



# 中國石油 ( 601857.SH/0857.HK )

## A/H 股投資評等及目標價

<b>A 股</b>	買進
	601857.SH
	目標價: 13.65 RMB
<b>H 股</b>	買進
	0857.HK
	目標價: 12.07 HKD

### 基本資料

股票資訊	H股	A股
目前股價	10.54	11.57
股票代碼	0857.HK	601857.SH
日成交量	187241	323848
52周最高價/最低價	11.26/7.86	9.93/13.31
發行股數(百萬股)	21099	183021
其中: 流通股(百萬股)	21099	183021
第一大股東	中國石油天然氣集團	

最近估值走勢	1-w	1-m	3-m	YTD
601857.SH	-3%	-1%	0%	-10%
000001.SH	-2%	-1%	0%	-5%

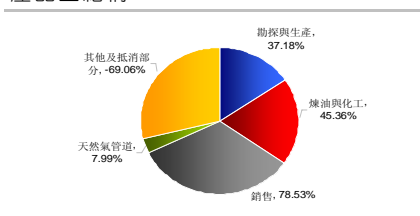
資料來源: 元富上海

### 股價相對大盤表現



資料來源: 元富上海

### 產品主結構



資料來源: 元富上海

### 元富上海代表處

分析師: 李鑫 Xin Li  
電郵: lixin.sh@masterlink-cn.com

## 油價上漲帶動業績增長，給予買進評級

- 公司2010年實現EPS 0.76元，業績略高於市場預期。2010年公司實現主營業務收入14,654億元，YoY+43.8%，歸屬於母公司股東的淨利潤1,400億元，YoY+35.4%至，超出市場平均預測達3%，公司實現每股收益0.76元，YoY+35.6%，每股派發股息0.184元（含稅）。由於原油實現價格4季度QoQ+9%，公司第四季度的淨利潤QoQ+10%。
- 未來海外業務的產量增長將成為公司油氣產量增長的主要驅動力。2010年公司原油儲量替換率為1.02，說明產量的增長完全來自於新增原油探明儲量，無需動用原有的石油儲量。2010年公司與殼牌合作收購澳洲Arrow能源公司，進入澳大利亞煤層氣業務，海外油氣當量產量占比達到8.33%，隨著公司加大對海外油氣資產的收購，預計未來公司海外業務增長將成為公司油氣產量增長的主要驅動力。
- 在原油自給率超過80%、國內成品油價格預期上調的情況下，公司煉化業務盈利前景較為樂觀。目前國際油價已重回“百元時代”，國內成品油定價機制改革也勢在必行，自2011年2月18日調價以來，三地原油價格變化率已達到9.93%，超過發改委4%的調價標準，市場普遍預期將在3月25日左右進行上調。我們認為，公司原油自給率超過80%，在國內成品油價格預期上調的情況下，公司煉化業務盈利前景較為樂觀。
- 評級及投資建議。地緣政治及日本震後重建將使原油價格維持高位，公司上游業務盈利能力將得到增強；成品油價格預期上調將對中游煉化業務構成實質性利好；海外業務是公司未來看點。預估公司2011年EPS 0.91元，給予公司2011年A股15倍PE和H股11倍PE，對應A股目標價人民幣13.65元，H股目標價12.07港元，給予公司A股和H股均為買進評級。
- 風險：原油價格大幅波動及成品油調價滯後將影響公司盈利水準

### 主要財務分析

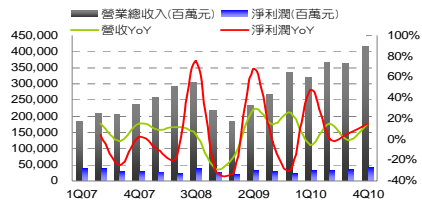
	2007	2008	2009	2010	2011(F)
主營業務收入	4,645	1,071,146	1,019,275	1,465,415	1,593,209
年增率(%)	21.20%	28.28%	-4.84%	43.77%	8.72%
主營業務利潤	187,657.00	144,599.00	143,356.00	186,043.00	234,073.14
年增率(%)	98.26%	-22.95%	-0.86%	29.78%	25.82%
淨利潤	134,574.00	113,798.00	103,173.00	139,871.00	167,339.14
年增率(%)	6.54%	-15.44%	-9.34%	35.57%	19.64%
每股收益	0.74	0.62	0.56	0.76	0.91
市盈率(倍)	41.28	16.40	24.68	14.68	14.93
市淨率(倍)	7.92	2.20	2.79	2.03	1.99
股價/經營現金	340.18	(54.50)	45.86	(51.94)	(49.75)
ROA(%)	14.43%	10.54%	7.33%	9.10%	10.76%
ROE(%)	20.07%	14.86%	11.71%	14.92%	15.73%
現金股利率	1.32%	3.24%	2.28%	3.06%	3.30%

資料來源: 元富上海



公司2010年實現營收YoY+43.8%，  
實現淨利潤YoY+35.4%

公司營業收入與淨利潤增長



資料來源：元富上海

隨著公司加大對海外油氣資產的收購，未來海外業務的產量增長將成為公司油氣產量增長的主要驅動力

中國石油公佈 2010 年業績：2010 年公司實現主營業務收入 14,654 億元，YoY+43.8%，歸屬於母公司股東的淨利潤 1,400 億元，YoY+35.4%，超出市場平均預測達 3%，每股派發股息 0.184 元（含稅）。由於原油實現價格 4 季度 QoQ+9%，公司第四季度的淨利潤 QoQ+10%。

公司各板塊業績情況

	2010年主營業務收入	2010年主營業務成本	毛利率	營收YoY	成本YoY	毛利率增減百分點
勘探與生產	525,895	263,328	36.1	34.2	21.5	0.7
煉油與化工	657,728	516,927	6.1	33.2	42.8	(2.3)
銷售	1,128,000	1,062,145	5.7	47.6	50.5	(1.7)
天然氣與管道	115,181	89,873	20.9	50.6	66.4	(7.1)
其他	348	113	-	-	-	-
板塊間抵消數	(997,425)	(995,449)	-	-	-	-
合計	1,429,727	936,937	22.1	44.1	54.6	(3.8)

資料來源：元富上海

上游業務：勘探與開採。2010年公司加大推進預探、風險勘探和精細勘探，在鄂爾多斯盆地、柴達木盆地、渤海灣盆地、塔里木盆地及四川盆地等主要探區獲得一批戰略發現，公司全年實現原油產量857.7百萬桶，YoY+1.7%，原油探明儲量11,278百萬桶，YoY+0.1%，原油儲量替換率達到1.02，雖然較去年下降0.07，但仍能維持在1以上，說明產量的增長完全來自於新增原油探明儲量，無需動用原有的石油儲量。海外業務方面，2010年公司與殼牌合作收購澳洲 Arrow 能源公司，進入澳大利亞煤層氣業務，公司實現海外業務油氣當量產量 102.3 百萬桶，占公司油氣當量產量的 8.33%，我們認為，隨著公司加大對海外油氣資產的收購，未來海外業務的產量增長將成為公司油氣產量增長的主要驅動力，這也是公司石油勘探技術和作為國際大型綜合石油企業所具備的基本素質。2010年WTI平均價格為79.5美元/桶，YoY+35%，公司原油實現價格為72.9美元/桶，YoY+35%，公司原油價格與國際輕質-重質原油價差走勢基本一致。預計2011年原油價格的漲跌區間將在90-125美元/桶之間，這對上游勘探與開採業務盈利占比超過50%的中國石油來說無疑會增加其盈利水準，預計2011年公司勘探與開採業務營業收入將YoY+33%。

公司勘探與開採業務

	單位	2007	2008	2009	2010	YoY
原油產量	百萬桶	846	870.7	843.5	857.7	1.68%
可銷售天然氣產量	十億立方英尺	1,627.7	1,864.2	2,112.2	2,221.2	5.16%
油氣當量產量	百萬桶	1,117.4	1,181.5	1,195.7	1,228.0	2.70%
原油探明儲量	百萬桶	11,706	11,221	11,263	11,278	0.13%
天然氣探明儲量	十億立方英尺	57,111	61,189	63,244	65,503	3.57%
探明已開發原油儲量	百萬桶	9,047	8,324	7,871	7,605	-3.38%
探明已開發天然氣儲量	十億立方英尺	26,047	26,667	30,949	31,102	0.49%

資料來源：元富上海



我們認為，公司原油自給率達到 80%，在國際油價持續高位運行、國內成品油價格預期上調的情況下，公司煉化業務盈利前景較為樂觀

中游業務：煉油與化工。2010 年公司煉油與化工業務實現經營利潤 78.47 億元，YoY -54.7%。雖然成品油價格及化工產品價格均較去年有所上漲，其中汽油、柴油、煤油價格分別 YoY+15%、19%和 25.1%，聚乙烯和潤滑油價格 YoY+6.3%和 14%，但由於國際油價 YoY+35%，同時國內成品油調整不到位，全年僅三次上調汽柴油零售價，導致公司煉化業務利潤下降，毛利率僅有 1.4%，同比減少 7 個百分點。目前國際油價已重回“百元時代”，國內成品油定價機制改革也勢在必行，自今年 2 月 18 日調價以來，三地原油價格變化率已達到 9.93%，超過發改委 4%的調價標準，市場普遍預期將在 3 月 25 日左右進行上調。我們認為，公司原油自給率達到 80%，在國際油價持續高位運行、國內成品油價格預期上調的情況下，公司煉化業務盈利前景較為樂觀，預計 2011 年公司煉油與化工業務營業收入將 YoY+1.09%。

公司煉油與化工業務

	單位	2007	2008	2009	2010	YoY
原油加工量	百萬桶	823.6	849.8	828.6	903.9	9.09%
汽、煤、柴油產量	千噸	71,381	73,968	73,195	79,448	8.54%
其中：汽油	千噸	22,019	23,465	22,114	23,308	5.40%
煤油	千噸	2,017	2,209	2,253	2,395	6.30%
柴油	千噸	47,345	48,294	48,828	53,745	10.07%
原油加工負荷率	%	97.70	94.90	87.70	91.30	增加 3.6 個百分點
輕油收率	%	73.99	73.58	75.50	76.60	增加 1.1 個百分點
石油產品綜合商品收率	%	93.01	92.71	93.10	93.50	增加 0.4 個百分點
乙烯	千噸	2,581	2,676	2,989	3,615	20.94%
合成樹脂	千噸	3,962	4,099	4,480	5,550	23.88%
合成纖維原料及聚合物	千噸	1,459	1,637	1,471	1,985	34.94%
合成橡膠	千噸	311	344	420	619	47.38%
尿素	千噸	3,634	3,824	3,973	3,764	-5.26%

資料來源：元富上海

由於國內成品油銷售市場的競爭加劇，公司銷售業務毛利率同比下降了 1.7 個百分點

下游業務：銷售。2010 年國內汽車銷量達到 1,806.19 萬輛，YoY+32.37%，受車市火爆的影響，成品油銷售業務表現良好，汽、煤、柴油合計銷量達到 12,083 萬噸，YoY+19.3%；公司加油站數量達到 17,996 座，同比增加 734 座或 YoY+4.3%，其中資產型加油站為 17,394 座，同比增加 787 座，單站加油量 YoY+8.9%，公司零售市場份額達到 38.4%，同比增加 2 個百分點。但由於國內成品油銷售市場的競爭加劇，公司銷售業務毛利率同比下降 1.7 個百分點。未來隨著外資及民營加油站數量的增加，公司成品油銷售將面臨更加激烈的市場競爭，預計 2011 年公司銷售業務營業收入將 YoY+2.7%。

公司銷售業務

	單位	2007	2008	2009	2010	YoY
汽、煤、柴油銷量	千噸	85,162	90,278	101,253	120,833	19.34%
其中：汽油	千噸	27,003	29,399	30,777	36,328	18.04%
煤油	千噸	3,782	4,798	5,817	6,716	15.45%
柴油	千噸	54,377	56,081	64,659	77,789	20.31%
零售市場份額	%	37	37.5	38.2	38.4	增加 0.2 個百分點
加油站數量	座	18,648	17,456	17,262	17,996	4.25%
其中：資產型加油站	座	17,070	16,725	16,607	17,394	4.74%
單站加油量	噸/日	8.4	9.6	10.1	11	8.91%

資料來源：元富上海



隨著長慶氣田逐步增產以及中亞權益天然氣的達產，未來公司天然氣產量將持續增長

天然氣與管道業務：2010年公司天然氣探明儲量為65,503十億立方英尺，YoY+3.6%，增速高於0.1%的原油探明儲量增速，全年天然氣產量為2,221.2十億立方英尺，YoY+5.2%，天然氣儲量替換率為2.02，可見公司天然氣年新增儲量遠大於天然氣產量，未來可采天然氣年限會更長。隨著長慶氣田逐步增產以及中亞權益天然氣的達產，未來公司天然氣產量將持續增長。2010年6月1日起，發改委將國產陸上天然氣出廠基準價由925元/千立方米提高到1,155元/千立方米，提價幅度為24.9%，並取消價格“雙軌制”。受益於天然氣價格上調，公司2010年天然氣平均實現價格為955元/噸，YoY+17.3%。公司2010年天然氣與管道銷售額達到1,170.43億元，YoY+50.7%，但由於進口中亞天然氣、LPG以及購買國產天然氣支出增加，該業務營業利潤僅YoY+7.2%。公司逐漸進入天然氣下游產業，加深產業鏈，並且西氣東輸二線工程將於2011年全線貫通，支出及折舊將有所增加，預計未來天然氣與管道業務利潤率將無法達到2009年29%的高位，預計2011年公司天然氣與管道業務營業收入將YoY+24.1%。

公司各業務資本支出預測

	資本支出 (十億元)				資本支出構成		
	2009	2010	2011F	YoY	2009	2010	2011F
勘探與開採	129.0	160.9	172.0	6.90%	48.33%	58.28%	53.58%
煉油與化工	42.6	44.2	48.0	8.60%	15.96%	16.01%	14.95%
銷售	18.2	15.8	20.0	26.58%	6.82%	5.72%	6.23%
<b>天然氣與管道</b>	<b>74.8</b>	<b>53.6</b>	<b>78.0</b>	<b>45.52%</b>	<b>28.03%</b>	<b>19.41%</b>	<b>24.30%</b>
其他	2.3	1.6	3.0	87.50%	0.86%	0.58%	0.93%
合計	266.9	276.1	321.0	16.26%	100.00%	100.00%	100.00%

資料來源：元富上海

我們看好未來公司上游業務盈利能力的增強和中游業務的持續增長，給予公司 A/H 股均為買進評級

**投資建議及評級：**元富預估2011年中國石油每股收益為0.91元。目前公司A股和H股價格分別為11.57元人民幣和10.54港元，對應2010年A股PE為13.3倍，H股PE為10.2倍。我們認為，地緣政治導致國際油價重回“百元時代”，而且近期日本大地震將導致未來日本原油需求大增，再加上美國量化寬鬆政策繼續實施，美元持續貶值是大概率事件，預計2011年原油價格的漲跌區間將在90-125美元/桶之間，這對上游勘探與開採業務盈利占比超過50%的中國石油來說無疑會增加其盈利水準；2011年進行國內成品油定價機制改革的呼聲較高，公司原油自給率達到80%，成品油價格調整將利好於公司煉油與化工業務的盈利增長；海外業務是公司未來增長的看點，這也是公司石油勘探技術提高和作為國際大型綜合石油企業所具備的基本素質；而環保要求和城鎮化將會促進天然氣消費的增加，公司天然氣業務將受益於氣價的上調。我們看好未來公司上游業務盈利能力的增強和中游業務的持續增長，元富給予公司2011年A股15倍PE、H股11倍PE，對應A股目標價人民幣13.65元，H股目標價12.07港元，給予公司A股和H股均為買進評級。

**風險因素：**原油價格大幅波動及成品油調價滯後將影響公司盈利水準。



損益表

百萬元

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11F	2Q11F	3Q11F	4Q11F	2008	2009	2010	2011(F)
營業收入	318,795	366,002	363,302	417,316	372,119	384,159	409,997	426,935	1,071,146	1,019,275	1,465,415	1,593,209
營業成本	206,422	241,795	242,136	279,856	222,561	246,510	265,410	289,510	683,677	633,100	970,209	1,023,991
營業毛利	112,373	124,207	121,166	137,460	149,558	137,649	144,587	137,425	387,469	386,175	495,206	569,218
營業費用	69,598	80,494	74,333	84,738	79,401	83,473	84,644	87,627	242,870	242,819	309,163	335,145
營業利潤	42,775	43,713	46,833	52,722	70,157	54,176	59,943	49,798	144,599	143,356	186,043	234,073
營業外收入	2,311	1,343	3,491	4,060	2,300	2,250	2,660	2,880	22,800	5,090	11,205	10,090
營業外支出	576	1,028	4,015	2,435	789	1,200	1,540	1,480	6,299	8,679	8,054	5,009
利潤總額	44,510	44,028	46,309	54,347	71,668	55,226	61,063	51,198	161,100	139,767	189,194	239,154
所得稅	9,134	9,082	8,694	11,609	9,980	10,580	10,750	10,250	35,154	33,389	38,519	41,560
少數股東損益	2,927	2,184	2,916	2,777	5,751	6,584	8,410	9,510	12,148	3,205	10,804	30,255
歸屬母公司淨利潤	32,449	32,762	34,699	39,961	55,937	38,062	41,903	31,438	113,798	103,173	139,871	167,339
每股收益	0.18	0.18	0.19	0.22	0.31	0.21	0.23	0.17	0.62	0.56	0.76	0.91
QoQ/YoY(%)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11F	2Q11F	3Q11F	4Q11F	2008	2,009	2,010	2011(F)
營業收入	(5.19)	14.81	(0.74)	14.87	(10.83)	3.24	6.73	4.13	28.28	(4.84)	43.77	8.72
營業利潤	14.91	2.19	7.14	12.57	33.07	(22.78)	10.65	(16.92)	(22.95)	(0.86)	29.78	25.82
利潤總額	36.38	(1.08)	5.18	17.36	31.87	(22.94)	10.57	(16.16)	(16.45)	(13.24)	35.36	26.41
歸屬母公司淨利潤	47.33	0.96	5.91	15.16	39.98	(31.96)	10.09	(24.97)	(15.44)	(9.34)	35.57	19.64
各項比率	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11F	2Q11F	3Q11F	4Q11F	2008	2,009	2,010	2011(F)
毛利率	35.25	33.94	33.35	32.94	40.19	35.83	35.27	32.19	36.17	37.89	33.79	35.73
營業利潤率	13.42	11.94	12.89	12.63	18.85	14.10	14.62	11.66	13.50	14.06	12.70	14.69
總利潤率	13.96	12.03	12.75	13.02	19.26	14.38	14.89	11.99	15.04	13.71	12.91	15.01
歸屬母公司淨利率	10.18	8.95	9.55	9.58	15.03	9.91	10.22	7.36	10.62	10.12	9.54	10.50

資料來源：元富上海

資產負債表

百萬元

現金流量表

百萬元

Year-end Dec. 31	2008	2009	2010	2011(F)	Year-end Dec. 31	2008	2009	2010	2011(F)
貨幣資產	45,879	88,284	52,210	104,264	淨利潤	139,212	118,141	164,228	167,339
短期投資	0	0	0	0	折舊與攤銷	78,835	90,257	108,965	119,800
應收帳款	21,070	33,053	50,960	45,520	投資收入	(4,733)	(1,409)	(7,043)	(4,400)
存貨	90,670	114,781	134,888	136,532	營運資金變化	(51,481)	51,432	50,015	59,930
其他流動資產	69,228	59,595	51,822	57,150	其他	16,526	10,975	4,310	6,300
流動資產	226,847	295,713	289,880	343,466	來自營運之現金流量	178,359	269,396	320,475	348,969
長期投資	28,036	27,562	63,546	75,846	資本支出	224,000	267,112	272,292	328,800
固定資產	728,134	850,932	998,525	1,207,525	長投增減	10,788	11,909	2,294	7,650
其他資產	211,884	276,535	304,417	311,193	其他	(3,048)	(12,295)	(29,304)	(12,810)
總資產	1,194,901	1,450,742	1,656,368	1,938,030	來自投資之現金流量	(216,260)	(267,498)	(299,302)	(333,960)
短期借款	87,217	74,622	97,175	92,250	自由現金流量	(37,901)	1,898	21,173	15,009
應付帳款	118,630	158,762	212,054	157,537	借款增(減)	68,121	111,793	4,905	117,380
其他流動負債	58,490	155,169	120,507	151,019	現金股利支出	60,348	57,755	62,899	78,955
流動負債	264,337	388,553	429,736	400,806	其他	3,912	961	2,950	1,550
長期負債	28,684	36,506	33,578	127,028	來自融資之現金流量	3,861	53,077	(60,944)	36,875
其他長期負債	54,155	117,572	182,953	154,425	匯率調整	(112)	179	234	170
總負債	347,176	542,631	646,267	682,259	本期產生之現金流量	(34,152)	55,154	(39,537)	52,054
普通股股本	183,021	183,021	183,021	183,021	Ratio Analysis				
資本公積金	115,315	116,379	115,845	115,845	Year-end Dec. 31				
累計留存收益	493,283	548,382	688,253	855,592	ROA(%)	10.54%	7.33%	9.10%	10.20%
少數股權	56,106	60,329	71,058	101,313	ROE(%)	14.86%	11.71%	14.92%	15.73%
股東權益	847,725	908,111	1,010,101	1,255,771	ROCE(%)	59.49%	48.46%	69.56%	63.73%

資料來源：元富上海

公司評級	定義	產業評級	定義	免責宣言
強力買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅大於 50%	正向	行業將超越行業指數表現 20%以上	本報告僅供元富投顧內部同仁及客戶參考，所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。未經元富證券(香港)上海代表處事先書面明文批准，不得更改或以任何方式傳送、複印或派發此報告的材料、內容或其複印本予任何其他人。本公司已力求本刊內容之正確，惟純屬研究僅供參考，本公司不負任何法律責任；使用本資訊，投資人宜審慎考慮投資風險。
買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅達 15-50%	中性	行業符合行業指數	
持有	預計公司股價在未來六個月內漲幅正負 15%內	負向	行業將低於行業指數表現達 20%以上	
賣出	預計公司股價在未來六個月內跌幅大於 15%			