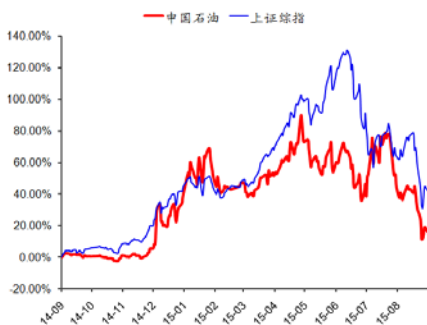


**石油石化**

2015年9月1日

**中国石油 (601857.SH)**

评级：维持“推荐”评级

**最近 52 周走势：**

**相关研究报告：**

2015-4-29 中国石油：Q1 盈利，短期看油价，长期重在改革

**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**

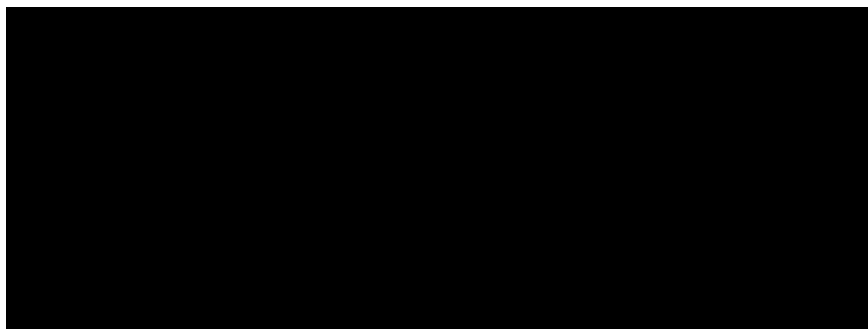
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

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。

- **2015Q2 盈利环比大幅度改善，上游控制成本得力。** 2015Q2 公司营收 4762.88 亿，盈利环比大幅提升，营业利润率 6.05%，实现净利 208.64 亿元，环比增长 170%，2015H1 每股收益 0.14 元。业绩好于预期的主要原因是国际原油反弹超 52\$/桶以上，炼化和进口 LNG 继续减亏，天然气销量增 37%，油气作业成本下降 0.36\$/桶。
- **预计未来油价维持低位反复，三季度国际油价创新低，拖累业绩。** 受伊朗出口恢复预期、美元汇率走强和供应过剩影响，国际原油下跌至 50\$/桶下方，OPEC 一揽子 7 月油价跌穿 50\$/桶，我们认为油价区间 40~60\$/桶（OPEC 一揽子油价）的范围内，持续下跌将对公司 2015Q3 业绩带来压力。我们预计油价仍处在低迷阶段，未来价格存在较大反复，但总体和 2014 年的均值 100\$/桶比较，价格跌幅过半，直接冲击上游勘探业务（原油盈利占 70%）。
- **油气当量同比小幅增长+2.9%。** 国内 GDP 保增长 7.0% 和低油价促进社会用量，公司实现原油产量 4.77 亿桶，同比增 2.6%；天然气 439 亿立方米，同比增 3.6%，主要增量来自海外气田，合计油气当量增长 2.9%。
- **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，但公司统筹优化国内自产气和进口气两种资源，仍能维持稳健增长。
- **炼油恢复盈利，化工业务扭亏。** 原油加工量-0.9%，成品油实际产量+1.0%，实现经营利润 55.50 亿元，同比增 11.95 亿元。上半年化工品烯烃和原油价差扩大，化工业务实现减亏 68.97 亿。2015H1 炼油与化工板块经营利润 46.57 亿元，比 2014H1 经营亏损 34.35 亿元扭亏增利 80.92 亿元。因国际低油价持续，对化工和炼油业务持续经营提供了保障。
- **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  $P=61X-3072$ ，其中 X 为 OPEC 油价。可以计算出，如果全年油价上调至 55\$/桶水平，公司主营业务全年将盈利 283 亿元。
- **维持“推荐”评级。**国际油价低位震荡，假设 2015 年均价为 55\$/桶，2016 年 65\$/桶，2017 年 75\$/桶。15-17 年 EPS 为 0.26 元、0.44 元和 0.56 元，对应当前 A 股 8.93 元，2016 年 11.9 倍，估值偏低。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，给予 12.00 元目标价，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**国际油价继续大幅度下跌；



单位:百万元	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2282962	1872673	1976824	2190207	经营性现金净流量	359631	309271	454296	368036
增长率(%)	1.10%	-17.97%	5.56%	10.79%	投资性现金净流量	-290838	-199800	-181800	-151800
归属母公司净利润	107173	48403	80682	103211	筹资性现金净流量	-44312	-113392	-104594	-63198
增长率(%)	-17.29%	-54.84%	66.69%	27.92%	<b>现金流量净额</b>	25525	-3921	167902	153038
每股收益(EPS)	0.586	0.264	0.441	0.564	<b>收益率</b>				
每股股利(DPS)	0.325	0.130	0.216	0.276	毛利率	23.99%	23.95%	25.63%	26.82%
每股经营现金流	1.965	1.690	2.482	2.011	三费/销售收入	7.56%	9.13%	8.56%	7.67%
销售毛利率	23.99%	23.95%	25.63%	26.82%	EBIT/销售收入	7.82%	4.79%	6.71%	7.34%
销售净利率	5.21%	2.87%	4.53%	5.23%	EBITDA/销售收入	15.44%	20.88%	21.95%	21.56%
净资产收益率(ROE)	9.11%	4.03%	6.50%	7.97%	销售净利率	5.21%	2.87%	4.53%	5.23%
投入资本回报率(ROIC)	7.92%	3.83%	5.75%	7.68%	<b>资产获利率</b>	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
市盈率(P/E)	15.61	34.56	20.73	16.21	ROE	9.11%	4.03%	6.50%	7.97%
市净率(P/B)	1.42	1.39	1.35	1.29	ROA	7.64%	4.02%	5.71%	6.85%
股息率(分红/股价)	0.036	0.014	0.024	0.030	ROIC	7.92%	3.83%	5.75%	7.68%
<b>利润表</b>					<b>增长率</b>	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
营业收入	2282962	1872673	1976824	2190207	销售收入增长率	1.1%	-18.0%	5.6%	10.8%
减:营业成本	1735354	1424237	1470235	1602854	EBIT增长率	-10.2%	-49.8%	47.8%	21.3%
营业税金及附加	227774	218967	233442	283262	EBITDA增长率	-1.7%	10.9%	11.0%	8.9%
营业费用	63207	64200	66490	68932	净利润增长率	-16.3%	-54.8%	66.7%	27.9%
管理费用	84595	83233	84522	85433	总资产增长率	3.8%	-4.6%	4.1%	1.1%
财务费用	24877	23635	18220	13714	股东权益增长率	3.8%	2.1%	3.4%	4.2%
资产减值损失	5575	4322	3100	3300	经营营运资本增长率	-15.8%	74.2%	-293.5%	81.4%
加:投资收益	12297	12000	12800	13900	<b>资本结构</b>	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	43.61%	39.56%	39.76%	37.71%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	77.08%	79.09%	68.91%	64.43%
<b>营业利润</b>	153877	66079	113615	146612	带息债务/总负债	47.65%	47.39%	40.13%	41.83%
加:其他非经营损益	2891	1600	1600	1600	流动比率	64.09%	82.89%	121.34%	177.26%
<b>利润总额</b>	156768	67679	115215	148212	速动比率	24.40%	25.98%	70.16%	112.65%
减:所得税	37734	13920	25604	33578	股利支付率	55.49%	49.03%	49.03%	49.03%
<b>净利润</b>	119034	53760	89611	114634	收益留存率	44.51%	50.97%	50.97%	50.97%
减:少数股东损益	11861	5357	8929	11423	<b>资产管理效率</b>	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>归属母公司净利润</b>	107173	48403	80682	103211	总资产周转率	97.69%	83.98%	85.19%	93.32%
<b>资产负债表</b>					固定资产周转率	152.02%	153.55%	210.59%	249.29%
货币资金	22648	18727	186629	339666		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
应收和预付款项	105984	82616	115580	103308	应收账款周转率	3462.65%	3359.29%	2719.22%	3146.36%
存货	165977	178650	177107	210740	存货周转率	1045.54%	797.22%	830.14%	760.58%
其他流动资产	43326	43326	43326	43326	<b>估值指标</b>	2014A	2015E	2016E	2017E
长期股权投资	116570	128570	141370	155270	EBIT	178491	89682	132576	160806
投资性房地产	0	0	0	0	EBITDA	352472	390961	433856	472276
固定资产和在建工程	1747286	1666158	1568252	1415592	NOPLAT	133158	69062	101432	122879
无形资产和开发支出	74722	65612	56502	47393	净利润	107173	48403	80682	103211
其他非流动资产	60495	46132	31768	31768	EPS	0.59	0.26	0.44	0.56
<b>资产总计</b>	2337008	2229790	2320534	2347063	BPS	6.43	6.56	6.79	7.07
短期借款	115333	47675	0	0	PE	15.61	34.56	20.73	16.21
应付和预收款项	354505	284917	373283	335782	PEG	(12.51)	N/A	N/A	N/A
长期借款	370301	370301	370301	370301	PB	1.42	1.39	1.35	1.29
其他负债	179109	179109	179109	179109	PS	0.73	0.89	0.85	0.76
<b>负债合计</b>	1019248	882002	922693	885192	PCF	4.65	5.41	3.68	4.55
股本	183021	183021	183021	183021	EV/EBIT	12.87	24.93	15.31	11.76
资本公积	115492	115492	115492	115492	EV/EBITDA	6.52	5.72	4.68	4.00
留存收益	877497	902168	943292	995900	EV/NOPLAT	17.26	32.37	20.01	15.39
<b>归属母公司股东权益</b>	1176010	1200681	1241805	1294413	EV/IC	1.28	1.27	1.27	1.25
少数股东权益	141750.0	147106.8	156036.0	167458.6	ROIC-WACC	0.08	0.02	0.05	0.07
<b>股东权益合计</b>	1317760	1347788	1397841	1461871	股息率	0.04	0.01	0.02	0.03
负债和股东权益合计	2337008	2229790	2320534	2347063					

**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。