

一季度高增长符合预期

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

2010年4月28日公司公告一季度报告: 按国际财务报告准则计算的净利润为人民币354.19 亿元, 按中国企业会计准则计算的净利润为人民币353.76 亿元, 每股基本盈利人民币0.18元, 比上年同期增长71.2%。

2. 我们的分析与判断

(一)、一季度业绩高增长符合预期, 天然气、烯烃、成品油增长较快

表 1: 公司 2010 年第一季度主要生产经营情况如下表:

生产经营数据	单 位	截至 3 月 31 日止 3 个月期间		同比增减 (%)
		2010 年	2009 年	
原油产量	百万桶	210.1	205.7	2.1
可销售天然气产量	十亿立方英尺	609.9	523.4	16.5
油气当量产量	百万桶	311.7	292.9	6.4
原油平均实现价格	美元/桶	70.01	37.10	88.7
天然气平均实现价格	美元/ 千立方英尺	3.28	3.26	0.6
原油加工量	百万桶	215.4	185.4	16.2
汽油、煤油、柴油产量	千吨	18,824	16,366	15.0
其中: 汽油	千吨	5,305	5,419	(2.1)
煤油	千吨	579	467	24.0
柴油	千吨	12,940	10,480	23.5
汽油、煤油、柴油销售量	千吨	27,049	21,250	27.3
其中: 汽油	千吨	8,885	7,048	26.1
煤油	千吨	1,445	1,066	35.6
柴油	千吨	16,719	13,136	27.3
主要化工产品产量				
乙烯	千吨	908	663	37.0
合成树脂	千吨	1,376	1,040	32.3
合成纤维原料及聚合物	千吨	499	373	33.8
合成橡胶	千吨	151	96	57.3
尿素	千吨	779	958	(18.7)

资料来源: 公司公告

公司原油产量稳中有升，天然气产量继续保持两位数比率增长。2010 年第一季度，生产原油 2.10 亿桶，同比增长 2.1%，生产可销售天然气 6,099 亿立方英尺，同比增长 16.5%。炼油与化工业务充分发挥一体化优势，加大组织协调力度，优化装置运行，稳步提高加工负荷，积极优化产品结构，推进产品质量升级，优化资源配置，实现规模有效运行。2010 年第一季度，公司共加工原油 2.15 亿桶，同比增长 16.2%，生产汽油、柴油和煤油 1,882.4 万吨，同比增长 15.0%，生产乙烯 90.8 万吨，同比增长 37.0%。销售业务采取灵活有效的营销策略，加大营销网络开发与调整力度，持续优化加油站布局 and 结构，努力提高运行效率及市场占有率。2010 年第一季度，销售汽油、柴油和煤油 2,705 万吨，同比增长 27.3%。天然气与管道业务以安全运行和提高效益为中心，油气调运平稳，保障能力显著提高，重点工程建设有序推进，管理和运营水平进一步增强，天然气销售继续保持较快增长。

（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）、烃及衍生物带动化工业务盈利超预期

因烃类下游产品近期涨价幅度远高于原料石脑油价格涨幅，目前乙烯、丙烯等烃及衍生物 EBIT 已经高达 4000 元/吨，烃及衍生物打开了石化行业盈利空间，如同 2003 年的扬子石化一样，烯烃会带动芳烃等烃及衍生物价格上涨，从而使三大合材料毛利高涨，目前三大合材料价格已经上涨至历史最高水平的 85% 左右，而原料原油、石脑油价仅为历史最高水平的 60%，毛利显然已经明显上升，我们认为烃及衍生物带动的三大合材料高盈利状况将会持续 1-2 年，历史上每次烃类复苏都有 2 年左右时间。受全球经济好转，化工出口持续上升，公司大幅上调 2010 年乙烯

计划产量达 869 万吨，较 09 年 671.3 万吨增长 29.45%。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，取得了良好效果；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，化工产品总经销量和产品价格持续增长，超出了市场预期。

图 1：国际乙烯价格趋势

2006—2010年乙烯东南亚CFR价格走势



资料来源：百川资讯

图 2：国际丙烯油价格趋势

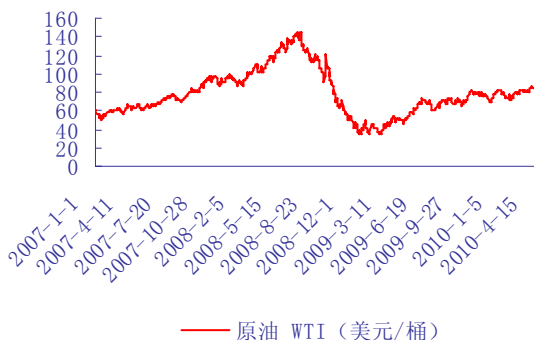
2006—2010年丙烯东南亚CFR价格走势



资料来源：百川资讯

图 3：国际原油价格趋势

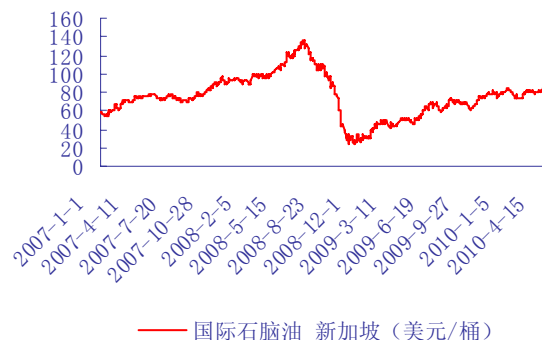
2006—2010年原油WTI价格走势



资料来源：百川资讯

图 4：国际石脑油价格趋势

2006—2010年国际石脑油价格走势



资料来源：百川资讯

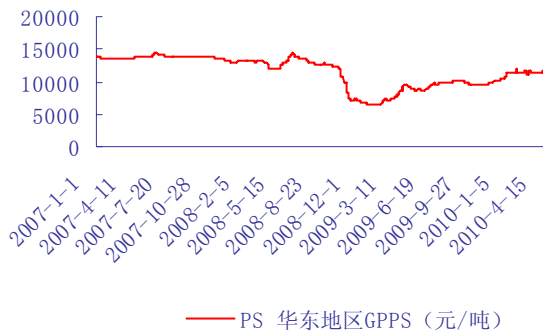
(四)、三大合成材料毛利迅速扩张

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。

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%，3-4 月继续呈现上涨态势。

图 5: PS 价格趋势

2006—2010年PS华东地区GPPS价格走势图



资料来源: 百川资讯

图 6: 丁苯橡胶价格趋势

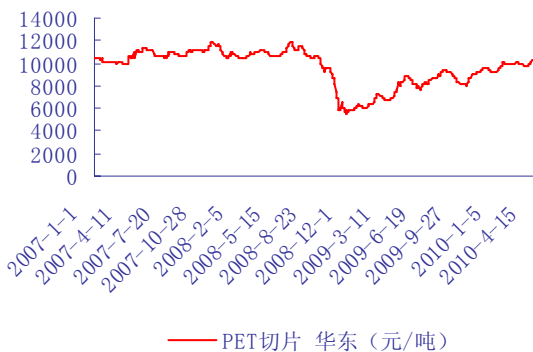
2006—2010年丁苯橡胶价格走势图



资料来源: 百川资讯

图 7: PET 价格趋势

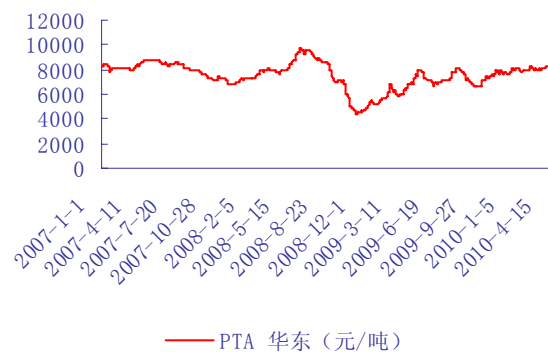
2006—2010年PET切片价格走势图



资料来源: 百川资讯

图 8: PTA 价格趋势

2006—2010年PTA价格走势图



资料来源: 百川资讯

(五)、环保要求与城镇化推动天然气消费高增长，管输费已经上涨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（管输费已经上涨）。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%。

（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/桶以上开始征缴，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，乙烯 EBIT 达到 4000 元左右，我们判断烯烃将带动石化行业于 2010 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，环保要求与城镇化推动天然气消费高增长，管输费已经上涨如果气价改革公司受益最大，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						
少数股东权益	847725.00	908111.00	1055119.57	1215862.90	1392185.23						
股东权益合计	1160271.00	1389181.00	1482692.91	1697529.26	1785945.78						
负债和股东权益合计	11826.00	27012.00	11212.03	12557.47	14189.94						

现金流量表					
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	125946.00	106378.00	147008.57	160743.34	176322.33
折旧与摊销	73562	78835	167368.5	179368.5	184709.5
经营性现金净流量	178359.00	273209.00	184023.22	255360.30	241793.73
投资性现金净流量	-216260.00	-267498.00	-200000.00	-200000.00	-200000.00
筹资性现金净流量	3861.00	53077.00	176.80	-54014.86	-40161.26
现金流量净额	-34152.00	58967.00	-15799.98	1345.44	1632.47
EBITDA	240624.00	230024.00	205666.34	238573.85	264502.81
NOPLAT	117636.75	111376.00	155699.54	168607.05	182012.01

财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
毛利率	36.17%	37.89%	36.96%	36.50%	35.90%
销售净利率	11.76%	10.44%	13.11%	12.80%	12.43%
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