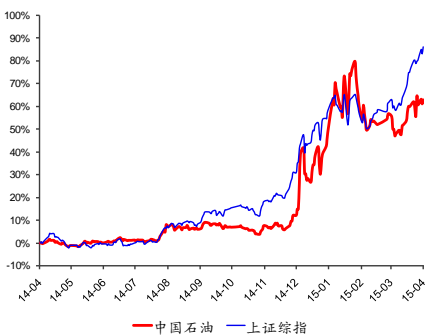


**石油石化**

2015年4月2日

**中国石油 (601857.SH)**

评级: 给予“中性”评级

**最近 52 周走势:**

**相关研究报告:**
**报告作者:**

分析师: 皮斌

执业证书编号: S0590514040001

**联系人:**

马群星 石亮

电话: 0510-82833337

Email: maqx@glsc.com.cn

**独立性申明**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响, 特此申明。  
 国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

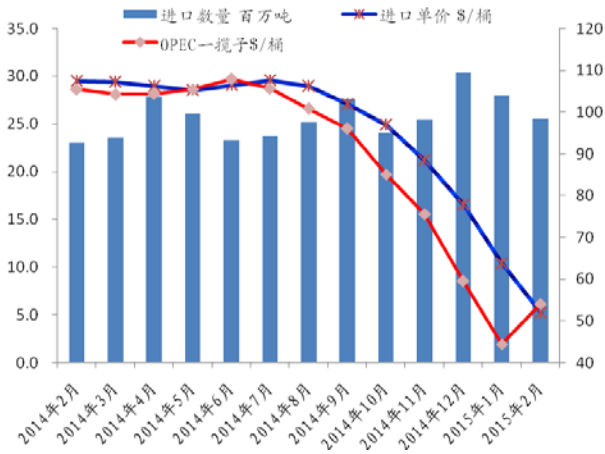
- **国际油价大跌, 2014Q4 业绩大降。**公司 2014 年实现营收 22839 亿元, 同比+1.1%, 归属于母公司股东净利润 1072 亿元, 同比-17.3%, EPS 为 0.59 元。因 Q4 油价从 107\$/桶暴跌至 50\$/桶, 冲击公司勘探与生产板块收益, 当季 EPS 仅为 0.07 元。
- **预计 2015 年油价难以回升, 以 50\$/桶为基准, 公司最盈利的勘探和生产板块将大受冲击。**受全球供给过剩(约 140 万桶/天)和库存高企影响, 2015 年 Q1 原油价格保持低位 OPEC 一揽子油价继续寻底。预计全年世界经济提振、美元汇率走软和区域冲突局势会对油价构成支撑, 期间不排除展开大反弹。我们认为油价区间 40~60\$/桶(OPEC 一揽子油价)。按照国内采购原油三地均价\*系数折扣+运费原则和 2014 年价格倒推验算, CFR 中国主港 47~66\$/桶, 测算公司原油综合成本价 52\$/桶, 公司原油自产 1.28 亿吨, 毛利率将下滑至 8%, 而 2014 年为 42%, 即使考虑特别收益金起征点提至 65\$/桶的税费减负, 低油价对原油开采业务盈利冲击已成定局。
- **销售需求总量温和增长。**预计国内 GDP 保增长 7.0%和低油价促进社会用量, 公司炼化板块即原油加工增量 1.5%, 自有加工原油量 1.035 亿吨, 销售油品量 1.63 亿吨(含外采和进口); 天然气与管道业务增长 25%, 预计年销量达到 1565 亿立方米; 勘探与生产即原油销量中, 预计国内自有开采部分量将下降 12%约 1.14 亿吨, 国外采购部分增长 18%达到约 0.71 亿吨。
- **天然气和管道业务大幅度增长。**天然气作为清洁能源主力, 具有良好的经济性和环保性, 历年国内表观需求增速保持 7%以上, 受国际低油价和工业需求疲弱拖累, 预计 2015 年需求增速降低为 5%, 公司可销售产量增长下调为 3%约 883 亿立方米, 进口贸易部分增量至 432 亿立方米。
- **炼油与化工业务有所改善。**受市场区域、炼厂装置老化、产品结

构和加工负荷等综合局限，公司炼化板块多年亏损，2014年亏损236亿，其中化工业务占亏损额70%。预计2015年炼化扭亏为盈，盈利动力一是50\$/桶的低油价和国家油品升级，有助于公司恢复炼油盈利点，二是石油-石脑油-烯烃-衍生物产业链的成本优势凸显，低油价改善化工业务，有助于恢复对煤化工和北美页岩气化工品的竞争力。

- **资本开支继续压缩，但不排除海外并购油气资源。**2015年公司常规资本开支保持严控压缩，勘探与生产资本支出降低10%至2002亿元。炼油与化工支出降低17%至259亿元，用于国V汽柴油产品质量升级建设。天然气与管道支出302亿元，用于重要油气骨干输送通道项目、储气库和城市燃气等建设。海外继续深入推进中东、中亚、美洲、亚太等合作区现有项目的油气勘探开发工作，确保储量、产量较快增长，不排除趁低布局海外并购，扩大油气资源储量。
- **国际油价是决定公司盈利的关键点。**公司盈利主要来自于勘探与生产，2014年贡献毛利3334亿，其中1.28亿吨自采原油占大部分，天然气LNG因存量气价上调，整体并未随油价同步下跌，加上销量增长，对公司盈利仍有增量贡献。公司油价随国际油价CFR中国主港，后者又跟随OPEC一揽子油价。我们建立公司盈利和油价估算模型，公司净利 $P=58X-3490$ ，其中X为OPEC油价。可以计算出，如果油价维持在50\$/桶目前水平，公司主营业务全年将亏损约590亿元。
- **给予“中性”评级。**预计国际油价低位大幅度震荡，预测2015年均价为50\$/桶，2016年65\$/桶，2017年80\$/桶。15-16年EPS仅为-0.23、0.21，对应A股11.86元，无法用市盈率来评级。考虑公司的控股股东股权占比、国家战略地位和油气储存总量资源，作为顶层央企改革的主力军，暂时给予“中性”评级。
- **风险提示：**国际油价继续大幅度下跌；

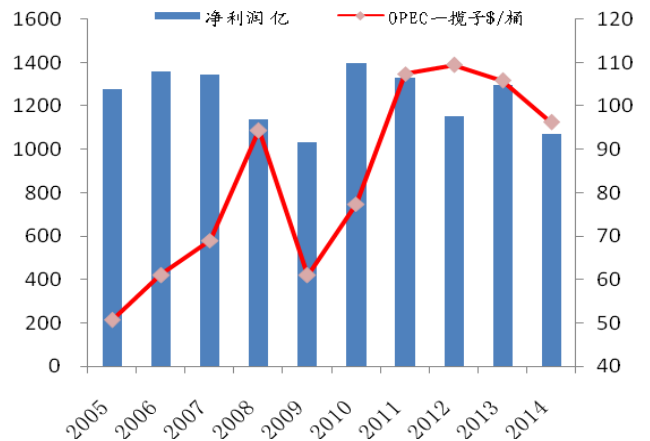
单位:百万元	2012A	2013A	2014	2015E	2016E
营业收入	2195296	2258124	2282962	1892673	2037424
YOY(%)	9.55%	2.86%	1.10%	-17.10%	7.65%
营业利润	165431	151711	153877	-48648	51295
净利润	115323	129577	107173	-42720	38599
EPS(元)	0.630	0.708	0.586	-0.233	0.211
P/E	18.82	16.75	20.25	-50.81	56.23
P/B	2.04	1.92	1.85	1.92	1.88

图表 1: 中国原油进口价跟随 OPEC 定价



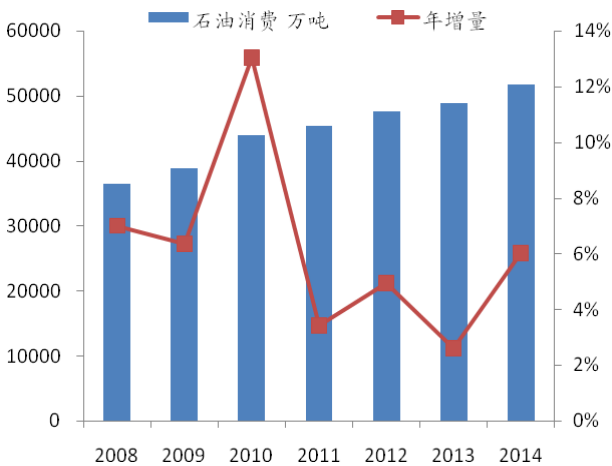
数据来源: OPEC 海关总署

图表 2: 公司历年净利润和国际原油价关系



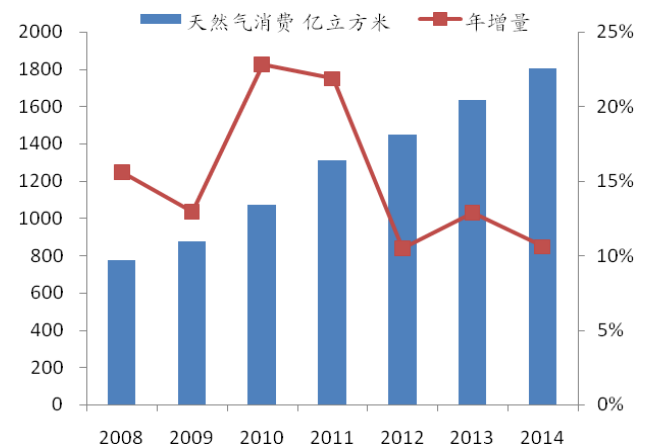
数据来源: OPEC 公司公告

图表 3: 国内石油消费量年增速



数据来源: 国家统计局 国联证券研究所

图表 4: 国内天然气消费量年增速



数据来源: 国家统计局 国联证券研究所

图表 5: 发改委对炼化定价政策

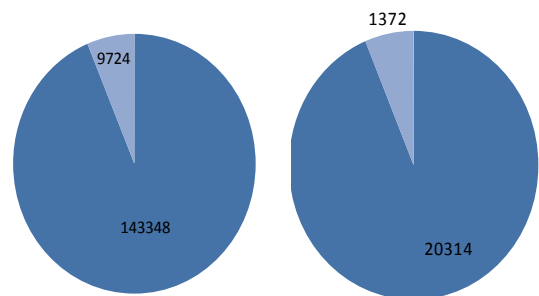
国际油价<80\$

130\$>国际油价>80\$

国际油价>130\$

图表 6: 公司拥有的原油和天然气资源储量

■ 石油原储量 万吨 ■ 新增储量 ■ 天然气 亿立方 ■ 新增储量



数据来源: 国家发改委 国联证券研究所

数据来源: 2014 年公司公告 国联证券研究所

单位:百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2282962	1892673	2037424	2192625
增长率(%)	1.10%	-17.10%	7.65%	7.62%
归属母公司净利润	107173	-42720	38599	82928
增长率(%)	-17.29%	-139.86%	190.35%	114.84%
每股收益(EPS)	0.586	-0.233	0.211	0.453
每股股利(DPS)	0.325	0.000	0.103	0.222
每股经营现金流	1.965	1.181	2.195	1.936
销售毛利率	23.99%	17.72%	21.95%	25.53%
销售净利率	5.21%	-2.51%	2.10%	4.20%
净资产收益率(ROE)	9.11%	-3.77%	3.35%	6.94%
投入资本回报率(ROIC)	7.92%	-1.71%	3.24%	6.38%
市盈率(P/E)	20.25	-50.81	56.23	26.17
市净率(P/B)	1.85	1.92	1.88	1.82
股息率(分红/股价)	0.027	0.000	0.009	0.019
<b>利润表</b>				
营业收入	2282962	1892673	2037424	2192625
减: 营业成本	1735354	1557237	1590235	1632854
营业税金及附加	227774	218967	233442	283262
营业费用	63207	64200	66490	68932
管理费用	84595	83233	84522	85433
财务费用	24877	25362	21140	16169
资产减值损失	5575	4322	3100	3300
加: 投资收益	12297	12000	12800	13900
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	153877	-48648	51295	116575
加: 其他非经营损益	2891	1600	1600	1600
<b>利润总额</b>	156768	-47048	52895	118175
减: 所得税	37734	400	10024	26069
<b>净利润</b>	119034	-47448	42871	92106
减: 少数股东损益	11861	-4728	4272	9178
<b>归属母公司净利润</b>	107173	-42720	38599	82928
<b>资产负债表</b>				
货币资金	22648	18927	80614	227450
应收和预付款项	105984	87797	118489	101400
存货	165977	210832	173962	221145
其他流动资产	43326	43326	43326	43326
长期股权投资	116570	128570	141370	155270
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	1747286	1666158	1568252	1415592
无形资产和开发支出	74722	65612	56502	47393
其他非流动资产	60495	46132	31768	31768
<b>资产总计</b>	2337008	2267354	2214283	2243343
短期借款	115333	119015	0	0
应付和预收款项	354505	328618	370615	348228
长期借款	370301	370301	370301	370301
其他负债	179109	179109	179109	179109
<b>负债合计</b>	1019248	997042	920025	897638
股本	183021	183021	183021	183021
资本公积	115492	115492	115492	115492
留存收益	877497	834777	854451	896720
<b>归属母公司股东权益</b>	1176010	1133290	1152964	1195233
少数股东权益	141750.0	137022.1	141293.9	150471.7
<b>股东权益合计</b>	1317760	1270312	1294258	1345705
负债和股东权益合计	2337008	2267354	2214283	2243343

现金流量表	2014A	2015E	2016E	2017E
经营性现金净流量	359631	216127	401708	354344
投资性现金净流量	-290838	-199800	-181800	-151800
筹资性现金净流量	-44312	-20049	-158221	-55709
<b>现金流量净额</b>	25525	-3721	61687	146836
<b>收益率</b>				
毛利率	23.99%	17.72%	21.95%	25.53%
三费/销售收入	7.56%	9.13%	8.45%	7.78%
EBIT/销售收入	7.82%	-1.23%	3.59%	6.08%
EBITDA/销售收入	15.44%	14.69%	18.38%	20.28%
销售净利率	5.21%	-2.51%	2.10%	4.20%
<b>资产获利率</b>				
ROE	9.11%	-3.77%	3.35%	6.94%
ROA	7.64%	-1.03%	3.30%	5.94%
ROIC	7.92%	-1.71%	3.24%	6.38%
<b>增长率</b>				
销售收入增长率	1.1%	-17.1%	7.6%	7.6%
EBIT 增长率	-10.2%	-113.1%	413.8%	82.1%
EBITDA 增长率	-1.7%	-21.1%	34.7%	18.8%
净利润增长率	-16.3%	-139.9%	190.4%	114.8%
总资产增长率	3.8%	-3.0%	-2.3%	1.3%
股东权益增长率	3.8%	-3.6%	1.7%	3.7%
经营营运资本增长率	-15.8%	65.9%	-185.6%	75.1%
<b>资本结构</b>				
资产负债率	43.61%	43.97%	41.55%	40.01%
投资资本/总资产	77.08%	77.51%	72.36%	67.24%
带息债务/总负债	47.65%	49.08%	40.25%	41.25%
流动比率	64.09%	71.45%	97.27%	146.26%
速动比率	24.40%	21.13%	46.51%	81.06%
股利支付率	55.49%	0.00%	49.03%	49.03%
收益留存率	44.51%	100.00%	50.97%	50.97%
<b>资产管理效率</b>				
总资产周转率	97.69%	83.47%	92.01%	97.74%
固定资产周转率	152.02%	155.19%	217.04%	249.56%
应收账款周转率	3462.65%	3317.82%	2704.44%	3266.24%
存货周转率	1045.54%	738.61%	914.13%	738.36%
<b>估值指标</b>				
EBIT	178491	(23318)	73176	133224
EBITDA	352472	277961	374456	444694
NOPLAT	133158	(30851)	56882	102193
净利润	107173	(42720)	38599	82928
EPS	0.59	(0.23)	0.21	0.45
BPS	6.43	6.19	6.30	6.53
PE	20.25	(50.81)	56.23	26.17
PEG	(2.47)	N/A	N/A	N/A
PB	1.85	1.92	1.88	1.82
PS	0.95	1.15	1.07	0.99
PCF	6.04	10.04	5.40	6.13
EV/EBIT	15.66	(119.86)	35.80	18.64
EV/EBITDA	7.93	10.05	7.00	5.59
EV/NOPLAT	21.00	(90.59)	46.06	24.30
EV/IC	1.55	1.59	1.64	1.65
ROIC-WACC	0.08	(0.03)	0.02	0.05
股息率	0.03	0.00	0.01	0.02

### 无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

### 上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

### 北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

### 深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

### 国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

### 免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。