

具有消费特征和销售终端的能源供应商



东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论

- **为什么需要对中国石化的盈利能力重新评估？** 1) 主要产品产能和销量增速较快，规模的提升提高了公司的盈利水平；2) 09 年以来原油价格的反弹速度超过预期，油气开采板块和化工板块盈利恢复较快；3) 虽然不排除国际油价短暂挑战 80 美元/桶以上高点的可能性，但美元后续酝酿的反弹可能使油价不会长时间处于高位。国家今年 5 月份出台的新的油品价格管理办法确保了当国际油价低于 80 美元/桶时国内炼油环节拥有合理的利润，中国石化炼油板块的盈利将较前几年大幅提升；4) “节能减排”的要求促使能源价格将朝着更加有利于体现资源稀缺性的方向调整，国内天然气涨价预期强烈，油气企业长期盈利能力将逐步提高
- **目前资产状况下，中国石化各个业务板块的盈利峰值和低谷如何？** 1) 油气开采板块，扣除包括特别权益金在内的完全成本，当油价在 60-80 美元/桶运行时，EBIT 在 186 亿-417 亿；2) 炼油及销售板块，新的油品定价机制下，原油均价在 100 美元/桶以下时，炼油桶油 EBIT 的变化区间为 1-4 美元/桶，销售桶油 EBIT 相对平稳在 2.5-4 美元/桶之间，炼油加销售板块的盈利峰值为 645 亿，低值大约 300 亿左右；3) 化工板块是仅次于上游的盈利弹性较大的板块，主要原因是未来乙烯增量较大，而利润率目前仍处于较低水平，有较大的提升空间，当单位乙烯 EBIT 在 250 美元/吨-550 美元/吨之间时，化工板块的盈利为 133-299 亿。综上，中国石化周期内盈利高点和低点的 EPS 分别为 0.47/股和 1.16 元/股。我们对其 09、10 年的业绩预期为 0.73 元/股和 0.82 元/股。
- **如何对中国石化估值？** 中国石化不是简单的加工型企业，我们认为，将其定义为具消费特征和零售终端的能源供应商更为恰当，如果以不同板块在 EBIT 中的占比作为权重，给与油气开采板块和销售板块 25 倍的市盈率，给与炼油、化工板块 15 倍的市盈率，那么中国石化的综合市盈率在 20 倍左右是合理的。
- **为什么上调评级至买入？** 以 20 倍 P/E 估值，中国石化在盈利高点和低谷的股价分别为 9.4 元和 23.2 元，以明年业绩估算的股价为 16.2 元，目前 12.8 元的市场价格无论是看 2010 年，还是放在一个处于景气向上的周期里看，均具有较大的提升空间。因此上调评级至买入。
- **股价表现的催化剂：** 集团资产置入的预期，天然气价格上调的预期，可分离交易的权证行权日期临近
- **风险因素：** 原油价格再度大幅飙升到 100 美元/桶以上，中国石化炼油板块盈利可能低于上述低点的预期，甚至不排除再次亏损的可能性

王 晶

石油与化工行业首席分析师

8621-63325888 × 6072

wangjing@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (上调)

股价 (2009 年 12 月 11 日) 12.8 元

目标价格 (6 个月) 16.2 元

总股本/A 股 (亿股) 867/699

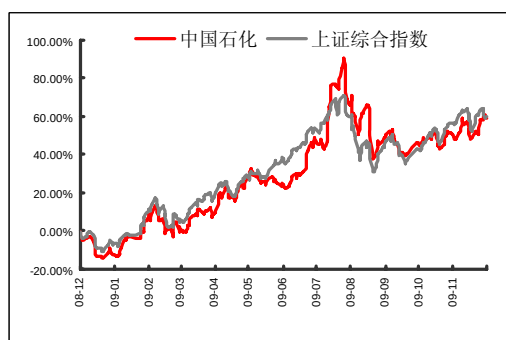
A 股市值 (亿元) 8947

国家/地区 中国

行业 石油化工

报告日期 2009 年 12 月 14 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	9	13	59
相对表现 (%)	-5	-3	-1

资料来源: WIND

财务预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1452101	1363716	1567032	1802087
营业利润 (百)	-26066	35613	38901	51150
净利润 (百万)	26115	53048	59308	67230
EBITDA (百万)	28510	98950	121018	152591
每股收益 (元)	0.34	0.73	0.82	0.93
净资产收益率	9.0%	17.1%	16.7%	16.5%
每股经营现金	0.86	1.24	1.57	1.89
市盈率(X)	37.6	17.5	15.6	13.8
EV/EBITDA(X)	46	13	11	9

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

目 录

1. 为什么需要对中国石化的盈利能力重新评估？	4
2. 经济周期高低点盈利情况模拟	4
油气开采板块	4
炼油	5
油品销售	6
化工	6
中国石化各个板块盈利高低点情况模拟	7
3. 估值	8
4. 近期可能的消息面刺激	8
集团油气资产整合预期强烈	8
天然气价格上调预期强烈	8
权证行权日期临近或成为股价活跃的催化剂	9
5. 2010 年基本面主要看点	10
油气消费持续高增长	10
新成品油定价机制确保炼油稳定利润空间	12
化工毛利继续恢复	14
分析师承诺	18
投资评级说明	18
图 1 不同原油价格假设下中国石化油气开采板块 EBIT 预测	5
表 1 国内外桶油 EBIT 比较（单位：美元/桶）	6
图 2 中国石化化工板块 EBIT margin 历史情况	7
图 3 中国石化历年单位乙烯 EBIT	7
图 4 国内天然气销量、增速及净进口量（单位：10 亿立方米）	9
图 5 国内汽柴油消费量及增速（单位：万吨、%）	10
图 6 08、09 年 1-10 月国内汽油累计消费及同比增速（单位：万吨、%）	11
图 7 08、09 年 1-10 月国内汽柴油累计消费及同比增速（单位：万吨、%）	11
图 8 国内轿车 09 年销量及同比增速（万辆、%）	12
图 9 近几年中国石化炼油板块盈利变化情况	13
图 10 09 年中国石化单月炼油毛利估算	14
图 11 中国石化化工板块盈利情况	15
图 12 国际聚乙烯、聚丙烯价格及与石脑油间的价差变化（单位：美元/吨）	15
表 1 国内外桶油	6
表 2 中国石化各个板块盈利能力模拟	8

表 3 06 年以来国内成品油调整频率明显较以往加快.....	12
附表：中国石化三表预测.....	16

1. 为什么需要对中国石化的盈利能力重新评估？

05年以来，中国石化的原油加工量、乙烯产量等增速均达到或超过30%，充分享受到了国内石油化工产品消费市场的增长，主要产品规模的快速扩张进一步提升了公司的盈利水平。

09年以来，在美元持续走弱和世界经济强劲复苏的带动下，国际原油价格反弹力度超过预期，中国石化上油气开采和化工板块盈利恢复较快

09年5月国家出台新的油品价格管理办法，当国际原油价格在80美元/桶以下时，国内成品油价格的调整要考虑炼油企业适当的利润空间，基于此，今年以来国内成品油价格调整的频率显著加快，中国石化炼油板块的毛利回到了合理水平。展望未来1-2年，虽然不排除某些时点原油价格突破80美元/桶甚至继续冲高的可能性，但考虑到经济复苏后美元汇率的反弹和全球经济复苏的可持续性，原油长时间维持在80美元/桶以上的概率不高，我们预计，10、11年的原油均价仍会低于80美元/桶，这样的国际原油价格交易区间非常利于国内炼油企业维持较好的利润空间。

在倡导“节能减排”、“优化产业结构、淘汰落后产能”的今天，上游稀缺资源价格的理顺变得越来越重要，油、气等产品价格将朝着更加有利于体现资源稀缺性的方向调整，价格将作为重要的杠杆用于调节供需，这将有利于国内油气企业长期盈利能力的提高。

2. 经济周期高低点盈利情况模拟

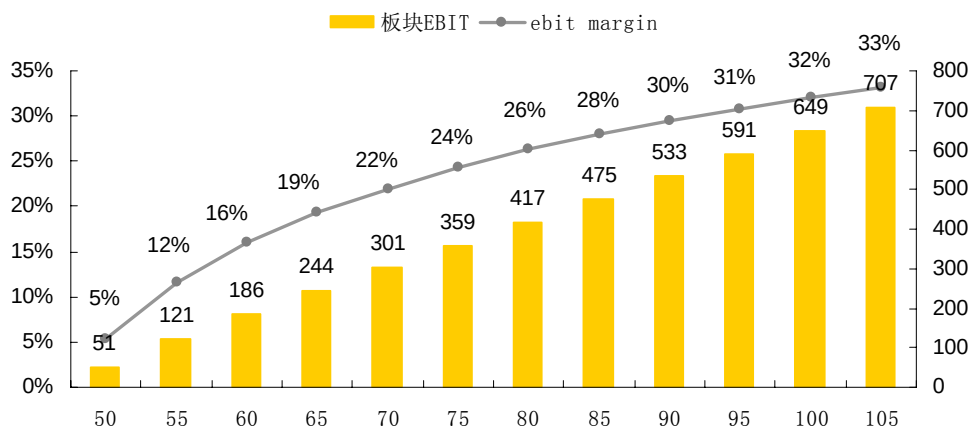
中国石化目前主业分油气开采、炼油、油品销售和化工四个板块，四个板块的盈利均具有不同程度的周期性，我们将参考历史周期内的盈利情况，并在对未来油价合理假设的前提下，估算各个业务板块景气高峰、景气低谷及周期内平均利润情况，并据此给出每股收益的变化区间。

油气开采板块

上游油气开采板块的盈利能力直接与国际能源价格密切相关。目前我国原油价格已与国际接轨，天然气仍然遵循国家指导价格，但未来随着进口气源占比的提高，天然气价格面临与进口气价接轨的压力，预计上调幅度在0.20元/立方米-0.40元/立方米。

中国石化目前油气开采板块的桶油完全成本32.5美元（不含石油特别权益金），考虑到普光气田10年起商业供气，预计未来1-2年中国石化油气年销量在3.7亿桶左右，不同原油价格假设下油气开采板块的EBIT及EBIT margin如图

在国际原油价格运行区间60-80美元/桶时，中国石化油气开采板块的EBIT在186亿-417亿，平均盈利水平301亿。

图 1 不同原油价格假设下中国石化油气开采板块 EBIT 预测


来源：东方证券研究所

炼油

由于国家对成品油价格进行管制，国内炼油毛利一直比较异常，主要表现为与国际炼油景气周期毫无相关性可言，2001 年以来一直处于微利或亏损的状态。随着国内油气消耗的增长，国内原油进口依存度一度达到 50% 的国际警戒线水平，成品油价格理顺的呼声逐渐升高，另外，随着中国石化、中国石油主要资产的海内外上市，两大公司的内部体制和机制进一步完善，与相关管理层就成品油定价方面的沟通也更加积极，今年 5 月，国内成品油定价机制的“破冰之旅”终于启动，首次明确了当原油价格处于 80 美元/桶以下时，成品油价格调整要充分考虑国内炼油企业适当的利润，之后，国内成品油价格调整频率明显加快，中国石化炼油板块的毛利恢复到较正常的水平。

我们预计，在新的定价机制下，当国际原油价格在 60-80 美元之间运行时，炼油的桶油 EBIT 在 3-4 美元/桶之间，当国际油价超过 80 美元/桶时，桶油 EBIT 逐渐递减到 1 美元/桶，超过 100 美元时，EBIT 归 0。在未来的 2-3 年内，国际原油均价超过 100 美元/桶的概率极低（08 年极端情况下均价不过 100 美元/桶）。

考虑到福建炼化和天津乙烯两大项目 09 年的投产，预计 10 年中国石化原油加工量将增加 2000 万吨左右，按照 1.9 亿吨左右的原油加工量，以 1 美元/桶和 4 美元/桶的 EBIT 估算中国石化炼油板块的盈利，低点和高点分别为 95 亿和 380 亿，平均 238 亿。

表 1 国内外桶油 EBIT 比较（单位：美元/桶）

	W321 炼油毛利	按照 321 毛利估算的桶油 EBIT	中国石化桶油 EBIT
2003	4.71	0.71	0.86
2004	6.53	2.53	0.76
2005	10.54	6.54	-0.42
2006	10.42	6.42	-3.00
2007	13.15	9.15	-1.16
2008	9.45	5.45	-7.02
2009	6.70	2.70	3.53

来源：bloomberg，中国石化公开资料，东方证券整理

油品销售

在东部沿海等经济发达地区拥有 3 万座左右的加油站是中国石化的一大看点，目前国内加油站总数在 9 万座左右，拥有 30% 市场份额的零售终端使得中国石化成为消费和销售特性兼具的能源供应商。

不仅如此，从欧美加油站得发展历史来看，“加油站+便利店”、“加油站+便利店+汽车服务中心”、“加油站+大型超市”、“加油站+综合服务中心”等多种零售服务组合形式的经营模式逐渐成为主流，非油业务对加油站毛利的贡献达到 60%。

中国石化目前拥有便利店的加油站在 30% 左右，未来加油站非油业务的创新空间和拓展空间都非常大。

从历史来看，中国石化销售板块的桶油 EBIT 较为稳定，以 8 的吨桶比计算，我们认为未来销售板块桶油销售 EBIT 的区间在 2.5-4 美元/桶比较合适，按照 1.5 亿吨左右的成品油销售量计算，销售板块未来盈利的波动区间在 204-326 亿之间，均值 265 亿。

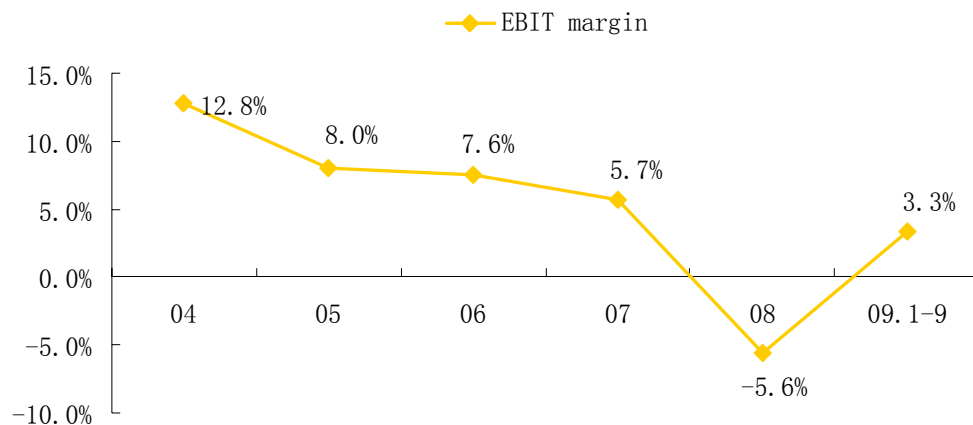
化工

从化工板块的盈利来看，2004 年是上一轮的景气高点，之后略有回落，08 年跌至谷底。

2009 年前三季度化工板块盈利略有恢复，但仍远远低于 07 年以前的平均水平，虽然板块的 EBIT margin 很低，但强劲的油价回升力度促使产品价格维持在高位，因此单位乙烯 EBIT 仍然可能达到 283 美元/吨的较好水平。可以预期，只要原油价格在目前 60-80 美元/桶的区间企稳，化工板块仍将可以在较低利润率的基础上维持相对较高的利润水平，而一旦利润率稍有回升，板块利润提升的空间非常巨大。

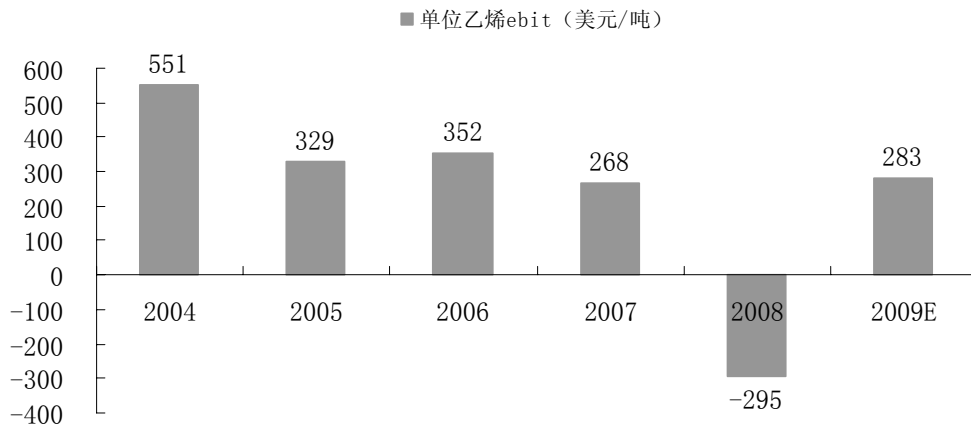
我们以单位乙烯 EBIT 250 美元/吨和 550 美元/吨作为周期内盈利高低点的测算标准(剔除 08 年 3、4 季度的较为异常的低点)，考虑到未来福建乙烯、天津乙烯、镇海乙烯项目的相继投产，未来 1-2 年乙烯年均销量按 780 万吨计算，化工板块的 EBIT 在 133 亿-293 亿，平均 213 亿。

图 2 中国石化化工板块 EBIT margin 历史情况



来源：公司公开资料，东方证券整理

图 3 中国石化历年单位乙烯 EBIT



来源：公司公开资料，东方证券研究所整理

中国石化各个板块盈利高低点情况模拟

综上所述，当国际原油价格运行在 80 美元/桶以下时，中国石化未来在周期内的顶峰盈利可达 1337 亿税前利润，低谷的盈利在 538 亿左右。

基于对世界宏观经济复苏的良好预期，我们判断目前中国石化的盈利能力仍在上升通道中。

表 2 中国石化各个板块盈利能力模拟

	低点	高点	平均	2009E
油气开采	186	417	301	200
炼油	95	380	237	230
销售	204	326	265	300
化工	133	293	213	190
合计	618	1417	1017	920
税前利润	538	1337	937	840
EPS	0.47	1.16	0.81	0.73

来源：东方证券研究所

3. 估值

不同于普通的化工加工企业，中国石化首先是能源企业，而且与煤、电等能源主要应用于工业领域不同，汽油、柴油和大多数的石化产品均是消费品，直接应用于消费领域，而销售板块拥有的近 3 万座加油站可视为市场份额 1/3 的零售终端，将中国石化定义为具消费特征和零售终端的能源供应商更为恰当。

中国石化油气开采、炼油、销售、化工等各个板块在 EBIT 中的占比大致为 30%、25%、25%和 20%，如果给与油气开采板块和销售板块 25 倍的市盈率，给与炼油、化工板块 15 倍的市盈率，那么中国石化的综合市盈率在 20 倍左右是比较合理的。

我们对中国石化 09、10 年的业绩预期分别为 0.73 元/股和 0.81 元/股。以 20 倍 P/E 估值，中国石化在盈利高点和低谷的股份分别为 9.4 元和 23.2 元，以明年业绩估算的股份为 16.2 元，目前 12.8 元的市场价格无论是看 2010 年，还是放在一个处于景气向上的周期里看，均具有较大的提升空间。

我们将其投资评级上调至买入。

4. 近期可能的消息面刺激

集团油气资产整合预期强烈

09 年目前中国石化集团海外油气资产的年权益产量有望突破 1000 万吨，初步形成中石化高官曾表示，已初步形成非洲、中亚、南美、中东和亚太五大油气合作区，在全球 29 个国家执行着 81 个油气投资合作项目，年油气作业能力达到 7000 多万吨。

今年以来，中国石化高管曾公开表示，股份公司正在研究制订抓住市场机遇直接参与海外油气资产的战略举措，并可能从母公司中石化集团收购一些在不敏感地区的油气资产。未来母公司油气资产的注入不仅可以在消息面上刺激股价上扬，而且对公司业绩增厚有一定贡献。以每桶原油 20 美元 EBIT 计算，注入 300 万吨产量可增厚公司业绩约 0.03 元/股。

天然气价格上调预期强烈

金融危机以来，国际天然气价格持续低迷，我们认为，天然气价格的低迷主要是由于工业需求大幅减少所致，而供给量并没有下降，导致美国地下库存高企，连创历史新高，而天然气现货价格则受此影响屡创新低；同时较弱的金融属性使天然气价格长时间落后于原油的走势，天然气-原油等热值价格比仅在 0.3 左右，处于近 20 年以来的历史低位。

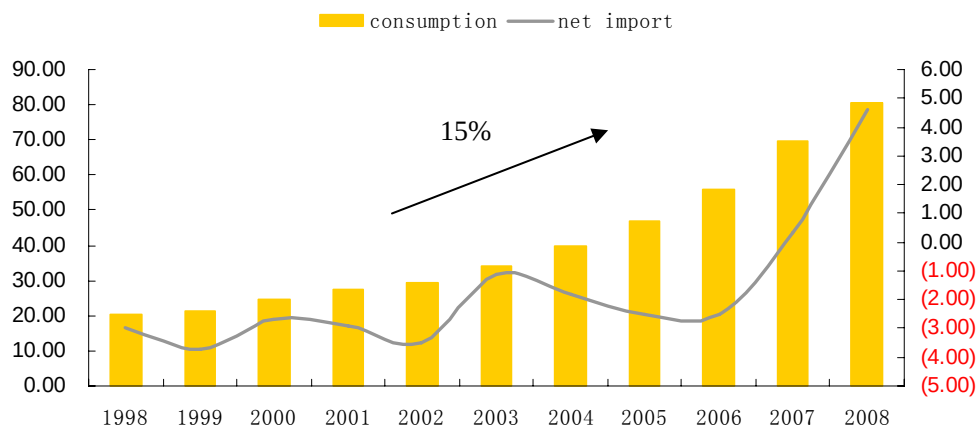
目前，国际经济复苏形式日趋明朗，经济复苏预期明朗化有望带动天然气价格补涨，提高天然气-原油等热值价格比至 0.4-0.5 区间；而且我们认为，宏观经济的好转有望带动美国工业需求明显回升，明年国际工业天然气价格高点有望回升到 7 美元/MMBtu 以上。

作为清洁能源的天然气，近几年在国内的消费呈快速增长势头，年均增速高达 15%。据统计，我国 2008 年进口天然气 46 亿立方，首次成为天然气净进口国，进口量占消费的比重 5.7%。2010 年西气东输二线将逐渐投入使用，2012 年预计输气量将达 300 亿方，与西气东输一线以新疆当地天然气作为气源不同，二线的气源将主要来自于土库曼斯坦、哈萨克斯坦等中亚国家，国内气源仅作为补充，加之目前中国石油企业与国外公司签署的液化天然气进口量每年多达 1000 万吨，可以预见，未来 2-3 年国内天然气消费的进口比例会逐渐增加，预计 2012 年进口量将占国内消费的 20%。

目前国内的天然气多价格并存，局面较为混乱，长期来看，国内天然气价格面临理顺的压力，在进口气量逐渐增加的情况下，进口气价、尤其是中亚国家的进口气价无疑是必须参照的标准。发改委前久核定的川气东送井口气价 1.28 元/立方米（上下浮动 10%），较目前的中石化平均实现气价高 20%。我们预计，未来 1 年天然气价格面临逐渐上调的压力，调价幅度在 0.20-0.40 元/立方米之间。

以天然气价格上调 0.20-0.40 元/立方米计算，考虑普光气田 10 年贡献 55 亿方的商业气量，预计中国石化天然气板块 10 年的税后利润将增加 48 亿左右，对每股收益的贡献为 0.05-0.06 元。

图 4 国内天然气销量、增速及净进口量（单位：10 亿立方米）



来源：东方证券研究所

权证行权日期临近或成为股价活跃的催化剂

2008年3月中国石化发行了附送认股权证的可分离交易转债，债券存续期6年，认股权证存续期2年，2010年2月25日进入行权期，以19.15元的行权价格计算，权证行权涉及的融资规模将近300亿。

从中国石化09年三季度的报表来看，公司目前资产负债率55%，长短期借款近千亿元，账面现金86亿，300亿的股权融资对缓解公司资金压力，改善债务结构意义重大。

从公司角度而言，促使权证持有人行权的动力很大，不排除配合以积极的行动，权证行权日期临近或成为股价活跃的催化剂

5. 2010年基本面主要看点

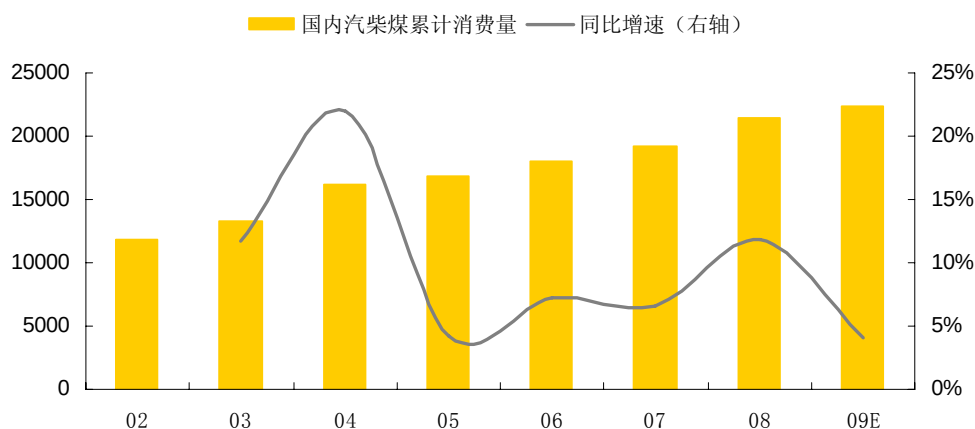
油气消费持续高增长

作为国内最大的油气供应商之一，中国石化在国内的油气消费领域占有重要的地位。虽然其原油产量4000万吨，占国内产量不足25%，但原油加工量高达1.8亿吨/年，国内成品油经销量1.4亿吨，市场占比超过50%，居于垄断地位。

近几年，随着人民生活水平的提高，国内汽车销量增长较快，09年1-10月轿车销量的同比增速更是创出45%的近年新高。，受汽车消费拉动的影响，国内汽油消费量逐月增长，前10月累计消费同比增长6%，与柴油同比增速-4%形成鲜明对比，国内汽油消费丝毫没有受到世界金融危机的影响，成为内需拉动下增长明显的行业之一。

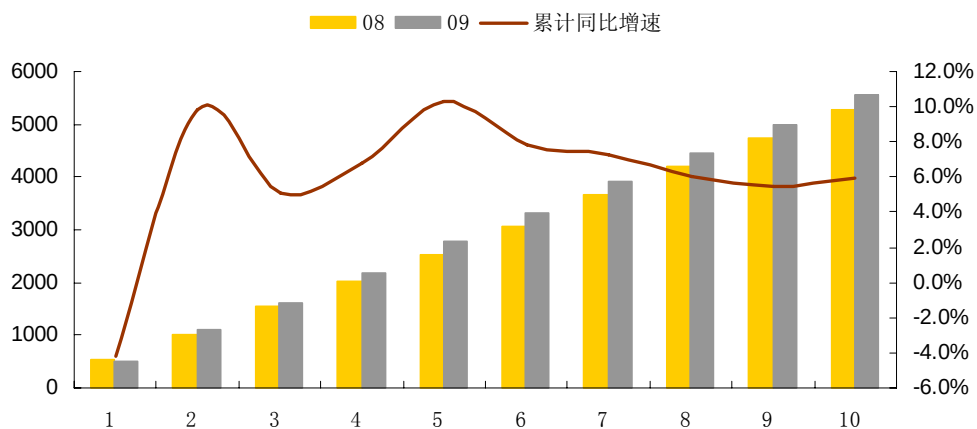
回顾历史不难发现，随着国内宏观经济的稳步增长，居民消费水平和经济活跃度不断提高，国内成品油消费也维持了较高速的增长。2002年国内汽柴煤的表观消费量1.2亿吨左右，7年后的今天，这一数字几乎翻番，达到2.2亿吨左右，年复合增长率9%。一般而言，国内成品油消费增速相对国内GDP的弹性系数在0.6-0.7之间，以10年国内GDP增速9-10%计算，10年国内成品油的需求仍能维持6-7%的增长，即年均增加1500-1800万吨。居于成品油加工销售垄断地位的中国石化将充分享受到市场的长期增长。

图5 国内汽柴煤消费量及增速（单位：万吨、%）



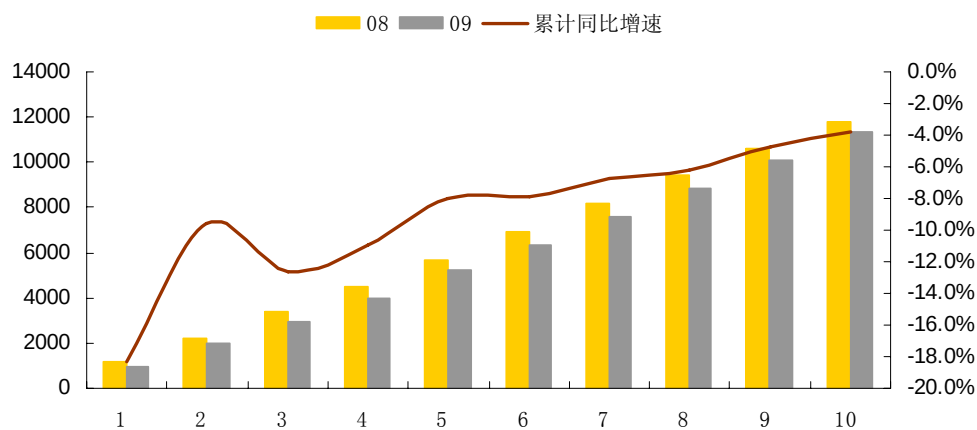
来源：CPCIA

图 6 08、09 年 1-10 月国内汽油累计消费及同比增速（单位：万吨、%）

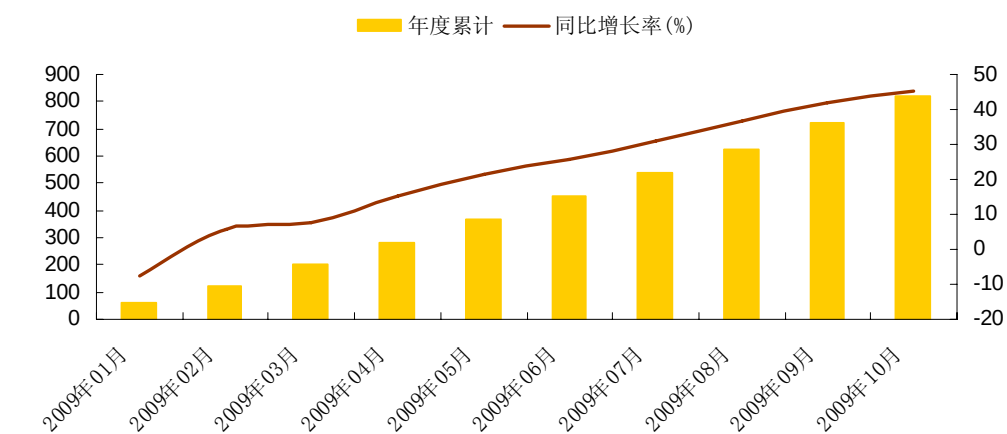


来源：CPCIA

图 7 08、09 年 1-10 月国内汽柴油累计消费及同比增速（单位：万吨、%）



来源：CPCIA

图 8 国内轿车 09 年销量及同比增速（万辆、%）


来源: wind

新成品油定价机制确保炼油稳定利润空间

除去成品油市场增长带来的销售规模的增加,国内能源定价机制的理顺也将对中国石化盈利能力的改善起到至关重要的作用,这包括已经实施当中的成品油定价机制和预期中的国内天然气价格上调。

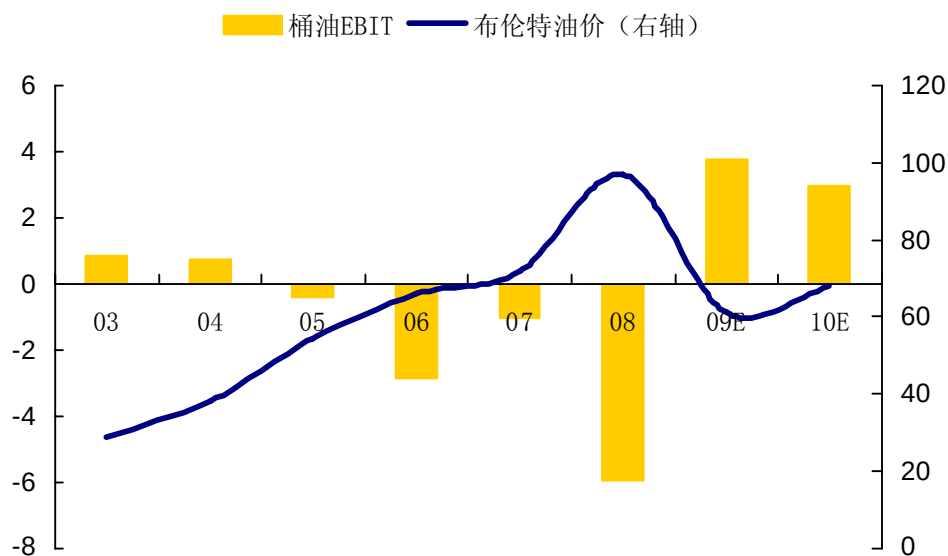
今年 5 月,国家发改委公布了新的石油价格管理办法,与原机制相比,新定价机制最大的变化在于提出当国际原油价格在 80 美元/桶以下时,调价幅度要考虑炼油企业拥有合理的利润。有鉴于此,我们看到今年国内成品油调整频率明显加快,中国石化炼油板块的利润率快速恢复。我们预计,2010 年国际原油均价仍将保持在 80 美元/桶以下,炼油板块仍将可以维持相对稳定的毛利水平。

表 3 06 年以来国内成品油调整频率明显较以往加快

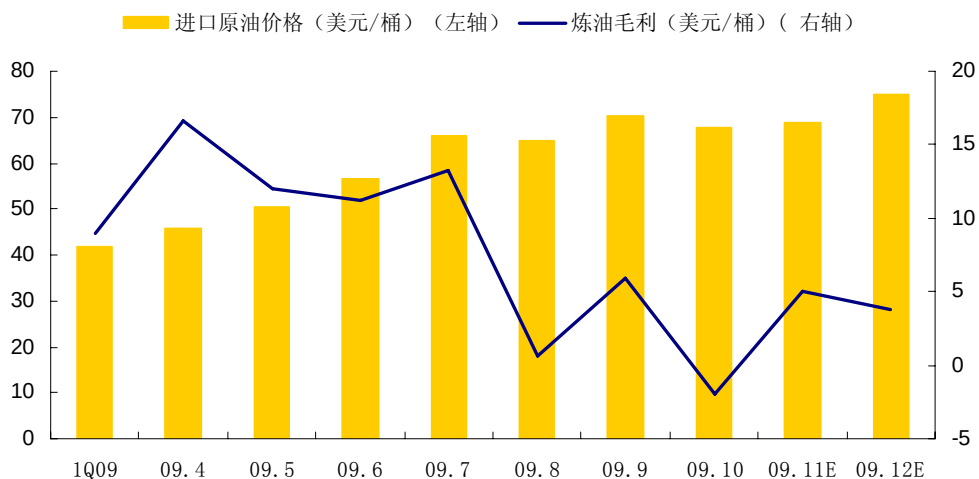
时间	内容
06.3.26	汽油上调 300 元/吨、柴油上调 200 元/吨
06.5.24	汽、柴、煤每吨上调 500 元/吨
07.1.14	汽油下调 220 元/吨,航煤下调 90 元/吨
07.11.1	汽、柴、煤每吨上调 500 元/吨
08.6.20	汽、柴油每吨上调 1000 元、煤油每吨上调 1500 元/吨
08.12.19	汽油出厂价每吨降低 900 元;柴油出厂价每吨

	降低 1100 元；航空煤油出厂价每吨降低 2400 元；
09.1.14	汽油出厂价每吨降低 140 元；柴油出厂价每吨降低 160 元
09.3.25	汽、柴油价格每吨分别提高 290 元和 180 元；
09.6.1	汽、柴油价格每吨均提高 400 元；
09.6.30	汽、柴油价格每吨均提高 600 元；
09.7.28	汽、柴油价格每吨降低 220 元；
09.9.1	汽、柴油价格每吨上调 300 元；
09.9.30	汽、柴油价格每吨下调 190 元
09.11.10	汽、柴油价格每吨上调 480 元；

来源：东方证券研究所整理

图 9 近几年中国石化炼油板块盈利变化情况


来源：中国石化公开资料，东方证券研究所

图 10 09 年中国石化单月炼油毛利估算


来源：东方证券研究所

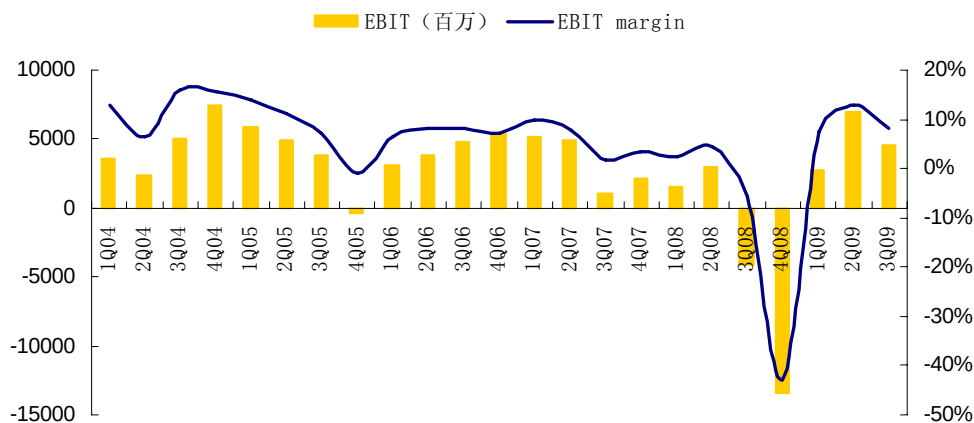
化工毛利继续恢复

去年下半年以来，受国际金融危机影响，国际石化产品价格和利润率双双下滑，行业景气临近冰点。今年以来，在宏观经济预期向好和国际原油价格逐渐走高的情况下，国际石化产品价差逐渐恢复，现已接近 04 年的水平，但由于产品价格较高，产品利润率水平距离 04 年的 13%EBITmargin 的高点尚有差距，09 年前三季度，中国石化化工板块 EBIT margin 为 10%。

随着福建 80 万吨乙烯和天津 100 万吨乙烯相继在 09 年中期和年底投料试车，预计中国石化 2010 年乙烯产量将达 800 万吨，增幅 30%。但由于 09、10 年全球新增乙烯产能预计分别多达 700、1000 万吨，进入新一轮投产高峰，预计石化产品的利润率将有所降低。

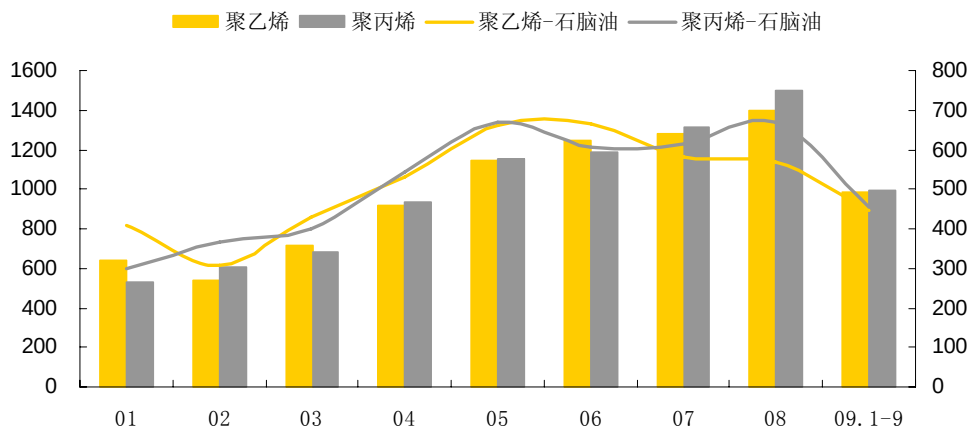
综合考虑销售收入的增加和利润率的降低，我们预计中国石化化工板块的 EBIT 为 09 年 190 亿，10 年增长 15%左右，达到 220 亿左右。

图 11 中国石化化工板块盈利情况



来源：公司公开资料，东方证券研究所

图 12 国际聚乙烯、聚丙烯价格及与石脑油间的价差变化（单位：美元/吨）



来源：bloomberg，东方证券研究所

附表：中国石化三表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	148007	136521	158357	181697	营业收入	1452101	1363716	1567032	1802087
现金	7700	7231	8309	9556	营业成本及税金	1326783	1213840	1414490	1621878
应收账款	12989	12198	14017	16120	营业税金及附加	56799	0	0	0
其它应收款	20520	19271	22144	25466	营业费用	24967	30002	34475	39646
预付账款	7597	6950	8099	9287	管理费用	40917	42275	48578	55865
存货	95255	87146	101552	116441	财务费用	8723	11348	14952	17911
其他	3946	3723	4236	4828	资产减值损失	16617	16617	16617	16617
非流动资产	604228	691040	771869	849040	公允价值变动收				
长期投资	28705	28705	28705	28705	益	3969	-15000	0	0
固定资产	403265	488356	569145	645676	投资净收益	980	980	980	980
无形资产	15965	15857	15749	15641	营业利润	-26066	35613	38901	51150
其他	156293	158122	158270	159018	营业外收入	51391	36537	41488	39838
资产总计	752235	827561	930226	1030737	营业外支出	1099	1419	1312	1348
流动负债	258233	308773	374276	431671	利润总额	24226	70731	79077	89640
短期借款	63972	121071	172233	213041	所得税	-1889	17683	19769	22410
应付账款	56667	51843	60413	69271	净利润	26115	53048	59308	67230
其他	137594	135859	141630	149359	少数股东损益	-3574	-10435	-11666	-13224
非流动负债	143056	137596	132137	126677	母公司净利润	29689	63483	70974	80454
长期借款	64937	59477	54018	48558	EBITDA	28510	98950	121018	152591
其他	78119	78119	78119	78119	EPS (元)	0.34	0.73	0.82	0.93
负债合计	401289	446369	506413	558348	主要财务比率				
少数股东权益	20866	10431	-1235	-14459	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	86702	86702	86702	86702	成长能力				
资本公积	38518	38518	38518	38518	营业收入	20.5%	-6.1%	14.9%	15.0%
留存收益	204860	260540	314828	376628	营业利润	-133.1%	36.6%	9.2%	31.5%
归属母公司股东					归属于母公司净利				
权益合计	330080	370760	425048	486848	润	-47.5%	113.8%	11.8%	13.4%
负债和股东权益	752235	827561	930226	1030737	获利能力				
现金流量表					毛利率	8.6%	11.0%	9.7%	10.0%
单位:百万元					净利率	2.0%	4.7%	4.5%	4.5%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	9.0%	17.1%	16.7%	16.5%
经营活动现金流	74883	107274	136277	164279	ROIC	-3.3%	7.8%	7.8%	9.0%
净利润	26115	53048	59308	67230	偿债能力				
折旧摊销	45853	51989	67165	83530	资产负债率	53.3%	53.9%	54.4%	54.2%

财务费用	8723	11348	14952	17911	净负债比率				
投资损失	-980	-980	-980	-980	流动比率	0.57	0.44	0.42	0.42
营运资金变动	-18750	4807	-9180	-8422	速动比率	0.17	0.13	0.13	0.13
其它	13922	-12938	5012	5010	营运能力				
投资活动现金流	-106250	-140231	-149264	-161815	总资产周转率	1.97	1.73	1.78	1.84
资本支出	108575	140478	149511	162062	应收账款周转率	70	92	101	101
长期投资	-1723	0	0	0	应付账款周转率	17.72	22.37	25.20	25.01
其他	602	247	247	247	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	30698	32488	14065	-1217	每股收益	0.34	0.73	0.82	0.93
短期借款	27018	57099	51162	40808	每股经营现金流	0.86	1.24	1.57	1.89
长期借款	-12771	-5460	-5460	-5460	每股净资产	3.81	4.28	4.90	5.62
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	127	0	0	0	P/E	37.38	17.48	15.64	13.79
其他	16324	-19151	-31637	-36565	P/B	3.36	2.99	2.61	2.28
现金净增加额	-748	-469	1078	1246	EV/EBITDA	46	13	11	9

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

王晶：石油与化工行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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了本人的研究观点。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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn