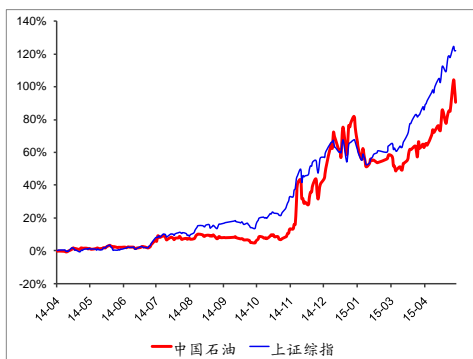


石油石化

2015 年 4 月 29 日

中国石油 (601857.SH)

评级：上调至“推荐”评级

最近 52 周走势：

相关研究报告：
2015-4-2 中国石油：最赚钱公司可能成为最亏钱公司
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

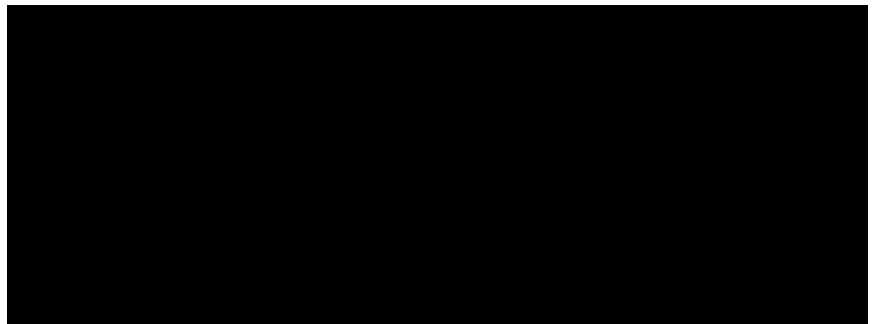
独立性申明

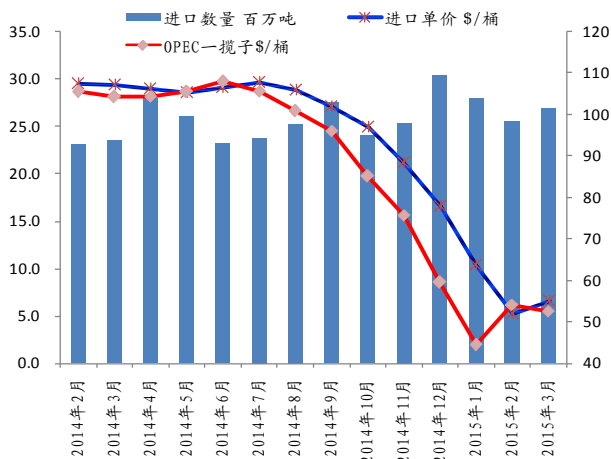
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。
 国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

- **2015Q1 同比盈利大降 82%，稍优于预期。** 2015Q1 公司营收 4103 亿元，YOY -22.4%，净利 61.5 亿元，YOY -82%，单季 EPS 0.03 元。业绩好于亏损的预期，主要原因国际原油反弹至 50\$/桶以上，化工和进口 LNG 两项减亏 78 亿，公司成功降低了自采原油成本 3.7%。
- **预计 2015 年内油价仍有反复，二季度国际油价大涨，利好二季度业绩。** 受世界经济提振、美元汇率走软和区域冲突局势会对油价构成支撑，国际原油已经大幅度反弹，OPEC 一揽子 4 月 28 日油价突破 60\$/桶，达到我们认为油价区间 40~60\$/桶（OPEC 一揽子油价）的上限高点，将对公司 2015Q2 业绩带来正面改善。我们预计油价仍处在反弹阶段，未来价格存在较大反复，考虑伊朗恢复大量出口、消费季节结束等预期，不排除国际油价大幅度回调，公司盈利再次受压。
- **销售需求总量温和增长，公司自采油气量持续增长。** 国内 GDP 保增长 7.0% 和低油价促进社会用量，公司炼化板块原油加工增量持平，自有采原油量实现增长。一季度公司采油量增 3.3%，天然气开采量增 7.7%，未来继续降本增效，二季度环比盈利增长是大概率事件。
- **天然气和管道业务稳健增长。** 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，2015 年需求增速放缓，但仍能维持稳健增长。
- **化工业务延续景气，炼油则尚未恢复。** 一季度化工品烯烃和原油价差扩大，化工业务超市场预期实现减亏 29 亿，二季度化工品价格多数上调，保持和原油的差价，我们判断化工业务景气延续。从产量和亏损加剧来看，炼油业务尚未恢复，2016 年存在向好的预期，主要是低油价和国家油品升级，特别是国务院 4 月 28 日要

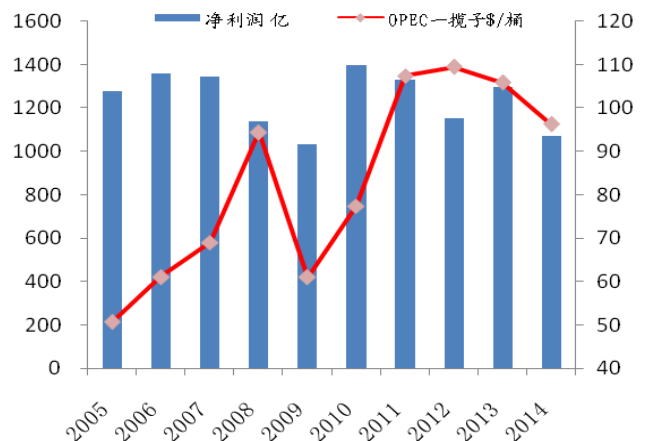
求提前油品升级，按照加价规则和各地确定落实，有助于公司炼油盈亏减少。

- **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，最新修正公司净利 $P=58X-3140$ ，其中X为OPEC油价。可以计算出，如果全年油价上调至60\$/桶水平，公司主营业务全年将盈利340亿元。
- **上调至“推荐”评级。**国际油价低位震荡，预测2016年均价为55\$/桶，2016年70\$/桶，2017年80\$/桶。15-17年EPS为0.14元、0.75元和1.23元，对应A股13.7元，2016年18倍，估值合理。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，上调至“推荐”评级。
- **风险提示：**国际油价继续大幅度下跌；

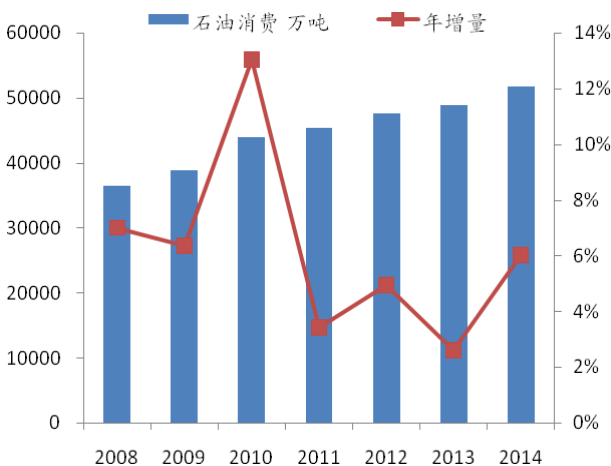


图表 1: 中国原油进口价跟随 OPEC 定价


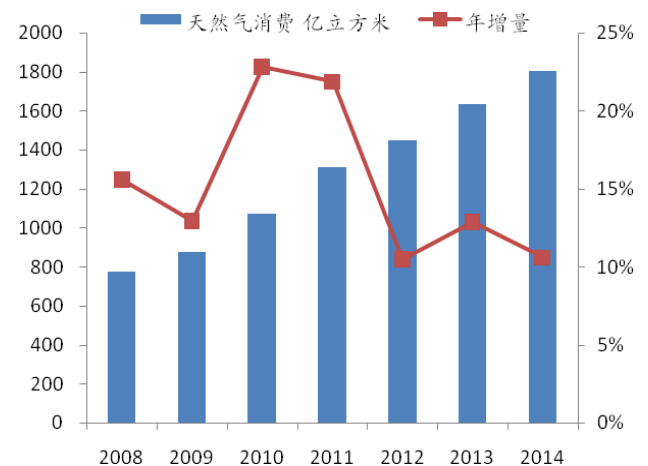
数据来源: OPEC 海关总署

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: 国内石油消费量和年增速


数据来源: 国家统计局 国联证券研究所

图表 4: 国内天然气消费量和年增速


数据来源: 国家统计局 国联证券研究所

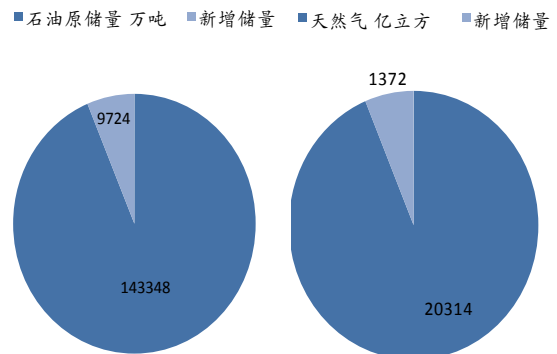
图表 5: 发改委对炼化定价政策

国际油价 < 80\$

130\$ > 国际油价 > 80\$

国际油价 > 130\$

数据来源: 国家发改委 国联证券研究所

图表 6: 公司拥有的原油和天然气资源储量


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	1972673	2179824	2399297
增长率(%)	1.10%	-13.59%	10.50%	10.07%
归属母公司净利润	107173	25930	136660	224979
增长率(%)	-17.29%	-75.81%	427.04%	64.63%
每股收益(EPS)	0.586	0.142	0.747	1.229
每股股利(DPS)	0.325	0.069	0.366	0.603
每股经营现金流	1.965	1.571	2.779	2.759
销售毛利率	23.99%	21.06%	27.05%	31.94%
销售净利率	5.21%	1.46%	6.96%	10.41%
净资产收益率(ROE)	9.11%	2.18%	10.86%	16.38%
投入资本回报率(ROIC)	7.92%	2.46%	9.29%	16.01%
市盈率(P/E)	24.47	101.15	19.19	11.66
市净率(P/B)	2.23	2.21	2.08	1.91
股息率(分红/股价)	0.023	0.005	0.026	0.042
利润表				
营业收入	2282962	1972673	2179824	2399297
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	23915	18323	12479
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
营业利润	153877	32799	196512	326937
加: 其他非经营损益	2891	1600	1600	1600
利润总额	156768	34399	198112	328537
减: 所得税	37734	5600	46328	78659
净利润	119034	28800	151784	249878
减: 少数股东损益	11861	2870	15124	24899
归属母公司净利润	107173	25930	136660	224979
资产负债表				
货币资金	22648	19727	202326	433801
应收和预付款项	105984	94218	123497	112979
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
资产总计	2337008	2274575	2341003	2461273
短期借款	115333	59686	0	0
应付和预收款项	354505	331632	372966	353665
长期借款	370301	370301	370301	370301
其他负债	179109	179109	179109	179109
负债合计	1019248	940729	922376	903075
股本	183021	183021	183021	183021
资本公积	115492	115492	115492	115492
留存收益	877497	890714	960370	1075043
归属母公司股东权益	1176010	1189227	1258883	1373556
少数股东权益	141750.0	144619.7	159744.0	184642.8
股东权益合计	1317760	1333846	1418627	1558198
负债和股东权益合计	2337008	2274575	2341003	2461273

现金流量表	2014A	2015E	2016E	2017E
经营性现金净流量	359631	287521	508553	504940
投资性现金净流量	-290838	-199800	-181800	-151800
筹资性现金净流量	-44312	-90643	-144154	-121665
现金流量净额	25525	-2921	182599	231475
收益率				
毛利率	23.99%	21.06%	27.05%	31.94%
三费/销售收入	7.56%	8.69%	7.77%	6.95%
EBIT/销售收入	7.82%	2.87%	9.89%	14.17%
EBITDA/销售收入	15.44%	18.15%	23.71%	27.15%
销售净利率	5.21%	1.46%	6.96%	10.41%
资产获利率				
ROE	9.11%	2.18%	10.86%	16.38%
ROA	7.64%	2.49%	9.21%	13.81%
ROIC	7.92%	2.46%	9.29%	16.01%
增长率				
销售收入增长率	1.1%	-13.6%	10.5%	10.1%
EBIT增长率	-10.2%	-68.2%	280.3%	57.7%
EBITDA增长率	-1.7%	1.6%	44.4%	26.0%
净利润增长率	-16.3%	-75.8%	427.0%	64.6%
总资产增长率	3.8%	-2.7%	2.9%	5.1%
股东权益增长率	3.8%	1.1%	5.9%	9.1%
经营营运资本增长率	-15.8%	71.6%	-223.4%	85.7%
资本结构				
资产负债率	43.61%	41.36%	39.40%	36.69%
投资资本/总资产	77.08%	77.45%	68.61%	61.62%
带息债务/总负债	47.65%	45.71%	40.15%	41.00%
流动比率	64.09%	82.03%	126.18%	197.33%
速动比率	24.40%	25.39%	75.70%	133.00%
股利支付率	55.49%	49.03%	49.03%	49.03%
收益留存率	44.51%	50.97%	50.97%	50.97%
资产管理效率				
总资产周转率	97.69%	86.73%	93.11%	97.48%
固定资产周转率	152.02%	161.75%	232.21%	273.08%
应收账款周转率	3462.65%	3169.28%	2745.69%	3136.17%
存货周转率	1045.54%	738.61%	914.13%	738.36%
估值指标				
EBIT	178491	56682	215576	339896
EBITDA	352472	357961	516856	651366
NOPLAT	133158	44312	163682	257197
净利润	107173	25930	136660	224979
EPS	0.59	0.14	0.75	1.23
BPS	6.43	6.50	6.88	7.50
PE	24.47	101.15	19.19	11.66
PEG	0.87	N/A	N/A	N/A
PB	2.23	2.21	2.08	1.91
PS	1.15	1.33	1.20	1.09
PCF	7.29	9.12	5.16	5.19
EV/EBIT	18.20	56.37	13.78	8.14
EV/EBITDA	9.21	8.93	5.75	4.25
EV/NOPLAT	24.39	72.11	18.15	10.75
EV/IC	1.80	1.81	1.85	1.82
ROIC-WACC	0.08	0.01	0.08	0.15
股息率	0.02	0.00	0.03	0.04

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。