

油气价格高企，炼油业务承压

增持维持

目标价格：9元

投资要点：

- 📖 **主营收入大幅增长，但是净利润基本持平**
- 📖 **预计年内油价将会维持高位运行，炼化业务承压**
- 📖 **不能对燃气以及成品油定价机制调整过于乐观**

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 20038 亿元，同比增长 36.7%；归属于上市公司股东的净利润 1320 亿元，同比下降 4.9%；基本每股收益 0.73 元。
- **预计年内油价将会维持高位运行。**虽然美元整体走强，但是应该注意到当前油价遵循战争逻辑。不仅如此，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。
- **高油价短期难退，公司炼化业务承压。**由于炼油板块政策性亏损，公司炼化业务毛利-2.2%，由于公司的炼油装置规模偏小，面临油品升级的挑战，化产业务远离市场中心，在需求低迷的情形下首当其冲遭到冲击。
- **不能对燃气、成品油定价机制过于乐观。**目前 CPI 整体向下，但是通胀会经由原油以及玉米等大宗商品向国内传导，如果今夏通胀进一步抬头，燃气以及成品油定价机制的大幅调整可能延后，公司进口的高价管道气难以消化。
- **产业环境有所恶化，但是，给予“增持”评级。**公司 2012~2014 年的每股收益分别为 0.73、0.76 和 0.86，给予“增持”评级。

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

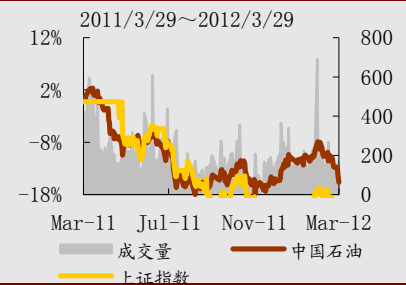
zuguangping@hysec.com

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
20110930	143368	
20110630	141600	
20110331	156438	

数据来源：港澳资讯

相关研究

1 《宏源证券 * 中报简评 * 中国石油：估值偏低，投资还需进一步观察 * 601857 * 石化行业 * 柴沁虎》，2011.8

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1465415.0	2003843.0	2204227.30	2424650.03	2667115.03
增长率(%)	43.77%	36.74%	10.00%	10.00%	10.00%
净利润(百万)	139871.00	132984.00	133368.40	139987.52	157646.65
增长率(%)	35.57%	-4.92%	0.29%	4.96%	12.61%
每股收益(EPS)	0.764	0.727	0.729	0.765	0.861

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	2003843	2204227	2424650	2667115	货币资金	0	22042	24247	26671
增长率	36.74%	10.00%	10.00%	10.00%	应收和预付款项	0	173756	17376	192194
归属母公司股东净利润	132984	133368	139988	157647	存货	0	269653	26965	297033
增长率	-4.92%	0.29%	4.96%	12.61%	其他流动资产	0	0	0	0
每股收益(EPS)	0.727	0.729	0.765	0.861	长期股权投资	0	0	0	0
每股股利(DPS)	0.000	0.210	0.221	0.249	投资性房地产	0	0	0	0
每股经营现金流	1.639	0.914	0.852	1.167	固定资产和在建工程	0	595000	890000	1185000
销售毛利率	28.87%	28.50%	28.50%	29.00%	无形资产和开发支出	0	0	0	0
销售净利率	7.29%	6.64%	6.34%	6.49%	其他非流动资产	0	0	0	0
净资产收益率(ROE)	#DIV/0!	140.57%	71.99%	51.42%	资产总计	0	1060451	958587	1700898
投入资本回报率(ROIC)	11.82%	#DIV/0!	53.70%	30.72%	短期借款	0	199900	403496	564462
市盈率(P/E)	13.36	13.32	12.69	11.27	应付和预收款项	0	458615	45861	505620
市净率(P/B)	#DIV/0!	18.73	9.14	5.80	长期借款	0	0	0	0
					其他负债	0	0	0	0
					负债合计	0	658514	449357	1070082
利润表	2011A	2012E	2013E	2014E	股本	0	0	0	0
营业收入	2003843	2204227	2424650	2667115	资本公积	0	0	0	0
减: 营业成本	1425284	1576023	1733625	1893652	留存收益	0	94876	194461	306608
营业税金及附加	258027	283830	312213	343434	归属母公司股东权益	0	94876	194461	306608
营业费用	52946	58241	64065	70471	少数股东权益	0	13061	26769	42208
管理费用	77124	84836	93320	102652	股东权益合计	0	107937	221230	348816
财务费用	9816	7059	17499	27126	负债和股东权益合计	0	766451	670587	1418898
资产减值损失	8759	5000	5000	5000					
加: 投资收益	12630	2000	2000	2000					
公允价值变动损益	0	0	0	0					
其他经营损益	0	0	0	0					
营业利润	184517	191239	200928	226780					
加: 其他非经营损益	-241	0	0	0					
利润总额	184276	191239	200928	226780					
减: 所得税	38269	48810	51232	57695					
净利润	146007	142429	149696	169085					
减: 少数股东损益	13023	13061	13709	15438					
归属母公司股东净利润	132984	133368	139988	157647					

	2011A	2012E	2013E	2014E
现金流量表				
经营性现金净流量	299971	167194	156010	213584
投资性现金净流量	-283638	-301500	-301500	-301500
筹资性现金净流量	9259	156348	147694	90341
现金流量净额	25279	22042	2204	2425

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

华北区域	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
	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	王俊伟	赵佳	奚曦
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	021-51782236 wangjunwei@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁	贾浩森	雷增明	罗云
	010-88085991 zenglijie@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085989 leizengming@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳	胡玉峰		
	010-88085842 fangfang@hysec.com	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。