

上游大幅增长、炼油又现亏损

中国石油（601857.SH）

谨慎推荐 维持评级

分析师：王国平 ✉: wangguoping@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130200010339

联系人：裘孝锋 ✉: qiuxiaofeng@chinastock.com.cn ;

王 强 ✉: wangqiang_yj@chinastock.com.cn

1. 事件

中石油发布 2011 年一季报：实现营业收入 4459.8 亿元，同比增长 39.9%；归属母公司股东的净利润为 370.0 亿元，同比增长 14.%；每股收益 0.20 元，略低于 2010 年四季度的 0.21 元，基本符合我们预期。

2. 我们的分析与判断

（一）、上游板块贡献绝大部分业绩，主要得益于原油价格上涨

公司油气产销量平稳增长，同比分别增长 4.3%和 7.1%，其中海外油气当量产量同比增长 5.4%、比重超过 8%。公司勘探与生产业务实现经营利润 458.65 亿元，同比增长 38.8%，对公司业绩贡献度达到 86%，主要是由于今年一季度国际原油价格受北非和中东地缘政治因素影响而快速上涨，WTI 原油价格从去年四季度 80 美元的平台快速抬升到目前 110 美元的平台、涨幅接近 40%。

我们认为目前原油价格对于地缘政治紧张的溢价较大，目前全球原油需求进一步超预期的可能性较低、而 OPEC 剩余产能与 OECD 国家库存总体还处于相对高位；在原油供需基本面不支持原油高位的情况下，我们认为一旦中东和北非地缘政治有所缓解，原油价格出现适度回调地可能性较大，今年原油价格有可能是前高后低。因此，公司上游板块盈利状况预计也将有可能上半年高于下半年，全年板块业绩相比 2010 年大幅增长 30%左右已成大概率事件。

（二）、炼油又现亏损、化工景气弹性表现不明显

公司一季度原油加工量同比增长 16.1%，但由于原油价格的走高，公司炼油一季度又现亏损、亏损幅度约 3.7 美元/桶，我们估计主要是 3 月份亏损较大；4 月份成品油价格上调后，按照目前油价水平，盈亏平衡的可能性较大。从今年 CPI 高涨之下的两次成品油调价透露出现的信息来看，成品油定价机制还是在积极运转，并且往更市场方向的前进也可以预期，因此我们判断今年全年公司炼油业务会保持在盈亏临界或者微亏的可能性较大。考虑到上游板块的业绩大增，炼油就算小幅亏损也问题不大。

公司一季度乙烯产量同比略有增长，而化工产品中合成纤维原料及聚合物增长较多本应受益一季度合成纤维产业链的较高景气水平，但公司单位股本的乙烯当量产能较小、石化行业景气弹性较小（每万股乙烯产能只相当于中石化的 1/5 左右），从整体化工业务来看、受益不是很明显。

（三）、成品油销售吨油盈利实现翻番、天然气管道业务稳定增长

公司一季度成品油销量同比增长 16.9%，而经营利润则暴涨 155.3%，除去销量增长因素外，我们测算吨油盈利达到 240 多元/吨，是 2010 年同期的 2 倍以上。我们认为可能的原因主要有：（1）加油站单站销售量有较大的增长；（2）加油站网络布局的优化节省物流成本的同时、提升了零售市场份额；（3）公司可能在国内成品油保供情况时受益于国际贸易。

公司天然气销售保持较快增长，板块经营业绩也实现了 15%左右的较快增长。

3. 投资建议

我们预计中石油 2011-2012 年 EPS 分别为 0.85 元和 0.92 元，具有一定的估值优势，维持“谨慎推荐”评级，合理价值区间为 14-15 元。

中国石油（601857）财务报表预测

| 部门收入 | 2008A | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| (百万元) | 2,029,970 | 1,753,951 | 2,462,840 | 2,658,518 | 2,977,563 |
| 勘探与生产板块 | 626,367 | 405,326 | 544,884 | 585,349 | 644,727 |
| 对外销售 | 125,845 | 96,677 | 156,174 | 140,484 | 154,734 |
| 分部间销售 | 500,522 | 308,649 | 414,774 | 444,865 | 489,992 |
| 炼油与化工板块 | 560,729 | 501,300 | 664,773 | 762,918 | 857,934 |
| 对外销售 | 164,319 | 119,778 | 156,174 | 215,279 | 245,162 |
| 分部间销售 | 396,410 | 381,522 | 508,599 | 547,639 | 612,773 |
| 销售板块 | 778,141 | 768,295 | 1,134,534 | 1,187,096 | 1,327,207 |
| 对外销售 | 724,584 | 732,806 | 1,072,547 | 1,127,741 | 1,260,846 |
| 分部间销售 | 53,557 | 35,489 | 61,987 | 59,355 | 66,360 |
| 天然气与管道板块 | 63,315 | 77,658 | 117,043 | 121,341 | 145,609 |
| 对外销售 | 56,609 | 68,902 | 105,442 | 109,207 | 131,048 |
| 分部间销售 | 6,706 | 8,756 | 11,601 | 12,134 | 14,561 |
| 总部 | 1,418 | 1,372 | 1,606 | 1,814 | 2,087 |
| 对外销售 | 1,247 | 1,112 | 1,142 | 1,452 | 1,669 |
| 分部间销售 | 171 | 260 | 464 | 363 | 417 |
| 减：部门间抵消 | 957,366 | 734,676 | 997,425 | 1,064,356 | 1,184,104 |
| 营业额合计 | 1,072,604 | 1,019,275 | 1,465,415 | 1,594,162 | 1,793,460 |
| 经营利润 | | | | | |
| 勘探与生产板块 | 240,470 | 105,019 | 153,703 | 168,088 | 179,944 |
| 炼油与化工板块 | -93,830 | 17,308 | 7,847 | 14,938 | 15,658 |
| 销售板块 | 7,982 | 13,265 | 15,956 | 15,399 | 16,381 |
| 天然气与管道板块 | 16,057 | 19,046 | 20,415 | 24,268 | 29,122 |
| 总部 | -11,108 | -11,194 | -10,144 | -11,150 | -11,150 |
| 经营利润总额 | 159,571 | 143,444 | 187,777 | 211,543 | 229,954 |
| 勘探与生产板块 | 150.7% | 73.2% | 81.9% | 79.5% | 78.3% |
| 炼油与化工板块 | -58.8% | 12.1% | 4.2% | 7.1% | 6.8% |
| 销售板块 | 5.0% | 9.2% | 8.5% | 7.3% | 7.1% |
| 天然气与管道板块 | 10.1% | 13.3% | 10.9% | 11.5% | 12.7% |
| 总部 | -7.0% | -7.8% | -5.4% | -5.3% | -4.8% |
| 融资成本净额 | -1,848 | -4,596 | -5,510 | -6,346 | -6,899 |
| 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 | 206,396 | 224,255 |
| 所得税费用 | -35,211 | -33,473 | -38,513 | -46,439 | -50,457 |
| 本年利润 | 126,802 | 106,559 | 150,792 | 159,957 | 173,798 |
| 归属母公司净利润 | 123,853 | 103,212 | 139,992 | 155,158 | 168,584 |
| EPS | 0.62 | 0.56 | 0.76 | 0.85 | 0.92 |

资料来源：中国银河证券研究部

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。

王国平、裘孝锋，证券分析师。本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。

覆盖股票范围：

A 股：中国石油（601857.SH）、中国石化（600028.SH）、S 上石化（600688.SH）、辽通化工（000059.SZ）、沈阳化工（000698.SZ）、中海油服（601808.SH）、海油工程（600583.SH）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，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 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

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