

# 中国石油（601857.SH）

## 积极实施“走出去”战略，海外项目快速发展

优于大市

### ◆ 公司研究 · 公司快评

### ◆ 石油石化 · 炼化及贸易

### ◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

执证编码：S0980520120002

证券分析师： 薛聪

010-88005107

xuecong@guosen.com.cn

执证编码：S0980520120001

### 事项：

2024年上半年，中国石油海外油气鲁迈拉、哈法亚、阿姆河等34个项目产量超额完成计划任务，重点产能和重点工程建设稳步推进，阿布扎比陆海二期油田群项目实现首油投产，哈法亚天然气处理厂项目成功投产。

### 国信化工观点：

1) **公司积极实施“走出去”战略，全力推进海外油气业务高质量发展：**中国石油天然气集团公司1993年开始实施“走出去”战略开展国际化经营，以重大油气项目为抓手，深耕“一带一路”重点市场、重点国家，全方位加强国际合作，努力实现开放条件下能源安全，打造油气合作利益共同体。2005年12月，中国石油天然气股份有限公司以约207.4亿元收购中国石油集团下属中油勘探50%的权益，并对中油勘探拥有实质控制权，藉此拥有了中油勘探分布多个国家的多项油气资产。近年来中国石油全力推进海外油气业务高质量发展，形成了以勘探开发为核心的完整油气业务链，国际化经营五大油气合作区、四大战略通道、三大国际运营中心、五大工程服务与金融支持业务的“五四三五”格局进一步完善，上中下游产业链协同发展局面更加凸显。

2) **国际石油合作模式多样化，我国提出“石油+”的新型合作模式。**国际石油合作主要是资源国与国际石油公司在石油勘探、开发和交易等多方面开展合作，常规合作模式主要包括产品分成合作模式、服务型合作模式、矿税制合同等常规合作模式。其中，公司与伊拉克主要以服务型合作模式为主，与哈萨克斯坦、阿联酋、乍得等国家主要以矿税制合同为主，与巴西、莫桑比克、印度尼西亚、阿曼、尼日尔等国家主要以产品分成合作模式为主。此外，我国提出一种“石油+”的新型合作模式，倡导与资源国除了在石油领域合作外，也在核能、电力等领域合作，进一步推动在石油行业的深入合作，我国在与阿拉伯等国家的石油合作中采用了该新型合作模式。

3) **海外油气资源丰富，公司海外原油产量快速增长，进一步保障国家能源安全。**公司（集团公司）目前建成了中亚—俄罗斯、中东、非洲、美洲和亚太五个海外油气合作区，并积极推进推进自主勘探项目，加大优质项目获取力度，持续优化资产结构、业务结构和区域布局。2023年，中石油集团公司油气权益产量为10382.3万吨，为2019年以来连续第五年超1亿吨；中石油股份有限公司海外油气业务实现油气当量产量195.7百万桶，比上年同期的172.8百万桶增长13.2%，占中石油股份公司全部油气当量产量11.1%，其中原油产量163.4百万桶，比上年同期的138.8百万桶增长17.7%；可销售天然气产量193.4十亿立方英尺，比上年同期的203.7十亿立方英尺下降5.1%。

4) **投资建议：**我们维持对公司2024-2026年归母净利润1735/1863/2029亿元的预测，摊薄EPS分别为0.95/1.02/1.11元，对于当前A股PE为8.3/7.8/7.1x，对于H股PE为5.6/5.3/4.9x，维持“优于大市”评级。

## 评论：

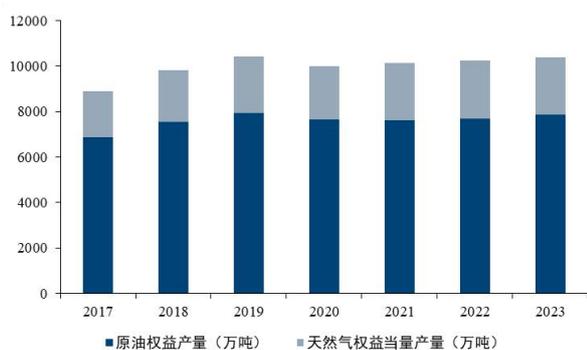
### 中石油海外项目发展历程与现状

中国石油天然气集团公司自 1993 年实施“走出去”战略开展国际化经营以来，坚持“互利共赢，合作发展”的理念，积极参与国际油气合作与开发，经过多年努力，海外业务规模和实力不断增强，在全球油气市场发挥着越来越重要的作用为推动集团公司高质量发展、推进“一带一路”建设、保障国家能源安全做出重要贡献。作为我国能源企业“走出去”的重要力量，中国石油认真落实习近平总书记相关系列重要指示批示精神，以重大油气项目为抓手，深耕“一带一路”重点市场、重点国家，全方位加强国际合作，努力实现开放条件下能源安全，打造油气合作利益共同体。近年来中国石油全力推进海外油气业务高质量发展，形成了以勘探开发为核心的完整油气业务链，油气开发水平持续提升，重点工程建设有序推进，经营效益稳步增长。国际化经营五大油气合作区、四大战略通道、三大国际运营中心、五大工程服务与金融支持业务的“五四三五”格局进一步完善，上中下游产业链协同发展局面更加凸显。

2005 年 12 月，中国石油天然气股份有限公司以约 207.4 亿元收购中国石油集团下属中油勘探 50% 的权益，并对中油勘探拥有实质控制权，藉此拥有了中油勘探分布多个国家的多项油气资产。由于中石油股份公司 ADS 在美国上市时受到美国禁止该国公民直接或间接向特定国家的油气项目提供融资或投资，中石油股份公司并未收购中国石油集团特定国家境内的资产或者权益。中国石油国际勘探开发有限公司（中油国际）作为中国石油天然气集团有限公司授权专门管理海外油气投资与经营作业的专业全资子公司，持有中油勘探另外 50% 股权。

公司（集团公司）目前建成了中亚—俄罗斯、中东、非洲、美洲和亚太五个海外油气合作区，并积极推进推进自主勘探项目，加大优质项目获取力度，持续优化资产结构、业务结构和区域布局。2023 年，中石油集团公司油气权益产量为 10382.3 万吨，为 2019 年以来连续第五年起 1 亿吨。2023 年，中石油股份有限公司海外油气业务实现原油产量 163.4 百万桶，比上年同期的 138.8 百万桶增长 17.7%；可销售天然气产量 193.4 十亿立方英尺，比上年同期的 203.7 十亿立方英尺下降 5.1%；油气当量产量 195.7 百万桶（约 2648.5 万吨），比上年同期的 172.8 百万桶增长 13.2%，占中石油股份公司全部油气当量产量 11.1%。

图1：中石油集团公司海外油气权益产量当量



资料来源：中石油集团公司官网，国信证券经济研究所整理

图2：中石油股份公司海外油气权益产量当量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 国际石油合作模式

### 国际石油合作主要模式

国际石油合作主要是资源国与国际石油公司在石油勘探、开发和交易等多方面开展合作，合作模式主要包括产品分成合作模式、服务型合作模式、矿税制合同等常规合作模式以及其他如“石油+”等新型合作模式。

#### (1) 产品分成合作模式

产量分成制合同是指政府享有油气资源所有权，合作的油气企业承担勘探、开发等事项；若有商业性发现，资源国政府就和合作企业签署开发生产协议，然后按一定的分配模式分配开采出来的油气资源；如果没有商业性发现，合作的油气企业就需自行承担相关的勘探成本。产量分成制合同根据分成的基础不同，可以分为直接产量分成制合同和间接产量分成制合同。在直接产量分成制合同模式下，合作的油气企业和资源国政府直接按照总产量进行分成。在间接产量分成制合同模式下，全部产量一般分成两部分，一部分是“成本产品”，该部分被用于弥补投资企业的生产经营成本；另一部分为“利润产品”，是扣除“成本产品”之后是剩余产品。在间接产量分成制合同模式下，合作的油气企业和资源国政府就扣除了成本之后的“利润产品”为基础，按合同规定比例对“利润产品”进行分成。另外，在产量分成制合同模式下，一般不需要再向资源国缴纳其他的税费，或是缴纳的税种非常少。

#### (2) 服务型合作模式

服务合同是按照企业是否承担勘探、开发风险并享受风险收益为基准，被化分为纯服务合同和风险服务合同两种类型。在纯服务合同模型下，合作企业依靠自己的技术优势为资源国政府提供勘探、开发等服务作业，但不承担勘探开发的风险，无论是否有商业性发现，资源国政府都要支付给合作的油气公司固定的报酬。风险服务合同是指合作的油气企业承担与勘探、开发有关的所有成本。如果有商业性发现，资源国政府会将开发出来的部分油气资源作为报酬支付给合作的油气企业；但如果如果没有商业性发现，合作的油气企业就要承担所有的勘探成本。

#### (3) 矿税合作模式

矿税制合同，又被称为现代租让制合同、特许权合同。在矿税制合同模式下，资源国政府的收益主要来自合作公司交纳的各种税费，包括矿产资源税、增值税、消费税、企业所得税等，石油公司享受公司的剩余利润。这种情况下，合作公司有独立的自主经营权，政府对其经营干预较少，只要油气公司像正常公司那样合法经营、依法缴纳税费就可以了。当然，有些国家不愿意放弃本国油气资源经营权，会要求合作的油气公司必须和资源国政府或政府控制的国有油气公司联合成立合资公司来共同开发本国的油气资源。

#### (4) 新型合作模式

随着石油合作的深入，传统常规的合作模式已经无法满足目前的复杂多变的全球石油市场形势。例如，阿尔及利亚出现了一种资源国与国际石油公司通过“投标值”确定石油产品分配的合作模式。我国则提出了一种“石油+”新型合作模式，倡导与资源国除了在石油领域合作外，也在核能、电力等领域合作，进一步推动在石油行业的深入合作。我国在与阿拉伯等国家的石油合作中采用了该新型合作模式，在石油合作的基础上，使我国与这些国家在其他产业方面实现了深度融合，拓展了与其合作的新途径、新渠道。

表1：中石油集团部分重要海外项目

序号	国家	项目名称	股份公司是否享有权益	合同类型	产量油气规模（万吨）	权益占比
1	哈萨克斯坦	阿克纠宾	是	矿税制合同	约 1000	89.65%
2	哈萨克斯坦	PK 石油公司仙姑	是	矿税制合同	超 1000	67%
3	哈萨克斯坦	北布扎奇油田	否	矿税制合同	近 200	50%
4	伊拉克	艾哈代布油田	否	服务合同	约 700	-
5	伊拉克	鲁迈拉油田	是	服务合同	超 7000	47.94%
6	伊拉克	哈法亚油田	是	服务合同	约 2000	45%
7	伊拉克	西古尔纳-1 油田	是	服务合同	约 2500	32.69%
8	阿联酋	陆海项目	否	矿税制合同	约 250	10%

9	阿联酋	陆上项目	否	矿税制合同	约 8000	8%
10	阿联酋	下扎库姆	否	矿税制合同	2200	6%
11	阿联酋	乌姆沙伊夫和纳斯尔	否	矿税制合同	2700	6%
12	乍得	乍得油田 H 区块	是	矿税制合同	500	90%
13	尼日尔	阿加德姆项目	否	产品分成合同	550	65%
14	莫桑比克	莫桑比克 4 区项目	否	产品分成合同	约 400	20%
15	巴西	里贝拉梅罗油田项目	否	产品分成合同	1800	10%
16	巴西	佩罗巴项目	否	产品分成合同	-	20%
17	巴西	布兹奥斯项目	否	产品分成合同	3000	5%
18	巴西	阿拉姆项目	否	产品分成合同	-	20%
19	印度尼西亚	印尼项目	是	产品分成合同	-	30%
20	阿曼	阿曼 5 区块项目	是	产品分成合同	约 200	50%

资料来源：中石油集团公司官网，国信证券经济研究所整理

## 中石油在中亚

### 哈萨克斯坦油气概况

哈萨克斯坦是世界上最大的内陆国，领土横跨亚欧两大洲，是丝绸之路经济带上的重要国家。哈萨克斯坦石油储量非常丰富，已探明储量居世界第 11 位、独联体第 2 位。目前，哈萨克斯坦石油可采储量 44 亿吨，天然气可采储量 3.8 万亿立方米。哈萨克斯坦陆上石油探明储量为 48-59 亿吨，天然气 3.5 万亿立方米。里海盆地是当今世界油气储量最丰富的地区之一，据专家估算，该地区石油总储量可达 900-2000 亿桶，天然气储量约为 458.8 万亿立方米，分别占世界石油和天然气总量的 17.2% 和 7.5%，因此里海被称为“第二个中东”。里海周边共有五个国家，即哈萨克斯坦、阿塞拜疆、土库曼斯坦、俄罗斯和伊朗。根据美国能源部能源信息署公布的材料，哈萨克斯坦属里海的石油总储量 1010-1096 亿桶，约占整个里海地区储量的一半，天然气总储量为 153.3 万亿立方米，约占整个里海地区总储量的 1/3。

哈萨克斯坦丰富的油气资源可以通过中哈石油管道、中亚天然气管道等直接输送至我国境内，所以中哈能源合作可以打破我国能源进口过度依赖海上运输的局面。也可以实现我国能源运输和能源进口渠道的多元化。降低我国对中东地区石油、天然气的依赖，有利于保障我国能源供应安全和能源运输安全。中亚天然气管道重要组成部分之一的 C 线—中哈天然气管道，项目从 2014 年开始到 2016 年全部建成、配套完工，这是哈萨克斯坦历史上规模最大的天然气输送项目。2017 年 10 月，中哈天然气管道开始向中国输送天然气。

哈萨克斯坦自独立以来，哈国政府一直采取开放政策大力吸引外资进行能源开发和基础设施建设，在其“国家发展战略 2030 年”中将“吸引外资”确立为该国的“优先任务”。在哈萨克斯坦投资的中国企业中，中国石油天然气集团公司是与哈萨克斯坦能源企业进行项目合作最多的企业，项目涵盖勘探开采、炼化、管道建设、运输、油品贸易，已经成为哈萨克斯坦在油气运输领域的战略伙伴。

### 哈萨克斯坦-阿克纠宾油气项目

1997 年 6 月，公司购买了哈萨克斯坦阿克纠宾油气股份公司 60.3% 的股份，阿克纠宾公司辖让那若尔和肯基亚克两个油田，肯基亚克油田又包括盐上与盐下两个油藏。目前，中国石油天然气集团拥有中油阿克纠宾股份有限公司 89.65% 的股份。

中石油（哈萨克斯坦）阿克纠宾公司也因共建“一带一路”重大机遇，从收购初期一个负债累累、业务单一的油田生产企业，成长为哈国内大型综合性油气公司。20 多年中，项目生产石油近 1.5 亿吨、天然气超过 800 亿立方米。公司目前已经是哈国第六大石油生产企业，目前原油产量占阿克纠宾州的 60%，天然气产量占 75%，在哈油气作业产量从最初年产原油 300 万吨规模，增长到目前年产油气作业当量约 1000 万吨。

#### • 肯基亚克盐上油田

肯基亚克采油厂盐上油田发现于 1959 年，属于浅层普通稠油油田，虽储量丰富，但由于埋藏浅、出砂严

重、冷采产量低，一直未能有效开发。公司与稠油油藏开发管理经验丰富的新疆油田公司合作，成立国内外联动的技术支持团队，在数年强化油田基础研究、应用新技术和精细生产管理等多重努力下，2021 年产量又重上 50 万吨。

图3: 阿克纠宾公司肯基亚克油田盐上原油处理站



资料来源：中国石油天然气集团官网，国信证券经济研究所整理

#### • 肯基亚克盐下油藏开发

肯基亚克盐下油田于 1971 年发现，原油储量达 1.1 亿吨。由于主力油层埋深近 4.5 千米，中间夹有超过 3 千米的巨厚盐岩层，以及高压含硫化氢气层和高压水层，钻井、完井等作业难度大、成本高，发现后 20 多年未能开发利用。中国石油接手后，面对这些世界级难题，综合利用碳酸盐岩油藏描述、裂缝识别和欠平衡钻井等技术，攻克了盐下构造成像和巨厚盐岩层钻井等开发技术难关，快速建成 200 万吨/年产能，将不可动用的 2864 万吨可采储量转变为可高效开发的优质储量。

图4: 阿克纠宾公司肯基亚克油田局部



资料来源：中国石油天然气集团官网，国信证券经济研究所整理

#### • 让纳诺尔油田

让纳诺尔油田是一个已经开采了近 30 年的老油田。公司应用气举采油技术，解决了油井高含硫防腐、气举阀投捞等难题，缩短了油井的排液和投产周期，平均单井日增原油 18.1 吨。目前，气举技术已在让纳诺尔油田 250 多口油井得到应用，气举井日产量占全油田总日产量的 67%以上。

让那若尔油田是 1983 年就已投入开发的老油田，1997 年底中国石油接手时，油田年产油 235 万吨，大部分油井基本维持自喷开采，油井天然举升能量衰竭殆尽后只能关井停产。公司在开采中采用特有的气举采油等提高采收率的技术，首创大型碳酸盐岩油气田细分层系的注采方式。这种方式使让那若尔油田的年产

量由接管前的 235 万吨上升至最高时 418 万吨，实现了油田高效开发。

### 哈萨克斯坦-PK 石油公司项目

PK 公司前身为哈瑞肯油气公司，是勘探、开发、炼油及原油和炼化产品销售一体化油气公司。2005 年 10 月，中国石油以 41.8 亿美元收购 PK 公司 100% 股份，成立中油国际（PK）公司。2006 年 7 月，公司与哈萨克斯坦能矿部达成协议，将 PK 石油公司 33% 的股份转给哈萨克斯坦国家石油公司。目前，公司拥有 PK 石油公司 67% 的股权。

哈萨克斯坦 PK 公司是一家从事油气资产收购、勘探、开发、炼油及油品产品销售的综合性能源公司，拥有 11 个油田和 5 个勘探区块。上游资产位于哈萨克斯坦中部的南图尔盖盆地，下游业务以炼油、成品油及原油销售为主，拥有哈萨克斯坦国内最大的奇姆肯特炼厂和分布在塞浦路斯及哈国各地的销售公司和加油站。

2008 年，PK 石油公司发现规模碳酸盐岩潜山油藏，在西部 Doshan 区块和北部勘探程度很低的 Karaganda 区块获得商业油气发现。

2010 年，PK 石油公司南图尔盖盆地两个勘探区块和两个老油田的滚动勘探取得重要突破，首次在区域盖层之上发现油气，展示了非构造油藏的勘探新领域。2013 年，PK 项目滚动勘探取得新进展。

公司接管 PK 石油公司后，通过滚动勘探和精细勘探技术，相继在老区和新区获得勘探突破和油气发现。2006 年 12 月，部署在油田区深部的 Ayskum-27 井完钻，钻井过程中钻遇良好的油气显示，展示了该地区油田下部地层良好的勘探远景。同时，公司通过油层改造、控制综合含水等措施，使得 PK 石油公司原油产量连续两年保持在千万吨以上。得益于持续的管理创新和中国石油的技术优势，PK 项目勘探开发工作不断取得新突破，迎来了储量和产量增长期。2006 年，PK 项目原油产量首次超过 1000 万吨。同时，经济效益不断增长，成本控制成效显著，连续多年油气作业当量超 1000 万吨。

### 哈萨克斯坦-北布扎奇油田

北布扎奇油田位于哈萨克斯坦西部曼格斯套州。2003 年，公司先后从 Nimir 石油公司和 Texaco 公司购买了雪佛龙-德士古北布扎奇有限公司 35% 和 65% 的股份，从而获得北布扎奇油田 100% 的股权。经历多次股权变动后，公司目前和俄罗斯卢克石油公司（Lukoil）各持有北布扎奇油田 50% 的股份，双方以联合作业的方式共同经营北布扎奇油田。

2005 年，公司在北布扎奇油田开展的侧钻水平井和酸化增产试验取得明显效果。侧钻水平井日产量提高 14.4 倍，酸化试验井日产量提高 3.6 倍。

中国石油在北布扎奇项目进行石油合作后的几年里，北布扎奇油田的原油年产能由 2004 年的不足 50 万吨迅速上升到 200 万吨。2014 年，北布扎奇项目在油田开发建设和务实合作等方面都取得了显著成果，年产原油接近 200 万吨。

## 中石油在中东

### 伊拉克油气资源概况

伊拉克油气资源丰富，石油探明储量 1470 亿桶，占世界总储量的 9%，居世界第五位。天然气探明储量 3.7 万亿立方米，占世界总储量的 1.7%，居世界第 12 位。石油工业是伊拉克经济主要支柱，约占国内生产总值的 60%、财政收入的 90% 和外汇收入的 96%。

伊拉克石油资源为国有，外国石油公司与伊拉克石油部和各省的石油公司合作，担任油田作业者。主要油田包括东巴格达油田、艾哈代布油田、基尔库克油田、米桑油田、哈法亚油田、鲁迈拉油田、西古尔纳油田、马季努恩油田、祖拜尔油田等。

石油工业在伊拉克经济中占有举足轻重的地位，伊拉克石油工业又在每次战争之后的经济重建过程中发挥着重要作用，在不同的阶段选择采用了不同的石油合同模式，目的就是以求尽快重建石油工业。

第一次海湾战争后，为恢复油田生产引进必要的资金和技术，伊拉克开始以产品分成合同模式开始了油气对外合作。在 1999 年至 2003 年第二次海湾战争期间，伊拉克政府认为回购合同对于外国石油公司风险小、投资回收快，为了加快油田开发，开始采用回购合同。但上述合同并未得到实际执行。

第二次海湾战争后，由于长期的国际制裁，及战后在伊拉克部分与叙利亚接壤的库尔德地区陷入了反恐战争，国民经济急需振兴。伊拉克石油部在 2009 年 6 月在巴格达举行了第一次石油招标，之后又于 2009、2010、2012 年分别完成了第 2-4 轮招标，以上四次招标全部采用风险服务合同模式。

根据目前伊拉克技术服务合同模式，技术服务合同的签署主体包括第一方和第二方。其中第一方为伊拉克国有石油公司，相当于业主方；第二方包括外国投资方即国际石油公司和国家伙伴，相当于承包方。根据伊拉克相关法律规定，伊拉克境内石油开采项目必须有另一家伊拉克国有石油公司作为国家伙伴，该国家伙伴不承担出资义务，但享有 25% 的权益，而国外投资方承担 100% 投资义务，但只按各自比例分享剩余 75% 的权益。作为业主方的伊拉克国有石油公司和作为承包方的国家伙伴又都受伊拉克石油部控制。

技术服务合同模式下，投资方的费用包括附加费用和服务费用，附加费用为附加成本，服务费用分为石油成本和报酬费用。附加成本以原油方式回收，或者根据伊拉克国有石油公司选择以现金方式回收，石油成本以原油方式回收，或者根据承包商的选择以现金方式回收。这样投资方的主要投入成本将通过包含回收项目、回收金额、回收方式、回收时间等内容的回收机制予以回收。在上述成本回收之外，报酬费用是投资方获取直接收益的最终实现方式。同石油成本一样，支付方式上，报酬费用以原油方式回收，或者根据承包商的选择以现金方式回收。报酬费用并非确定不变，还会受到调整系数（R 系数与 P 系数）的影响，实际收益上可能会更低。

2018 年 4 月，伊拉克政府组织了第五轮招标，在第五轮招标中，第一次在合同条款中明确了矿区使用费这一在产品分成合同中常见的概念，油田生产原油的销售收入在扣除上交给属地石油公司（ROC）25% 的矿区使用费后所剩余部分为净视同收入，净视同收入是承包商成本回收额度的基础。净视同收入扣除成本回收后的剩余部分定义为剩余净视同收入，承包商的报酬费收入为伊拉克政府和中标者确认的剩余净视同收入百分比乘以剩余净视同收入。这次合同可视为产品分成合同。

2024 年 5 月，伊拉克启动了伊拉克石油部第五（+）轮和第六轮油气区块招标。2024 年 8 月 14 日，伊拉克石油部宣布与多家公司签署了 13 个石油和天然气勘探区块的初步协议。其中中海油和中石化在内的七家中企拿下了 10 个油气区块的开发权。以上合同被提交伊拉克征服正式批准和最终签署后，油田开发工作将正式展开，且本次签署的仍旧是利润分享合同而非技术服务协议，相关企业将按产量分享利润。

目前，在伊拉克投资的国际跨国公司包括英国石油、埃克森美孚、荷兰壳牌、意大利埃尼石油、俄罗斯卢克石油、马来西亚石油、日本三菱、中石油和中海油、韩国大宇等。由于伊拉克政府推迟根据与伊拉克政府签订的合同向西方公司支付经营油田的费用、且西方石油公司担心伊拉克政治和安全形势会持续恶化，西方石油公司如英国石油公司（BP）、美国“埃克森美孚”公司、俄罗斯“卢克石油”等众多外国公司纷纷考虑要退出伊拉克。面对西方石油公司的撤离伊拉克政府别无选择，只能通过国有石油公司管理这些油田，或者允许中国公司购买该公司即将出售的股份。伊拉克战争之后，中石油是第一个进入伊拉克市场的国际石油公司，中石油在伊拉克的权益与经营范围有望持续扩大。

## 伊拉克-艾哈代布油田

伊拉克艾哈代布油田位于巴格达东南 180 公里，拥有地质储量 5.6 亿吨。1997 年 6 月，公司与北方工业公司共同出资组建了绿洲石油公司，与伊前政府石油部签订了艾哈代布石油开发生产合同。该项目是中国石油中东地区建设的首个项目。受多种因素影响，项目在搁浅 12 年。2008 年 11 月，公司与伊拉克石油部签署了《艾哈代布油田开发服务合同》。伊拉克石油部与中方以风险服务合同模式替代产品分成合同，重启艾哈代布项目。按照合同要求，中方投资额约 30 亿美元，合同期限 23 年，并可依据实际情况延长。“绿洲”公司初期将获得每桶 6 美元的服务费，随后服务费将逐渐降至每桶 3 美元。根据中伊双方协议，预计开工后 3 年内原油日产量可达 2.5 万桶，6 年内将形成日产 11.5 万桶的生产能力。

2009 年，艾哈代布油田进入地震勘探和钻探作业阶段。首口水平井 AD010H 井完钻，设计井深 3550 米、水

平段长 848 米，取心收获率达 97.58%，为该区块取心收获率的最高水平。

2011 年 6 月 21 日，油田一期年 300 万吨产能建设一次投产成功，通过分期建设、阶梯性上产和快速推进产能建设，较合同规定提前半年实现投产。2011 年 11 月 23 日建成年 600 万吨原油处理系统，提前 3 年实现合同规定的高峰产量目标。2013 年 12 月，实现 700 万吨/年产能建设规模。2014 年 11 月，700 万吨/年原油处理系统扩建竣工投产，最终建成 86MMSCFD 天然气处理系统、500 立方米/日液化石油气（LPG）生产系统以及配套公用系统和集输系统，成为伊拉克地区工艺最复杂、产品最完善的处理系统。截至 2023 年 3 月 26 日，艾哈代布油田累计生产原油 6150 万吨、天然气 43.93 亿立方米（折合 350.1 万吨油当量）、液化石油气 56.7 万吨。

艾哈代布是在产油田中集油、气、水、LPG、硫磺处理与生产于一体，是国际公司在伊拉克建设处理工艺最复杂，系统最全的油田项目，原油高峰产量为 705 万吨。

图5: 艾哈代布油田项目



资料来源：中国石油天然气集团官网，国信证券经济研究所整理

## 伊拉克-鲁迈拉油田项目

鲁迈拉油田位于伊拉克南部城市巴士拉以西 50 公里，发现于 1953 年，1972 年投产，是伊拉克最大的油田，拥有大约 170 亿桶的石油储量，居世界第六位。鲁迈拉油田是伊拉克最大油田，油气产量当量超 7000 万吨，占伊拉克总产量的 1/3。

2009 年 6 月 30 日，中国石油与 BP 联合体成功中标伊拉克鲁迈拉油田项目；11 月 3 日，中国石油、BP、伊拉克国家石油销售公司（SOMO）代表及伊拉克南方石油公司，在伊拉克首都巴格达正式签署鲁迈拉油田服务合同；12 月 17 日，经伊拉克政府批准，鲁迈拉油田技术服务合同正式生效，进入全面实施阶段。据法新社报道合资开发鲁迈拉油田项目中，BP 公司占 38% 份额，中石油占 37% 份额，其余部分归伊拉克国家石油销售公司。

2014 年 9 月，英国石油公司 BP 和中石油集团就伊拉克鲁迈拉油田签署了一项修订版合同，根据合同，中石油的股比达到了 46.4%。

2010 年，鲁迈拉油田项目顺利实现产能建设目标。公司与 BP、伊拉克南方石油公司组成的鲁迈拉油田作业管理机构（ROO）正式接管了鲁迈拉油田作业管理权，并开始油田作业。并于 2010 年 12 月成功实现了原油产量日增产 10% 的初始产能目标。启动成本回收机制。2011 年，鲁迈拉项目实现快速上产。

2012年，原油日均产量达到伊拉克日产原油总量的44%。2013年，鲁迈拉项目油田平均日产量达到136万桶（约6750万吨）。风险服务合同的桶油报酬费由R因子决定，2014年国际油价持续走低的形势下，部分区块如哈法亚和鲁迈拉借机与政府重新谈判，取消了合同中的R因子，改桶油报酬费为固定值。

2021年中石油与BP在阿联酋注册成立巴士拉能源公司，主要从事油气项目投资及运营，其中中石油持股51%，BP持股49%。2022年6月1日，巴士拉能源有限公司取代BP成为鲁迈拉项目主导合同者，中国石油在鲁迈拉项目的运作模式也从联合作业升级为合资经营。2022年10月开始MQ原油处理设施项目的建设，项目建成后鲁迈拉油田产能将增至8450万吨。

图6: 鲁迈拉油田项目



资料来源：中国石油天然气集团官网，国信证券经济研究所整理

## 伊拉克-哈法亚油田项目

哈法亚油田发现于1976年，位于伊拉克东南部米桑省，已探明储量41亿桶是伊拉克七大巨型油田之一。2009年12月22日，中国石油、道达尔、马来西亚国家石油公司和伊拉克南方石油公司组成的投标联合体与伊拉克石油部草签了哈法亚油田技术服务合同，服务费为每桶1.4美元。根据该合同，中国石油担任作业者，并拥有项目37.5%的权益，成为该油田的作业者。

哈法亚项目分为3个阶段进行开发建设，项目于2012年6月、2014年8月和2018年12月分别完成一期500万吨、二期1000万吨和三期2000万吨产能建设工程，并于2019年3月实现40万桶/日高峰产量，达到合同规定的高峰产量目标。中国石油（伊拉克）哈法亚公司2023年完成原油作业产量1901.9万吨。

图7: 哈法亚油田项目



资料来源：中国石油天然气集团官网，国信证券经济研究所整理

### 伊拉克-西古尔纳-1 项目

西古尔纳-1 油田是伊拉克的经济命脉，也是世界上产量最大的油田之一，位于巴士拉省首府巴士拉西北约 50 公里处，日产原油约 55 万吨，预计可产储量超过 200 亿桶，是全球油市的一个重要供应者。

2009 年 11 月，埃克森美孚和荷兰皇家壳牌公司组成的财团获得了西古尔纳-1 号油田合同，埃克森美孚曾持有该油田 60% 的股份，伊拉克政府的石油勘探公司占 25% 的股份，荷兰皇家壳牌公司占 15% 的股份。从 2013 年底，埃克森美孚先后将其持有的股份出售给了中石油（25%）和印尼国家石油公司（10%）。壳牌也在 2018 年将其拥有的 19.6% 的股份全部出售给了日本伊藤忠石油开发株式会社。随后，印尼国家石油公司和巴士拉石油公司又分别购买了埃克森美孚在该油田持有的 10% 和 22.7% 的股份。

2019 年 5 月，因为美国和伊朗关系紧张，埃克森美孚以“局势不稳定”为由，从西古尔纳-1 油田撤走了所有非伊拉克籍雇员。2023 年 11 月，埃克森美孚将其在伊拉克西古尔纳-1 油田的剩余股份出售给伊拉克巴士拉石油公司后，宣布退出伊拉克市场。

2024 年 1 月中石油将正式接替美国埃克森美孚，成为该油田的牵头合同者，持有该项目 32.7% 的股份。其余股份分别是巴士拉石油公司持股 22.7%，印尼国家石油公司持股 20%，伊藤忠持股 19.6%，伊拉克石油勘探公司持股 5%。

未来，中石油将按照“三步走”路径，分阶段将日产量从目前的 55 万桶提升到 60 万桶、80 万桶乃至 120-160 万桶。

### 阿联酋-陆海项目

2013 年 5 月，中国石油与阿布扎比国家石油公司签署陆海项目，实现中阿两国油气上游领域合作“零”的突破。中国石油天然气股份有限公司获得了阿布扎比两个海上油田区块各 10% 的权益，合作期为 40 年阿国家石油公司在两个项目中均持有 60% 的权益。项目一期已于 2018 年 3 月投产。2024 年 3 月，中国石油阿布扎比陆海项目海上二期贝尔巴泽姆油田开始首油投产，陆海项目将实现日产五万桶的原油规模。

图8: 阿布扎比陆海项目



资料来源: 中国石油天然气集团官网, 国信证券经济研究所整理

### 阿联酋-陆上项目

2017年2月, 中石油成功获得陆上项目8%的权益, 合同期40年。中石油同时获得项目联合作业公司阿布扎比陆上作业公司(ADCO)8%的股份。同年12月, 中国石油获得陆上项目NEB资产领导者。阿布扎比是阿拉伯联合酋长国中最大的酋长国, 坐拥世界6%的石油储量。ADCO陆上油田项目是阿布扎比最大的原油开采项目, 总资源达200亿至300亿桶原油, 主要由阿布扎比陆上石油公司负责勘探开发。目前, ADCO陆上项目区块油田的日产量约160万桶, 相当于年产量8000万吨, 占阿联酋石油总产量约50%。

### 阿联酋-海上乌姆沙依夫和纳斯尔、下扎库姆项目

2018年3月, 中石油获得下扎库姆、乌姆沙伊夫和纳斯尔特许权10%的权益。2022年7月, 中海油收购中石油集团最大控股子公司中国石油海外投资(中东)有限公司40%的股权。中石油本来持有下扎库姆、乌姆沙伊夫和纳斯尔特许权10%的权益。此次转让使得中海油持有下扎库姆、乌姆沙伊夫和纳斯尔特许权4%的权益, 而中石油将保留6%的权益。根据计划, 下扎库姆油田和乌姆沙依夫—纳斯尔油田的油气日产量目标分别为45万桶/日、55.5万桶/日, 相当于每年产出5000万吨油气。

### 阿曼-阿曼项目

2002年4月, 公司在阿曼签署了拥有50%权益的5区块产品分成合同。阿曼项目位于阿曼5区块, 面积为992平方公里, 含油面积为60多平方公里。目前公司拥有该项目90%权益。

接手之初, 经过十几年的衰竭式开采, 阿曼5区块日产油不到700吨, 中国石油通过大规模利用国内成熟的水平井注水开发技术, 项目产量稳步上升, 2018年达到262万吨, 是接手时的10倍多。目前已成为阿曼第三大产油区块。

## 中石油在非洲

### 乍得油田项目

2003年12月至2007年1月，中国石油先后通过4次股权并购，成为乍得H区块的100%拥有者和作业者，H区块包括乍得湖、Madiago、Bongor、Doba、Doseo、Salamat和Erdis七个沉积盆地的全部或部分区域。公司充分发挥一体化优势，取得了一系列重大突破和发现。5年多时间，建成了100万吨油田、311公里输油管道和乍得第一座炼油厂，完善了乍得石油工业体系。

2009年，乍得邦戈盆地Ronier和Mimosa地区滚动勘探发现新储量，Prosopis和Baobab地区甩开勘探取得重大突破。2010年，乍得项目在邦戈盆地继续取得重要勘探发现，部署在Naramay地区的风险探井Cassia N-1井试油成功，合计日产超千吨。

2011年以来，乍得上游项目累计新增石油可采储量超1亿吨，在规模增储的同时加快上产。2014年，乍得油田2.1期项目投产，油田产能翻番。当年11月，罗科长输管线投产，打通原油外输通道，油田产量快速增长至300万吨。中石油乍得油田2.2期包括达尼拉(Daniela)、拉菲亚(Raphia)、拉尼亚(Lanea)等三个油田，相继于2017年12月、2018年7月和2019年6月投产，原油产能逐步扩大到500万吨。

图9：乍得H区块项目



资料来源：中国石油天然气集团官网，国信证券经济研究所整理

### 尼日尔油田项目

2008年6月，中国石油与尼政府签订了《阿加德姆一体化项目PSA（产品分成）协议》，项目包含上游阿加德姆油田（一期和二期）、中游管道（油田至炼厂管道和尼贝原油外输管道）、下游津德尔炼厂。一期项目于2011年底投产，产能规模100万吨/年、炼油能力100万吨/年。二期项目于2023年11月1日投产，产能规模450万吨/年。2013年8月，公司对阿加德姆项目部分权益进行了转让，转让后中国石油在这个项目上游区块所占权益占比为65%。

2022年，尼日尔项目阿加德姆一期油田持续稳产上产，全年实现油气作业产量当量百万吨，连续11年稳产；2024年5月尼日尔二期一体化油气开发项目建成450万吨产能油田和1950公里原油外输管道，随着首油出海，标志该项目正式进入投资回收阶段。

图10: 尼日尔上下游一体化项目



资料来源: 中国石油天然气集团官网, 国信证券经济研究所整理

### 莫桑比克气田项目

莫桑比克 4 区项目是中国石油参股的第一个超深海大型天然气 (LNG) 勘探开发生产销售一体化项目, 也是“一带一路”在非洲的重要能源合作项目。项目分 4 期进行: 科洛尔 FLNG 一期、鲁伍马 LNG 一期、二期和三期, 开发期内累计产气量 1.2 万亿立方米。

莫桑比克项目生产 4 区块所在的鲁伍马盆地位于莫桑比克东北部海域, 该区块自 2010 年起就陆续被发现巨大天然气储量。2013 年 3 月, 中国石油和意大利埃尼集团签署协议, 收购埃尼东非公司 (Eni East Africa) 的部分股份, 从而间接持有莫桑比克海上 4 区项目的 20% 权益; 2013 年 7 月, 中国石油和埃尼完成交割, 正式进入 4 区项目。2013 年以来, 中国石油与其他五国伙伴共同成立联合公司, 实现了在莫桑比克运营世界上首个超深水浮式液化天然气项目—科洛尔项目成功投产。

科洛尔浮式 LNG 项目是中国石油首个深海天然气项目, 是世界上首个超深水浮式 LNG 项目, 也是非洲第一大、世界第二大浮式 LNG 项目, 水深超过 2000 米, 集成了当今世界最前沿的深海 LNG 技术。2017 年, 科洛尔项目作出最终投资决策。同年 6 月, 科洛尔一期浮式 FLNG 项目正式开工建设, 上游天然气产量为 54 亿立方米/年, 设计年产液化天然气 330 万吨。2022 年 10 月, 中国石油海上生产的首滴 LNG 成功产出, 11 月, 首批开发的科洛尔浮式液化天然气 (LNG) 项目实现首船 LNG 外运。

## 中石油在美洲

### 巴西油气资源概况

巴西油气资源分布广泛，陆地、浅水、深水均有分布，石油探明储量 153 亿桶，居世界第 15 位、南美地区第二位（仅次于委内瑞拉）。2007 年底以来，在巴西沿海陆续发现多个特大盐下油气田，预期储量 500 亿至 1500 亿桶，巴西有望进入全球前十大储油国之列。

巴西从上世纪 50 年代开始进行石油天然气勘探开发。根据巴西国家石油、天然气和生物燃料局（ANP）数据，2022 年，巴西石油日产量为 302.1 万桶，创历史新高；天然气日产量 1.38 亿立方米，较上年增长 2.98%，创历史新高。全年石油总产量 11.0 亿桶，天然气总产量 503 亿立方米。盐下油气占全国油气总产量的 75.2%。巴西石油天然气领域最重要的企业为巴西国家石油公司（Petrobras）。伴随着规模油气资源的发现以及油气合作开放政策，巴西已经成为油气行业最活跃的地区之一，在这里汇聚了埃克森美孚、壳牌、道达尔、挪威国油等众多油气巨头。

桑托斯盆地是巴西最大的海上盆地，面积约 32.7 万平方公里，水深从浅水到 3200 米，是典型的被动大陆边缘盆地，石油地质条件十分优越。近年来，桑托斯盆地在深水区盐下湖相碳酸盐岩领域连续发现了多个大型油气田：2006 年发现图皮（Tupi）大油气田，2008 年发现亚拉（Iara）、朱庇特（Jupiter）巨型油气田，2010 年发现利布拉（Libra）油田，这更加引起世界油气公司的关注。截至 2023 年，巴西所有油气田油气储量为 327 亿桶油当量，其中 75% 以上的原油储量和 55% 以上的天然气储量都聚集在桑托斯盆地。

海洋石油作为油气资源未来重要发展方向，中石油积极融入了这一趋势。2013 年公司成功中标巴西里贝拉项目进入巴西深海油气市场，实现了深海油气勘探开发项目从无到有的突破，之后公司又相继中标布兹奥斯项目额外储量产品分成合同项目和阿拉姆风险勘探油气合作项目。从陆地到海洋，从近海到深海，中石油实现了海洋石油勘探开发的跨越式发展。

### 巴西-里贝拉梅罗油田项目

里贝拉梅罗油田位于巴西桑托斯盆地，水深 1800 至 2200 米，距海岸线 164 公里，是一个世界级深水油田。2013 年 12 月 2 日，中国石油与巴西政府、巴西国家石油公司等各合作方正式签署里贝拉项目产品分成合同，中石油权益占比 10%。2022 年 5 月，梅罗一期项目投产，原油产能约 900 万吨，2024 年 1 月，梅罗二期项目顺利投产原油产能约 900 万吨。梅罗油田共划分四个生产单元，在第一、第二生产单元投产后，后续还有同等规模的 2 个生产单元在“十四五”期间陆续投产。届时梅罗油田高峰年产量将超过 3500 万吨。

图11：巴西里贝拉项目梅罗油田海上浮式生产储油船



资料来源：中国石油天然气集团官网，国信证券经济研究所整理

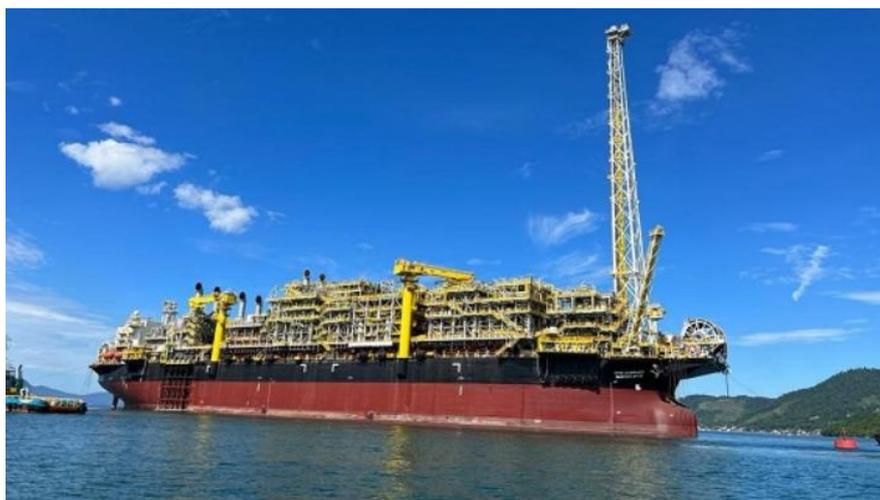
## 巴西-佩罗巴项目

中石油于 2017 年 10 月在巴西深海盐下第三轮产品分成合同区块招标中成功中标佩罗巴项目,占联合体 20% 股权。2018 年 1 月佩罗巴产品分成合同正式签署,标志着项目进入实质运营阶段。

## 巴西-布兹奥斯项目

布兹奥斯项目是巴西最大的整装油田,也是世界最大的深海油田。2019 年 11 月 6 日,在巴西能源局(ANP)举行的区块招标中,由中国石油、中国海油与巴西国家石油公司组成的联合体成功中标。中石油占股 5%。布兹奥斯项目于 2018 年 4 月投产,目前年产约 3000 万吨,未来高峰原油年产量可达 8500 万吨以上。

图12: 巴西布兹奥斯项目用 FPSO



资料来源: 中国石油天然气集团官网, 国信证券经济研究所整理

## 巴西-阿拉姆项目

阿拉姆项目是巴西桑托斯盆地盐下面积最大的风险勘探区块,由巴西国油、中国石油组成的联合体于 2019 年 11 月 7 日在巴西第六轮深海盐下产品分成合同招标中成功中标,中国石油股比为 20%。

## 中石油在亚太

### 印度尼西亚项目

中石油于 2002 年开始正式进入印尼油气开发领域,当年中石油与印度尼西亚国家石油公司(PETRONAS)签署合作谅解备忘录,购买美国戴文能源公司(Devon Energy)印尼油气资产,获得其在印尼全部 6 个油田区块的股份,与其他 3 家石油公司共同占股并成为作业者。

2003 年,中石油把 Jabung 区块的股份增至 45%,以作业者的身份签订产品分成合同(PSC),与 PETRONAS、Amerada Hess Indonesia Holdings 和 PERTAMINA 公司共同开发该区块。中石油 2011 年在印尼的原油产量为 567 万吨,是印尼市场上的第七大石油生产商。2021 年,中石油印尼 Jabung 公司签署了印尼占碑省 Jabung 区块 20 年的延期运营合同,有效期为 2023 年至 2043 年。2021 年三季度 Jabung 区块石油产量为 15181 桶/天,天然气开采量为 172 立方英尺/天。

印尼国家石油公司与中石油展开合作,中方公司提供老油田提高采收率技术和资金,印方公司提供地盘并负责政府公关”的模式进行,北塔米纳将拿出印尼 8 个区块(包括储量巨大的纳土纳气田)和中石油合作。该项目目标为到 2023 年产量实现 570 万吨,2027 年产量实现翻番,即 800-1000 万吨。

**◆ 投资建议：**

我们维持对公司 2024-2026 年归母净利润 1735/1863/2029 亿元的预测，摊薄 EPS 分别为 0.95/1.02/1.11 元，对于当前 A 股 PE 为 8.3/7.8/7.1x，对于 H 股 PE 为 5.6/5.3/4.9x，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E
601857.SH	中国石油	优于大市	7.90	0.88	0.95	1.02	8.0	8.3	7.8	1.0
600938.SH	中国海油	优于大市	25.82	2.60	3.15	3.29	8.1	8.2	7.8	1.8
0857.HK	中国石油股份	无评级	5.93	0.88	0.95	1.00	5.3	5.7	5.4	0.7
0883.HK	中国海洋石油	无评级	19.08	2.60	3.09	3.27	4.5	5.6	5.3	1.2

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：数据截至 2024 年 9 月 9 日，中国海油数据来自国信证券经济研究所预测，其余可比公司数据均来自 Wind 一致预期）

**◆ 风险提示**

原油价格大幅波动的风险；自然灾害频发的风险；新项目投产不及预期的风险；地缘政治风险；政策风险等。

**相关研究报告：**

- 《中国石油（601857.SH）-天然气盈利大幅增长，新能源新材料放量，化工业务实现盈利》——2024-08-27
- 《中国石油（601857.SH）-页岩油未来有望迎来快速上产期》——2024-07-10
- 《中国石油（601857.SH）-非常规天然气业务将迎来快速发展》——2024-05-22
- 《中国石油（601857.SH）-油气产量稳步增长，化工业务实现盈利》——2024-04-30
- 《中国石油（601857.SH）-积极践行“分子炼油”，持续推进“减油增化”》——2024-04-18

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	225049	269873	157768	161315	165604	营业收入	3239167	3011012	3105067	3198110	3295256
应收款项	116655	99802	102084	105143	108337	营业成本	2527935	2302385	2379404	2439531	2498769
存货净额	167751	180533	136180	139056	141883	营业税金及附加	276821	295015	279456	287830	296573
其他流动资产	100536	100908	93152	95943	98858	销售费用	68352	70260	68311	70358	72496
<b>流动资产合计</b>	<b>613867</b>	<b>658520</b>	<b>496588</b>	<b>508862</b>	<b>522086</b>	管理费用	50523	55023	51838	53280	54786
固定资产	659903	665611	712957	741951	755303	研发费用	20016	21957	21735	23986	26362
无形资产及其他	92960	92744	94034	95324	96615	财务费用	19614	18110	8117	4761	3203
投资性房地产	1037350	1054863	1054863	1054863	1054863	投资收益	(11140)	9554	10000	10000	10000
长期股权投资	269671	280972	283972	286972	289972	资产减值及公允价值变动	(39697)	(26948)	(27000)	(30000)	(30000)
<b>资产总计</b>	<b>2673751</b>	<b>2752710</b>	<b>2642414</b>	<b>2687972</b>	<b>2718839</b>	其他收入	(2521)	199	(21735)	(23986)	(26362)
短期借款及交易性金融负债	108936	156795	50000	50000	50000	营业利润	242564	253024	279205	298364	323067
应付款项	304747	309887	272359	278112	283767	营业外净收支	(29292)	(15566)	(20000)	(20000)	(20000)
其他流动负债	210580	222325	208137	212616	217035	<b>利润总额</b>	<b>213272</b>	<b>237458</b>	<b>259205</b>	<b>278364</b>	<b>303067</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>624263</b>	<b>689007</b>	<b>530497</b>	<b>540728</b>	<b>550802</b>	所得税费用	49295	57167	64801	69591	75767
长期借款及应付债券	222478	143198	113198	83198	53198	少数股东损益	14602	19147	20901	22445	24437
其他长期负债	288907	289884	290384	290884	291384	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>149375</b>	<b>161144</b>	<b>173503</b>	<b>186327</b>	<b>202863</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>511385</b>	<b>433082</b>	<b>403582</b>	<b>374082</b>	<b>344582</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1135648</b>	<b>1122089</b>	<b>934079</b>	<b>914810</b>	<b>895384</b>	净利润	149375	161144	173503	186327	202863
少数股东权益	168527	184211	192524	201452	211172	资产减值准备	9622	(8277)	2071	1420	677
股东权益	1369576	1446410	1515811	1571709	1612282	折旧摊销	200277	210347	177293	193296	209681
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2673751</b>	<b>2752710</b>	<b>2642414</b>	<b>2687972</b>	<b>2718839</b>	公允价值变动损失	39697	26948	27000	30000	30000
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	19614	18110	8117	4761	3203
每股收益	0.82	0.88	0.95	1.02	1.11	营运资本变动	(14749)	(4229)	683	3425	2315
每股红利	0.42	0.58	0.57	0.71	0.89	其它	(2501)	14793	6242	7508	9043
每股净资产	7.48	7.90	8.28	8.59	8.81	<b>经营活动现金流</b>	<b>381721</b>	<b>400726</b>	<b>386792</b>	<b>421976</b>	<b>454579</b>
ROIC	14%	12%	14%	16%	17%	资本开支	0	(175695)	(255000)	(255000)	(255000)
ROE	11%	11%	11.4%	11.9%	12.6%	其它投资现金流	(3876)	(3528)	0	0	0
毛利率	22%	24%	23.37%	23.72%	24.17%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(7663)</b>	<b>(190524)</b>	<b>(258000)</b>	<b>(258000)</b>	<b>(258000)</b>
EBIT Margin	9%	9%	10%	10%	11%	权益性融资	7317	4592	0	0	0
EBITDA Margin	15%	16%	16%	16%	17%	负债净变化	(28375)	(43465)	(30000)	(30000)	(30000)
收入增长	24%	-7%	3%	3%	3%	支付股利、利息	(76531)	(106304)	(104102)	(130429)	(162290)
净利润增长率	62%	8%	8%	7%	9%	其它融资现金流	(110050)	129568	(106795)	0	0
资产负债率	49%	47%	43%	42%	41%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(312545)</b>	<b>(165378)</b>	<b>(240897)</b>	<b>(160429)</b>	<b>(192290)</b>
股息率	5.3%	7.4%	7.2%	9.0%	11.2%	<b>现金净变动</b>	<b>61513</b>	<b>44824</b>	<b>(112105)</b>	<b>3547</b>	<b>4289</b>
P/E	9.7	9.0	8.3	7.8	7.1	货币资金的期初余额	163536	225049	269873	157768	161315
P/B	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	货币资金的期末余额	225049	269873	157768	161315	165604
EV/EBITDA	5.2	5.4	4.9	4.6	4.2	企业自由现金流	0	232667	151217	184065	216698
						权益自由现金流	0	318770	8334	150494	184296

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本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投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032