

油价小幅走高有利公司业绩增长

推荐
维持评级

 分析师: 李国洪 邮箱: liguohong@chinastock.com.cn 电话: 010-66568876 执业证书编号: S0130207091551

1. 事件

按照中国企业会计准则, 2009年公司税前利润为人民币1,397.67亿元, 比上年同期下降13.3%; 归属于母公司股东的净利润为人民币1,031.73亿元, 比上年同期下降9.4%; 基本每股收益为人民币0.56元。按国际财务报告准则, 2009年本集团税前利润为人民币1,400.32亿元, 比上年同期下降13.6%; 归属于母公司股东净利润为人民币1,033.87亿元, 比上年同期下降9.7%; 每股基本盈利人民币0.56元, 比上年同期减少0.07元。

2. 我们的分析与判断

(一)、业绩略低于预期, 原预测 EPS0.58元

2009年公司原油产量843.5百万桶, 同比下降3.1%, 2009年公司原油储量替换率为1.05, 天然气储量替换率为1.97, 油气当量储量替换率为1.32。2009年公司油气操作成本为9.12美元/桶, 比2008年的9.48美元/桶下降3.8%, 剔除汇率变动影响, 操作成本同比降低5.4%。2009年公司加工原油8.29亿桶, 其中75.4%来自勘探与生产板块。生产约7,320万吨汽油、柴油和煤油。炼油单位现金加工成本为每吨人民币136.6元, 比上年同期同口径人民币140.7元/吨降低3.0%。2009年末公司管道总长度为50,627公里, 其中: 天然气管道长度为28,595公里, 原油管道长度为13,164公里, 成品油管道长度为8,868公里。天然气产销量继续保持两位数比率增长。

表 1: 勘探与生产运营情况

	单位	2009年	2008年	同比增减(%)
原油产量	百万桶	843.5	870.7	-3.1
可销售天然气产量	十亿立方英尺	2,112.20	1,864.20	13.3
油气当量产量	百万桶	1,195.70	1,181.50	1.2
原油探明储量	百万桶	11,263	11,221	0.4
天然气探明储量	十亿立方英尺	63,244	61,189	3.4
探明已开发原油储量	百万桶	7,871	8,324	-5.4
探明已开发天然气储量	十亿立方英尺	30,949	26,667	16.1

资料来源: 公司公告

(二)、2010年在中位小幅走高的国际油价对公司更为有利

近期EIA、IEA、OPEC全球三大能源机构对2010年全球石油需求预测增量纷纷调高, 对明年两年全球原油需求的回升均持乐观态度。EIA在其3月份的短期能源展望报告中指出, 今年全球石油日需求量或将增加147万桶, 至8557万桶, 增幅1.7%, 这一数字较2月份的预测数字上调了21万桶, 增幅为0.2%, 这也是EIA连续第二个月上调原油需求。OPEC预计, 2010年全球原油日均需求将增加90万桶, 较其2月份的预期上调了10万桶。IEA也上调了2010年全球石油需求增幅, 日需求量为较去年增加160万桶。这三家研究机构的报告均指出, 需求的回升绝大部分来自于非OECD国家, 其中美国、中国对于未来原油的需求回升起到了至关重要的作用。

表 2: 全球三大能源机构石油需求预测 (百万桶/日)

	EIA	IEA	OPEC	平均
2009 年世界石油需求	84.1	84.8	84.31	84.40
2010 年世界石油需求	85.57	86.4	85.21	85.73
增量	1.47	1.6	0.90	1.33
增幅	1.75%	1.89%	1.07%	1.58%

资料来源: EIA、IEA、OPEC

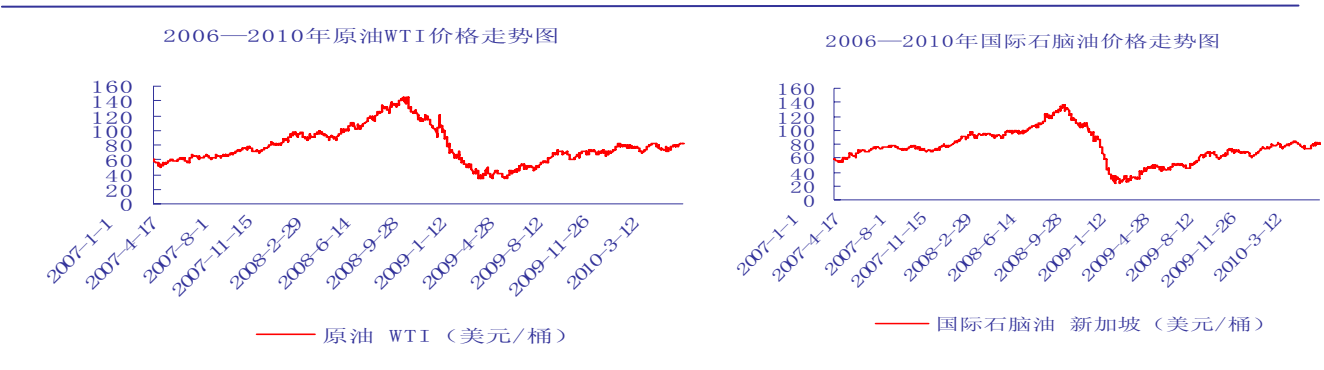
作为全球最大的原油消费国以及此次金融危机的发源地, 美国的经济复苏进程也已经步入正轨。虽然近期美国公布的经济数据良莠不齐, 但是就业市场的企稳以及消费信贷的回升表明, 拉动美国经济增长的消费环节存在持续回暖的动力。在经济复苏带动原油需求回升的刺激下, 美国的原油及成品油库存逐日下降, 随着美国原油传统春夏季消费旺季的临近, 后期库存将得到进一步消化, 这将在很大程度上支撑未来油价的上涨。在经历了严重的金融危机之后, 中国去年圆满完成了 GDP“保 8”任务, 在刚刚结束的两会上, 国务院总理温家宝在政府报告中指出, 今年仍将维持 GDP 增长 8% 的计划, 这也表明了中国政府有决心维持国内经济健康稳定发展, 而这将保证中国对于包括原油在内的大宗商品需求的增加。因此, 从宏观经济层面来看, 随着未来中美两国经济复苏的推进, 对于原油和石化产品的需求将逐步增加, 特别是由于中国正处于重化工业阶段, 石油及制品需求增长更快。

由于公司主要原料来自自给, 1-2 个月后才能加工成其它产品销售, 当前国际油价在中位小幅走高时, 会传导到下游, 且对下游石化中间体价格构成强有力支撑, 故小幅走高的原料十分有利于公司毛利和业绩提升。

(三)、下游复苏和垄断决定 2010 年三大合成材料盈利高涨

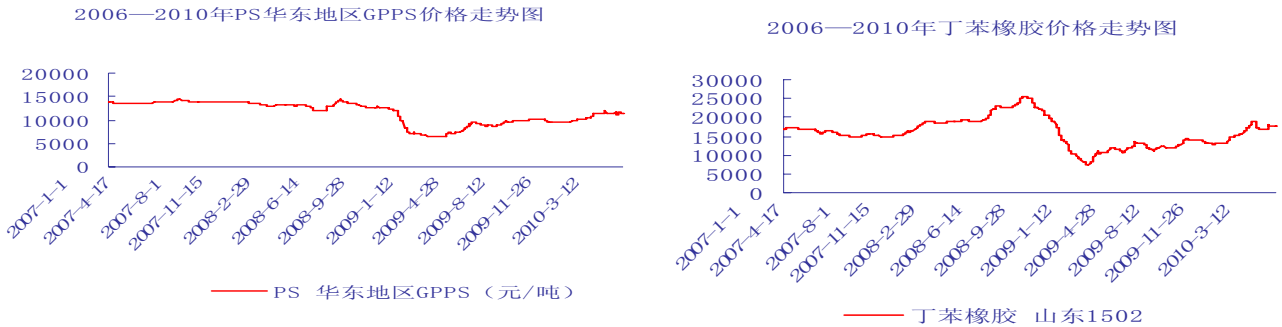
随着全球经济的好转, 三大合成材料需求迅速增长, 全球大型石化公司在垄断条件下石化中间体报价纷纷上升, 三大合成材料价格已经上涨至历史最高水平的 80% 左右, 而原料原油、石脑油价仅为历史最高水平的 55%, 三大合成材料毛利迅速扩张。2 月份石脑油均价 75 美元/桶, 乙烯、LDPE 升至 1335 和 1520 美元/吨, 价格、价差都要高出油价同期水平约 160-200 美元/吨, 终端 LDPE 的产品价格涨势更猛。当前原油、石脑油价仅为历史最高水平的 55%, 但三大合成材料价格已经上涨至历史最高水平的 80% 左右, 1、2 月份吨乙烯 EBIT 达到 4000 元左右。由于石脑油价格偏低, 合成树脂、合成橡胶、合成纤维价格较好, 下游三大合成材料毛利较高, 炼油业绩通过石脑油由下游三大合成材料实现, 炼油仍可保持较好的盈利状态。

图 1: 原油、石脑油价格为历史最高的 55%



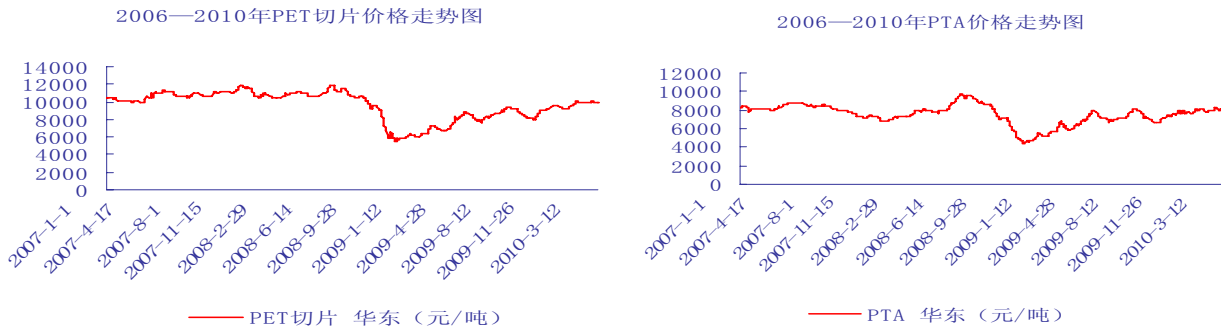
资料来源: 百川咨询

图 2: 合成材料价格为历史最高的 80%



资料来源: 百川咨询

图 3: 合成材料价格为历史最高的 80%



资料来源: 百川咨询

基于通货膨胀处于温和水平、经济逐渐复苏和市场信心提升等因素，处于产业链中上游的石油和化工产品今年将进入新一轮价格上涨周期。从行业数据看，石化产品的价格已经呈现出上涨趋势。在中国化工网重点监测的约 70 种石化产品中，价格 1 月份环比上涨的占比达 68.7%，2 月份环比上涨的占比达 62.5%。在中国石化协会跟踪的 178 种产品中，价格 1 月份环比上涨的占比达 69.7%，2 月份环比上涨的占比达 60.1%。

(四)、环保要求与城镇化推动天然气消费高增长，如果气价改革公司受益最大

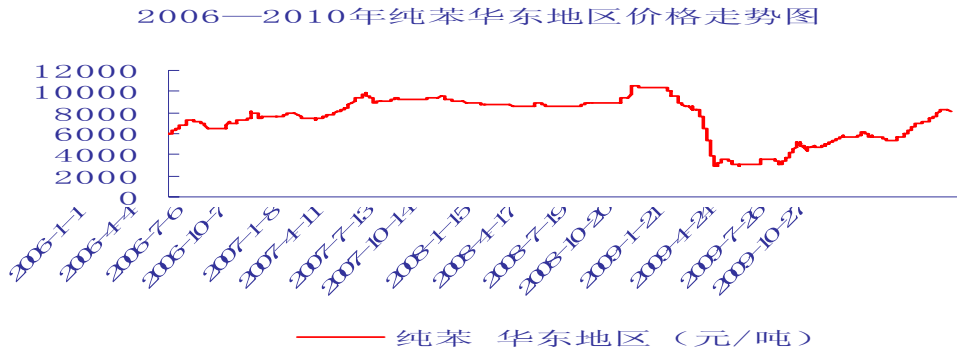
天然气是最清洁的能源之一，其单位热值C排放量要远远小于煤炭和石油，要减排C就必需改变一次能源结构，目前我国天然气消费占一次能源消费总量还不到4%，远低于美国的26%、西方七大工业国(G7)的25%、经合组织的25%，也低于世界平均24%的水平。因此中国在低C经济要求和天然气比重严重偏低情况下，将会尽一切力量推动天然气开发与应用，中国天然气将迎来快速增长时期。

我国天然气从2000年已进入快速发展期，随着城市化率水平提高，预计这一进程将会持续到2050年左右，年均增速10%左右。随着需求增长，天然气将由目前的供需基本平衡转为短缺，预计2010年天然气供需缺口为300亿立方米左右，进口占比约20%，2015年缺口为500亿立方米，2020年缺口将达到900亿立方米。目前工业用天然气出厂价仅为原油价格的33%，而成熟市场经济国家天然气与原油比价通常在0.65-0.80之间。天然气价格改革符合我国资源价格改革大方向，同时目前国内经济复苏和通胀压力较小都为价格改革提供了良好的宏观环境。从长期角度看，气改是必然会进行的，一旦气改公司受益是所有上市公司中最大的。中国石油09年天然气产量达2112.2十亿立方英尺，由2003年的248亿立方米增长到2009年的598.1亿立方米，年均增加74亿立方米，年均增长幅度达到20%。

(五)、化工业务将超预期

受全球经济好转，化工出口持续上升，公司全力以赴拓展化工产品市场，推进与客户的技术合作联盟，在满足客户需求的同时，疏通公司产品销路，加强产销研结合，针对客户需求积极调整产品结构；加大新产品开发力度；加强精细管理，提高装置运行效率，我们预计2010年公司化工产品总经销量和产品价格、利润将增长，超出市场预期。

图 5: 国内纯苯价格走势



资料来源: 百川咨询

(六)、资源税改是利好

石油资源税改是指改从量计征为从价计征，由于石油已经提前执行了特别收益金征收，在 40 美元/桶以上开始征收，因此，石油资源税改将提高原来起征点，按目前国际油价来看，起征点提高到 60 美元/桶较为合理，随着起征点的提升，资源税要比特别收益金要少，故资源税改对油企是利好。

3. 投资建议

目前国际油价在中位小幅走高，正处于公司最佳盈利区间附近。公司天然气业务增长较快，如果气价改革公司受益较大。下游复苏和垄断决定三大合成材料盈利高涨，1、2 月份吨乙烯 EBIT 达到 4000 元左右，一季度公司盈利超预期，我们判断烯烃将带动石化行业于 2010 年上半年提前进入景气周期。中国石油因为勘探技术进步进入油气田发现高峰期，油气储量不断增长。另外，公司化工业务超预期，资源税改变利空为利好，我们对公司 2010-2012 年盈利预测为 0.78 元、0.85 元和 0.93 元，维持推荐评级。

表 3: 中国石油 (601857.SH) 财务报表预测

资产负债表						利润表					
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	11826.00	27012.00	11212.03	12557.47	14189.94	营业收入	1071146.00	1019275.00	1121202.50	1255746.80	1418993.88
应收和预付款项	64540.00	74270.00	48038.37	89440.01	66637.21	营业成本	683677.00	633100.00	706806.06	797399.22	909575.08
存货	90670.00	114781.00	100291.31	142347.38	134425.04	营业税金及附加	116460.00	129756.00	142731.60	159859.39	180641.11
其他流动资产	25813.00	18378.00	18378.00	18378.00	18378.00	营业费用	46189.00	48210.00	53031.00	59394.72	67116.03
长期股权投资	28036.00	27562.00	27562.00	27562.00	27562.00	管理费用	53211.00	57213.00	62934.30	70486.42	79649.65
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	2245.00	5192.00	8690.98	7863.72	5689.68
固定资产和在建工程	899860.00	1075840.00	1233349.20	1370858.40	1488367.60	资产减值损失	24765.00	2448.00	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	23702.00	33440.00	33440.00	33440.00	33440.00	投资收益	4733.00	1409.00	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	15824.00	17898.00	10422.00	2946.00	2946.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1160271.00	1389181.00	1482692.91	1697529.26	1785945.78	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	87217.00	74622.00	83489.78	37338.64	2867.06	营业利润	149332.00	144765.00	147008.57	160743.34	176322.33
短期借款	149174.00	197080.00	134715.56	234959.71	181525.49	其他非经营损益	11768.00	-4998.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	32827.00	85471.00	85471.00	85471.00	85471.00	利润总额	161100.00	139767.00	147008.57	160743.34	176322.33
长期借款	43328.00	123897.00	123897.00	123897.00	123897.00	所得税	35154.00	33389.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	312546.00	481070.00	427573.34	481666.35	393760.56	净利润	125946.00	106378.00	147008.57	160743.34	176322.33
负债合计	183021.00	183021.00	183021.00	183021.00	183021.00	少数股东损益	12148.00	3205.00	4429.13	4842.94	5312.31
股本	115315.00	116379.00	116379.00	116379.00	116379.00	归属母公司股东					
资本公积	493283.00	548382.00	690961.43	846861.83	1017871.84	净利润	113798.00	103173.00	142579.43	155900.40	171010.01
留存收益	791619.00	847782.00	990361.43	1146261.83	1317271.84						
归属母公司股东权益	56106.00	60329.00	64758.13	69601.08	74913.39	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	847725.00	908111.00	1055119.57	1215862.90	1392185.23	毛利率	36.17%	37.89%	36.96%	36.50%	35.90%
股东权益合计	1160271.00	1389181.00	1482692.91	1697529.26	1785945.78	销售净利率	11.76%	10.44%	13.11%	12.80%	12.43%
负债和股东权益合计	11826.00	27012.00	11212.03	12557.47	14189.94	ROE	14.38%	12.17%	14.40%	13.60%	12.98%
						ROA	13.94%	10.06%	10.50%	9.93%	10.19%
						ROIC	19.76%	10.88%	16.16%	13.80%	13.62%
						销售收入增长率	28.28%	-4.84%	10.00%	12.00%	13.00%
						EBIT 增长率	-16.79%	-13.61%	11.40%	8.29%	7.95%
						净利润增长率	-12.23%	-15.54%	38.19%	9.34%	9.69%
						估值倍数					
						EPS(X)	0.622	0.564	0.779	0.852	0.934
						PE(X)	20.34	22.44	16.24	14.85	13.54
						PB(X)	2.92	2.73	2.34	2.02	1.76
						PS(X)	2.16	2.27	2.06	1.84	1.63
						EV/EBITDA(X)	10.20	10.57	12.38	10.50	9.36

资料来源: 中国银河证券研究所

评级标准

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。

石油化工行业分析师，覆盖股票范围：

港股： 中国石油（0857.HK）、中国石化（0386.HK）

A 股： 中国石油（601857.SH）、中国石化（600028.SH）、浙江龙盛（600352.SH）、三友化工（600409.SH）、四川美丰（000731.SZ）等

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）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独立财务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 研究所

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908