



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

业绩预览

2009 年 10 月 21 日

石油天然气

研究部

林益欣

张晖

联系人

联系人

linyixin@cicc.com.cn

zhanghui@cicc.com.cn

梁耀文, CFA

分析员

leungb@cicc.com.cn

三季度业绩预计不理想

三季度业绩预测：预计中石油中石化业绩环比回落

我们预计中石油 2009 年三季度净利润为 302 亿元，合每股 0.165 元，环比降低 8%，主要由于二季度基数较高，确认了一部分补贴款。我们认为其上游板块将受益于原油价格回升，三季度 WTI 均价为 68 美元/桶，较二季度的 52 美元/桶环比上涨 30%。2009 年 1 至 3 季度净利润预计为 807 亿元，合每股 0.44 元，同比降低 6.8%。

我们预计中石化三季度净利润为 165 亿元（每股 0.19 元），环比回落 25%，主要由于三季度炼油和化工毛利预计环比回落，三季度炼油毛利预计为 6-6.5 美元/桶，较二季度的 9.2 美元/桶明显回落。预计 1 至 3 季度净利润合计为 498 亿元（每股 0.57 元），较去年同期同比增加 182%，主要由于今年开始实施成品油新定价机制。

中海油 2009 年三季度收入预计将受益于油价回升。产量受台风影响，可能会低于全年产量计划 225-231 百万桶油当量，但影响不大。扣除已复产的惠州 21-1 气田，惠州油田群公司权益产量为 7.26 百万桶/年，预计可于 2010 年中左右复产，今年预计可能减少产量 2 百万桶，相当于计划产量的 0.8%。

关注要点：

中石油：关注三季度是否确认税务核查补交税款。中石化：关注三季度炼油毛利回落情况。中海油：关注油田复产情况。

估值与建议：

受美元贬值推动，目前油价已上涨接近 80 美元/桶。根据宏观组的判断，美元将呈震荡贬值趋势。我们将 2010 年和长期油价假设从 70 美元/桶和 80 美元/桶上调至 80 美元/桶和 90 美元/桶，相应将中海油、中石油、中石化 2010 年的盈利预测相应上调 13%、20%和 18%至 1.2 港币、0.99 港币和 0.96 港币：

（1）对于中海油，我们相应将 12 个月目标价上调 13%至 14.7 港币（2010 年目标市盈率 12.25 倍）。由于中海油为纯上游石油公司，且其产量增长和勘探前景良好，其仍为港股石油公司的首选，维持推荐的投资评级。

（2）对于中石油，我们相应上调 12 个月目标价 20%至 10.2 港币，由于中石油港股和 A 股 09 年的市盈率高于国际可比公司，且短期内投资者不应天然对天然气业务抱有较高的预期，加上 3 季度业绩预计较弱，我们建议短期内回避中石油，维持 H 股和 A 股中性的投资评级。

（3）由于中石化 3 季度业绩预计一般，且目前油价接近 80 美元/桶，超过 80 美元/桶新定价机制将逐步压缩炼油毛利，建议投资者逐步获利了结。

三季度中石油中石化业绩预计环比回落

我们预计中石油 2009 年三季度净利润为 302 亿元，合每股 0.165 元，环比降低 8%，主要由于二季度基数较高，确认了一部分补贴款。2009 年 1 至 3 季度净利润预计为 807 亿元，合每股 0.44 元，同比降低 6.8%。我们认为三季度其上游板块将受益于原油价格回升，三季度 WTI 均价为 68 美元/桶，较二季度的 52 美元/桶环比上涨 30%。

我们预计中石化三季度净利润为 165 亿元（每股 0.19 元），环比回落 25%，主要由于三季度炼油毛利预计大幅回落，预计为 6-6.5 美元/桶，较二季度的 9.2 美元/桶明显回落。三季度化工利润预计也将环比回落。三季度 LDPE 与石脑油价差环比回落 11%至 6156 元/吨，聚丙烯与石脑油价差环比回落 11%至 5504 元/吨。预计 1 至 3 季度净利润合计为 498 亿元（每股 0.57 元），较去年同期同比增加 182%，主要由于今年开始实施成品油新定价机制。

中海油 2009 年三季度收入预计将受益于油价回升。产量受台风影响，可能会低于全年产量计划 225-231 百万桶油当量，但影响不大。扣除已复产的惠州 21-1 气田，惠州油田群公司权益产量为 7.26 百万桶/年，预计可于 2010 年中左右复产，今年预计可能减少产量 2 百万桶，相当于计划产量的 0.8%。

图表 1：中石化盈利预测

(百万元)	1Q09	2Q09	3Q09E	QoQ
营业利润	16,494	29,688	22,700	-24%
勘探及开发	2,756	2,745	5,030	83%
炼油	7,328	12,570	5,870	-53%
营销及分销	3,771	8,737	8,950	2%
化工	2,799	6,962	4,070	-42%
其他	-160	-1,326	-1,220	n.a.
净利润	11,219	22,027	16,500	-25%
每股盈利 (元)	0.129	0.254	0.190	-25%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

四季度炼油毛利预计将进一步压缩

根据成品油新定价机制，当油价低于 80 美元/桶时，政府将给予正常的炼油毛利，当油价高于 80 美元/桶，低于 130 美元/桶时，将逐步扣减加工利润，当油价高于 130 美元/桶时汽柴油价格原则上不提或少提。受美元贬值推动，目前油价已经接近 80 美元/桶。中石化三季度的炼油毛利预计为 6-6.5 美元/桶，较二季度的 9.2 美元/桶明显回落。我们预计随着原油价格进一步上涨，发改委有可能继续压缩四季度的炼油毛利。

09 年以来前几次调整如下：1 月 15 日汽柴油价格每吨分别下调 140 和 160 元。3 月 25 日汽柴油价格每吨分别上调 290 和 180 元。6 月 1 日起汽柴油价格每吨分别上调 400 元。6 月 30 日发改委上调汽柴油 600 元/吨。7 月 29 日发改委下调 220 元/吨，9 月 2 号上调 300 元/吨，9 月 30 号下调 190 元/吨。

化工毛利仍处于下行周期

化工毛利未来两年将面临压力，主要是由于需求低迷，而且中东和亚洲地区市场供应将大幅增加。全球经济放缓可能会削弱国内化工产品消耗量，但是中东和亚洲地区有大量新增产能（分别为 1,399 万吨和 1,000 万吨）将在未来两年投产。

上调 2010 年和长期油价假设至 80 和 90 美元/桶

受美元贬值推动，目前油价已上涨接近 80 美元/桶。根据宏观组的判断，美元将呈震荡贬值趋势：（1）避险偏好开始消退，回归风险资产。（2）宽松货币政策尚未到收紧时机；（3）美国财政状况较差等。我们将 2010 年和长期油价假设从 70 美元/桶和 80 美元/桶上调至 80 美元/桶和 90 美元/桶，相应将中海油、中石油、中石化 2010 年的盈利预测相应上调 13%、20%和 18%至 1.2 港币、0.99 港币和 0.96 港币。

中海油 12 个月目标价相应上调 13%至 14.7 港币（2010 年目标市盈率 12.25 倍）。由于中海油为纯上游石油公司，且其产量增长和勘探前景良好，其仍为港股石油公司的首选，维持推荐的投资评级。

中石油 12 个月目标价相应上调 20%至 10.2 港币，由于中石油港股和 A 股 09 年的市盈率高于国际可比公司，且短期内投资者不应天然气业务抱有较高的预期，加上 3 季度业绩预计较弱，我们建议短期内回避中石油，维持 H 股和 A 股中性的投资评级。

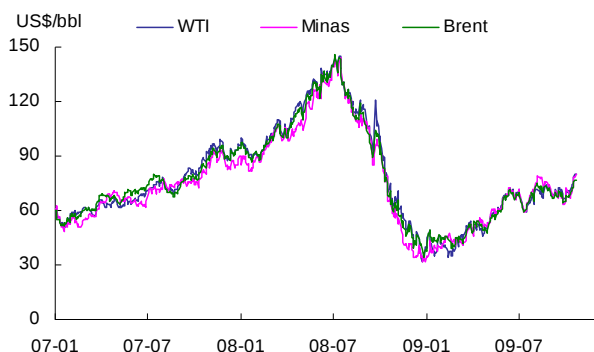
由于中石化 3 季度业绩预计一般，且目前油价接近 80 美元/桶，超过 80 美元/桶新定价机制将逐步压缩炼油毛利，建议投资者逐步获利了结。

图表 2：2010 年公司每股盈利对油价的敏感性

油价 (美元/桶)	60	65	70	75	80	85	90	95	100	105	110
中海油	0.79	0.87	0.94	1.02	1.09	1.16	1.24	1.31	1.39	1.46	1.53
		10%	9%	8%	7%	7%	6%	6%	6%	5%	5%
中石油	0.62	0.69	0.76	0.83	0.90	0.95	1.01	1.06	1.12	1.17	1.23
		11%	10%	9%	8%	6%	6%	5%	6%	4%	5%
中石化	0.74	0.77	0.81	0.84	0.87	0.86	0.85	0.84	0.83	0.83	0.82
		4%	5%	4%	4%	-1%	-1%	-1%	-1%	0%	-1%

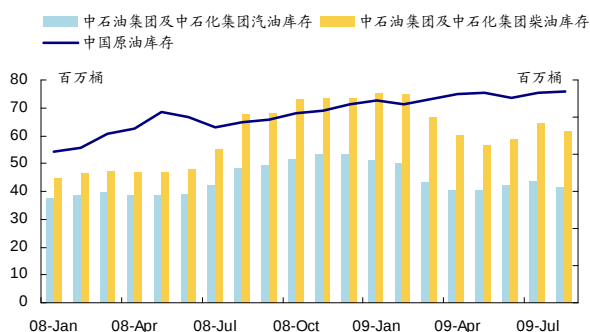
资料来源：中金公司研究部

图表3: 国际油价走势



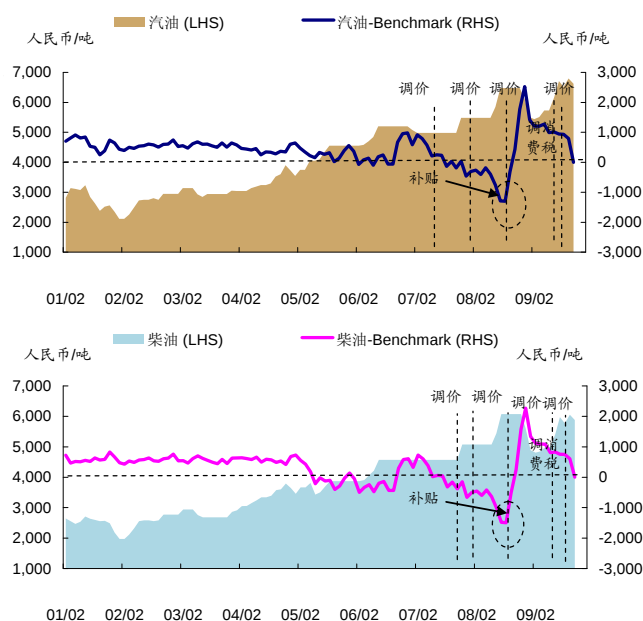
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表4: 中国原油库存及两大集团汽柴油库存



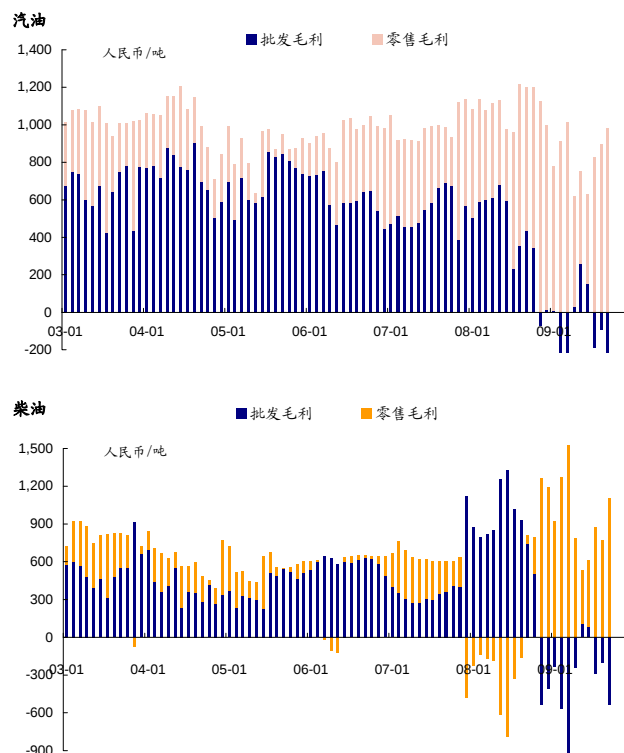
资料来源: CNPC, China OGP, 中金公司研究部

图表5: 炼油毛利



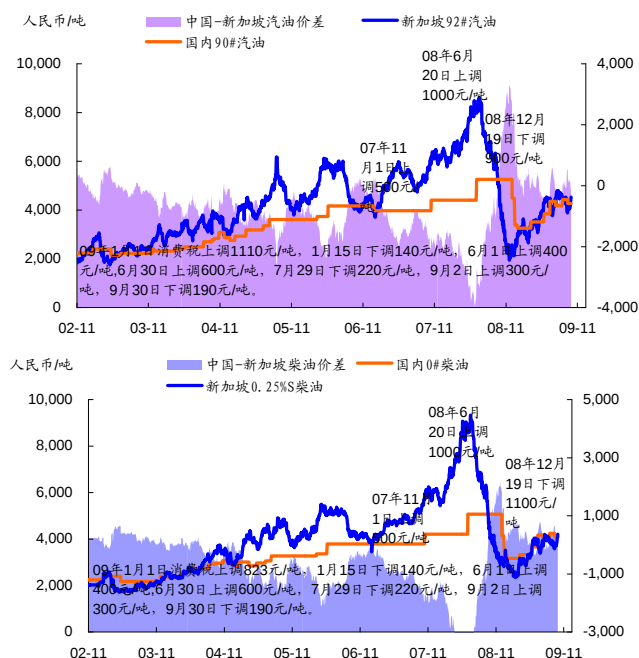
资料来源: 隆众石化商务网, 中金公司研究部

图表6: 销售毛利



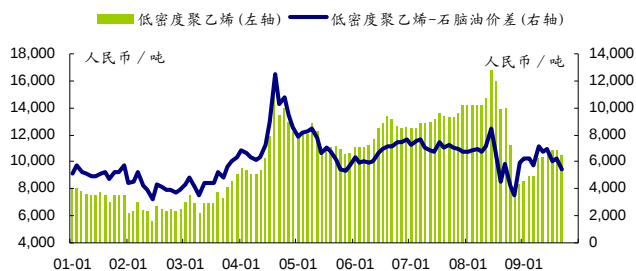
资料来源: 隆众石化商务网, 中金公司研究部

图表7: 中国-新加坡汽柴油价差



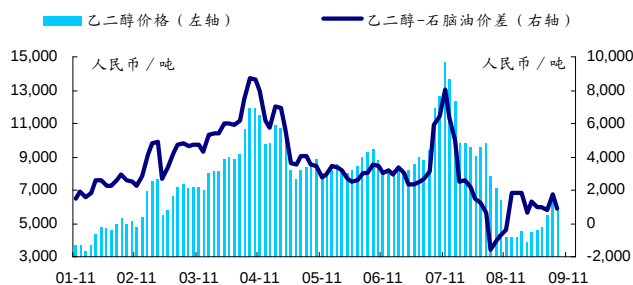
资料来源: 隆众石化商务网, 中金公司研究部

图表 8：低密度聚乙烯-石脑油价差



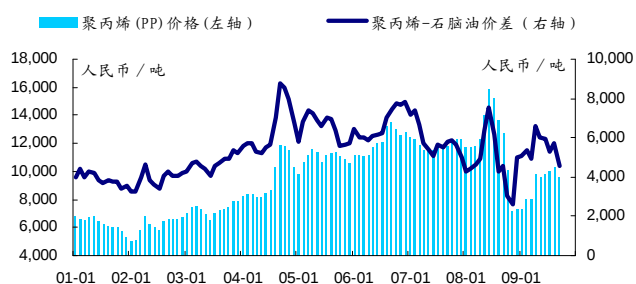
资料来源：隆重石化商务网，中金公司研究部

图表 10：乙二醇-石脑油价差



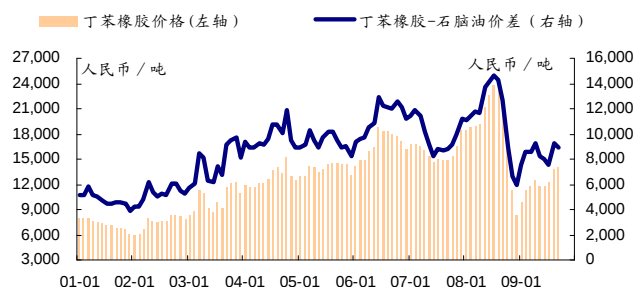
资料来源：隆重石化商务网，中金公司研究部

图表 9：聚丙烯-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 11：丁苯橡胶-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 12：中海油盈利预测调整

(百万元)	2009E			2010E		
收入	After	After	Change	Before	After	Change
原油和天然气收入	72,018	70,553	-2.0%	99,039	110,735	11.8%
市场收入	13,420	13,420	0.0%	16,590	18,952	14.2%
其他收入	500	500	0.0%	500	500	0.0%
	85,938	84,473	-1.7%	116,129	130,187	12.1%
费用						
营业费用	11,733	11,492	-2.1%	13,092	12,828	-2.0%
产量税	3,280	3,214	-2.0%	4,782	5,407	13.1%
勘探费用	2,189	2,144	-2.1%	2,443	2,394	-2.0%
折旧和摊销	10,365	10,152	-2.1%	11,738	11,501	-2.0%
油田拆除费	757	741	-2.1%	857	840	-2.0%
原油采购	13,360	13,360	0.0%	16,529	18,890	14.3%
管理费用	1,547	1,521	-1.7%	2,090	2,343	12.1%
原油特别收益金	3,045	2,969	-2.5%	7,616	11,609	52.4%
营业利润	39,162	38,380	-2.0%	56,481	63,873	13.1%
利润总额	38,823	38,046	-2.0%	56,666	64,087	13.1%
所得税	9,318	9,131	-2.0%	13,600	15,381	13.1%
净利润	29,506	28,915	-2.0%	43,066	48,706	13.1%
EPS(人民币)	0.66	0.65	-2.0%	0.96	1.09	13.1%
EPS(港币)	0.75	0.74	-2.0%	1.06	1.20	13.1%
DPS(港币)	0.22	0.22	-2.0%	0.32	0.36	13.1%

资料来源：中金公司研究部

图表 13: 中石油盈利预测调整

(百万元)	2009E			2010E		
	B/F	A/F	Change (%)	B/F	A/F	Change (%)
营业收入	860,048	863,806	0.4%	1,030,136	1,120,899	8.8%
对外收入	1,561,460	1,557,958	-0.2%	1,846,701	2,033,101	10.1%
减: 部门间收入	701,412	694,152	-1.0%	816,565	912,201	11.7%
营业费用	(705,217)	(699,860)	-0.8%	(850,026)	(890,868)	4.8%
营业利润	154,831	163,947	5.9%	180,110	230,031	27.7%
勘探与生产	98,226	102,134	4.0%	129,995	173,308	33.3%
炼油与化工	28,953	28,997	0.2%	17,505	20,921	19.5%
销售	17,256	17,256	0.0%	17,295	17,376	0.5%
天然气与管道	20,375	21,424	5.1%	22,467	24,688	9.9%
其他	(5,865)	(5,865)	0.0%	(6,262)	(6,262)	0.0%
财务成本	(4,166)	(3,931)	-5.7%	(6,100)	(5,005)	-17.9%
附属收入	4,299	4,299	0.0%	4,299	4,299	0.0%
利润总额	154,963	164,315	6.0%	178,309	229,325	28.6%
所得税	(32,542)	(34,506)	6.0%	(37,445)	(48,158)	28.6%
净利润	122,421	129,809	6.0%	140,864	181,167	28.6%
归属于母公司所有者的净利润	118,748	118,775	0.0%	136,638	163,956	20.0%
A股每股收益(人民币)	0.65	0.65	0.0%	0.75	0.90	20.0%
H股每股收益(港币)	0.74	0.74	0.0%	0.83	0.99	19.8%
股利	53,437	53,449	0.0%	61,487	73,780	20.0%
每股股利(人民币)	0.29	0.29	0.0%	0.34	0.40	20.0%

资料来源: 中金公司研究部

图表 14：中石化盈利预测调整

百万元	2009E			2010E		
	B/F	A/F	Change (%)	B/F	A/F	Change (%)
营业额及其他收入	<u>1,283,485</u>	<u>1,200,434</u>	-6.5%	<u>1,482,052</u>	<u>1,572,541</u>	6.1%
营业额	1,248,327	1,165,397	-6.6%	1,444,354	1,534,404	6.2%
其他收入	35,158	35,036	-0.3%	37,698	38,136	1.2%
经营费用	<u>(1,199,832)</u>	<u>(1,110,462)</u>	-7.4%	<u>(1,389,197)</u>	<u>(1,467,365)</u>	5.6%
采购原油、产品及经营供应品的费用	(1,009,741)	(936,868)	-7.2%	(1,178,166)	(1,258,329)	6.8%
折旧、耗减及摊销	(48,550)	(48,191)	-0.7%	(62,296)	(61,781)	-0.8%
勘探费用	(8,533)	(8,393)	-1.6%	(13,336)	(13,130)	-1.5%
销售、一般及管理费用	(71,837)	(55,838)	-22.3%	(73,735)	(65,980)	-10.5%
经营收益	<u>83,653</u>	<u>89,972</u>	7.6%	<u>92,855</u>	<u>105,176</u>	13.3%
勘探及开发	27,604	25,083	-9.1%	37,589	41,457	10.3%
炼油	22,956	27,899	21.5%	18,316	25,237	37.8%
营销及分销	24,260	23,392	-3.6%	28,090	27,797	-1.0%
化工	11,622	16,387	41.0%	12,245	14,070	14.9%
总部	(2,789)	(2,789)	0.0%	(3,385)	(3,385)	0.0%
净利润	<u>57,344</u>	<u>63,849</u>	11.3%	<u>63,991</u>	<u>75,718</u>	18.3%
每股收益						
元/股	0.661	0.736	11.3%	0.738	0.873	18.3%
港币/股	0.752	0.838	11.3%	0.814	0.964	18.3%
每股股息						
元/股	0.167	0.186	11.3%	0.187	0.221	18.3%
港币/股	0.187	0.209	11.3%	0.206	0.244	18.3%

资料来源：中金公司研究部

图表 15: 中海油财务数据

主要假设	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
货币(美元/人民币)	8.28	8.20	8.00	7.63	6.94	6.78	6.95
油价(美元/桶)							
WTI	41.43	56.56	66.11	72.32	99.53	58.00	80.00
价差	-6.02	-9.25	-7.21	-6.06	-10.14	-4.89	-4.89
实现价格	35.41	47.31	58.90	66.26	89.39	53.11	75.11
产量(百万桶)							
原油	116.90	130.26	136.04	135.72	155.33	178.57	198.93
天然气	22.22	23.70	29.86	34.04	40.27	44.74	47.88
总量	139.12	153.96	165.91	169.76	195.40	223.31	246.81
同比增长	7.4%	10.7%	7.8%	2.3%	15.1%	14.3%	10.5%
财务报表(百万元)	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
合并利润表							
营业额及其他经营收入	55,222	69,456	88,947	90,724	125,977	84,473	130,187
经营费用	32,883	33,284	45,893	49,525	72,112	46,093	66,314
经营利润	22,340	36,172	43,054	41,199	53,865	38,380	63,873
除税前利润	23,070	36,301	44,123	43,311	57,880	38,046	64,087
净利润	16,139	25,323	30,927	31,258	44,375	28,915	48,706
每股盈利(港币)	0.37	0.58	0.69	0.75	1.15	0.74	1.20
资产负债表							
流动资产	35,293	44,421	47,892	55,732	63,770	82,690	111,089
长期资产	58,509	69,327	106,359	122,242	141,349	174,527	201,453
流动负债	10,402	13,616	14,481	21,402	18,799	17,682	21,213
长期负债	26,957	27,546	32,973	24,077	27,632	25,737	26,737
股东权益	56,443	73,603	107,772	134,315	160,238	215,617	266,411
合并现金流量表							
经营现金净流量	22,328	32,154	39,226	41,301	55,738	44,292	69,122
投资现金净流量	-24,607	-29,349	-39,526	-21,374	-48,984	-46,211	-48,059
筹资现金净流量	1,970	-7,786	6,039	-10,799	-10,129	-4,582	-170
主要财务比率	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
经营利润毛利	40%	52%	48%	45%	43%	45%	49%
净利润毛利	29%	36%	35%	34%	35%	34%	37%
资产负债率	40%	36%	31%	25%	22%	17%	16%
流动比率	3.4	3.3	3.3	2.6	3.4	4.7	5.2
速动比率	3.3	3.2	3.2	2.5	3.2	4.6	5.1

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 16：中国石油财务数据

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
主要假设								
货币(美元/人民币)	8.28	8.28	8.18	7.96	7.58	7.01	6.78	6.95
油价(美元/桶)								
WTI	30.87	40.45	55.16	65.83	69.92	99.53	58.00	80.00
价差	-3.67	-6.57	-6.79	-6.07	-4.65	-11.98	-7.44	-10.23
实现价格	27.20	33.88	48.37	59.76	65.27	87.55	50.56	69.77
产量(百万桶)								
原油	808.60	814.20	822.90	830.70	846.00	870.70	832.80	841.13
天然气	123.95	146.05	186.58	228.65	271.28	310.70	334.25	400.46
总量	932.55	960.25	1009.48	1059.35	1117.28	1181.40	1167.05	1241.59
同比增长	7.1%	3.0%	5.1%	4.9%	5.5%	5.7%	-1.2%	6.4%
合并利润表 (国际会计准则)								
(百万元)								
营业额及其他经营收入	303,779	397,354	552,229	688,978	836,353	1,071,146	863,806	1,120,899
经营费用	(204,593)	(246,216)	(360,058)	(491,002)	(635,582)	(911,846)	(699,860)	(890,868)
经营成本	(281,810)	(365,748)	(245,562)	(333,180)	(369,219)	(562,122)	(1,057,140)	(1,391,270)
折旧、耗减及摊销	(40,531)	(48,362)	(51,305)	(61,388)	(67,274)	(94,603)	(83,209)	(91,302)
其他成本	(33,606)	(40,561)	(63,191)	(67,520)	(80,178)	(578,604)	(237,990)	(272,603)
石油特别收益金	0	0	0	(28,914)	(45,415)	(93,205)	(15,671)	(47,896)
分部间成本	151,354	208,455	313,130	398,449	360,465	615,647	694,152	912,201
经营利润	99,186	151,138	192,171	197,976	200,771	159,300	163,947	230,031
融资成本	(1,849)	(1,515)	(750)	(1,080)	(2,256)	(1,770)	(3,931)	(5,005)
汇兑损益	(180)	8	88	74	(751)	(1,081)	(400)	(400)
利息收入	677	1,373	1,924	2,066	2,099	2,274	261	(788)
利息支出	(2,346)	(2,896)	(2,762)	(3,220)	(3,604)	(2,963)	(3,791)	(3,817)
应占联营公司的损益	985	1,621	2,401	2,277	6,442	4,299	4,299	4,299
除税前利润	98,322	151,244	193,822	199,173	204,957	161,829	164,315	229,325
所得税	(28,072)	(43,598)	(54,180)	(49,776)	(49,781)	(35,178)	(34,506)	(48,158)
实际税率	29%	29%	28%	25%	24%	22%	21%	21%
除税后利润	70,250	107,646	139,642	149,397	155,176	126,651	129,809	181,167
少数股东权益	(636)	(3,803)	(6,280)	(7,173)	(8,426)	(12,220)	(11,034)	(17,211)
净利润	69,614	103,843	133,362	142,224	146,750	114,431	118,775	163,956
流通股本(百万)	175,824	175,824	179,021	179,021	183,021	183,021	183,021	183,021
每股盈利								
元/股	0.40	0.59	0.74	0.78	0.80	0.63	0.65	0.90
港币/股	0.37	0.56	0.71	0.78	0.85	0.72	0.74	0.99
每股分红								
元/股	0.18	0.26	0.34	0.38	0.35	0.28	0.29	0.40
港币/股	0.17	0.25	0.32	0.39	0.39	0.32	0.33	0.44
主要财务比率								
净资产收益率	20%	24%	26%	24%	20%	14%	14%	17%
投入资本回报率	18%	24%	28%	27%	23%	15%	14%	17%
净债务资本比率	20%	19%	14%	12%	10%	16%	15%	13%
利息保障倍数	42.3	52.2	69.6	61.5	55.7	53.8	43.2	60.3

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 17: 中国石化财务数据

主要假设	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
货币(美元/人民币)	8.28	8.28	8.19	7.97	7.61	6.95	6.78	6.95
油价(美元/桶)								
WTI	30.87	40.45	56.56	66.07	72.32	99.53	58.00	80.00
价差	-5.11	-6.48	-7.01	-9.36	-14.74	-14.61	-12.00	-14.00
实现价格	25.76	33.97	49.55	56.71	57.58	84.92	46.00	66.00
产量(百万桶)								
原油	270.96	274.15	278.82	285.19	291.67	296.80	301.00	304.01
天然气	31.28	34.14	36.98	42.75	47.10	48.85	48.83	49.80
总量	302.24	308.29	315.80	327.94	338.77	345.65	353.95	386.19
同比增长	0.9%	2.0%	2.4%	3.8%	3.3%	2.0%	2.4%	9.1%
合并利润表	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
(百万元)								
营业额	429,949	597,197	799,115	1,034,888	1,173,869	1,420,321	1,165,397	1,534,404
其他经营收入	19,052	22,586	33,417	26,853	30,974	31,780	35,036	38,136
营业额及其他经营收入	449,001	619,783	832,532	1,061,741	1,204,843	1,452,101	1,200,434	1,572,541
其他收入				5,161	4,863	50,342		
经营费用	(410,118)	(556,714)	(765,718)	(986,270)	(1,123,842)	(1,474,320)	(1,110,462)	(1,467,365)
采购原油、产品及经营供应品费用	(313,238)	(443,590)	(653,056)	(854,236)	(970,929)	(1,285,155)	(936,868)	(1,258,329)
销售、一般及管理费用	(62,796)	(74,386)	(74,838)	(37,514)	(37,843)	(46,175)	(55,838)	(65,980)
折旧、耗减及摊销	(27,951)	(32,342)	(31,413)	(33,554)	(43,315)	(45,823)	(48,191)	(61,781)
勘探费用	(6,133)	(6,396)	(6,411)	(7,983)	(11,105)	(8,310)	(8,393)	(13,130)
经营利润	38,883	63,069	66,814	80,632	85,864	28,123	89,972	105,176
勘探与开采	19,160	25,614	46,871	63,182	48,766	66,569	25,083	41,457
炼油	6,073	5,943	(3,505)	(25,710)	(10,452)	(61,538)	27,899	25,237
销售与分销	11,943	14,716	10,350	30,234	35,727	38,209	23,392	27,797
化工	3,543	18,721	14,296	14,458	13,306	(13,102)	16,387	14,070
本部	(1,836)	(1,925)	(1,198)	(1,532)	(1,483)	(2,015)	(2,789)	(3,385)
融资成本								
利息支出	(4,365)	(4,583)	(5,920)	(7,101)	(7,314)	(11,326)	(9,351)	(9,224)
利息收入	322	374	382	538	405	445	500	500
融资成本净额	(4,463)	(4,371)	(4,621)	(5,813)	(8,101)	(4,776)	(8,451)	(8,324)
投资收益	89	111	178	289	1,657	390	50	50
应占联营公司的损益	532	797	857	3,434	4,044	580	900	900
营业外利润	621	908	1,035	3,723	5,701	970	950	950
除税前利润	35,041	59,606	63,228	78,542	83,464	24,317	82,471	97,802
所得税	(10,645)	(17,815)	(19,388)	(23,504)	(24,721)	1,883	(17,319)	(20,538)
实际税率	30.4%	29.9%	30.7%	29.9%	29.6%	-7.7%	21.0%	21.0%
少数股东权益	(1,972)	(5,772)	(2,920)	(1,435)	(2,210)	3,569	(1,303)	(1,545)
占税后利润的比例	8.1%	13.8%	6.7%	2.6%	3.8%	-13.6%	2.0%	2.0%
净利润	22,424	36,019	40,920	53,603	56,533	29,769	63,849	75,718
流通股本(百万)	86,702	86,702	86,702	86,702	86,702	86,702	86,702	86,702
每股盈利								
元/股	0.259	0.42	0.47	0.62	0.65	0.34	0.74	0.87
港币/股	0.244	0.39	0.45	0.62	0.69	0.40	0.84	0.96
每股分红								
元/股	0.09	0.12	0.13	0.15	0.17	0.12	0.19	0.22
港币/股	0.08	0.11	0.13	0.15	0.18	0.14	0.21	0.24
主要财务比率								
净资产收益率	13%	19%	18%	20%	18%	9%	17%	18%
投入资本回报率	10%	14%	13%	14%	13%	6%	12%	13%
净债务资本比率	61%	63%	60%	59%	56%	67%	64%	41%
利息保障倍数	8.9	13.8	11.3	11.4	11.7	2.5	9.6	11.4
股息支付率	34.8%	28.9%	27.5%	24.3%	25.3%	34.9%	25.3%	25.3%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 18：一体化石油公司估值

	货币	股价	市值	P/E			P/B			EV/EBITDA		
		09-10-20	(百万美元)	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
国际超大公司												
ExxonMobil	美元	73.62	353,802	8.4	18.8	12.6	3.2	3.5	3.2	4.5	7.4	5.4
Royal Dutch Shell	英镑	18.90	191,498	6.5	8.2	5.9	1.4	1.3	1.2	3.3	3.3	2.7
BP	英镑	5.70	175,301	7.5	8.5	6.0	1.7	1.1	1.0	4.4	3.7	2.9
Chevron Texaco	美元	77.66	155,748	6.6	17.4	10.4	1.8	1.7	1.6	3.6	5.4	3.8
TotalFinaElf	欧元	42.50	149,351	9.0	12.1	9.4	1.9	1.8	1.6	3.8	5.4	4.2
中值				7.5	12.1	9.4	1.8	1.7	1.6	3.8	5.4	3.8
国际大公司												
ENI	欧元	18.12	108,669	7.5	12.0	9.3	1.5	1.4	1.3	3.5	4.4	3.8
ConocoPhillips	美元	53.08	78,713	n.a.	15.5	9.2	1.4	1.3	1.2	3.1	5.4	4.0
Occidental	美元	82.61	66,978	9.8	24.0	15.3	2.7	2.3	2.0	4.7	8.5	6.1
Repsol YPF	欧元	18.87	34,494	8.5	14.0	10.0	1.1	1.1	1.0	5.3	6.5	5.2
Marathon	美元	35.27	16,671	7.1	19.0	9.8	1.3	1.1	1.0	3.6	5.2	3.7
中值				8.0	15.5	9.8	1.4	1.3	1.2	3.6	5.4	4.0
新兴市场公司												
ONGC	卢比	1,211.95	56,174	13.0	12.1	11.3	3.3	2.5	2.3	6.9	5.6	5.4
PTT	泰铢	262.00	22,214	14.3	12.6	9.6	1.9	1.7	1.5	6.4	7.9	6.4
Gazprom	卢布	197.95	160,528	6.2	7.3	6.6	1.0	0.9	0.8	7.0	5.5	5.2
Petrobras	里尔	37.36	210,536	9.9	13.6	11.2	2.4	2.7	2.2	7.0	7.9	6.6
中海油H股	港币	12.46	71,816	10.8	16.9	10.4	3.0	2.5	2.1	8.5	9.7	6.4
中国石油H股	港币	10.26	355,260	14.2	13.9	10.4	2.0	1.9	1.8	7.5	8.2	6.3
中国石化H股	港币	6.95	139,701	17.5	8.3	7.2	1.6	1.4	1.3	11.4	6.1	5.0
中值				13.0	12.6	10.4	2.0	1.9	1.8	7.0	7.9	6.3
中国石油A股	人民币	13.80	355,260	22.1	21.3	15.4	3.6	3.3	2.8	9.9	10.8	8.3
中国石化A股	人民币	12.17	139,701	35.4	16.5	13.9	3.2	2.9	2.5	17.5	9.4	7.8

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 19：上游石油公司估值

	货币	股价	市值	P/E			P/B		
		09-10-20	(百万美元)	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
美国大市值公司									
Anadarko Petroleum	美元	67.4	33,061	9.6	n.a.	71.7	1.6	1.7	1.7
Apache Corp	美元	104.06	34,938	49.3	19.4	11.5	2.1	2.2	1.8
Devon Energy	美元	71.91	31,914	n.a.	21.8	12.1	1.9	2.2	1.9
EOG Resources	美元	94.35	23,770	9.5	34.1	29.3	2.6	2.5	2.3
Murphy Oil	美元	64.36	12,281	7.0	18.7	12.3	2.0	1.8	1.6
XTO Energy	美元	45.9	26,631	12.8	13.2	21.2	1.5	1.4	1.3
中值				9.6	19.4	16.8	1.9	2.0	1.8
美国小市值公司									
Newfield Exploration	美元	49.25	6,533	n.a.	10.4	11.7	2.5	2.3	1.9
Noble Energy	美元	73.67	12,774	9.4	25.4	21.6	2.0	2.0	1.9
Pioneer Natural Resources	美元	43.64	5,021	23.3	n.a.	27.0	1.4	1.4	1.4
中值				16.4	17.9	21.6	2.0	2.0	1.9
亚洲公司									
CNOOC	港币	12.46	71,816	10.8	16.9	10.4	3.0	2.5	2.1
PetroChina	港币	10.26	355,260	14.2	13.9	10.4	2.0	1.9	1.8
Sinopec	港币	6.95	139,701	17.5	8.3	7.2	1.6	1.4	1.3
ONGC	卢比	1211.95	56,174	13.0	12.1	11.3	3.3	2.5	2.3
PTTEP	泰铢	161	15,961	12.8	18.6	12.6	4.3	4.1	3.6
中值				13.0	13.9	10.4	3.0	2.5	2.1

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 20: 化工公司估值

公司名称	货币	股价		市盈率		市净率			EV/EBITDA		
		09-10-20	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
A股公司											
上海石化A股	人民币	11.61	n.a.	38.7	49.0	6.1	5.2	5.0	n.a.	17.9	19.9
H股公司											
上海石化H股	港币	3.3	n.a.	9.8	12.6	1.5	1.3	1.3	n.a.	7.8	8.7
台湾公司											
Formosa Plastics	台币	66.1	8.8	10.4	12.4	1.5	1.5	1.5	15.5	15.7	18.7
Nan Ya Plastics	台币	55.3	7.8	9.3	10.8	1.6	n.a.	n.a.	19.5	14.7	24.6
Formosa Chemical & Fiber	台币	62.9	9.6	11.0	13.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Far Eastern Textile	台币	40.4	16.6	15.5	14.5	2.0	1.9	1.8	13.4	13.5	13.7
Taiwan Styrene Monomer	台币	13.55	35.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
台湾平均值			15.6	11.6	12.7	1.7	1.7	1.6	16.2	14.6	19.0
台湾中值			9.6	10.7	12.7	1.6	1.7	1.6	15.5	14.7	18.7
韩国公司											
Hanwha Chemical	韩币	11,650	6.0	6.5	13.1	n.a.	n.a.	n.a.	7.6	9.0	10.5
Honam Petrochemical	韩币	89,400	6.8	7.9	13.5	0.9	0.8	0.8	9.8	11.2	15.7
韩国平均值			6.4	7.2	13.3	0.9	n.a.	n.a.	8.7	10.1	13.1
韩国中值			6.4	7.2	13.3	0.9	n.a.	n.a.	8.7	10.1	13.1
印度公司											
Reliance Industries	卢比	2,200	18.2	12.2	11.0	3.0	2.4	2.0	13.2	9.1	8.3
日本公司											
Hitachi Chemical	日元	1,900	11.1	10.2	9.5	1.3	1.2	1.1	4.2	4.0	3.8
Mitsui Chemicals	日元	333	9.6	8.6	8.3	0.5	0.5	0.4	5.5	5.4	5.6
Shin-Etsu Chemical	日元	5,420	11.6	10.8	10.0	1.4	1.3	1.2	4.6	4.4	4.3
日本平均值			10.8	9.9	9.3	1.1	1.0	0.9	4.8	4.6	4.6
日本中值			11.1	10.2	9.5	1.3	1.2	1.1	4.6	4.4	4.3
S&P 500 成员公司											
Dow Chemical	美元	27.03	8.6	9.2	8.4	1.3	1.2	1.2	9.0	9.3	8.6
Eastman Chemical	美元	56.38	10.5	10.3	10.4	2.2	2.1	1.6	5.5	5.4	5.3
S&P 500 平均值			9.6	9.8	9.4	1.7	1.7	1.4	7.3	7.3	7.0
S&P 500 中值			9.6	9.8	9.4	1.7	1.7	1.4	7.3	7.3	7.0
欧洲公司											
BASF	欧元	40.44	9.5	9.7	9.0	2.0	1.8	1.7	4.9	4.9	4.8
DSM	欧元	31.4	8.3	8.4	8.0	1.0	0.9	0.8	6.5	6.4	6.2
欧洲平均值			8.9	9.0	8.5	1.5	1.4	1.3	5.7	5.7	5.5
欧洲中值			8.9	9.0	8.5	1.5	1.4	1.3	5.7	5.7	5.5

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 21：油田服务公司估值

		货币	股价	市值	P/E			P/B			EV/EBITDA		
			09-10-20	(百万美元)	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
钻井公司													
Diamond Offshore Drilling	美元	106.70	14,832	11.3	10.7	11.0	4.3	4.0	3.6	6.8	6.8	6.7	
Ensco Intl.	美元	48.98	6,977	6.0	9.2	11.8	1.4	1.3	1.1	3.9	5.6	6.5	
Noble Corp.	美元	43.19	11,296	7.3	7.0	8.2	2.0	1.6	1.4	5.1	4.8	5.3	
Transocean Inc.	美元	92.70	29,762	7.0	7.8	8.5	1.8	1.3	1.2	6.3	6.3	6.5	
Atwood Oceanics Inc.	美元	40.02	2,569	11.8	10.7	9.7	2.8	2.4	1.9	9.8	8.4	7.6	
Pride Intl.	美元	32.64	5,670	6.5	14.4	16.2	1.3	1.2	1.1	5.5	8.5	8.7	
Rowan Co.	美元	26.14	2,973	6.9	8.5	13.5	1.1	1.0	0.9	4.3	4.5	5.9	
平均值			10,583	8.1	9.8	11.3	2.1	1.8	1.6	6.0	6.4	6.8	
中值			6,977	7.0	9.2	11.0	1.8	1.3	1.2	5.5	6.3	6.5	
油井服务公司													
Baker Hughes Inc.	美元	47.34	14,670	8.9	24.6	23.5	2.1	2.0	2.0	4.9	9.1	7.6	
Halliburton Co.	美元	31.05	27,998	17.7	23.9	22.3	3.4	3.2	3.0	6.3	10.1	9.4	
Schlumberger Ltd.	美元	70.76	84,758	15.6	26.6	26.1	4.8	4.3	3.9	9.6	13.1	12.7	
BJ Services Co.	美元	21.21	6,196	10.2	33.9	47.7	1.8	1.8	1.7	5.5	12.1	12.3	
Smith Intl. Inc.	美元	33.25	7,333	9.0	33.7	26.9	1.2	1.4	1.4	5.7	11.3	10.3	
Weatherford	美元	19.92	14,496	10.1	30.6	18.2	1.7	1.6	1.5	7.7	11.2	8.8	
Oceaneering Intl. Inc.	美元	58.20	3,193	16.0	17.2	16.6	na	na	na	7.6	n.a.	n.a.	
平均值			22,663	12.5	27.2	25.9	2.5	2.4	2.3	6.8	11.1	10.2	
中值			14,496	10.2	26.6	23.5	1.9	1.9	1.9	6.3	11.3	9.8	
COSL H	港币	8.92	8,319	11.1	12.5	8.9	1.7	1.7	1.5	11.5	8.4	6.6	
COSL A	人民币	15.11	8,319	21.9	24.2	16.6	3.4	3.3	2.8	16.8	12.3	9.7	

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 22：油田工程公司估值

公司名称	货币	股价 09-10-20	市值 (百万美元)	P/E			P/B			EV/EBITDA		
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
ABB	瑞士法郎	21.70	49,930	16.0	18.8	20.2	4.4	3.9	3.6	8.6	9.9	10.8
McDermott Intl.	美元	26.07	5,994	13.8	17.0	13.0	3.4	3.1	2.8	8.4	7.8	7.0
Helix Energy Solution	美元	16.59	1,716	4.3	22.7	12.9	0.7	0.6	0.6	3.7	5.9	5.1
FMC Technologies	美元	58.05	7,108	20.5	21.9	25.7	10.4	9.5	8.6	11.9	12.6	14.2
Global Industries	美元	9.11	1,037	6.0	10.7	10.5	1.2	1.1	1.0	3.7	4.5	4.5
Halliburton Co.	美元	31.05	27,998	17.7	23.9	22.3	3.4	3.1	2.9	6.3	10.1	9.4
SBM Offshore	欧元	14.90	3,359	14.2	10.9	9.7	2.4	2.2	2.0	12.8	8.7	8.1
Oeaneering Intl.	美元	58.20	3,193	16.0	17.2	16.6	2.9	2.7	2.4	7.8	7.9	7.5
Saipem	欧元	22.10	14,610	10.5	14.1	15.7	3.5	3.0	2.7	8.8	8.2	8.2
Acergy SA	美元	13.87	2,704	8.5	14.7	23.9	3.2	2.8	2.5	4.5	6.3	7.4
Technip-Coflexip	欧元	50.75	8,309	11.9	13.4	16.8	2.2	2.0	1.8	4.6	4.5	5.3
John Wood Group	英镑	3.46	2,998	7.0	8.4	8.9	1.6	1.4	1.2	6.6	7.5	7.9
平均值			10,746	12.2	16.1	16.3	3.3	2.9	2.7	7.3	7.8	7.9
中值			4,676	12.8	15.8	16.2	3.1	2.7	2.5	7.2	7.9	7.7
中海油服	人民币	15.11	8,319	21.9	24.2	16.6	3.4	3.3	2.8	16.8	12.3	9.7
海油工程	人民币	12.20	5,792	33.1	20.8	14.9	4.8	4.0	3.3	20.4	12.0	8.5

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

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

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

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

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

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: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

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: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

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: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

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: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。