



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
证券研究报告

2011 年 1 月 13 日

石油天然气

研究部

关滨

分析师，SAC 执业证书编号：

S0080210030004

guanbin@cicc.com.cn

“大盘股”也有春天

中金油气行业 2011 迎春策略

投资提示：

我们认为，2011 年大盘油气公司股价可能有超预期表现，在香港和 A-股市场创造可观投资收益。我们看好一体化油气股票群体的上涨潜力，幅度可达 15-40%不等。基于此观点，我们调高中石油港股评级，从“中性”至“审慎推荐”，目标价每股 12 港元（对应 2012 年 10x P/E），含股利回报将近 15%；其 A 股表现也可能令人鼓舞。同时，我们再次提高上游资源股中海油目标价至 24.2 港元（对应 14x 2011 和 12x 2012 P/E），并维持“买入”评级，潜在涨幅可能超 20%。

理由：

上游股票受益于“十二五”期间产量/储量快速增长预期和原油价格升势。我国近海和深海原油和天然气储量和产量前景十分诱人，根据近期媒体报道，中海油系统的油气产量规模，可望在十年间达到 2 亿吨，接近或甚至超越今天的中石油股份公司。我们估计，中海油将可能在 2011-2014 年间集中探明支持这一宏伟产量目标所需要的储量。而该集团管理层也公开透露，在“十二五”期间，不含海外并购的总投资，可能高达人民币 8,000-10,000 亿元。因此，投资者的美好憧憬，将可能维持好几年。

中国一体化油气企业的下游业务毛利，也即炼油和批零销售综合毛利，已接近发达市场化国家水平，投资者对成品油新定价机制的信心有望逐步增强，估值修复机会可能凸现。目前中国成品油炼油和销售综合毛利已经超过 20 美元/桶，接近欧洲和美国，并高于日本和韩国。我们认为，这一利润水平将有较高的可持续性。目前中国的成品油定价制度，已经在快速推进终端消费定价的市场化，同时政府通过成品油价内税收的提高向弱势群体和公共事业部门提供补贴，抑制通胀压力。我们相信，中央政府将坚持执行这一体现社会分配公平性和有益节能环保的定价制度。

油气行业税改将持续，天然气井口价格将可能上调。在 2011 年，政府可能将资源税从价计征改革推高到全国范围，包括海上，这将对石油公司产生部分负面影响。但与此同时，我们认为国家可能在 2011 年内提升石油特别收益金起征点，最终抵消资源税的负面影响。此外，为弥补石油公司的进口天然气亏损，井口气价可能在今年下半年继续上调。

风险：

中国的石油需求增速放缓；“十二五”规划目标低于市场预期；国际油价大幅下跌；产能过剩；和成本上升压力等。

目录

宏图年代.....	3
“十二五”开局之年，行业发展目标将可能主导油气及相关股票表现.....	3
“让子弹飞”几年.....	4
中海油系公司将受益于中海油总公司产量宏伟目标.....	4
成品油定价机制在新一年可能更令市场信服.....	5
下游炼油和销售业务毛利已达国际市场水平.....	5
井口气价可能继续上调.....	7
为弥补进口天然气亏损，井口气价可能上调.....	7
税改可能是长期趋势.....	8
资源税改革全国推广和石油特别收益金上调可能是 2011 年行业税改主旋律.....	8
风险和不确定性.....	9
中国的石油需求.....	9
“十二五”宏观经济和行业规划目标的实现.....	9
国际油价.....	9
其他风险因素包括：产能过剩和成本上升的压力.....	9
油气公司股票投资策略.....	10
继续看好中海油，中下游一体化公司涨幅可能更大.....	10
中石油（601857.CH / 857.HK）：港股从“中性”调至“审慎推荐”.....	12
中海油（883.HK）：重申“推荐”评级.....	14

图表

图表 1：中石油公司未来五到十年的业务发展目标.....	3
图表 2：中海油总公司（注：为集团母公司，并非上市公司“中海油有限公司”）油气产量增速.....	4
图表 3：中海油有限公司原油探明储量(1P).....	4
图表 4：中国海域原油和天然气资源储量分布.....	4
图表 5：全球不同国家汽油零售价格组成.....	5
图表 6：全球不同国家柴油零售价格组成.....	5
图表 7：不同炼油和销售毛利水平下，石油公司的盈利变化情况.....	5
图表 8：在不同炼油和销售毛利水平下，石油公司分板块盈利情况(基准情形).....	6
图表 9：成品油定价机制改革，兼顾了公益性行业和弱势群体的利益.....	6
图表 10：高价管道天然气和液化天然气占我国天然气供应的比重.....	7
图表 11：中国成品油和天然气比价关系.....	7
图表 12：中国内陆和近海石油公司税收情况一览.....	8
图表 13：基准、乐观和悲观情形下，石油公司盈利变化情况.....	10
图表 14：中海油盈利预测调整.....	10
图表 15：中石油盈利预测调整.....	10
图表 16：石油天然气与其他行业历史表现.....	11
图表 17：A 股不同行业 2011 年市盈率水平.....	11
图表 18：港股不同行业 2011 年市盈率水平.....	11
中石油主要财务信息.....	12
中石油股票信息.....	12
中石油最近估值走势.....	12
图表 19：中石油历史和预测的财务和经营数据.....	13
图表 20：中石油领先市盈率和市净率.....	13
中海油主要财务信息.....	14
中海油股票信息.....	14
中海油最近估值走势.....	14
图表 21：中海油历史和预测的财务和经营数据.....	15
图表 22：中海油领先市盈率和市净率.....	15

宏图年代

“十二五”开局之年，行业发展目标将可能主导油气及相关股票表现

2011 年是“十二五”开局之年。政府认可的“十二五”乃至“十三五”的宏伟行业发展目标，将可能主导油气和相关设备、服务行业股票表现。试想在未来五到十年里，中资石油公司的全球贸易量将可能达到 7 亿吨，有望提升中国对全球油价的影响和控制力。同时，中国的天然气消费量，将可能在目前 1,050 亿立方米基础上五年增至 2,500 亿方。而海上油气储量和产量的增长前景将最令人鼓舞，在 5-10 年间可望增 2-3 倍。如果这些宏伟目标获得中央政府的认可和支持，油气相关股票表现在新一年有可能超出市场预期，甚至跑赢大市。

图表 1：中资石油公司未来五到十年的业务发展目标

中石油集团	中石化集团	中海油总公司
■ 国内天然气产量保持10%以上的增长，由2010年约720亿立方米，增加到2015年的1,200亿立方米和2020年的1,500亿立方米； ■ 2020年海外油气作业产量达2亿吨，2010年为8,500万吨； ■ 炼油产能由2010年的1.6亿吨/年增加到2015年的3.2亿吨/年； ■ 乙烯产能由2010年的370万吨增加到2015年的690万吨； ■ 国内成品油销售量由2010年的1亿吨增加到2015年的1.3亿吨； ■ 原油、成品油和化工品国际贸易量由2009年的1.5亿吨增加到2020年的4亿吨，其中原油进口1亿吨； ■ 天然气管道由2009年的2.8万公里增加到2015年的5万公里，原油和成品油管道由2009年的2.2万公里增加到2015年的5万公里。	■ 2015年海外原油权益产量与国内原油产量持平，达到约4,200万吨，较目前至少增加1倍； ■ 2011年国内天然气产量达170亿立方米，同比增长38%，2015年非常规天然气产量达25亿立方米； ■ 炼油产能由目前的2.4亿吨/年增加到2015年的3.2亿吨/年； ■ 乙烯产能由目前的980万吨/年增加到2015年的1,260万吨/年； ■ 积极发展煤化工业务，包括煤制油和煤制烯烃、煤制天然气等； ■ “十二五”末润滑油市场份额提高至30%，较目前增加6个百分点； ■ 非油品销售额由2010年的57亿元增加到2012年的100亿元和2015年的200亿元。	■ “十二五”期间，国内油气产量保持在6,500万吨/年，2015年海外油气产量达到5,000万吨； ■ 2010年，中海油总公司国内油气产量约5,000万吨，海外油气产量在1,400万吨； ■ “十二五”期间，中海油总公司准备在中国近海大陆架和大陆坡建设5,000万吨/年的油气产能； ■ 2013年，荔湾3-1深水项目开始生产天然气，2014年产量提速； ■ 2020年中海油总公司油气产量将到2亿吨，其中深水产量为5,000万吨，较目前水平增加2-3倍； ■ “十二五”期间，中海油总投资将达到8,000亿-1万亿。

资料来源：行业新闻、公司数据、中金公司研究部

“让子弹飞”几年

中海油系公司将受益于中海油总公司产量宏伟目标

远景被描述得最为宏大的是中海油系公司。虽然市场可能对 2020 年“四个大庆”或 2 亿吨的产量目标(根据 China Daily 和香港文汇报报道)有各种不同的解读,但如果该目标能得以实现,中海油系统的整体规模将接近甚至超过今天的中石油股份公司。我们估计,中海油将可能在 2011-2014 年间集中探明支持这一宏伟产量目标所需要的储量。而该集团管理层也在媒体上透露,在“十二五”期间,不含海外并购的总投资可能高达人民币 8,000-10,000 亿元。因此,投资者的美好憧憬,将可能维持好几年。如果在此期间勘探进展确实令人满意,投资者可能忽略短期产量/盈利增长减速等不利因素。从油价增长预期和开发成本分担两个角度看,未来几年,浅海区块储量的经济性将有所提高,早前被划为控制储量的资源可能转入探明储量。同时,随勘探程度加深,发现新储量的可能性仍然较大。

图表 2: 中海油总公司(注:为集团母公司,并非上市公司“中海油有限公司”)油气产量增速

中海油总公司油气产量模拟预测 百万桶油当量	2005	2010	2015E	2020E	年均复合增长率		
					2005-2010	2011-2015	2016-2020
中国海域	245	365	584	949	8%	10%	10%
海外	40	103	365	511	21%	29%	7%
合计	285	468	949	1,460	10%	15%	9%

资料来源:行业新闻、公司数据、中金公司研究部

图表 3: 中海油有限公司原油探明储量(1P)

净探明储量	2005	2006	2007	2008	2009
原油(百万桶)					
渤海湾	920	933	951	934	1,028
南中国海西部	206	191	209	246	259
南中国海东部	211	200	227	202	191
中国东海	21	20	21	18	18
海外	99	145	157	179	172
小计	1,457	1,490	1,564	1,578	1,668
天然气(十亿立方英尺)					
渤海湾	741	765	762	789	785
南中国海西部	2,604	2,648	2,539	2,212	2,199
南中国海东部	784	792	779	873	844
中国东海	402	390	374	342	339
海外	900	1,637	1,769	1,407	1,778
小计	5,431	6,232	6,223	5,623	5,944
油气(百万桶油当量)					
渤海湾	1,044	1,061	1,078	1,065	1,159
南中国海西部	640	632	632	614	625
南中国海东部	342	332	357	348	332
中国东海	88	85	83	75	74
海外	249	418	452	413	468
小计	2,363	2,528	2,601	2,516	2,658

资料来源:公司数据、中金公司研究部

图表 4: 中国海域原油和天然气资源储量分布

盆地或海域	远景资源量	地质资源量			
		可探明	已探明	待探明	探明程度
原油(十亿吨)					
渤海海域	9.46	5.68	1.69	3.99	29.8%
南黄海	0.79	0.30	-	0.30	0.0%
台湾西部-西南部	0.51	0.19	0.01	0.18	5.3%
珠江口	6.08	2.20	0.62	1.58	28.2%
琼东南	0.61	0.27	-	0.27	0.0%
莺歌海	n.a.	n.a.	-	n.a.	n.a.
北部湾	1.67	0.73	0.15	0.59	20.5%
南海深水	6.30	1.80	n.a.	n.a.	n.a.
小计	25.42	11.17	2.47	6.91	22.1%
天然气(十亿立方米)					
渤海海域	1,050	315	43	272	13.6%
南黄海	1,900	185	0	185	0.0%
台湾西部-西南部	469	205	61	144	29.9%
珠江口	1,936	743	54	689	7.2%
琼东南	1,985	1,114	104	1,010	9.3%
莺歌海	2,377	1,307	161	1,146	12.3%
北部湾	153	60	6	54	9.3%
南海深水	5,300	3,200	n.a.	n.a.	n.a.
小计	15,169	7,128	428	3,500	9.3%

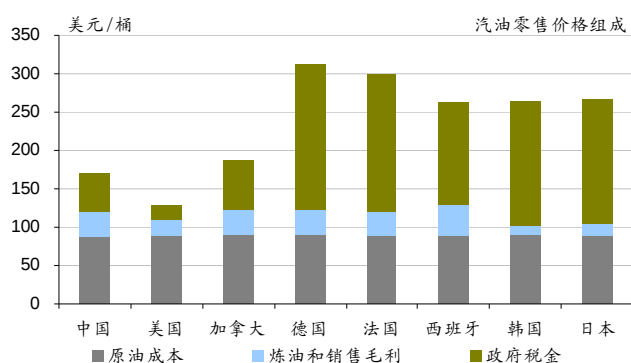
资料来源:行业新闻、国土资源部、中金公司研究部

成品油定价机制在新一年可能更令市场信服

下游炼油和销售业务毛利已达国际市场水平

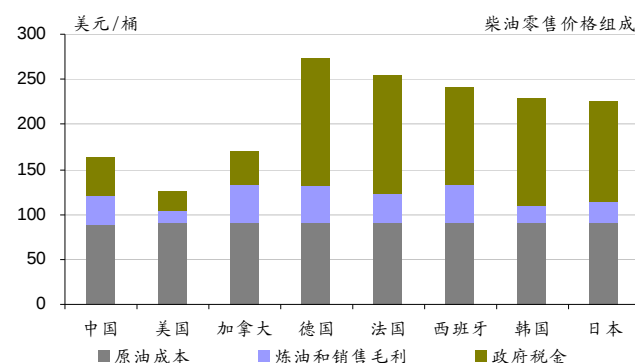
我们认为，中国政府在致力于建立一套能源新定价体系，通过提高成品油价格，不但推动能源消费结构改善（也即节能和促进新能源消费），同时获得更多税收来直接补贴低收入群体和公共服务。这一定价体系，对 CPI 产生压力有限。目前市场似乎忽略了国内汽油零售最高限价，已经超过 170 美元/桶的事实。在这一终端价格和目前每桶 90 美元的原油价格之间，是政府征收的近 50 美元的税收，和留给一体化公司近 30 美元/桶的炼油及销售综合毛利。如果国际原油价格在 2011 年上升 5 美元/桶，并由一体化公司完全转嫁至终端用户，政府仅需推升最高零售限价 3%。于此同时，政府仍将继续补贴政策，抵消涨价影响。我们目前对 WTI 原油价格的基础假设是 2011 年均价 95 美元/桶，2012 年 105 美元/桶。我们认为一体化公司在此期间能维持 20 美元/桶以上的下游综合毛利，该利润水平已经接近西方市场化国家。如果投资者逐步认可中国的定价改革，一体化公司，特别是以下游为主的企业，将通过盈利持续增长，获得估值修复的机会。

图表 5: 全球不同国家汽油零售价格组成



资料来源：彭博资讯、CEIC，行业新闻、中金公司研究部

图表 6: 全球不同国家柴油零售价格组成



资料来源：彭博资讯、CEIC，行业新闻、中金公司研究部

图表 7: 不同炼油和销售毛利水平下，石油公司的盈利变化情况

	下游炼油和销售毛利 (美元/桶)	2011E 原油均价, 美元/桶			2012E 原油均价, 美元/桶		
		85	95 (基准)	105	95	105 (基准)	115
中石油	EPS (Rmb)	10	0.55	0.66	0.76	0.74	0.82
		20 (基准)	0.68	0.78	0.89	0.87	0.95
		30	0.80	0.91	1.02	1.00	1.08
EPS Chg (%)	10	-29%	-16%	-2%	-22%	-14%	-4%
	20 (基准)	-13%	0%	14%	-8%	0%	10%
	30	3%	16%	30%	6%	14%	24%
	下游炼油和销售毛利 (美元/桶)	2011E 原油均价, 美元/桶			2012E 原油均价, 美元/桶		
		85	95 (基准)	105	95	105 (基准)	115
中石化集团	EPS (Rmb)	10	0.49	0.56	0.60	0.57	0.62
		20 (基准)	0.90	0.98	1.02	1.02	1.08
		30	1.32	1.40	1.44	1.48	1.54
EPS Chg (%)	10	-51%	-42%	-39%	-47%	-42%	-39%
	20 (基准)	-8%	0%	4%	-5%	0%	3%
	30	34%	42%	46%	37%	42%	46%

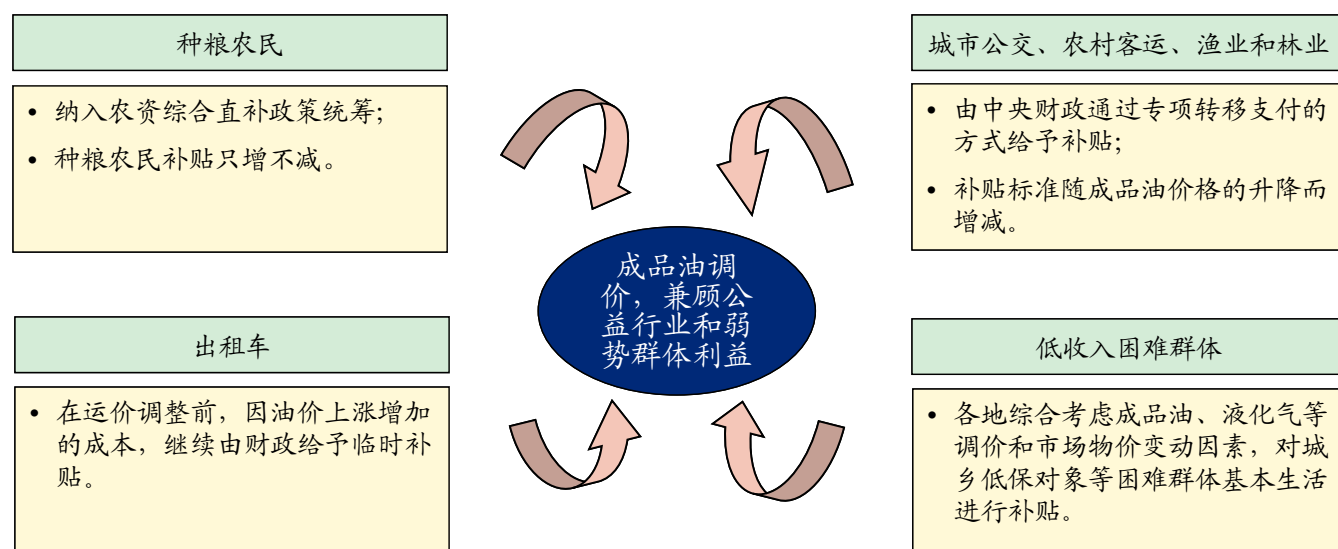
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 8: 在不同炼油和销售毛利水平下，石油公司分板块盈利情况(基准情形)

板块盈利构成	基准油价95美元/桶下， 2011年下游毛利		基准油价105美元/桶下， 2012年下游毛利	
	20美元/桶	30美元/桶	20美元/桶	30美元/桶
中石油				
勘探与生产	82%	69%	83%	74%
下游炼油、销售和化工	13%	27%	12%	22%
天然气与管道	5%	4%	5%	4%
小计	100%	100%	100%	100%
中石化集团				
勘探与生产	53%	38%	55%	40%
下游炼油、销售和化工	47%	62%	45%	60%
小计	100%	100%	100%	100%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 9: 成品油定价机制改革，兼顾了公益性行业和弱势群体的利益



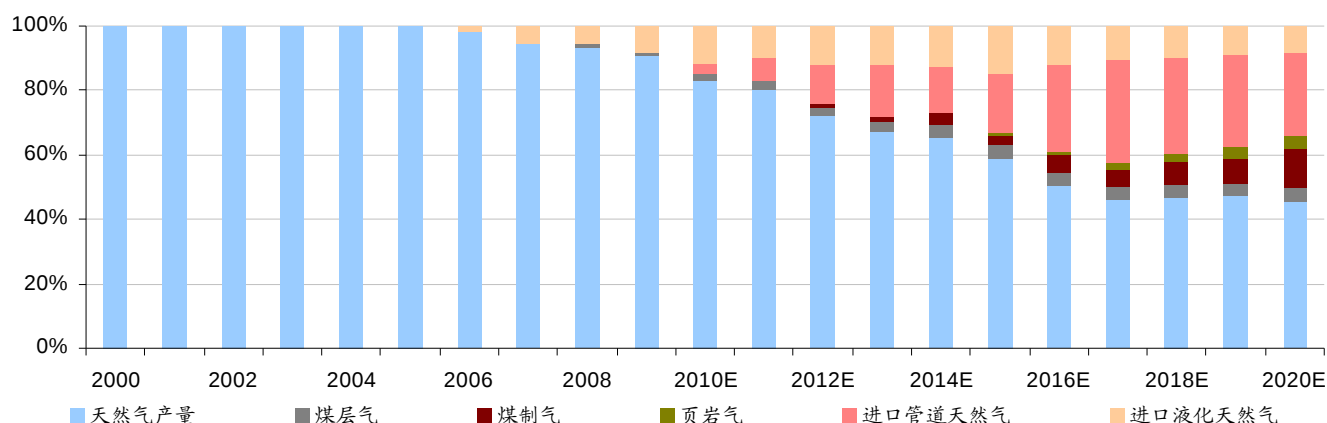
资料来源：行业新闻、中金公司研究部

井口气价可能继续上调

为弥补进口天然气亏损，井口气价可能上调

虽然我们认为在新的一年里民用天然气价格上升空间有限，但井口气仍可能被进一步上推。工业消费者可能将面临气价上涨压力。同时，如果上游企业为弥补过高的进口成本，坚持把涨价传导至城市门站，部分城市管网公司可能也不得不分担部分的转嫁压力。在成品油和井口气价上涨预期下，我们看好以 LNG 业务为主的燃气企业，LNG 的直接销售，不受政府管道气定价约束，其长期趋势是向成品油价格靠拢。

图表 10: 高价管道天然气和液化天然气占我国天然气供应的比重



资料来源: CEIC、行业新闻、发改委、公司数据、中金公司研究部

图表 11: 中国成品油和天然气比价关系

城市	成品油零售限价(元/升)		天然气最高消费价(元/立方米)			理论热值比价关系 ¹		
	93#汽油	0#柴油	车用CNG	工业用气	居民用气	CNG/93#汽油	工业气/成品油	居民气/成品油
北京	7.17	7.14	3.00	2.35	2.05	0.37	0.32	0.28
上海	7.11	7.03	4.20	4.19	2.50	0.52	0.58	0.34
天津	6.83	6.68	3.95	3.15	2.40	0.50	0.45	0.35
南京	6.77	6.65	4.30	2.95	2.20	0.55	0.43	0.32
武汉	6.80	6.70	4.50	3.00	2.53	0.58	0.43	0.36
海口	7.83	6.79	4.50	3.73	2.60	0.50	0.51	0.35
呼和浩特	6.75	6.62	3.56	n.m.	1.57	0.46	n.m.	0.23
郑州	6.83	6.72	3.60	2.86	2.20	0.46	0.41	0.32
济南	6.82	6.68	4.22	3.61	2.40	0.54	0.52	0.35
太原	6.80	6.75	3.60	2.75	2.10	0.46	0.39	0.30
成都	6.88	6.78	4.00	2.20	1.89	0.51	0.31	0.27
乌鲁木齐	6.65	6.46	2.50	n.m.	1.37	0.33	n.m.	0.20

资料来源: 发改委、中金公司研究部 注: 成品油价格是汽柴油按照 1: 2 比例的综合零售价格

税改可能是长期趋势

资源税改革全国推广和石油特别收益金上调可能是 2011 年行业税改主旋律

2010 年 6 月初，原油和天然气资源税从价计征开始在新疆试点，税率 5%，开启了资源税改革的步伐；2010 年 12 月初，资源税改革已经推广到西部十二省；在 2011 年，政府可能将资源税改革推高到全国范围，包括海上，以促进能源节约和增加地方政府财政收入。

我们认为国家可能在 2011 年调整石油特别收益金起征点，目前很多东部老油田完全生产成本已经超过 40 美元/桶，对于这些油田，石油特别收益金起征点定在 40 美元/桶已经缺乏合理性。我们认为起征点最终会上调，将最终抵消资源税的负面影响。

图表 12：中国内陆和近海石油公司税收情况一览

中国内陆		
税种	税率	计税基础
增值税	13%或17%	应纳税增值额，液化石油气、天然气及部分农业用产品税率13%
营业税	3%	输油输气劳务收入
消费税	从量计征	无铅汽油、石脑油、溶剂油、润滑油1元/升，柴油、燃料油0.8元/升
城市维护建设税	1%, 5%或7%	实际缴纳的增值税、营业税和消费税
企业所得税	15%-25%	应纳税所得额
进口关税	到岸价	汽油5%，柴油和航空煤油6%
石油特别收益金	20%-40%	销售国产原油价格超过一定水平的销售收入
矿区使用费(*)	油气产量	原油0%-12.5%，天然气0%-3%
资源税	从量计征/从价试点	原油每吨14-30元，天然气每千立方米7-15元 / 5%从价税率
矿产资源补偿费	1%	石油、天然气的销售收入
探矿权使用费	面积	每年100-500元/平方公里
采矿权使用费	面积	每年1000元/平方公里
中国近海		
税种	税率	计税基础
产量税	5%	自营及按石油产品分成合同的产量
营业税	3%或5%	其他收入
消费税	从量计征	无铅汽油、石脑油、溶剂油、润滑油1元/升，柴油、燃料油0.8元/升
城市维护建设税	1%, 5%或7%	实际缴纳的增值税、营业税和消费税
企业所得税	25%	应纳税所得额
出口关税	5%	原油出口
石油特别收益金	20%-40%	销售国产原油价格超过一定水平的销售收入
矿区使用费(*)	油气产量	原油0%-12.5%，天然气0%-3%
n.a.	n.a.	n.a.
n.a.	n.a.	n.a.
探矿权使用费	面积	每年100-500元/平方公里
采矿权使用费	面积	每年1000元/平方公里

资料来源：公司数据、中金公司研究部

风险和不确定性

中国的石油需求

我们相信，政府定价机制给出的成品油最高限价将不断探测全社会中、上阶层必须驾车人群的消费承受极限。在公交和电信更加便捷和普及的趋势下，这一探测过程也可能引导部分中等消费阶层人群减少自驾，转向公交；或足不出户，通过网络视频完成各种沟通需求。部分中等消费阶层人群还可能转而选择新能源汽车(这里包括天然气汽车)来降低出行成本。因此，整个“十二五”期间，中国石油消费，来自非补贴受益群体的增长，将可能有所放缓。

在推高成品油最高限价和加大补贴两大政策的共同作用下，我们看到了似乎以“贫富”来区分能源价格的“双轨制”或“多轨制”影子，而且这个“影子”大体上显示出社会分配的公平性。但由于部分消费群体仍受到补贴，他们的消费增长仍可能难以抑制。所以，两大政策可能只遏制了中国部分的消费增长而不是全部。虽然未来五到十年间中国的消费增长速度将低于过去十年，但具体下降的程度似乎变得更难预测。

需求对行业盈利增长的直接影响从两方面体现，一是销量，二是实现销售价格。中国的汽油零售在过去一两年里始终出现了折扣现象，在很多地区，最高限价上调和实现销售价格的上涨并不一致。实现销售价格折扣的未来走势也有相当的不确定性。但令我们欣喜的是，折扣的出现清楚地表明，中国国内油品定价的市场化程度正在不断加深和逐步到位。政府的“最高限价”也同时越来越真正成为高高在上的“屋顶价”，不再是市场实际交易的“指导价”。

“十二五”宏观经济和行业规划目标的实现

能源行业目前的发展态势和政府“十二五”规划草案的能源结构调整目标可能存在较大的差异。其中，主要矛盾集中在如何压制煤炭产能发展、提升水利发电产能，防止风电建设和投资过热，已及如何培育天然气新增消费等方面。由于地方政府和能源行业各板块的“十二五”规划设想同中央目标存在相当的差异，我们预计最终“十二五”规划数字仍存在不确定性。但相对其他能源领域，油气板块由于行业集中度高、国有化程度深、国内自给率低等特点，规划及政策变数可能相对较小。

能源领域中反映出的行业、地方，和中央在“十二五”规划目标上的差异，可能也在其他行业有所体现。我们注意到，目前在地方或行业层面的规划，普遍存在比中央更为激进的增长“冲动”。如果中央政府最终默认这种可能大幅度超出市场预期增长趋势，股市势必被大幅提振。相反，如果中央政府试图压低或下调过于“激进”的地方或行业规划，目前股市则可能已经过高地估计了“十二五”的增长空间，大市走向则可能存在相当大的不确定性。

国际油价

我们认为，“十二五”期间中国一体化石油公司的盈利同国际原油价格的相关性关系，可能发生根本性变化。前几年，由于政府限制成品油价格，以下游业务为主的一体化企业，其盈利趋势同国际原油价格走势呈反向关系。但未来几年，反向关系可能转变为正相关关系。

目前，市场普遍认可国际原油价格“必涨”的主流观点，也成为我们看好中国一体化公司的理由之一。但我们认为，全球需求的不确定性仍然可能令国际油价大幅下跌。中资石油企业的盈利和国际油价趋势都存在不确定性，都并非“必涨无疑”。

其他风险因素包括：产能过剩和成本上升的压力

下游产能过剩可能加剧，而煤化工的兴起对石化行业的恢复也可能带来冲击。另外，成本方面，除了中国国内各类成本大幅上升的压力外，国际化也在进一步推高海外经营成本，特别是劳务成本。

油气公司股票投资策略

继续看好中海油，中下游一体化公司涨幅可能更大

我们上调 2011 年原油平均价格 5 美元/桶至 95 美元/桶，预计 2012 年原油平均价格为 105 美元/桶。我们提高中海油目标价至 24.2 港币（对应 14x 2011 和 12x 2012 P/E），并维持推荐评级，较目前股价升值空间可能超过 20%。基于下游毛利的提升、天然气价格上调预期，和原油价格的上涨，我们预测 2012 年中石油每股盈利可能达 0.95 元，同比增长 22%。我们调高中石油港股评级从“中性”至“审慎推荐”，目标价港币 12.0（对应 2012 年 10x P/E），年回报含息可望达 15%。

图表 13: 基准、乐观和悲观情形下，石油公司盈利变化情况

		2011E, 不同假设下盈利预测			2012E, 不同假设下盈利预测		
		乐观	基准	悲观	乐观	基准	悲观
EPS (Rmb)	中石油	1.09	0.78	0.51	1.28	0.95	0.59
	中石化集团	1.46	0.98	0.49	1.60	1.08	0.53
	中海油	1.69	1.45	1.20	1.89	1.64	1.32
EPS Chg (%)	中石油	39%	0%	-35%	35%	0%	-38%
	中石化集团	48%	0%	-50%	48%	0%	-51%
	中海油	17%	0%	-17%	15%	0%	-20%

		2011E假设			2012E假设		
		乐观	基准	悲观	乐观	基准	悲观
原油平均价格	美元/桶	105	95	85	115	105	95
下游批发和零售毛利	美元/桶	30	20	10	30	20	10
特别收益金起征点上调	美元/桶	年中上调15	年中上调10	不上调	年中上调15	年中上调10	不上调
资源税从价计征推广范围	n.a.	西部12省	年中全国	年中全国	西部12省	年中全国	年中全国
天然气调价时间	n.a.	年中	年末	推迟	年中	年末	推迟

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 14: 中海油盈利预测调整

		2010E			2011E		
		新	旧	变化	新	旧	变化
每股收益	人民币	1.25	1.25	0%	1.45	1.37	6%
市场平均预测	人民币	1.14			1.28		
中金相对市场		10%			13%		

资料来源: 公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

图表 15: 中石油盈利预测调整

		2010E			2011E		
		新	旧	%变化	新	旧	%变化
每股收益	人民币	0.72	0.68	5.9%	0.78	0.80	-2.5%
市场平均预测	人民币	0.78			0.88		
中金相对市场		-8%			-11%		

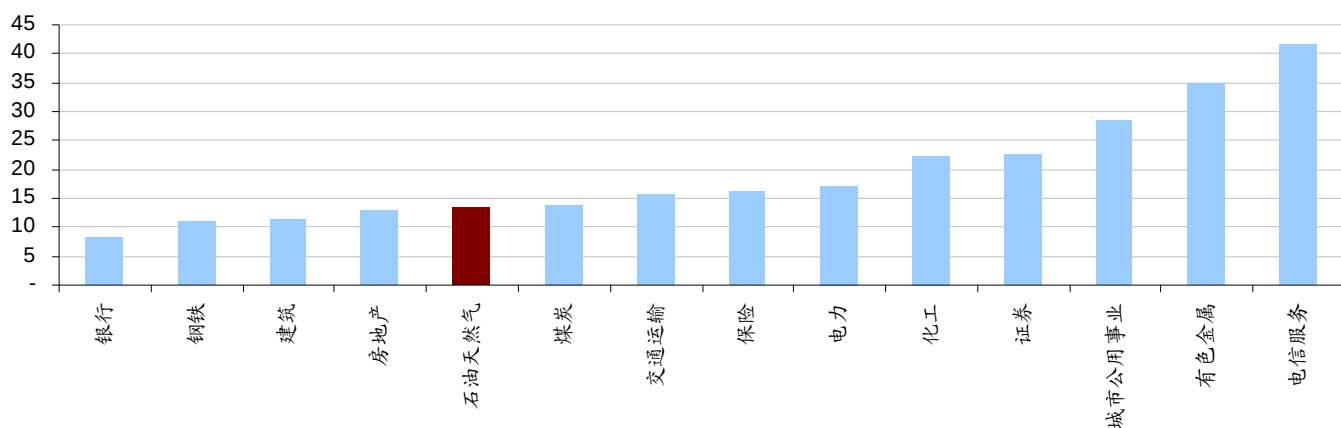
资料来源: 公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

图表 16: 石油天然气与其他行业历史表现

港股公司/行业涨跌幅, %	中石油	中石化	中海油	HSI指数	石油天然气	煤炭	化工	钢铁	电力	银行	保险	证券	房地产	通信
一周以来	1%	-1%	3%	0%	1%	4%	3%	5%	0%	2%	1%	4%	9%	0%
一月以来	4%	4%	4%	2%	2%	8%	0%	4%	-1%	-1%	-3%	-2%	6%	-1%
一季以来	4%	3%	19%	1%	13%	2%	7%	-4%	-14%	0%	2%	-2%	8%	-5%
半年以来	20%	26%	52%	16%	31%	25%	33%	18%	-13%	6%	4%	0%	11%	0%
一年以来	6%	16%	49%	6%	24%	-13%	1%	-23%	-13%	-1%	-3%	-9%	-4%	7%
三年以来	-17%	-21%	48%	-12%	-3%	-28%	-37%	-39%	-50%	7%	-4%	-36%	-20%	-40%
A股公司/行业涨跌幅, %	中石油	中石化	上证综指	石油天然气	煤炭	化工	钢铁	电力	银行	保险	证券	房地产	通信	
一周以来	0%	3%	-1%	-1%	0%	1%	2%	1%	3%	-4%	2%	6%	1%	
一月以来	-6%	0%	-4%	-3%	4%	0%	0%	-3%	0%	-11%	-7%	3%	3%	
一季以来	2%	-6%	-2%	10%	18%	7%	0%	-3%	-1%	-3%	5%	5%	4%	
半年以来	10%	4%	14%	17%	48%	39%	15%	5%	-3%	7%	6%	14%	3%	
一年以来	-19%	-36%	-14%	-21%	-9%	4%	-26%	-13%	-25%	-5%	-40%	-15%	-22%	
三年以来	-61%	-62%	-49%	-58%	-20%	-22%	-61%	-46%	-51%	-50%	-58%	-41%	-53%	

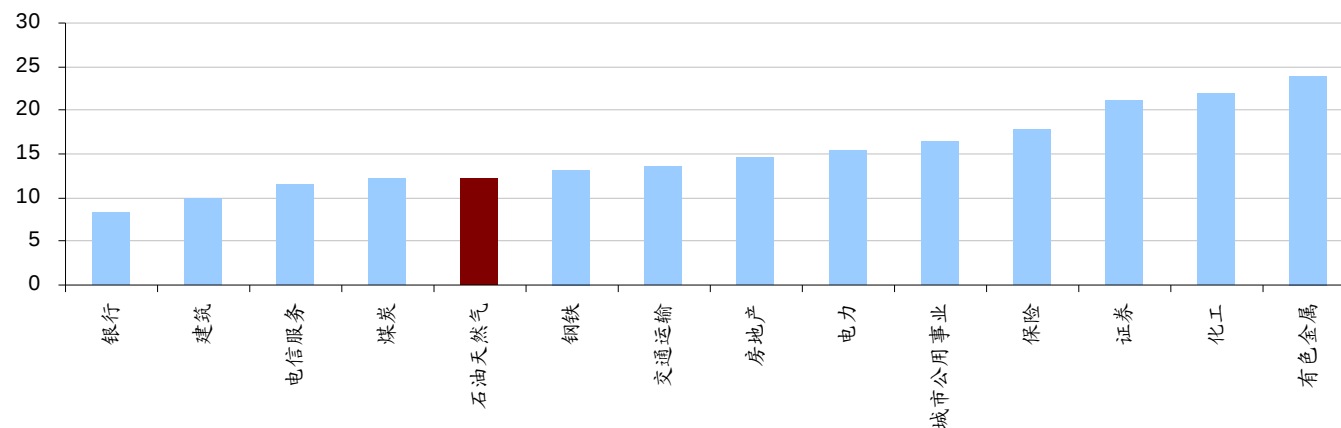
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 17: A 股不同行业 2011 年市盈率水平



资料来源: 中金公司研究部

图表 18: 港股不同行业 2011 年市盈率水平



资料来源: 中金公司研究部

中石油 (601857.CH / 857.HK)：港股从“中性”调至“审慎推荐”

中石油主要财务信息

A股(十亿元, IFRS)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,072.6	1,019.3	1,206.2	1,372.8	1,500.5
同比变化	28.2%	-5.0%	18.3%	13.8%	9.3%
经营利润	159.6	143.4	195.6	210.8	256.1
同比变化	-20.5%	-10.1%	36.4%	7.7%	21.5%
净利润	114.2	103.4	131.5	141.9	173.5
同比变化	-22.2%	-9.5%	27.2%	7.9%	22.3%
摊薄每股盈利(元)	0.62	0.56	0.72	0.78	0.95
同比变化	-22.2%	-9.5%	27.2%	7.9%	22.3%
每股股息(元)	0.28	0.25	0.32	0.35	0.43
股息收益率	2.5%	2.3%	2.9%	3.1%	3.8%
市盈率(倍)	18.0	19.9	15.6	14.5	11.9
市净率(倍)	2.6	2.4	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA (x)	9.1	9.8	7.8	7.2	6.1
净资产收益率	14%	12%	14%	14%	16%
投入资本回报率	14%	11%	14%	14%	16%

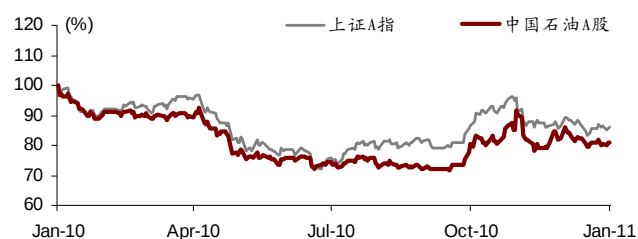
资料来源：公司数据、中金公司研究部

中石油股票信息

港股(港币)		A股(人民币)
857 HK	彭博代码	601857 CH
10.52	目前股价	11.24
12.00	目标价格	-
28,203	流通市值(百万美元)	6,328
120	日成交量(百万股)	20
10.58 / 7.86	52周最高价/最低价	14.42 / 9.93
21,099	总股份数(百万)	161,922
20,843	流通股数(百万)	3,718
	控股股东	中国石油天然气集团公司(86.20%)

资料来源：公司数据、中金公司研究部

中石油最近估值走势



资料来源：公司数据、中金公司研究部

投资建议：受益于下游复苏

中长期 (1~2 年) 投资主题

正面：

- 海外石油天然气储备/产能增长潜力
- 通过加大勘探支出、改进开采技术来提升国内油田潜力
- 扩大成品油零售市场份额和商业存储能力
- 迅速增加天然气储备和产量占比
- 开拓压缩天然气、液化天然气和城市天然气业务
- 准备开发煤层气、页岩气等非传统资源

负面：

- 进口中亚管道天然气亏损
- 国内开采条件日益恶劣
- 成本上升压力持续

短期 (3~6 个月) 催化剂

- 天然气井口价上调
- 成品油新定价机制微调
- 特别收益金起征点上调
- 资源税从价计征全国推广

股价敏感因素：

- 原油价格
- 发改委调整国内成品油价格
- 有关天然气价格改革、税改和收购的新闻
- 财务、经营数据

估值：

中石油港股 2011 年和 2012 年的市盈率分别为 11 倍和 9 倍，上调港股评级至“审慎推荐”，目标价上调至 12 港币；中石油 A 股 2011 年和 2012 年的市盈率分别为 15 倍和 12 倍，维持“中性”评级。

风险：

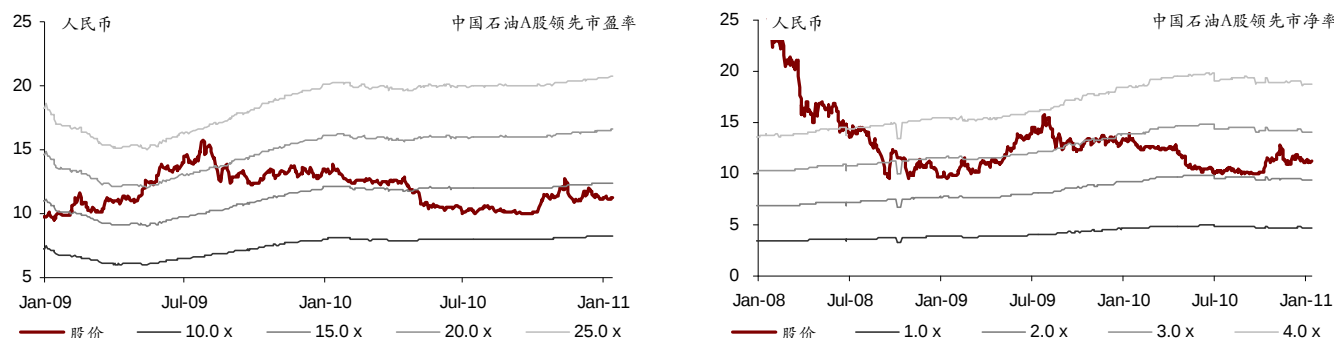
石油天然气价格波动、碳税、成本飙升及回报率降低、经营风险、不可预测的异常天气。

图表 19: 中石油历史和预测的财务和经营数据

(十亿元)	FY08	FY09	FY10E	FY11E	FY12E		FY08	FY09	FY10E	FY11E	FY12E
利润表						主要假设					
营业额	2,030.0	1,754.0	2,121.7	2,430.3	2,661.0	货币(美元/人民币)	7.07	6.83	6.77	6.45	6.29
分部间销售	(957.4)	(734.7)	(915.5)	(1,057.6)	(1,160.5)	(港币/人民币)	0.88	0.88	0.87	0.83	0.81
外部营业额	1,071.1	1,019.3	1,206.2	1,372.8	1,500.5	勘探与开发					
经营费用	(911.8)	(875.8)	(1,010.6)	(1,162.0)	(1,244.4)	价格和成本					
经营成本	(562.1)	(1,314.0)	(1,480.0)	(1,692.8)	(1,861.4)	WTI(美元/桶)	99.5	58.9	79.5	95.0	105.0
折旧、耗减及摊销	(94.6)	(92.3)	(100.5)	(110.3)	(120.5)	价差(美元/桶)	-12.0	-5.0	-4.7	-5.6	-6.5
其他成本	(79.9)	(181.3)	(286.3)	(338.6)	(345.1)	原油实现价格(美元/桶)	87.6	53.9	74.8	89.4	98.5
石油特别收益金	(94.0)	(23.0)	(59.3)	(77.9)	(77.9)	天然气价格(美元/千立方英尺)	3.3	3.4	3.6	3.9	4.3
分部间成本	957.4	734.7	915.5	1,057.6	1,160.5	油气操作成本(美元/桶油当量)	9.5	9.1	9.7	10.6	11.7
经营利润	159.3	143.4	195.6	210.8	256.1	油气主要成本(美元/桶油当量)	46.2	36.8	45.8	51.6	53.2
融资成本	(1.8)	(4.6)	(5.6)	(5.6)	(5.0)	产量(百万桶油当量)					
应占联营公司的损益	4.3	1.2	1.2	1.2	1.2	原油	870.7	843.5	853.7	879.3	905.7
除税前利润	161.7	140.0	191.2	206.3	252.3	天然气	310.7	352.0	375.7	447.4	492.1
所得税	(35.2)	(33.5)	(45.9)	(49.5)	(60.5)	总量	1,181.4	1,195.5	1,229.4	1,326.7	1,397.8
实际税率	22%	24%	24%	24%	24%	同比增长	5.7%	1.2%	2.8%	7.9%	5.4%
除税后利润	126.5	106.6	145.3	156.8	191.7	炼油与化工					
少数股东权益	(12.3)	(3.2)	(13.8)	(14.9)	(18.2)	现金加工成本(美元/桶)	2.5	2.6	2.8	2.8	2.9
净利润	114.2	103.4	131.5	141.9	173.5	原油加工量(百万桶)	849.8	828.6	901.5	937.5	975.0
流通股本(十亿股)	183.0	183.0	183.0	183.0	183.0	汽、柴、煤油产量(百万吨)	74.0	73.2	79.5	82.7	86.0
每股盈利						乙烯产量(千吨)	2,676	2,989	3,736	4,297	4,726
元/股	0.62	0.56	0.72	0.78	0.95	销售					
港币/股	0.71	0.64	0.82	0.94	1.17	销售量(百万吨)	90.3	101.3	104.8	109.0	113.3
每股股利						汽油	29.4	30.8	32.1	33.4	34.7
元/股	0.28	0.25	0.32	0.35	0.43	柴油	56.1	64.7	68.2	71.0	73.8
港币/股	0.32	0.29	0.37	0.42	0.53	煤油	4.8	5.8	4.4	4.6	4.8
资产负债表											
流动资产合计	224.9	294.4	303.1	314.0	344.7						
非流动资产合计	971.3	1,155.9	1,214.1	1,321.8	1,422.7						
总资产	1,196.2	1,450.3	1,517.2	1,635.8	1,767.4						
流动负债合计	265.7	388.6	438.0	476.7	494.8						
非流动负债合计	82.7	154.0	128.5	110.9	96.5						
股东权益	790.9	847.2	876.4	959.1	1,068.7						
少数股东权益	56.9	60.5	74.3	89.2	107.4						
负债及股东权益总计	1,196.2	1,450.3	1,517.2	1,635.8	1,767.4						
现金流量表											
经营活动	172.5	262.0	246.7	300.7	328.9						
投资活动	(211.8)	(261.5)	(224.3)	(228.6)	(233.1)						
筹资活动	3.8	53.1	(46.4)	(76.8)	(83.5)						
汇兑损益调整	(0.1)	0.2	0.0	0.0	0.0						
现金净增加(减少)额	(35.7)	53.8	(24.0)	(4.7)	12.2						
主要财务比率											
经营利润率	15%	14%	16%	15%	17%						
净利率	11%	10%	11%	10%	12%						
总资产收益率	14%	11%	13%	13%	15%						
净资产收益率	14%	12%	14%	14%	16%						
投入资本回报率	14%	11%	14%	14%	16%						
净债务资本比率	11%	16%	18%	15%	11%						
利息保障倍数	86.2	31.2	28.6	32.0	42.3						
盈利现金保障倍数	1.5	2.5	1.9	2.1	1.9						

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 20: 中石油领先市盈率和市净率



资料来源：公司数据、中金公司研究部 (注：基于市场一致预期盈利)

中海油 (883.HK): 重申“推荐”评级

中海油主要财务信息

(十亿元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	126.0	105.2	170.6	215.0	242.6
同比变化	38.9%	-16.5%	62.2%	26.0%	12.9%
经营利润	53.9	40.3	74.1	88.7	100.1
同比变化	30.7%	-25.1%	83.9%	19.6%	12.8%
净利润	44.4	29.5	55.8	64.7	73.3
同比变化	42.0%	-33.6%	89.2%	16.0%	13.3%
每股盈利(港币)	1.13	0.75	1.43	1.75	2.03
同比变化	51.7%	-33.8%	91.4%	22.0%	16.1%
每股股息(港币)	0.40	0.39	0.44	0.53	0.61
股息收益率	2.1%	2.0%	2.3%	2.7%	3.2%
市盈率(倍)	17.1	25.8	13.5	11.1	9.5
市净率(倍)	4.7	4.4	3.3	2.4	1.9
EV/EBITDA (倍)	10.8	12.2	7.4	6.2	5.4
净资产收益率	30%	18%	28%	25%	22%
投入资本回报率	33%	21%	35%	35%	36%

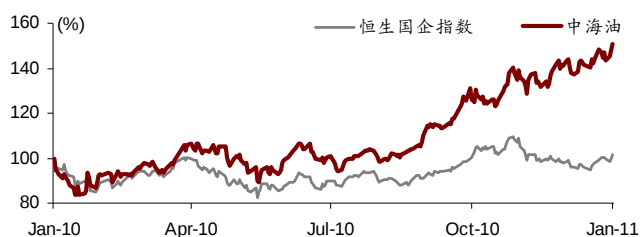
资料来源: 公司数据、中金公司研究部

中海油股票信息

	港股(港币)
彭博代码	883 HK
目前股价	19.34
目标价格	24.20
总市值(百万美元)	111,119
日成交量(百万股)	55
52周最高价/最低价	19.6 / 10.78
总股份数(百万)	44,669
流通股数(百万)	15,896
控股股东	中国海洋石油总公司(64.41%)

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

中海油最近估值走势



资料来源: 公司数据、中金公司研究部

投资建议: 行业首选 — 储量/产量增长潜力最佳、运营效率具有国际竞争力

中长期 (1~2 年) 投资主题:

- 产量增长潜力
- 通过勘探收购储量替代率可望保持 100 %
- 深水业务展开
- 海外资产收购可能提升公司整体储量/产量

短期 (3~6 个月) 催化剂:

- 管理层最新产量增长指引出台
- 2010 储量接替情况
- 2011 年成本趋势
- 特别收益金起征点上调
- 天然气井口价上调
- 资源税从价计征推广到海上

股价敏感因素:

- 原油价格
- 发现新油田、战略收购等新闻
- 财务、经营规划和执行结果

估值与建议:

我们上调中海油 2011 年每股盈利至 1.75 港币, 并上调目标价至 24.2 港币, 较目前股价升值空间可能超过 20%, 重申“推荐”评级。

风险:

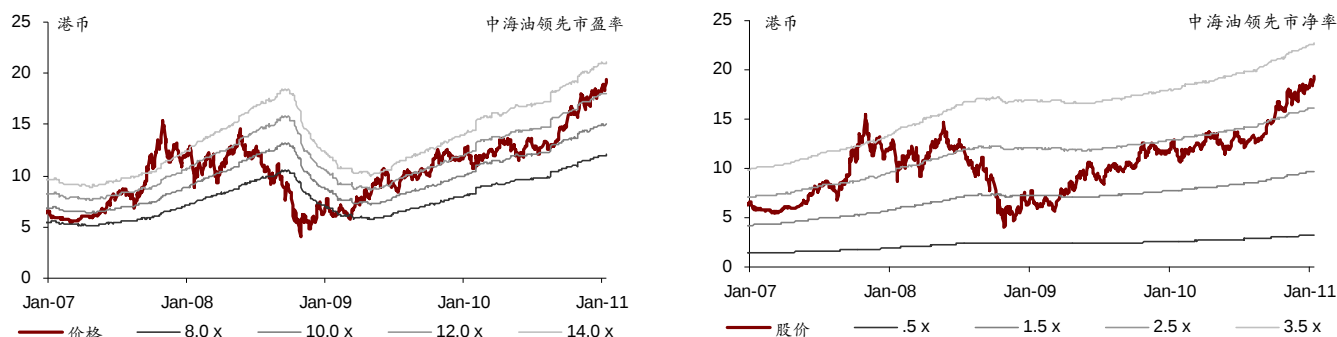
原油价格波动, 资本开支削减和钻井项目拖延, 成本飙升, 现有油田产量下滑, 经营风险, 天气异常

图表 21：中海油历史和预测的财务和经营数据

(十亿元)	FY08	FY09	FY10E	FY11E	FY12E	主要假设	FY08	FY09	FY10E	FY11E	FY12E
合并利润表						货币(美元/人民币)	6.94	6.83	6.77	6.45	6.29
营业收入	126.0	105.2	170.6	215.0	242.6	(港币/人民币)	0.88	0.88	0.87	0.83	0.81
费用	(72.1)	(64.9)	(96.5)	(126.3)	(142.6)	WTI(美元/桶)	99.53	61.85	79.49	95.00	105.00
作业费用	(10.0)	(12.5)	(15.2)	(19.0)	(21.2)	价差(美元/桶)	(10.14)	(1.24)	(1.69)	(2.35)	(3.09)
勘探费用	(3.4)	(3.2)	(4.9)	(9.3)	(9.9)	原油实现价格(美元/桶)	89.39	60.61	77.80	92.65	101.91
折旧、折耗及摊销	(10.1)	(15.9)	(24.3)	(33.5)	(42.2)	天然气价格(美元/千立方英尺)	3.83	4.01	4.21	4.42	4.86
销售及管理费用	(1.7)	(2.3)	(3.1)	(4.3)	(5.3)	油气操作成本(美元/桶油当量)	7.41	8.03	6.89	7.96	8.56
产量税	(4.9)	(3.6)	(6.9)	(8.9)	(10.1)	油气主要成本(美元/桶油当量)	19.78	22.08	23.09	28.36	-3.97
石油特别收益金	(16.2)	(6.4)	(18.5)	(24.2)	(24.2)	原油(百万桶)	154.48	186.04	259.42	294.49	310.13
原油及油品采购成本	(22.7)	(20.5)	(21.5)	(24.5)	(26.4)	天然气(百万桶油当量)	37.89	39.75	67.01	76.67	84.34
其他	(3.1)	(0.5)	(2.0)	(2.7)	(3.2)	油气总产量(百万桶油当量)	192.36	225.79	326.44	371.16	394.46
经营利润	53.9	40.3	74.1	88.7	100.1	同比增长	13.3%	17.4%	44.6%	13.7%	6.3%
财务成本净额	3.2	0.2	0.2	0.7	1.3						
投资收益/(损失)	0.5	0.2	0.4	0.4	0.4						
联营公司利润/(亏损)	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1						
其他利润/(亏损)	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	0.0						
除税前利润	57.9	40.8	74.9	89.9	101.9						
所得税费用	(13.5)	(11.3)	(19.1)	(25.2)	(28.5)						
净利润	44.4	29.5	55.8	64.7	73.3						
每股盈利(人民币)	0.99	0.66	1.25	1.45	1.64						
每股盈利(港币)	1.13	0.75	1.43	1.75	2.03						
每股股利(人民币)	0.35	0.35	0.37	0.43	0.49						
每股股利(港币)	0.40	0.39	0.44	0.53	0.61						
合并资产负债表											
流动资产	63.8	70.9	108.4	157.8	212.0						
非流动资产	142.9	171.4	205.9	238.8	269.9						
总资产	206.7	242.3	314.4	396.7	481.9						
流动负债	18.8	31.0	46.4	62.9	73.8						
长期负债	27.6	37.3	38.3	39.3	40.3						
股东权益	160.2	173.9	229.7	294.4	367.8						
负债及所有者权益	206.7	242.3	314.4	396.7	481.9						
合并现金流量表											
经营活动	55.7	52.9	88.2	99.8	110.1						
投资活动	(49.0)	(40.5)	(53.7)	(55.8)	(58.0)						
筹资活动	(10.1)	(9.4)	(0.1)	0.0	0.0						
现金的净变动	(3.4)	2.9	34.5	44.0	52.1						
外币折算差额	(0.2)	(0.1)	0.0	0.0	0.0						
现金年初余额	23.4	19.8	22.6	57.1	101.1						
现金年末余额	19.8	22.6	57.1	101.1	153.2						
主要财务比率											
经营利润率	43%	38%	43%	41%	41%						
净利率	35%	28%	33%	30%	30%						
净债务资本比率	-17%	-14%	-26%	-35%	-42%						
总资产收益率	28%	18%	27%	25%	23%						
净资产收益率	30%	18%	28%	25%	22%						
投入资本回报率	33%	21%	35%	35%	36%						
利息保障倍数	17	256	299	132	78						
盈利现金保障倍数	1.26	1.79	1.58	1.54	1.50						

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 22：中海油领先市盈率和市净率



资料来源：公司数据、中金公司研究部 (注：基于市场一致预期盈利)

图表 23: 一体化可比公司估值

国际大公司	彭博代码	货币	2011-1-12		一年內股价		市值 (十亿美元)	股价变化(%)		日均交易量(百万股)		市盈率(倍)		市净率(倍)		EV/EBITDA (x)		市净率		收益率(09A)																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																						
			最高	最低	周	季		年	周	季	年	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部 注: *使用中金公司盈利预测, 其他使用市场一致预期盈利预测

图表 24: 上游可比公司估值

	彭博代码	货币	股价	一年内股价		市值 (十亿美元)	股价变化(%)		日均交易量(百万股)		市盈率(倍)		市净率(倍)		EV/EBITDA (x)		市净率	收益率(09A)	股息	股权					
			2011-1-12	最高	最低		周	季	年	周	季	年	09A	10E	11E	09A					10E	11E	09A	10E	11E
大中市值公司																									
Anadarko Petroleum	APC US	美元	77.52	79.0	34.5	38.4	1.9	33.0	20.9	3.6	4.4	6.8	n.a.	44.4	36.1	9.5	7.2	6.5	13.5	7.3	6.5	1.9	0.5%	-0.7%	
Apache Corp	APA US	美元	125.13	126.6	81.9	48.8	2.7	23.2	18.8	2.2	2.7	3.8	n.a.	13.6	11.4	9.9	6.1	5.3	9.5	6.3	4.9	2.2	0.5%	-1.8%	
Devon Energy	DVN US	美元	80.86	80.9	56.6	34.9	3.4	21.0	9.0	2.6	3.2	4.0	n.a.	13.4	13.5	7.5	6.6	6.5	8.4	6.1	6.2	2.4	0.8%	-15.2%	
EOG Resources	EOG US	美元	96.73	115.0	85.4	24.6	5.0	-2.2	1.4	2.4	2.3	2.7	44.0	87.5	30.1	8.2	8.7	6.3	10.0	9.0	6.0	1.9	0.6%	5.8%	
Encaena Corp	ECA CN	加元	28.7	36.7	27.7	21.4	-2.1	-6.6	-19.3	4.3	3.7	3.8	11.7	27.8	43.4	2.8	4.8	5.4	4.6	5.0	6.0	1.2	4.8%	9.4%	
Canadian Natural Resources	CNQ CN	加元	42.5	45.0	32.0	46.9	-3.7	12.0	15.5	8.3	3.4	3.6	29.1	17.5	14.9	7.9	7.4	6.6	8.3	7.3	5.3	2.2	0.5%	3.8%	
Talisman Energy Inc.	TLM CN	加元	22.9	22.9	15.7	23.7	2.8	25.2	19.6	4.5	4.0	5.0	53.3	36.2	21.5	6.5	7.5	5.6	9.1	5.9	4.7	2.0	1.0%	8.9%	
BG Group PLC	BGI/LN	英镑	13.30	13.5	9.7	70.3	-0.2	16.2	7.6	4.4	5.5	7.0	13.2	11.2	10.3	8.0	6.7	6.3	9.1	8.6	7.5	1.8	1.5%	16.1%	
Statoil ASA	STL NO	挪威克朗	143	149.2	116.8	76.4	2.4	13.2	-2.7	9.8	10.7	10.0	24.8	10.6	9.0	6.2	4.9	4.3	2.9	2.7	2.3	2.2	4.2%	8.9%	
小市值公司																									
Chesapeake Energy Corp	CHK US	美元	27.34	28.4	19.6	17.9	4.3	14.5	-0.9	10.6	13.2	13.5	n.a.	9.3	10.3	3.8	4.3	4.1	7.1	6.4	6.0	1.5	1.1%	-42.6%	
Noble Energy	NBL US	美元	82.8	89.0	56.2	14.5	-1.9	7.7	8.8	1.5	1.5	1.8	n.a.	20.4	18.1	9.5	8.0	7.2	8.8	7.2	6.3	4.2	0.9%	-2.1%	
Southwestern Energy	SWN US	美元	38.27	50.1	30.6	13.3	1.8	13.9	-21.4	3.9	4.6	5.1	n.a.	22.1	24.0	9.7	8.7	8.3	10.6	9.0	8.7	4.6	0.0%	-1.5%	
Murphy Oil	MUR US	美元	74.33	76.7	48.1	14.3	-0.8	14.4	29.3	2.3	1.5	1.8	16.9	17.0	12.3	7.6	6.0	5.6	6.3	5.2	4.3	1.8	1.3%	12.3%	
Newfield Exploration	NFX US	美元	71.05	73.6	44.8	9.5	-0.3	21.6	45.2	1.6	1.5	1.7	n.a.	15.4	14.4	5.9	6.3	5.9	6.7	7.2	6.3	2.9	0.0%	-18.0%	
Pioneer Natural Resources	PXD US	美元	89.87	90.4	41.9	10.4	2.7	25.1	75.7	1.4	1.1	1.7	n.a.	52.8	30.9	18.9	10.0	7.9	14.0	9.4	8.0	2.6	0.1%	-1.5%	
Ultra Petroleum Corp	UPL US	美元	47.01	53.9	37.1	7.2	-0.3	12.3	-6.5	1.2	1.4	1.8	n.a.	20.8	15.7	12.0	9.5	7.3	12.6	10.4	8.0	6.6	0.0%	-51.9%	
Questar Corp	STR US	美元	17.86	18.3	12.6	3.1	2.3	2.9	27.8	1.6	1.9	2.1	7.9	16.6	15.9	1.9	7.6	7.8	2.7	8.6	8.1	3.2	2.8%	11.4%	
平均值																									
						12.4		21.8	17.7		8.7		7.5		6.8		8.6		7.9		7.0		3.2	0.8%	-11.7%
亚洲公司																									
CNOOCld (*)	883 HK	港币	19.34	19.6	10.8	111.1	4.3	19.5	46.7	48.4	60.6	67.8	25.8	13.5	11.1	14.4	8.5	7.2	12.2	7.4	6.2	4.4	2.0%	17.6%	
PetroChina (*)	857 HK	港币	10.52	10.6	7.9	304.1	2.7	6.4	4.0	57.5	92.7	91.7	16.4	12.8	11.2	6.5	6.8	5.3	8.0	6.4	5.9	2.0	2.7%	11.8%	
ONGC	ONGC IN	卢比	1187	1,472.6	996.0	56.3	-6.3	-12.7	-0.4	1.3	1.0	1.1	13.1	10.4	9.4	8.1	6.2	5.6	7.0	4.7	4.4	2.5	2.8%	20.0%	
PTTEP	PTTEP TB	泰铢	158.5	196.5	129.0	17.3	-5.9	-6.5	6.7	6.8	7.0	7.3	23.7	13.3	11.7	12.6	6.9	6.7	7.4	5.4	4.7	3.2	1.7%	16.0%	
平均值																									
						18.0		11.9	10.5		9.2		6.7		5.9		8.3		6.0		5.3		2.8	2.3%	16.6%
环球市场汇总																									
最高值						5.0		33.0	75.7				53.3	87.5	43.4	18.9	10.0	8.3	14.0	10.4	8.7	6.6	4.8%	20.0%	
最低值						-6.3		-12.7	-21.4				7.9	9.3	8.9	1.9	4.3	4.1	2.7	2.7	2.3	1.2	0.0%	-51.9%	
平均值													22.4	22.6	17.5	8.3	7.0	6.2	8.4	6.9	6.1	2.6	1.5%	1.1%	

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部 注: *使用中金公司盈利预测, 其他使用市场一直预期盈利预测

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司为中石化和中石油提供过投资银行服务。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED