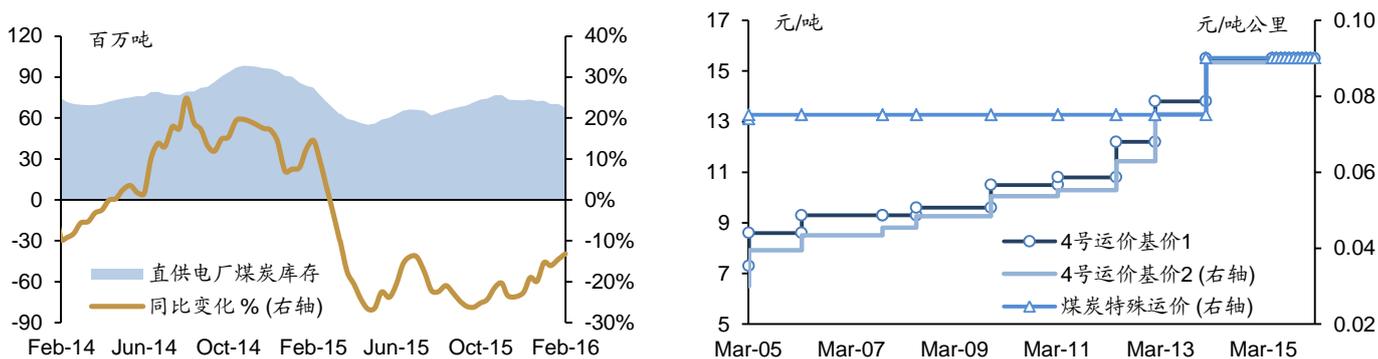
煤炭

图表 32：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）



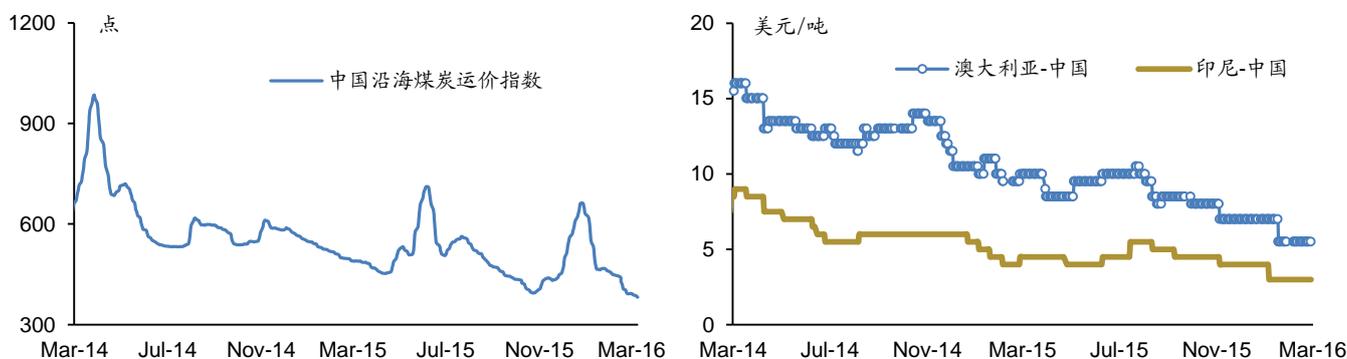
资料来源：彭博资讯 (D)、中金公司研究部

图表 33：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 (M)、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 34：中国沿海煤炭运价指数（左）；煤炭国际海运运费（右）

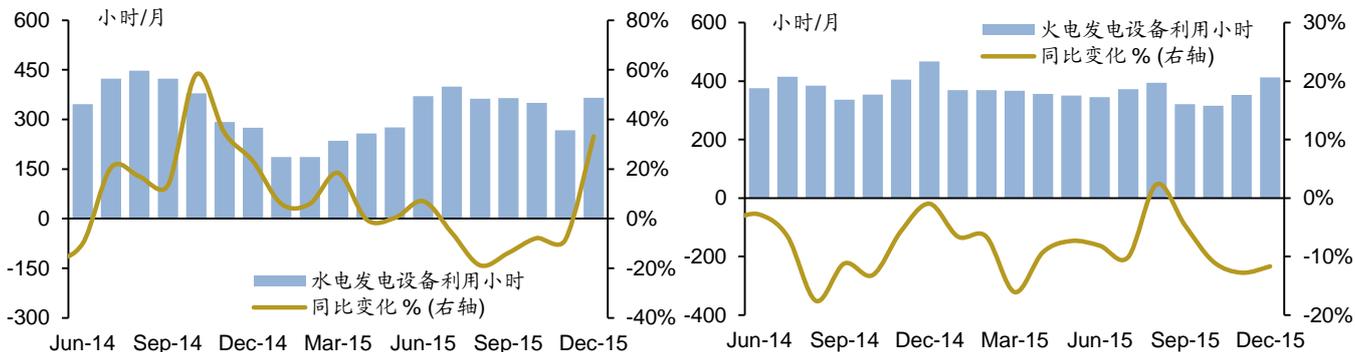


资料来源：万得资讯 (D/M)、中金公司研究部



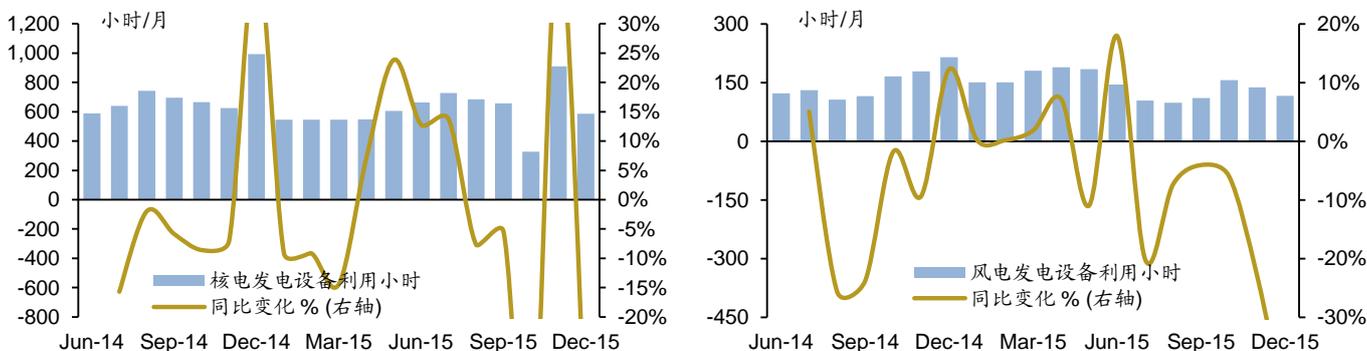
电力

图表 35: 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)



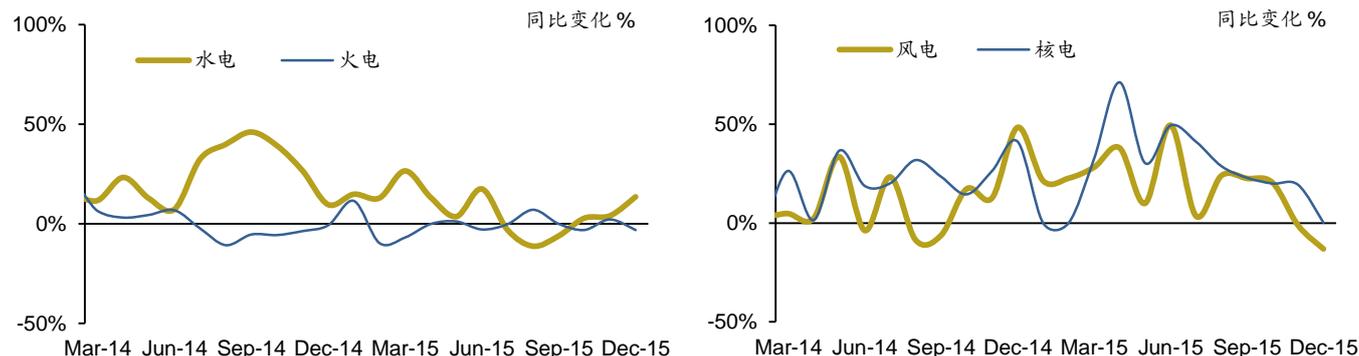
资料来源: 万得资讯 (W), 中金公司研究部

图表 36: 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 (W), 中金公司研究部

图表 37: 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)

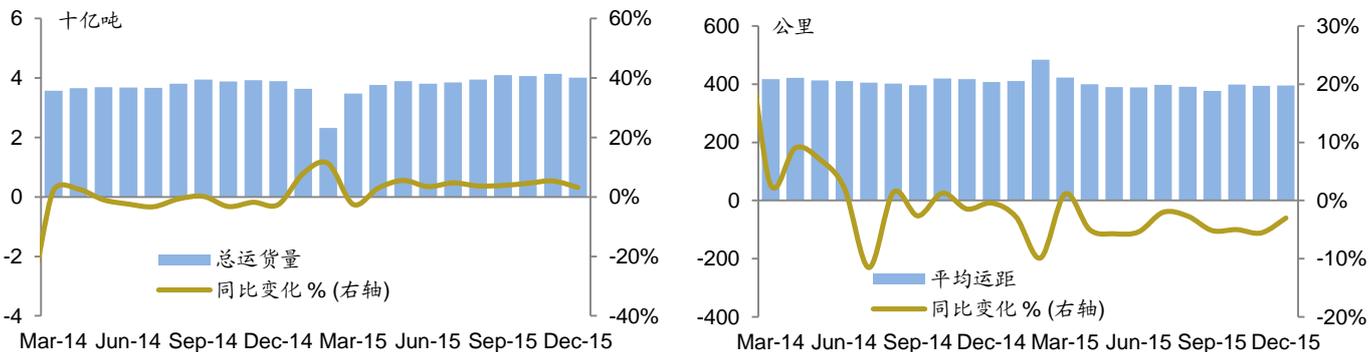


资料来源: 万得资讯 (W), 中金公司研究部



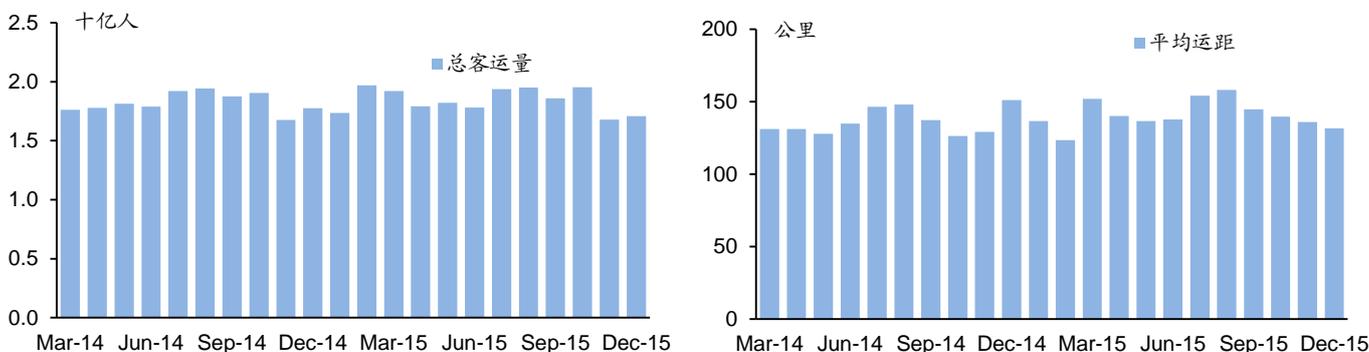
交通运输

图表 38：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 (W)，中金公司研究部

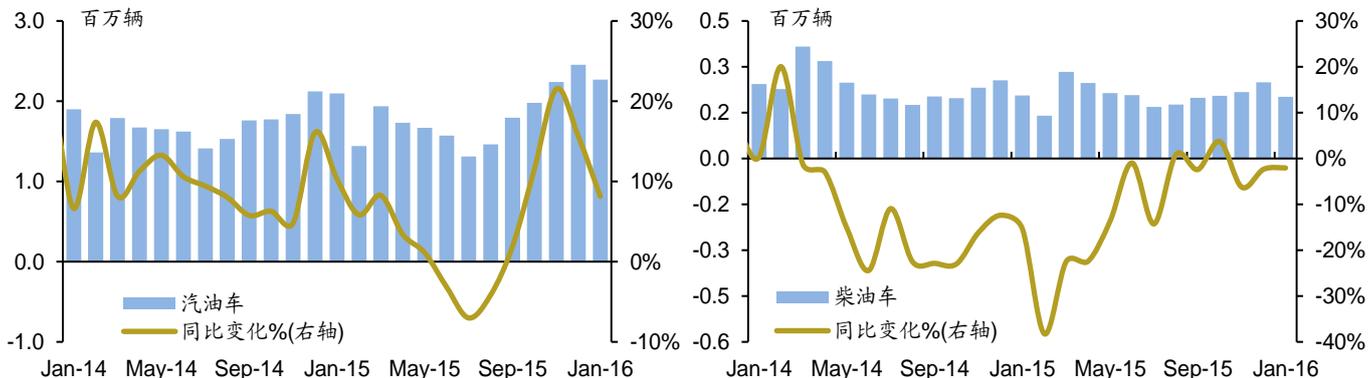
图表 39：全国客运总量（左）；全国客运平均运距（右）



资料来源：万得资讯 (W)，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

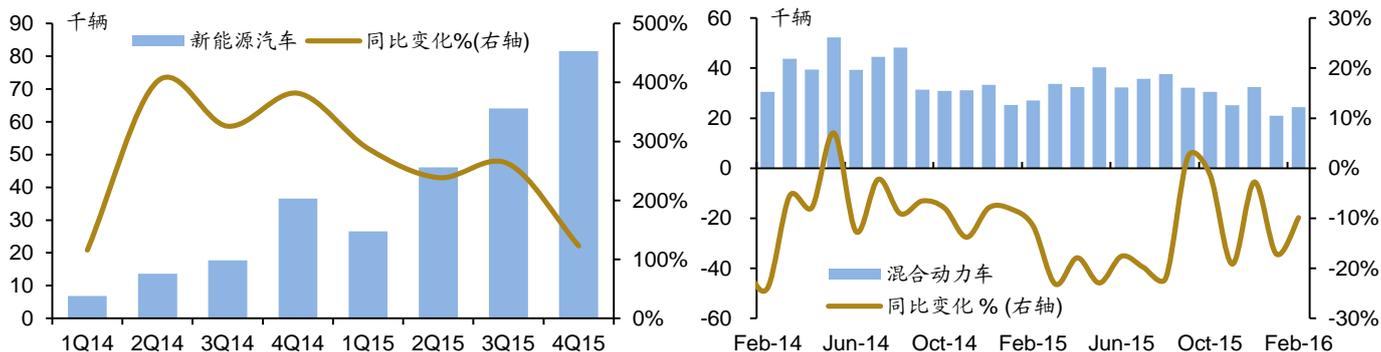
图表 40：全国汽油车销售量及同比变化（左）；全国柴油车销售量及同比变化（右）



资料来源：万得资讯 (W)，中金公司研究部

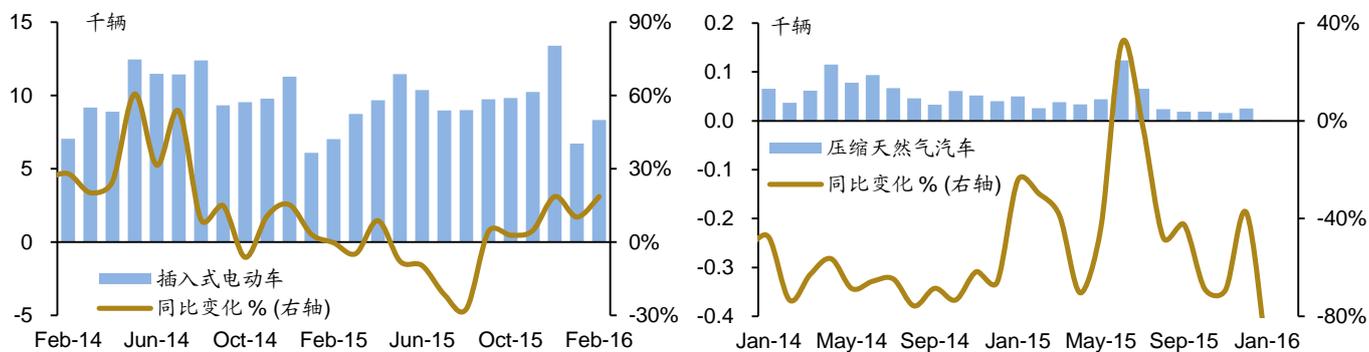


图表 41：全国新能源汽车销售量及同比变化（左）；美国混合动力车销售量及同比变化（右）



资料来源：万得资讯 (W)，中金公司研究部

图表 42：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）

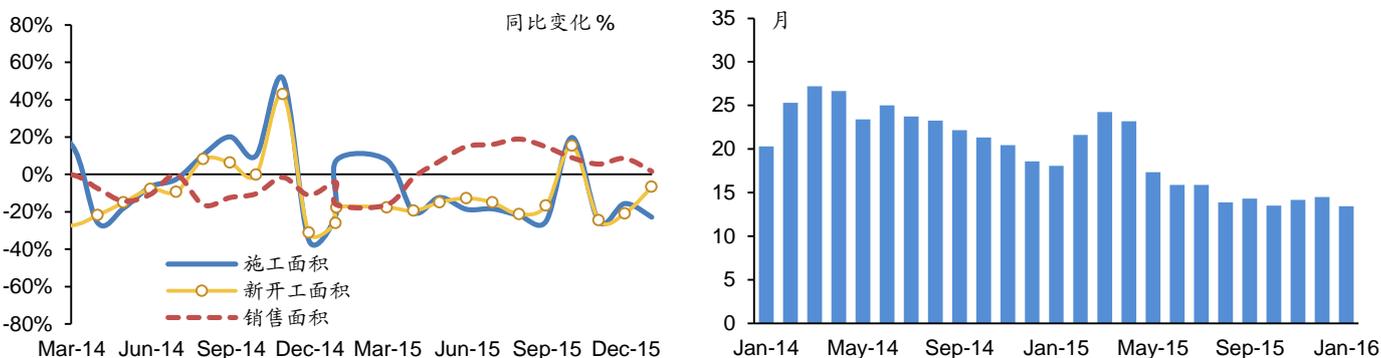


资料来源：万得资讯 (W)，中金公司研究部

房地产

虽然房屋销售面积仍有增长，但 2015 年下半年以来销售面积增速已显著放缓，12 月仅同比增长 2%。另一方面，2015 年，中国新开工面积及施工面积均进入下行通道。2016 年 1 月，中国 17 个主要城市的去库存化周期降至 13 个月。

图表 43：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 (W)，中金公司研究部



图表 45：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 10-Mar	市值 (US\$bn)	每股收益			市盈率(倍)		市净率(倍)		股息收益率		股权收益率	
						14A	15E	16E	15E	16E	15E	16E	15E	16E	15E	16E
一体化	中国石油(*)	0857 HK		5.3	205.4	0.74	0.27	0.47	19.4	11.3	0.7	0.7	2.3%	4.0%	3.1%	5.2%
	中国石化(*)	0386 HK		4.9	82.7	0.58	0.46	0.71	12.7	8.1	0.8	0.8	3.1%	4.9%	6.3%	9.3%
油气生产	中海油(*)	0883 HK		9.1	52.4	1.70	0.42	0.59	21.6	15.4	0.9	0.9	2.8%	2.3%	4.2%	5.7%
	中联能源	0346 HK	竞争对手	0.2	0.2	-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	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
	联合能源集团	0467 HK	供应商	0.4	0.7	-0.23	0.12	n.m	3.7	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
煤层气	中国油气控股	0702 HK	竞争对手	0.2	0.4	0.00	n.m	0.01	n.m	20.6	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
	绿龙煤气	GDG LN	竞争对手	2.9	0.3	-0.23	-0.04	0.04	n.m	n.m	61.3	59.1	n.m	n.m	0.6%	2.2%
工程服务	中石化炼化工程	2386 HK	供应商	5.9	3.4	0.94	0.88	0.86	8.0	8.2	1.1	1.0	5.0%	4.9%	13.7%	12.3%
	惠生工程	2236 HK	供应商	0.9	3.5	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	中石化油服	1033 HK	供应商	1.7	9.7	0.08	0.00	0.00	n.m	n.m	1.0	1.1	0.0%	0.5%	0.1%	-2.4%
	安东油田服务(*)	3337 HK	供应商	0.8	0.2	-0.11	-0.03	0.05	n.m	16.2	0.7	0.7	0.0%	0.0%	-2.5%	4.0%
	华油能源(*)	1251 HK	供应商	0.6	0.1	0.10	-0.12	0.02	n.m	26.8	0.5	0.5	0.0%	0.9%	-8.8%	1.8%
	百勤油服	2178 HK	供应商	0.6	0.1	-0.37	-0.07	-0.02	n.m	n.m	0.3	0.3	0.0%	0.0%	-1.6%	2.3%
	宏华集团(*)	0196 HK	供应商	0.4	0.2	0.04	-0.03	0.01	n.m	81.1	0.2	0.2	0.0%	0.0%	-1.7%	0.3%
	TSC海洋集团	0206 HK	供应商	1.2	0.1	0.03	0.03	0.04	40.7	34.9	3.6	3.2	n.m	n.m	10.0%	9.9%
OCTG	天大石油管材	0839 HK	供应商	1.7	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	2.5	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	1.1	0.2	0.30	0.16	0.14	6.9	7.5	0.5	0.4	4.3%	4.0%	6.8%	6.1%
输油气管道制造	胜利管道	1080 HK	供应商	0.3	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	1.1	0.1	-0.45	0.09	0.16	11.4	6.4	0.3	0.2	0.0%	3.1%	2.2%	3.9%
其他设备生产	巨涛石油服务	3303 HK	供应商	0.6	0.1	0.04	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
	中集安瑞科	3899 HK	供应商	4.2	1.1	0.53	0.33	0.39	13.0	10.9	1.3	1.2	2.5%	2.8%	10.2%	11.3%
石油化工	上海石化(*)	0338 HK	股权关系	3.5	8.4	-0.08	0.37	0.49	9.6	7.1	1.5	1.3	3.1%	4.2%	17.2%	19.4%
	泰山石化	1192 HK	竞争对手	0.2	0.2	0.39	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	4.0	1.3	0.28	0.33	0.50	12.3	8.0	0.8	0.7	1.5%	2.1%	7.1%	9.3%
	光汇石油	0933 HK	竞争对手	2.0	2.6	0.16	0.13	0.12	15.2	16.3	2.0	1.8	0.0%	0.0%	13.6%	8.8%
城市燃气	北京控股(*)	0392 HK	合作伙伴	40.0	6.6	3.77	4.46	4.75	8.9	8.4	0.8	0.8	3.1%	3.3%	9.7%	9.6%
	中国燃气(*)	0384 HK	合作伙伴	10.7	6.8	0.52	0.65	0.84	16.3	12.7	4.2	3.3	0.8%	1.1%	18.3%	19.7%
	新奥燃气(*)	2688 HK	合作伙伴	39.0	5.4	3.12	3.41	4.13	13.6	11.2	2.5	2.2	2.4%	2.9%	20.6%	22.1%
	华润燃气(*)	1193 HK	合作伙伴	21.7	6.2	1.36	1.59	1.98	16.2	13.0	2.6	2.2	1.2%	1.3%	17.2%	18.4%
	港华燃气(*)	1083 HK	合作伙伴	4.3	1.5	0.47	0.51	0.60	10.2	8.7	0.8	0.7	1.9%	2.4%	8.1%	8.9%
	京能清洁能源(*)	0579 HK	合作伙伴	2.4	2.1	0.22	0.36	0.40	6.5	6.0	0.9	0.8	4.6%	5.0%	14.9%	14.7%
	中油燃气	0603 HK	合作伙伴	0.4	0.3	0.06	0.04	0.06	10.1	7.1	n.m	n.m	0.0%	1.4%	n.m	n.m
	香港中华煤气	0003 HK	合作伙伴	13.8	20.6	0.61	0.65	0.69	21.4	20.1	2.8	2.7	2.6%	2.8%	13.6%	13.5%
	新天绿色能源	0956 HK	竞争对手	1.0	0.5	0.11	0.13	0.16	7.1	5.8	0.4	0.4	4.9%	6.0%	5.5%	6.5%
	天伦燃气	1600 HK	竞争对手	5.9	0.8	0.27	0.43	0.69	13.6	8.5	n.m	n.m	n.m	n.m	20.8%	20.2%
化肥	中化化肥(*)	297 HK	竞争对手	1.1	1.0	0.03	0.07	0.10	15.7	11.2	0.6	0.5	1.3%	1.8%	3.7%	5.0%
	中海石油化学(*)	3983 HK	股权关系	1.8	1.1	0.03	0.25	0.27	7.2	6.7	0.5	0.4	6.2%	6.8%	6.4%	6.7%
	心连心化肥	1866 HK	竞争对手	2.6	0.3	0.20	0.38	0.51	7.0	5.2	1.0	0.9	3.6%	4.9%	15.9%	17.9%

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46：一体化可比公司估值

	彭博代码	货币	股价 10/3/2016	市值 (US\$bn)	市盈率(倍)			市净率(倍)			EV/EBITDA (x)			股息收益率			股权收益率			
					15E	16E	17E	15E	16E	17E	15E	16E	17E	15E	16E	17E	15E	16E	17E	
国际超大公司																				
	ExxonMobil	XOM US	美元	82.40	342.2	21.6	32.4	19.3	2.0	2.0	2.0	9.1	10.8	8.0	3.5%	3.6%	3.7%	9.3%	6.1%	9.3%
	Royal Dutch Shell	RDSA LN	英镑	16.65	188.2	9.8	13.9	8.2	0.6	0.6	0.6	6.3	5.8	4.4	11.3%	11.1%	11.0%	4.3%	6.0%	9.8%
	BP	BP/ LN	英镑	3.51	92.2	10.0	18.6	8.8	0.6	0.7	0.7	5.3	5.4	4.3	11.3%	11.3%	11.1%	4.4%	3.3%	7.7%
	Chevron Texaco	CVX US	美元	92.82	174.8	25.5	54.7	18.9	1.1	1.2	1.2	7.3	8.0	5.7	4.6%	4.6%	4.7%	4.0%	1.6%	4.8%
	TotalFinaElf	FP FP	欧元	42.42	114.2	11.5	15.8	11.4	1.2	1.2	1.2	5.9	6.9	5.4	5.5%	5.6%	5.7%	10.6%	7.2%	9.9%
	平均值					15.7	27.1	13.3	1.1	1.1	1.1	6.8	7.4	5.6	7.3%	7.2%	7.3%	6.5%	4.8%	8.3%
国际大公司																				
	ENI	ENI IM	欧元	13.43	53.6	58.1	56.7	19.4	0.8	0.9	0.9	4.6	5.2	3.9	6.1%	6.0%	6.0%	1.4%	1.5%	4.6%
	ConocoPhillips	COP US	美元	39.05	48.3	n.m	n.m	70.0	1.1	1.2	1.2	9.2	10.9	6.6	7.5%	2.6%	2.6%	-3.1%	-5.9%	-0.3%
	Occidental	OXY US	美元	68.43	52.3	412.2	n.m	44.5	1.7	2.4	2.4	11.0	13.2	9.0	4.3%	4.4%	4.5%	0.5%	-1.3%	4.0%
	Repsol YPF	REP SM	欧元	10.64	16.8	8.4	19.6	11.2	0.5	0.5	0.5	5.7	5.7	5.0	9.3%	8.0%	7.6%	5.6%	3.2%	4.2%
	Marathon	MRO US	美元	10.48	8.8	n.m	n.m	n.m	0.4	0.4	0.4	7.5	11.1	6.7	6.5%	1.9%	1.9%	-5.2%	-5.6%	-3.0%
	Hess Corp	HES US	美元	47.08	14.8	n.m	n.m	n.m	0.6	0.7	0.7	8.2	15.5	8.5	2.1%	2.1%	2.1%	-5.5%	-8.2%	-6.2%
	Lukoil	LUKOY US	美元	38.70	32.9	7.1	8.0	5.4	0.4	0.3	0.3	2.4	2.7	2.3	7.0%	6.9%	7.8%	4.7%	4.8%	6.5%
	平均值					12.15	28.1	30.1	0.8	0.9	0.9	6.9	9.2	6.0	6.1%	4.5%	4.6%	-0.2%	-1.6%	1.4%
新兴市场公司																				
	ONGC	ONGC IN	卢比	205.70	26.2	7.4	9.8	9.6	0.9	0.9	0.9	3.9	4.5	4.4	4.8%	3.9%	4.0%	13.3%	9.6%	9.5%
	PTT	PTT TB	泰铢	275.00	22.2	10.5	10.5	9.5	1.1	1.0	1.0	5.8	5.5	5.2	4.1%	3.8%	4.1%	10.8%	9.7%	9.8%
	Gazprom	GAZP RM	卢布	147.35	49.4	2.8	3.1	2.9	0.3	0.2	0.2	2.8	3.3	2.9	4.4%	5.1%	6.3%	8.4%	8.5%	9.0%
	Petrobras	PETR4 BZ	里尔	7.65	31.0	13.5	13.2	5.1	0.3	0.4	0.4	6.3	6.2	5.2	11.6%	9.3%	10.6%	2.4%	2.3%	6.6%
	中海油(*)	883 HK	港币	9.11	52.4	18.9	n.m	n.m	0.9	1.0	1.0	3.7	8.4	8.4	3.2%	n.m	n.m	4.7%	-6.2%	-7.5%
	中国石油H股(*)	857 HK	港币	5.29	205.4	26.7	n.m	n.m	0.7	0.7	0.7	6.8	9.3	10.0	1.7%	n.m	n.m	2.2%	-0.5%	-1.3%
	中国石化H股(*)	386 HK	港币	4.86	98.5	16.8	17.5	19.8	0.8	0.8	0.8	4.8	4.9	5.0	2.4%	2.3%	2.0%	3.9%	3.8%	3.3%
	平均值					13.8	10.8	9.4	0.7	0.7	0.7	4.9	6.0	5.9	4.6%	4.9%	5.4%	6.5%	3.9%	4.2%
中国A股市场																				
	中国石油A股(*)	601857 CH	人民币	7.69	205.4	48.3	n.m	n.m	1.2	1.2	1.2	8.4	10.7	11.4	0.9%	n.m	n.m	2.2%	-0.5%	-1.3%
	中国石化A股(*)	600028 CH	人民币	4.55	82.7	19.0	18.6	21.1	0.9	0.9	0.9	5.7	5.5	5.6	2.1%	2.1%	1.9%	3.9%	3.8%	3.3%
环球市场汇总																				
	最高值(不包括A股市场)				342.2	412.2	56.7	70.0	2.0	2.4	2.4	11.0	15.5	10.0	11.6%	11.3%	11.1%	13.3%	9.7%	9.9%
	最高值				342.2	412.2	56.7	70.0	2.0	2.4	2.4	11.0	15.5	11.4	11.6%	11.3%	11.1%	13.3%	9.7%	9.9%
	最低值				8.8	2.8	3.1	2.9	0.3	0.2	0.2	2.4	2.7	2.3	0.9%	1.9%	1.9%	-5.5%	-8.2%	-7.5%
	平均值					40.5	20.9	17.8	0.9	0.9	0.9	6.2	7.6	6.1	5.4%	5.3%	5.4%	4.0%	2.1%	3.9%
	平均值(不包括A股市场)					41.3	21.0	17.6	0.8	0.9	0.9	6.1	7.6	5.8	5.9%	5.4%	5.6%	4.0%	2.1%	4.2%

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：上游勘探开发可比公司估值

	彭博代码	货币	股价 10/3/2016	市值 (US\$bn)	市盈率(倍)			市净率(倍)			EV/EBITDA (x)			股息收益率			股权收益率		
					15E	16E	17E	15E	16E	17E	15E	16E	17E	15E	16E	17E	15E	16E	17E
大中市值公司																			
Anadarko Petroleum	APC US	美元	42.32	21.5	n.m	n.m	n.m	1.5	1.7	1.9	8.3	11.2	7.4	2.6%	1.8%	1.5%	-11.3%	-12.9%	-4.1%
Apache Corp	APA US	美元	46.23	17.5	n.m	n.m	n.m	1.8	2.1	2.2	6.9	10.6	7.4	2.2%	2.2%	2.2%	-1.7%	-14.0%	-0.7%
Devon Energy	DVN US	美元	22.93	11.7	9.3	n.m	31.7	0.8	1.3	1.3	5.4	12.0	7.6	4.2%	2.2%	1.6%	6.1%	-8.7%	-1.0%
EOG Resources	EOG US	美元	72.26	39.7	n.m	n.m	318.3	3.0	3.4	3.5	11.0	18.2	11.6	0.9%	0.9%	0.7%	-0.5%	-8.2%	-1.5%
Encana Corp	ECA CN	加元	7.22	4.6	n.m	n.m	72.2	0.9	1.0	1.1	5.3	8.3	6.1	3.9%	1.2%	0.8%	-2.1%	-4.4%	-0.7%
Canadian Natural Resources	CNQ CN	加元	34.86	28.8	n.m	n.m	40.3	1.4	1.5	1.4	9.9	12.6	8.0	2.6%	2.7%	2.7%	0.6%	-3.0%	2.4%
BG Group PLC	BG/ LN	英镑	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	7.0%	3.9%	9.2%
Statoil ASA	STL NO	挪威克朗	131	49.1	21.3	32.8	15.4	1.2	1.2	1.2	3.1	3.6	2.8	5.5%	5.6%	5.5%	1.3%	3.2%	7.9%
平均值					15.3	32.8	95.6	1.5	1.7	1.8	7.1	10.9	7.3	3.1%	2.4%	2.1%	-0.1%	-5.5%	1.4%
小市值公司																			
Chesapeake Energy Corp	CHK US	美元	4.63	3.1	n.m	n.m	16.4	0.9	1.9	2.1	6.5	14.2	9.5	3.9%	n.m	n.m	-1.1%	1.6%	7.4%
Noble Energy	NBL US	美元	32.06	13.7	n.m	n.m	n.m	1.2	1.5	1.6	9.1	10.2	9.2	2.3%	1.5%	1.5%	-0.8%	-5.2%	-4.5%
Southwestern Energy	SWN US	美元	7.13	2.8	42.7	n.m	32.9	0.7	1.1	1.2	6.6	13.6	8.4	n.m	n.m	n.m	1.4%	-6.5%	6.2%
Murphy Oil	MUR US	美元	22.98	4.0	n.m	n.m	n.m	0.6	0.7	0.7	4.9	8.0	5.3	6.1%	6.1%	6.1%	-13.0%	-10.6%	-7.3%
Newfield Exploration	NFX US	美元	30.64	5.9	42.3	n.m	57.7	2.4	3.3	3.2	9.7	9.4	8.1	n.m	n.m	n.m	4.0%	0.6%	0.5%
Pioneer Natural Resources	PXD US	美元	128.68	21.0	n.m	n.m	n.m	2.2	2.0	2.1	13.3	14.3	12.8	0.1%	0.1%	0.1%	1.2%	-2.4%	-3.2%
Ultra Petroleum Corp	UPL US	美元	0.92	0.1	2.5	n.m	1.3	1.5	n.m	n.m	6.0	9.0	7.8	n.m	n.m	n.m	42.7%	-61.9%	-146.7%
Questar Corp	STR US	美元	24.95	4.4	19.4	19.1	18.9	3.3	3.1	3.0	9.4	9.6	9.4	3.4%	3.6%	3.6%	17.8%	n.m	n.m
平均值					26.7	19.1	25.4	1.6	2.0	2.0	8.2	11.0	8.8	3.1%	2.8%	2.8%	6.5%	-12.1%	-21.1%
亚洲公司																			
中海油 (*)	883 HK	港币	9.11	52.4	18.9	n.m	n.m	0.9	1.0	1.1	3.4	7.0	7.6	3.2%	n.m	n.m	4.7%	-6.2%	-7.5%
中国石油 (*)	857 HK	港币	5.29	205.4	19.4	11.3	n.m	0.7	0.7	0.8	7.8	6.7	11.4	n.m	n.m	0.7%	2.2%	-0.5%	-1.3%
中国石化 (*)	386 HK	港币	4.86	82.7	12.7	8.1	19.8	0.8	0.8	0.8	5.2	4.3	5.6	3.1%	4.9%	2.0%	6.3%	9.3%	4.1%
ONGC	ONGC IN	卢比	206	26.2	7.4	9.8	9.6	0.9	0.9	0.9	3.9	4.5	4.4	4.8%	3.9%	4.0%	13.3%	9.6%	9.5%
PTTEP	PTTEP TB	泰铢	75	8.4	13.3	26.8	16.4	0.8	0.7	0.7	2.5	3.0	2.7	2.8%	2.0%	2.6%	1.0%	2.8%	3.8%
平均值					14.4	14.0	15.3	0.8	0.8	0.9	4.6	5.1	6.3	3.5%	3.6%	2.3%	5.5%	3.0%	1.7%
环球市场汇总																			
最高值					42.7	32.8	318.3	3.3	3.4	3.5	13.3	18.2	12.8	6.1%	6.1%	6.1%	42.7%	9.6%	9.5%
最低值					2.5	8.1	1.3	0.6	0.7	0.7	2.5	3.0	2.7	0.1%	0.1%	0.1%	-13.0%	-61.9%	-146.7%
平均值					19.0	18.0	50.1	1.4	1.6	1.6	6.9	9.5	7.6	3.2%	2.7%	2.4%	3.8%	-5.7%	-6.4%

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 52：城市燃气可比公司估值表

H股公司	彭博代码	货币	股价 10/3/2016	市值 (US\$bn)	市盈率(倍)			市净率(倍)			EV/EBITDA (X)			股息收益率			股权收益率		
					15E	16E	17E	15E	16E	17E	15E	16E	17E	15E	16E	17E	15E	16E	17E
北京控股(*)	0392 HK	港币	40.0	6.6	8.9	8.4	7.6	0.8	0.8	0.7	12.9	11.8	11.4	3.1%	3.3%	3.7%	9.7%	9.6%	9.8%
华润燃气(*)	1193 HK	港币	21.7	6.2	16.2	13.0	13.9	2.6	2.2	2.3	9.5	7.8	7.5	1.2%	1.3%	1.3%	17.2%	18.4%	17.6%
新奥能源(*)	2688 HK	港币	39.0	5.4	13.6	11.2	12.1	2.6	2.3	2.2	7.3	6.1	6.4	2.3%	2.8%	3.0%	20.6%	22.1%	19.1%
港华燃气(*)	1083 HK	港币	4.3	1.5	10.2	8.7	8.7	0.8	0.7	0.7	11.7	10.4	9.9	1.9%	2.4%	2.7%	8.1%	8.9%	8.1%
中国燃气(*)	0384 HK	港币	10.7	6.8	15.2	11.3	10.7	2.6	2.2	1.9	13.4	12.8	10.2	1.1%	1.5%	1.5%	16.8%	19.5%	18.1%
京能清洁能源(*)	0579 HK	港币	2.4	2.1	6.5	6.7	6.7	0.9	0.9	0.9	5.6	5.9	5.4	4.6%	4.5%	4.9%	14.9%	14.7%	14.7%
新天绿色能源(*)	0956 HK	港币	1.0	0.5	21.0	13.2	6.0	0.4	0.4	0.4	8.8	7.0	5.4	1.6%	2.6%	5.8%	1.9%	3.1%	6.7%
中油燃气	0603 HK	港币	0.4	0.3	10.1	7.1	6.4	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	0.0%	1.4%	1.6%	n.m	n.m	n.m
香港中华煤气	0003 HK	港币	13.8	20.6	21.4	20.1	19.6	2.8	2.7	2.5	19.3	18.2	17.3	2.6%	2.8%	2.8%	13.6%	13.5%	13.3%
滨海投资	2886 HK	港币	2.3	0.3	9.0	5.9	4.4	2.1	1.7	1.3	n.m	n.m	n.m	2.2%	5.3%	6.6%	23.8%	29.3%	30.4%
平均值					13.4	10.9	15.4	1.7	1.5	1.4	10.5	9.6	9.2	2.1%	0.0	0.0	13.3%	12.9%	12.1%
A股公司																			
深圳燃气(*)	601139 CH	人民币	7.6	2.5	22.5	19.6	16.3	2.1	2.0	1.8	11.8	10.5	8.8	2.0%	2.3%	2.8%	11.0%	10.5%	11.8%
金鸿能源(*)	000669 CH	人民币	15.3	n.m	22.5	17.3	14.1	1.6	1.5	1.4	n.m	n.m	n.m	1.0%	1.2%	1.5%	8.2%	9.4%	10.5%
万鸿集团	600681 CH	人民币	10.6	0.4	23.6	18.0	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.
长百集团	600856 CH	人民币	22.2	2.0	50.8	31.6	21.8	4.2	2.7	2.4	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m.	n.m.	n.m.
陕天然气	002267 CH	人民币	8.6	1.5	15.5	12.9	10.5	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	0.0%	1.4%	1.6%	n.m	n.m	n.m
重庆燃气	600917 CH	人民币	8.9	2.1	44.5	44.5	40.4	4.1	3.9	3.7	22.0	19.8	18.2	1.1%	1.1%	1.2%	9.3%	0.1	0.1
胜利股份	000407 CH	人民币	5.5	0.7	42.5	17.3	10.8	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
大通燃气	000593 CH	人民币	9.5	0.4	76.2	48.8	43.3	3.2	3.0	2.9	26.4	23.9	21.5	0.2%	0.5%	0.6%	4.1%	0.1	0.1
国新能源	600617 CH	人民币	10.8	1.7	17.9	13.4	10.8	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	23.8%	25.1%	26.1%
平均值					35.1	24.8	21.0	3.0	2.6	2.4	20.1	18.1	16.2	1.1%	1.3%	1.5%	11.2%	13.6%	14.1%
北美公司																			
ONEOK	OKE US	美元	26.5	5.6	17.2	15.4	13.4	18.1	n.m	8.5	11.9	10.3	9.7	9.2%	9.3%	9.5%	47.3%	10.1%	11.4%
Atmos Energy	ATO US	美元	70.9	7.2	23.1	21.7	20.2	2.2	2.1	2.0	11.5	10.7	9.8	2.2%	2.4%	2.5%	9.8%	10.2%	10.3%
WGL Holdings	WGL US	美元	70.1	3.5	23.2	22.4	21.4	2.8	2.8	2.8	13.4	11.0	10.3	2.6%	2.7%	2.9%	12.3%	11.9%	11.1%
NiSource, Inc.	NI US	美元	22.6	7.2	16.0	21.2	19.8	1.9	1.8	1.7	10.4	9.8	9.2	3.7%	2.8%	3.0%	6.0%	8.8%	9.2%
Piedmont Natural Gas	PNY US	美元	59.7	4.8	32.0	30.2	28.4	3.3	3.2	2.7	15.5	16.1	15.4	2.2%	2.3%	2.4%	10.8%	10.8%	10.6%
TransCanada	TRP CT	加元	49.2	26.1	20.2	18.9	17.3	2.0	2.2	2.1	12.6	12.0	10.9	4.2%	4.6%	4.9%	12.4%	13.1%	16.1%
Enbridge	ENB CT	加元	50.6	35.3	23.7	21.9	20.1	2.4	2.3	2.3	17.2	14.2	13.2	3.7%	4.2%	4.6%	12.3%	15.4%	17.1%
平均值					22.2	21.7	20.1	4.7	2.4	3.2	13.2	12.0	11.2	4.0%	4.0%	4.3%	15.8%	11.4%	12.2%

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 53：化肥可比公司估值表

	彭博代码	货币	股价			市盈率(倍)			市净率(倍)			EV/EBITDA(x)			股息收益率			股权收益率		
			10/3/2016	15E	16E	17E	15E	16E	17E	15E	16E	17E	15E	16E	17E	15E	16E	17E		
北美市场																				
Potashcorp	POT CN	CAD	25.11	15.9	23.4	20.7	2.5	2.5	2.4	7.5	9.6	8.7	6.1%	4.3%	4.3%	14.6%	10.7%	11.8%		
Agrium	AGU CN	CAD	116.92	16.5	18.6	16.3	2.7	2.5	2.3	8.1	8.9	8.1	2.9%	3.0%	3.1%	15.3%	13.6%	14.8%		
Mosaic	MOS US	USD	30.13	10.8	17.2	13.7	1.1	1.1	1.1	6.5	8.1	7.1	3.6%	3.7%	3.7%	9.8%	6.4%	7.6%		
CF Industries	CF	USD	35.42	9.1	13.2	10.7	1.9	1.5	1.5	7.2	7.3	6.0	3.4%	3.4%	3.5%	19.7%	11.4%	13.4%		
平均值				13.1	18.1	15.3	2.0	1.9	1.8	7.3	8.5	7.5	4.0%	3.6%	3.6%	14.8%	10.5%	11.9%		
欧洲市场																				
Yara	YAR NO	NOK	341.4	9.9	10.2	10.0	1.3	1.2	1.1	5.2	5.6	5.5	4.2%	4.4%	4.6%	13.9%	12.4%	11.9%		
K+S	SDF GR	EUR	20.45	7.9	10.6	10.2	2.0	2.0	2.0	4.8	5.8	5.1	5.2%	4.5%	4.8%	11.4%	8.3%	8.3%		
平均值				8.9	10.4	10.1	1.7	1.6	1.5	5.0	5.7	5.3	4.7%	4.4%	4.7%	12.7%	10.4%	10.1%		
香港市场																				
中化化肥(*)	297 HK	HKD	1.11	13.0	9.9	9.1	0.5	0.5	0.5	5.5	4.7	7.2	1.5%	2.0%	2.2%	3.7%	5.0%	5.1%		
中海石油化学(*)	3983 HK	HKD	1.78	7.6	7.4	5.8	0.5	0.5	n.m	1.7	1.7	1.5	5.9%	6.1%	0.0%	6.4%	6.7%	8.2%		
Engro Chemical	ENGRO PA	PKR	306.49	11.7	9.3	7.8	2.1	1.9	1.6	5.6	4.9	4.5	4.6%	5.3%	6.1%	18.6%	19.9%	20.8%		
Fauji Fertilizer	FFC PA	PKR	109.66	8.4	8.8	8.6	5.2	5.0	4.9	7.1	6.5	6.4	10.7%	10.2%	10.2%	60.9%	58.5%	57.7%		
平均值				10.2	8.9	7.8	2.1	2.0	2.3	5.0	4.5	4.9	5.7%	5.9%	4.6%	22.4%	22.5%	22.9%		
A股市场																				
冠农股份	600251 CH	RMB	7.46	35.5	32.4	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	8.4%	8.9%	n.m		
盐湖股份	000792 CH	RMB	16.85	33.7	27.0	18.7	1.4	1.3	1.3	21.9	17.4	15.9	0.4%	0.5%	0.7%	4.3%	5.6%	6.9%		
华鲁恒升	600426 CH	RMB	11.51	11.4	9.1	n.m	1.5	1.3	n.m	6.0	5.6	n.m	1.3%	1.3%	n.m	14.1%	13.7%	n.m		
兴发集团	600141 CH	RMB	10.11	28.1	42.1	30.6	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m		
金正大	002470 CH	RMB	14.45	19.3	14.8	11.5	2.7	2.3	2.0	12.9	10.1	7.2	0.9%	0.8%	0.9%	14.8%	16.3%	17.3%		
芭田股份	002170 CH	RMB	7.86	35.7	23.4	16.4	3.9	3.3	2.8	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	10.1%	12.8%	16.2%		
辽通化工	000059 CH	RMB	6.27	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		
湖北宜化	000422 CH	RMB	6.02	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		
四川美丰	000731 CH	RMB	7.28	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		
鲁西化工	000830 CH	RMB	5.15	13.2	10.5	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		
平均值				25.3	22.8	19.3	2.4	2.1	2.0	13.6	11.0	11.5	0.9%	0.8%	0.8%	10.3%	11.4%	13.5%		
全球市场概览																				
最大值				35.7	42.1	30.6	5.2	5.0	4.9	21.9	17.4	15.9	10.7%	10.2%	10.2%	60.9%	58.5%	57.7%		
最小值				7.6	7.4	5.8	0.5	0.5	0.5	1.7	1.7	1.5	0.4%	0.5%	0.0%	3.7%	5.0%	5.1%		
平均值				16.9	16.9	13.6	2.1	1.9	2.0	7.7	7.4	6.9	3.9%	3.8%	3.7%	15.1%	14.0%	15.4%		

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



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。

V150902

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

