

炼油和进口气亏损拖累，业绩迎拐点

中国石油（601857.SH）

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 年年报，2011 年实现营收 20038.43 亿元，同比增长 36.7%；实现归属于母公司股东的净利润为 1329.84 亿元，对应全面摊薄 EPS 为 0.73 元，同比下滑 4.9%，其中四季度单季度业绩 0.17 元，环比有所下滑，基本符合我们预期。分配方案是拟每股派发人民币 0.32691 元，其中中期股息是 0.16229 元。

2. 我们的分析与判断

（一）、炼油亏损逐季扩大，化工和天然气业绩下滑，拖累全年业绩

2011 年受利比亚局势、美元贬值、金融因素等影响，原油价格特别是布伦特油价从 2 月份开始快速上涨至 5 月份最高的 126 美元/桶，之后一直徘徊在 120 美元/桶上下；公司炼油业务亏损逐季扩大，亏损幅度从一季度的 3.7 美元/桶到二、第三季度的 10 美元/桶左右，四季度更进一步扩大至 13 美元/桶左右；中石油全年炼油亏损超过 618 亿，是拖累业绩的最大因素。

化工板块盈利状况应该说是近 5 年最好的一年，特别是前三季度，受下游终端需求疲软的传导，公司处于相对偏中上游的化工原料在四季度几乎都大跌，四季度盈利状况大幅下滑。

另外一块拖累业绩的是进口天然气。2011 年中石油从中亚进口天然气和 LNG 超过 170 亿方，约为 2010 年的 3 倍，这一部分气亏损约为 1 元/方，比去年多亏损超过 100 亿元；国产气盈利的增加抵不过进口气亏损幅度的加大，致使 2011 年中石油天然气业务盈利下滑约 50 亿元。

（二）、上游勘探受益原油价格高企，销售板块盈利稳中有升

2011 年国际原油价格高位运行，Brent 原油均价达到 111 美元/桶，同比上涨达 40%；公司盈利占绝对优势的上游勘探板块营业利润达到 2195 亿元，同比增加 658 亿元，增幅略超炼油亏损。销售板块业绩稳中有升，成品油销售量增长 20%，吨油盈利增长约 9%，成品油市场占有率也略有提升至 39%，板块业绩增长约 29%。

（三）、炼油和天然气未来将好转，中石油业绩迎拐点

今年 3 月 20 日，发改委上调成品油价格 600 元/吨，幅度之大为 2009 年现行成品油定价实行以来所罕见；调价之后，我们测算国内炼油盈亏平衡点将在 brent120 美元/桶左右，尽管一季度炼油亏损估计不会比去年下半年好，预计公司 4 月份炼油大幅减亏。

此次调价后国内汽柴油创历史新高，因此我们认为此次调价更为重要的是，进一步坚定了成品油定价新机制推出的信心。我们认为只要伊朗局势稳定下来，今年成品油定价新机制推出的可能性还是很大的。

成品油定价新机制将对 2008 年底出台的现行成品油价格形成机制进行完善，将围绕缩短调价周期、加快调价频率，

改进成品油调价操作方式，以及调整挂靠油种等；我们预计主要内容将是 22 个工作日缩短到 10 个工作日左右、三地原油移动均价变化率从 4% 缩小到 2%、WTI 加入挂靠油种、满足调价条件时在最高限价范围内企业自主定价；若推出，石油石化炼油业务做到基本盈亏平衡或微利成为可能、有利于改善石油石化的盈利水平、炼油亏损担忧的估值折价也将一定程度上得到修复。

新的天然气定价机制已经在两广地区试点，我们判断未来两年内，全国其他地区的天然气价格将逐步向试点的两广相适应的水平靠拢，总体上来看至少还有 7 毛/方左右的上调空间；因此，今年上半年开始到明年下半年估计会有 3 次左右的天然气价格上调。今年中石油进口天然气预计将达到 300 亿方左右，这部分亏损要增加约 130 亿；若天然气价格二季度能上调 0.25 元/方左右，则增加约 180 亿利润；天然气业务营业利润有可能将恢复到 2010 年的水平。从明年开始随着中石油总体营销天然气上千亿立方，天然气价格上调的向上业绩弹性将逐步增大。

3. 投资建议

总体来看，公司 2012 年业绩将稳定增长，目前可能是公司的业绩最困难的时刻；今年二季度天然气价格有可能上调，再加上今年内成品油定价新机制有望出台，我们认为公司业绩将迎来拐点；我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.83、0.96 元和 1.03 元，当前位置具有安全边际，上调公司至“推荐”评级。

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。

裘孝锋、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。

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