公司简评研究报告 ● 石油化工行业 2015 年 10 月 30 日

油价二次探底而业绩回落

中国石油（601857.SH）

谨慎推荐 维持评级

分析师：裘孝锋 ☎：（8621）20252676 ✉：qiuxiaofeng@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

1. 事件

公司发布 2015 年三季报，实现营收 13051 亿元，同比下降 25.6%；实现归属于母公司股东的净利润 306 亿元，同比下降 68.1%；EPS 为 0.17 元；其中一至三季度业绩分别为 0.03 元、0.11 元、0.03 元，基本符合预期。

2. 我们的分析与判断

（一）、三季度油价二次探底，上游板块业绩持续回落

受原油供应产能过剩、OPEC 产量创 3 年来新高的影响，三季度国际原油价格二次探底后企稳，跌破上半年低点至 40 附近时，一度接近 2008 年金融危机时最低点。受油价回落影响，公司上游板块 EBIT 持续回落，从 2012-2014 年上半年高油价时单季度 400-500 亿的水平、到今年上半年的单季度 160-170 亿元，三季度进一步回落至 128.76 亿元；上游勘探生产板块作为公司盈利支柱，往年业绩占比一般在 80%以上，上游板块的业绩回落，成为公司业绩大幅下滑的主因。

（二）、炼油和销售因油价回落而库存跌价

炼油和成品油销售板块的业绩表现与 15Q1 类似，承受了巨大库存跌价损失；今年二季度油价反弹时，二季度炼化和成品油销售的业绩大幅好转则受益于库存收益。炼油单季 EBIT 从一季度的亏损约 38 亿元到二季度盈利 93 亿元，三季度则亏损 39 亿元；销售板块单季 EBIT 从一季度的亏损约 26 亿元到二季度盈利约 57 亿元，三季度则受成品油价格大幅下降、需求增速放缓等因素叠加而亏损约 40 亿元。

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 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，14Q4 和 15Q1 单桶 EBIT 亏损达 6 美元/桶和 2.4 美元/桶，二季度油价反弹后的 15Q2 单桶 EBIT 盈利约 6.2 美元/桶；三季度则又亏损 2.5 美元/桶。未来创去油价波动带来库存损益之外，公司单桶炼油 EBIT 有望在 1.5-2 美元/桶的正常盈利水平。

（三）、进口气三季度减亏，但天然气板块有气价下调压力

公司今年进口气逐季度减亏，前三季度分别亏损 71.66 亿、34.6 亿和 11.45 亿元，主要是国际油价的大幅下跌而使进口气成本有所下降、但国内天然气价格下调滞后。国内自产气及管网业绩则稳中有升，前三季度达到 371.55 亿元。但由于油价的大幅下跌，按照可替代能源的市场净回值定价机制，我们预计四季度到年底气价有望下调 5 毛左右，公司进口气亏损将承受较大的压力。

3. 投资建议

我们预计 Brent 油价未来一段时间的波动中枢将主要在 50-60 美元/桶的相对低位，再加上天然气价格有下调压力，公司短期业绩还将承受压力。但目前公司 PB 仅为 1.3 倍，接近历史估值底部，下行风险已不大；预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.24 元、0.28 元和 0.33 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，石化和化工行业证券分析师。2 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