

## 原油价格下跌拖累三季度业绩

中国石油（601857.SH）

**谨慎推荐** 维持评级

分析师：袁孝锋 电话：(8621) 20252676 邮箱：qiu Xiaofeng@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511050001

分析师：王强 电话：(8621) 20252621 邮箱：wangqiang\_yj@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511080002

分析师：胡昂 电话：(8621) 20252671 邮箱：huang@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130512070003

### 1. 事件

公司发布2014年三季报，实现营收17545.5亿元，同比增长4.3%；实现归属于母公司股东的净利润1060亿元，同比增长0.8%，对应EPS为0.52元，其中三季度0.15元，基本符合预期。

### 2. 我们的分析与判断

#### （一）、上游受油价下跌拖累而下滑、炼化销售和天然气管道各板块明显改善

公司前三季度除上游板块之外，炼化、销售和天然气管道各板块业绩均有好转。炼化板块改善主要是炼油受益去年新的成品油定价机制实行后的系统性改善；成品油销售板块改善受益于持续的优化销售结构；天然气板块则受益天然气价上调明显。上游板块主要受三季度国际原油价格一路下跌而同比下滑。

国际原油价格三季度出现了较大幅度的回调，有供需的因素、美元的因素和政治因素等多方面因素。但Brent目前回调到85美元左右，我们倾向于认为是个底部；后期我们预期年底将回到90-100美元之间。

#### （二）、上游板块降本增效、效益配产的效果开始体现

上游板块面对三季度国际原油价格的一路下跌，相对于原油的下跌程度，上游板块业绩环比下降幅度相对小一些，主要受益降本增效、效益配产的效果开始体现；上游板块由主要侧重产量逐步向提高效益转变，对资本支出也更加注重效益；上半年公司对辽河油田和吉林油田等实行自主经营权，按照效益最大化安排投资，统筹安排、自主优化，集中资金保重大勘探开发专项，增加高效措施投入费用。

#### （三）、炼油和销售业绩改善明显、炼油三季度亏损主要是库存跌价

去年3月发改委推出成品油定价新机制后，炼油业务的业绩得到系统性改善，公司从下半年开始，炼油业务基本告别大幅亏损的状态；季度间的炼油盈利波动主要是原油价格波动带来的库存收益或跌价的扰动；炼油单桶EBIT已经从前几年的巨亏5美元/桶大幅扭亏；总体来看，未来公司炼油单桶EBIT保持在略亏1美元/桶将成为常态。公司炼油上半年总体保持单季度20亿左右的EBIT盈利，三季度亏损主要是原油库存跌价因素，再加上冬季-35号柴油因素，四季度炼油盈利将会得到修复。化工总体由于宏观经济增速下台阶，大部分化工品产能过剩而进入5年来的低迷期，前三季度继续亏损，亏损同比有所收窄。

销售业务面对国内成品油市场需求增速放缓的形势，公司强化库存管理，优化销售结构，着力提升高标号汽油和航空煤油等产品的销量，销售效益大幅提升，从去年的低点恢复的不错，业绩同比增长近60%。

#### (四)、天然气板块盈利持续改善

近年来，随着中亚天然气管道和江苏如东 LNG 接收站的投产并逐步达产，天然气进口量快速放量，去年公司进口气和 LNG 承担巨额亏损接近 420 亿。去年 7 月天然气存量气非居民用调价不超过 4 毛，使得公司天然气板块业绩迎来转机；今年 9 月开始，天然气存量气非居民用气（除去化肥用气）又上调 4 毛，存量气价与增量气的价差已经缩小到只有 5 毛左右。随着天然气价格的上调，公司进口气亏损有所收窄；再加上自产气价差扩大而盈利提升，公司的天然气板块的盈利持续改善。今年前三季度剔除上年同期以部分管道净资产及业务出资产生收益的影响，同比增加经营利润达 106 亿元。预计明后年存量气将与增量气价接轨，公司天然气盈利还将进一步好转。

### 3. 投资建议

考虑到原油价格的大幅下跌，我们适当下调盈利预测，暂不考虑东部管道资产处理对业绩的影响，预计公司 2014-2015 年 EPS 分别为 0.66 元、0.72 元，给予公司“谨慎推荐”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、胡昂，石化和化工行业证券分析师。**3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。

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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-2025 2612 hetingting@chinastock.com.cn  
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
北京地区：王婷 010- 66568908 wangting@chinastock.com.cn  
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn  
海外机构：刘思瑶 010- 83571359 liusiyao@chinastock.com.cn