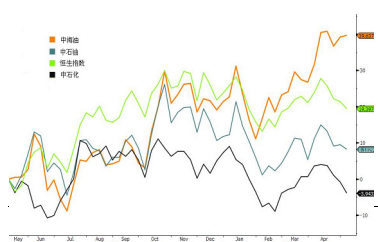


上游业务优势明显，中海油应为首选

中海油优于大势

三大石油公司一年股价表现



受益于油价大幅反弹和成品油价格上调，去年下半年以来三大石油巨头的业绩出现明显增长。展望未来，国际油价有望保持高位运行，同时国内通胀压力加大，成品油价格相对成本上涨的弹性减弱，不利于炼油业务。未来需关注一系列行业政策变动的影响，比如天然气价格调整、资源税改革、石油暴利税的调整等。总体来看，在高油价以及国内能源价格改革的背景下，开采业务的利润水准有望上升。关注上游业务蕴含的机会，首选为中海油。

- ✦ **原油长期供需趋紧。**近年来中国的原油生产增长乏力，国内产量始终保持在 1.8 亿吨左右的水准。未来十年，中国的原油进口有望倍增至 4 亿吨左右。近年来中国需求一向是推动国际大宗商品价格的重要刺激因素。中国石油供求长期趋紧的格局，将对油价起到向上推动。
- ✦ **油价有望继续震荡上行。**预计今年油价有望保持高位运行，年内有机会超过 90 美元/桶，峰值可能会达到 100 美元。
- ✦ **成品油价格上调或将放缓。**4 月 14 日中国政府再度上调成品油价格。但是鉴于中国政府对通胀的担忧情绪正在上升，这将会抑制发改委进一步上调成品油价格的意愿。另外，根据去年的石油价格管理办法，当油价高于 80 美元时，将开始扣减炼油加工利润率。因此，若油价进一步上扬，炼油业务向下游转嫁成本的能力减弱，这对以炼油业务为主的中石化最为不利。
- ✦ **关注行业政策变动。**未来油气行业将面临较多的政策变动，比如天然气价格调整、资源税改革、石油暴利税的调整等等。这些政策改变将对石油和天然气开采行业的业绩起到较大的影响。
- ✦ **上游业务为王，首选中海油。**在油价重返高位的背景下，上游业务盈利能力显著提升，因此投资首选为中海油（00883.HK），因其上游业务比重最大，未来油气资源增长前景乐观，成长性相对较高。其次可能关注中国石油（00857.HK），因其上下游业务较为平衡，在未来天然气价格调整中有望获益最多。

时富证券研究部

(852) 2287 8846

Henry.li@cash.com.hk

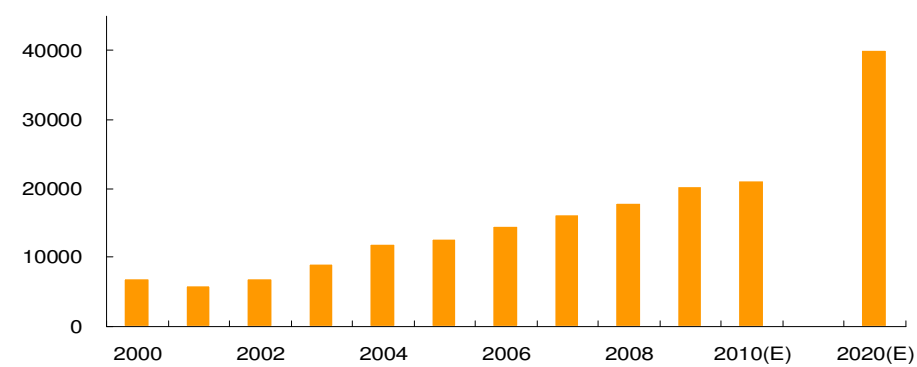
2010 年 5 月 6 日

上述资料均由时富证券有限公司（「时富证券」）提供及分发。时富证券乃根据证券及期货条例注册之持牌法团。上述内容仅供参考。而此述之资料及意见并不对任何产品买卖有明示或暗示的建议、招揽、推介或表述。此述资料均为从相信为准确的来源搜集，但时富证券或其附属公司（「时富」）对任何直接或间接因信赖或参考有关内容所导致的损失，概不负责。此述资料如有任何更改，恕不另行通知。报告中所述及的证券只限于合法的司法权内交易。客户不得以任何方式将任何此述资料分发给他人。

中国原油需求旺盛

2010 年 1-3 月中国合计进口原油 5668 万吨，同比增长 39%，占去年总进口量的 28%，主要得益于中国经济恢复高速增长，拉动了能源的需求。值得注意的是，去年中国的原油进口依存度首次超过了 50% 的警戒线，凸显中国能源安全的紧迫性。

图 1 - 中国原油进口资料（万吨）



资料来源：公司资料，时富证券

天然气价格调整

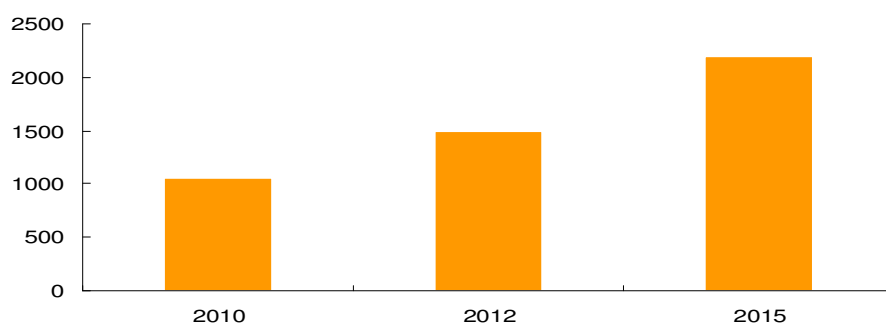
近年来国内天然气需求快速增长，因为天然气不仅属于清洁能源，且价格相对便宜，若将天然气换算为等量的原油，单价每桶不超过 30 美元，远低于目前 80 多美元的油价。长期以来，国内天然气价格远也低于国外。因此，进一步提高天然气价格符合经济规律和节能减排的要求。预期中国政府最快可能于今年 2 季度启动天然气价格改革。

目前国内三大石油公司中，中石油的天然气储量和产量都是最大的，占国内总产量 60% 以上，但一直以来其售价受到较为严格的管制。中海油旗下的天然气业务比重相对较小，且售价不受政府的直接控制，主要按长期商业合同方式出售。

价格调整方向。去年底中国发改委批准中石化普光气田“川气东送”1.28 元/立方米的基准价格，供需双方还可酌情上下浮动 10%。这比西气东输 0.56-0.96 元/立方米的气价高出不少。预计未来国内总体天然气价格有望分阶段地向这一水准靠近。

未来五年中国的天然气需求有望出现翻倍增长

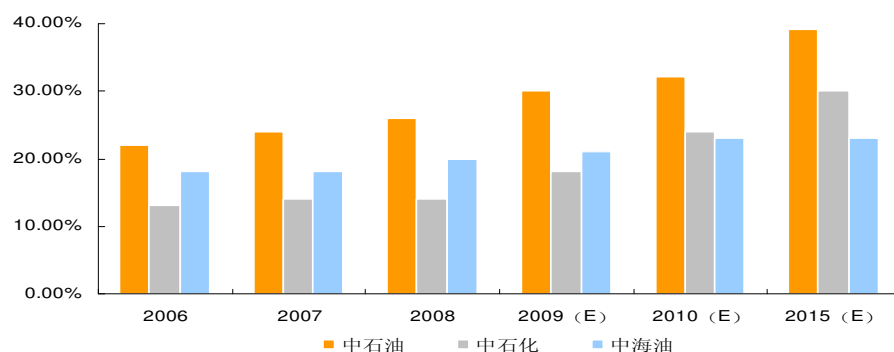
图2 - 中国天然气需求增长（亿立方）



资料来源：彭博，时富证券

中国石化的天然气业务比重最大

图3 - 三大石油公司天然气业务比重（%）



资料来源：公司资料，时富证券

石油特别收益金（暴利税）改革

从2006年3月起，中国开始对原油生产企业开征特别收益金，即所谓的“暴利税”。起征点为油价高于40美元开始，实际税赋较高。随着原油开采成本的不断上升（中石化的成本最高），石油开采行业的利润率下降，因此暴利税的起征点也应上调。目前预期较多的方案是将起征点上调至60美元，起始税率为40%。

表1 - 石油特别收益金征收比率（%）

原油价格（美元/桶）	40-45	45-50	50-55	55-60	60 以上
征收比率	20%	25%	30%	35%	40%

资料来源：财政部

上述资料均由时富证券有限公司（「时富证券」）提供及分发。时富证券乃根据证券及期货条例注册之持牌法团。上述内容仅供参考。而此述之资料及意见并不对任何产品买卖有明示或暗示的建议、招揽、推介或表述。此述资料均为从相信为准确的来源搜集，但时富证券或其附属公司（「时富」）对任何直接或间接因信赖或参考有关内容所导致的损失，概不负责。此述资料如有任何更改，恕不另行通知。报告中所述及的证券只限于合法的司法权内交易。客户不得以任何方式将任何此述资料分发给他人。

资源税改革

现行油气开采业务缴纳的资源税是根据 2005 年 7 月 1 日上调后的标准：原油资源税 14 元/吨至 30 元/吨不等；天然气资源税从 7 元/千立方米到 15 元/千立方米不等。

新一轮资源税改革的方向是由按量征收，转向按价征收，这有助于提高税收机制的透明度。调整后的税率可能为 3%或者 5%。

油气公司业务比较

探明储量

下表显示，中石油目前的每股油气当量价值含量最高，但是它的股本规模最为庞大，限制了它的成长性，其炼油业务也有相当大的规模，同样面临成本上升压力。

表 2 - 三大石油公司储量比较（百万桶）

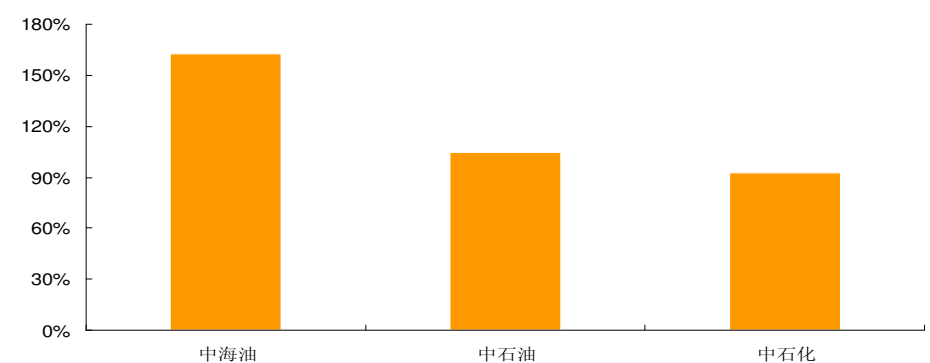
	中石油	中海油	中石化
2009 年末剩余油气当量	21803.20	2658.40	3943.00
每股油气价值（港元）	78.2554	39.0894	29.8712

资料来源：公司资料、时富证券

储量接替率

即每年新增储量与实际产量的比值。根据 2009 年的财务报告资料，目前中海油的储量替代率最高，未来数年仍有望保持在 100%以上。海上石油的中长期资源勘探潜力远胜陆地，中海油恰好在海上业务方面具有垄断优势。

图 4 - 2009 年三大石油公司储量接替率（%）



资料来源：公司资料，时富证券

估值对比

从静态估值来看，目前中海油在三家公司中是最高的，但成长性较为出众，其资源替代率明显高出另外两家公司。它还具有海上油气开发的政策和技术垄断优势。另外，中海油的股本相对较小，还存在回归 A 股上市的机遇，因此可享有较高的成长溢价。

表 3 - 三大石油公司盈利预测（港元/股）

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
中海油	0.66	1.116	1.283	1.348
中石油	0.56	0.857	0.974	1.074
中石化	0.707	0.861	0.932	0.997

资料来源：博彭，时富证券

结论

- ▲ 中海油业务较为单纯，原油生产业务所占比较最大，且未来油气储量增长前景远超同行。在原油价格长期前景看好的背景下，中海油仍有较大成长空间，是油气行业板块中的首选，给与买入评级。
- ▲ 中石油的上下游业务相对平衡，业绩增长平稳，较大的天然气业务比重决定它未来有望从中国天然气价格改革中获得最多的利益，也具有不错的投资吸引力。给与增持评级。
- ▲ 中石化三分之二的业务集中于炼油业务，而且 70% 的原油依赖进口，受上游价格变动的影响明显，业绩波动性向来较大。油价重返高位令其成本压力浮现，同时向下游转嫁成本的能力受到一定限制。给与持有评级。

风险因素

- 全球经济复苏的基础仍不稳固，西方国家主权信用风险上升。若全球经济出现新的剧烈波动，可能导致油价出现较大的调整，会导致上下游行业的盈利前景发生变化。
- 油气勘探开发业务可能受到地质条件、天气变化、地缘政治等意外因素影响。

投资评级说明

股票

买入	预期未来 6 个月股价表现强于相关指数 15%以上
增持	预期未来 6 个月股价表现强于相关指数 5-15%
持有	预期未来 6 个月股价表现强于或弱于相关指数 5%之内
减持	预期未来 6 个月股价表现弱于相关指数 5-15%
沽出	预期未来 6 个月股价表现弱于相关指数 15%以上

行业

优于大市	预期行业内大部分股份的基本因素/估值将会于未来 6 个月持续改善
与大市同步	预期行业内大部分股份的基本因素/估值将会于未来 6 个月保持不变
逊于大市	预期行业内大部分股份的基本因素/估值将会于未来 6 个月持续恶化
选择性	预期行业内股份的基本因素/估值将会于未来 6 个月逐渐分歧

时富金融服务集团有限公司

香港总行

香港中环皇后大道中 181 号新
纪元广场低座 9 楼
电话: (852) 2287 8788
传真: (852) 2287 8700

深圳谘询服务处 (罗湖区)

邮编: 518001
电话: (86-755) 2216 5888
传真: (86-755) 2216 5899

上海谘询服务处 (静安区)

邮编: 200040
电话: (86-21) 3227 9888
传真: (86-21) 6232 5881

厦门谘询服务处 (思明区)

电话: (86-592) 202 6813
传真: (86-592) 202 6863

北京谘询服务处 (朝阳区)

电话: (86-10) 6597 8099

重庆谘询服务处 (江北区)

电话: (86-23) 6787 3337