

炼油亏损幅度和成本上升超预期

中国石油（601857.SH）

谨慎推荐 维持评级

分析师：袁孝锋 ✉: qiu Xiaofeng@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 年半年报，实现营业收入 9522.47 亿元，同比增长 39.1%；归属于上市公司股东净利润 660.07 亿元，实现每股收益 0.36 元，同比增长 1.0%；低于我们预期。

2. 我们的分析与判断

（一）、盈利支柱的上游板块油气量价齐升，业绩增长超 40%

公司上半年原油产量同比增长 5%，增幅为近年来最大，天然气产量增长 5.3%，保持稳定增长。受利比亚局势、美元贬值等因素影响，国际原油价格大幅上涨，布伦特原油最高达 126 美元/桶，公司上半年原油实现价格高达 101.6 美元/桶，同比增长 40.3%，尽管石油特别收益金和资源税同时增加了 302.5 亿元，公司上游板块经营利润达到 1037 亿元，同比增长 41.3%。

（二）、二季度炼油亏损幅度超预期，成为业绩环比下降的主因

上半年，特别是 3-5 月份，原油价格处于高位，造成二季度公司炼油亏损幅度进一步扩大；上半年炼油亏损达 233 亿元，每桶亏损约 7.3 美元/桶，而一季度是每桶约亏损 3.7 美元/桶，二季度炼油亏损幅度超过每桶 11 美元，相当于一季度亏损幅度的 3 倍，超出我们预期。同时，受原油高位的成本影响，二季度化工业务盈利状况也出现回落。炼油与化工板块整体 209 亿元的较大幅度亏损，是公司整体业绩低于预期的主要原因。

随着 5 月份国际原油价格开始有所回落，而近期原油价格再次大幅上涨的可能性不大，我们预计公司 8 月份开始炼油将有所改观，三季度炼油亏损幅度将有所收窄；化工业务也将因成本有所下降而盈利有所回升。另外，下半年新的成品油定价机制推出的可能性较大，届时炼油板块将受益。

（三）、成本费用支出增长超预期

公司上半年各项成本费用支出快速增长，超出我们预期。公司加大油气勘探收入，勘探费用增加约 23 亿元，同比增长 14.4%；除了勘探费用之外，人工和折旧快速增长，增加约 180 亿元。受 CPI 增长而调整员工收入与保险水平，员工费用增长 73.5 亿元，剔除业务拓展和经营规模扩大等因素，同比增长约 9%。折旧摊销费用增加约 107 亿元，同比增长约 19%。

（四）、销售板块快速增长、天然气板块受进口气亏损影响而略有下滑

公司加大营销网络建设，上半年新开发加油站 765 个投运 361 个，在云南、河南、江苏、重庆和湖北取得实质性进展，成品油销售量增长 12.4%，日均销售量创历史最好水平，国内零售市场份额达到 38.9%，板块经营利润达到 136 亿元，同比增长 80%。

西气东输二线和中亚天然气管道投产后，公司天然气管道板块，受进口天然气增加而增大亏损等影响，板块经营利润略有下降，至 107.3 亿元，同比下降 4.3%。

3. 投资建议

我们预计公司 2011-2012 年 EPS 为 0.80 元和 0.92 元，维持谨慎推荐评级。

部门收入	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
(百万元)	2,029,970	1,753,951	2,462,812	3,326,506	3,862,725
勘探与生产板块	626,367	405,326	544,884	713,522	761,040
对外销售	125,845	96,677	130,110	171,245	182,650
分部间销售	500,522	308,649	414,774	542,277	578,391
炼油与化工板块	560,729	501,300	664,773	935,058	1,106,412
对外销售	164,319	119,778	156,174	241,100	282,434
分部间销售	396,410	381,522	508,599	693,958	823,979
销售板块	778,141	768,295	1,134,534	1,512,251	1,796,554
对外销售	724,584	732,806	1,072,547	1,436,638	1,706,726
分部间销售	53,557	35,489	61,987	75,613	89,828
天然气与管道板块	63,315	77,658	117,043	163,860	196,632
对外销售	56,609	68,902	105,442	147,474	176,969
分部间销售	6,706	8,756	11,601	16,386	19,663
总部	1,418	1,372	1,578	1,814	2,087
对外销售	1,247	1,112	1,262	1,452	1,669
分部间销售	171	260	316	363	417
减：部门间抵消	957,366	734,676	997,277	1,328,596	1,512,278
营业额合计	1,072,604	1,019,275	1,465,535	1,997,909	2,350,448
经营利润					
勘探与生产板块	240,470	105,019	153,703	201,184	205,414
炼油与化工板块	-93,830	17,308	7,847	-22,410	7,816
销售板块	7,982	13,265	15,956	27,098	27,725
天然气与管道板块	16,057	19,046	20,415	21,302	21,630
总部	-11,108	-11,194	-10,144	-19,000	-20,900
经营利润总额	159,571	143,444	187,777	208,174	241,685
勘探与生产板块	150.7%	73.2%	81.9%	96.6%	85.0%
炼油与化工板块	-58.8%	12.1%	4.2%	-10.8%	3.2%
销售板块	5.0%	9.2%	8.5%	13.0%	11.5%
天然气与管道板块	10.1%	13.3%	10.9%	10.2%	8.9%
总部	-7.0%	-7.8%	-5.4%	-9.1%	-8.6%
融资成本净额	-1,848	-4,596	-5,510	-6,245	-7,251
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	203,129	235,634
所得税费用	-35,211	-33,473	-38,513	-50,782	-58,909
本年利润	126,802	106,559	150,792	152,347	176,726
归属母公司净利润	114,453	103,287	139,992	146,347	168,726
EPS	0.62	0.56	0.76	0.80	0.92

资料来源：中国银河证券研究部

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。

裴孝锋、王强，石油化工行业证券分析师。本 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。

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