



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
证券研究报告

2010年2月18日

石油天然气

研究部

关滨

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080210030004
guanbin@cicc.com.cn

上调评级至推荐

中国石化 (600028.CH)

大盘股也有春天——估值潜力首选

主要财务信息

A股(十亿元, IFRS)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,413.2	1,315.9	1,535.3	1,724.6	1,882.5
同比变化	20.4%	-6.9%	16.7%	12.3%	9.2%
营业利润	26.3	84.4	100.2	110.8	118.0
同比变化	-69.3%	220.6%	18.7%	10.6%	6.6%
净利润	28.5	61.8	71.1	79.1	84.6
同比变化	-49.5%	116.5%	15.1%	11.3%	7.0%
每股盈利(元)	0.33	0.71	0.82	0.91	0.98
同比变化	-49.5%	116.5%	15.1%	11.3%	7.0%
每股股息(元)	0.12	0.18	0.21	0.23	0.25
股息收益率	1.3%	1.9%	2.2%	2.5%	2.7%
市盈率(倍)	28.2	13.0	11.3	10.2	9.5
市净率(倍)	2.5	2.1	1.9	1.6	1.5
EV/EBITDA (x)	13.6	7.3	5.9	5.7	5.3
净资产收益率	8%	17%	17%	16%	15%
投入资本回报率	5%	11%	13%	14%	14%

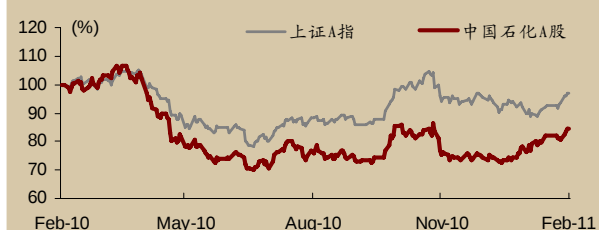
股票信息

港股(港币)	A股(人民币)
386 HK	600028 CH
8.35	目前股价
11.00	目标价格
17,991	流通市值(百万美元)
84	日成交量(百万股)
8.9 / 5.74	52周最高价/最低价
16,780	总股份数(百万)
16,780	流通股数(百万)
	控股股东 中国石油化工集团公司 (75.84%)

最近估值走势

	1周	1个月	3个月	年初以来
中石化A股	3.8%	9.6%	10.5%	15.0%
上证A指	3.9%	8.1%	2.1%	4.2%
中金中国油气及相关股票指数	-1.2%	0.5%	-4.3%	10.7%

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

作者感谢姚远、何帅对本报告的贡献

投资提示:

我们上调中国石化 2011 年每股盈利预测至 0.91 元, 上调幅度达 24%。目前 A 股和港股 2011 年市盈率分别为 10 倍和 7.6 倍, 估值修复潜力较大。我们上调中国石化 A 股和港股的投资评级, 分别从“审慎推荐”至“推荐”, 上调中国石化港股目标价至 11 港币, 对应 2011 年 10 倍的市盈率, 中国石化 A 股目标价 12 元, 对应 2011 年 13 倍的市盈率。

理由:

下游炼油和销售业务毛利已达国际市场水平。尽管原油价格近期大幅度提升, 国内炼油和批零销售综合毛利仍已超过 20 美元/桶, 接近发达国家自由市场水平。其实目前国内的成品油定价制度, 已经在快速推进终端消费定价的市场化, 而今年有望出台的定价制度革新将可能进一步提升炼油销售板块的一体化毛利水平。

通过税收杠杆, 成品油定价机制可以在不同阶层之间平衡输入型通胀的压力。我们认为, 中国政府在致力于建立一套能源新定价体系, 通过提高成品油价格, 不但推动能源消费结构改善 (也即节能和促进新能源消费), 同时获得更多税收来直接补贴低收入群体和公共服务。这一定价体系, 将有效地平抑经常使用公交出行的人群和低收入人群的生产、生活成本上涨压力。

国内成品油质量升级和油品标号的提高, 可望进一步提升公司毛利水平。政府计划在 2012 年推行成品油国 IV 标准, 同时“十二五”期间在部分城市试点汽油国 V 标准。油品清洁标准的提高, 可以推高汽、柴油零售价格 300-400 元/吨。此外, 随着中国高档汽车保有量的增加, 高标号汽油(97 号和 98 号)的需求量逐年增长, 而且价格较 93 号常规汽油高 550-1,400 元/吨。清洁和高标号成品油的溢价, 将部分用于弥补炼油装置更新改造和油品升级成本, 部分提升公司下游毛利水平。

可转债发行将有效节省财务费用。公司即将发行的 230 亿元可转债, 可望平均每年节省的财务费用 12 亿元, 于 2011 年可提升税后净利润 1.2%。

风险:

成品油价格上调和新定价机制出台时间推迟; Brent 和 WTI 原油正价差不断扩大短期内对炼油毛利带来额外压力; 上游成本不断上升; 储量替代率下降; 计提大额资产减值; 可转债估值波动增加净利润的不确定性。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

上调盈利预测，并分别上调其 A 股和港股投资评级至“推荐”

我们上调中国石化 2011 年每股盈利预测至 0.91 元，上调幅度达 24%。目前 A 股和港股 2011 年市盈率分别为 10 倍和 7.6 倍，估值修复潜力较大。我们上调中国石化 A 股和港股的投资评级，分别从“审慎推荐”至“推荐”，上调中国石化港股目标价至 11 港币，对应 2011 年 10 倍的市盈率，中国石化 A 股目标价 12 元，对应 2011 年 13 倍的市盈率。

图表 1：中国石化盈利预测调整

		2010E			2011E		
		新	旧	% 变化	新	旧	% 变化
每股收益	元	0.82	0.82	0%	0.91	0.74	24%
市场平均预测	元	0.82			0.90		
中金相对市场		0%			1%		

资料来源：公司数据、中金公司研究部

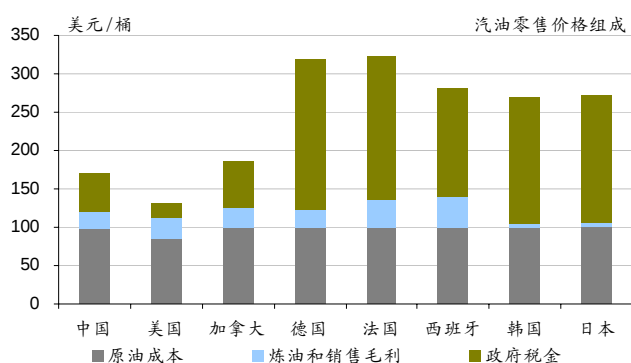
下游炼油和销售业务毛利已达国际市场水平

目前中国 93 号汽油和 0 号柴油的零售最高限价，已经处于 170-180 美元/桶，在这一终端价格和目前每桶 100 美元的原油价格之间，是政府征收的近 50 美元/桶的税收，和留给一体化公司超过 20 美元/桶的炼油及销售综合毛利，该利润水平已经接近西方市场化国家。

尽管以前成品油调价经常在“两会”后进行，但近期调价预期增强。如果调价在“两会”前发生，将有利地增强市场对定价机制改革的信心。发改委基准原油连续二十二个工作日移动平均价格为每桶 98 美元，较上次调价时上升 11%，远超过发改委 4% 的成品油调价触发线。我们认为不排除国内成品油价格可能在近期上调，10 美元/桶的原油成本增加，由一体化公司完全转嫁至终端用户，政府仅需推升最高零售限价 5%。于此同时，政府仍将继续补贴政策，抵消涨价影响。

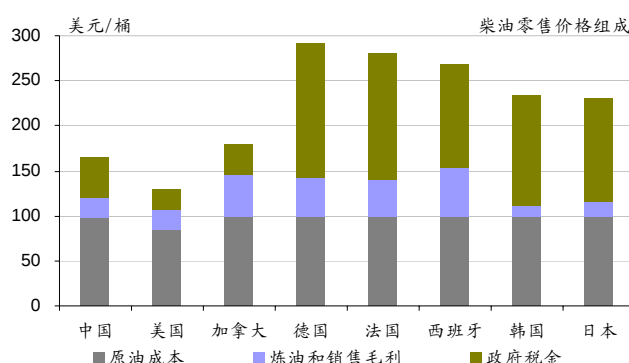
成品油定价机制市场化改革加快。发改委表示要对目前的成品油定价机制进行微调，可能缩短 22 个工作日的油价跟踪周期、减小 4% 的调价参考线或者改成石油公司自主调价，而无需经过发改委层层审批等。即加快成品油价格调整频率，使其能够更及时地反映国际市场原油价格变化。如果投资者逐步认可中国的定价改革，一体化公司，特别是中国石化将通过盈利持续增长，获得估值修复的机会。

图表 2：全球不同国家汽油零售价格组成



资料来源：彭博资讯、CEIC，行业新闻、中金公司研究部

图表 3：全球不同国家柴油零售价格组成



资料来源：彭博资讯、CEIC，行业新闻、中金公司研究部

图表 4: 不同炼油和销售毛利水平下, 中国石化的盈利变化情况

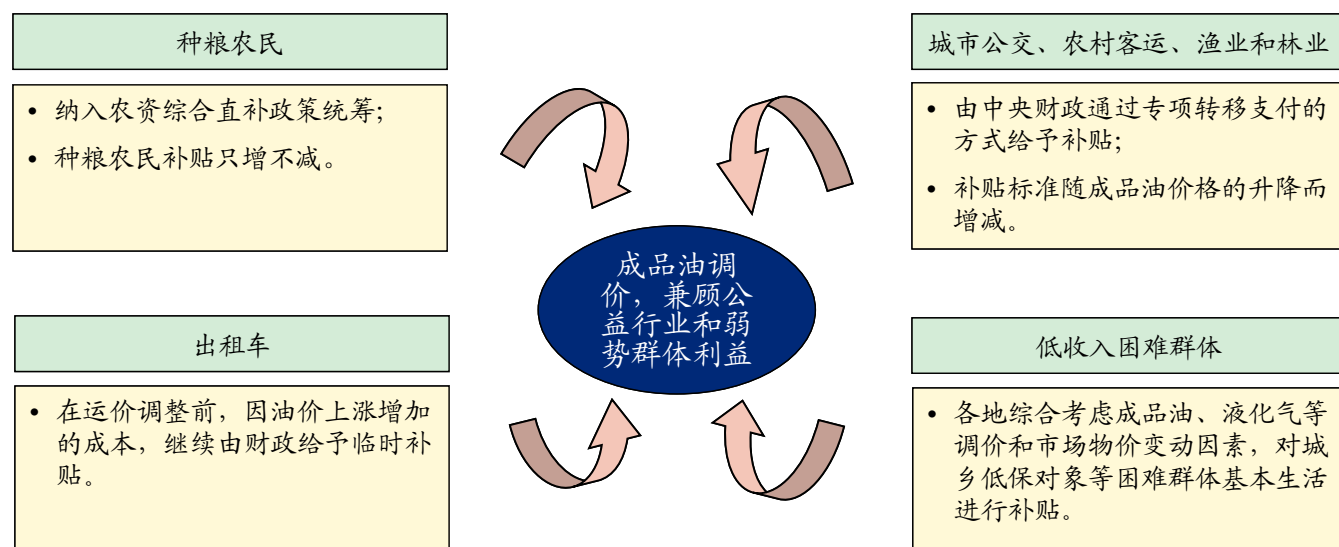
中国石化	下游炼油和销售毛利 (美元/桶)	2011E 原油均价, 美元/桶			2012E 原油均价, 美元/桶		
		85	95 (基准)	105	95	105 (基准)	115
EPS (Rmb)	10	0.47	0.50	0.57	0.49	0.52	0.59
	20 (基准)	0.89	0.91	0.99	0.95	0.98	1.02
	30	1.22	1.33	1.41	1.32	1.44	1.48
EPS Chg (%)	10	-48%	-46%	-37%	-49%	-47%	-40%
	20 (基准)	-3%	0%	9%	-3%	0%	5%
	30	34%	46%	54%	34%	47%	51%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

通过税收杠杆, 成品油定价机制可以在不同阶层之间平衡输入性通胀的压力

我们认为, 中国政府在致力于建立一套能源新定价体系, 通过提高成品油价格, 不但推动能源消费结构改善 (也即节能和促进新能源消费), 同时获得更多税收来直接补贴低收入群体和公共服务。这一定价体系, 对 CPI 产生压力有限。

图表 5: 成品油定价机制改革, 兼顾了公益性行业和弱势群体的利益



资料来源: 行业新闻、中金公司研究部

国内成品油质量升级和油品标号的提高，可以提升石油公司毛利水平

目前北京、上海、广州、深圳和南京5个城市实行成品油国IV标准，而政府计划2013年在全国范围内推广国IV标准。此外，北京计划在2012年引入汽油国V(等同欧V)标准，进一步降低尾气硫含量。根据北京等地国IV标准推广经验，全国推广国IV标准成品油，可以推高汽、柴油价格300-400元/吨，一部分用以弥补炼油装置更新改造的费用，另一方面也可以提升石油公司的下游业务毛利水平。

随着国内高档汽车保有量的增多，动力性能较好的发动机压缩比提高，为满足抗爆震性能的需要，97号和98号等高标号汽油的需求量日益增长。目前全国97号汽油比93号常规汽油平均零售价格高0.4-0.5元/升(约合550-700元/吨)，北京和上海两地的98号汽油零售价格较93号汽油高1元/升(1,400元/吨)，而且97号和98号等高标号汽油基本不打折销售。高标号汽油消费量的增加，也可以提升石油公司下游业务的毛利水平。

图表6：国内实行“国IV”标准成品油城市及其它部分城市的汽、柴油最高零售价格

元/升	油品清洁度	不同标号汽油价格				柴油价格
		90号	93号	97号	98号	0号
北京	国IV		7.17	7.63	8.18	7.14
上海	国IV		7.11	7.57	8.15	7.03
广州	国IV		7.21	7.81		6.87
深圳	国IV		7.21	7.81		6.87
珠海	国III		7.05	7.63		6.66
南京(*)	国IV	6.35	6.77	7.15		6.65
苏州	国III	6.35	6.77	7.15		6.65
天津	国III	6.33	6.83	7.22		6.68
重庆	国III	6.54	6.91	7.30		6.76
成都	国III	6.44	6.88	7.31		6.78
西安	国III	6.35	6.73	7.11		6.58
武汉	国III		6.80	7.15		6.70
杭州	国III	6.32	6.78	7.20		6.66
济南	国III	6.34	6.82	7.32		6.68

资料来源：油客网、中金公司研究部 注：南京2011年已经实行国IV标准，但成品油价格尚未调整

图表7：高档汽车一般动力性能较好，发动机压缩比高，适合选用高标号的汽油

汽车	市场价格(万元)	发动机压缩比	适用汽油标号	发动机压缩比	适用汽油标号
悍马H2 6.2 AT	130	10.5	97号、98号	7.5-8.0	90号
奔驰S300L 商务型	100	11.7	97号、98号	8.0-8.5	90号、93号
奥迪A6L 2.0	36	10.5	97号、98号	8.5-9.5	93号、97号
宝马730Li领先型	90	10.7	97号、98号	9.5以上	97号、98号
大众迈腾 1.8TSI 手动舒适型	20	9.6	97号、98号		
大众CC 1.8TSI尊贵型	25	9.6	97号、98号		
桑塔纳 1.8 景畅型	9	9.0	93号、97号		
比亚迪F3 智能白金版1.6自动挡	9	9.5	93号、97号		

资料来源：行业新闻、中金公司研究部

可转债发行将有效节省财务费用

中国石化计划发行 230 亿元的 A 股可转债，每张面值 100 元人民币，债券期限 6 年，6 年票息分别为 0.5%、0.7%、1.0%、1.3%、1.8%、2.0%，每年付息一次。采取向控股股东以外的原 A 股股东优先配售，余额网上、网下发行，转股价格为 9.73 元人民币。

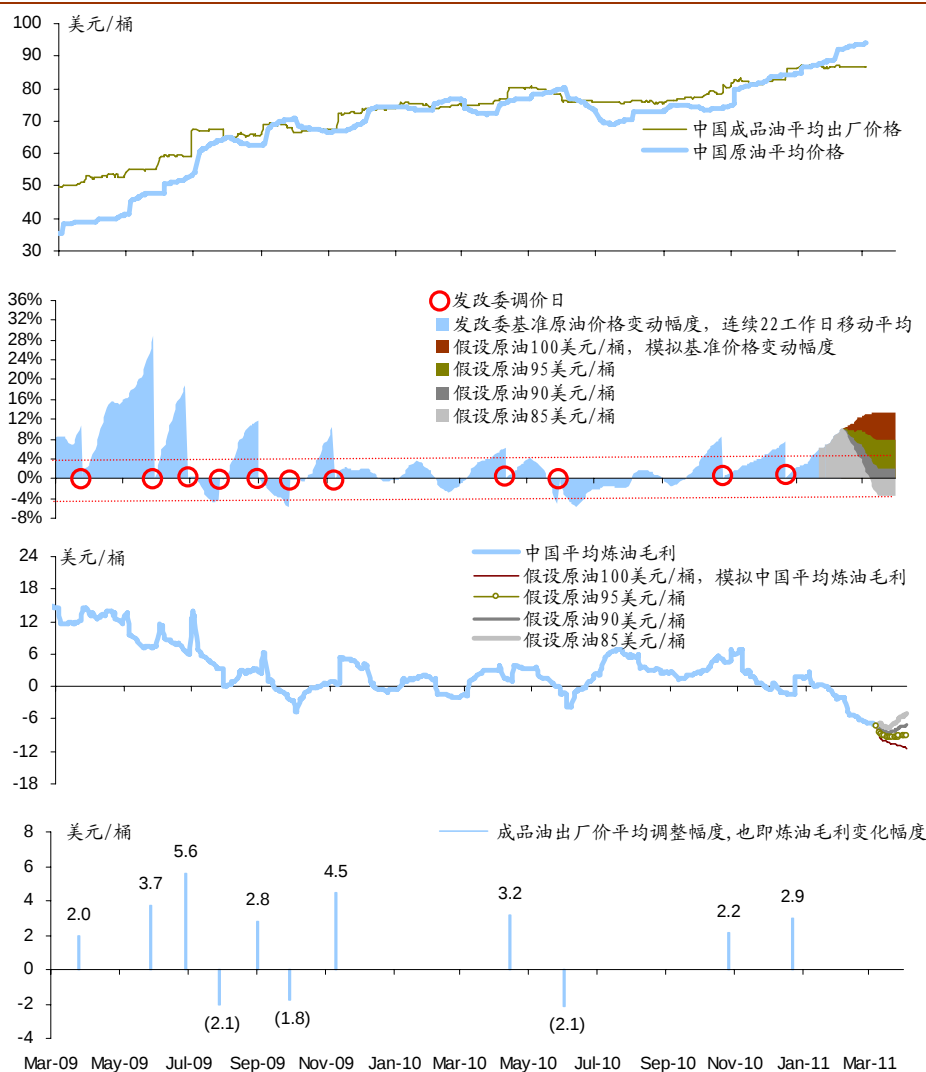
我们认为，参考目前 6.6% 的商业贷款年利率，中国石化可转债的发行，每年平均节省财务费用约 12 亿元，于 2011 年可提升税后净利润 1.2%。此外，每股 9.73 元人民币的转股价格，较公布募集说明书前 22 个交易日平均价格溢价 9.5%，较目前股价溢价 5.0%。

图表 8: 中国石化可转换债募集资金使用情况

项目名称	总投资(亿元)	募集资金投入(亿元)	时间进度
武汉 80 万吨/年乙烯项目	146.7	114.0	2010-2013
安庆含硫原油加工适应性改造及油品质量升级项目	61.5	30.0	2010-2012
石家庄油品质量升级及原油劣质化改造项目	60.5	32.0	2010-2013
榆林-济南输气管道项目	64.3	33.0	2008-2011
日照-仪征原油管道及配套工程项目	39.2	21.0	2009-2011
合计	372.2	230.0	

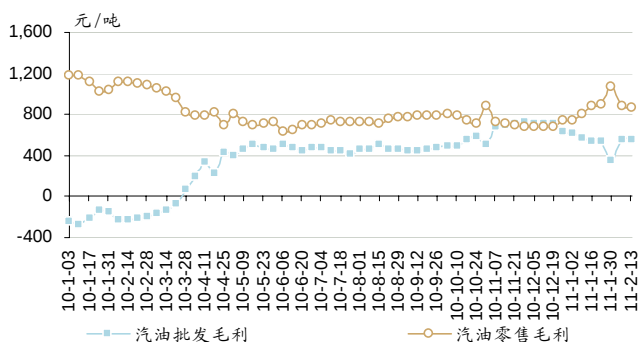
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表9：中金监测：中国成品油平均出厂价，原油综合采购成本，发改委基准原油价格，国内炼油毛利及调价幅度



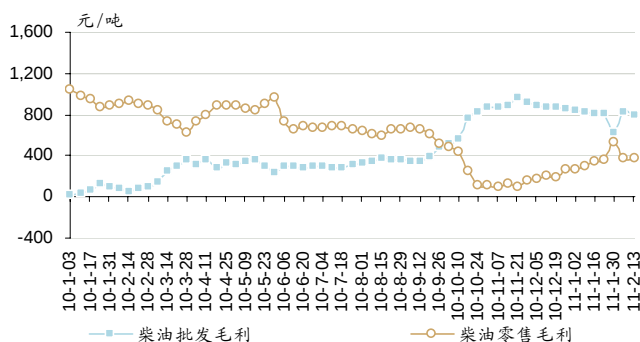
资料来源：彭博资讯、发改委、公司数据、中金公司研究部

图表10：中国汽油批发和零售毛利



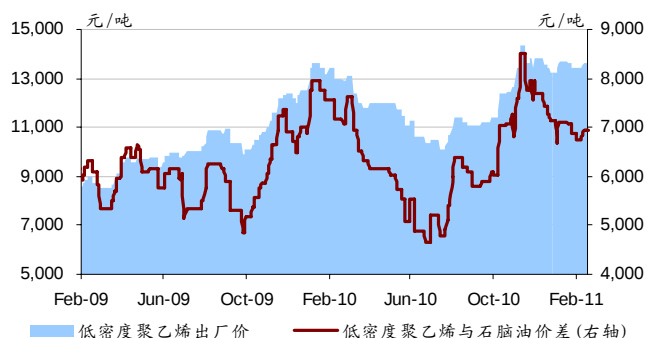
资料来源：隆重石化商务网、中金公司研究部

图表11：中国柴油批发和零售毛利



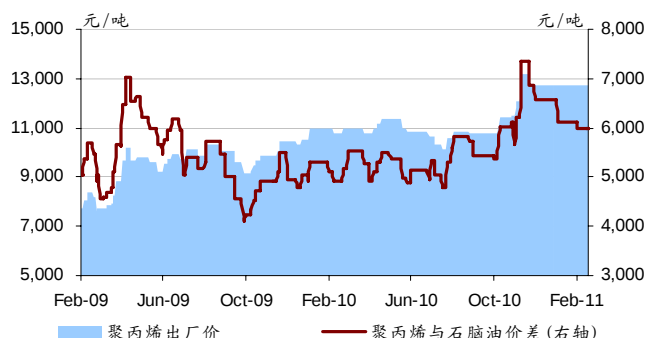
资料来源：隆重石化商务网、中金公司研究部

图表 12: 低密度聚乙烯与石脑油价差



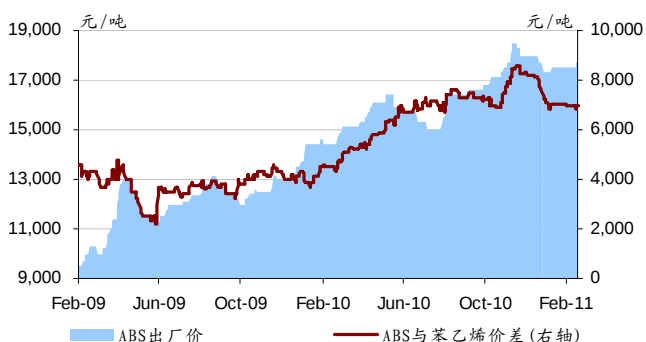
资料来源：隆重石化商务网、中金公司研究部

图表 13: 聚丙烯与石脑油价差



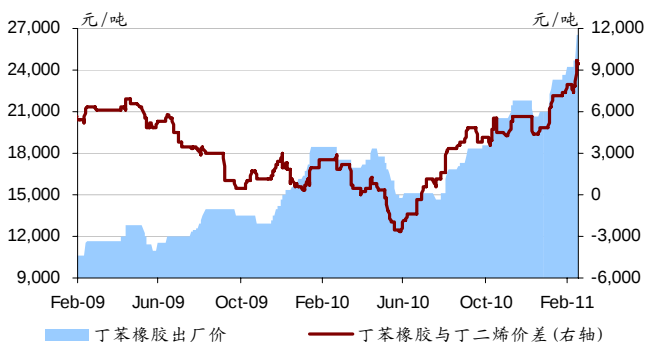
资料来源：隆重石化商务网、中金公司研究部

图表 14: ABS 与苯乙烯价差



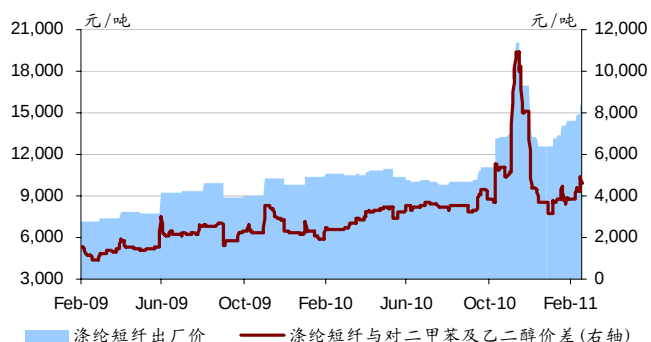
资料来源：隆重石化商务网、中金公司研究部

图表 15: 顺丁橡胶与丁二烯价差



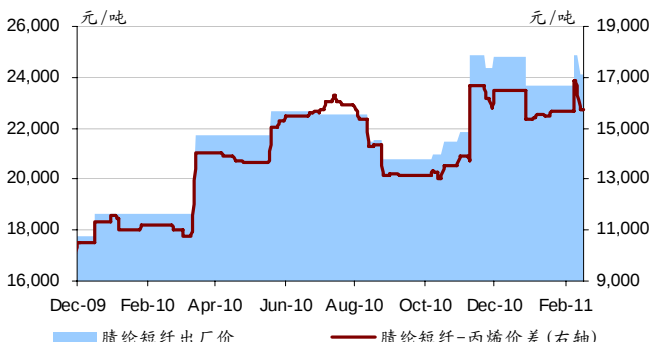
资料来源：隆重石化商务网、百川资讯、中金公司研究部

图表 16: 涤纶短纤与对二甲苯及乙二醇价差



资料来源：隆重石化商务网、中金公司研究部

图表 17: 腈纶短纤-丙烯价差



资料来源：隆重石化商务网、百川资讯、中金公司研究部

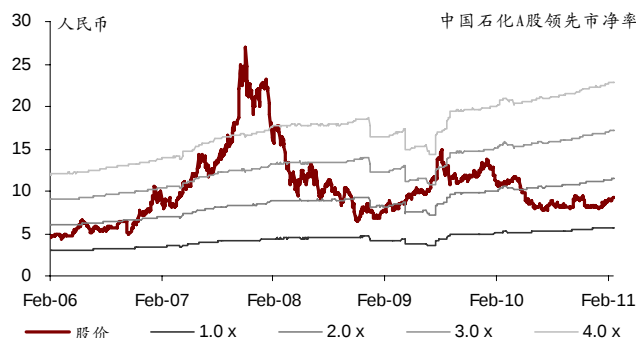
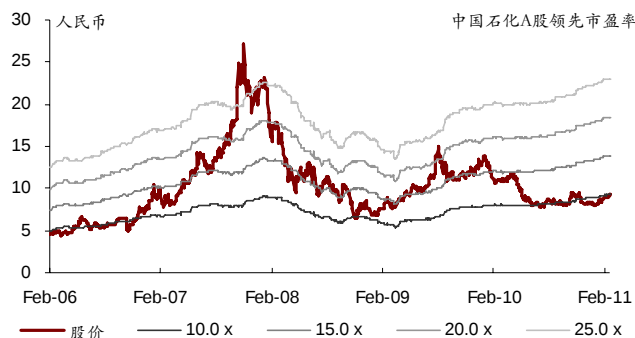
图表 18: 中国石化历史和预测的财务和经营数据

(十亿元)	FY08	FY09	FY10E	FY11E	FY12E
利润表					
营业收入	1,444.3	1,345.1	1,566.7	1,756.8	1,915.4
经营费用	(1,468.8)	(1,260.6)	(1,466.6)	(1,646.1)	(1,797.3)
采购原油、产品等	(1,286.1)	(990.5)	(1,125.6)	(1,293.8)	(1,429.7)
销售、一般及管理费用	(39.4)	(40.5)	(78.5)	(90.8)	(97.0)
折旧、耗减及摊销	(46.3)	(50.5)	(67.3)	(64.4)	(70.3)
勘探费用	(8.3)	(10.5)	(13.7)	(13.9)	(15.6)
所得税以外税金	(57.2)	(132.9)	(149.0)	(150.2)	(151.2)
其他经营费用	(31.5)	(35.7)	(32.4)	(33.0)	(33.6)
经营利润	26.3	84.4	100.2	110.8	118.0
融资成本	(5.2)	(7.2)	(7.4)	(7.4)	(7.4)
投资收益	0.4	0.4	0.1	0.1	0.1
应占联营公司的损益	0.6	3.0	0.9	0.9	0.9
除税前利润	22.1	80.6	93.7	104.3	111.6
所得税	2.8	(16.1)	(19.7)	(21.9)	(23.4)
实际税率	-12.8%	20.0%	21.0%	21.0%	21.0%
少数股东权益	3.6	(2.7)	(3.0)	(3.3)	(3.5)
净利润	28.5	61.8	71.1	79.1	84.6
每股盈利					
元/股	0.33	0.71	0.82	0.91	0.98
港币/股	0.37	0.81	0.94	1.10	1.21
每股分红					
元/股	0.12	0.18	0.21	0.23	0.25
港币/股	0.14	0.20	0.24	0.28	0.31
资产负债表					
流动资产	165.4	201.3	241.2	260.2	293.6
非流动资产	613.8	676.6	718.6	763.6	802.6
总资产	779.2	877.8	959.8	1,023.8	1,096.2
流动负债	286.7	313.4	347.1	375.5	399.0
非流动负债合计	144.0	165.6	157.8	131.0	113.1
少数股东权益	20.7	23.2	26.2	29.5	33.0
股东权益	327.9	375.7	428.8	487.9	551.2
负债及股东权益总计	779.2	877.8	959.8	1,023.8	1,096.2
现金流量表					
经营活动	66.5	152.1	175.3	158.2	168.2
投资活动	(110.0)	(116.0)	(108.5)	(108.5)	(108.5)
筹资活动	42.8	(34.3)	3.4	(48.3)	(44.6)
汇兑损益调整	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
现金净增加(减少)额	(0.8)	1.7	70.2	1.4	15.1
主要财务比率					
经营利润率	2%	6%	6%	6%	6%
净利率	2%	5%	5%	5%	4%
总资产收益率	3%	10%	11%	11%	11%
净资产收益率	8%	17%	17%	16%	15%
投入资本回报率	5%	11%	13%	14%	14%
净债务资本比率	66%	53%	35%	25%	16%
利息保障倍数	5.1	11.7	13.6	15.0	16.0
盈利现金保障倍数	2.3	2.5	2.5	2.0	2.0

主要假设					
货币(美元/人民币)	6.95	6.83	6.77	6.45	6.29
(港币/人民币)	0.88	0.88	0.87	0.83	0.81
勘探与开发					
WTI (美元/桶)	99.5	58.9	80.0	95.0	105.0
原油实现价格(美元/桶)	84.9	49.7	72.0	86.0	95.0
天然气价格(美元/千立方英尺)	3.8	4.0	4.6	4.9	6.0
油气操作成本(美元/桶油当量)	12.8	13.4	14.0	15.4	17.0
油气主要成本(美元/桶油当量)	45.5	43.5	48.9	54.5	58.6
产量(百万桶油当量)					
原油	296.8	301.2	330.4	332.0	333.7
天然气	48.8	49.8	73.6	100.5	115.9
油气产量	345.6	351.0	403.9	432.5	449.5
炼油					
实现炼油毛利(美元/桶)	-7.6	6.2	5.5	5.5	5.3
现金加工成本(美元/桶)	2.5	2.7	2.7	2.7	2.7
原油加工量(百万桶)	1,258	1,371	1,552	1,589	1,720
销售					
国内成品油总经销量	123.0	124.0	140.5	143.3	146.2
其中：零售量	84.1	78.9	87.6	90.3	92.1
直销量	19.6	25.6	32.4	31.5	32.2
批发量	19.3	19.5	20.5	21.5	21.9
化工					
乙烯产量(千吨)	6,289	6,713	9,059	9,512	9,702

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 19: 中国石化领先市盈率和市净率



资料来源：公司数据、中金公司研究部 (注：基于市场一致预期盈利)

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 20：一体化可比公司估值

国际大公司	彭博代码	货币	股价 2011-2-17	一年内股价		市值 (十亿美元)	股价变化(%)			日均交易量(百万)			市盈率(倍)			市现率(倍)			EV/EBITDA (x)			市净率 09A 10E 11E	市净率 09A 10E 11E	收益 09A 10E 11E	股息 09A 10E 11E	股利
				最高	最低		周	季	年	周	季	年	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E					
ExxonMobil	XOM US	美元	83.24	85.1	55.9	414.5	0.0	20.6	26.6	22.5	20.6	25.2	13.3	11.5	10.3	14.1	7.6	7.0	11.4	5.3	5.0	2.9	2.1%	17.3%		
Royal Dutch Shell	RDSA LN	英镑	21.71	22.8	16.2	219.0	1.4	7.5	23.6	2.7	2.7	3.2	10.7	9.1	8.0	8.2	5.4	4.8	6.0	4.6	4.1	1.5	4.8%	14.2%		
BP	BP/LN	英镑	4.90	6.6	3.0	148.8	2.8	12.5	-14.4	27.6	35.4	51.1	-40.0	7.2	6.8	10.9	5.6	5.0	4.5	4.0	3.8	1.6	1.8%	3.8%		
Chevron Texaco	CVX US	美元	96.45	98.2	66.8	194.1	-0.3	11.0	32.4	7.2	7.6	9.8	10.1	8.9	8.4	9.9	5.6	5.3	5.1	3.8	3.6	1.9	2.9%	11.7%		
TotalFinalelf	FP FP	欧元	43.23	44.6	35.7	138.2	-0.6	12.0	1.4	5.2	6.0	6.8	9.1	8.5	7.8	5.2	4.7	4.3	4.2	3.8	3.5	1.6	5.3%	18.7%		
平均值													0.7	9.1	8.2	9.7	5.8	5.3	6.2	4.3	4.0	1.9	3.4%	11.6%		
国际大公司																										
ENI	ENI IM	欧元	18.19	18.7	14.3	99.1	-0.4	12.8	7.4	14.8	14.1	20.4	10.5	8.3	7.7	4.5	3.5	3.3	4.2	3.5	3.4	1.4	5.5%	13.0%		
ConocoPhillips	COP US	美元	74.79	75.1	47.2	109.9	6.7	23.0	51.7	9.3	8.0	10.0	9.7	11.1	9.7	6.5	5.6	5.1	5.4	4.2	4.0	1.6	2.9%	8.3%		
Occidental	OXY US	美元	104.95	105.3	72.1	85.3	6.1	22.5	29.7	4.6	4.1	5.0	18.8	14.3	12.0	14.6	8.6	7.5	7.4	5.9	5.1	2.7	1.8%	10.3%		
Repsol YPF	REP SM	欧元	24.21	24.5	15.3	40.2	3.2	24.2	44.6	7.2	21.4	13.8	18.8	13.8	11.3	7.3	4.5	4.3	7.4	5.6	5.2	1.4	3.5%	9.9%		
Marathon	MRO US	美元	49.54	49.6	28.4	35.2	6.7	49.1	67.2	8.6	7.1	6.6	13.7	10.6	9.5	6.7	5.3	5.2	5.5	4.1	3.9	1.5	2.0%	6.8%		
Hess Corp	HES US	美元	83.56	86.1	48.7	28.2	2.8	23.2	37.5	2.2	3.0	3.4	12.9	12.6	11.6	8.9	5.5	5.1	5.5	4.4	4.0	1.6	0.5%	14.1%		
Lukoil	LUKOY US	美元	65.66	67.5	44.4	55.8	1.8	20.3	26.3	0.2	0.1	0.1	n.m.	5.9	5.8	n.m.	4.3	4.3	5.6	4.8	4.4	n.m.	n.m.	13.2%		
平均值													14.1	11.0	9.7	8.1	5.3	4.9	5.8	4.7	4.3	1.7	2.7%	10.8%		
新兴市场公司																										
ONGC	ONGC IN	卢比	277.85	368.2	249.0	52.4	1.6	-14.1	1.1	3.3	4.8	4.7	12.3	8.8	7.8	7.6	5.0	4.7	6.6	4.4	4.1	2.3	3.0%	20.0%		
PTT	PTT TB	泰铢	334.00	351.0	217.0	31.1	4.4	5.7	53.2	6.1	6.2	7.0	15.9	12.2	10.4	10.7	7.2	6.9	10.0	7.7	6.8	2.0	1.2%	14.7%		
Gazprom	GAZP RM	卢布	196.33	377.9	1.5	158.9	-5.7	16.3	14.4	204.2	220.5	222.3	5.9	5.1	4.6	5.1	3.8	3.7	5.2	4.2	3.8	0.8	1.2%	15.7%		
Petrbras	PETRA4 BZ	里尔	27.37	37.5	23.9	230.2	4.2	7.5	-20.1	22.0	22.4	22.7	7.7	8.8	9.5	5.5	7.0	n.a.	7.8	7.3	6.4	1.2	3.8%	24.7%		
中海油(*)	883 HK	港币	17.16	19.6	11.4	98.4	6.5	4.1	39.1	75.7	61.0	65.5	22.9	12.0	9.8	12.8	7.6	6.4	10.7	6.5	5.4	3.9	2.3%	17.6%		
中国石化H股(*)	857 HK	港币	10.64	11.3	7.9	316.5	4.1	11.6	21.2	90.7	90.5	90.5	16.6	12.9	11.4	6.5	6.9	5.4	8.0	6.4	5.9	2.0	2.7%	11.8%		
中国石化H股(*)	386 HK	港币	8.35	8.9	5.7	137.9	4.5	16.5	39.2	110.5	93.5	92.4	10.3	8.9	7.6	4.2	3.6	3.8	5.9	4.8	4.6	1.7	2.4%	16.5%		
平均值													13.1	9.8	8.7	7.5	5.9	5.1	7.7	5.9	5.3	2.0	2.4%	17.3%		
中国A股市场																										
中国石化A股(*)	601857 CH人民币	人民币	11.69	13.3	9.9	316.5	1.4	3.0	-10.1	40.2	32.9	28.3	20.7	16.3	15.1	8.2	8.7	7.1	10.1	8.1	7.4	2.5	2.2%	11.8%		
中国石化A股(*)	600028 CH人民币	人民币	9.27	12.2	7.7	116.5	3.8	12.0	-17.6	81.6	56.5	58.4	13.0	11.3	10.2	5.3	4.6	5.1	7.3	5.9	5.7	2.1	1.9%	16.5%		
全球市场汇总																										
最高值(不包括A股市场)						414.5	6.7	49.1	67.2				22.9	14.3	12.0	14.6	8.6	7.5	11.4	7.7	6.8	3.9	5.5%	24.7%		
最低值						414.5	6.7	49.1	67.2				22.9	16.3	15.1	14.6	8.7	7.5	11.4	8.1	7.4	3.9	5.5%	24.7%		
平均值						28.2	-5.7	-14.1	-20.1				-40.0	5.1	4.6	4.2	3.5	3.3	4.2	3.5	3.4	0.8	0.5%	-3.8%		
平均值(不包括A股市场)													10.7	10.4	9.3	8.1	5.7	5.2	6.8	5.2	4.8	1.9	2.7%	13.5%		
平均值(不包括A股市场)													10.0	10.0	8.9	8.3	5.6	5.1	6.6	5.0	4.6	1.9	2.8%	13.4%		

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部 注：*使用中金公司盈利预测，其他使用市场一直预期盈利预测

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司为中石化提供过投资银行服务。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED