

**强烈推荐-A (维持)****中国石化 600028.SH**

目标估值: 12 元

当前股价: 8.22 元

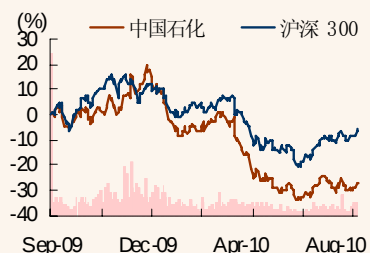
2010 年 9 月 9 日

**成品油定价市场化加速推动中国石化重估!****基础数据**

|            |          |
|------------|----------|
| 上证综指       | 2663     |
| 总股本(万股)    | 8670253  |
| 已上市流通股(万股) | 6992204  |
| 总市值(亿元)    | 7378     |
| 流通市值(亿元)   | 5950     |
| 每股净资产(MRQ) | 4.6      |
| ROE(TTM)   | 15.8     |
| 资产负债率      | 53.5%    |
| 主要股东       | 中国石油化工集团 |
| 主要股东持股比例   | 75.8%    |

**股价表现**

|      |    |     |     |
|------|----|-----|-----|
| %    | 1m | 6m  | 12m |
| 绝对表现 | -1 | -22 | -26 |
| 相对表现 | -4 | -14 | -22 |

**相关报告**

1、《石油化工行业 2010 年中期投资策略-估值已见底, 具备绝对收益的机会》2010/06/12

**袁孝锋 CFA**

021-68407559  
 qiuxf@cmschina.com.cn  
 S1090208070224

**张啸伟 (研究助理)**

我们认为, 未来 6 个月内中国成品油定价市场化会加速, 将会出现明显的政策变化。这将会促使对中国石化的重估。我们预期中国石化 10、11 年的业绩分别为 0.81、0.90 元, 给予中国石化 6 个月目标价 12 元, 建议买入。

- **成品油定价市场化在未来 6 个月内会加速** 我们认为, 国内成品油定价的市场化进程将会明显加快, 在未来的 6 个月内将出现明显的政策变化, 可能的潜在变化是: 一、成品油价格调整周期和三地原油变化率幅度缩小; 二、汽油价格放开; 三、在某一原油价格下面, 汽柴油价格自主定价。
- **主要理由有三条: 第一、新华社发文批评了成品油定价机制模糊; 第二、印度放开汽柴油价格管制将有效的刺激中国加快市场化进程; 第三、从炼油和加油站两个重要的环节来看, 目前中国成品油市场具备了充分竞争的基础。**
- **市场化的进程将推动中国石化重估** 加快市场化对中国石化的股价将产生重大影响。这主要体现在两方面: 第一、从业绩角度讲, 将显著提升中国石化在一个周期内的盈利水平。第二, 从估值角度来看, 市场化进程会使得管制折价消失, 这一点在香港市场尤其明显。
- **中国石化在目前的基础上有做大 50% 以上的潜力** 第一、海外原油资产注入能够做大上游 50% 以上; 第二、国内石油消费目前差不多 800 万桶/天, 而根据国际能源署的预测数据来看, 在假设到 2020 年 GDP 增速维持在 6% 情况下, 预计到 2020 年, 中国整个石油消费将达到 1270 万桶/天, 折合 6.35 亿吨, 增长潜力达到 60%。
- **中国石化的估值要高于国际可比公司** 在储量增长和石油消费增长空间上面, 中国石化相对于国际可比公司而言, 有着更明确的增长空间, 理应享受更高的估值。从 EXONMOBILE 的历史 PE 来看, 历史平均的 PE 也是在 15 倍左右, 中国石化作为储量和成品油销量均具有增长潜力的公司, 估值水平在往 15 倍靠, 完全合适。
- **投资建议: 我们预期中国石化 2010、2011 年的业绩分别为 0.81、0.90 元, 当前的股价相当于 2010 年的 10 倍 PE。随着中国成品油价格市场化进程的提速, 公司存在重大的重估机会。建议买入, 给予 2010 年 15 倍 PE 的估值, 目标价 12 元。股价刺激因素: 第一、市场化进程加速; 第二、安哥拉油田并表; 第三、可转债获批。风险因素是原油价格大涨。**

**财务数据与估值**

| 会计年度      | 2008      | 2009      | 2010E     | 2011E     | 2012E     |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 主营收入(百万元) | 1,502,443 | 1,345,052 | 1,206,663 | 1,275,320 | 1,331,962 |
| 同比增长      | 24%       | -10%      | -10%      | 6%        | 4%        |
| 营业利润(百万元) | 28,124    | 84,431    | 102,992   | 114,563   | 120,403   |
| 同比增长      | -67%      | 200%      | 22%       | 11%       | 5%        |
| 净利润(百万元)  | 29,685    | 61,275    | 69,945    | 78,145    | 82,659    |
| 同比增长      | -47%      | 106%      | 14%       | 12%       | 6%        |
| 每股收益(元)   | 0.34      | 0.71      | 0.81      | 0.90      | 0.95      |
| PE        | 24.0      | 11.6      | 10.2      | 9.1       | 8.6       |
| PB        | 2.2       | 1.9       | 1.7       | 1.5       | 1.4       |

资料来源: 招商证券

## 正文目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 一、成品油定价市场化进程将会提速 .....           | 4  |
| 二、成品油定价市场化加速推动中国石化重估 .....       | 6  |
| 三、中国石化在目前的基础上有做大 50% 以上的潜力 ..... | 7  |
| 四、估值要高于国际可比公司 .....              | 9  |
| 五、盈利预测和投资建议 .....                | 10 |

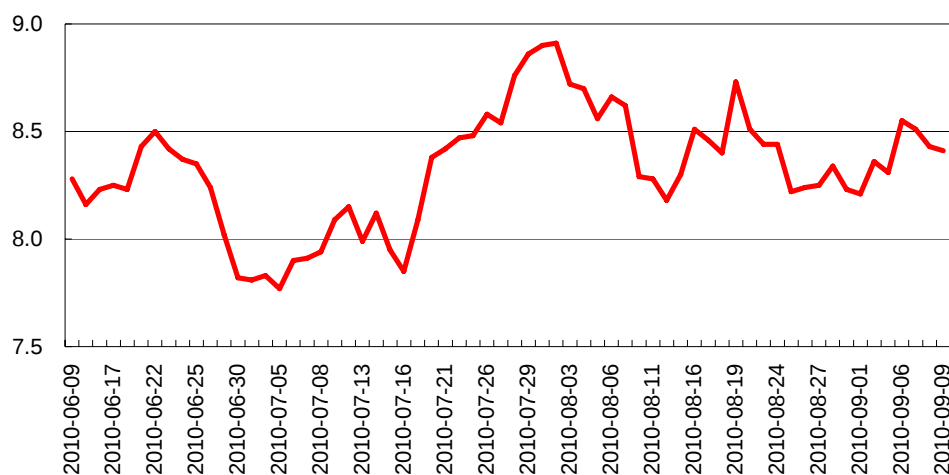
## 图表目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图 1: 中国石化最近三个月走势图 .....        | 3  |
| 图 2: 中国石化最近三个月走势图 .....        | 6  |
| 图 3: BPCL 走势和孟买 30 指数走势 .....  | 6  |
| 图 4: 中国 2020 年石油消费预测 .....     | 7  |
| 图 5: 国际前十大油公司储量替代率（不含中国） ..... | 9  |
| 图 6: OECD 整体石油需求 .....         | 9  |
| 图 7: EXXONMOBILE 历史估值 .....    | 10 |
| 表 1: 中国炼油产能投放 .....            | 4  |
| 表 2: 集团公司海外原油资产跟股份公司对比 .....   | 7  |
| 表 3: 中国 2020 年石油需求预测 .....     | 8  |
| 表 4: 中国石化盈利预测表 .....           | 11 |

## 前言

**中国石化的股价波动越来越窄** 图1是中国石化最近3个月的股价走势图,从中可以清晰的看出,中国石化股价波动的区间越来越小,市场对中国石化的兴趣也大幅减少。而回顾中国石化年初以来的基本面情况,中国石化一季度实现EPS0.18元,二季度实现EPS0.23元,半年实现EPS0.41元,应该说比年初大家预期的还要好一些。

**图1: 中国石化最近三个月走势图**



资料来源: 招商证券

**究其原因主要有两个:** 第一、市场趋势不明显; 在这段时间内, 整体市场的走势没有出现明显的趋势, 呈现区间震荡的局面。中国石化作为大盘股, 在没有特别的基本面支撑下, 很难有超越大盘的收益; 第二、原油价格也出现区间震荡的格局, 主要在 70-85 美元/桶之间。原油价格区间波动, 使得中国石化的业绩波动大幅减小。此外, 市场对于大力推进新能源汽车对传统汽油产生替代也有担心, 影响长期成长性。

**但是我们认为, 中国石化在 10 倍 PE 的股价附近波动的局面不会维持太久:**

- 第一、 加速推进的成品油定价市场化将会推动中国石化的重估;**
- 第二、 中国石化在目前基础上还有成长 50% 以上的空间, 估值要较国际一体化公司高;**
- 第三、 公司现金流好转, 将会进一步调高股息率, 来推动估值上扬。**

## 一、成品油定价市场化进程将会提速

我们认为，国内成品油定价的市场化进程将会明显加快，在未来的 6 个月内将出现明显的政策变化，可能的潜在变化是：一、成品油价格调整周期和三地原油变化率幅度缩小；二、汽油价格放开；三、在某一原油价格下面，汽柴油价格自主定价；

主要的理由如下：

**第一、新华社发文批评了成品油定价机制模糊；**新华社在 9 月 6 号的文章中指出：定价机制透明化、市场化是长期发展的方向，为市场更多的主体提供操作的空间，才能有利于市场的长期运行；建议缩短成品油调价周期以及三地变化率幅度。

**第二、印度放开汽柴油价格管制将有效的刺激中国加快市场化进程；**在今年 6 月 26 日，印度政府开始将汽油、柴油、煤油和液化气单位价格分别提高 3.5 卢比、2 卢比、3 卢比和 35 卢比，同时宣布放开政府对汽油价格的控制。而根据我们的了解，印度在未来几个月将放开对柴油价格的控制。从各方面的情况对比来看，中国更具备汽柴油价格放开的条件。

**第三、从炼油和加油站两个重要的环节来看，目前中国成品油市场具备了充分竞争的基础。**09 年以后，随着新建炼厂的投放，整个国内成品油资源明显丰富，汽柴油均出现了大量出口的情况。而根据我们的统计，未来三年国内还有大量的炼厂将投放，并且从投放主体来看，除了中国石化和中国石油传统的产能主体以外，出现了中国化工、兵器中海油等竞争主体。从地域上来看，除了长江三角洲中国石化的控制地位比较强以外，在南方珠三角和北方渤海湾等地，都已经具备了激烈竞争的基础。在加油站环节，以 07 年的数据为例，2007 年，全国 93879 座加油站中，中石油自营及特许加油站数量为 18207 座(其中自营站 16906 座，特许站 1301 座)，占全国加油站总数的 19.4%；中石化自营及特许加油站数量为 28801 座(其中自营站 28001 座，特许站 800 座)，较 2006 年减少 846 座，占全国加油站总数的 30.7%；其他国有、民营、外资加油站共计 46871 座，占全国加油站总数的 49.9%。整个市场都构成了竞争的基础。

**表 1、中国炼油产能投放**

|      | 厂商   | 性质 | 投产日期 | 产能增加(万吨) |
|------|------|----|------|----------|
| 福建炼化 | 中国石化 | 扩建 | 2009 | 800      |
| 惠州   | 中海油  | 新建 | 2009 | 1200     |
| 独山子  | 中石油  | 扩建 | 2009 | 1000     |
| 天津   | 中石化  | 扩建 | 2010 | 800      |
| 辽通化工 | 兵器   | 新建 | 2010 | 500      |
| 广西钦州 | 中石油  | 新建 | 2010 | 1000     |
| 安庆   | 中石化  | 扩建 | 2010 | 500      |
| 高桥   | 中石化  | 扩建 | 2010 | 300      |
| 齐鲁   | 中石化  | 扩建 | 2010 | 200      |
| 惠州二期 | 中海油  | 扩建 | 2011 | 800      |
| 宁夏石化 | 中石油  | 扩建 | 2011 | 500      |
| 呼石化  | 中石油  | 扩建 | 2011 | 350      |
| 长岭炼化 | 中石化  | 扩建 | 2011 | 500      |
| 四川石化 | 中石油  | 新建 | 2012 | 1000     |
| 福建泉州 | 中化   | 新建 | 2012 | 1200     |

|    |     |    |      |      |
|----|-----|----|------|------|
| 天津 | 中石油 | 新建 | 2012 | 1500 |
| 茂名 | 中石化 | 扩建 | 2012 | 1200 |
| 九江 | 中石化 | 扩建 | 2012 | 300  |
| 揭阳 | 中石油 | 新建 | 2013 | 2000 |
| 湛江 | 中石化 | 新建 | 2013 | 1500 |

资料来源：招商证券

还有支撑我们信心的是我们研究了韩国成品油价格改革的历程。

**韩国成品油价格市场化改革历程回顾** 1993 年之前，韩国成品油价格一直由政府制订，政府按照生产成本、炼厂利润、消费者承受能力等因素来确定成品油价格。1994 年开始，韩国开始对成品油定价机制进行改革。改革经历了三个阶段。

第一阶段：根据国际原油价格变化情况确定国内成品油价格。1994 年 1 月，韩国建立了与国际原油价格联动的机制，政府根据上月进口原油的价格情况调整当月的国内成品油价格，使其反映原油价格和汇率的变化。

第二阶段：根据国际成品油价格变化情况确定国内成品油价格。1994 年 11 月开始，韩国又建立了与国际成品油价格联动的机制，根据上月 26 日至上月 25 日国际成品油的价格变化情况调整国内成品油价格。1994 年初到 1996 年底，不论是按照与国际原油价格联动的机制确定国内成品油价格，还是按照与国际成品油价格联动的机制确定国内成品油价格，韩国成品油价格基本上每个月调整一次。

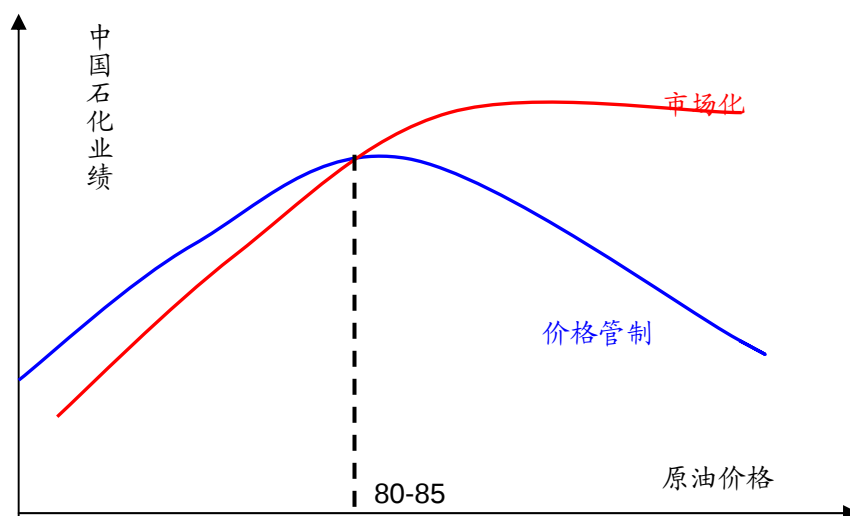
第三阶段：实行市场定价。1997 年 1 月，韩国决定对石油价格实行市场化，根据国际油价变化等因素由市场决定，即企业成为成品油定价的主体。

**中国的成品油价格市场化改革历程** 把韩国的改革历程跟中国的改革历程放在一起对比来看，发现其惊人的相似。中国的成品油市场化改革我们以 01 年 11 月份为起点，当时国内成品油价格由单纯依照新加坡市场油价确定改为参照新加坡、鹿特丹、纽约三地石油市场价格来调整国内成品油价格。这一政策一直施行到 08 年年底，然后在 09 年年初推出了新的基于三地原油价格变动的成品油定价机制，一直实施到现在。通过与韩国改革历程对照，我们发现，中国已经历了上述三阶段的前两个阶段，并已经进入准市场化状态，即允许成品油销售企业在国家规定的最高限价下展开竞争。从目前的 market 情况下，我们也已经看到了一些进一步引入竞争的积极情况，且新的成品油定价机制实施已经接近 2 年，第三阶段的调整改革时机已成熟。

## 二、成品油定价市场化加速推动中国石化重估

**市场化的进程将推动中国石化重估** 加快市场化对中国石化的股价将产生重大影响。这主要体现在两方面：第一、从业绩角度讲，将显著提升中国石化在一个周期内的盈利水平，在目前的架构下，国际原油价格超过 85 美元/桶，市场就会担心中国石化的盈利情况，而在市场化的情况下，市场不会担心中国石化的业绩，并且在相当程度上业绩跟原油价格正相关；第二，从估值角度来看，市场化进程会使得管制折价消失，这一点在香港市场尤其明显。

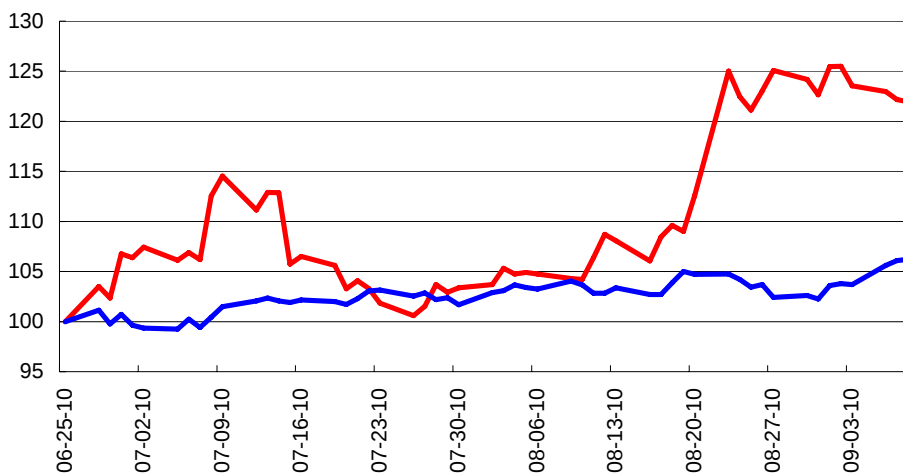
图2：中国石化最近三个月走势图



资料来源：招商证券

**市场化进程推动油气公司重估的印度例子** 印度在 6 月 25 号上调汽柴油价格，并且放开对汽油价格的管制之后，国有的炼油企业 BPCL 等都走出了独立于大盘的走势，相对收益非常明显。

图3：BPCL走势和孟买30指数走势



资料来源：招商证券

### 三、中国石化在目前的基础上有做大 50%以上的潜力

**海外原油资产注入能够做大上游 50%以上** 目前集团公司已有海外原油资产情况如表 2: 年产量 1600 万吨, 相当于中国石化股份公司的 38%, 储量达到了 17 亿桶, 相当于中国石化股份公司的 60%。又在 2010 年 4 月 12 日, 中国石化集团公司以 46.75 亿加元的现金对价收购康菲公司在加拿大 Syncrude 合资公司中 9.03% 的股权。截至 2009 年底, Syncrude 项目的总剩余合成原油资源量为 119 亿桶。目前的合成原油产能约为每日 35 万桶。随着集团公司进一步在海外获取原油资产, 我们认为海外原油资产的注入能够做大公司上游 50% 以上尚属保守估计。

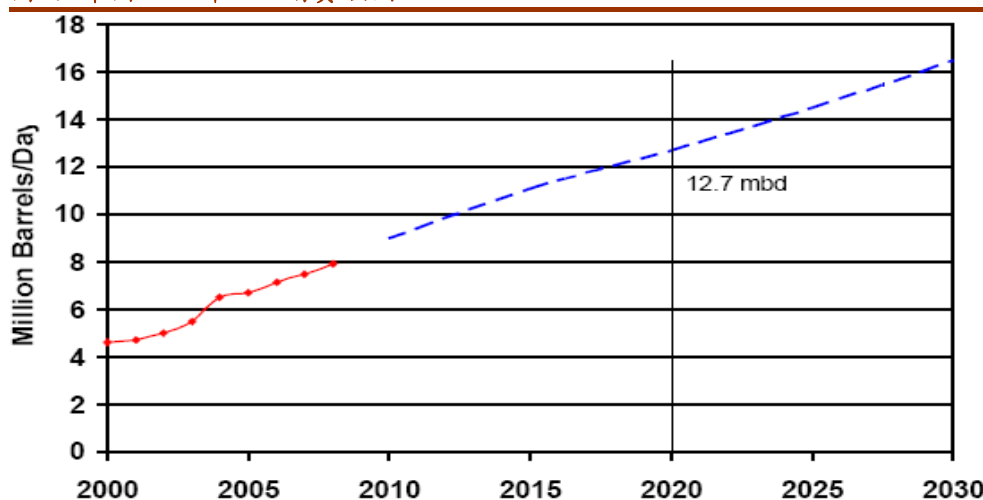
**表 2: 集团公司海外原油资产跟股份公司对比**

|       | 产量    | 储量    |
|-------|-------|-------|
|       | 万吨    | 百万桶   |
| 股份公司  | 4200  | 2841  |
| 集团公司  | 1601  | 1708  |
| 已有    | 901   | 1168  |
| Addax | 700   | 540   |
| 增厚    | 38.1% | 60.1% |

数据来源: 招商证券

**国内石油消费有增长 50% 以上的潜力** 国内石油消费目前差不多 800 万桶/天, 而根据国际能源署的预测数据来看, 在假设到 2020 年 GDP 增速维持在 6% 情况下, 预计到 2020 年, 中国整个石油消费将达到 1270 万桶/天, 折合 6.35 亿吨, 增长潜力达到 60%。而在乐观场景下, 可达到 1480 万桶/天, 增速可达到 85%。

**图 4: 中国 2020 年石油消费预测**



资料来源: 招商证券

**我们的研究成果也跟国际能源署接近** 近期, 我们对中国石油消费问题进行了研究, 成果与国际能源署的结论基本一致。具体的文章随后发。这里介绍两部分成果, 第一部分是 2020 年的石油需求问题, 在不同的 GDP 增速下, 以及假定的能耗递减速度, 我们得出在中性的情况下中国到 2020 年的石油需求在 6.68 亿吨, 基本跟国际能源署的预测接近。而在乐观的情况下, 中国的石油需求能够达到 7.95 亿吨, 较目前基础翻一番。

**表 3: 中国 2020 年石油需求预测**

| 宏观经济情形 | GDP 年均增长率<br>(2008-2020) | 石油需求 (亿吨) |
|--------|--------------------------|-----------|
| 高      | 8%                       | 7.95      |
| 中      | 6%                       | 6.68      |
| 低      | 4%                       | 5.45      |

资料来源: 招商证券

**电动车替代导致的汽油需求减少有限** 按照工信部《汽车与新能源汽车产业发展规划》(2011~2020 年), 到 2020 年, 新能源汽车产业化和市场规模达到世界第一, 新能源汽车(插电式混合动力汽车、纯电动汽车、氢燃料电池汽车等)保有量达到 500 万辆。以混合动力汽车为代表的节能汽车销量达到世界第一, 年产销量达到 1500 万辆以上(其中中度、重度混合动力乘用车年产销量超过 300 万辆)。普通混合动力汽车实现大规模产业化。

插电式混合动力汽车、纯电动汽车的动力基本可以实现以电代油, 普通混合动力汽车分为轻度、中度、重度三种类型, 轻度混合动力的节油率在 15% 以下, 中度为 15%-30%, 重度混合动力要达到 30%-50%。中重度混合动力被认为是混合动力中更有前景的发展方向。在中国汽车工程学会 2010 年年会召开期间透露, 到 2015 年, 中重度混合动力汽车将达到 500 万辆的保有量; 到 2020 年, 中重度混合动力汽车将占中国汽车市场年销量的 50%。

现在为估计替代能源对汽油需求的影响, 给出如下假设:

- (1) 到 2020 年时, 能完全使用汽油以外动力的新能源汽车保有量为 500 万辆, 节油率为 100%;
- (2) 中重度混合动力车在所有混合动力车的比例为 20%, 轻度混合动力车的比例为 80%;
- (3) 中重度混合动力车在 2015 年保有量达 500 万辆, 此后按年销量 300 万辆/年增长;
- (4) 中重度混合动力车平均节油率为 30%, 轻度混合动力车的节油率为 15%;
- (5) 汽车平均行驶里程为 2 万公里/年, 平均油耗为 8 公里/100 千米, 汽油密度为 0.73g/ml

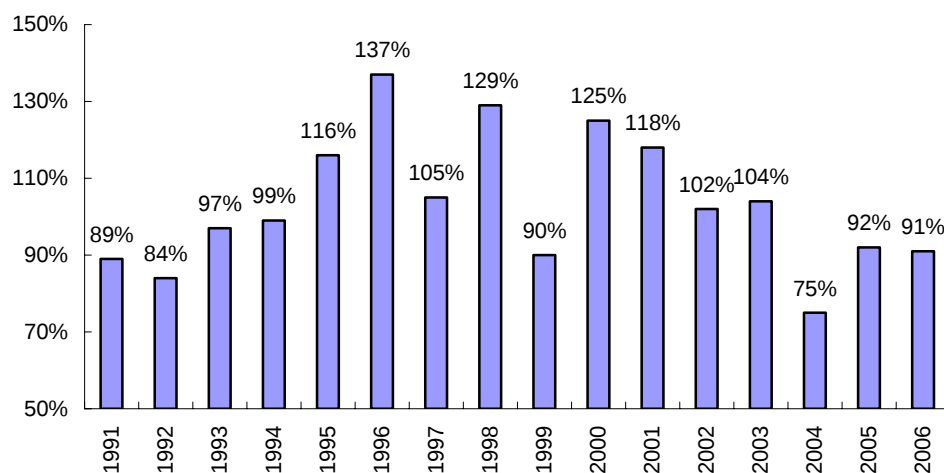
根据以上条件, 可以计算得 2020 年时, 我国替代燃料对汽油的替代量在 2700 万吨左右(按目前的燃油经济性水平)。

## 四、估值要高于国际可比公司

**中国石化的估值要高于国际可比公司** 影响中国石化估值的另外一个因素是市场上有这样一种说法，中国石化 A 股的估值水平要完全同国际可比公司接轨。对于这个问题，我们是这样看的，在储量增长和石油消费增长空间上面，中国石化相对于国际可比公司而言，有着更为明确的增长空间，理应享受更高的估值。

**国际大石油公司增加资源储量困难** 国际大石油公司的资源要在目前基础上增加难度比较大，图 5 是国际前十大油公司储量替代率的整体情况，从中可以看出，进入 21 世纪以来，油公司的资源储量增加面临很大的困难。主要是整个资源向国家石油公司集中，并且后面的油田越来越难发现。

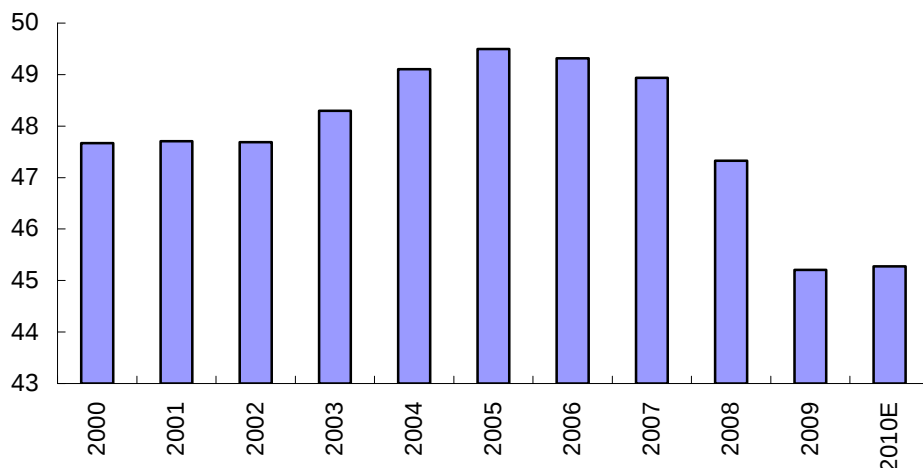
图5：国际前十大油公司储量替代率（不含中国）



资料来源：招商证券

**OECD 整体石油需求 2005 年已经见顶** 国际大石油公司主要的炼油和销售市场分布在发达经济体，但是 OECD 整体的石油需求已经在 05 年见顶，目前 2010 年的水平相对于 05 年高点已经下降 9%。

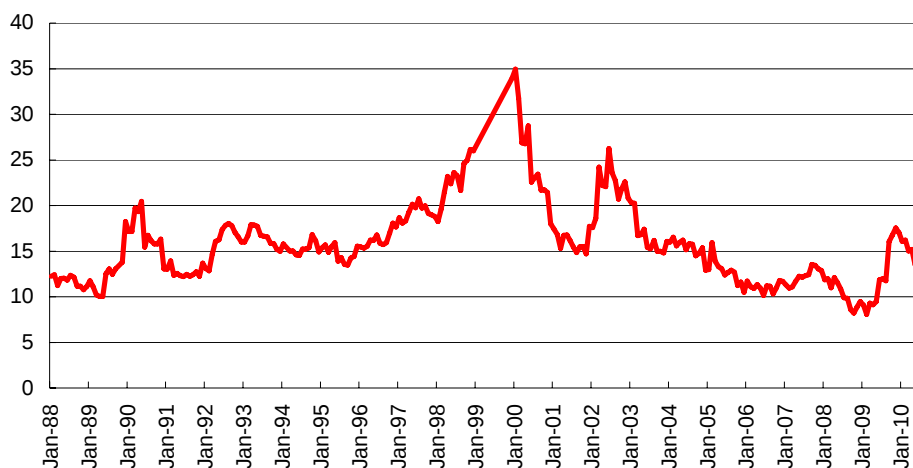
图6：OECD整体石油需求



资料来源：招商证券

而且从 EXXONMOBILE 的历史 PE 来看，历史平均的 PE 也是在 15 倍左右，尤其是在 98 年原油价格大跌之前，基本围绕 15 倍左右波动。中国石化作为储量和成品油销量均具有增长潜力的公司，估值水平往 15 倍靠，完全合适。

图7: EXXONMOBILE 历史估值



资料来源：招商证券

## 五、盈利预测和投资建议

**公司对海外安哥拉油田资产的收购即将并表** 2010 年 3 月 26 日，石化股份公司的子公司 SHI 与集团公司的子公司 SOOGL 以及相关各方签订了《收购协议》及《更替协议》；根据该等协议，SHI 同意收购标的股权和标的债权。核心就是 SHI 收购 SOOGL 持有的 SSI 公司 55% 的股权。股权部分的代价是 114 亿元人民币，SSI 公司主要从事石油和天然气的勘探、开发和生产，拥有安哥拉 18 区块 50% 的权益。根据我们的估计，在 4 季度安哥拉油田资产的业绩能够并表，按照目前 80 美元左右的原油价格，一年的业绩贡献在 4-5 分钱，即并表的话 2010 年产生 1 分钱的业绩贡献，2011 年产生 4-5 分钱的业绩贡献。

**普光气田 2011 年将产生实质性的盈利贡献** 按照中国石化的规划，普光气田 2010 和 2011 年的产量贡献分别为 40、60 亿立方米。而根据我们的估算，40 亿立方米的天然气产量，预计贡献利润在 1-2 个亿之间，而产生实质性的业绩贡献要到 2011 年，预计 60 亿立方米能够 30 个亿的净利润，折合每股 0.04 分。

**投资建议：**我们预期中国石化 2010、2011 年的业绩分别为 0.81、0.90 元，当前的股价相当于 2010 年的 10 倍 PE。随着中国成品油价格市场化进程的提速，公司存在重大的重估机会。建议买入，给予 2010 年 15 倍 PE 的估值，目标价 12 元。

**表 4: 中国石化盈利预测表**

| 利润表 (Rmb mn)     | 2009              | 2010E             | 2011E             | 2012E             |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 部门收入             | 2,321,686         | 2,218,996         | 2,414,394         | 2,506,207         |
| 原油部门             | 106,350           | 150,720           | 163,017           | 164,591           |
| 炼油部门             | 699,662           | 617,076           | 750,571           | 788,100           |
| 营销部门             | 780,789           | 546,214           | 582,433           | 621,086           |
| 化工部门             | 213,860           | 279,755           | 293,143           | 307,200           |
| 公司总部             | 521,025           | 625,230           | 625,230           | 625,230           |
| 减: 部门间抵扣         | -1,005,771        | -1,042,444        | -1,170,224        | -1,205,907        |
| 其他经营收入           | 29,137            | 30,111            | 31,149            | 31,662            |
| <b>收入合计</b>      | <b>1,345,052</b>  | <b>1,206,663</b>  | <b>1,275,320</b>  | <b>1,331,962</b>  |
| 经营费用             |                   |                   |                   |                   |
| 销售成本             | -1,106,748        | -924,636          | -970,882          | -1,016,238        |
| 折旧和摊销            | -50,495           | -60,763           | -66,103           | -67,775           |
| 勘探费用             | -10,545           | -11,000           | -11,000           | -11,000           |
| 销售/管理/行政费用及其他    | -92,833           | -107,272          | -112,771          | -116,547          |
| <b>经营费用合计</b>    | <b>-1,260,621</b> | <b>-1,103,671</b> | <b>-1,160,757</b> | <b>-1,211,559</b> |
| 经营收益 (EBIT)      |                   |                   |                   |                   |
| 原油部门             | 19,644            | 48,263            | 52,965            | 52,686            |
| 炼油部门             | 23,077            | 9,781             | 12,291            | 19,058            |
| 营销部门             | 30,300            | 32,097            | 34,302            | 36,658            |
| 化工部门             | 13,615            | 13,732            | 15,886            | 12,882            |
| 公司总部             | -2,205            | -881              | -881              | -881              |
| <b>经营收益合计</b>    | <b>84,431</b>     | <b>102,992</b>    | <b>114,563</b>    | <b>120,403</b>    |
| 融资成本净额           | -7,234            | -9,811            | -9,152            | -8,441            |
| 投资收益             | 374               | 374               | 374               | 374               |
| 应占联营合营公司的损益      | 2,997             | 2,500             | 2,500             | 2,500             |
| <b>除税前正常业务利润</b> | <b>80,568</b>     | <b>96,054</b>     | <b>108,285</b>    | <b>114,836</b>    |
| 所得税              | -16,084           | -21,612           | -25,122           | -26,872           |
| 实际税率             | 20%               | 23%               | 23%               | 23%               |
| <b>除税后正常业务利润</b> | <b>64,484</b>     | <b>74,442</b>     | <b>83,163</b>     | <b>87,965</b>     |
| 少数股东权益           | -2,725            | -4,467            | -4,990            | -5,278            |
| <b>净利润</b>       | <b>61,275</b>     | <b>69,945</b>     | <b>78,145</b>     | <b>82,659</b>     |

资料来源: 招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**袁孝锋**，复旦大学理学学士、管理学硕士，现为招商证券石油化工行业分析师，获《新财富》2009、2008、2007 年最佳分析师石油化工第二名。

**张啸伟**：南开大学国际经济研究所世界经济硕士，天津大学化学工程与工艺学士，2010 年 4 月加盟招商证券，现为招商证券化工行业分析师

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。