

高油价短期难退，公司业绩承压

中性维持

目标价格：8元

投资要点：

- 📖 主营收入大幅增长，但是净利润基本持平
- 📖 高油价短期难退，公司炼油业务承压
- 📖 化产业务需求低迷，不排除受到去库存的冲击

报告摘要：

- **主营收入大幅增长，但是净利润基本持平。**报告期内，公司实现营业总收入 2.5056 万亿元，同比增长 31%；归属于上市公司股东的净利润 716.97 亿元，同比增长 1.4%；基本每股收益 0.827 元。值得注意的是，本年度资本减值损失 58 亿，较上年度 154 亿大大减少。
- **高油价仍将延续，短期难以消退。**高油价不仅有伊核危机、中东乱局的影响，更加值得警惕的是，高油价或许暗合美国产业转型的战略意图。美国一方面致力于进行以新能源为代表的新兴产业复兴，一方面由于页岩气的崛起，受高油价冲击较小，对高油价乐见其成。考虑到今年为全球大选年，高油价短期难以消退。预计全年 WTI 原油价格维持在 110 美元附近波动。
- **特别收益金起征点上调，预计油气开采领域或有新进展。**特别收益金起征点上调到 55 美元，预计公司原油产出大体持平，但是燃气产出将会大大增加，四川、鄂尔多斯的非常规天然气或将有实质性动作。
- **高油价短期难退，公司炼油业务承压。**公司目前原油加工量大约 2.2 亿吨，自产原油仅有 4200 万吨左右。虽然发改委最近一轮调价幅度较大，但是按照发改委成品油定价机制，不能排除 08 年巨亏的情景再现，炼油业务整体承压。
- **化产业务需求低迷，不排除受到去库存的冲击。**受欧洲市场疲软影响，绝大部分化工品需求低迷，价格疲软。目前欧债危机虽然已经度过最艰难的时刻，但是难言探底，化产业务的市场前景不甚乐观。需要进一步观察，并防止受到下游用户去库存的冲击。
- **盈利能力存在不确定性，给予“中性”评级。**公司 2012~2013 年的每股收益分别为，考虑到公司的经营环境有所恶化，给予“中性”评级。

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	1913182.0	2505683	2756251	3031876	3335064
增长率(%)	42.24%	30.97%	10.00%	10.00%	10.00%
净利润(百万)	70713.00	71697	62062	75546	84341
增长率(%)	15.37%	1.39%	-13.44%	21.73%	11.64%
每股收益(EPS)	0.816	0.827	0.716	0.871	0.973

化工研究组

联系人

柴沁虎

电话：010-88085958

chaiqinhu@hysec.com

分析师：

祖广平(S1180510120011)

电话：010-88085610

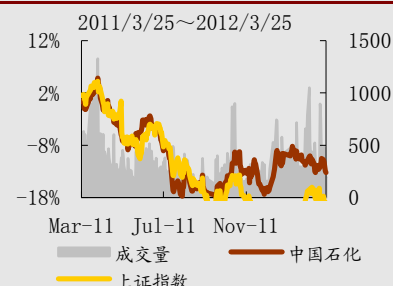
zuguangping@hysec.com

张延明(S1180510120009)

电话：010-88085223

Email: zhangyanming@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股 数变化	筹码集中 度
20111231	88797	
20110930	85235	
20110630	84918	

数据来源：港澳资讯

相关研究

- 1 《宏源证券 * 中报简评 * 中国石化：外部大气候有利于股价上行 * 600028 * 石化行业 * 柴沁虎》，2011.8
- 2 《宏源证券 * 年报简评 * 中国石化：收益略超预期，公司持续向好 * 600028 * 石化行业 * 柴沁虎》，2011.4

表 1: 利润表 (百万元)

单位:百万元	2011A	2012E	2013E	2014E	资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2505683	2756251	3031876	3335064	货币资金	-18003	27563	30319	33351
增长率	30.97%	10.00%	10.00%	10.00%	应收和预付款项	98138	55488	113430	72380
归属母公司股东净利润	71697	62062	75546	84341	存货	203417	250871	246595	300617
增长率	1.39%	-13.44%	21.73%	11.64%	其他流动资产	836	836	836	836
每股收益(EPS)	0.827	0.716	0.871	0.973	长期股权投资	47458	47458	47458	47458
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	投资性房地产	0	0	0	0
每股经营现金流	1.819	1.567	1.321	2.174	固定资产和在建工程	677247	816726	918305	1004884
销售毛利率	16.46%	15.70%	16.08%	16.08%	无形资产和开发支出	43054	43054	43054	43054
销售净利率	3.07%	2.41%	2.67%	2.71%	其他非流动资产	21308	16770	12232	12232
净资产收益率(ROE)	15.11%	11.57%	12.34%	12.11%	资产总计	1073455	1258765	1412228	1514812
投入资本回报率(ROIC)	11.23%	10.91%	10.84%	10.38%	短期借款	36985	132870	187836	170094
市盈率(P/E)	8.99	10.38	8.53	7.64	应付和预收款项	307283	335373	358081	393186
市净率(P/B)	1.36	1.20	1.05	0.93	长期借款	154457	154457	154457	154457
					其他负债	65205	65205	65205	65205
利润表	2011A	2012E	2013E	2014E	负债合计	563930	687906	765579	782942
营业收入	2505683	2756251	3031876	3335064	股本	86702	86702	86702	86702
减: 营业成本	2093199	2323451	2544283	2798712	资本公积	29583	29583	29583	29583
营业税金及附加	189949	208944	229838	252822	留存收益	358114	420176	495722	580063
营业费用	38399	42239	46463	51109	归属母公司股东权益	474399	536461	612007	696348
管理费用	63083	69391	76330	83963	少数股东权益	35126	39599	45043	51121
财务费用	6544	13299	16760	17683	股东权益合计	509525	576060	657050	747469
资产减值损失	5811	5000	5000	5000	负债和股东权益合计	1073455	1263965	1422628	1530412
加: 投资收益	4186	0	0	0					
公允价值变动损益	1423	0	0	0					
其他经营损益	-13341	-12148	-12148	-12148					
营业利润	100966	81779	101053	113626					
加: 其他非经营损益	1672	0	0	0					
利润总额	102638	81779	101053	113626	现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
减: 所得税	25774	20445	25263	28407	经营性现金净流量	157725	135879	114550	188458
净利润	76864	61335	75790	85220	投资性现金净流量	-141008	-172900	-150000	-150000
减: 少数股东损益	5167	4473	5444	6078	筹资性现金净流量	-2516	82586	38206	-35426
归属母公司股东净利润	71697	62062	75546	84341	现金流量净额	14183	45566	2756	3032

资料来源：宏源证券研究所

分析师简介:

柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员, 管理学博士。

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员, 三年化工行业工作经验, 四年证券行业从业经验。

张延明: 宏源证券研究所化工行业研究员, 四年证券行业从业经验。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。