

动态报告/行业快评

石油天然气

会议纪要

推荐

(维持评级)

2009年12月22日

上游产量逐步回升 下游盈利基本稳定

分析师: 严蓓娜

yanbn@guosen.com.cn 021-60933165

分析师: 李晨

lichen@guosen.com.cn 021-60875160

事项:

中国石油、中国石化参加了国信 2009 年度投资策略会, 与参会者进行了交流。

会议纪要:

■ **上游资本支出增加 油气产量回升。**09 年 1 季度起实行产量控制的情况下, 虽然 2 季度起经济逐步转暖, 公司内部实行产量恢复, 但 09 年全年中石油产量预计同比下降 5% 左右; 我们预计 2010 年中石油将加大开发支出, 上游勘探开发占总资本支出的比重从 09 年的 75% 恢复到 08 年的 80%, 产量将恢复到正常水平, 至少与 08 年持平。

■ **海外资源扩张仍然是储量增长的主攻方向。**中石油海外发展迅猛, 海外油气资产中作业油气当量 6000 万吨/年, 权益油气当量 3000 万吨/年, 净油气产量 1000 万吨/年。中石化海外权益油气资源 1200 万吨/年, 两大石油公司都将发展为跨国石油公司作为战略目标。国际石油价格回升, 加大了海外油气资产兼并购买的难度, 但从保障国家能源安全和经济安全的角度出发, 在集团公司和股份公司层面的海外兼并仍将持续进行。

关于中国石化的海外资产注入, 由于前期的资产评估十分复杂, 我们预计明确的进展需要推迟到明年年初, 此区块地质条件佳开采成本低, 预计将增厚 0.05-0.06 元/股的业绩, 较之前市场预期的 0.02-0.03 元/股较高。

■ **炼油盈利总体稳定。**由于原油成本高涨, 两大公司的炼油盈利状况是: 10 月微亏, 11 月盈利。我们预计中石化 12 月的原油成本为 76 美元/桶, 略高于 11 月的 73 美元/桶, 炼油盈利能力有所下降, 整个四季度的炼油盈利将略好于三季度。明年在原油价格不会出现大幅快速上涨的情况下, 全年炼油 EBIT 将可实现 3 美元/桶。

国内大型炼油能力 2010-2012 年集中投产, 如果小型炼厂没有被关停并转, 国内炼油产能可能在未来的 2-3 年内短期出现过剩, 而不得不转向对外出口。但是我们认为小型炼厂受到国二升国三油标的影响, 竞争力下降将被替代; 日韩东南亚炼厂的优势逐步缩减, 中国将对其进行产能替换, 出口竞争力仍然很强。

■ **非油品业务: 终端优势逐步显现。**08 年中石化的加油站非油品业务销售额达到了 10 亿, 09 年可能突破 30 亿。虽从国外经验看, 非油品业务是加油站网络优势最明显的领域, 也是加油站利润的主要来源。小排量汽车的热卖证明汽车已经进入了全民逐步普及的发展阶段, 非油品业务的发展将随着汽车文化的普及而快速铺开。而且终端加油站市场化进程持续推进, 非油品业务的质量, 如便利店的数量、质量, 快修业务的服务质量等, 都将成为终端加油站竞争的关键。非油品业务的主要收入来源于烟酒、饮料和其他日用品, 毛利率高于一般加油业务。在非油品业务方面, 中石化相较于石油发展基础更好, 但中石油也有后发而上之势, 是未来两大公司市场化条件下, 实现差异化竞争取胜的关键。

■ **关注天然气二次增值** 中国天然气的勘探程度远低于石油, 开发程度更低。中石油未来将在四川、长庆、青海、新疆

大力推进天然气上游开发。虽然上游开发难度大，井深深度大，但抬举成本低，随着技术进步利润会进一步上升。天然气的下游二次增值将成为中石油天然气产业链的重头戏。现股份公司下的昆仑燃气积极拓展下游业务，介入城市燃气和城市车用 CNG 业务，延伸天然气产业链，增加天然气全产业链的利润总量。

■ **维持“推荐”评级** 明年 CPI 指标快速上升，甚至可能超过 3%，但原油价格不会出现大涨的情况下，炼油毛利和石油公司的盈利就是比较确定的。我们预计 2009 年中石油和中石化的业绩分别为 0.85 元/股和 0.83 元/股。

随着 09 年四季度的中石油和中石化的业绩的进一步明确，港股市场对业绩的担忧将有所下降，港股估值的改善，将推动中石油和中石化的 A 股估值。在金融和房地产方向暂时不明朗的情况下，石油石化是具有流动性，估值偏低，安全性好的大盘蓝筹股，而且中石化还具有权证行权和资产注入的催化剂，因此我们认为在未来的调整过程中，中石油和中石化是兼具安全性和温和进攻性的大盘股，维持“推荐”评级。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。