

## 油价暴跌业绩下滑，一季度压力最大

中国石油（601857.SH）

**谨慎推荐** 维持评级

分析师：袁孝锋 ☎：(8621) 20252676 ✉：qixiaofeng@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511050001  
分析师：王强 ☎：(8621) 20252621 ✉：wangqiang\_yj@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511080002  
分析师：胡昂 ☎：(8621) 20252671 ✉：huang@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130512070003

### 1. 事件

公司发布2014年年报，实现营收22,829.6亿元，同比上升1.1%；实现归属于母公司股东的净利润1071.7亿元，同比下降17.3%；对应EPS为0.59元，其中三、四季度业绩分别为0.15元和0.07元，基本符合预期。

### 2. 我们的分析与判断

#### （一）、去年四季度油价暴跌，上游板块回落、炼油销售巨大库存跌价损失

受供需因素、美元升值因素和大国博弈政治因素等多方面因素影响，去年下半年特别是四季度国际原油价格暴跌，Brent原油价格从110美元/桶暴跌到今年一季度的最低45美元/桶左右。受此影响，公司四季度上游板块盈利有所回落。

与此同时，炼油和成品油销售板块承受巨大库存跌价损失；炼油的单季EBIT从上半年的20亿元水平大幅下滑到四季度巨亏98亿元；销售板块单季EBIT从上半年的30-40亿元水平大幅下滑到四季度亏损51亿元。

#### （二）、今年一季度业绩压力最大，后面有望逐季好转

近期原油价格二次探底，波动较大。美国页岩油主流完全成本50美元左右，除了Eagle Ford地区之外的页岩油已触及盈亏线；且页岩油企的普遍资产负债率较高，油价下跌对其投资能力影响巨大，资本开支一旦下来很快就影响产量供给。目前美国页岩油钻井数目已经从年初大幅下降40%以上，美国EIA预计二季度页岩油产量将迎来转折点而出现下降。

我们认为原油40美元/桶有很强的支撑，目前低油价很难长时间维持，有望在今年上半年见底，未来均衡油价将恢复到80美元以上。随着油价的见底回升，公司业绩将在今年一季度见底，预计接近盈亏平衡，后面有望逐季好转。

自2013年成品油定价新机制实行后，在原油价格相对平稳时，炼油经营状况已得到系统性改善；去年上半年国四汽油实行后，公司单桶炼油EBIT能达到1美元/桶左右；下半年随着原油库存跌价影响，炼油单桶EBIT大幅下滑，四季度单桶EBIT亏损达6美元/桶。一旦原油价格回升，炼油受益油品质量升级，今年国四柴油实行后，公司单桶炼油EBIT有望接近2美元/桶；销售板块也将修复到正常的盈利水平；而且油价回升，炼油业务和销售板块都将叠加可观的库存收益。

### (三)、天然气板块持续改善

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，去年销售进口气达到近 400 亿方，净亏损约 350 亿元，减亏 68.5 亿元；剔除上一年同期以部分管道净资产及其业务出资产生收益的影响，同比增加 90.6 亿元；主要是 2013 年 7 月天然气存量气非居民用调价不超过 4 毛和去年 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，使得公司天然气板块业绩迎来转机。

今年 3 月，天然气增量气下调 0.44 元/立方、存量气上调 0.04 元/立方，天然气价格并轨实现了理顺非居民用气价格“三步走”的目标。存量气为 2012 年实际使用气量，增量气为超出部分，增量气约占 10%左右；因此，非居民用气价格并轨，存量气全年提价总额和增量气降价总额基本相当。因此，公司天然气与管道业绩盈利还将有所好转。

## 3. 投资建议

假设 2015-2017 年 Brent 平均价格为 65 美元、80 美元和 85 美元/桶，预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.24 元、0.48 元和 0.53 元，继续给予公司“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