



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

业绩预览

研究报告

2010 年 4 月 22 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

林益欣

联系人

linyixin@cicc.com.cn

石油行业一季度业绩预览

上调上海石化 H 股和中国石化 A 股至审慎推荐

一季度预览:

尽管 09 年低基数效应已经令市场预期各行业一季度利润普遍大幅度回升,我们认为石油石化行业实际情况可能仍好于市场预期。

在一季度原油价格同比显著提升 89%的情况下,下游板块也在同时改善盈利水平。化工板块主要产品线聚乙烯、聚丙烯的毛利同比上涨 20%和 3%,环比持续回升 14%和 7%。炼油销售板块在国内市场不振的情况下,利用政府增加成品油出口配额的有利条件,维持了较高的产能利用率,借助国际市场价格上扬的机会,额外增加了出口收入,并且逐步扭转了国内库存高企、供过与求的不利局面。

个股方面,净利润增幅最显著的是下游企业上海石化,我们预计一季度每股盈利为 0.12 元,同比增长 418%。一体化石油公司在原油价格回升和下游板块复苏的大环境下,盈利增幅同比在 40%-66%之间,环比在 31%-43%之间。海上油田服务和工程业务因中海油本轮勘探开发高峰期已过,利润增长相对较低。具体预测见图表 1。

盈利趋势展望:

上中下游各板块预计同时继续向好。二季度尽管原油价格进一步回升至 80-90 美元/桶高位,我们预计炼油板块较一季度仍将改善。近期国内成品油调价后,预计国内炼油毛利从 0.7 美元/桶上升到 3.2 美元/桶。与此同时,4 月中国柴油批发毛利进一步增加,汽油批发毛利由负转正(图表 3),表明国内成品油销售板块情况开始明显好转,这将对整个行业利润水平起到关键的支撑。化工毛利逐步提高的趋势进一步确立,年内国内外新增产能对毛利的压力将十分有限。

投资建议:

今年以来行业趋势使我们对下游需求复苏信心增强。

我们上调上海石化 2010 年盈利 21%,高于市场 47%。我们对中国石化的盈利预测高于市场 8%。

上海石化 H 股评级从中性上调至审慎推荐,目标价为港币 3.6。目前上海石化 H 股对应 2010 年市盈率和市净率为 7.1 倍和 1.03 倍,处于亚太石化公司估值低端。A 股估值较合理,评级从减持上调至中性。

上调中国石化 A 股评级从中性至审慎推荐,重申 H 股审慎推荐评级和 7.5 港币目标价。A 股和 H 股 2010 年市盈率分别为 13 倍和 7 倍,具有较高吸引力。

中国石油也将受益于下游盈利环境的改善。但我们认为目前市场对其成本上升估计不足,盈利预测仍有下调空间,维持两地中性的投资评级。

风险因素:

经济增长减速可能影响下游需求和毛利。国际大宗商品价格如果继续攀升,可能导致通胀恶化,从而迫使政府严格管制成品油价格。这些风险确实存在,而且已经使投资界对炼化工业业务板块盈利前景过于悲观。我们认为,中国经济结构的调整和消费的升级已经使 GDP 增长中的石化产品消费强度显著提高(图表 6),短期经济增速的波动不会改变石化消费快速增长的长期趋势。短期原油价格攀升超过 90 美元/桶可能性较小。成品油市场正在走出供过于求的低迷状态。

个股方面,上海石化与中国石化之间的关联交易风险较大,前者的利润在一定程度上取决于后者对关联交易的定价。

图表 1: 1 季度盈利预测调整汇总

	中国石油 601857.CH 0857.HK	中国石化 600028.CH 0386.HK	中海油 0883.HK	中海油服 601808.CH 2883.HK	海油工程 6000583.CH	上海石化 600688.CH 0338.HK
季报披露日	4/28/2010	4/29/2010		4/26/2010	4/23/2010	4/29/2010
A股评级	中性	上调至审慎推荐		审慎推荐	推荐	上调至中性
A股现价(人民币)	12.56	10.74		15.38	9.14	9.15
港股评级	中性	审慎推荐	推荐	推荐		上调至审慎推荐
港股目标价(港币)	8.5	7.5	14.7	10.1		3.6
港股现价(港币)	9.23	6.47	13.64	10.76		2.94
EPS预测(人民币)						
1Q10E	0.17	0.18		0.24	0.17	0.12
YoY	66%	40%		12%	15%	418%
QoQ	43%	31%		263%	-24%	1501%
2010E中金预测	0.68	0.82	1.01	0.78	0.35	0.34
2010E市场平均预测	0.75	0.76	0.97	0.79	0.52	0.23
2010E中金相对市场	-9%	8%	5%	-1%	-33%	47%

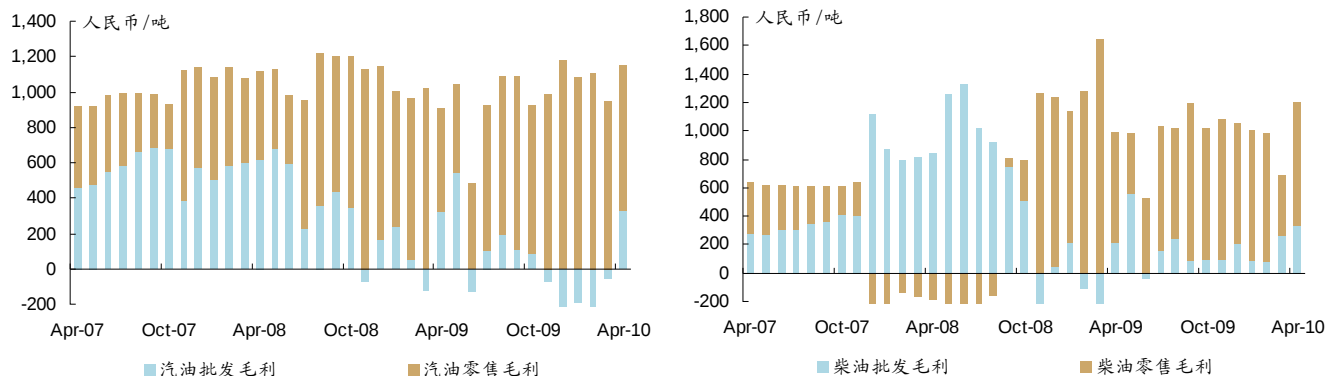
资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 2: 上海石化盈利预测调整

人民币(十亿元)	2010E			2011E		
	旧	新	变化	旧	新	变化
营业利润	3.0	3.6	19.8%	2.4	2.8	19.2%
归属于股东的净利润	2.0	2.5	21.3%	1.6	1.9	21.4%
每股盈利(元)	0.28	0.34	21.3%	0.22	0.27	21.4%
每股股利(元)	0.04	0.05	21.3%	0.03	0.04	21.4%

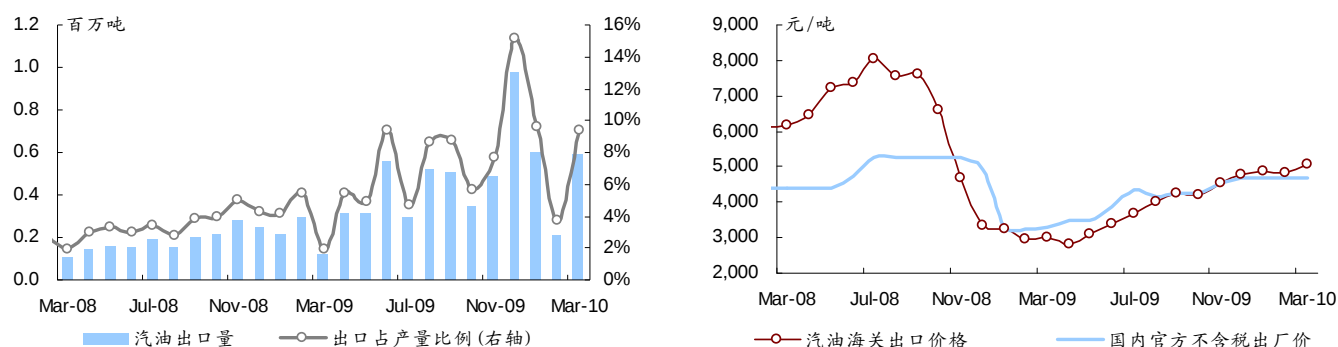
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 3: 国内汽柴油批发和零售毛利 4 月份大幅上涨, 汽油批发毛利由负转正上涨了 400 多元, 柴油零售毛利翻倍



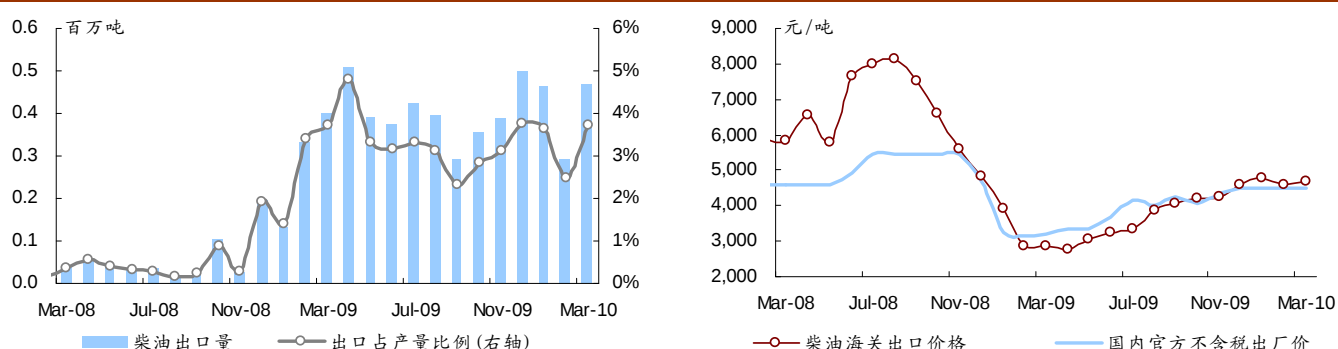
资料来源: 隆重石化商务网, 中金公司研究部

图表 4: 汽油出口量及占产量比例(左图)与汽油海关出口价格及国内官方不含税出厂价(右图)



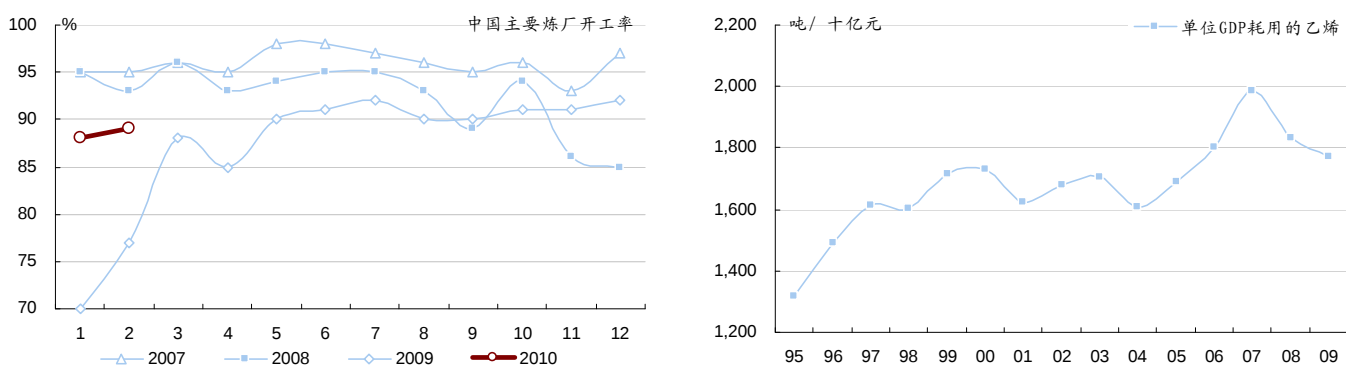
资料来源: CEIC、NDRC、中金公司研究部

图表 5: 柴油出口量及占产量比例(左图)与柴油海关出口价格及国内官方不含税出厂价(右图)



资料来源: CEIC、NDRC、中金公司研究部

图表 6: 中国主要炼厂开工率(左图)及单位 GDP 所耗用的乙烯(右图)



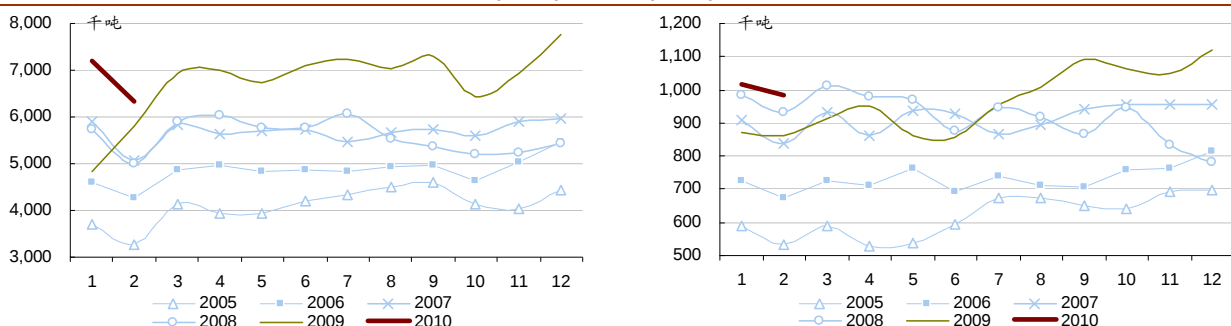
资料来源: CEIC、China OGP、中金公司研究部

图表 7: 中东地区新增的乙烯产能, 大部分项目都推迟到 2011 及 2012 年

项目	地点	新增产能(千吨)			备注
		2010年	2011年及以后	合计	
Arvand	伊朗		1,100	1,100	新建
Olefins	伊朗		1,200	1,200	新建
Ilam	伊朗		318	318	新建
SHARQ	沙特		1,200	1,200	扩能
PMD JV	沙特		1,325	1,325	新建
Dow/Oman	阿曼		900	900	新建
Ras Laffan	卡塔尔		1,300	1,300	新建
QIH	卡塔尔		900	900	新建
Borouge2	阿联酋	1,400		1,400	扩能
Borouge3	阿联酋		1,500	1,500	扩能
合计		1,400	9,743	11,143	

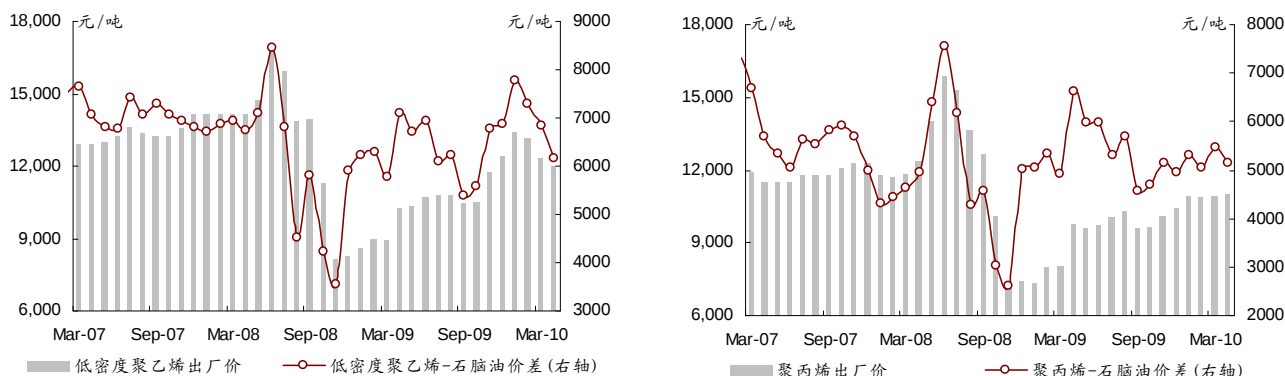
资料来源: 中金公司研究部

图表 8: 中国合成纤维、合成树脂及合成橡胶(左图)和乙烯(右图)月度表观消费量



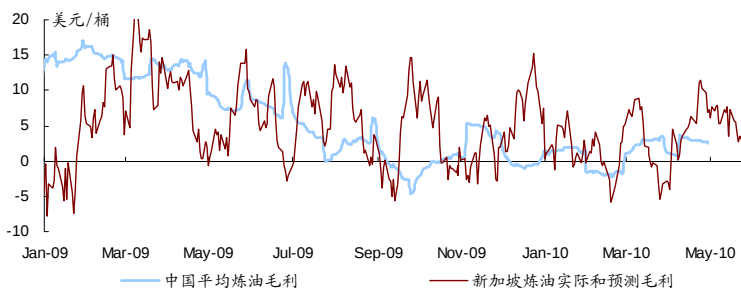
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 9: 低密度聚乙烯与石脑油价差(左图)及聚丙烯与石脑油价差(右图)



资料来源: Oilchem、中金公司研究部

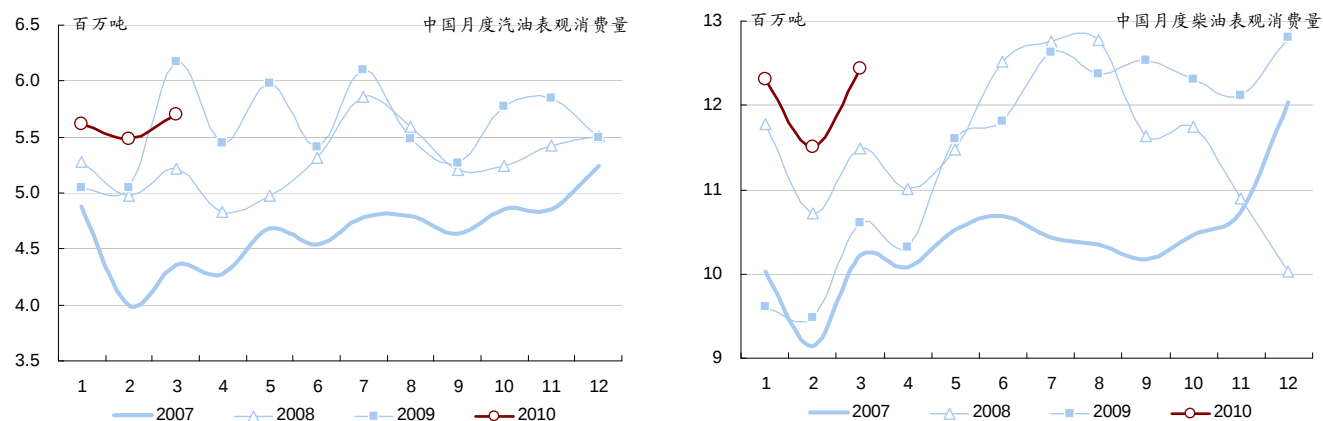
图表 10: 中国平均炼油毛利及新加坡炼油毛利



资料来源: 彭博资讯、公司数据, 中金公司研究部

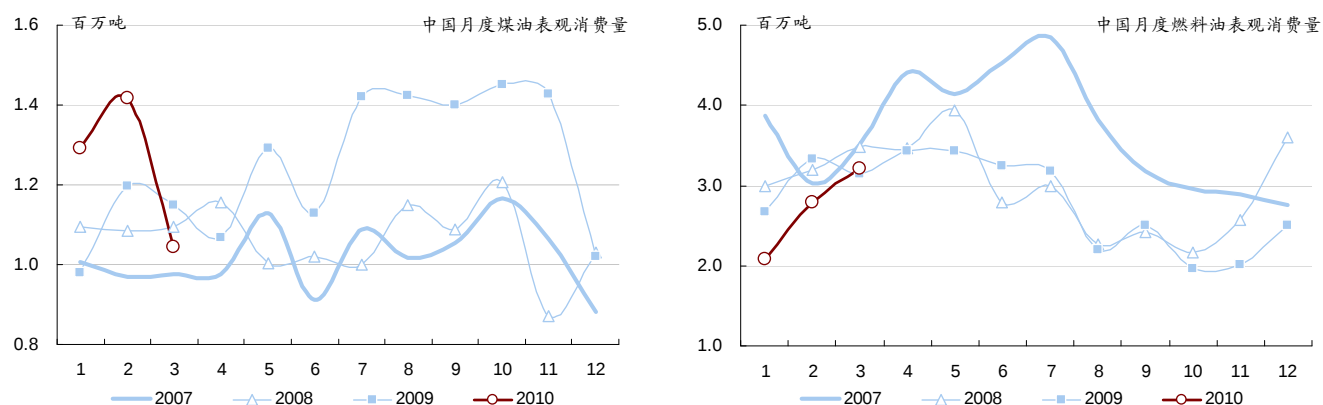
本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 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, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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 11: 中国月度汽、柴油表观消费量



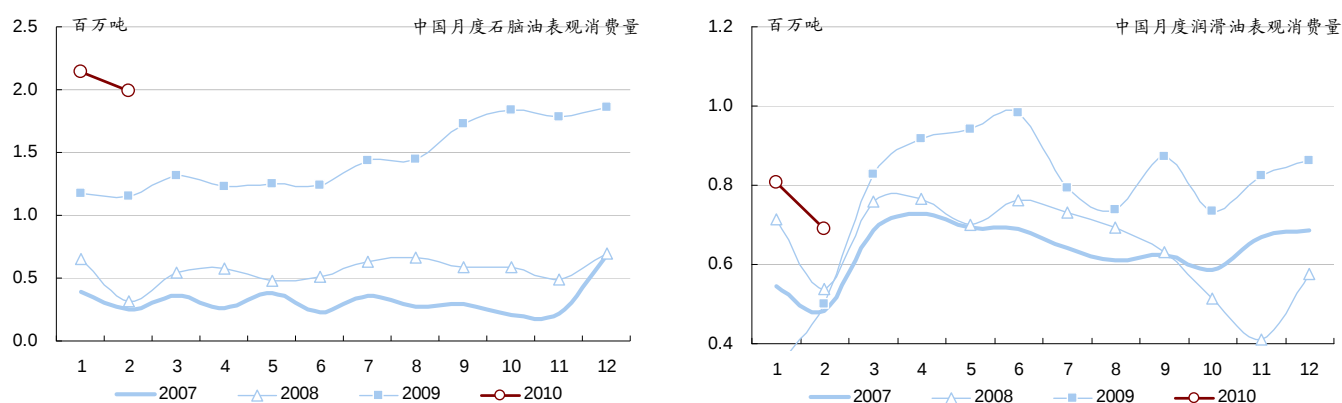
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 12: 中国月度煤油和燃料油表观消费量



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 13: 中国月度石脑油和润滑油表观消费量



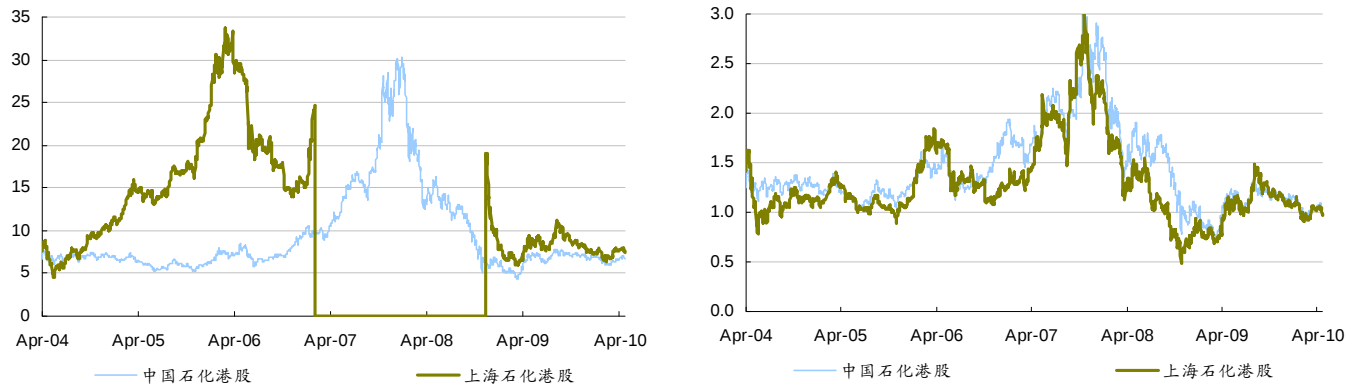
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 14：原油及主要成品油平衡表

	单位	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010.1~3
原油								
产量	百万吨	174.7	180.8	183.7	186.7	190.0	189.6	48.9
净进口量	百万吨	117.3	119.0	138.8	159.3	175.2	198.6	56.0
表观消费量	百万吨	292.1	299.9	322.5	346.0	365.2	388.2	104.9
同比		15.2%	2.7%	7.6%	7.3%	5.5%	6.3%	22.9%
成品油								
汽油								
产量	百万吨	52.5	53.9	55.9	59.9	63.5	72.0	18.2
净进口量	百万吨	-5.4	-5.6	-3.5	-4.4	0.0	-4.9	-1.4
表观消费量	百万吨	47.1	48.3	52.4	55.5	63.4	67.1	16.8
同比		16.7%	2.6%	8.4%	6.0%	14.2%	5.8%	3.4%
柴油								
产量	百万吨	101.7	110.5	116.5	123.7	133.2	140.9	37.0
净进口量	百万吨	2.2	-1.4	-0.3	1.0	5.6	-2.7	-0.8
表观消费量	百万吨	103.8	109.0	116.2	124.7	138.8	138.2	36.2
同比		23.7%	5.0%	6.6%	7.2%	11.4%	-0.4%	22.0%
煤油								
产量	百万吨	9.6	10.1	9.6	11.5	11.7	14.8	4.0
净进口量	百万吨	0.9	0.6	1.9	0.8	1.1	0.2	-0.3
表观消费量	百万吨	10.5	10.7	11.5	12.3	12.8	15.0	3.8
同比		17.6%	1.5%	7.6%	6.8%	4.1%	16.9%	12.8%
燃料油								
产量	百万吨	20.9	22.3	22.3	23.1	21.5	18.2	5.1
净进口量	百万吨	29.0	23.7	25.4	20.3	14.4	15.4	3.0
表观消费量	百万吨	49.9	46.0	47.7	43.4	35.9	33.6	8.1
同比		13.4%	-7.8%	3.6%	-8.9%	-17.4%	-6.3%	-11.7%
主要成品油净进口量								
同比	百万吨	26.7	17.3	23.5	17.6	21.1	8.0	0.5
		71.6%	-35.0%	35.3%	-24.8%	19.4%	-62.1%	-86.7%
石油表观消费量								
同比	百万吨	318.8	317.2	346.0	363.6	386.3	396.2	105.5
		18.5%	-0.5%	9.1%	5.1%	6.2%	2.6%	0.18
石油表观消费量								
同比	百万桶/天	6.3	6.3	6.9	7.3	7.7	7.9	8.6
		18.4%	-0.1%	9.3%	5.2%	6.3%	2.6%	17.9%
主要成品油表观消费量								
同比	百万吨	211.4	214.1	227.8	235.9	250.9	253.9	64.9
		19.2%	1.3%	6.4%	3.5%	6.4%	1.2%	11.0%
主要成品油表观消费量								
同比	百万桶/天	4.4	4.4	4.7	4.9	5.2	5.3	5.5
		19.2%	1.3%	6.4%	3.5%	6.4%	1.2%	11.0%

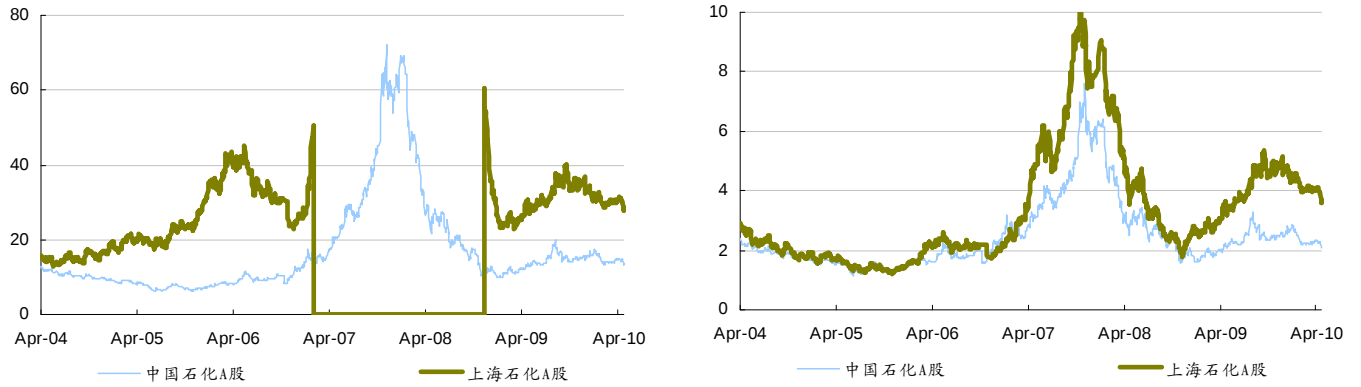
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 15：中国石化和上海石化港股领先市盈率(左图)和市净率(右图)



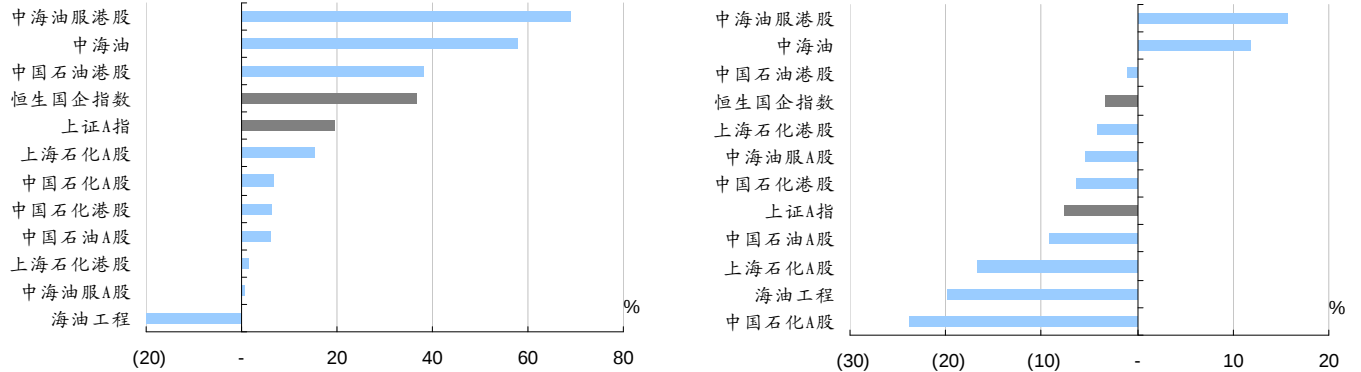
资料来源：彭博资讯、公司数据、中金公司研究部

图表 16：中国石化和上海石化 A 股领先市盈率(左图)和市净率(右图)



资料来源：彭博资讯、公司数据、中金公司研究部

图表 17：覆盖公司一年以来股价相对表现(左图)及 2010 年以来股价相对表现(右图)

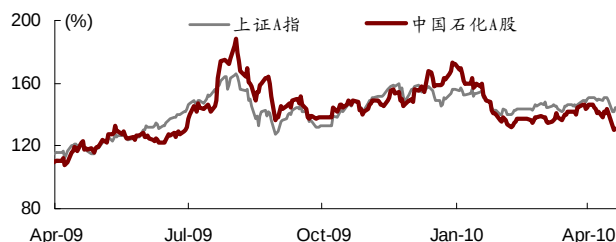


资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

中国石化 (0386.HK/600028.CH)：审慎推荐

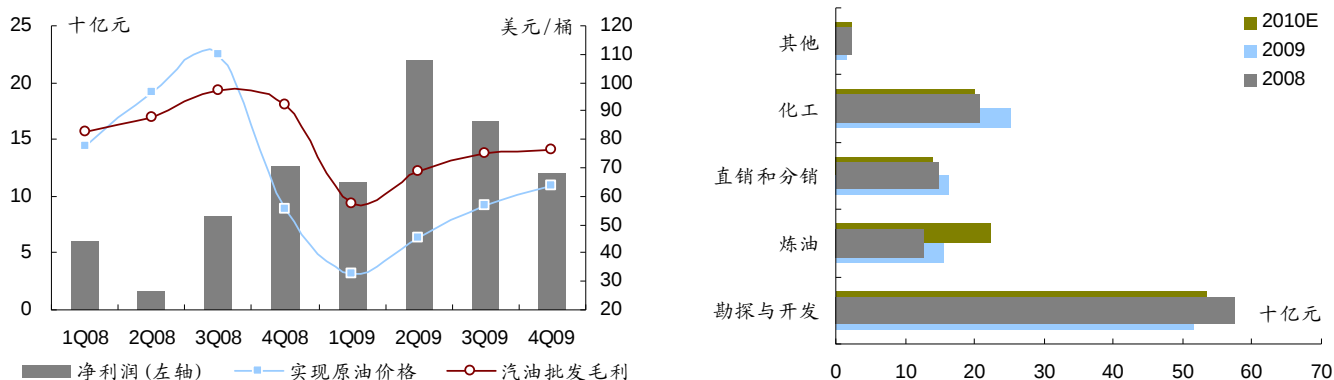
主要财务，股票信息

A股(十亿元, IFRS)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	港股(港币)	彭博代码	A股(人民币)
主营业务收入	1,173.9	1,413.2	1,315.9	1,438.7	1,578.8	386 HK	600028 CH	
同比变化	13.4%	20.4%	-6.9%	9.3%	9.7%	6.47	目前股价	10.74
营业利润	85.9	26.3	84.4	100.1	90.7	7.50	目标价格	-
同比变化	6.5%	-69.3%	220.6%	18.6%	-9.4%	123,990	总市值(百万美元)	109,038
净利润	56.5	28.5	61.8	71.0	63.9	102	日成交量(百万股)	63
同比变化	5.5%	-49.5%	116.5%	15.0%	-10.1%	7.26 / 5.45	52周最高价/最低价	15.56 / 9.32
每股盈利(元)	0.65	0.33	0.71	0.82	0.74	16,780	总股份数(百万)	69,922
同比变化	5.5%	-49.5%	116.5%	15.0%	-10.1%	16,777	流通股数(百万)	3,876
每股股息(元)	0.17	0.12	0.18	0.21	0.19		控股股东	中国石油化工集团公司(75.84%)
股息收益率	1.5%	1.1%	1.7%	1.9%	1.7%			
市盈率(倍)	16.5	32.6	15.1	13.1	14.6			
市净率(倍)	3.0	2.8	2.5	2.2	2.0			
EV/EBITDA (x)	9.0	16.0	8.6	7.2	7.8			
净资产收益率	18%	8%	17%	17%	13%			
投入资本回报率	13%	5%	11%	13%	11%			



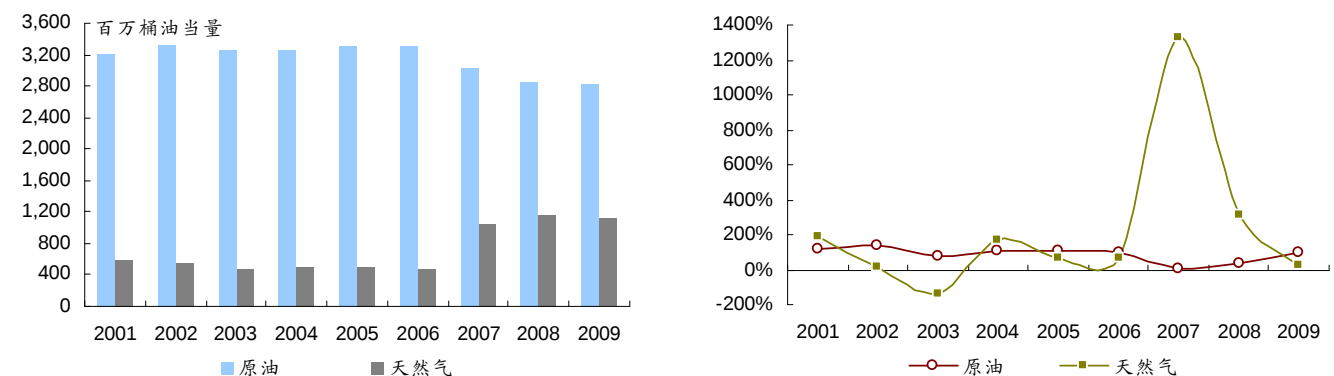
资料来源：彭博资讯、公司数据、中金公司研究部

图表 18：中国石化季度盈利(左图)和分业务板块的资本性支出 (右图)



资料来源：彭博资讯、公司数据、中金公司研究部

图表 19：中国石化探明储量(左图)和储量替代率(右图)



资料来源：彭博资讯、公司数据、中金公司研究部

图表 20：中国石化历史和预测的主要财务数据、假设及敏感性分析

(十亿元)	FY07	FY08	FY09	FY10E	FY11E	主要假设	FY07	FY08	FY09	FY10E	FY11E
利润表						货币(美元/人民币)	7.61	6.95	6.83	6.66	6.39
营业收入	1,204.8	1,444.3	1,345.1	1,469.6	1,610.3	(港币/人民币)	0.94	0.88	0.88	0.84	0.81
经营费用	(1,123.8)	(1,468.8)	(1,260.6)	(1,369.5)	(1,519.6)	勘探与开发					
采购原油、产品等	(970.9)	(1,286.1)	(990.5)	(1,048.1)	(1,194.0)	WTI(美元/桶)	72.3	99.5	58.9	80.0	90.0
销售、一般及管理费用	(37.8)	(39.4)	(40.5)	(72.0)	(81.4)	价差(美元/桶)	-14.7	-14.6	-9.2	-12.0	-15.0
折旧、耗减及摊销	(43.3)	(46.3)	(50.5)	(61.3)	(57.9)	原油实现价格(美元/桶)	57.6	84.9	49.7	68.0	75.0
勘探费用	(11.1)	(8.3)	(10.5)	(12.7)	(10.2)	天然气价格(美元/千立方英尺)	3.1	3.8	4.0	4.3	4.6
所得税以外税金	(34.3)	(57.2)	(132.9)	(143.1)	(143.1)	油气操作成本(美元/桶油当量)	11.1	12.8	13.6	13.9	14.1
其他经营费用	(26.3)	(31.5)	(35.7)	(32.4)	(33.0)	油气主要成本(美元/桶油当量)	30.2	45.5	43.5	46.8	47.4
经营利润	85.9	26.3	84.4	100.1	90.7	产量(百万桶油当量)					
融资本金	(8.1)	(5.2)	(7.2)	(7.4)	(7.4)	原油	291.7	296.8	301.2	302.1	305.3
投资收益	1.7	0.4	0.4	0.1	0.1	天然气	47.1	48.8	49.8	71.0	95.1
应占联营公司的损益	4.0	0.6	3.0	0.9	0.9	总量	338.8	345.6	351.0	373.1	400.4
除税前利润	83.5	22.1	80.6	93.7	84.2	同比增长	3.3%	2.0%	1.5%	6.3%	7.3%
所得税	(24.7)	2.8	(16.1)	(19.7)	(17.7)	炼油					
实际税率	29.6%	-12.8%	20.0%	21.0%	21.0%	实现炼油毛利(美元/桶)	1.9	-7.6	6.2	6.2	5.2
少数股东权益	(2.2)	3.6	(2.7)	(3.0)	(2.7)	现金加工成本(美元/桶)	2.4	2.5	2.7	2.7	2.7
净利润	56.5	28.5	61.8	71.0	63.9	原油加工量(百万桶)	1,205.4	1,257.9	1,342.3	1,492.1	1,484.7
每股盈利						销售					
元/股	0.65	0.33	0.71	0.82	0.74	国内成品油总经销量	119.4	123.0	124.0	129.0	135.0
港币/股	0.69	0.37	0.81	0.98	0.91	其中：零售量	76.6	84.1	78.9	90.3	95.9
每股分红						直销量	20.2	19.6	25.6	18.1	18.2
元/股	0.17	0.12	0.18	0.21	0.19	批发量	22.6	19.3	19.5	20.6	20.9
港币/股	0.18	0.14	0.20	0.25	0.23	化工					
资产负债表						乙烯产量(千吨)	6,534	6,289	6,713	8,690	9,125
流动资产	185.1	165.4	201.3	218.4	214.1			基础		EPS	
非流动资产	547.6	613.8	676.6	724.6	776.1	2010年敏感性分析		假设	变动	影响	
总资产	732.7	779.2	877.8	943.0	990.3	汇率	美元/人民币	6.66	+ 1%	6.2%	
流动负债	265.4	286.7	313.4	330.4	354.0	利率	%	3.9%	+ 1ppt	-0.8%	
非流动负债合计	134.6	144.0	165.6	157.8	131.0	WTI	美元/桶	80	+ 1	0.9%	
少数股东权益	25.3	20.7	23.2	26.2	28.8	天然气井口价	美元/千立方英尺	4.3	+ 5%	0.4%	
股东权益	307.4	327.9	375.7	428.8	476.5	油气操作成本	美元/桶油当量	13.9	+ 1	-2.7%	
负债及股东权益总计	732.7	779.2	877.8	943.0	990.3	炼油毛利	美元/桶	6.2	+/- 1	10.5%	
现金流量表						批发毛利	人民币/吨	360	+ 5%	1.7%	
经营活动	119.6	66.5	152.1	163.3	134.3	零售毛利	人民币/吨	100	+ 5%	0.6%	
投资活动	(113.6)	(110.0)	(116.0)	(108.5)	(108.5)	乙烯产量	百万吨	8.7	+ 5%	1.5%	
筹资活动	(5.3)	42.8	(34.3)	3.4	(44.5)	吨乙烯毛利	人民币/吨	25,687	+ 1%	2.2%	
汇兑损益调整	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0						
现金净增加(减少)额	0.6	(0.8)	1.7	58.2	(18.7)						
主要财务比率											
经营利润率	7%	2%	6%	7%	6%						
净利率	5%	2%	5%	5%	4%						
总资产收益率	13%	3%	10%	11%	9%						
净资产收益率	18%	8%	17%	17%	13%						
投入资本回报率	13%	5%	11%	13%	11%						
净债务资本比率	52%	66%	53%	38%	32%						
利息保障倍数	10.6	5.1	11.7	13.6	12.3						
盈利现金保障倍数	2.1	2.3	2.5	2.3	2.1						

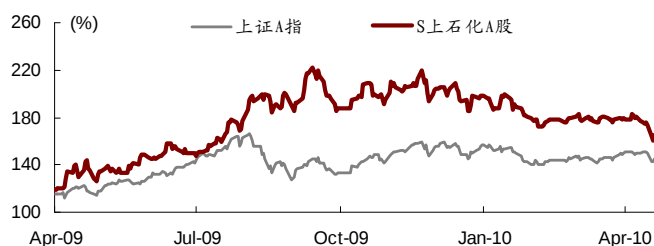
资料来源：公司数据，中金公司研究部

上海石化 (0338.HK/600688.CH): 审慎推荐/中性

主要财务, 股票信息

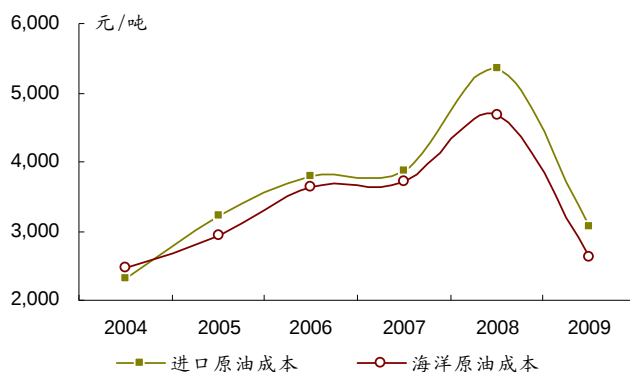
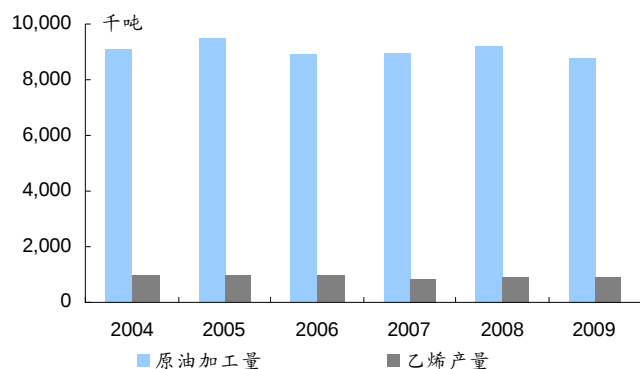
A股(百万元,IFRS)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	54,348.6	61,642.0	47,345.3	56,346.9	56,346.9
同比变化	8.3%	13.4%	-23.2%	19.0%	0.0%
营业利润	892.7	(7,817.3)	2,023.5	3,559.8	2,849.0
同比变化	61.4%	n.a.	n.a.	75.9%	-20.0%
净利润	1,634.1	(6,238.4)	1,591.0	2,463.5	1,930.5
同比变化	93.5%	n.a.	n.a.	54.8%	-21.6%
每股盈利(元)	0.23	-0.87	0.22	0.34	0.27
同比变化	93.5%	n.a.	n.a.	54.8%	-21.6%
每股股息(元)	0.09	0.00	0.03	0.05	0.04
股息收益率	1.0%	0.0%	0.3%	0.6%	0.4%
市盈率(倍)	40.3	-10.6	41.4	26.7	34.1
市净率(倍)	3.2	4.9	4.4	3.8	3.5
EV/EBITDA (x)	22.5	-18.8	23.7	19.8	22.4
净资产收益率	8.1%	-35.9%	10.9%	15.0%	10.5%
投入资本回报率	2.9%	-25.3%	6.7%	11.3%	8.6%

港股(港币)		A股(人民币)
338 HK	彭博代码	600688 CH
2.94	目前股价	9.15
3.00	目标价格	-
7,410	总市值(百万美元)	7,409
8	日成交量(百万股)	6
4.13 / 2.39	52周最高价/最低价	12.48 / 6.82
2,330	总股份数(百万)	4,870
2,218	流通股数(百万)	835
	控股股东	中国石油化工股份有限公司(55.56%)



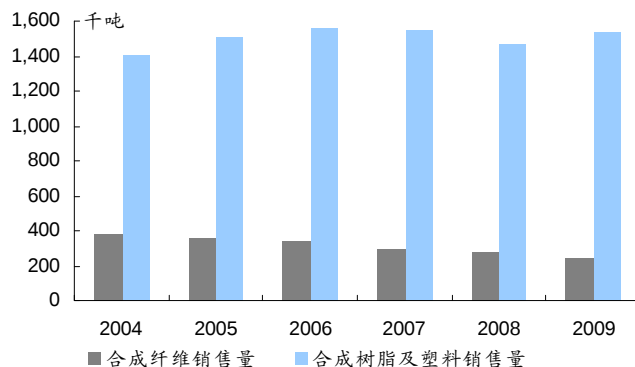
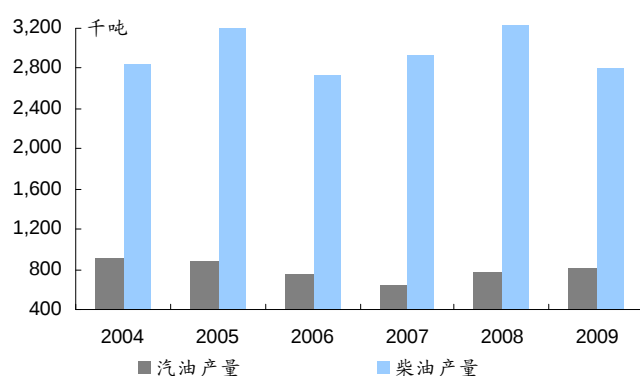
资料来源: 彭博资讯、公司数据、中金公司研究部

图表 21: 上海石化原油加工量及乙烯产量(左图)和进口及海洋原油成本 (右图)



资料来源: 彭博资讯、公司数据、中金公司研究部

图表 22: 上海石化汽、柴油产量(左图)和合成纤维及塑料的销售量(右图)



资料来源: 彭博资讯、公司数据、中金公司研究部

图表 23: 上海石化历史和预测的主要财务数据、假设及敏感性分析

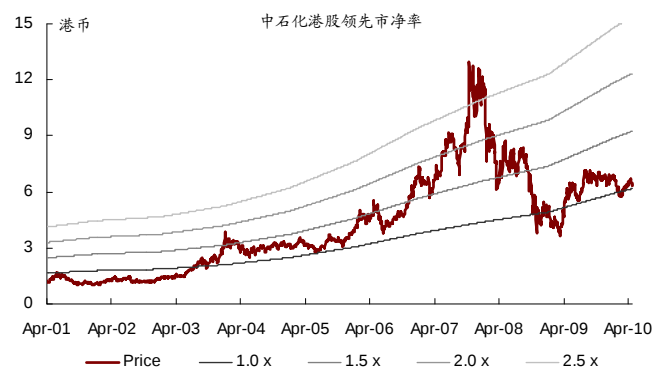
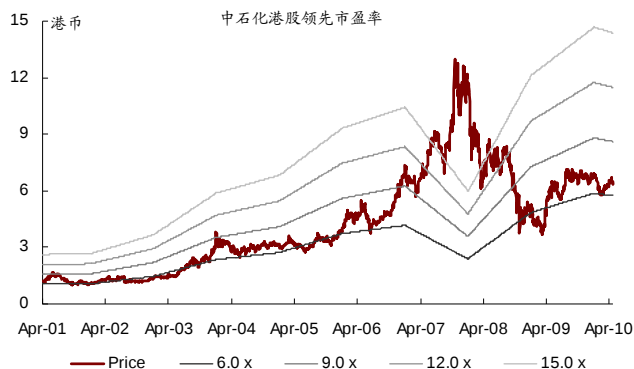
(百万元)	FY07	FY08	FY09	FY10E	FY11E
利润表					
收入	55,422	62,539	51,658	59,313	59,313
营业利润及附加	(1,074)	(897)	(4,313)	(2,966)	(2,966)
净收入	54,349	61,642	47,345	56,347	56,347
销售成本	(52,647)	(68,556)	(45,010)	(52,613)	(52,976)
销售及管理费用	(505)	(468)	(450)	152	(197)
其他收入	217	145	277	30	30
其他费用净额	(521)	(580)	(138)	(355)	(355)
营业利润	893	(7,817)	2,023	3,560	2,849
应占合营公司利润	666	1	241	110	100
投资收益	771	132	223	100	100
财务费用净额	(178)	(330)	(321)	(393)	(368)
税前利润	2,151	(8,014)	2,167	3,377	2,681
所得税	(468)	1,813	(511)	(810)	(670)
有效税率	22%	23%	24%	24%	25%
少数股东权益	(49)	(37)	(64)	(103)	(80)
净利润	1,634	(6,238)	1,591	2,463	1,931
每股盈利					
人民币	0.23	(0.87)	0.22	0.34	0.27
港币	0.24	(0.99)	0.25	0.41	0.33
每股股利					
人民币	0.09	0.00	0.03	0.05	0.04
港币	0.10	0.00	0.03	0.06	0.05
资产负债表					
流动资产	8,937	6,511	9,061	8,646	9,938
非流动资产	20,916	21,022	20,847	21,291	21,670
总资产	29,853	27,533	29,908	29,937	31,608
流动负债	8,262	13,343	14,305	11,984	12,013
非流动负债	639	429	304	304	304
少数股东权益	304	264	294	397	477
股东权益	20,648	13,497	15,005	17,253	18,813
负债和股东权益	29,853	27,533	29,908	29,937	31,608
现金流量表					
经营活动	1442	(3986)	3347	3213	3585
投资活动	(511)	(707)	(2175)	(1986)	(1960)
筹资活动	(930)	4429	(1673)	(216)	(370)
汇兑损益调整	(2)	(1)	(0)	0	0
现金净增加(减少)额	(1)	(265)	(502)	1011	1255
主要财务比率					
经营利润率	2%	-12%	4%	6%	5%
净利率	3%	-10%	3%	4%	3%
总资产收益率	3%	-27%	7%	12%	9%
净资产收益率	8%	-36%	11%	15%	10%
投入资本回报率	3%	-25%	7%	11%	9%
净债务资本比率	18%	67%	52%	39%	29%
利息保障倍数	5.0	(23.7)	6.3	9.1	7.7
盈利现金保障倍数	1.6	0.5	1.7	0.9	1.3

主要假设	FY07	FY08	FY09	FY10E	FY11E
货币(美元/人民币)	7.65	7.07	6.83	6.66	6.39
(港币/人民币)	0.94	0.88	0.88	0.84	0.81
原油加工量(千吨)	8,938	9,238	8,758	9,500	9,500

2010年敏感性分析		基础假设	变动	EPS影响
汇率	美元/人民币	6.66	+ 1%	-9.0%
利率	%	5.8%	+ 1ppt	-2.1%
平均原油采购价格	人民币/吨	3,715	+ 1%	-10.9%
炼油毛利	美元/桶	4.3	+/- 1	8.3%
乙烯产量	千吨	910	+ 5%	3.3%
化工毛利	人民币/吨	636	+ 5%	3.3%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

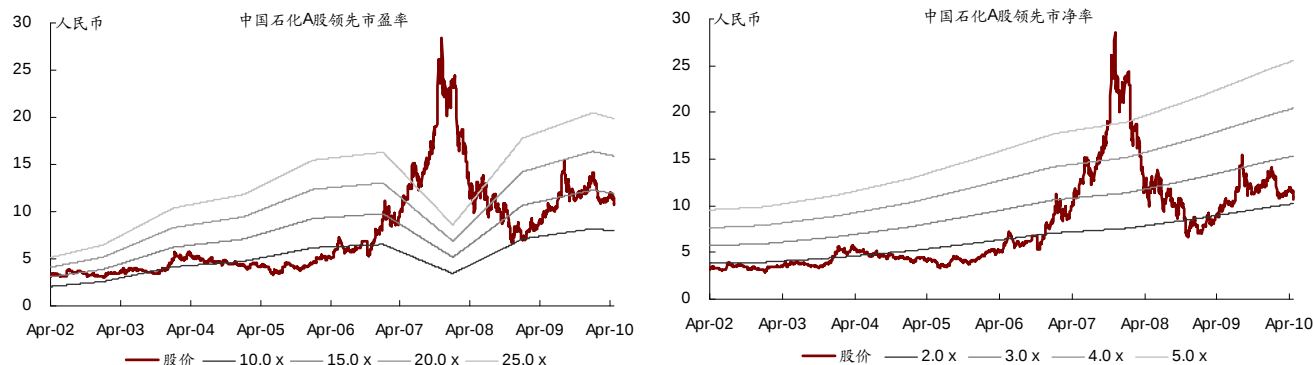
图表 24: 中国石化港股领先市盈率和市净率



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

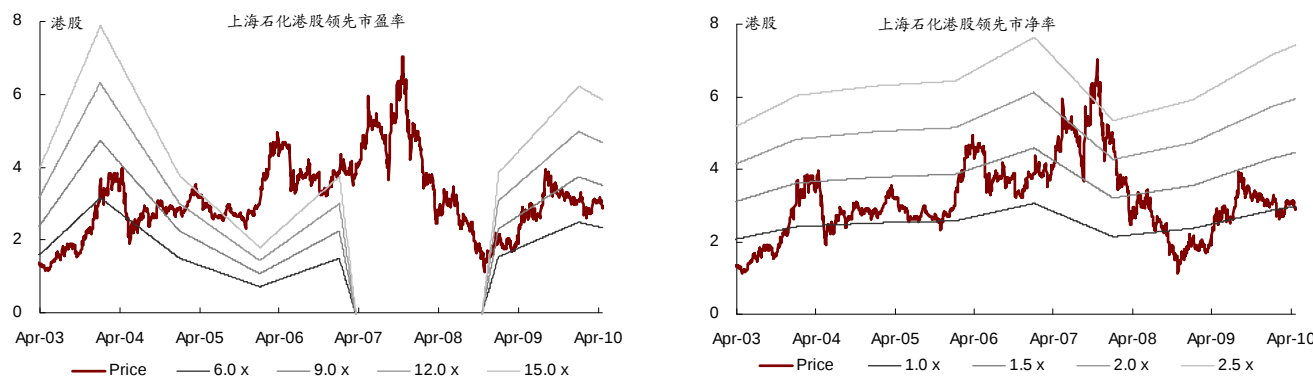
本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 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, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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 25：中国石化 A 股领先市盈率和市净率



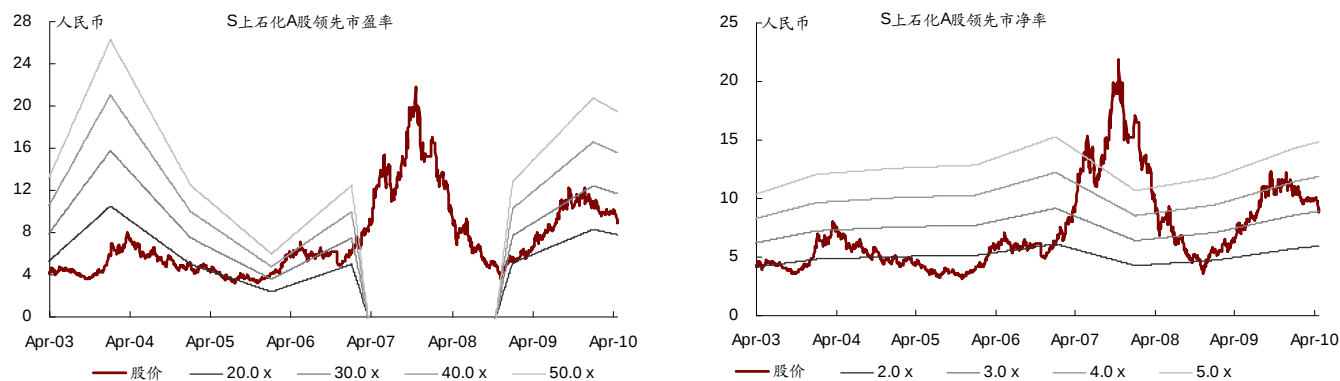
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 26：上海石化港股领先市盈率和市净率



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 27：上海石化 A 股领先市盈率和市净率



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 28：一体化可比石油公司估值

彭博代码	货币	股价 10-4-21	一年内股价			市值 (十亿美元)	股价变化(%)			日均交易量(百万股)			市盈率(倍)			市现率(倍)			EV/EBITDA (x)			市净率		收益率(09A)	
			最高	最低			周	季	年	周	季	年	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A(倍)	股息	股权	
国际超大公司																									
ExxonMobil	XOM US	美元	68.97	76.5	63.6	325.6	0.5	3.4	4.1	23.6	26.9	24.9	17.3	11.9	9.5	11.7	7.9	6.9	8.6	4.9	4.3	2.9	2.4%	17.0%	
Royal Dutch Shell	RDSA LN	英镑	20.09	20.1	14.1	190.0	0.7	10.0	38.1	3.4	3.6	3.6	15.1	10.8	8.5	9.0	6.0	5.0	7.5	4.9	4.2	1.4	5.4%	10.0%	
BP	BP/ LN	英镑	6.56	6.6	4.4	189.6	2.0	7.5	46.3	29.1	34.9	36.2	11.4	9.8	8.4	6.8	6.2	5.5	6.5	4.9	4.4	1.9	5.5%	15.2%	
Chevron Texaco	CVX US	美元	82.05	82.4	60.9	164.8	2.3	7.6	26.5	10.1	10.4	10.3	15.6	10.1	8.2	8.4	5.7	5.0	6.3	3.7	3.2	1.8	3.2%	11.0%	
TotalFinaElf	FP FP	欧元	43.92	46.7	34.7	138.6	1.0	0.2	23.3	7.2	6.5	6.5	11.6	10.0	8.7	7.9	5.6	5.1	5.3	4.4	3.9	1.9	5.2%	16.0%	
平均值													14.2	10.5	8.7	8.8	6.3	5.5	6.8	4.6	4.0	2.0	4.4%	13.9%	
国际大公司																									
ENI	ENI IM	欧元	17.77	18.8	14.3	95.7	0.1	0.2	21.5	14.7	15.5	25.2	14.7	9.9	8.3	5.8	4.2	3.8	4.7	4.0	3.6	1.4	5.6%	11.4%	
ConocoPhillips	COP US	美元	57.40	57.6	37.5	87.6	3.1	9.9	48.3	11.2	11.0	11.9	17.6	9.6	7.6	6.8	4.8	4.4	6.6	4.1	3.7	1.4	3.3%	9.8%	
Occidental	OXY US	美元	86.59	88.8	51.5	70.3	1.1	13.9	54.5	5.2	5.8	5.7	24.1	14.3	11.3	12.1	8.4	7.1	9.0	5.9	4.9	2.6	1.5%	10.1%	
Repsol YPF	REP SM	欧元	18.49	19.3	13.4	30.3	0.3	4.1	34.9	8.3	8.3	11.4	14.3	11.0	8.9	5.6	3.9	3.5	6.5	5.5	4.7	1.4	4.6%	7.5%	
Marathon	MRO US	美元	32.60	35.7	27.5	23.1	1.2	3.5	11.3	6.2	6.5	6.3	15.8	10.3	6.6	4.4	3.5	3.5	5.3	4.0	3.1	1.1	2.9%	5.7%	
平均值													17.3	11.0	8.5	6.9	5.0	4.5	6.4	4.7	4.0	1.6	3.6%	8.9%	
新兴市场公司																									
ONGC	ONGC IN	卢比	1,006.75	1,277.7	802.0	48.5	-3.2	-11.7	16.6	0.9	0.9	1.6	10.5	9.7	9.1	6.1	5.6	5.5	4.7	4.4	4.2	2.1	3.4%	24.2%	
PTT	PTT TB	泰铢	257.00	285.0	171.5	22.7	-4.5	11.3	45.6	12.1	7.5	7.8	12.2	10.1	8.2	8.2	5.7	5.6	8.1	6.6	5.7	1.7	1.6%	14.5%	
Gazprom	GAZP RM	卢布	140.42	385.4	1.6	114.3	-22.5	-23.2	4.5	254.7	220.6	192.9	4.9	4.1	3.4	3.2	2.7	2.7	4.8	3.9	3.3	0.6	1.5%	13.2%	
Petrobras	PETR4 BZ	里尔	34.30	40.1	28.2	184.2	0.3	-0.1	19.1	31.6	20.4	18.5	9.8	8.6	7.5	6.3	5.5	n.a.	6.2	5.5	5.0	1.6	2.5%	18.9%	
中海油	883 HK	港币	13.64	14.3	8.2	78.5	0.0	15.2	57.9	81.7	78.9	89.2	18.2	11.3	9.7	10.2	6.8	6.4	8.9	6.1	5.4	3.1	3.0%	17.6%	
中国石油H股	857 HK	港币	9.23	10.6	6.4	323.0	-1.2	0.5	38.4	71.3	98.4	116.5	14.4	11.5	9.7	5.7	6.0	4.7	6.9	5.7	5.0	1.8	3.1%	11.8%	
中国石化H股	386 HK	港币	6.47	7.3	5.5	141.0	-3.4	0.8	6.6	121.3	108.3	151.7	8.0	6.6	7.1	3.3	2.9	3.4	5.2	4.4	4.7	1.3	3.2%	16.5%	
平均值													11.1	8.8	7.8	6.1	5.0	4.7	6.4	5.2	4.8	1.7	2.6%	16.7%	
中国A股市场																									
中国石油A股	601857 CH	人民币	12.56	16.6	11.4	323.0	-3.2	-7.0	6.2	38.1	22.8	49.7	22.2	18.6	15.8	8.8	9.7	7.6	10.6	8.8	7.7	2.7	2.0%	11.8%	
中国石化A股	600028 CH	人民币	10.74	15.6	9.3	124.0	-6.9	-12.9	6.8	77.3	66.1	92.4	15.1	13.1	14.6	6.1	5.7	6.9	8.6	7.2	7.8	2.5	1.7%	16.5%	
环球市场汇总																									
最高值(不包括A股市场)						325.6	3.1	15.2	57.9				24.1	14.3	11.3	12.1	8.4	7.1	9.0	6.6	5.7	3.1	5.6%	24.2%	
最高值						325.6	3.1	15.2	57.9				24.1	18.6	15.8	12.1	9.7	7.6	10.6	8.8	7.8	3.1	5.6%	24.2%	
最低值						22.7	-22.5	-23.2	4.1				4.9	4.1	3.4	3.2	2.7	2.7	4.7	3.7	3.1	0.6	1.5%	5.7%	
平均值													14.4	10.6	9.0	7.2	5.6	5.1	6.9	5.2	4.7	1.8	3.3%	13.6%	
平均值(不包括A股市场)													13.9	10.0	8.3	7.2	5.4	4.9	6.5	4.9	4.3	1.8	3.4%	13.6%	

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 29：上游可比石油公司估值

	彭博代码	货币	股价	一年内股价		市值	股价变化(%)			日均交易量(百万股)			市盈率(倍)			市现率(倍)			EV/EBITDA (x)			市净率	收益率(09A)		
			10-4-21	最高	最低	(十亿美元)	周	季	年	周	季	年	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	股息	股权	
美国大中市值公司																									
Anadarko Petroleum	APC US	美元	73.94	75.1	40.3	36.4	1.9	15.3	76.4	3.7	4.1	5.4	n.a.	47.3	27.4	9.0	6.7	5.7	14.3	6.3	5.5	1.8	0.5%	-2.8%	
Apache Corp	APA US	美元	107.81	108.9	63.2	36.3	1.0	2.6	63.2	4.7	3.4	3.5	n.a.	10.7	8.6	8.6	5.4	4.6	6.7	4.6	3.7	2.3	0.6%	11.8%	
Devon Energy	DVN US	美元	67.4	76.8	47.1	30.1	1.4	-5.6	34.9	3.6	4.5	4.6	n.a.	11.4	10.2	6.2	5.7	5.2	9.2	5.7	5.3	1.9	1.2%	10.8%	
EOG Resources	EOG US	美元	111.51	111.7	54.9	28.2	3.8	15.4	95.9	2.7	2.8	3.0	50.7	36.6	17.3	9.5	7.9	5.8	16.4	7.7	5.4	2.8	0.5%	7.2%	
Murphy Oil	MUR US	美元	61.68	65.1	43.5	11.8	1.1	14.0	36.5	1.9	1.8	1.8	14.1	12.7	9.2	6.3	4.9	4.2	5.4	4.1	3.5	1.6	1.6%	9.5%	
XTO Energy	XTO US	美元	48.47	49.1	31.8	28.3	0.3	5.2	44.7	7.5	10.4	9.3	13.9	25.1	32.8	4.7	5.6	5.6	5.7	6.6	6.7	1.6	1.0%	11.5%	
平均值													26.2	24.0	17.6	7.4	6.0	5.2	9.6	5.8	5.0	2.0	0.9%	8.0%	
美国小市值公司																									
Newfield Exploration	NFX US	美元	54.06	57.0	25.9	7.2	0.5	3.3	95.4	1.2	1.9	1.9	n.a.	12.3	12.3	4.5	4.8	5.0	10.6	5.5	5.3	2.6	0.0%	22.5%	
Noble Energy	NBL US	美元	78.66	79.2	50.9	13.7	2.7	1.8	33.8	1.4	1.8	1.7	n.a.	16.7	11.7	9.0	7.7	6.7	11.5	7.0	5.4	2.2	0.9%	6.3%	
Pioneer Natural Resources	PXD US	美元	63.3	63.5	19.8	7.3	2.1	31.5	196.2	1.9	1.8	1.9	n.a.	22.7	17.5	13.3	6.8	5.6	10.9	7.6	6.1	2.0	0.1%	-1.1%	
平均值													n.a.	17.2	13.8	8.9	6.4	5.8	11.0	6.7	5.6	2.3	0.3%	9.2%	
亚洲公司																									
CNOOC	883 HK	港币	13.64	14.3	8.2	78.5	0.0	15.2	57.9	81.7	78.9	89.2	18.2	11.3	9.7	10.2	6.8	6.4	8.9	6.1	5.4	3.1	3.0%	17.6%	
PetroChina	857 HK	港币	9.23	10.6	6.4	323.0	-1.2	0.5	38.4	71.3	98.4	116.5	14.4	11.5	9.7	5.7	6.0	4.7	6.9	5.7	5.0	1.8	3.1%	11.8%	
Sinopec	386 HK	港币	6.47	7.3	5.5	124.0	-3.4	0.8	6.6	121.3	108.3	151.7	8.0	6.6	7.1	3.3	2.9	3.4	5.2	4.4	4.7	1.3	3.2%	16.5%	
ONGC	ONGC IN	卢比	1006.75	1,277.7	802.0	48.5	-3.2	-11.7	16.6	0.9	0.9	1.6	10.5	9.7	9.1	6.1	5.6	5.5	4.7	4.4	4.2	2.1	3.4%	24.2%	
PTTEP	PTTEP TB	泰铢	147	164.0	96.5	15.2	-1.0	5.0	47.0	8.6	8.3	10.5	22.0	13.3	11.3	11.7	6.9	6.6	6.9	5.0	4.4	3.4	1.8%	17.9%	
平均值													14.6	10.5	9.4	7.4	5.6	5.3	6.5	5.1	4.7	2.3	2.9%	17.6%	
环球市场汇总																									
最高值							3.8	31.5	196.2				50.7	47.3	32.8	13.3	7.9	6.7	16.4	7.7	6.7	3.4	3.4%	24.2%	
最低值							-3.4	-11.7	6.6				8.0	6.6	7.1	3.3	2.9	3.4	4.7	4.1	3.5	1.3	0.0%	-2.8%	
平均值													19.0	17.7	13.9	7.7	6.0	5.3	8.8	5.8	5.0	2.2	1.5%	11.7%	

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 30: 化工可比公司估值

公司名称	彭博代码	货币	股价 10-4-21	一年内股价		市值 (十亿美元)	股价变化(%)			日均交易量(百万股)			市盈率(倍)			市现率(倍)			EV/EBITDA (x)			市净率 09A(倍)	收益率(09A)	
				最高	最低		周	季	年	周	季	年	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E		股息	股权
A股公司																								
上海石化A股	600688 CH	人民币	9.15	12.5	6.8	7.4	-5.7	-13.8	-20.6	7.5	4.3	8.0	41.4	26.7	34.1	19.7	20.5	18.4	22.1	18.4	20.8	4.4	0.3%	10.9%
H股公司																								
上海石化H股	338 HK	港币	2.94	4.1	2.4	7.4	-4.9	-3.9	-10.4	13.3	15.3	17.8	11.4	7.1	8.9	5.6	5.5	4.8	7.7	6.4	7.3	1.2	1.2%	10.9%
台湾公司																								
Formosa Plastics	1301 TT	台币	69.60	72.5	50.1	13.6	-1.7	2.5	6.7	8.6	9.3	8.4	16.7	15.3	13.8	13.1	13.6	13.8	14.3	13.5	12.6	2.1	5.2%	13.1%
Nan Ya Plastics	1303 TT	台币	64.90	67.8	38.8	16.2	-2.6	0.9	17.8	8.3	9.4	8.8	34.5	17.4	14.5	14.2	17.5	18.7	29.7	20.6	19.5	2.1	4.2%	6.6%
Formosa Chem & Fiber	1326 TT	台币	75.80	78.0	45.3	13.8	-1.2	7.8	18.4	6.6	7.0	6.4	15.6	15.0	13.8	11.5	11.0	12.8	16.7	15.4	14.4	2.1	5.2%	14.6%
Far Eastern Textile	1402 TT	台币	35.30	43.3	27.7	5.2	-3.0	-5.4	-12.0	17.0	14.9	13.6	20.7	16.4	16.8	22.7	22.4	22.8	47.5	37.6	38.5	1.8	3.0%	8.8%
台湾平均值													21.9	16.1	14.7	15.4	16.1	17.0	27.1	21.8	21.2	2.0	4.4%	10.8%
韩国公司																								
Hanwha Chemical	009830 KS	韩币	15,900	16,800	10,000	2.0	6.4	-4.2	34.2	1.9	1.7	1.5	5.5	7.5	7.0	4.6	6.0	6.0	6.6	7.9	7.3	0.8	2.6%	16.2%
Honam Petrochemical	011170 KS	韩币	133,000	134,000	67,100	3.8	9.5	9.0	50.3	0.3	0.3	0.3	5.3	6.7	6.5	4.6	5.0	5.1	4.0	4.2	4.2	1.2	0.9%	24.8%
韩国平均值													5.4	7.1	6.8	4.6	5.5	5.6	5.3	6.1	5.8	1.0	2%	0.0%
印度公司																								
Reliance Industries	RIL IN	卢比	1,058.3	1,267.5	835.0	77.9	-5.6	0.4	-3.0	4.9	5.1	6.5	23.2	20.6	14.5	21.0	13.5	10.3	17.9	12.9	9.5	3.2	0.7%	15.6%
日本公司																								
Hitachi Chemical	4217 JP	日元	2,017	2,097.0	1,215.0	4.5	1.4	1.7	5.1	0.6	0.6	0.7	n.a.	19.9	16.1	9.5	7.9	7.5	7.3	5.6	5.0	1.7	1.6%	1.8%
Mitsui Chemicals	4183 JP	日元	300	390.0	198.0	3.3	2.0	9.5	-6.8	12.0	10.6	13.8	n.a.	n.a.	27.7	n.a.	5.8	4.0	18.6	11.7	8.0	0.6	1.0%	-20.4%
Shin-Etsu Chemical	4063 JP	日元	5,480	6,010.0	4,200.0	25.4	-1.6	5.0	2.6	1.5	1.8	1.8	14.2	29.4	21.8	7.5	13.8	12.6	5.8	10.6	9.0	1.5	1.8%	11.2%
Sumitomo Chemical	4005 JP	日元	449	487.0	322.0	8.0	-5.3	5.2	16.3	7.3	7.4	7.2	n.a.	91.2	18.4	6.4	6.3	4.7	12.1	12.7	10.8	1.0	1.3%	-4.0%
日本平均值													14.2	46.8	21.0	7.8	8.4	7.2	11.0	10.1	8.2	1.2	1.4%	-2.9%
S&P 500 成员公司																								
Dow Chemical	DOW US	美元	30.36	31.7	11.0	35.0	-0.8	5.9	19.1	9.1	10.4	10.4	59.0	20.1	12.3	12.0	9.6	7.8	11.0	8.4	7.3	2.1	2.6%	4.6%
Eastman Chemical	EMN US	美元	66.53	67.0	29.6	4.8	1.0	13.2	21.2	0.7	0.9	0.9	19.0	14.8	12.9	7.9	7.8	7.4	7.3	6.5	6.0	2.9	2.7%	15.9%
S&P 500 平均值													39.0	17.4	12.6	9.9	8.7	7.6	9.1	7.5	6.6	2.5	2.6%	10.3%
欧洲公司																								
BASF	BAS GR	欧元	46.95	47.5	22.5	32.1	0.6	14.8	16.4	4.2	4.1	4.1	22.5	13.9	12.2	7.9	7.0	6.6	7.9	6.0	5.6	2.6	4.0%	9.6%
DSM	DSM NA	欧元	33.79	35.3	21.0	4.8	-1.9	0.6	5.9	1.1	1.3	1.1	25.7	15.3	12.5	7.0	7.2	6.3	8.5	7.0	6.3	1.1	3.6%	6.5%
欧洲平均值													24.1	14.6	12.4	7.5	7.1	6.4	8.2	6.5	6.0	1.9	3.8%	8.1%
环球市场汇总																								
最高值							9.5	14.8	50.3				59.0	91.2	34.1	22.7	22.4	22.8	47.5	37.6	38.5	4.4	5.2%	24.8%
最低值							-10.5	-13.8	-20.6				5.3	6.7	6.5	4.6	5.0	4.0	4.0	4.2	4.2	0.6	0.3%	-20.4%
平均值							-1.3	2.1	10.1				22.5	21.2	15.5	11.0	10.6	10.0	14.4	12.1	11.3	1.9	2.5%	8.6%

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
国贸写字楼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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act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，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。