

# 中国石油 (601857. sh)

## 拥有国内最多油气资源的公司

郑屹 化工行业 研究员  
电话: 020-87555888-698  
eMail: zy21@gf.com.cn

### 丰富的油气储量是公司盈利的基石

2006年,公司的原油和天然气储量分别占国内三大石油公司储量的71%和85%,产量分别占66.4%和78.5%,是国内最大油气生产和供应商,也是世界最大的石油公司之一。在原油价格不断走高的背景下,公司最主要的盈利来源于油气的生产和销售。

### 贴近快速成长的油气消费市场

近年来,中国经济保持了快速增长,增速远高于世界平均水平,而且随着中国已经进入重化工发展阶段,经济增长将主要拉动资源产品的消费需求,因此我们相信公司作为国内最大的原油和天然气供应商将会是主要受益者。

### 未来天然气业务增长较快

公司天然气产量占到了国内的75%,公司的天然气运输管道占到国内的85%,我们认为公司未来几年天然气产量将保持15%以上的增长,同期,天然气价格每年将有8%的上调,预计公司天然气业务收入将保持20%以上的年复合增长。

### 投资建议

我们预计公司2007~2009年的每股收益分别为0.84元、0.86元和0.90元。考虑到公司的一体化程度高于中国石化,我们给予公司2008年30~35倍的估值,合理估值区间为26~30元。

### 风险提示

原油和成品油的价格波动是影响公司业绩的主要因素。

### 预测及评估

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营收入(万元)	552229	688978	762738	773234	825484
EBITDA(万元)	185862	191112	209436	214561	223783
净利润(万元)	127867	136229	153629	157274	165539
净利润增长率	31.44%	6.54%	12.77%	2.37%	5.26%
每股收益(元)	0.72	0.76	0.84	0.86	0.90

来源:中国石油天然气股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

### 价格区间

发行价格	15.00 ~ 16.70 元
上市价格	26.00 ~ 30.00 元

### 股票数据

总股本(万股)	17,902,097.78
流通股本(万股)	2,109,890.00
主要股东:	
	中国石油集团
主要股东持股比例	88.21%
流通A股比例	11.79%

### 财务比率

ROE	25.00%
ROA	16.71%
资产负债率	30.37%
每股净资产(元)	3.02

2006 年报数据

### 发行信息:

发行价格(元)	15.00 ~ 16.70 元
主承销商:	
	0
发行市盈率	19.74 ~ 21.97

## 目录索引

<b>投资要点分析</b> .....	3
公司的油气资源储量在国内具有绝对优势.....	3
贴近快速成长的油气消费市场.....	4
天然气业务和化工业务将是公司利润主要增长点.....	5
一体化将提高公司抵抗原油价格波动风险的能力.....	6
<b>公司主营业务分析</b> .....	6
未来天然气业务是公司上游业务的亮点.....	6
成品油定价政策抑制了公司炼油业务的盈利能力.....	7
化工业务产能较小，成长空间较大.....	8
<b>募集资金投向</b> .....	8
<b>盈利预测</b> .....	9
<b>估值及投资建议</b> .....	10
<b>风险提示</b> .....	10

## 图表索引

图1: 公司在国内三大石油公司中的原油储量、产量占比.....	3
图2: 公司在国内三大石油公司中的天然气储量、产量占比.....	3
图3: 公司油气储量和产量位居世界前列.....	4
图4: 中国及全球经济增速(%).....	4
图5: 中国石油消费情况(百万吨).....	4
图6: 中国天然气消费情况(亿立方米).....	5
图7: 国际一体化公司原油产量与加工量比较.....	6
图8: 国际原油与天然气价格走势.....	7
图9: 公司勘探与生产业务预测情况.....	7
图10: 国内外成品价差走势(元/吨).....	8
图11: LDPE、PP与石脑油价差走势(元/吨).....	8
表1: 国内乙烯新增产能.....	5
表2: 公司募集资金投资项目.....	9
表3: 利润预测表(百万元).....	9

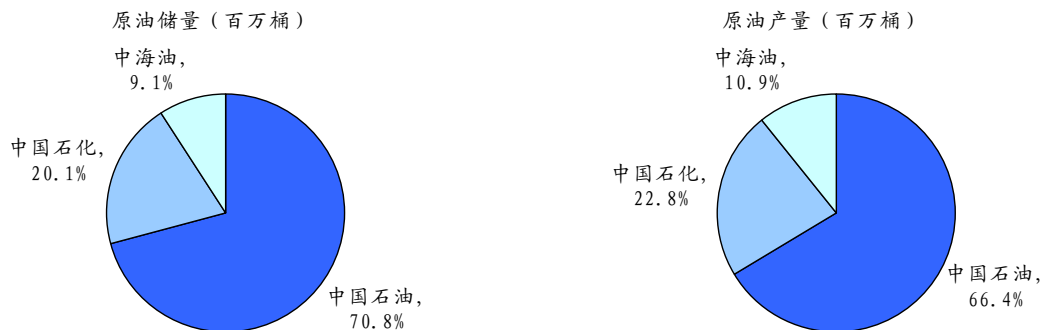
## 投资要点分析

### 公司的油气资源储量在国内具有绝对优势

中国石油是我国油气行业占主导地位的最大的油气生产和销售上，也是世界最大的石油公司之一。

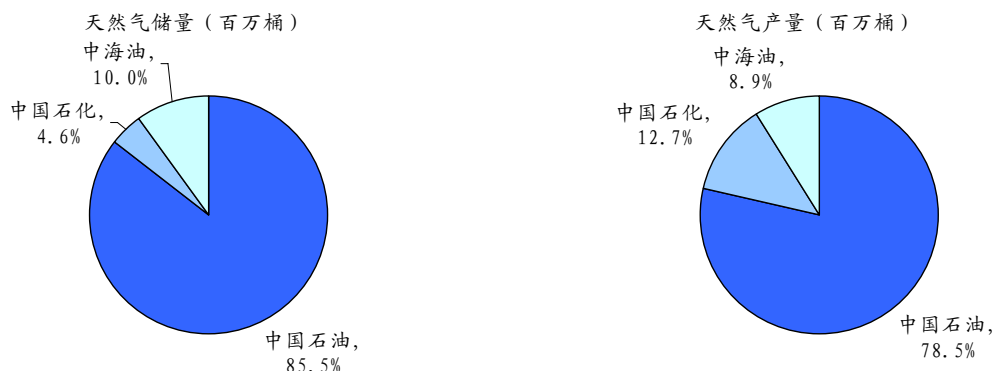
截至2006年底，公司原油和天然气探明储量分别为116.2亿桶和15140.6亿立方米，分别占我国原油和天然气总储量的70.8%和85.5%，公司所拥有的油气储量和产量在国内三大石油公司中具有绝对的优势。

图1 公司在国内三大石油公司中的原油储量、产量占比



数据来源：公司招股说明书

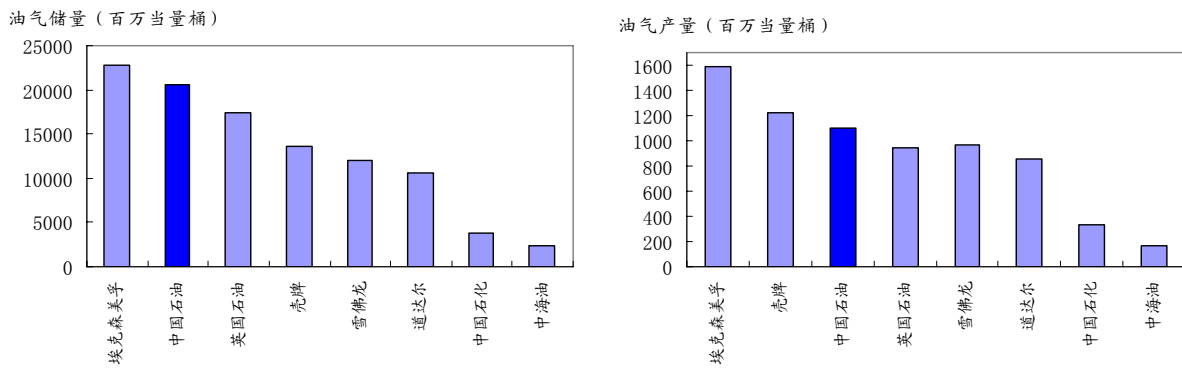
图2 公司在国内三大石油公司中的天然气储量、产量占比



数据来源：公司招股说明书

与国际大型一体化公司（埃克森美孚、英国石油、壳牌、雪佛龙、道达尔）相比，公司的油气储量排在埃克森美孚之后，列世界第二；油气产量位于埃克森美孚、壳牌之后，列世界第三。在国际油价高涨的背景下，丰富的油气资源储量和产量使公司成为2006亚洲最盈利公司，也奠定了公司持续发展的基础。

图3 公司油气储量和产量位居世界前列

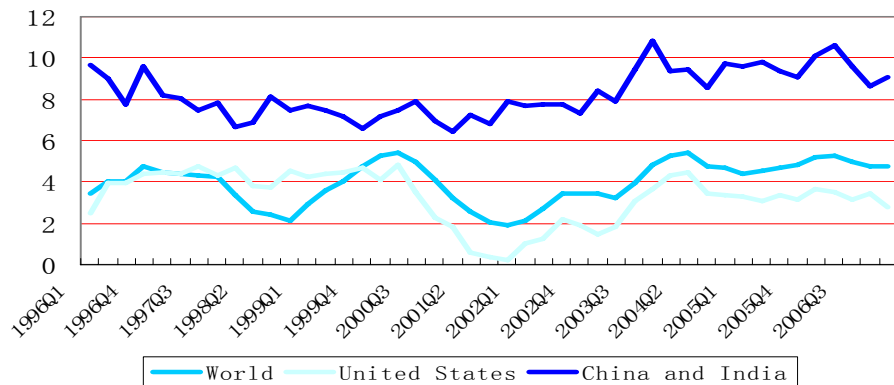


数据来源: 公司公告

### 贴近快速成长的油气消费市场

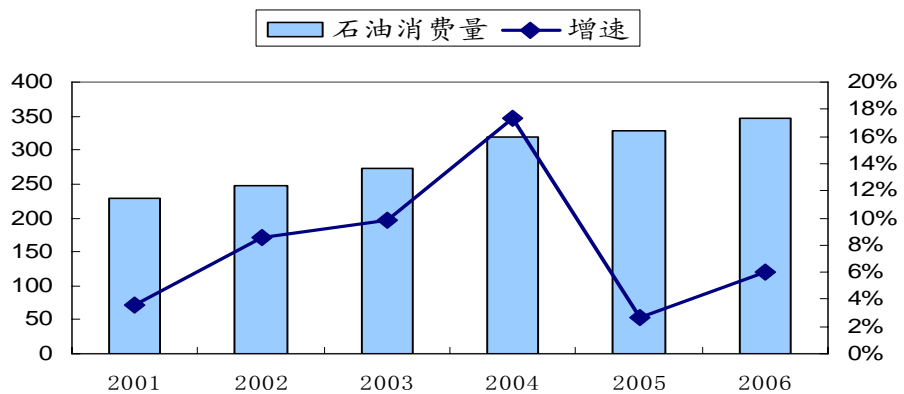
近年来, 中国经济保持了快速增长, 增速保持在9%~10%之间, 远高于全球的3%~4%的增长速度。目前中国正进入重化工发展阶段(预计1998~2015), 经济的增长将主要拉动对资源产品的需求, 预计中国对油气的需求将进入快速增长期, 国内石油公司的业绩成长将有保证。

图4 中国及全球经济增速 (%)



数据来源: IMF

图5 中国石油消费情况 (百万吨)



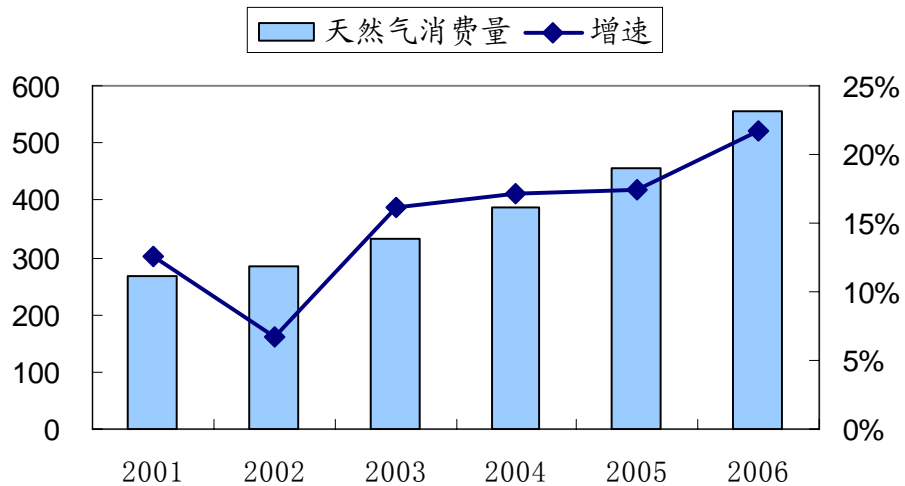
数据来源: 中国石油与化学工业协会

### 天然气业务和化工业务将是公司利润主要增长点

我国天然气工业起步较晚，与世界发达国家和地区相比还有较大的差距，全球天然气占能源消费总量的24%，而目前中国仅占3%。随着国内天然气输送管道的建设，国内天然气消费量出现了快速增长，2004年以来，国内天然气消费增速保持在17%以上，远高于国际2%~3%的增速。未来天然气将逐步成为我国城市燃气市场的主要燃料，国内天然气需求将保持快速增长，预计2010年中国天然气需求将达到1100亿立方米，2006~2010年年均增长18.6%。

截至2006年，中国石油经营的天然气管道长度为20590万公里，占全国的77.8%，天然气销售量约384.2亿立方米，占全国的73.6%。公司的天然气储量和销量在国内天然气市场中占有绝对优势，可以充分分享国内天然气市场的快速成长。

图6 中国天然气消费情况（亿立方米）



数据来源：BP能源统计

相比公司庞大的油气资源储量和开采量，公司的炼油和乙烯装置产能还较小，中国石油2006年一次蒸馏能力为9.4亿桶，乙烯产能为263万吨，分别占国内产能的37.7%和26.6%。根据公司乙烯项目建设计划，到2009年，公司乙烯产能预计将达到523万吨，比2006年增长一倍。

表1 国内乙烯新增产能

生产商	地点	投产日期	产能 (万吨)	备注
中海壳牌	惠州	2006年1月	80	新建
中石化-茂名石化	茂名	2006年2季度	64	扩能
中石油-大庆石化	大庆	2006年4季度	32	扩能
中石油-兰州石化	兰州	2006年4季度	33	扩能
中石油-抚顺石化	抚顺	2008年	80	新建
中石化-福建炼化	泉州	2008/2009年	80	新建
中石油-独山子石化	独山子	2008/2009年	100	新建

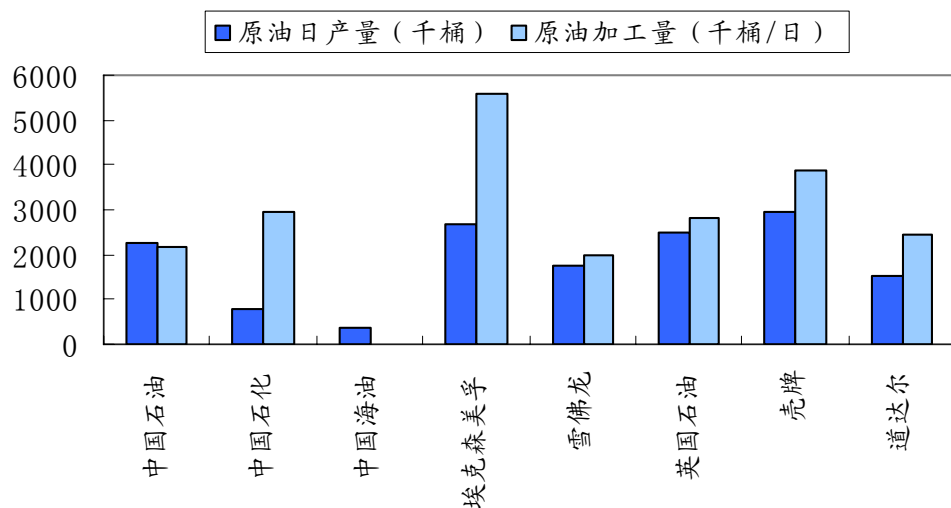
中石化-四川达州	四川	2008/2009年	60	新建
中石油-四川彭州	四川	2009年	80	新建
中石化-镇海炼化	宁波	2008/2009年	100	新建
中石化-天津石化	天津	2008/2009年	100	新建
中石化-广州石化	广州	2009年	80	新建
<b>合计</b>			<b>889</b>	
<b>中石油合计</b>			<b>325</b>	

数据来源：广发证券发展研究中心

### 一体化将提高公司抵抗原油价格波动风险的能力

相比于埃克森美孚等国际大型一体化公司，中国石油的原油日加工量小于日产量，因此公司对外购原油的依赖较小。在假设成品油价格不变的情况下，原油价格上涨对公司业绩的影响较小，如果原油价格上涨能完全向下游产业传导，则油价上涨将助推公司业绩增长。

图7 国际一体化公司原油产量与加工量比较



数据来源：公司公告

## 公司主营业务分析

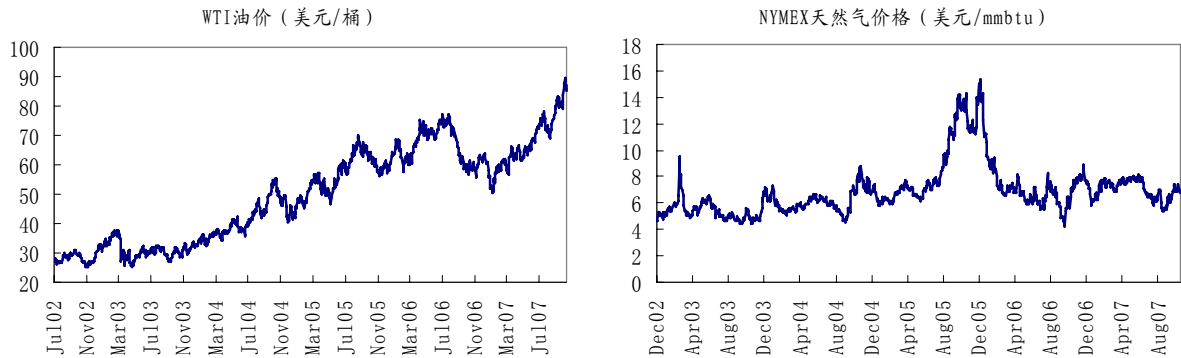
### 未来天然气业务是公司上游业务的亮点

中国石油在国内油气开采领域优势明显，2006年公司原油产量和天然气产量分别占国内三大石油公司合计产量的66.4%和78.5%。近5年来，公司的原油和天然气产量年均复合增长率分别为1.92%和22.95%，由于公司的储采比较高，而且随着公司新油气田（冀东南堡油田、龙岗气田等）的发现和开发，我们预计未来3年公司原油产量将保持1%左右的增速，天然气产量将保持15%以上的增速。

当前全球已经进入高油价时代，我们预计2007年国际WTI平均油价为70美元/桶，2008~2009年油价将保持在65美元/桶左右。国内天然气价格与国际价格相比还有较大的差距，国家已经明确天然气价格将在未来几

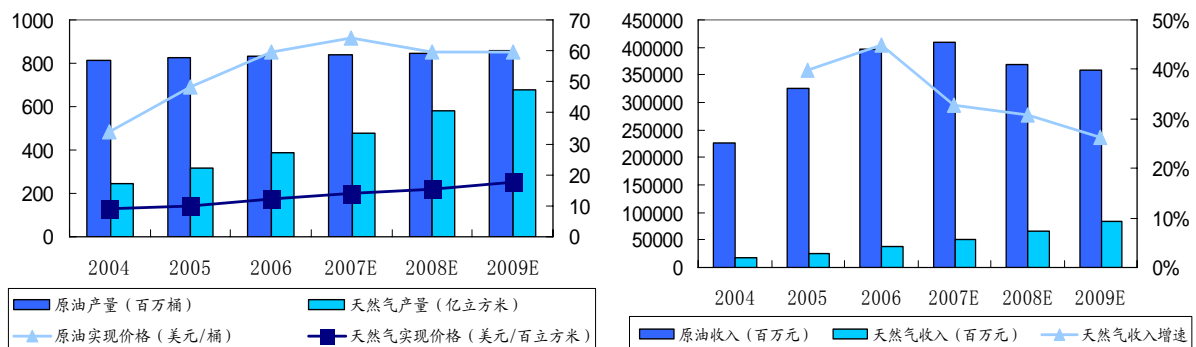
年将保持8%的上涨幅度，国内天然气市场将迎来价增量升的时期。公司天然气管道经营长度和天然气产量在国内占有很高的份额，我们认为公司天然气业务将保持快速的增长，预计增速保持在20%以上。

图8 国际原油与天然气价格走势



数据来源: Bloomberg

图9 公司勘探与生产业务预测情况



数据来源: 公司公告 广发证券发展研究中心

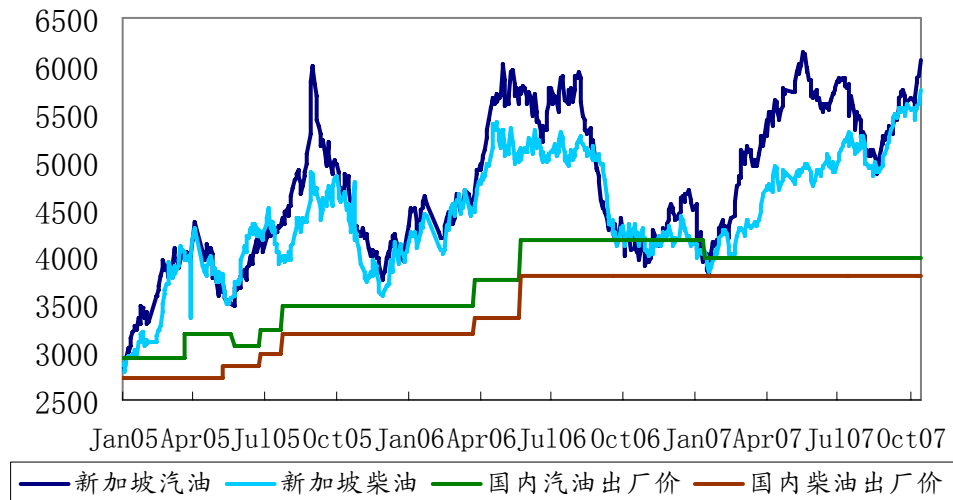
### 成品油定价政策抑制了公司炼油业务的盈利能力

截至2006年底，中国石油拥有一次蒸馏能力达9.4亿桶，加工原油7.9亿桶，汽油、柴油、煤油产量约为6831.8万吨，销售约7490.4万吨。虽然公司的原油产量大于加工量，但是在成品油价格不上调而原油价格不断走高的背景下，公司炼油业务依然面临着成本压力。

近期国内外汽柴油价差再次拉大到1000元左右，国内炼油行业的亏损已经不可避免，未来国内炼油行业的盈利水平仍将主要受成品油定价政策的影响。

由于国内通胀的压力，我们预计成品油价格在年内上调的可能性很小，公司2007年下半年炼油业务将出现亏损。根据我们的财务模型计算，公司销售的汽、柴、煤油平均价格每上涨100元/吨，将提高每股收益约0.02元。

图10 国内外成品油价差走势 (元/吨)



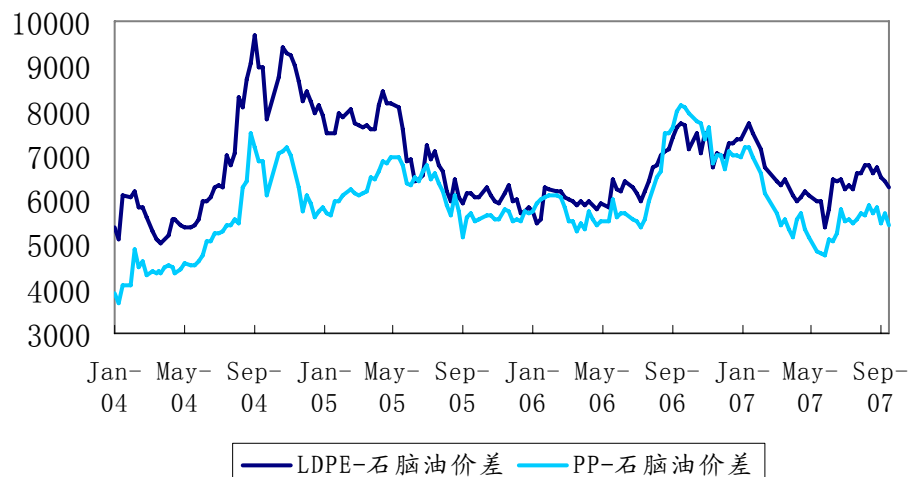
数据来源：广发证券发展研究中心

**化工业务产能较小，产能成长空间较大**

2008~2009年，中国石油有抚顺、独山子、彭州三套共计260万吨乙烯装置投产，乙烯产能将从2006年的263万吨增长到523万吨，增长约一倍。

2007年公司化工毛利将有望保持稳定，预计2008年化工毛利将出现缓慢下滑，预计化工周期底部将在2010年出现，主要原因是2009年中东将有多套大型乙烯装置建成投产，且这些乙烯装置的目标市场主要在中国，因此预计国内化工毛利在2010年出现低谷。

图11 LDPE、PP与石脑油价差走势 (元/吨)



数据来源：广发证券发展研究中心

**募集资金投向**



公司此次募集资金主要投向原油产能建设和炼油、乙烯装置建设项目，从所投资的项目可以看出，公司主要投资目的是加大上游原油生产能力，进一步加强公司炼化一体化方面的竞争优势，公司上下游均衡发展的优势将更加明显。

表 2 公司募集资金投资项目

项目名称	产能规划	投资额
长庆油田原油产能建设	新建 212.8 万吨产能	68.4
大庆油田原油产能建设	新建 147 万吨产能	59.3
冀东油田原油产能建设	新建 50 万吨产能	15.0
独山子石化加工进口哈萨克斯坦含硫原油	新建一次蒸馏能力 1000 万吨	175.0
炼油及乙烯技改工程	新建乙烯产能 100 万吨	
大庆石化 120 万吨/年乙烯技改扩建工程	新建乙烯产能 60 万吨	60.0

数据来源：公司招股说明书

## 盈利预测

### 盈利预测假设

1. 假设 2007~2009 年国际原油价格分别为 70 美元/桶、65 美元/桶、65 美元/桶；
2. 假设 2007~2009 年公司原油产量年均复合增长 1%，天然气产量年均复合增长 15%，天然气价格每年上涨 8%；
3. 假设 2007 年公司化工毛利与 2006 年水平相当，2008 年后开始出现下滑；
4. 成品油定价机制仍未推出，价格受管制；
5. 发行 40 亿 A 股。

表 3 利润预测表（百万元）

	2005	2006	2007E	2008E	2009E
营业收入	552229	688978	762738	773234	825484
营业成本	-276622	-362590	-403848	-413607	-446132
营业税金及附加	-19768	-51692	-53392	-54126	-57784
销售费用	-28381	-35050	-37374	-35569	-37147
管理费用	-36284	-44429	-49578	-46394	-49529
财务费用	-833	-1322	-3101	-2893	-2678
营业利润	189369	192325	218446	223645	235214
利润总额	185029	189790	213968	219045	230556
所得税	-51785	-47043	-52422	-53666	-56486
少数股东损益	-5377	-6518	-7917	-8105	-8531
净利润	127867	136229	153629	157274	165539
摊薄后每股收益（元）	<b>0.71</b>	<b>0.76</b>	<b>0.84</b>	<b>0.86</b>	<b>0.90</b>

数据来源：公司公告 广发证券发展研究中心

## 估值及投资建议

与中国石化相比，中国石油的油气储量和产量分别是中国石化的5.4倍和3.3倍，且公司的一体化程度高于中国石化，在国际能源价格不断走高的背景下，中国石油能够更好的抵御原油价格波动的风险，因此我们认为中国石油的估值水平理应高于中国石化。目前中国石化的08PE在25倍左右，我们认为应该给予中国石油30~35倍的市盈率，按照2008年0.86元的每股收益计算，中国石油的合理价格区间为26~30元。

## 风险揭示

国内汽、柴、煤油的零售中准价由国家发改委控制，近年中国石油的炼油业务亏损就是因为国内成品油价格与原油价格倒挂所致。由于国内成品油价格长期低于国际市场价格，中国石油的炼油毛利远低于国际一体化公司。由于国内成品油定价机制改革还没有明确预期，因此成品油定价政策风险是影响公司业绩的最大不确定因素。

同时，国际原油价格波动也将对公司的业绩产生一定的影响。

---

## 广发证券—公司投资评级说明

---

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

---

---

## 相关研究报告

---

### 相关信息

客服人员：蒋培培

研究中心客服电话：020-87555888-390

研究中心地址：广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼

邮政编码：510075

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。

广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其他专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。

广发证券股份有限公司 2007 版权所有