

中国石油(601857)深度研究报告

——公司价值稳步提升

能源/石油天然气

推荐

维持评级

发布时间: 2012 年 4 月 6 日

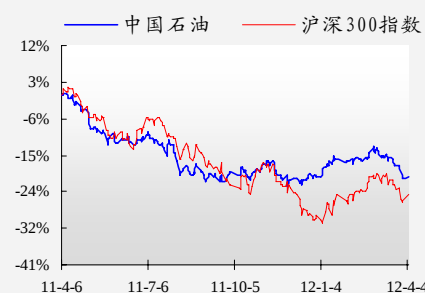
投资要点:

- 勘探与生产板块是公司最重要的业务板块,其收入仅占公司总收入的 1/4 左右,而利润贡献要占到 70%以上。
- 炼油业务主要是由于国内汽柴油价格不到位,而化工业务主要输在规模和市场。
- 公司在销售业务方面的有序发展得到了良好的回报,销售板块不仅业绩连年增长,而且市场占有率也逐步攀升。
- 天然气与管道板块也是公司一枝独秀的业务板块。公司运营的原油管道总里程约占全国的 70%,天然气管道总里程约占全国的 90%。截至 2011 年末,公司管道总长度为 60232 公里。
- 展望后市,世界经济复苏的不确定性上升,能源资源竞争将更加激烈,全球能源资源供给将长期偏紧。预计我国经济在较长时间内仍将保持平稳较快发展,国内油气需求将继续保持刚性增长。国内能源价格体系有望加快理顺,为公司业务发展创造有利条件。
- 目前公司的 A 股价格对应 2012、2013 年预测业绩,动态市盈率分别为 11.71 倍和 10.23 倍。基于对公司基本面向好的预期,因此,维持对公司 A 股的投资评级为“推荐”。
- 风险提示:公司的业绩受政策面影响较大,由此会对公司的估值产生影响。

业绩预测:

	主营收入 (亿元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (亿元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2011	20038.43	36.74	1329.84	-4.92	0.73	13.26	13.32	3.39
2012E	23044.19	15.00	1518.90	13.70	0.83		11.71	
2013E	25809.50	12.00	1738.50	14.46	0.95		10.23	
2014E								

走势图



市场数据 2012-4-5

收盘价:	9.72 元
52 周最高价:	12.41 元
52 周最低价:	9.35 元
平均持仓成本:	10.84 元

基本数据 2011Q4

总股本(万股):	18,302,098
流通 A 股(万股):	16,192,208
每股收益(元):	0.73
每股净资产(元):	5.48
每股经营现金流(元):	1.59
市净率:	1.77

分析师: 王伟纲

执业证书编号: S0550511010004

TEL: (8621)20361163

FAX: (8621)20361159

Email: wangwg@nesc.cn

地 址: 上海市源深路 305 号

邮 编: 200135

公司价值稳步提升（公司篇）

（一）勘探与生产板块

1、公司主要油气田

1.1 大庆油田

大庆油田是我国目前最大的油田，也是世界上为数不多的特大型砂岩油田之一。由萨尔图、杏树岗、喇嘛甸、朝阳沟等 52 个油气田组成，含油面积 6000 多平方公里。勘探范围包括黑龙江省全境、内蒙古海拉尔、吉林延吉、珲春等 15 个盆地，登记探矿权面积 16 万平方公里。大庆油田 1959 年发现，1960 年开发，累计生产原油 20 多亿吨。自主创新了居于世界领先水平的大型陆相非均质砂岩油田开发技术系列，主力油田采收率突破 50%，实现年产原油 5000 万吨以上连续 27 年高产稳产，创造了我国石油工业原油产量、上缴利税、油田采收率“三个第一”。

2011 年，大庆油田生产原油 4000.04 万吨，天然气 31.03 亿立方米，油气当量再次居全国首位。大庆油田力争到本世纪中叶，油田开发建设 100 周年之际，继续保持我国重要能源生产基地地位。

1.2 长庆油田

长庆油田工作区域在中国第二大盆地——鄂尔多斯盆地，横跨陕、甘、宁、内蒙古、晋五省（区），勘探总面积 37 万平方公里，矿产资源登记面积 25.78 万平方公里。上世纪 90 年代以来，长庆油田进入油气勘探开发“快车道”，尤其是近 4 年来，每年都以 500 万吨油气当量的水平持续增长，实现了油气生产跨越式发展。长庆油田始终坚持以科技为先导，积极探索油气田高效开发途径。长庆油田坚持推广应用成熟技术，吸收应用实用技术，创新发展特色技术，如快速钻井技术，水平井、丛式井开发技术，水力喷射压裂、分层压裂，油田超前注水、精细注水等，一批核心配套开发技术攻关取得实质性进展，形成了独具优势的适合“三低”油气藏开发配套技术体系，实现了低渗透和致密超低渗透油气藏的经济有效开发，创造了马岭、安塞、西峰、华庆油田模式，靖边、榆林、苏里格气田开发模式，以及一整套“三低”油气藏经济有效开发综合解决方案。

2011 年，长庆油田生产原油 2002 万吨，天然气 258.2 亿立方米，油气当量达到 4059 万吨，居全国第二位。其中，苏里格气田天然气产量达到 135 亿立方米，占长庆天然气年产量的“半壁江山”，已成为迄今全国最大的整装气田。到 2013 年，长庆油田有望实现油气当量 5000 万吨，建成中国“西部大庆”。近年来长庆油田油气产量增长情况如图 1.1 所示。

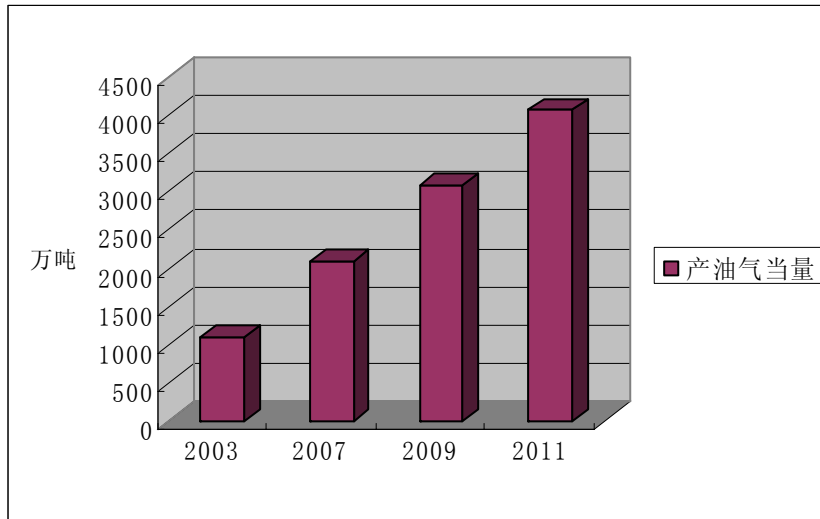


图 1.1 长庆油田油气产量示意图

数据来源：中石油集团网站、东北证券

1.3 塔里木油田

塔里木油田作业区域遍及塔里木盆地周边南疆五地州二十多个县市，是我国最大的含油气盆地，总面积 56 万平方公里，盆地周边被天山、昆仑山和阿尔金山所环绕，中部是有着“死亡之海”之称的塔克拉玛干沙漠，面积 33.7 万平方公里，是世界上最大的流动性沙漠。据最新一轮资源评价，塔里木盆地可探明油气资源总量 150 亿吨，其中石油 80.62 亿吨、天然气 8.86 万亿立方米。截至 2010 年，盆地油气探明率仅为 17%，勘探前景十分广阔。先后建成国内第一个超深高产高丰度海相砂岩油田——东河塘油田，第一个沙漠腹地油田——塔中 4 油田，第一个亿吨级海相砂岩油田——哈得逊油田，国内最大的凝析气田群——牙哈—英买力凝析气田群。特别是克拉 2、迪那气田的探明和开发，直接促成西气东输工程建设并成为主力气区，承担着向上海、北京等 14 个省区、80 多个大中型城市供气任务，截至 2010 年底累计供气 770 多亿立方米。

2011 年，塔里木油田生产原油 577.6 万吨，天然气 170.5 亿立方米，油气当量接近 2000 万吨，居全国第四位。到 2015 年，塔里木油田将实现油气当量产量 3000 万吨，2019 年踏上 4000 万吨台阶，成为我国重要的油气生产基地。

1.4 新疆油田（克拉玛依油田）

新疆油田是新中国成立后开发建设的第一个大油田，原油产量居中国陆上油田第三位、连续 25 年保持稳定增长，累计产油 2 亿多吨。2002 年原油年产突破 1000 万吨，成为中国西部第一个千万吨大油田。准噶尔盆地油气资源十分丰富，预测石油资源总量为 86 亿吨，天然气为 2.1 万亿立方米，目前石油探明率仅为 21.4%，天然气探明率不到 3.64%，勘探前景广阔，发展潜力巨大。

2011 年，新疆油田生产原油 1090 万吨，天然气 37.1 亿立方米，油气当量居全国第六位。

1.5 西南油气田

西南油气田是我国首个天然气年产量超百亿立方米的大气区，首个以生产天然气为主的千万吨级大油气田。经过川渝石油人 50 多年的艰苦努力，公司在四川盆地探明天然气地质储量达到 1.25 万亿立方米，建成了重庆、蜀南、川中、川西北、川东北五个油气区，天然气生产能力超过 150 亿立方米。形成了适应四川盆地复杂地质地貌及自然环境的油气勘探开发系列配套技术。

1.6 辽河油田

辽河油田勘探领域分布辽宁、内蒙古两省 13 个市（地）、35 个县（旗），是全国第四大陆上油田，也是全国最大的稠油、高凝油生产基地。原油产量连续 26 年保持在 1000 万吨以上。2011 年，辽河油田生产原油 1019 万吨。

1.7 吉林油田

吉林油田勘探始于 20 世纪 50 年代，近五年新增探明石油地质储量 2.4 亿吨。原油产量连年攀升，2004 年达到 505 万吨，实现了 500 万吨的历史性跨越。2010 年，吉林油田生产油气当量 750 万吨。油田公司规划了“681”发展目标：近期油气产量上到 600 万吨；中期油气产量达到 800 万吨；远期油气产量跨越 1000 万吨。

1.8 青海油田

青海油田主要勘探领域在素有“聚宝盆”之称的柴达木盆地。柴达木盆地为昆仑山、阿尔金山、祁连山所环抱，海拔一般在 2600-3000 米，东西长约 800 千米，南北宽约 320 千米，总面积达 25 万平方千米，沉积面积 12 万平方千米。其中具有油气勘探远景的中、新生界沉积面积约 9.6 万平方千米。青海油田具有得天独厚的资源优势，柴达木盆地石油总资源量达 21.5 亿吨，天然气总资源量 25000 亿立方米。2011 年，青海油田生产油气当量 713 万吨。

2011 年中石油油气产量分布如图 1.2 所示。

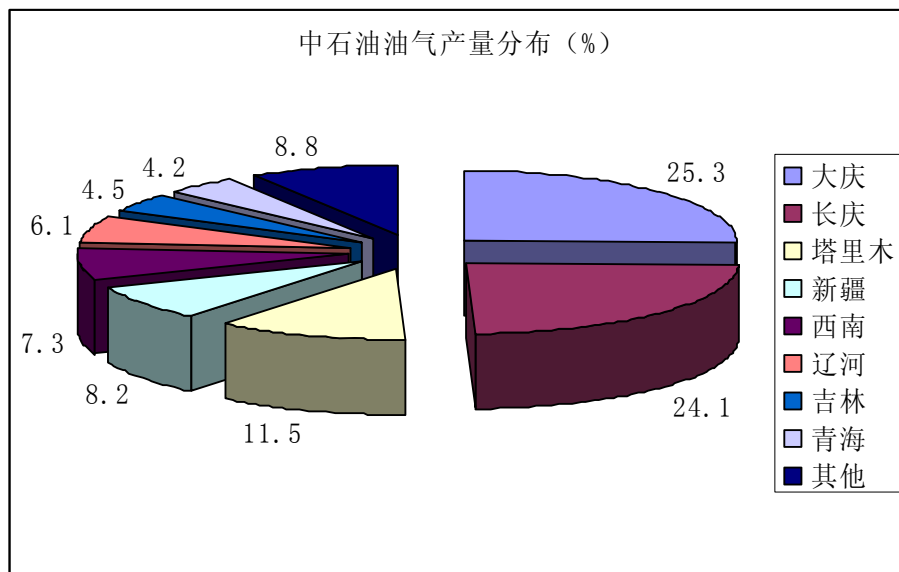


图 1.2 公司油气产量分布示意图

数据来源：中石油集团网站、东北证券

2、中石油勘探开发研究院

中国石油勘探开发研究院（RIPED）是中国石油面向全球石油天然气勘探开发的综合性研究机构，主要肩负全球油气业务发展战略规划研究、油气勘探开发重大应用基础理论与技术研发、全球油气业务技术支持与生产技术服务、高层次科技人才培养等职责，综合科研实力在国内石油上游研究领域处于领先地位。

建院 50 多年以来，研究院直接参与了中国大多数陆上油气田以及中国石油海外油气的勘探发现与开发建设，为中国石油工业持续健康发展发挥了重要作用；建立完善了完整配套的中国陆相石油地质与油气田开发理论技术体系，获得国家和省部级科技成果 500 余项，在中国石油科技进步中做出了重要贡献。研究院包括北京院区、廊坊分院、西北分院、杭州地质研究院四家单位，业务领域涵盖油气勘探、油气开发、采油工程、海外业务、信息化与标准化、技术培训与研究生教育等方面。研究院人才实力雄厚，拥有技术人员近 2000 人，包括 6 名院士、40 名中国石油集团公司高级技术专家，具有研究生学历以上人员占 51%。科研条件完善，拥有 1 个国家重点实验室、1 个国家能源页岩气研发（实验）中心和 14 个公司重点实验室和众多先进仪器设备，存有丰富的科技文献和勘探开发数据资料，配有先进计算机软硬件资源及强大信息网络系统。

研究院将以保障国家能源安全为己任，以引领中国石油科技发展为追求，大力实施“科技立院”、“人才强院”、“文化兴院”、“和谐稳院”战略，持续推进“业务全球化”、“人才国际化”、“全院一体化”、“管理科学化”建设，努力增强组织活力，不断提升创新能力，服务公司发展战略，支撑油田业务发展，引领中国油气科技进

步，努力建设世界一流的综合性国际能源公司勘探开发研究院。

3、公司的海外业务

3.1 中亚和俄罗斯

公司在哈萨克斯坦的油气投资业务主要包括阿克纠宾油气项目、北布扎奇油田项目、PK 石油公司项目、KAM、ADM 五个油田开发项目和两个勘探项目。目前，公司拥有中油阿克纠宾股份有限公司 85.42% 的股份，拥有 PK 石油公司 67% 的股权，持有北布扎奇油田 50% 的股份。在这些项目的运作中，既有老油田的增产，又有新的油气藏的发现。哈萨克斯坦项目是公司较成功的海外项目之一。从中国石油接手开始，阿克纠宾公司连续五年油气当量超过千万吨。

2006 年 10 月，公司与俄罗斯石油公司合资成立了东方能源公司，拥有合资公司 49% 的权益。2007 年 8 月，东方能源公司通过拍卖方式获得东西伯利亚地区伊尔库茨克州上伊恰尔和西乔两个区块的油气资产。

3.2 中东

伊朗的 MIS 油田地处波斯湾扎格罗斯山褶皱冲断带中部，是一个已开发多年的老油田。2004 年 5 月，公司获得 MIS 油田项目，现拥有 75% 的权益和油田作业权，NESCO 公司拥有 MIS 油田 25% 的权益。MIS 油田中心处理站建设进展顺利，通过油藏研究，使边际 Asmari 组油藏重新焕发活力。

2008 年 11 月，公司与伊拉克石油部签署了《艾哈代布油田开发服务合同》。2009 年，成功中标鲁迈拉巨型油田和哈法亚大型油田。目前，3 个油气合作项目运行平稳。鲁迈拉油田位于伊拉克南部城市巴士拉以西 50 公里，发现于 1953 年，1972 年投产，是伊拉克最大的油田，拥有大约 170 亿桶的石油储量，居世界第六位。2009 年 6 月 30 日，中国石油与 BP 联合体成功中标伊拉克鲁迈拉油田项目。

2002 年 4 月，公司在阿曼签署了拥有 50% 权益的 5 区块产品分成合同。作业者为中国石油天然气勘探开发公司（CNODC）、中油香港和阿曼 MB 集团组成的联合作业公司。2009 年，5 区作业日产量上升到 21000 桶。DALEEL 油田加快开发步伐，在滚动勘探、水平井注水开发、措施作业方面均取得较大进展。

3.3 非洲

公司于 2003 年进入阿尔及利亚，先后签署了 102a/112 区块勘探许可证协议，拥有 75% 的权益；350 区块勘探许可证协议，拥有 75% 的权益；438b 区块，拥有 100% 的权益。438b 区块合同模式为产品分成协议(PSA)，勘探期为 7 年，开发期为 25 年。2008 年，公司成功评价了 438B 区块 BHT 和 HEB A 油藏，探明储量有效升级。2009 年，阿尔及利亚 438B 区块风险勘探再获新突破。

苏丹是公司进入较早，也是比较重要的作业区。公司在苏丹拥有 1/2/4 区块、

3/7 区块、6 区块、15 区块四个上游投资项目。1/2/4 区块位于苏丹中南部的穆格莱德盆地，西北部与 6 区块相接，于 1999 年建成 1000 万吨/年的原油生产能力。3/7 区块位于苏丹东部的 Melut 盆地，目前，公司拥有 3/7 区块 41% 的权益。2003 年，公司在 3/7 区块发现法鲁济（Palogue）油田，最大含油面积超过 60 平方公里。经测试证实，最大油层厚度约 147.5 米，平均油层厚度近 60 米，主体油田探明地质储量超过 3 亿吨。在苏丹，中国石油配套建成了年产 1100 万吨的原油生产能力。

此外，公司在利比亚、乍得、突尼斯、赤道几内亚和尼日尔等国还有一些勘探开发项目，这些项目大都有着不错的开发前景。

3.4 美洲

1993 年 7 月，公司获得加拿大阿尔伯达省北端宁油田 15.8865% 的工作权益和地面天然气处理厂 11.477% 的权益，首次进入加拿大油气投资市场。2009 年 8 月 28 日，成功收购阿萨巴斯卡油砂公司麦肯河（MacKay River）和道沃（Dover）油砂资产 60% 的权益，在海外非常规能源领域实现重要突破。目前，公司在加拿大拥有八个油气投资区块，权益区总面积 167 平方公里。公司是阿奇森、帕宾那、乎利三个区块的作业者，参与投资的非作业区块有北端宁、普斯库佩、庄海勒、孤石和金湖五个区块。

1997 年 6 月，公司通过参与国际招标，中标委内瑞拉卡拉高莱斯和英特甘博油田。英特甘博油田（Intercampo Oilfield）和卡拉高莱斯油田（Caracoles Oilfield）分别位于委内瑞拉马拉开波湖和东委内瑞拉盆地，合称陆湖勘探开发项目。这是两个已有 50 多年开发历史的边际油田，具有断层多、油藏多、类型多、规模小的特点。公司接管后，利用精细开发技术和水平井技术，用了不到三年时间使油田日产量由 4905 桶提高到 40000 桶，达到接管时的 8 倍多，被委内瑞拉当地石油公司誉为“中国石油模式”。2004 年 12 月 23 日，公司与委内瑞拉国家石油公司（PDVSA）签署了苏马诺油田合作协议。2007 年，委内瑞拉总统查韦斯签署总统转移令，将公司在苏马诺油田从事勘探开发活动的权利转移到与 PDVSA 合资的苏马诺石油公司。目前，公司拥有合资公司 40% 的权益。

公司于 1994 年进入秘鲁，在秘鲁的油气投资项目主要有塔拉拉油田 6/7 区块、1-AB/8 区块和 111/113 区块。公司于 2003 年进入厄瓜多尔，2003 年 8 月，公司与厄瓜多尔国家石油公司签署了亚马逊 11 区块经营权转让协议。2005 年，公司与中国石化集团联合收购了加拿大 Encana 公司在厄瓜多尔 5 个区块的油气资产和开发权益，并成立了安第斯石油公司，公司拥有 55% 的权益。公司美洲油气项目分布如图 1.3 所示。



图 1.3 公司美洲油气项目分布示意图

数据来源：中石油集团网站

为统一协调和管理南美地区各项目的发展，中国石油于 2008 年 8 月 26 日成立中国石油南美公司。南美公司成立后，年石油作业产量均保持在 1000 万吨以上。

3.5 亚太

公司于 2002 年进入印度尼西亚，在印度尼西亚拥有 Jabung, Tuban, Salawati Basin, Salawati Island, Bangko、South Jambi B 和 SP 七个油气区块。除 SP 区块外，公司和其他 6 个区块的作业者。其中，Jabung, Tuban, Salawati Basin, Salawati Island、South Jambi B 为生产区块，South Jambi B 以天然气为主。2007 年，印尼项目原油产量稳定增长，比 2002 年接管时翻了一番。

公司于 2001 年进入缅甸，在缅甸的油气投资项目主要包括两个油气开发生产项目、一个深水勘探项目和一个天然气合作项目。

目前，公司的海外油气开发业务主要通过参股 50% 的中国石油天然气勘探开发公司（简称 CNODC）进行。除了苏丹、缅甸等敏感地区的油气资产没有进入公司之外，其他的资产都按 50% 的权益进入了公司。截至 2011 年底，CNODC 的海外业务已经扩展到世界 29 个国家，运作了 81 个油气投资项目，形成海外油气生产能力 10000 万吨/年，权益产能 5170 万吨/年。2011 年，公司的海外油气当量已经占公司总量的 9.4%。近年来公司海外权益油气产量如图 1.4 所示。

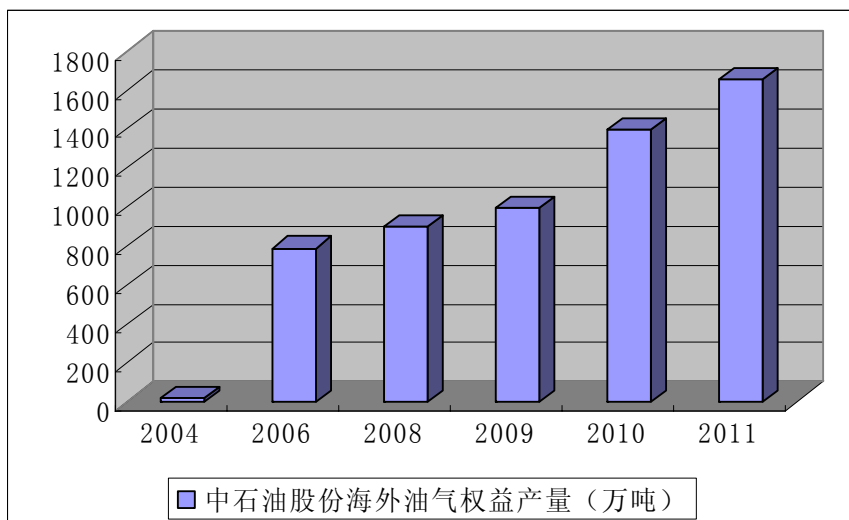


图 1.4 公司海外油气权益产量示意图

数据来源：中石油集团网站、东北证券

4、板块表现

勘探与生产板块是公司最重要的业务板块，其收入仅占公司总收入的 1/4 左右，而利润贡献要占到 70%以上。该板块最近 5 年的业绩如图 1.5 所示。

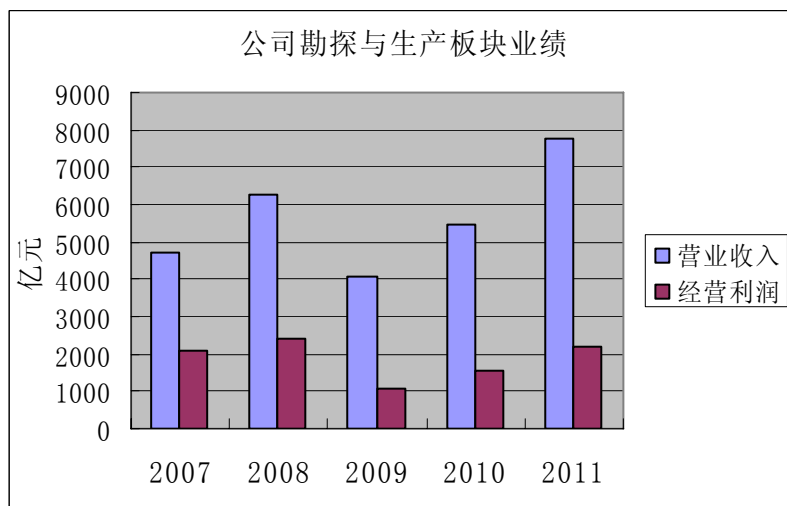


图 1.5 公司勘探与生产板块业绩示意图

数据来源：公司各期年报、东北证券

2006 年 3 月国家开始征收原油特别收益金以来，公司该板块的盈利水平有所下降。之后又相继出台了石油和天然气资源税改革，以及原油特别收益金起征点上调等政策措施。资源税改革对该板块造成负面影响，而原油特别收益金起征点上调则是正面影响，两者相抵后综合影响偏正面。

此外，2008 年 5 月起，公司大庆原油的挂靠原油品种由米纳斯改为辛塔，使得之后该板块的收入有所降低，同时原油特别收益金也相应略有少缴。

2010 年 6 月，国家较大幅度地上调了国产天然气出厂价格，使得公司该板块受益也较大。而天然气定价机制的进一步改革也值得期待。

当前国际地缘政治紧张，中东、非洲等主要产油地区局势令人担忧。国际原油价格已经接近 2008 年国际金融危机前的高位。尽管需求增长疲弱，但是由于对供给端的担忧持续，使得油价“高烧”难退。国际原油价格走势如图 1.6 所示。

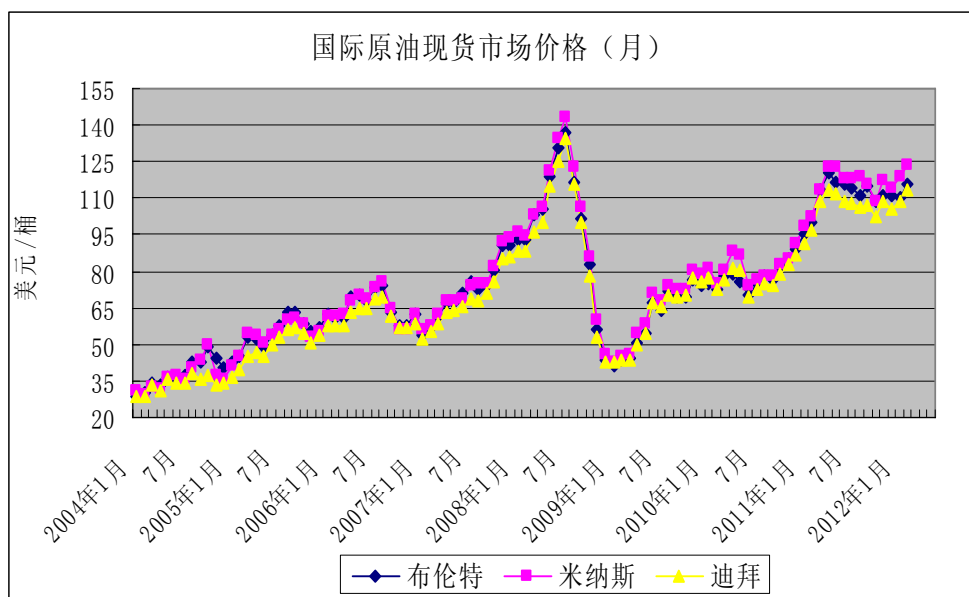


图 1.6 国际原油市场价格走势图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

油价的高企以及天然气定价机制的改革预期，使得公司勘探与生产板块始终是最硬的板块，也是公司价值的核心所在。

（二）炼油与化工板块

1、公司主要炼化企业

1.1 大连石化

中国石油大连石化分公司，是中石油最大的炼化企业，也是我国两家 2000 万吨/年级炼化企业之一。大连石化现有炼油生产装置 55 套，化工生产装置 7 套，年原油一次加工能力 2050 万吨，具备了年加工 1600 万吨高含硫原油的能力，销售收入达到 1000 亿元。能生产汽油、煤油、柴油、润滑油、石蜡、苯类、聚丙烯、细旦纤维等石化产品 200 多种。“七星”注册商标为全国驰名商标，辽宁省著名商标，

在国内外用户中享有良好的信誉。大连石化的 1000 万吨/年常减压蒸馏、600 万吨/年煤柴油加氢和 220 万吨/年连续重整装置的规模都处于亚洲领先行列。

1.2 抚顺石化

抚顺石化是我国炼油工业的“摇篮”，是集“油化纤塑洗蜡”为一体的大型石油化工联合企业，有 80 年的发展历史，在中国石油石化工业中具有重要的地位和影响。公司具有 1150 万吨/年炼油，100 万吨/年乙烯，四大石油化工原料生产基地（蜡 100 万吨/年、润滑油基础油 50 万吨/年、表面活性剂原料 35 万吨/年、合成树脂 140 万吨/年），销售收入达到 1000 亿元。

1.3 兰州石化

中国石油兰州石化公司是集炼油、化工、装备制造、工程建设、检维修及矿区服务为一体的大型综合炼化企业，是中国西部重要的炼化生产基地，能源战略地位非常突出。公司原油一次加工能力达到 1050 万吨/年，乙烯生产能力达 70 万吨/年，现有炼化生产装置 90 套，加工 7 种原油，能生产汽煤柴油、润滑油基础油、化肥、合成树脂、合成橡胶、炼油催化剂、精细化工、有机助剂等 400 余种石化产品，是我国生产石化产品品种比较齐全的企业之一。兰州石化年营业收入超过 700 亿元。

1.4 大连西太平洋石化

大连西太平洋石油化工有限公司，简称 WEPEC，是经国务院批准，由中法两国股东共同投资兴建的我国第一家大型中外合资石化企业，总投资 10.13 亿美元，年原油加工能力 1000 万吨。公司建有 16 套先进的生产装置和完善的公用工程系统、辅助生产设施，目前已经形成了系列无铅汽油、轻质柴油、航煤、灯煤、石脑油、燃料油、液化气、聚丙烯、硫磺、高等级道路沥青、改性沥青等十余大类、三十余个牌号的产品生产能力，销售收入达到 500 亿元。

1.5 独山子石化

中国石油独山子石化是我国石油工业发祥地之一，更是我国西部重要的石化基地。1909 年打出新疆第一口油井，1936 年开始原油加工。目前，公司具备 1000 万吨/年炼油、120 万吨/年乙烯生产能力，销售收入达到 600 亿元以上。公司厂区如图 2.1 所示。



图 2.1 独山子石化公司厂区

资料来源：中新网

1.6 广西石化

中国石油广西石化分公司是中国石油投资建设的大型炼化基地，年加工能力 1000 万吨，公司建在风景秀美、依山傍水的南中国海北部湾边。公司部门设置精简、定员总人数为 600 人，达到世界同规模炼化企业的先进水平。广西石化销售收入达到 400 亿元以上。

1.7 辽阳石化

中国石油辽阳石化是我国重要的俄罗斯原油加工企业，具有年原油加工量 1000 万吨的能力，乙烯产能 20 万吨/年，芳烃及衍生物产量 100 多万吨/年，是我国重要的芳烃生产基地之一。先后建设完成了 140 万吨/年重整歧化、200 万吨/年加氢精制和 100 万吨/年加氢裂化等一批骨干装置。辽阳石化销售收入达到 500 亿元以上。公司的 550 万吨/年常减压装置是国内唯一全炼俄油的装置，如图 2.2 所示。



图 2.2 辽阳石化 550 万吨/年常减压装置

资料来源：人民网

1.8 吉林石化

中国石油吉林石化公司是集炼油、烯烃、合成树脂/合成橡胶、合成氨/合成气于一体的特大型综合性石油化工生产企业,前身是吉林化学工业公司(简称:吉化),是国家“一五”期间兴建的以“三大化”为标志的全国第一个大型化学工业基地。目前,公司具有 1000 万吨/年炼油,85 万吨/年乙烯的生产能力,合成橡胶产能居于国内领先地位,是国内惟一的乙丙橡胶生产厂家。吉林石化销售收入达到 700 亿元以上。

1.9 大庆石化

中国石油大庆石化公司是以大庆油田原油、轻烃、天然气为主要原料,从事炼油、乙烯、塑料、橡胶、化工延伸加工、液体化工、化肥、化纤生产。公司年加工原油 650 万吨,乙烯生产能力 60 万吨/年,可生产 48 个品种 187 个牌号的产品。大庆石化销售收入达到 500 亿元以上。

经过“十一五”以来的大幅投资建设,公司炼化业务的产能有了长足的发展,截至目前,公司的炼油能力达到 1.46 亿吨/年,乙烯产能为 370 万吨/年。公司的炼油产能分布如图 2.3 所示,公司的乙烯产能如图 2.4 所示。

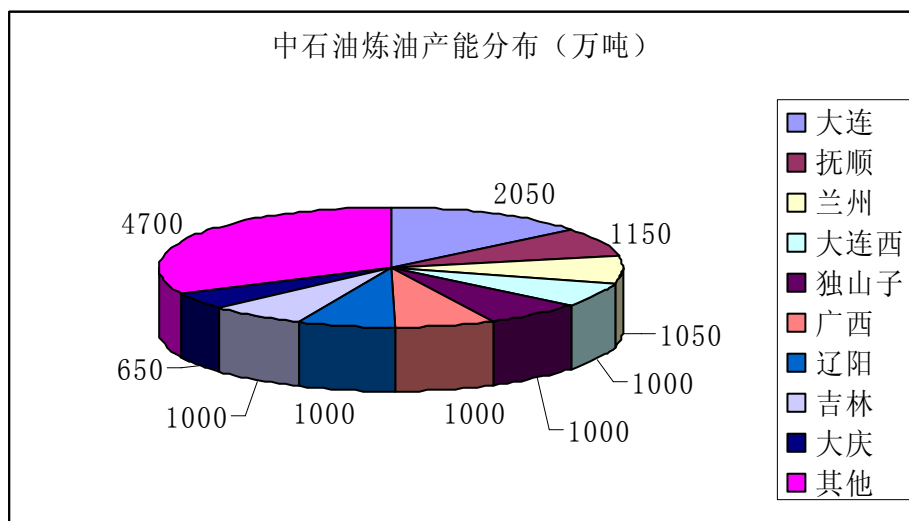


图 2.3 公司炼油能力分布示意图

数据来源: 中石油集团网站、东北证券

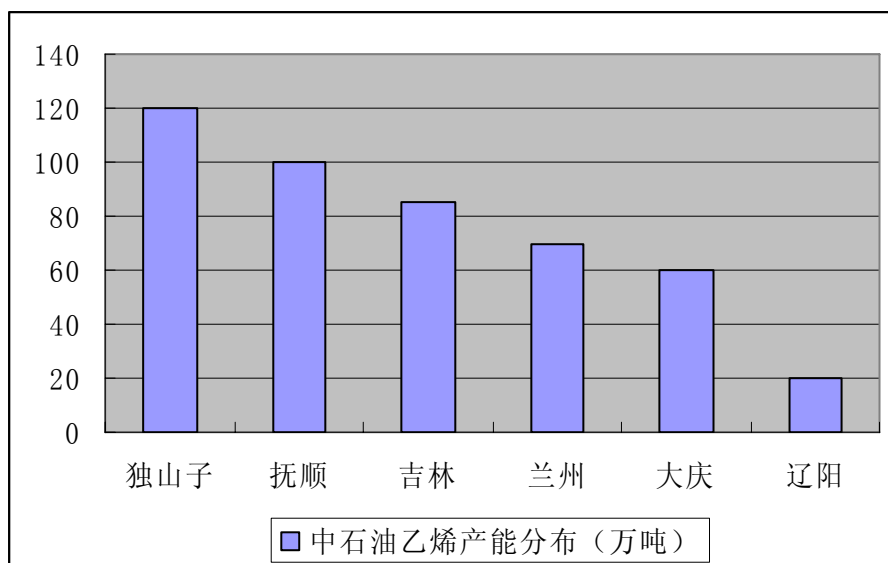


图 2.4 公司乙烯产能分布示意图

数据来源：中石油集团网站、东北证券

2、板块表现

公司的炼油与化工板块总体表现欠佳。该板块的收入规模与勘探生产板块相当，然而利润只及勘探生产板块的一个零头。最近三年公司炼油与化工板块业绩如图 2.5 所示。

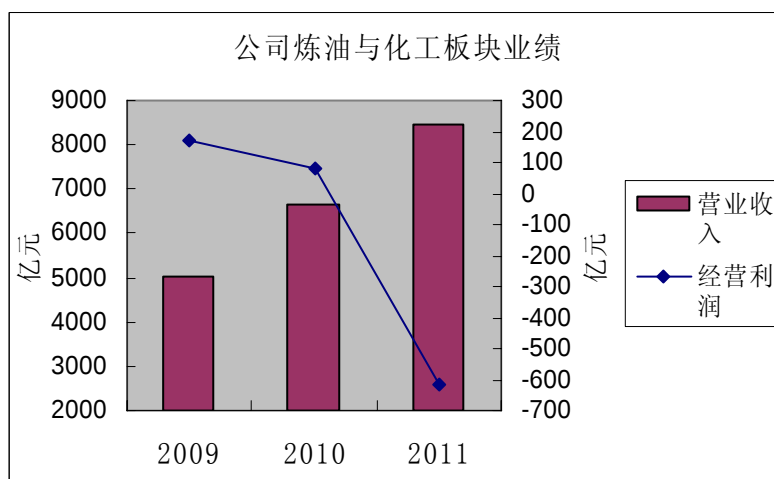


图 2.5 公司炼油与化工板块业绩示意图

数据来源：公司各期年报、东北证券

分析业绩不佳的原因，炼油业务主要是由于国内汽柴油价格不到位，而化工业务主要输在规模和市场。公司炼化业务的主要竞争对手就是中石化，而公司无论在规模和效益上都与对手存在一定差距。公司与中石化主要炼化产品产量对比如图

2.6、2.7 所示。公司与中石化炼化业务业绩对比如图 2.8 所示。

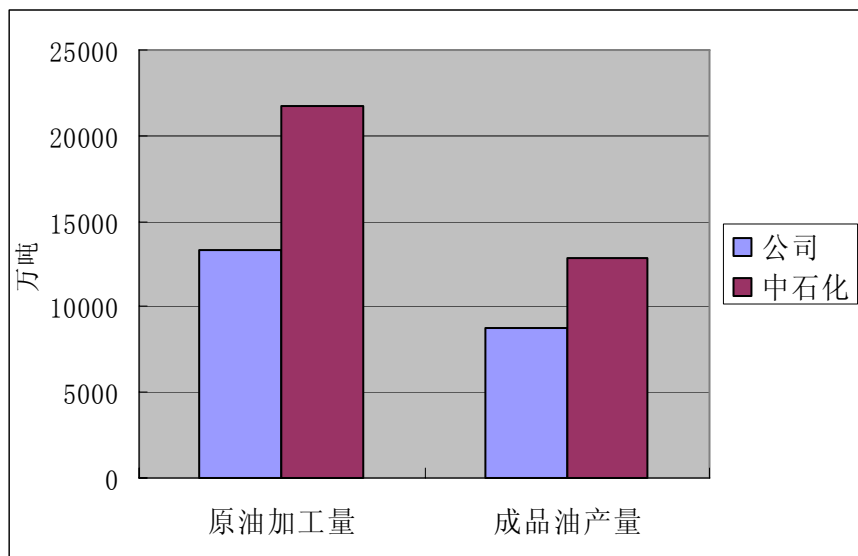


图 2.6 公司与中石化产量对比示意图（一）

数据来源：两公司年报、东北证券

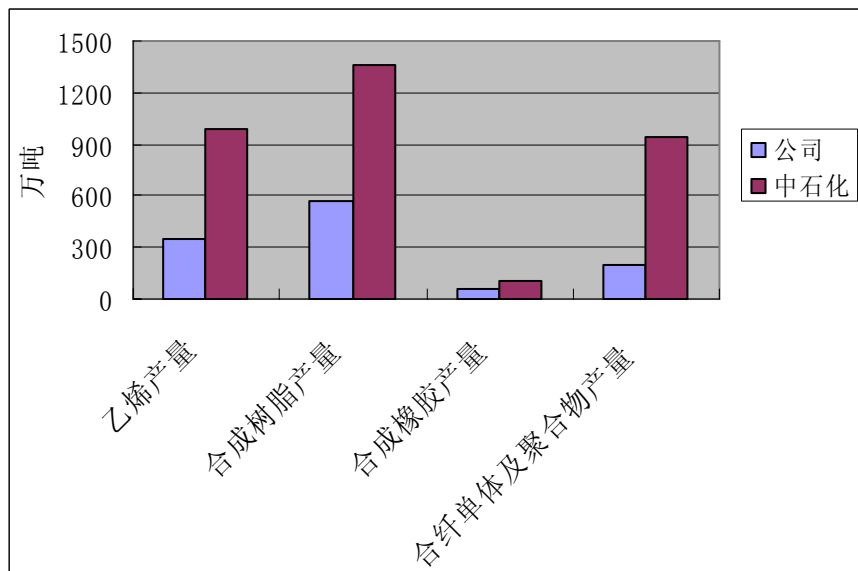


图 2.7 公司与中石化产量对比示意图（二）

数据来源：两公司年报、东北证券

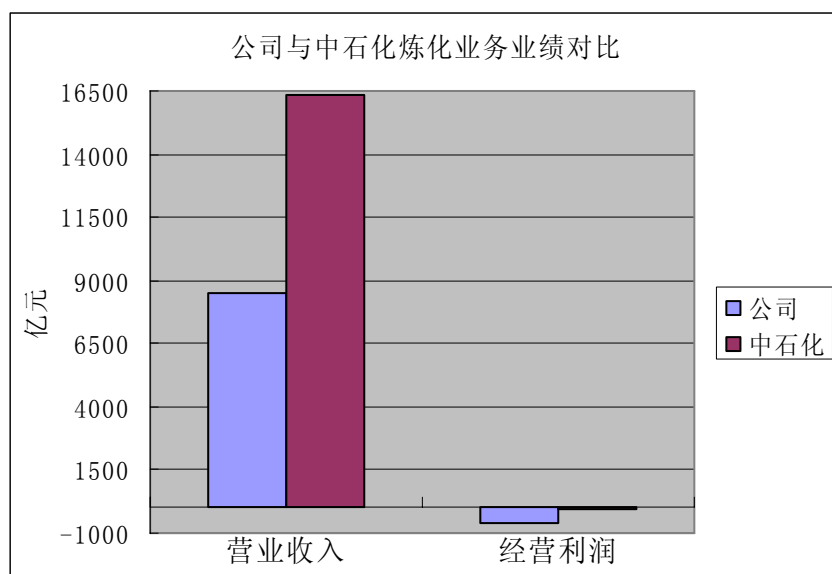


图 2.5 公司与中石化炼化业务业绩对比示意图

数据来源：两公司年报、东北证券

(三) 销售板块

1、业务构架

公司的销售业务指原油和石油产品的运输、储存和销售。经过过去几年的重组和优化，目前，公司销售分公司下辖各省（区、市）石油销售公司，以及燃料油、润滑油等销售企业共 30 多家。原来由大区公司管理的省公司上划，取消大区公司，压缩了管理层次，优化了业务组织模式。省级销售公司成为营销主体，拥有更多的自主经营权和主动权，有利于不断提高市场竞争力和控制力。最近几年来，公司在市场占有率和加油站网点建设上，都有不俗的表现。但从整个中国成品油市场来看，公司在这些方面仍有很大的成长和上升空间。

东北和西北是公司传统经营市场，面对新形势、新任务和新挑战，公司销售干部员工解放思想，转变观念，切实提升应对市场的能力、开拓市场的能力和掌控市场的能力。突出质量，优化结构，巩固市场份额、提高销售质量、打好网络开发建设“攻坚战”、打好维护服务客户“阵地战”，努力推进公司持续有效健康发展。2011 年，内蒙古销售公司成为中国石油首家销量突破 700 万吨、零售量突破 600 万吨的省区销售企业。而新疆销售公司为顺利实现 2012 年 520 万吨销售量、零售量达到 440 万吨销售的目标而厉兵秣马。

华北、华东和华南市场是中石化的传统市场，被公司称为“区外”市场。通过建立独立的区外省公司，积极采取多种措施和手段，适时调整营销策略，比如加大小额配送，零售批发环节加大优惠促销力度等，使得公司的区外市场份额稳步提升。

目前，公司零售量占华东和华南市场的份额已经达到 20%和 17%左右。公司几年前就做出了“华南市场是战略重地、市场要地、发展阵地”的科学判断，这几年通过对发展方式的改变，进一步印证了这个论断。广东销售公司沿着“3 年完布局、5 年强基础、7 年上水平”不断努力，争取到 2015 年，销售总量超过 1000 万吨，综合实力在省内处于行业主导地位，达到国际水准销售企业的水平。2011 年，河南销售公司成品油销量迈上 400 万吨，比 2010 年增长 26.9%。河南销售实现了发展环境、经济效益和销量的三大突破，取得了库站数量、零售量和非油销售的三个大幅增长。面对河南市场资源平衡难度较大、上量增效和保价增效难等压力，河南销售抓住重点工作，首先，积极落实集团公司与省政府签订的战略合作协议，实现了发展环境的突破。其次，全面推行精细化管理，经济效益取得突破。最后，注重增量创效，销量规模再上新台阶。

公司的非油销售业务也正悄然发展壮大。2005 年，集团公司对非油业务提出了“自主经营、因地制宜、规范发展、稳步推进”的总体要求。按照这一要求，结合三大战略，销售公司把开展非油品业务作为市场化战略的重要举措，着力加强标准化建设和精细化管理，积极、稳健、有序、有效推进非油业务发展。2007 年，公司非油品销售业务开始转变经营方式，成立专门的非油业务工作机构，全国统一标准、统一规范、统一管理，改变了各销售公司分散经营的状态。先后出台了《中国石油加油站便利店标准》、《非油业务手册》、《非油业务培训实务》等一系列规范制度，设计并创立了“uSmile 昆仑好客”便利店品牌和“carCare 咋咋”汽车服务品牌，不断充实和提升非油业务发展的内容和质量，有效增强了加油站的整体竞争实力。如图 3.1 所示中石油山东销售公司潍坊销售 73 站销售出第四条轮胎。



图 3.1 潍坊销售 73 站销售出第四条轮胎

资料来源：公司网站

2、板块表现

公司在销售业务方面的有序发展得到了良好的回报,销售板块不仅业绩连年增长,而且市场占有率也逐步攀升。公司销售板块最近三年的业绩如图 3.2、3.3、3.4 所示。

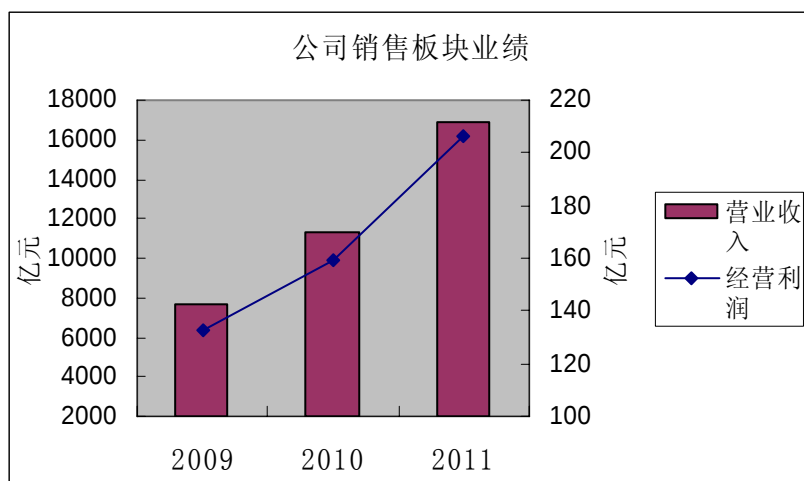


图 3.2 公司销售板块业绩示意图

数据来源: 公司各期年报、东北证券

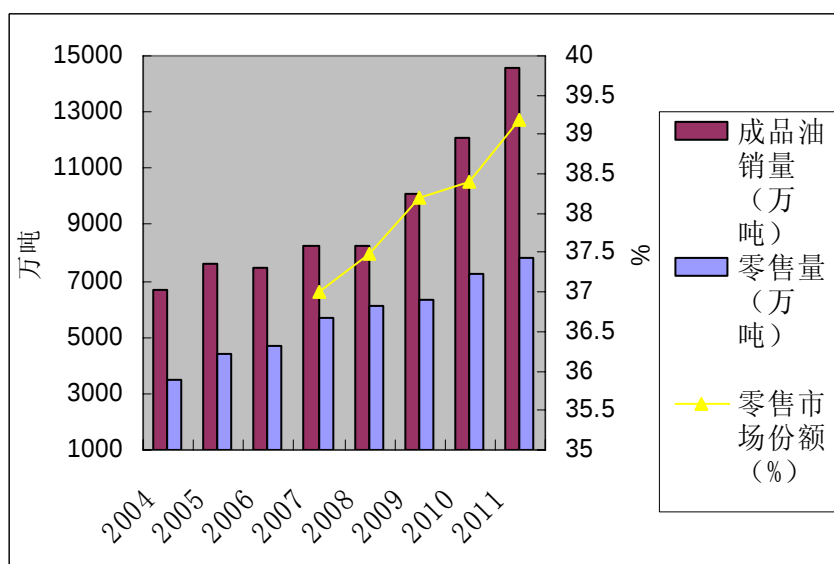


图 3.3 公司成品油销售情况示意图

数据来源: 公司各期年报、东北证券

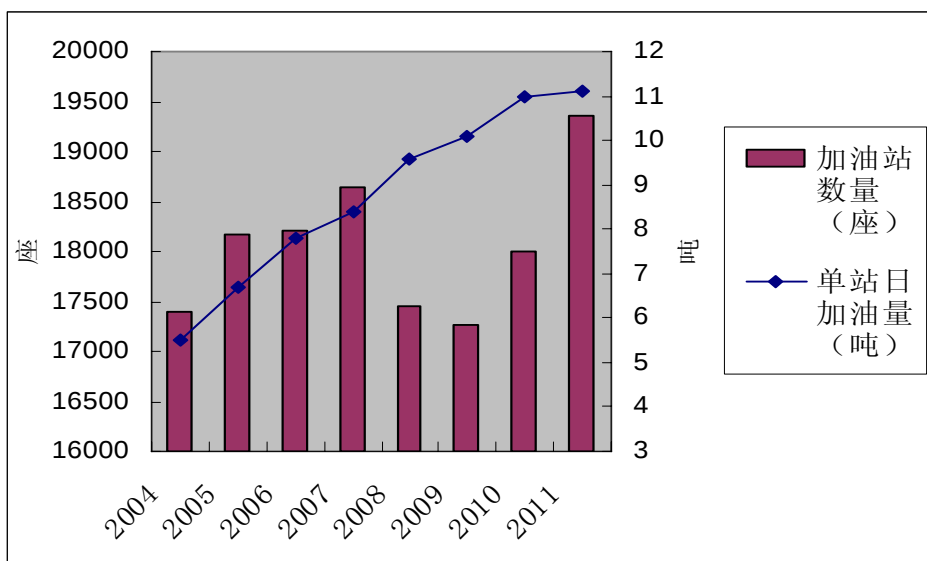


图 3.4 公司加油站情况示意图

数据来源：公司各期年报、东北证券

公司销售业务的主要竞争对手同样是中石化。然而，相比炼化业务的弱势，公司的销售业务要强势许多。公司的销售量和零售量分别是中石化的 89.7% 和 78.3%，而营业收入和经营利润分别是中石化的 125.6% 和 46.2%。最近四年来，公司零售市场的份额上升了 2.2 个百分点，与中石化之间的差距基本保持在 10 个百分点左右。

（四）天然气与管道板块

1、业务构架

公司的天然气与管道业务指天然气、原油和成品油的输送及天然气销售。公司天然气与管道分公司下辖管道分公司、西气东输管道分公司、西部管道分公司、西南管道分公司（新设立不久）和北京天然气管道公司 5 个综合性运营公司，实行区域化管理。二级运营机构设置，原则上“一省一机构”，实行输销一体化，根据区域划分情况相应调整天然气销售区域，加强天然气下游利用业务与成品油销售业务的协调和衔接，油气并举。此外，公司还采取控股经营的方式从事 LNG 接受、气化和销售，以及从事城市天然气业务。

1.1 管道气运营

管道分公司作为公司的地区分公司，主要承担国内陆上大部分油、气田油气外输管道的建设组织及运营管理任务，是在中国管道运输领域占主导地位的专业化公司。

西部管道分公司负责运营管理甘肃兰州以西的原油、成品油管道和宁夏中卫以西的天然气管道。2011 年输送原油 1706 万吨、成品油 679 万吨、天然气 164 亿立方米。2012 年，公司负责的管道总里程将增至 1.3 万公里，天然气年输气能力超过 600 亿立方米。

西气东输管道分公司负责西气东输管道工程建设、天然气管道输送运营管理和天然气市场开发与销售等业务。西气东输一线从 2002 年 7 月开工建设，于 2004 年底全线竣工投产，管道总长近 6700 公里。它以我国中东部和长江三角洲为主要市场，向河南、安徽、江苏、浙江、上海、山东、河北等省市的 70 多座城市、3000 余家企业供气，覆盖人口达两亿。西气东输二线，主要负责输送从土库曼斯坦进口的天然气，西起新疆霍尔果斯口岸，东至上海，南至广东广西，全长 8082 公里，于 2011 年全线投产。公司负责管辖宁夏中卫以东的管线，至此，公司运营管理的总里程将达 1.2 万公里，每年输送和销售的天然气将超过 500 亿立方米。

北京天然气管道公司主要承担陕甘宁至北京输气管道工程（简称陕京管道）的建设、运营及管理，运营的陕京一、二、三线合计里程超过 3000 公里，年输气能力 350 亿立方米。

1.2 LNG 与城市燃气

中石油大连液化天然气有限公司是公司在液化天然气业务领域组建的第一个合资公司，该公司由中国石油天然气股份有限公司、大连港股份有限公司和大连建设投资公司共同出资组建，主要负责大连液化天然气项目的建设和运营，公司注册资本金为 26 亿元人民币。工程分两期建设，一期工程规划建设规模 300 万吨/年，设计供气能力 42 亿立方米/年，最大年供气能力为 50 亿立方米。一期工程总投资 68 亿元；二期工程扩建到 600 万吨/年，设计供气能力 84 亿立方米/年，最大年供气能力为 100 亿立方米。该项目主要接收来自澳大利亚、卡塔尔等国家的液化天然气资源。

中石油江苏液化天然气有限公司注册成立于 2009 年 6 月，是中国石油天然气有限公司下属的一家控股子公司，现由昆仑能源（中国石油天然气股份有限公司香港上市部分）控股，占注册资本的 55%，太平洋油气有限公司（新加坡金鹰集团在香港注册成立的油气业务公司）占注册资本的 35%，江苏国信（江苏省国有企业）占注册资本的 10%。江苏液化天然气项目一期投资 60 亿人民币，年周转量 350 万吨，气源主要为卡塔尔等国，二期预计投资 100 亿人民币，年周转量为 650 万吨。

2011 年 3 月，唐山液化天然气项目在河北省唐山市曹妃甸开工建设。这个项目由中国石油、北京市、河北省共同出资兴建，总投资超过 100 亿元。该项目是公司建设的第三个液化天然气项目。整个工程分期建设，一期工程规划建设规模为每年 350 万吨，设计供气能力为每年 48 亿立方米，计划 2013 年底建成投产。二期工程建设规模为每年 650 万吨，远期规模为每年 1000 万吨。项目主要接收来自于澳大利亚、卡塔尔等国家的液化天然气资源，输气主干线与永唐秦（廊坊永清 - 唐山 - 秦皇岛）输气管网相连。

昆仑能源有限公司总部设于香港，是在（英属）百慕达注册成立，在香港联合交易所主板上市，由中国石油天然气股份有限公司控股的国际性能源公司，股票代码 00135.HK，为恒生中资企业指数成分股之一。昆仑能源致力于发展成为中国最大的从事天然气终端销售业务的企业。公司坚持走节能减排，绿色发展之路，大力发展以低碳为特征的清洁能源和新能源业务，在保持原有的油气田勘探开发业务平稳运行的前提下，积极推动天然气终端销售和综合利用业务的快速壮大，重点发展液化天然气 (LNG) 业务，实施“以气代油”的战略，努力开拓天然气利用的高端市场。

2、板块表现

天然气与管道板块也是公司一枝独秀的业务板块。公司运营的原油管道总里程约占全国的 70%，天然气管道总里程约占全国的 90%。截至 2011 年末，公司管道总长度为 60232 公里，其中：天然气管道 36116 公里，原油管道 14782 公里，成品油管道 9334 公里。公司管道骨干网络如图 4.1 所示。



图 4.1 公司骨干管网示意图

资料来源：公司网站

最近 5 年来，公司的管道总里程以年均 4000 公里左右的速度在增加，从而带动了板块业绩的稳步增长。然而，2011 年由于受到进口天然气亏损增大及重点工程集中转资增加折旧影响，板块业绩首次出现下降。近五年公司天然气与管道板块业绩如图 4.2 所示。

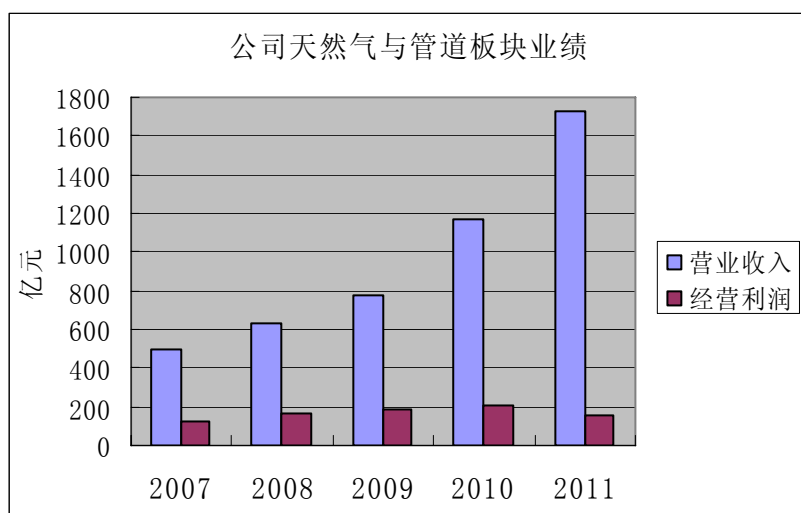


图 4.2 公司天然气与管道板块业绩示意图

数据来源: 公司各期年报、东北证券

(五) 公司业绩向好

1、组织管理

公司是我国最大的油气生产商、第二大石化产品生产商，位列世界 50 大石油公司的第五位。公司是由中国石油天然气集团公司独家发起设立的股份有限公司，成立于 1999 年 11 月 5 日。公司发行的美国存托股份及 H 股于 2000 年 4 月 6 日及 4 月 7 日分别在纽约证券交易所及香港联合交易所挂牌上市（纽约证券交易所 ADS 代码 PTR，香港联合交易所股票代码 857），公司 A 股于 2007 年 11 月 5 日在上海证券交易所挂牌上市。

经过 10 多的发展，公司的经营理念、管理制度、运作方式逐步与国际接轨，发展模式日趋完善，两级行政、三级业务的管理架构和集约化、专业化、一体化的体制格局基本形成。整合油田、炼化企业上市与未上市业务，基本理顺管理关系。组建海外地区公司，形成以省级公司为主体的成品油销售运营格局。化工销售、天然气销售及管道、城市燃气等业务运营体制进一步优化。目前公司的组织结构如图 5.1 所示。



图 5.1 公司组织结构示意图

资料来源：公司网站

2、财务分析

公司的主要财务指标如表 1 所示。

表 1 公司主要财务指标

	2011 年	2010 年
资产负债率%	43.54	39.02
流动比率	0.69	0.67
速动比率	0.36	0.36
存货周转率	8.99	7.77
应收账款周转率	40.55	39.72
净资产收益率%	13.26	14.90
销售毛利率%	28.87	33.79

数据来源：公司年报、东北证券

公司财务状况正常，期末资产负债率为 43.54%，同比上升了 4.52 个百分点，但仍属于合理水平。流动、速动比率稳定，营运指标优秀。然而，公司的盈利能力有所下降，毛利率同比下滑 4.92 个百分点。

3、业绩分析

公司近十年的净利润如图 5.2 所示。

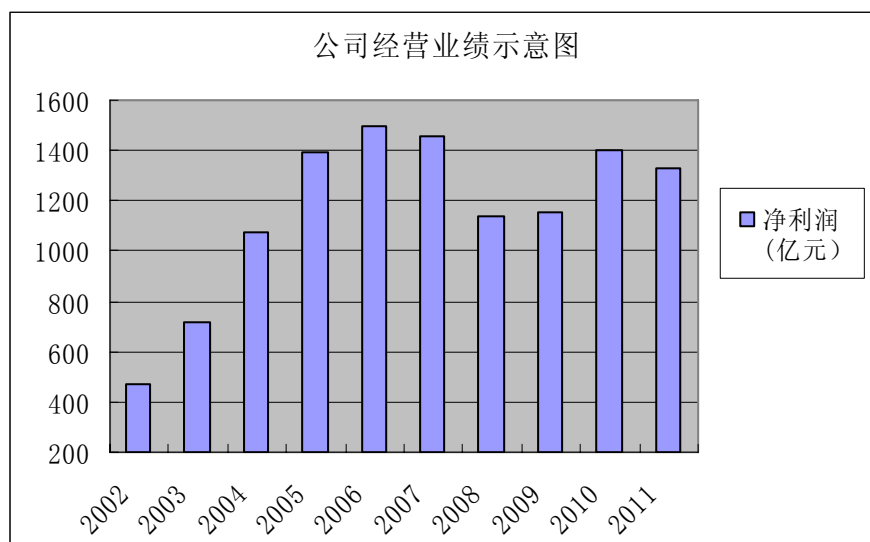


图 5.2 公司经营业绩示意图

数据来源：公司各期年报、东北证券

公司的业绩主要受两个因素的影响，一是原油价格，二是国家相关政策。当前，原油价格呈现逐步走高的趋势，这有利于公司业绩的提升。国家相关政策方面，石油、天然气资源税和原油特别收益金都对公司的利润形成负效应，成品油消费税也

是如此；比较正面的预期有：国内汽柴油定价机制改革，以及国内天然气定价机制改革等。

公司最近三年的利润构成如图 5.3 所示。

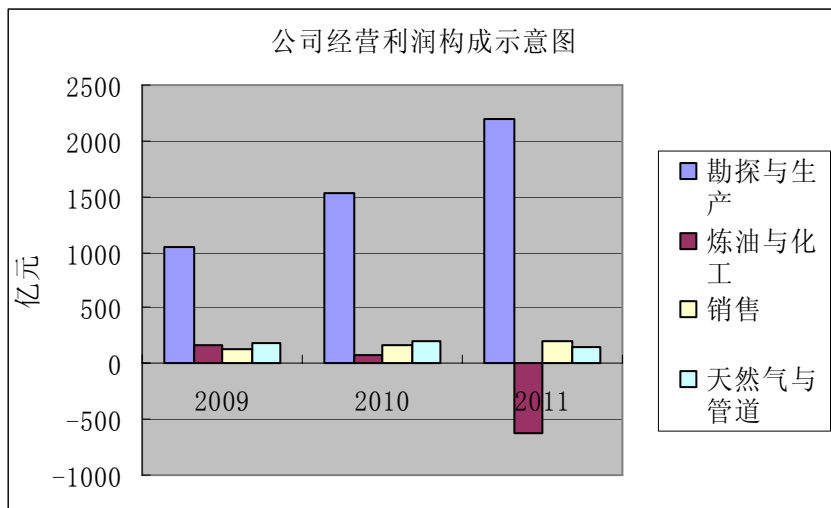


图 5.3 公司经营利润构成示意图

数据来源：公司各期年报、东北证券

最近三年，公司勘探与生产板块的经营利润占比分别为 67.9%、77.7%和 113.2%。公司的上游业务仍然是公司利润的擎天柱。

公司油气储量和产量如图 5.4、图 5.5 所示。

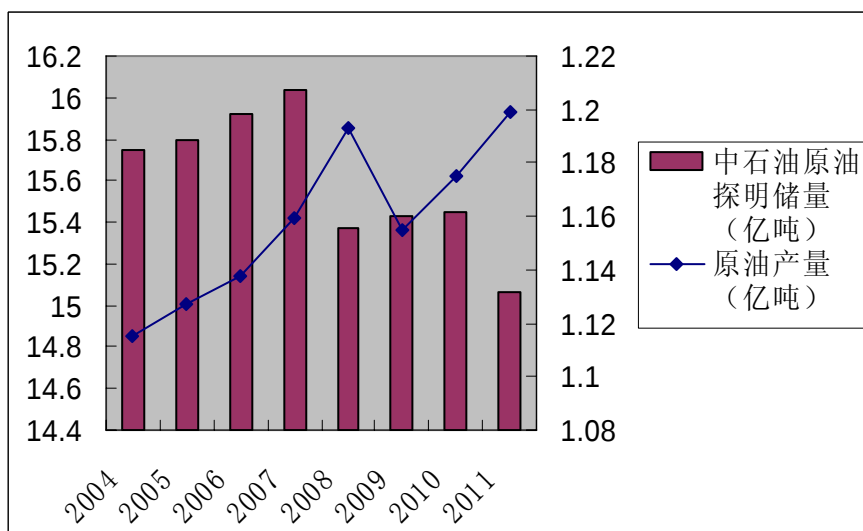


图 5.4 公司原油储量和产量示意图

数据来源：公司各期年报、东北证券

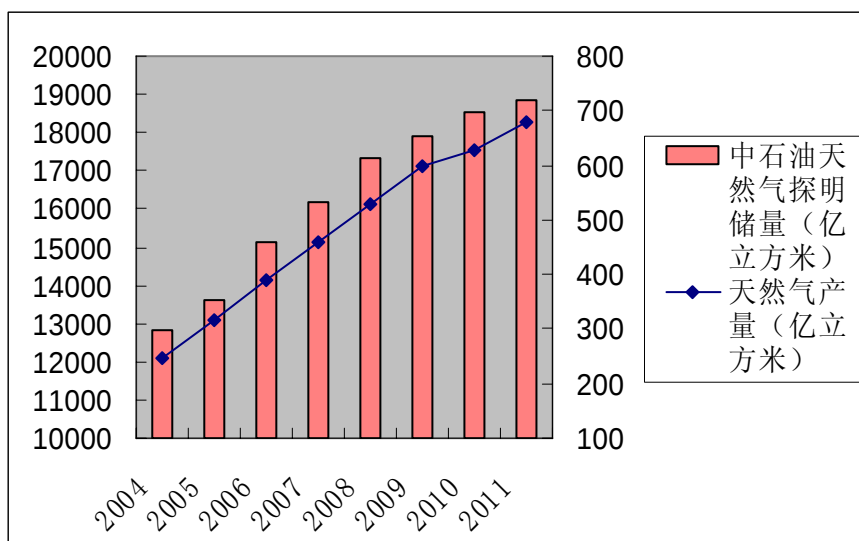


图 5.5 公司天然气储量和产量示意图

数据来源：公司各期年报、东北证券

公司的原油储量出现小幅下滑，产量则稳中略升。公司的天然气则呈现储量和产量双增的良好局面。

公司的资本支出如图 5.6 所示。

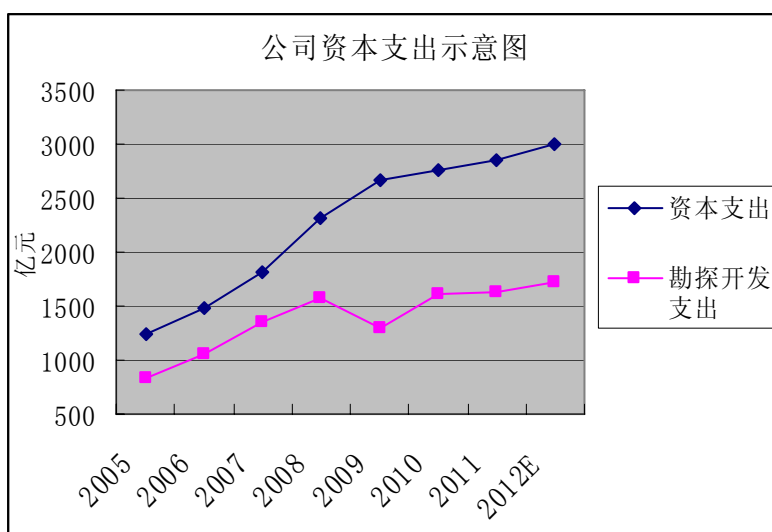


图 5.6 公司资本支出及预测示意图

数据来源：公司各期年报、东北证券

公司最近 6 年资本支出年均增长 14.7%，其中勘探开发支出年均增长 11.7%。
公司预计 2012 年此两项分别同比增长 5.5%和 6.6%。

4、展望

展望后市，世界经济复苏的不确定性上升，能源资源竞争将更加激烈，全球能源资源供给将长期偏紧。预计我国经济在较长时间内仍将保持平稳较快发展，国内油气需求将继续保持刚性增长。国内能源价格体系有望加快理顺，为公司业务发展创造有利条件。

具体到公司的四大业务板块，勘探与生产板块将继续受益于原油价格的上涨；炼油与化工板块将受益于国内汽柴油定价机制的改革；销售板块将受益于我国机动车保有量的不断上升；天然气与管道板块将受益于国内天然气定价机制的改革和天然气消费量的快速增长。公司面临的挑战主要有：老油田产量的衰减；增加新的油气储量；石油、石化产品市场竞争的加剧；油气资源等税收的上升。

综合来看，公司的机遇大于挑战。公司将充分利用政策和市场所营造的良好经营氛围，努力提升公司的盈利水平，使公司的经营业绩再创新高。

石化行业稳步前行（行业篇）

（一）石油市场

根据美国《油气杂志》最新统计数据，截至 2011 年，全球石油储量已从 2010 年的 1.47 万亿桶增加到 2011 年的 1.52 万亿桶，增幅为 3.4%，增长量主要来源于中东。天然气总储量比 2010 年增长 1.5%，达到 6746.8 万亿立方英尺（189.72 万亿立方米）。2002~2011 年全球石油和天然气储量变化如表 2 所示。

表 2 2002~2011 年全球石油和天然气储量变化（单位：亿桶、万亿立方英尺）

年份	世界石油储量	欧佩克石油储量	世界天然气
2011	15232.3	11128.5	6746.8
2010	14696.1	10649.7	6647.3
2009	13541.8	9512.8	6609.3
2008	13422.1	9440.2	6254.4
2007	13317.0	9274.8	6185.7
2006	13174.5	9023.4	6182.7
2005	12933.4	9016.6	6101.2
2004	12777.0	8851.9	6040.2
2003	12658.1	8695.2	6068.3
2002	12128.8	8190.1	5501.4

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

根据美国《油气杂志》最新统计数据，截至 2011 年，全球的炼油厂总数为 655 座，同比减少 7 座；原油蒸馏能力为 8805.5 万桶/天，同比下降 18.5 万桶/天。有 21 座炼厂的能力超过了 40 万桶/天（2000 万吨/年），同比持平，我国的中石化镇海炼油厂以 2015 万吨/年的规模排名第 19 位。近年来全球炼厂数量及产能变化如图 6.1 所示。

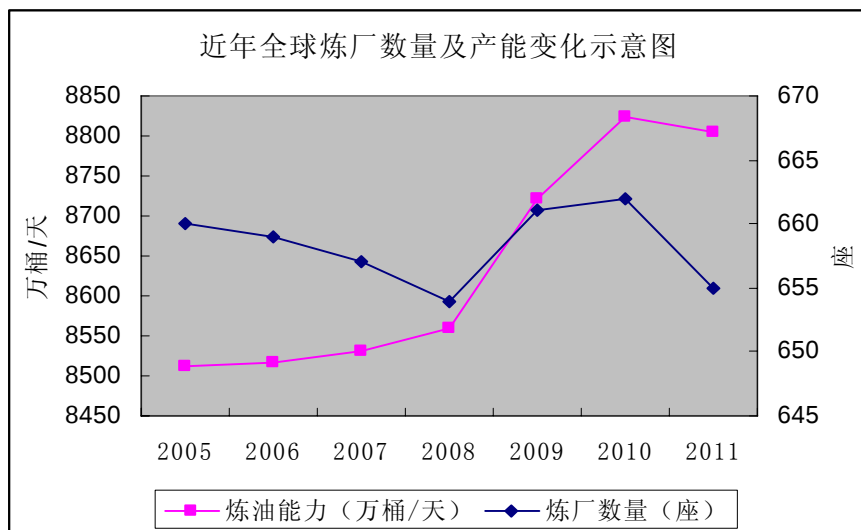


图 6.1 近年来全球炼厂数量及产能变化示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

根据 IEA 的最新统计报告，其对世界石油需求 2012 年的预测数值下调了 30 万桶/天，至 8990 万桶/天，同比增长 0.9%。报告认为，IMF 将 2012 年全球经济增速由 4.0% 下调至 3.3%，这是促成该组织下调预测的主因。IEA 对 2010 年以来的世界石油需求量的季度平均值的统计和预测如图 6.2 所示。

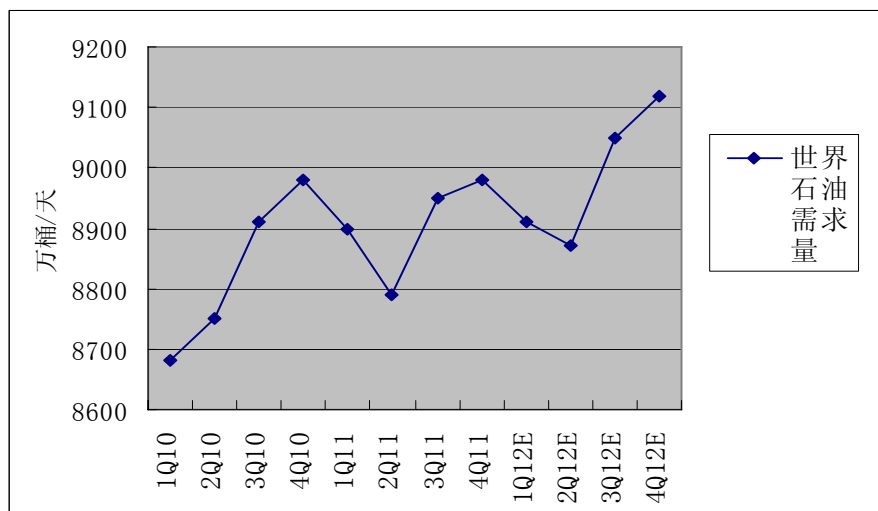


图 6.2 世界石油需求量示意图

数据来源：IEA、东北证券

原油价格相对稳定有利于炼油业，虽然需求仍较低迷，但是全球炼油毛利保持平稳。国际市场成品油价格与布伦特原油价格走比照如图 6.3 所示。

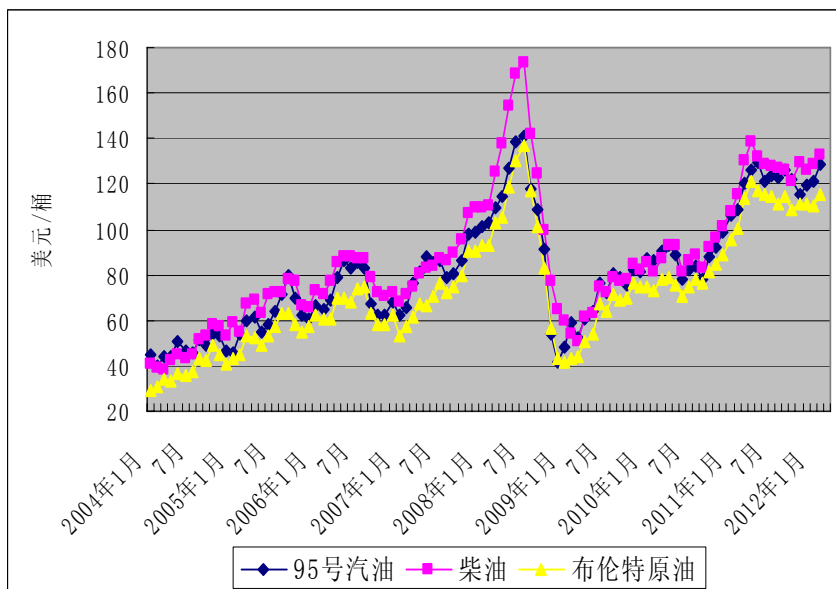


图 6.3 国际市场成品油与布伦特原油价格比照示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

2011 年，我国共加工原油 4.48 亿吨，约占全球总量的 11%，居世界第二位。我国的原油加工能力与经济增长保持高度的一致性，原油消费增速与 GDP 的增速的相关系数在 0.6~0.7 之间。近 10 年来，我国原油加工量年均增速达到 7.8%，汽柴油产量的年均增速分别为 7.0%和 8.3%。我国原油加工量如图 6.4 所示，我国汽柴油产量如图 6.5 所示。

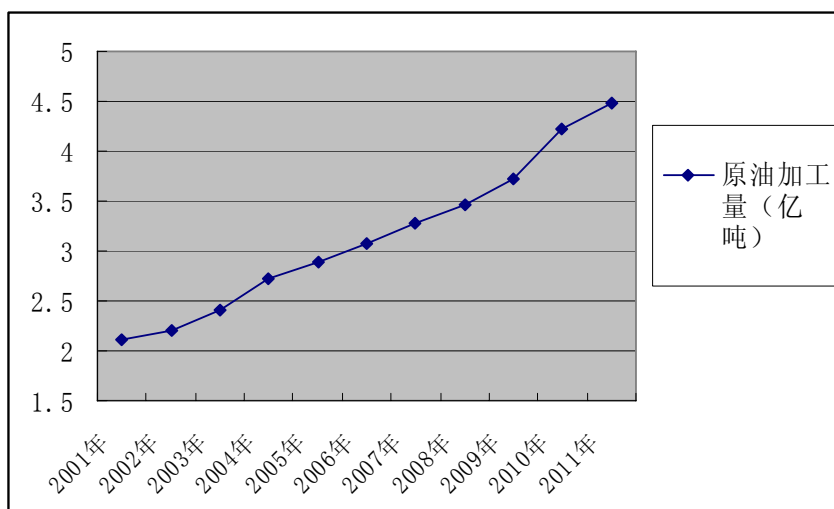


图 6.4 我国原油加工量示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

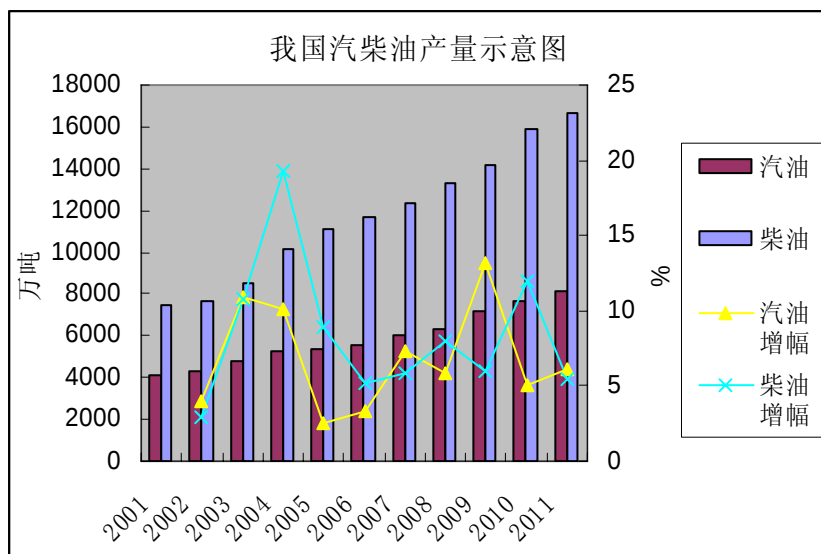


图 6.5 我国汽柴油产量示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

由于原油价格处于 90 美元/桶以上的高位运行，去年以来我国成品油的调价幅度明显偏小，炼油毛利下降。虽然煤油价格去年已经放开，但是由于汽柴油占据主导地位，因此总体格局基本未变。国内成品油与布伦特原油价格比照如图 6.6 所示。

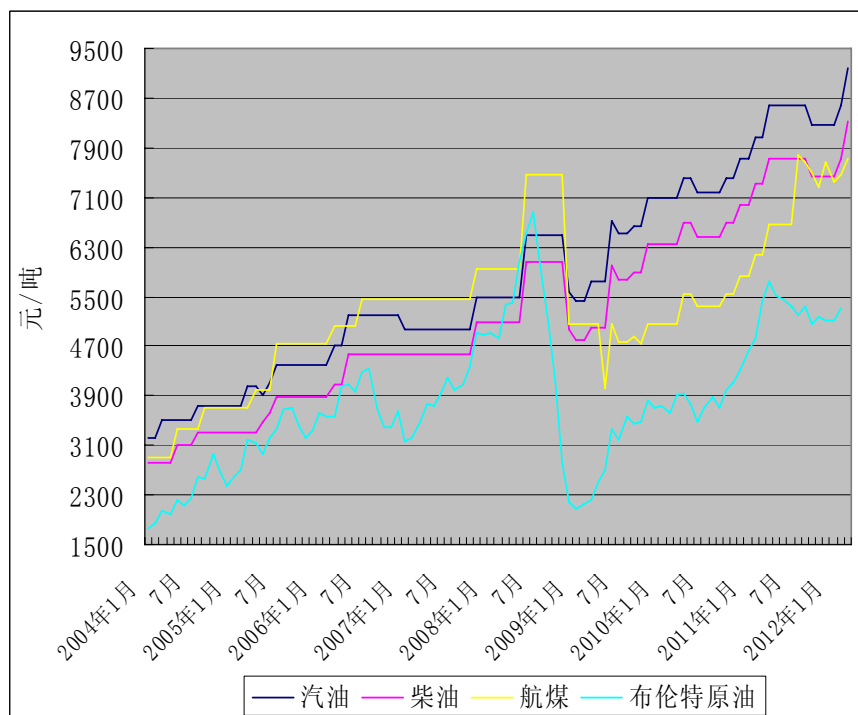


图 6.6 我国成品油与布伦特原油价格比照图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

（二）化工市场

根据美国《油气杂志》最新统计数据，截至 2011 年，全球的乙烯产能为 1.38 亿吨，同比增长 6.0%，年内预计新增产能超过 480 万吨，这是 5 年来首次增速放缓。文章同时预测，2012 年全球乙烯的新增产能将大幅上升至 2000 万吨左右，主要来自于中东和中国，产能的增速将超过需求的增速。

但是，析迈公司的研究报告却持不同的观点。该报告认为，因经济衰退的影响，新项目投运已放缓，使得至 2015 年的全球乙烯产能增速为年均 2.8%。而需求端因经济的复苏，需求增速将保持在 4.6%，乙烯装置的开工率将上升到 90%。

2011 年，我国的乙烯产量为 1520 万吨，约占世界总产量的 12%，居世界第二位。中石化是我国最大的乙烯生产商，权益产能为 947.5 万吨/年，居世界第四位。2011 年，中石化的乙烯产量首次突破 1000 万吨大关，达到 1003.75 万吨，同比增长 10.8%。近 10 年来，我国乙烯产量年均增速达到 12.2%。我国乙烯产量如图 7.1 所示。

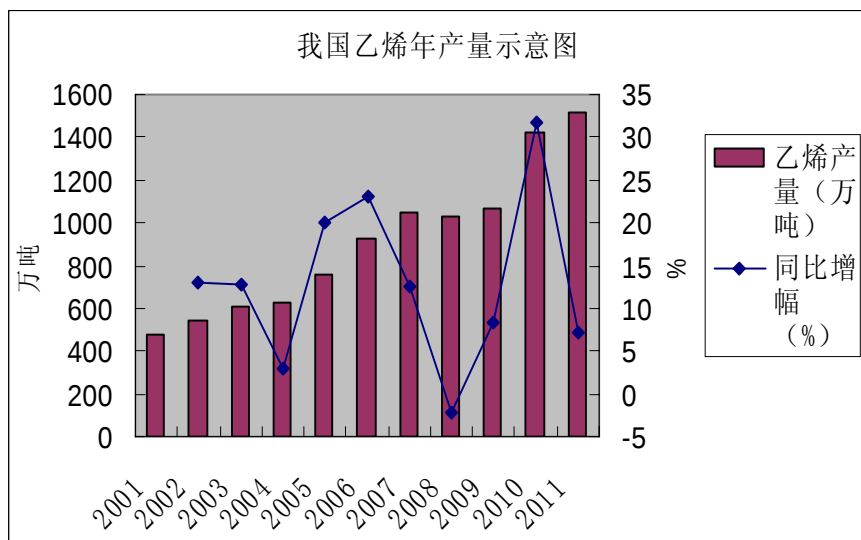


图 7.1 我国乙烯产量示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

我国的化工市场已经基本融入了全球的市场化体系。从过去 10 年的发展来看，我国乙烯产量的增速仅略高于 GDP 的增速，乙烯及下游衍生物的对外依存度仍高达 30% 以上。而且从长远来看，由于资源禀赋和环境承受能力的限制，我国石化产品将长期保持一定水平的对外依存度。因此，我国的乙烯工业仍将是一个朝阳产业。我国三大合成对外依存度如图 7.2 所示。

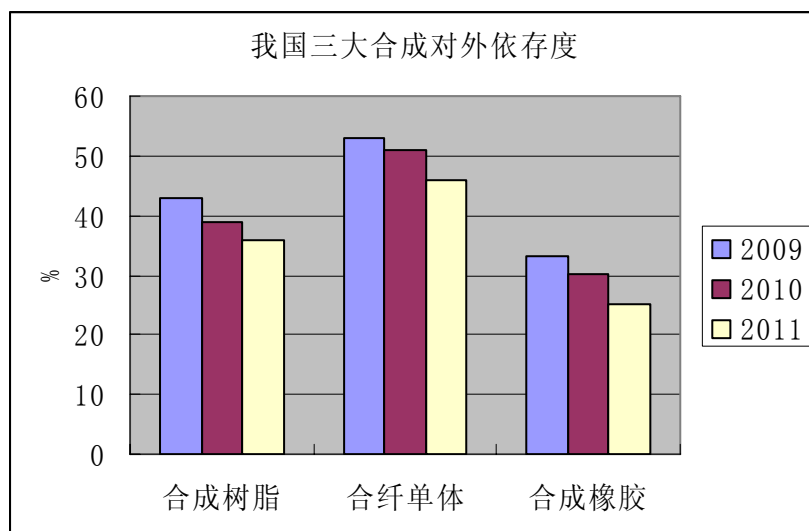


图 7.2 我国三大合成对外依存度示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

然而，我国化工行业的景气度同样也表现出一定的周期性，而且由于宏观调控的加强，周期的间隔时间在缩短。从最近 6 年的情况来看，行业的景气度已经较清晰地呈现出两个低点 and 两个高点。三大合成材料制造业是石化行业最大的一个产品系列制造业，该子行业的景气状况基本能够反映整个行业的景气周期的变化情况。近年来我国合成材料制造业的景气状况如图 7.3 所示。我国部分石化产品价格走势如图 7.4 所示。

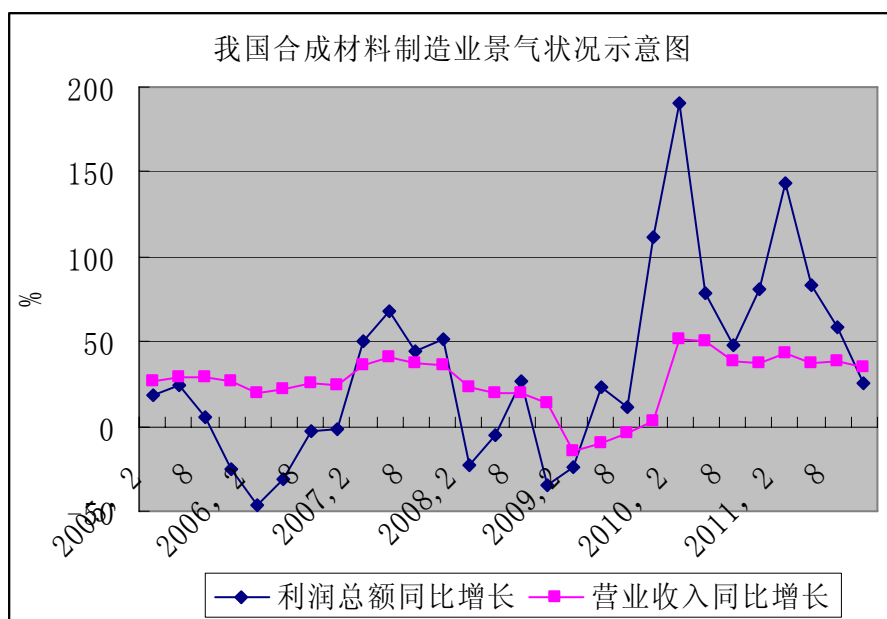


图 7.3 我国合成材料制造业景气状况示意图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

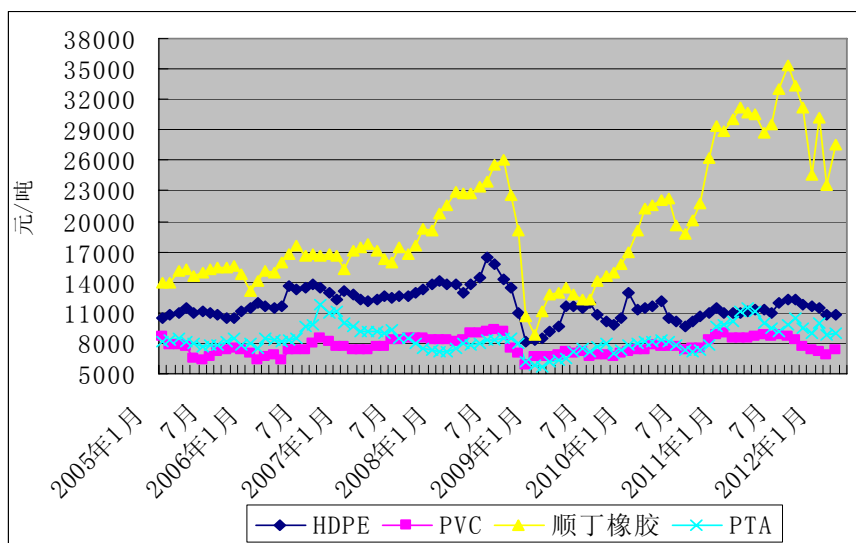


图 7.4 我国部分石化产品价格走势图

数据来源：中国石油和化工经济分析、东北证券

公司估值已接轨国际（估值篇）

基于前述分析，对公司 2012、2013 年业绩预测如表 3 所示

表 3 公司业绩预测表

项目	2010 年	2011 年	2012 年 E	2013 年 E
营业收入	14654.15	20038.43	23044.19	25809.50
营业成本	9702.09	14252.84	16972.65	19070.21
税金及附加	1776.66	2580.27	2400.00	2600.00
销售费用	576.55	529.46	580.00	610.00
管理费用	634.17	771.24	910.00	1050.00
财务费用	60.17	98.16	102.00	100.00
资产减值损失	44.08	87.59	100.00	110.00
公允价值变动损失				
投资收益	70.43	126.30	150.00	170.00
营业利润	1930.86	1845.17	2129.54	2439.29
营业外收入	41.62	94.80	80.00	90.00
营业外支出	80.54	97.21	105.00	110.00
利润总额	1891.94	1842.76	2104.54	2419.29
所得税	385.19	382.69	435.64	500.79
净利润	1506.75	1460.07	1668.90	1918.50
母公司股东占利	1398.71	1329.84	1518.90	1738.50
少数股东损益	108.04	130.23	150.00	180.00
EPS	0.76	0.73	0.83	0.95

数据来源：公司年报、东北证券

注：除每股收益单位为元，其余都为亿元。

目前国际同类公司的最新估值如表 4 所示。

表 4 六公司估值比较表（2012 年 4 月 4 日）

	埃克森	雪佛龙	康菲	BP	中石化 A	中石油 A
营业收入（亿元）	31131.46	16237.18	16078.46	24733.63	25056.83	20038.43
净利润（亿元）	2627.84	1721.28	795.90	1644.80	716.97	1329.84
净资产（亿元）	9881.34	7768.45	4174.34	7133.76	4742.49	10028.85
总市值（亿元）	25634	13361	6239	8691	6234	17735
ROE（%）	26.59	22.16	19.07	23.06	15.11	13.26
P/S	0.82	0.82	0.39	0.35	0.25	0.89
P/B	2.59	1.72	1.49	1.22	1.31	1.77
P/E	9.75	7.76	7.84	5.28	8.69	13.34

数据来源：各公司网站、东北证券

注：汇率按 1 美元=6.40 元计算。

通过上表比较可以发现，目前公司的估值处于中上水平。然而，从各公司的业务结构来看，雪佛龙公司与公司最为接近，而且两公司的 P/B 和 P/S 也十分接近。而我国两公司 P/E 相对偏高是由于炼油利润受到行政管制所致。因此，可以认为公司目前的估值水平已经与国际同行基本一致。

目前公司的 A 股价格对应 2012、2013 年预测业绩，动态市盈率分别为 11.71 倍和 10.23 倍。基于对公司基本面向好的预期，因此，维持对公司 A 股的投资评级为“推荐”。

风险提示：公司的业绩受政策面影响较大，由此会对公司的估值产生影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。