

湘财证券研究所
行业部
冯 舜 分析师
执业编号：S0500210070008
联系人：
王 强
Tel：021-68634518-8221
E-mail：wq2835@xcsc.com
相关研究报告：

《公司季报点评-中国石油 (601857)：三季度勘探炼油业绩此消彼长，整体稳中有升》 (2010.10.28)

《公司中报点评-中国石油 (601857)：业绩上游依赖度不减，成品油销售有突破》 (2010.08.27)

《油气资源税改革扩至西部影响有限，全国推广可能推后》 (2010.07.09)

《2010年中期策略报告_石油化工行业-油价向上走、投资往上游》 (2010.06.26)

《BP 墨西哥湾漏油的后续影响分析》 (2010.06.23)

《成品油下调 vs 天然气上调，短期压力 vs 中期利好》 (2010.06.01)

《新疆油气资源税改革影响较小，利空已消化，未来关注石油特别收益金上调》 (2010.05.25)

《石化双雄估值优势显现，战略建仓时机到来》 (2010.05.13)

《公司季报点评-中国石油：一季度业绩同比大幅增长主要是低基数效应》 (2010.04.28)

事件：

公司 1 月 10 日晚间发布公告称，公司全资附属公司中国石油国际事业有限公司于 1 月 10 日与英力士集团 (Ineos Group Ltd) 的两间全资附属公司订立了一份框架协议，双方将设立合资企业，从事原油提炼业务和相关的贸易活动。

点评：
□ 在欧洲设立合资公司，符合公司总体战略

公司全资附属公司中国石油国际事业有限公司与英力士集团 (INEOS Group Holdings plc) 的两间全资附属公司英力士欧洲控股有限公司 (INEOS European Holdings Limited) 和英力士国际投资有限公司 (INEOS Investments International Limited) 订立合资企业，应该是中石油国际化战略布局的一个落足点，此前我国三大石油公司并未将触角伸到欧洲，欧洲可以说是最难进入的地区，也是中石油目前唯一没有进入的地区之一。

此次拟成立的合资公司符合公司建立领先的国际综合石油天然气业务的战略，对于公司在欧洲建立更广泛的业务平台的计划意义重大。

□ 在欧洲收购炼油业务，不算战略性地位的资产收购，符合公司国际化战略

英力士是英国最大的化工公司和私人公司，目前成为世界第三大独立的化工公司，年销售额达到 500 亿美元左右，金融危机后负债较重，因此公司将为英力士注入资本，并使拟成立的合资公司能够利用功能齐全的贸易平台，从事格兰杰莫斯和拉瓦莱的炼油资产所产生的贸易活动，是较好的一次时机。

近年来，中石油海外收购大多集中在上游油气资产上，包括 2009 年 10 亿美元收购新加坡石油公司 45.5% 的股权，除了部分拥有新加坡最大炼油厂之一，同时也有在越南、澳大利亚的石油天然气勘探资源。因此此次收购炼油业务不算战略性低位的资产收购，但符合公司“油气战略”、“市场化战略”和“国际化战略”3 大战略。

格兰杰莫斯炼油厂位于苏格兰福斯湾，可直接利用来自北海的原油和天然气。格兰杰莫斯炼油厂每天处理约 210,000 桶原油，并向苏格兰、英格兰北部和爱尔兰北部提供燃油。拉瓦莱炼油厂每天处理 210,000 桶原油。该厂位于地中海沿岸原油贸易区，在马赛港口附近，通过管道向法国、瑞士和德国南部供应燃油。两炼油厂原油年处理量各达到约 1050 万吨，属于千万吨级的炼油大项目。

□ 投资建议：预计中石油 2010-2012 年 EPS 分别为 0.76/0.85/0.92 元，具有一定的估值优势，维持“增持”评级，关注近期业绩优估值低的大蓝筹的投资机会。

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	2,029,970	1,753,951	2,371,779	2,658,518	2,977,563
净利润 (百万元)	123,853	103,212	139,623	155,158	168,584
EPS (元)	0.62	0.56	0.76	0.85	0.92

表 1：公司分季度生产运营数据

	单位	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	同比	环比
勘探与生产板块										
原油产量	百万桶	205.7	212.0	213.5	212.3	210.1	214.6	215.0	0.70%	0.19%
可售天然气产量	十亿立方英尺	523.4	497.7	503.7	587.4	609.9	543.9	531.4	5.50%	-2.29%
油气当量	百万桶	292.9	295.0	297.5	310.3	311.7	305.2	303.6	2.05%	-0.52%
原油价格	美元/桶	37.1	47.7	62.0	68.3	70.0	74.7	70.5	13.70%	-5.68%
炼油与化工板块										
原油加工量	百万桶	185.4	203.9	217.8	221.5	215.4	223.7	218.3	0.23%	-2.41%
成品油产量	千吨	16,366	18,184	19,360	19,285	18,824	19,558	19,410.0	0.26%	-0.76%
其中：汽油	千吨	5,419	5,772	5,467	5,456	5,305	5,668	5,787.0	5.85%	2.10%
煤油	千吨	467	559	665	562	579	588	648.0	-2.56%	10.20%
柴油	千吨	10,480	11,853	13,228	13,267	12,940	13,302	11,975.0	-9.47%	-9.98%
柴汽比		1.9	2.1	2.4	2.4	2.4	2.3	2.1		
乙烯	千吨	663	659	727	940	908	901	864.0	18.84%	-4.11%
合成树脂	千吨	1,040	989	1,033	1,418	1,376	1,386	1,293.0	25.17%	-6.71%
合纤及聚合物	千吨	373	305	386	407	499	492	485.0	25.65%	-1.42%
合成橡胶	千吨	96	95	100	129	151	153	156.0	56.00%	1.96%
尿素	千吨	958	1,096	991	928	779	1,067	959.0	-3.23%	-10.12%
销售板块										
成品油销量	千吨	21,250	25,778	26,137	28,088	27,049	32,471	31,401	20.14%	-3.30%

资料来源：公司各期报告，湘财证券研究所

表 2：中国石油分板块盈利预测

部门收入	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
(百万元)	2,029,970	1,753,951	2,371,779	2,658,518	2,977,563
勘探与生产板块	626,367	405,326	532,511	585,349	644,727
对外销售	125,845	96,677	127,803	140,484	154,734
分部间销售	500,522	308,649	404,708	444,865	489,992
炼油与化工板块	560,729	501,300	678,637	762,918	857,934
对外销售	164,319	119,778	189,104	215,279	245,162
分部间销售	396,410	381,522	489,533	547,639	612,773
销售板块	778,141	768,295	1,061,981	1,187,096	1,327,207
对外销售	724,584	732,806	1,008,882	1,127,741	1,260,846
分部间销售	53,557	35,489	53,099	59,355	66,360
天然气与管道板块	63,315	77,658	97,073	121,341	145,609
对外销售	56,609	68,902	87,365	109,207	131,048

分部间销售	6,706	8,756	9,707	12,134	14,561
总部	1,418	1,372	1,578	1,814	2,087
对外销售	1,247	1,112	1,262	1,452	1,669
分部间销售	171	260	316	363	417
减：部门间抵消	957,366	734,676	957,363	1,064,356	1,184,104
营业额合计	1,072,604	1,019,275	1,414,416	1,594,162	1,793,460
经营利润					
勘探与生产板块	240,470	105,019	160,541	168,088	179,944
炼油与化工板块	-93,830	17,308	11,062	14,938	15,658
销售板块	7,982	13,265	14,479	15,399	16,381
天然气与管道板块	16,057	19,046	21,356	24,268	29,122
总部	-11,108	-11,194	-17,200	-11,150	-11,150
经营利润总额	159,571	143,444	190,238	211,543	229,954
勘探与生产板块	150.7%	73.2%	84.4%	79.5%	78.3%
炼油与化工板块	-58.8%	12.1%	5.8%	7.1%	6.8%
销售板块	5.0%	9.2%	7.6%	7.3%	7.1%
天然气与管道板块	10.1%	13.3%	11.2%	11.5%	12.7%
总部	-7.0%	-7.8%	-9.0%	-5.3%	-4.8%
融资成本净额	-1,848	-4,596	-5,707	-6,346	-6,899
应占联营公司及合 营公司的利润	4,290	1,184	1,200	1,200	1,200
税前利润	162,013	140,032	185,731	206,396	224,255
所得税费用	-35,211	-33,473	-41,789	-46,439	-50,457
本年利润	-35,211	-33,473	-41,789	-46,439	-50,457
少数股东权益	126,802	106,559	143,941	159,957	173,798
归属母公司净利润	2,949	3,347	4,318	4,799	5,214
EPS	0.62	0.56	0.76	0.85	0.92

资料来源：公司报告，湘财证券研究所

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰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收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。