

费用环比下降，三季度业绩略好于预期

中国石油（601857.SH）

谨慎推荐 维持评级

分析师：裘孝锋 ✉: qiuxiaofeng@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511050001

分析师：王强 ✉: wangqiang_yj@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511080002

1. 事件

公司发布2011年三季报，实现营业收入14829亿元，同比增长41%；归属于上市公司股东净利润1034亿元，实现每股收益0.56元，同比增长3.4%；三季度每股收益0.20元，略好于预期。

2. 我们的分析与判断

（一）、盈利支柱的上游板块油气量价齐升，业绩增长超40%

公司原油产量同比增长近5%，增幅为近年来最大，天然气产量增长近6%，保持稳定增长。公司前三季度原油实现价格高达近104美元/桶，同比增长近45%，高于上半年的101.6美元/桶，有汇率因素；天然气实现价格也同比增长27%；上游板块油气量价齐升是业绩同比增长超40%的主因。

（二）、三季度炼油亏损幅度环比基本持平，四季度有望收窄

上半年，特别是3-5月份，原油价格处于高位，造成二季度之后公司炼油亏损幅度进一步扩大；公司一季度炼油每桶约亏损3.7美元/桶，二季度炼油亏损幅度超过每桶11美元/桶，三季度预计炼油亏损幅度还在每桶10美元/桶以上。受二季度原油高位的成本压力、三季度石化产品价格有所回落、再加上公司石化产品结构等因素，公司今年化工业务盈利有限。

进入四季度，由于10月份成品油价格下调而炼油压力仍在，11月份有望炼油亏损幅度适当收窄。年底若新的成品油定价机制推出，届时炼油板块将受益较大，有望迎来微利。

（三）、成本费用支出环比回落

公司上半年各项成本费用支出快速增长，超出我们预期。公司加大油气勘探收入，勘探费用同比增长14.4%，折旧摊销费用同比增长约19%，员工费用剔除业务拓展和经营规模扩大等因素同比增长约9%。上半年总部及其他业务的负经营效益同比增长近15%，三季度环比回落明显，使得前三季度总部及其他业务的负经营效益同比略有回落；这是公司三季度单季度业绩环比上升的最主要原因。

（四）、销售板块快速增长、天然气板块受进口气亏损影响而略有下滑

公司加大营销网络建设，在云南、河南、江苏、重庆和湖北取得实质性进展，成品油销售量增长18%，日均销售量创历史最好水平，但三季度单吨售油利润环比有所下降；总体销售板块前三季业绩同比增长超60%，充分体现了公司加大营销网络带来的效益提升。

西气东输二线和中亚天然气管道投产后，公司天然气管道板块，受进口天然气亏损等影响，经营业绩下滑；随着进口天然气规模的扩大，下半年特别是四季度板块业绩估计还将进一步下滑。

3. 投资建议

我们预计公司 2011-2012 年 EPS 为 0.77 元和 0.93 元，维持谨慎推荐评级。

部门收入	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
(百万元)	2,029,970	1,753,951	2,462,812	3,474,774	4,025,252
勘探与生产板块	626,367	405,326	544,884	756,628	798,636
对外销售	125,845	96,677	130,110	166,458	175,700
分部间销售	500,522	308,649	414,774	590,170	622,936
炼油与化工板块	560,729	501,300	664,773	971,449	1,149,645
对外销售	164,319	119,778	156,174	246,559	288,919
分部间销售	396,410	381,522	508,599	724,891	860,726
销售板块	778,141	768,295	1,134,534	1,580,989	1,878,215
对外销售	724,584	732,806	1,072,547	1,501,940	1,784,305
分部间销售	53,557	35,489	61,987	79,049	93,911
天然气与管道板块	63,315	77,658	117,043	163,860	196,632
对外销售	56,609	68,902	105,442	147,474	176,969
分部间销售	6,706	8,756	11,601	16,386	19,663
总部	1,418	1,372	1,578	1,847	2,124
对外销售	1,247	1,112	1,262	1,478	1,699
分部间销售	171	260	316	369	425
减：部门间抵消	957,366	734,676	997,277	1,410,865	1,597,661
营业额合计	1,072,604	1,019,275	1,465,535	2,063,908	2,427,591
经营利润					
勘探与生产板块	240,470	105,019	153,703	220,548	212,058
炼油与化工板块	-93,830	17,308	7,847	-44,501	6,006
销售板块	7,982	13,265	15,956	22,365	24,155
天然气与管道板块	16,057	19,046	20,415	16,386	17,697
总部	-11,108	-11,194	-10,144	-15,000	-16,000
经营利润总额	159,571	143,444	187,777	199,799	243,916
勘探与生产板块	150.7%	73.2%	81.9%	110.4%	86.9%
炼油与化工板块	-58.8%	12.1%	4.2%	-22.3%	2.5%
销售板块	5.0%	9.2%	8.5%	11.2%	9.9%
天然气与管道板块	10.1%	13.3%	10.9%	8.2%	7.3%
总部	-7.0%	-7.8%	-5.4%	-7.5%	-6.6%
融资成本净额	-1,848	-4,596	-5,510	-5,994	-7,317
应占联合营公司利润	4,290	1,184	7,038	1,200	1,200
税前利润	162,013	140,032	189,305	195,005	237,799
所得税费用	-35,211	-33,473	-38,513	-48,751	-59,450
本年利润	126,802	106,559	150,792	146,253	178,349
归属母公司净利润	114,453	103,287	139,992	140,253	170,349
EPS	0.62	0.56	0.76	0.77	0.93

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

袁孝锋、王强，石油化工行业证券分析师。2 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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn