

中国石油 (601857): 政策决定业绩 资源决定价值

中性

能源/石油

当前股价: 22.58 元

报告日期: 2008 年 3 月 20 日

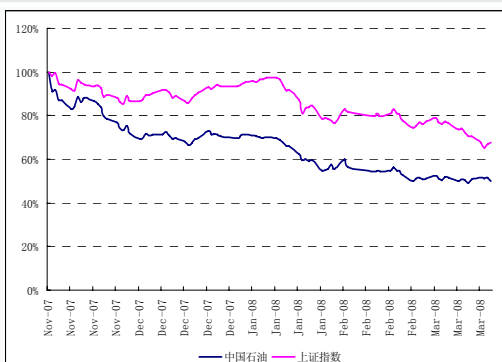
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2006A	2007A	2008E	2009E
营业收入	688,978	835,037	937,552	1,082,618
(+/-)	24.8%	21.2%	12.3%	15.5%
营业利润	192,325	193,958	203,757	227,657
(+/-)	1.6%	0.8%	5.1%	11.7%
归属于母公司的净利润	142,747	143,494	163,774	182,264
(+/-)	7.1%	0.5%	14.1%	11.3%
每股收益 (元)	0.76	0.75	0.84	0.93
市盈率 (倍)	30	30	27	24

公司基本情况 (2008 年 3 月 20 日止)

总股本/已流通股 (亿股)	1830.21/40
流通市值 (亿元)	903.20
每股净资产 (元)	4.86
资产负债率 (%)	53.81

股价表现 (最近一年)



分析师—赵鹏程

010-66045537 zhaopc@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2007 年报显示, 公司全年实现主营业务收入 8350.4 亿元, 同比增长 21.2%; 营业利润 1982.3 亿元, 同比增长 1.6%; 归属母公司股东的净利润 1345.7 亿元, 同比下降 1.2%; 基本每股收益 0.75 元, 低于我们前期预测的 0.84 元; 07 年末期分配预案为每 10 股派 1.57 元 (含税) (公司 07 年中期实施过中期分红)。
- **收入保持稳定增长, 综合毛利率下降:** 07 年中国石油营业收入延续前几年的稳定增长, 其中勘探与生产业务因国际油价上涨而增长 10.9%, 炼油、化工以及天然气业务因产销量增长而分别增长 23.8%、26.2%、27.6%。但由于对公司利润总额贡献 102% 的勘探生产业务毛利率下滑, 导致公司综合毛利率下降 5.7 个百分点, 进而导致公司利润总额增幅远低于收入增幅。报告期内, 公司三项费用随业务量增加有所增长, 但, 综合费用率小幅下降。
- **国际油价持续上涨, 炼油延续亏损, 特别收益金增加:** 报告期内, 国际油价持续上涨, 尤其 07 年 9 月份以后呈现加速上涨态势, 在 07 年底更是逼近 100 美元每桶, 07 年, 公司平均实现原油价格 65.3 美元/桶。国际油价的高企对公司的利润造成双重影响。一方面, 由于国内成品油定价机制存在缺陷, 公司炼油业务无法将原油成本向下游传导, 导致公司炼油业务延续亏损 (07 年公司炼油业务亏损约 207 亿)。尽管国家发改委在 11 月 1 日被自动上调成品油批发价, 但仍难以平抑原油价格上涨造成的成本压力。另一方面, 国际油价上涨将导致公司石油特别收益金的增加 (07 年公司应缴石油特别收益金约 446 亿元)。
- **预计国际油价高位震荡:** 目前国际油价在 100 美元/桶以上震荡, 影响因素包括: 供需关系、地缘政治、美元贬值以及投机炒作。我们预计国际油价在高位震荡的可能性较大。首先, 资源的稀缺性决定原油价格会随时间推移不断升高, 而且短期内不会出现能够大规模替代石油的能源品。其次, 供需情况来看, 尽管目前欧美国家经济出现衰退迹象, 原油的消费量将有所下降, 但发展中国家需求依然强劲; 同时预计 08 年下半年美国经济有望进入恢复期, 原油的需求将再次增加。供给方面 OPEC 等石油输出国通过按需定产来稳定油价。



- **高价原油背景下，公司业绩的政策影响力更加明显：**从目前情况看，公司原油价格的上涨中受益不多。在油价上涨过程中，高额的石油特别收益金严重削弱了公司勘探开发业务的“暴利”。同时，国家对成品油价格实施管制，成品油价格调整幅度难以跟上原油价格上涨速度，中国石油炼油业务亏损严重。以目前的原油价格（100美元/桶）、成品油价格（综合均价）以及汇率（人民币7.05元/美元）情况看，公司每吨成品油亏损超过1500元（07年中国石油外销轻油超过9500万吨）。另外，如果资源税征税基准发生改变，即由按量计税改为按价计税，则公司将多缴纳240-500亿元的资源税。在油价高位震荡的情况下，上述政策性因素对公司业绩的影响力日渐明显。
- **资源是公司的价值基础：**作为资源类公司，中国石油的价值基础是其相对丰富的油气资源，这也是公司在油价大幅波动的情况下仍能维持业绩稳定的根本。06年公司的石油和天然气探明储量分别占全国探明储量的70.6%和85.5%，储采比分别为14年和33.7年；07年公司原油储量接替率约为1.104，天然气的储量接替率为3.238。07年公司在冀东油田发现大油田，一定程度上证明了公司的勘探能力，同时预示中国石油的资源储量有望进一步拓展。尽管目前公司的主要利润来源是油气资源的勘探开发，但公司的资源价值并没有被充分体现。未来成品油价格与国际接轨后，中国石油将表现出“油-炼-化-销”一体化公司的竞争优势，公司的资源价值将会被充分挖掘。
- **赢利预测：**鉴于我们上面的分析，我们假设08年、09年国际油价均值分别为90美元/桶和100美元/桶，美元兑人民币的汇率分别为6.9和6.35。假设08年成品油价格不调整，09年成品油价格较08年平均上调500元/吨。在此假设基础上我们预计中国石油08、09年每股收益分别为0.84元和0.93元。对应动态市盈率分别为27倍和24倍。鉴于公司业绩的成长性、国际油价的波动性以及公司业绩受政策影响程度，我们给予公司“中性”评级。
- **风险提示：**公司面临的风险主要是政策风险，即面临高企的CPI国家可能推迟成品油调价或定价机制改革；另外，出于节能降耗考虑，资源税改革先于成品油价格改革。

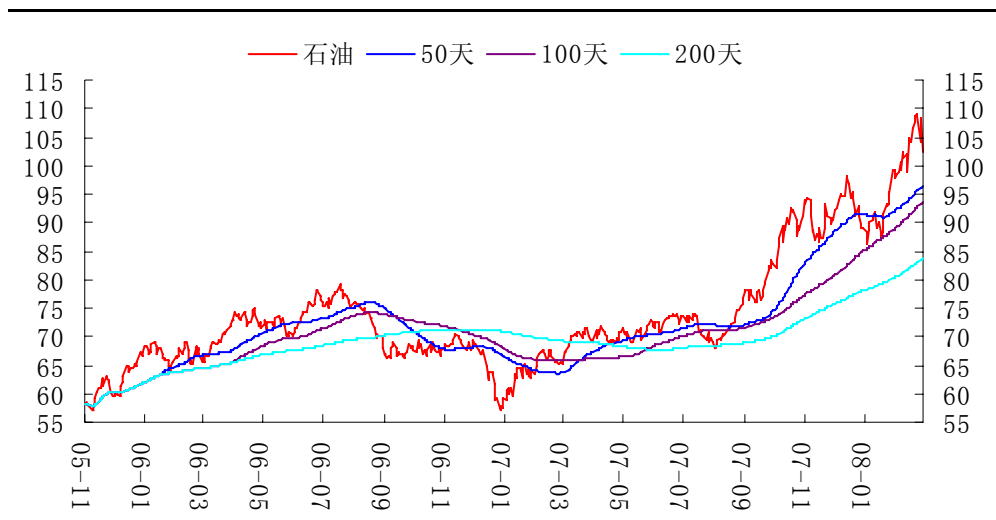


中国石油盈利预测 (万元)

单位: 万元	2006A	2007E	2008E	2009E
一、营业收入	68,897,800	83,503,700	93,755,172	108,261,788
产品销售收入增长率	24.76%	21.20%	12.28%	15.47%
减: 营业成本	36,259,000	48,711,200	54,454,403	63,249,766
毛利	32,638,800	34,792,500	39,300,770	45,012,023
增长率 (%)	18.43%	6.60%	12.96%	14.53%
营业税金及附加	5,169,200	6,867,800	8,812,986	10,501,393
销售费用	3,505,000	4,134,500	4,547,126	5,250,697
管理费用	4,442,900	4,932,400	5,390,922	6,279,184
财务费用	132,200	286,900	281,266	335,612
资产减值损失	291,400	-194,800	0	0
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	134,400	630,100	107,269	120,577
二、营业利润	19,232,500	19,395,800	20,375,739	22,765,714
加: 营业外收入	164,500	309,800	150,000	150,000
减: 营业外支出	418,000	423,100	500,000	500,000
三、利润总额	18,979,000	19,282,500	20,025,739	22,415,714
减: 所得税费用	4,704,300	4,933,100	3,648,325	4,189,350
四、净利润	14,274,700	14,349,400	16,377,414	18,226,364
增长率 (%)	7.13%	0.52%	14.13%	11.29%
归属于母公司所有者的净利润	13,622,900	13,457,400	15,374,234	17,067,963
增长率 (%)	6.54%	-1.21%	14.24%	11.02%
少数股东损益	651,800	892,000	1,003,180	1,158,401
(基本) 每股收益	0.76	0.75	0.84	0.93

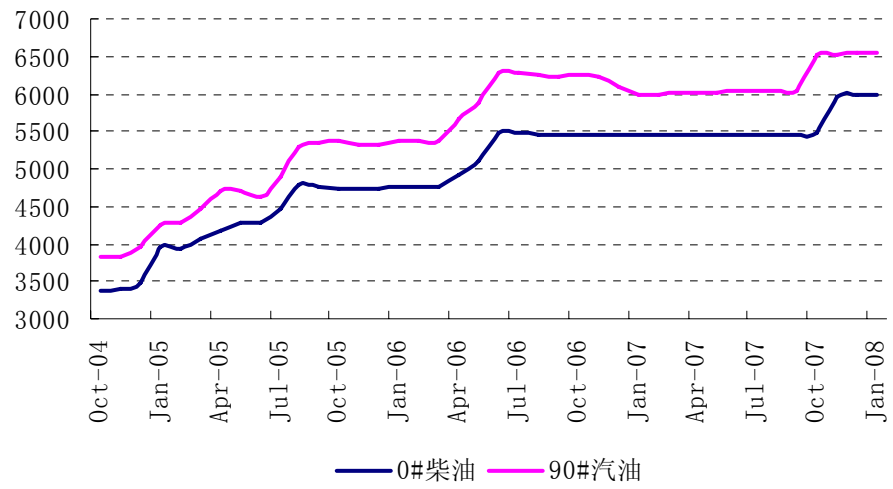
资料来源: 天相投资顾问有限公司

图表: 国际原油价格走势 (美元/桶)



资料来源: Bloomberg 天相投资顾问有限公司

图表：国内成品油市场价格走势（元/吨）



资料来源：中国石油和化学工业协会 天相投资顾问有限公司



天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566	传真：010-66573918	邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577	传真：010-66045500	邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566	传真：010-66045700	邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282	传真：021-58824283	邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800	传真：0755-82722762	邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582	传真：0531-82602622	邮编：250014