

中国石油 601857.SS

上游勘探生产贡献主要利润

研究结论

- 中国石油发布 2008 年年报，截至 2008 年 12 月 31 日止，按照国际会计准则，公司实现营业收入 1.07 万亿人民币，同比上升 28.1%，实现归属于公司股东的净利润 1,144.31 亿人民币，每股盈利 0.63 元人民币，同比下降 23.2%。按照中国会计准则，实现归属于公司股东的净利润 1,137.98 亿人民币，合每股收益 0.62 元。公司拟按 2008 年度末期国际准则净利润的 45%派发末期股息，每股股息为 0.15 元人民币，连同中期股息 0.13 元人民币，2008 年度全年股息为 0.28 元人民币
- 2008 年公司对中国准则财务报告油气资产折耗计提方法由年限平均法改为产量法，同时，依照国家有关规定提取的安全生产费用由在提取時計入当期费用改为在所有者权益中的“盈余公积-专项储备”项下反映，两项会计变更追溯调整，其结果导致国际、国内会计准则下账面损益的差异缩小。中国石油追溯调整后 07 年国内会计准则下的每股收益由 0.74 元上升至 0.81 元。
- 2008 年公司税前利润为 1618 亿，同比下降 21%，勘探与生产、炼油与销售、化工、天然气与管道四个板块的 EBIT 分别为 2402 亿、-829 亿、-29 亿和 161 亿，上游的勘探生产仍然是公司的主要利润来源
- 由于 2008 年国际油价的高涨和成品油价格的从紧控制，公司缴纳的特别权益金由 2007 年的 446 亿上升至 852 亿，上涨幅度 91%，综合毛利率大幅下降，由 2007 年的 34.5%下降至 25.3%，下降 9.2 个百分点
- 公司 2008 年大力推进预探和风险勘探，取得一批重要勘探成果，在四川盆地、鄂尔多斯盆地、渤海湾盆地、准噶尔盆地和塔里木盆地均获得重要发现和突破，油气储量保持良好增长态势。根据独立储量评估机构评审，2008 年公司实现油气综合储量接替率 1.165
- 2008 年公司资本支出 2322 亿元，同比增长 27.3%，主要是加大了油气勘探开发及天然气管道建设等方面的投入。2009 年公司资本开支预算为 2331 亿元，基本与 08 年持平，其中勘探生产板块资本开支减少 232 亿，炼油板块增加 72 亿，化工板块增加 4 亿，天然气与管道板块增加 159 亿，上游板块资本开支的下降反映了原油价格回落的预期，天然气与管道板块增加的资本开支主要用于西气东输二线等大型工程的建设
- 在成品油价格更快速、及时调整的背景下，公司业绩将更多地与原油价格呈现正相关关系，09 年原油均价预期中的大幅回落无疑将对公司业绩构成压力。我们预期公司 09 年勘探生产板块的盈利能力将继续下降，炼油板块的盈利能力大幅回升，化工板块扭亏，天然气与管道业务的盈利能力维持平稳。预计公司 2009 年每股收益 0.53 元/股，净资产收益率 14.4%，维持增持的投资评级



东方证券
ORIENT SECURITIES

王 晶

石油与化工行业首席分析师

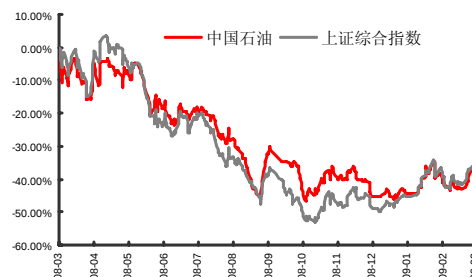
8621-63325888 × 6072

wangjing@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 3 月 25 日)	11.57 元
目标价格 (6 个月)	12 元
总股本/A 股 (亿股)	1830/1619
A 股市值 (百万元)	18732
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告日期	2009 年 3 月 25 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	3.2	9.7	-37.8
相对表现 (%)	6.7	-2.4	-1

资料来源: WIND

财务预测

	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入 (百)	836353	1071146	524480	611064
营业利润 (百万)	206029	149332	131481	154307
净利润 (百万)	154311	125946	102905	121142
EBITDA (百万)	270726	172315	156338	191167
每股收益 (元)	0.81	0.62	0.53	0.62
净资产收益率	19.7%	14.4%	12.1%	13.1%
每股经营现金流	1.15	0.97	0.84	0.87
市盈率(X)	14	14.4	22	19
EV/EBITDA(X)	9	8.3	16	13

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

	2005	2006	2007	2008A
勘探与生产				
原油产量 (亿桶)	8.229	8.307	8.460	8.707
原油产量增幅%	1.1	0.9	1.8	2.9
天然气产量 (亿立方尺)	11195.00	13719.00	16277.00	18642.00
天然气产量增幅%	27.8%	22.5%	18.6%	14.5%
油气操作成本 (美元/桶)	5.28	6.74	7.75	
布伦特原油价格 (美元/桶)	54.53	65.15	72.16	97.26
销售收入合计 (百万)	336444	424344	471928	624909
经营支出总额 (百万)	128364	204484	264425	384711
EBIT(百万)	208080	219860	207503	240198
EBITmargin%	61.85	51.81	43.97	38.44
炼油与销售				
原油加工量 (亿桶)	7.52	7.85	8.24	8.50
炼油单位现金加工成本 (元/吨)	145.00	169.00	155.00	157.00
加油站数量 (座)	18164.00	18207.00	18648.00	17456.00
汽柴煤产量 (万吨)	6639.00	6,832.00	7138.00	7397.00
汽柴煤产量增幅%	3.25%	2.91%	4.48%	3.63%
汽油销售价格 (元/吨)	4,221.00	5,034.00	5,168.00	5,881.00
柴油销售价格 (元/吨)	3,702.00	4,409.00	4,668.00	5,526.00
销售收入合计 (百万)	428,494	543,299	670,844	886,472
经营支出总额 (百万)	448,304	572,463	691,524	969,442
EBIT (百万)	(19,810)	(29,164)	(20,680)	(82,970)
EBITmargin%	(4.62)	(5.37)	(3.08)	(9.36)
化工与销售				
乙烯产量 (万吨)	188.80	206.80	258.10	268.00
乙烯产量增幅%	2.3%	9.5%	24.8%	3.8%
合成树脂产量 (万吨)	275.70	306.10	396.20	409.90
合成树脂产量增幅%	9.1%	11.0%	29.4%	3.5%
合纤原料及聚合物 (万吨)	128.30	123.20	145.90	163.70
合纤原料及聚合物产量增幅%	1.6%	-4.0%	18.4%	12.2%
合成橡胶 (万吨)	28.10	31.20	31.10	34.40
合成橡胶产量增幅%	-1.7%	11.0%	-0.3%	10.6%
尿素 (万吨)	357.80	357.60	363.40	382.40
尿素产量增幅%	-2.0%	-0.1%	1.6%	5.2%
销售收入合计 (百万)	73978	82791	102718	110850
经营支出总额 (百万)	70702	77733	94887	113727
EBIT (百万)	3276	5058	7831	(2877)
EBITmargin%	4.43%	6.11%	7.62%	-2.60%

天然气与管道				
天然气管道（公里）	19212.00	19662.00	22043	24037.00
原油管道（公里）	9391.00	9620.00	10559	11028.00
成品油管道（公里）	2462.00	2413.00	2669	5656.00
销售收入合计（百万）	26214	38917	50066	63315
经营支出总额（百万）	23031	29931	37571	47258
EBIT（百万）	3183	8986	12495	16057
EBITmargin%	0.12	0.23	0.25	0.25

来源：公司资料，东方证券整理

附表：中国石油损益表预测

会计年度	2007	2008A	2009E	2010E
营业收入	836353	1071146	524480	611064
营业成本	479464	683677	281836	325006
营业税金及附加	68758	116460	57866	66567
营业费用	41345	46189	25968	30255
管理费用	46379	53211	30980	36094
财务费用	2658	2245	-3288	129
资产减值损失	-1742	24765	2161	1537
投资净收益	6528	4733	2524	2832
营业利润	206029	149332	131481	154307
营业外收入	2543	18067	2053	1977
营业外支出	4380	6299	4902	4856
利润总额	204182	16100	128632	151428
所得税	49871	35154	25726	30286
净利润	154311	125946	102905	121142
少数股东损益	8444	12148	5950	7005
EBITDA	270726	172315	156338	191167
EPS（元）	0.81	0.62	0.53	0.62

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

王晶：石油与化工行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn