

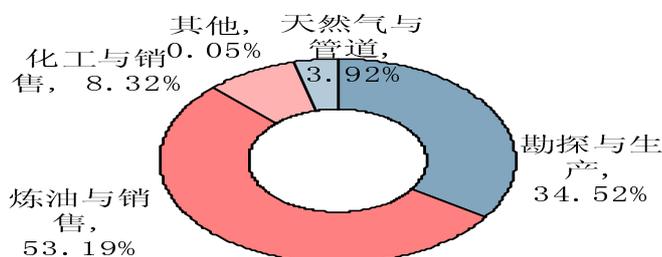
中国石油：油气一体化的国际能源公司

中信建投证券 赵献兵

我国油气行业最大生产销售商

中国石油（601857）是我国油气行业占主导地位的最大的油气生产和销售商，是我国销售收入最大的公司之一，也是世界最大的石油公司之一。公司经营涵盖石油石化行业的各个环节，从上游的原油天然气勘探生产到中下游的炼油、化工、管道输送及销售，形成了优化高效、一体化经营的完整产业链。2006年，中国石油（601857）实现营业收入与净利润分别 6890 亿元与 1362 亿元，同比增速分别 24.76%与 6.54%。2007 年上半年，中国石油（601857）实现主营业务收入与净利润分别 3927 亿元与 759 亿元，同比增速分别 20.27%与 1.42%。

图 2：中国石油（601857）主营收入结构/2007H



资料来源：招股说明书

从业务收入构成看，勘探与生产、炼油与销售合计占比公司业务总收入比重高达 85% 以上，而由于勘探与生产的明显高毛利率表明（公司四块业务中勘探与生产业务毛利率最高，接近 70%），勘探与生产是公司最主要的盈利板块。

截止 2006 年年底，全球原油、天然气探明储量分别 13717 亿桶与 182 万亿立方米，其中欧佩克合计占比分别 66%与 49%。我国油气资源 90% 以上集中于中国石油天然气股份公司、中国石油化工股份有限公司和中国海洋石油有限公司三大石油公司。中国油气资源在全球资源中占比约 1%，而中国石油（601857）是国内最大的油气生产销售商，在全国油气储量中占比 70% 以上。相应地，2006 年全球原油与天然气实际产量分别 298 亿桶与 2.87 万亿立方米，而中国全国的油气产量占比超过 1%，其中中国石油（601857）在全国油气产量中占比约 70%。截止 2006 年底，全球原油储采比约 46 年，天然气储采比约 63 年，中国三大石油公司的原油与天然气储采比分别 13 年与 31 年，其中中国石油（601857）的原油与天然气储采比分别 14 年与 34 年，高于全国平均水平。

表 1：全球已探明油气储量比较/2006A

单位：亿桶/万亿立方米

| | 全球 | 中国三大石油公司 | 中国石油 | 中国石油占比① | 中国石油占比② |
|-----|---------|----------|--------|---------|---------|
| 原油 | 13717.4 | 164.01 | 116.18 | 0.85% | 70.84% |
| 天然气 | 181.5 | 1.77 | 1.51 | 0.83% | 85.31% |

注：①相对于全球 ②相对于中国三大石油公司 资料来源：招股说明书

2006 年，全国一次蒸馏能力 24.8 亿桶/年、原油加工量 21.3 亿桶/年，而中国石油（601857）

的这一数字分别 9.4 亿桶/年与 7.9 亿桶/年。2006 年，中国汽油、柴油和煤油的实际产量约 17697 万吨，其中中国石油（601857）汽油、柴油和煤油的产量合计约为 6831.8 万吨。中国石油（601857）的成品油通过批发与零售方式进行销售。截至 2006 年 12 月 31 日，公司的批发销售网络在全国范围 1073 个地区批发分销点；截至 2007 年 6 月 30 日，公司拥有并经营 17057 座加油站。目前，中国石油（600028）已形成了大连石化、兰州石化和抚顺石化 3 个千万吨级炼油厂（其中大连石化为两千万吨级炼油厂）的炼油产能分布格局。

表 3：中国石油（601857）成品油产量比较/2006A

| | 中国 | 中国石油 | 中国石油全国占比 |
|----|---------|--------|----------|
| 汽油 | 5374.8 | 2202.7 | 40.98% |
| 柴油 | 11352.9 | 4422.7 | 38.96% |
| 煤油 | 969.1 | 206.4 | 21.30% |

资料来源：招股说明书

2006 年，公司天然气的销售量达 384.2 亿立方米，占全国销售量的 73.6%，其中 339.9 亿立方米依靠公司自身天然气管道销售。截至 2006 年底，公司天然气管道总长度 20590 公里，原油管道总长度 9620 公里（日均输送能力约 250 万桶，原油存储能力合计约 1720 万立方米），成品油管道总长度 2413 公里（日均输送能力约 3.7 万吨，成品油存储能力合计约 1870 万立方米）。

表 5：中国石油（601857）管道运量比较/2006A

| | 管道总长度 | 管道自给率 |
|-----|-------|--------|
| 天然气 | 20590 | 88.47% |
| 原油 | 9620 | 86.70% |
| 成品油 | 2413 | -- |

资料来源：招股说明书

募资项目顺应我国石化行业趋势

本次公司拟发行 A 股 40 亿股，筹资金额全部用于原油勘探生产及炼油乙烯等 5 大项目：长庆油田原油建设、大庆油田原油建设、冀东油田原油建设、独山子石化加工进口哈萨克斯坦含硫原油炼油及乙烯技术改造、大庆石化 120 万吨/年乙烯改扩建。根据规划，5 大项目拟总投资额 497.4 亿元，其中拟使用募集资金金额 377.7 亿元。

数据显示，我国原油对外贸易依存度接近 50%，因此加大原油勘探开采力度符合我国石化行业的发展特征。与此同时，我国的合成树脂、合成橡胶等对外贸易依存度也高达 40% 或以上，而从产业链条角度，乙烯是合成树脂、合成橡胶等大化工产业链中最基础的原始化工原料。因此，加大乙烯装置的建设规模也是我国大化工产业发展的重要基础。

我们注意到，自 2002 年以来国际原油价格不断上涨，目前已突破 80 美元/桶。与此相对应，公司的原油平均销售价格于 2004 年的 33.72 美元/桶分别上涨至 2005 年的 48.37 美元/桶与 2006 年的 59.81 美元/桶，环比涨幅分别 43.45% 与 23.65%；公司天然气平均销售价格于 2004 年的 0.75 元/立方米分别上涨至 2005 年的 0.82 元/立方米与 2006 年的 0.97 元/立方米，环比涨幅分别 9.33% 与 18.29%。从这个意义上，公司的募资项目未来盈利值得期待。

表 10：我国主要石化产品对外依存度/2006A

| | 产量 | 表观消费量 | 对外依存度 |
|----------|--------|--------|--------|
| 原油/万桶 | 136058 | 236538 | 42.48% |
| 成品油/万吨 | 17700 | 17440 | -1.49% |
| 天然气/亿立方米 | 585.5 | 556.0 | -5.31% |
| 乙烯单体/万吨 | 941.2 | 940.0 | -0.13% |
| 合成树脂/万吨 | 2528.7 | 4635.0 | 45.44% |
| 合成橡胶/万吨 | 184.5 | 306.9 | 39.88% |

资料来源：中国石油和化学工业协会

约 2—3 年的建设周期，公司募资项目达产见效后将使原油勘察、炼油、乙烯能力均有相当程度的产能提升。

首先，原油勘察有望增 4%。2006 年，公司原油总产量 8.31 亿桶天然气总可销售量 388.5 亿立方米，按照公司当年原油与天然气的平均销售价 59.81 美元/桶与 0.12 美元/立方米测算，则公司油气勘探生产业务中原油收入占大部份。按照原油 1 吨相当于 7.389 桶折算，则本次募资项目建成投产后将新增原油产能约 3028 万桶，相当于公司 2006 年实际原油产量的 3.64%。**其次，炼油能力有望提升约 8%。**截至 2006 年 12 月 31 日，公司炼油厂的一次蒸馏总能力 9.4 亿桶，2006 年加工原油 7.9 亿桶，比上一年增加 4.4%。2006 年，全国一次蒸馏能力 24.8 亿桶，原油加工量 21.3 亿桶。募资项目达产后，公司日均炼油能力有望新增 20.24 万桶，相当于 2006 年公司炼油能力的约 8%。**最后，乙烯能力有望大幅提升 60%以上。**近年来，公司加快了乙烯生产的建设，投资约 100 亿元用于改造大庆石化、吉林石化、辽阳石化、兰州石化、独山子石化的乙烯生产装置已于 2006 年底之前全部完成，使得公司乙烯年生产能力由 2004 年底的 185.0 万吨增至 2006 年底的 263.0 万吨。目前，公司正在实施辽阳石化和独山子石化的乙烯改造工程，预计将分别在 2007 年底和 2008 年底完成。2005 年和 2006 年，四川石化和抚顺石化的乙烯项目分别获得国家发改委核准通过，目前正在实施中。预计未来若干年本产能力将有较大幅度的上升。募资项目达产后，公司乙烯年产能有望新增 160 万吨，相当于公司截止 2006 年年底乙烯年产能的 60%以上。