

分析师：符彩霞

执业证书编号：A0220200010018

Tel: 010-59355977

Email: qiqs@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



中国石油(601857.SH)

油气产量继续增长，炼化布局合理调整

投资要点

● **原油价格助推公司业绩增长。**2010年，公司实现主营业务收入1.46万亿，较2009年增长43.8%；实现归属于母公司股东净利润1398.71亿，同比增长35.6%，每股收益0.76元。营收与净利润双双大幅增长的主要原因是原油、天然气等主要产品价格较09年都有大幅上涨，原油均价为72美元/桶左右，较09年上涨了35.3%。

● **勘探开发板块贡献利润最大。**2010年公司油气当量储量替换率为1.32，丰富的储备资源量为今后长时间内保证油气产量的稳定。报告期勘探开发板块资本性支出为人民币1608.93亿元，主要用于国内长庆等油气田的勘探项目以及海外油气开发项目。今年公司将支出1718.00亿元勘探开发活动，公司油气储量、产量将有进一步增长。我们预计全年原油均价在95-100美元之间，对于公司来讲仍处于较好的盈利范围之内。

● **炼油与化工业务利润下滑54%。**2010年公司加工原油903.9百万桶，原油自给率达到95%，原油加工负荷率达到91.3%，受原油价格上升及国内成品油价格未完全调整到位等因素影响，炼油与化工业务盈利空间下降，较去年同期降低54.7%，但公司在西南地区的布局已现规模。

● **天然气与海外业务快速增长。**该板块营业额增长50.7%，主要原因是天然气销售价格上升和销量的增加，海外业务实现油气当量产量102.3百万桶，鲁迈拉油田自2011年起开始回收成本。

● **维持公司“推荐”评级。**我们预计未来三年公司EPS分别为0.81、0.91、0.96元，对应静态市盈率为14.44、12.8、12.15倍，目标价位14.2元。

采掘

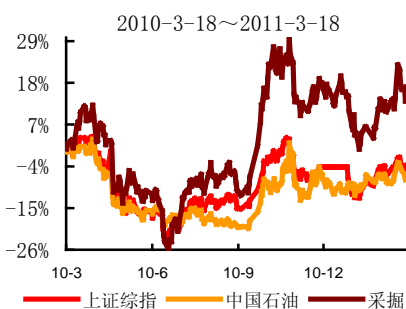
投资评级

本次评级：	推荐
跟踪评级：	维持
目标价□：	14.2

市场数据

市价(元)	11.64
上市的流通A股(亿股)	1615.22
总股本(亿股)	1830.21
52周股价最高最低(元)	9.93-13.31
上证指数/深证成指	2897.30/12650.67
2010年股息率	1.24%

52周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1465415.00	1660464.9	1899731.7	2225105.8
增长率(%)	43.77	13.31	14.41	17.13
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	139871.00	147554.78	166593.02	175300.84
增长率(%)	35.56	5.49	12.90	5.23
毛利率(%)	33.79	24.48	24.35	22.77
净资产收益率(%)	14.90	14.42	14.17	13.13
EPS(元)	0.76	0.81	0.91	0.96
P/E(倍)	15.23	14.44	12.79	12.15
P/B(倍)	2.11	1.83	1.59	1.40

来源：公司年报□民族证券

正文目录

一、原油价格助推公司业绩增长.....	3
二、勘探开发板块贡献利润最大.....	3
三、炼油与化工业务利润下滑 54%	4
四、油品销售量再创新高.....	5
五、天然气业务近年保持 50%增速	5
六、公司海外业务快速增长.....	5
七、公司盈利预测与估值.....	6

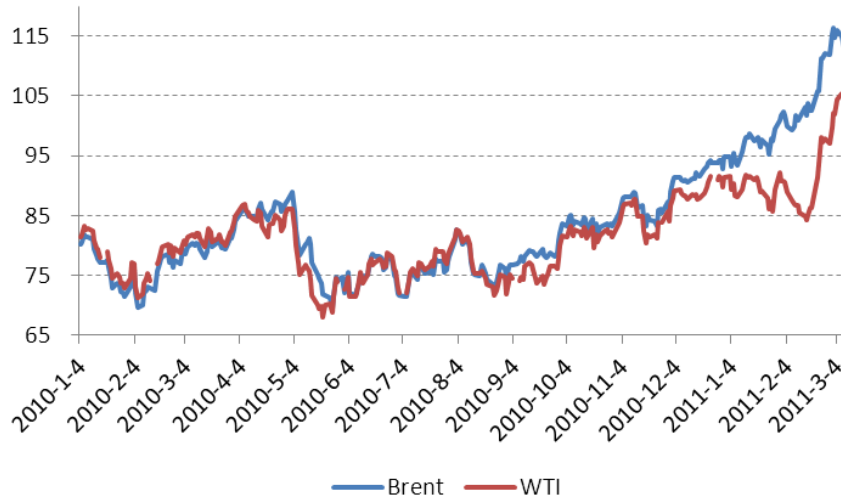
图表目录

图 1：2010 年国际油气价格	3
图 2：公司原油探明储量	3
图 3：我国成品油价格走势	5
表 4：盈利预测简表：	6
表 1 勘探板块运营情况表：	4
表 2：炼油与化工生产情况	4
表 3：中国石油（601857）基本假设表：	6
附录：财务预测表	7

一、原油价格助推公司业绩增长

2010年，公司实现主营业务收入1.46万亿，较2009年增长43.8%；实现归属于母公司股东净利润1398.71亿，同比增长35.6%，每股收益0.76元。营收与业绩双双大幅增长的主要原因是原油、天然气等主要产品价格较09年都有大幅上涨。

图1：2010年国际油气价格



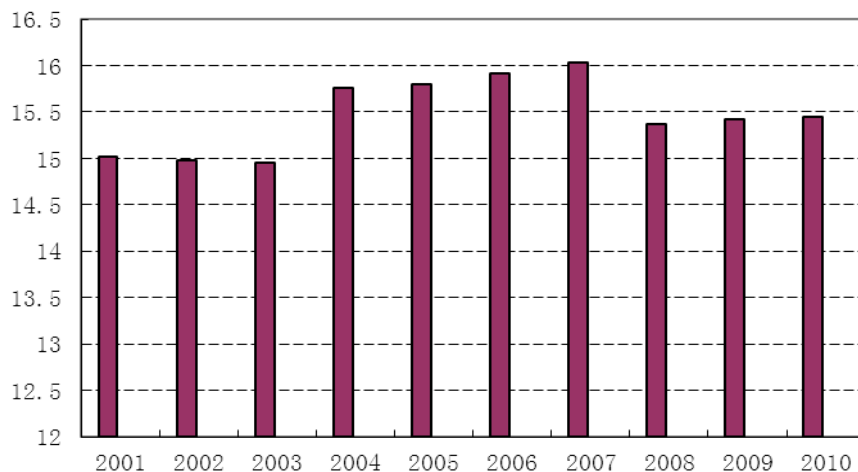
数据来源：民族证券

2010年原油均价为72美元/桶左右，较09年54美元/桶上涨了35.3%，陆上天然气价格在去年5月份也上调了0.23元每立方米，各个油气田出厂气价最低也有17%的涨幅，油气价格的上涨幅度与公司业绩的增幅相差不多。

二、勘探开发板块贡献利润最大

2010年公司原油储量替换率为1.02，天然气储量替换率为2.02，油气当量储量替换率为1.32。当前全球各个石油巨头中油气当量储量替换率大于1的公司屈指可数，而前十大石油公司中只有壳牌石油达到之一指标。公司丰富的储备资源量为今后长时间内保证油气产量的稳定。

图2：公司原油探明储量



数据来源：民族证券

2010年勘探开发板块资本性支出为人民币1608.93亿元，主要用于国内长庆、大庆、西南等油气田的勘探项目，以及海外鲁迈拉、阿克纠宾等大型油气开发项目。2011年公司将支出1718.00亿元勘探开发活动，公司油气储量将有进一步增长。

该板块贡献经营利润1537.03亿元，较上年同期1050.19亿元增长46.4%。我们判断2011年油气价格总体还是呈现上涨的态势，当前全球供需基本平衡，日本短时间的需求下滑和中东、北非供给不足都不足以影响全年价格走势。美国和日本陆续释放出的流动性有可能继续推高大宗商品价格，我们预计全年原油均价在95-100美元之间，对于中国石油这样的以上游业务为主的一体化石油公司来讲仍处于较好的盈利范围之内。

表1 勘探板块运营情况表：

项目	2010	2009	同比增减 (%)
原油产量 百万桶	857	843	1.7
天然气产量 亿立方英尺	22212	21122	5.2
油气当量产量 百万桶	1228	1195	2.7

数据来源：公司公告、民族证券研发中心

三、炼油与化工业务利润下滑 54%

2010年公司加工原油903.9百万桶，原油自给率达到95%，原油加工负荷率达到91.3%，生产约7,944.8万吨汽油、柴油和煤油。广西石化炼油项目、乌鲁木齐石化芳烃、独山子乙烯等项目建成投产增加了公司产能。

该板块营业额增长32.6%，主要原因是主要炼油产品价格上升和销售量增加，但受原油价格上升及国内成品油价格未完全调整到位等因素影响，炼油与化工业务盈利空间下降，实现经营利润人民币78.47亿元，比上年同期人民币173.08亿元降低54.7%。

报告期内国内化工市场前低后高，上半年受欧洲债务危机影响需求萎缩，化工产品价格震荡下行；从下半年开始，国内生产性需求稳步增加，加之发达经济体的宽松货币政策引发全球性通胀预期，投机需求放大，形成供应紧张、化工产品价格不断攀升的局面，我们预计2011年公司化工业务仍将保持上升态势。

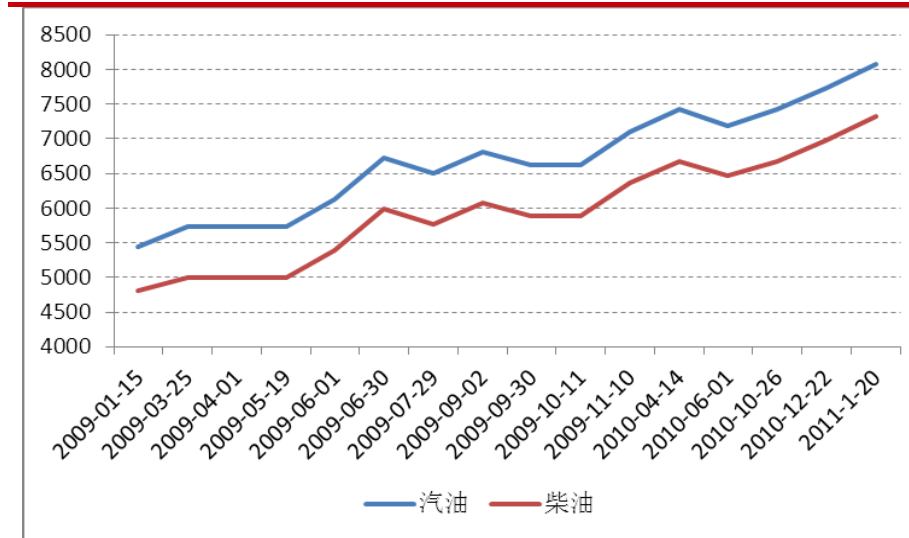
表2：炼油与化工生产情况

项目	2010	2009	同比增减 (%)
原油加工量 百万桶	903.9	828.6	9.1
汽、煤、柴油产量 千吨	79,448	73,195	8.5
乙烯 千吨	3,615	2,989	20.9
合成树脂 千吨	5,550	4,480	24
合成聚合物 千吨	1,985	1471	35
合成橡胶 千吨	619	420	47.4
尿素 千吨	3,764	3,973	-5.3

数据来源：公司公告、民族证券研发中心

未来影响炼油与化工板块能否盈利的主要因素仍然取决于政府对成品油价格的调节力度。2010年中国政府三升一降四次调整成品油价格，较2009年年底，汽油、柴油标准品价格分别累计上涨了630元/吨和620元/吨。国内成品油价格机制稳定运行，基本理顺了原油与成品油的价格关系，但成品油价格调整的频率和幅度与既定机制还存在着一定的差异，2011年对于相关政策的调整将会对公司形成利好。

图 3：我国成品油价格走势



数据来源：wind、民族证券

四、油品销售量再创新高

公司成品油总共销售了 1.2 亿吨，增加了 19.3%，其中柴油销量达到 7779 万吨，同比增长 20%，创出历史最高水平。公司在全国零售市场份额中达到 38.4%，比 09 年增长了 0.2 个百分点。报告期内板块实现营业收入 1.13 万亿，同比增长 47%，实现经营利润 159.56 亿元，与上年同期增长 20%。但目前由于汽车市场增速放缓，成品油市场处于供过于求的状态，广西 1000 万吨炼油项目，中石化四川千万吨级炼厂已经投产运行，未来成品油终端销售价格将面临考验。

对于销售板块来说，公司未来将整合优化加油站的布局 and 结构，09 年加油站数量已经比 09 年增加了近 700 多家，另外公司非油品业务发展（便利店“易捷”）将不断提高加油站毛利水平。

五、天然气业务近年保持 50% 增速

2010 年，公司负责的中俄原油管道、中亚天然气管道 B 线、西气东输二线中卫-黄陂段建成投产，下游逐渐进入城市燃气及 LPG、LNG 等业务，实现产品销量较快增长。其中营业额增长 50.7%，主要原因是天然气销售价格上升和销量的增加，与此同时由于进口中亚天然气、国外 LPG 等产品的价格高于国内出厂价，个别产品甚至与终端价格倒挂，所以毛利有所下滑，经营利润人民币 204.15 亿元较上年同期增长 7.2%。

天然气与管道板块的 2010 年资本性支出为人民币 536.48 亿元，主要用于西气东输二线等天然气管道项目、中俄原油管道项目和兰州-郑州-长沙成品油管道等项目建设。按照公司计划 2011 年资本性支出将达到人民币 773.00 亿元，主要用于西气东输二线天然气管道、中卫-贵阳天然气管道、兰州-成都原油管道等重要的油气骨干输送通道项目和配套的 LNG、城市燃气等项目建设，管网逐渐在全国范围内铺开可以开拓潜在市场。我们预计该板块业务占比将越来越大，另外天然气价格仍有上调空间。

六、公司海外业务快速增长

公司海外油气权益开发逐步进入正常轨道，海外业务实现油气当量产量 102.3 百万桶，占总产量的 11.7%。公司在伊拉克的鲁迈拉油田建设稳步推进，经过与英国石油公司 (BP)、伊

拉克南方石油公司(South Oil Company)组成的鲁迈拉联合作业,目前已经实现比2009年12月确定的基础产量增产超过10%的产量目标,可以使公司自2011年起开始回收成本;与壳牌合作收购澳大利亚Arrow能源有限公司,成功进入澳大利亚煤层气业务,我国有丰富的煤层气资源,在澳大利亚的小试牛刀将为未来我国煤层气开发高潮做好充足准备。

七、公司盈利预测与估值

我们对公司做盈利预测所做出的假设如下:

表3: 中国石油(601857)基本假设表:

假设条件	2011E	2012E	2013E
原油销量(百万桶)	870	885	912
实现价格(美元/桶)	98	103	105
天然气销量(亿立方米)	680	721	747
实现价格(元/千立方米)	1200	1200	1200
原油加工量(百万桶)	987	1122	1223
成品油销售量(百万吨)	10500	12000	12500
乙烯产量(千吨)	3904	4138	4511
合成树脂产量(千吨)	6382	6765	7036
合成纤维产量(千吨)	2580	2657	2766
合成橡胶产量(千吨)	812	885	1000

数据来源: 民族证券研发中心

表4: 盈利预测简表:

单位(百万元)	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1660464.9	1899731.7	2225105.8
营业成本	1411654.3	1687755.8	1972171.1
营业税金及附加	25582.82	30586.49	35740.83
销售费用	66418.60	75989.27	89004.23
管理费用	76381.39	85487.93	100129.76
财务费用	12436.33	14500.42	13011.71
资产减值损失	5313.49	6649.06	8010.38
投资净收益	6000.00	5000.00	5000.00
营业利润	227767.84	256613.67	269807.34
营业外收支	-4200.00	-4200.00	-4200.00
利润总额	223567.84	252413.67	265607.34
所得税	55891.96	63103.42	66401.84
净利润	167675.88	189310.25	199205.51
少数股东损益	20121.11	22717.23	23904.66
归属母公司的净利润	147554.78	166593.02	175300.84
每股收益(元)	0.81	0.91	0.96

数据来源: 民族证券研发中心

我们预计未来三年公司EPS分别为0.81、0.91、0.96元,对应静态市盈率为14.44、12.8、12.15倍,目标价位14.2元。

风险提示: 国内成品油价格仍然不能正常反映原油价格波动,国内油气需求减缓。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	289880.00	303028.25	435929.28	604309.67
现金	52210.00	19761.32	102943.42	209505.21
应收账款	50960.00	50041.41	57252.19	67057.98
其它应收款	37935.00	45492.19	52047.45	60961.80
预付账款	5837.00	6823.83	7807.12	9144.27
存货	134888.00	171788.04	196881.79	235389.35
其他	8050.00	9121.47	18997.32	22251.06
非流动资产	1366488.00	1445209.61	1507546.23	1574218.71
长期投资	65481.00	71481.00	76481.00	81481.00
固定资产	673018.00	696534.12	728271.80	756665.66
无形资产	37221.00	37221.00	37221.00	37221.00
其他	590768.00	639973.49	665572.43	698851.05
资产总计	1656368.00	1748237.86	1943475.51	2178528.38
流动负债	429736.00	438758.43	476157.09	520922.36
短期借款	97175.00	94675.00	74675.00	74675.00
应付账款	212054.00	240503.25	275634.51	329545.09
其他	120507.00	103580.17	125847.57	116702.26
非流动负债	216531.00	146458.03	131646.07	140258.25
长期借款	131352.00	117731.99	98780.71	101763.92
其他	85179.00	28726.04	32865.36	38494.33
负债合计	646267.00	585216.46	607803.16	661180.61
少数股东权益	71058.00	91179.11	113896.34	137801.00
归属母公司股东权益	939043.00	1071842.30	1221776.02	1379546.78
负债和股东权益	1656368.00	1748237.86	1943475.51	2178528.38

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	256075.00	126044.77	224335.58	248637.71
净利润	150675.00	167675.88	189310.25	199205.51
折旧摊销	108965.00	24094.63	28254.30	31800.11
财务费用	6017.00	12436.33	14500.42	13011.71
投资损失	-7043.00	-6000.00	-5000.00	-5000.00
营运资金变动	-6883.00	-81242.54	-12967.46	-3270.61
其它	4344.00	9080.46	10238.06	12890.99
投资活动现金流	-313386.00	-97100.24	-85590.93	-93472.58
资本支出	-284806.00	-97100.24	-85590.93	-93472.58
其他	-28580.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	21237.00	-61393.22	-55562.55	-48603.33
短期借款	75939.00	-34201.41	-24402.83	-18061.53
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	-48610.00	-14755.48	-16659.30	-17530.08
其他	-6092.00	-12436.33	-14500.42	-13011.71
现金净增加额	-36074.00	-32448.68	83182.10	106561.79

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1465415	1660464.9	1899731.7	2225105.8
营业成本	1231730.5	1411654.3	1687755.8	1972171.1
营业税金及	22322.14	25582.82	30586.49	35740.83
营业费用	57655.00	66418.60	75989.27	89004.23
管理费用	63417.00	76381.39	85487.93	100129.76
财务费用	6017.00	12436.33	14500.42	13011.71
资产减值	4408.00	5313.49	6649.06	8010.38
公允价值变	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收	7043.00	6000.00	5000.00	5000.00
营业利润	193086.00	227767.84	256613.67	269807.34
营业外收	-3892.00	-4200.00	-4200.00	-4200.00
利润总额	189194.00	223567.84	252413.67	265607.34
所得税	38519.00	55891.96	63103.42	66401.84
净利润	150675.00	167675.88	189310.25	199205.51
少数股东损	10804.00	20121.11	22717.23	23904.66
归属母公司	139871.00	147554.78	166593.02	175300.84
EBITDA	305433.00	263612.30	301017.45	317629.54
EPS (元)	0.76	0.81	0.91	0.96

主要财务

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	43.77%	13.31%	14.41%	17.13%
营业利润	33.38%	17.96%	12.66%	5.14%
归属母公司	35.57%	5.49%	12.90%	5.23%
获利能力				
毛利率	29.10%	24.48%	24.35%	22.77%
净利率	10.28%	10.10%	9.97%	8.95%
ROE	14.92%	14.42%	14.17%	13.13%
ROIC	11.09%	12.38%	12.76%	12.10%
偿债能力				
资产负债	39.02%	33.47%	31.27%	30.35%
流动比率	0.67	0.69	0.92	1.16
速动比率	0.36	0.30	0.50	0.71
营运能力				
总资产周	0.88	0.95	0.98	1.02
应收帐款周	28.76	33.18	33.18	33.18
应付帐款周	4.90	5.21	5.21	5.21
每股指标				
每股收益	0.76	0.81	0.91	0.96
每股经营	1.40	0.69	1.23	1.36
每股净资	5.52	6.35	7.30	8.29
估值比率				
P/E	15.23	14.44	12.79	12.15
P/B	2.11	1.83	1.59	1.40
EV/EBITDA	8.92	10.23	8.75	8.13

资料来源：公司报表、民族证券

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn