

开工率状况体现行业分化严重

无整体评级

分析师: 李国洪 邮箱: liguohong@chinastock.com.cn 电话: 010-66568876 执业证书编号: S0130207091551

1. 事件

根据行业开工率情况, 我们分析如下:

2. 我们的分析与判断

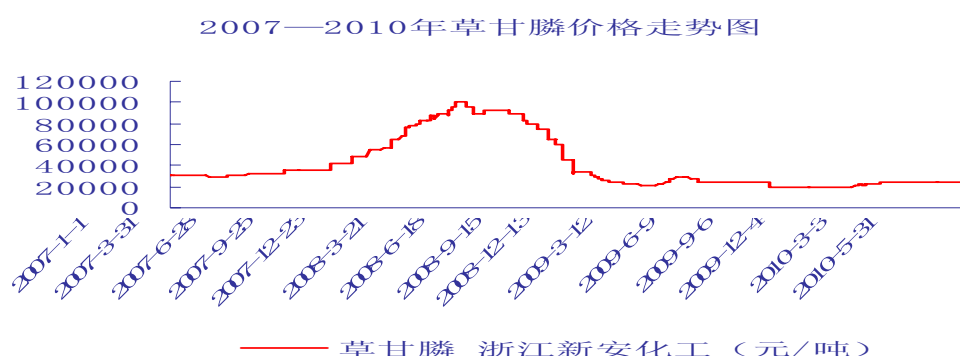
(一) 行业开工率分化严重

如表 1 所示, 5 月以来石油化工行业开工率分化严重, 成品油、烯烃开工率较高, 农药中除草剂开工率创历史低点, 草甘膦开工率只有 20%, 百草枯也不过 40%。化肥中合成氨及复合肥开工率明显偏低。有机化工中醇、醚类开工率较低, 甲醇只有 45%, 二甲醚为 30%, 但酚酮开工率高达 100%, 醋酸开工率也高达 90%。

(二) 农药中除草剂开工率创历史低点, 未来也难看好

据统计, 目前国内共有 106 家内企和 5 家外企登记了草甘膦原药的生产, 2010 年全国产能达 65 万吨/年, 2008 年中国草甘膦原药实际产量接近 48 万吨, 09 年受金融危机促使农民工返乡影响产量仅 30 万吨/年左右。红太阳集团 10 万吨/年草甘膦原药生产线于 2010 年底竣工, 另有几家大型企业的草甘膦新建及扩建项目均已动工, 也将在近期完成, 今年国内草甘膦产能将再增加 15 万吨左右。而 2008 年统计, 全球草甘膦年需求量为 70 万吨, 而 2010 年受自然灾害影响全球草甘膦需求增长并不明显, 中国草甘膦产能扩张势必会造成供需矛盾的加剧和市场的结构性过剩, 由于严重供大于求, 未来草甘膦也难看好。

图 1: 草甘膦价格趋势



资料来源: 百川咨询

(三) 复合肥开工率下降促使化肥行业预期不好

虽然目前尿素开工率还有 80%, 但由于合成氨和复合肥开工率下降至 60%和 40%, 预期未来尿素开工率也会有所下降。化肥中开工率状况较好的是氯化钾达 80%, 硫酸钾开工率则降到 70%, 二铵的开工率还有 80%, 但一铵开工率只有 35%。

表 1: 2010 年 5 月份石油化工行业装置开工率情况统计

产业	品种	2010 年 5 月开工率	产业	品种	2010 年 5 月开工率
石油	成品油	80%	煤化工	酸洗苯	20%
	石脑油	80%		加氢苯	40%
	润滑油	70%		顺酐	50%
	燃料油	62%		焦化企业	70%
	石油焦	87%		焦油加工	50%
	沥青	64%		炭黑	80%
	溶剂油	82%		TDI	72.50%
	液化气	83.82%		MDI	90%
	石蜡	93%		BDO	55%
	硫磺	80%		DMF	73.5
化工	甲醇	45%	聚氨酯	丁酮	65%
	二甲醚	30%		己二酸	53%
	甲醛	50%		聚醚	50%
	醋酸	90%		环己酮	74%
	苯酐	55%		环氧丙烷	65%
	DOP	30%		苯胺	63.20%
	正丁醇	60%		环氧乙烷	77%
	辛醇	90%		尿素	80%
	酚酮	100%		合成氨	60%
	纯苯	70%		氯化铵	70%
塑料	甲苯	70%	化肥	碳铵	70%
	二甲苯	70%		硝酸铵	80%
	环氧丙烷	77%		硝酸	80%
	丙烯	90%		三聚氰胺	50%
	苯乙烯	80%		磷矿石	55%
	硫酸	83%		一铵	35%
	聚乙烯	85%		二铵	80%
	聚丙烯	85%		过磷酸钙	40%
	聚氯乙烯	50%		重钙	10%
氯碱	纯碱	80%		钙镁磷肥	30%
	烧碱	76%		硫酸钾	70%
	盐酸	75%		氯化钾	80%
橡胶	丁苯橡胶	95%		硝酸钾	70%
	顺丁橡胶	100%		硫酸钾镁	30%
	丁基橡胶	43%		硫基复合肥	40%
	丁腈橡胶	78%		氯基复合肥	40%
	SBS	100%	农药	草甘膦	20%
				百草枯	40%

资料来源: 百川咨询

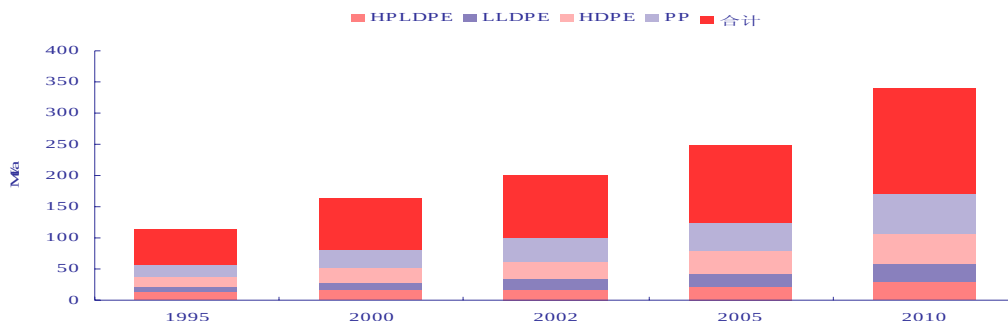
（四）成品油、烯烃开工率较高预示两大集团业绩继续向好

目前成品油开工率在 80%以上，乙烯、丙烯开工率在 90%以上。因烃类下游产品近期涨价幅度远高于原料石脑油价格涨幅，目前乙烯、丙烯等烃及衍生物 EBIT 已经高达 4000 元/吨，烃及衍生物打开了石化行业盈利空间，如同 2003 年的扬子石化一样，烯烃会带动衍生物价格上涨，从而使三大合材料毛利高涨，目前三大合材料价格已经上涨至历史最高水平的 85%左右，而原料原油、石脑油价仅为历史最高水平的 60%，毛利显然已经明显上升，我们认为烃及衍生物带动的三大合材料高盈利状况将会持续 1-2 年，历史上每次烃类复苏都有 2 年左右时间。受全球经济好转，化工出口持续上升，中国石化大幅上调 2010 年乙烯计划产量达 869 万吨，较 09 年 671.3 万吨增长 29.45%，烃及衍生物带动化工产品总经销量和产品价格持续高增长，超出了市场预期。

（五）世界聚烯烃产消稳步增长，全球聚烯烃工业由欧美转向中东和亚太

聚烯烃(Polyolefin,PO)是烯烃的均聚物和共聚物的总称,主要包括聚乙烯、聚丙烯和聚 1-丁烯及其他烯烃类聚合物。工业生产的聚乙烯(Polyethylene, PE)有三个品种: 高密度聚乙烯(HDPE)、低密度聚乙烯(LDPE)、线性低密度聚乙烯(LLDPE)。还有一些具有特殊性能的聚乙烯小品种, 如高分子量高密度聚乙烯(HMWHDPPE)、乙烯-醋酸乙烯共聚物(E-VA)、甚低密度聚乙烯(VLDPE)和超低密度聚乙烯(ULDPE), 以及其他以乙烯为主要单体的各种共聚物。聚丙烯(Polypropylene, PP)根据高分子链立体结构不同有三个品种: 等规聚丙烯(iPP)、无规聚丙烯(aPP)和间规聚丙烯(sPP)。聚烯烃树脂作为重要的合成材料之一, 直接影响到国民经济的发展及国民消费水平的提高, 尤其是与包装、农业、建筑、汽车、电气和电子等下游行业紧密相关。由于聚烯烃具有良好的性能价格比, 在合成材料中的需求率不断提高, 因此世界聚烯烃的生产能力增长率通常为 5% 左右。

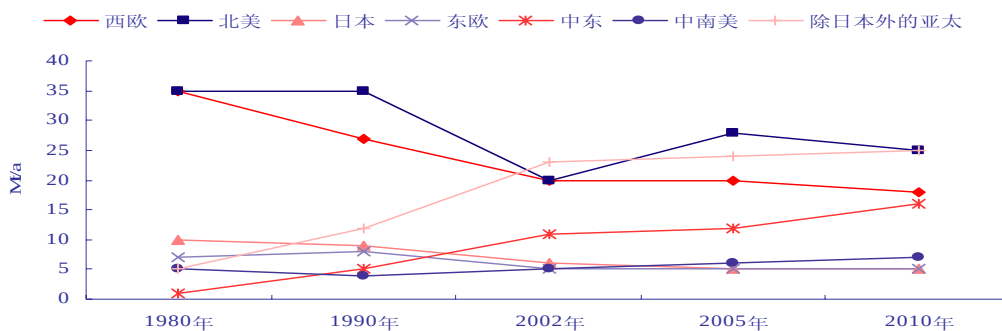
图 2: 世界聚烯烃生产稳定增长



资料来源: 国际能源署, 中国银河证券整理

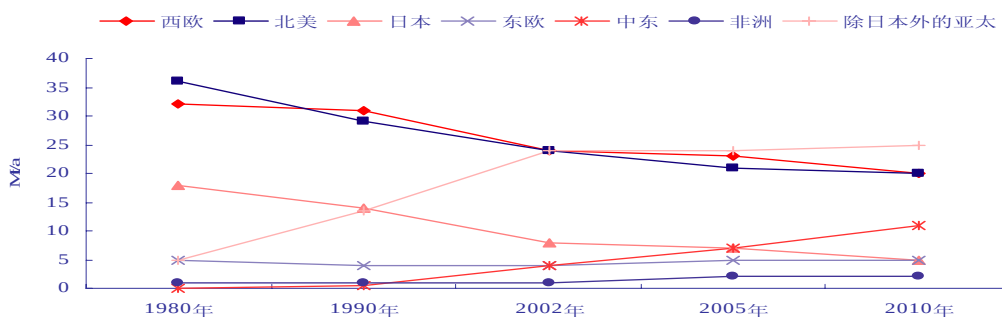
20 世纪 80 年代, 北美、西欧、日本等发达国家各大石油化工公司掌握先进的聚烯烃生产技术, 因此三个地区的生产能力占全球 80% 以上。20 年后, 为节省原料和成品庞大的运输费用, 生产装置纷纷向市场所在地和原料生产地转移, 使北美、西欧、日本的生产能力到 21 世纪初已下降到 50% 左右。相反, 具有丰富原料的中东和未来主要成品市场亚太地区的生产能力所占比例明显上升。目前, 北美、西欧和亚洲已成为聚烯烃工业三大主要产地。从需求情况来看, 到 2010 年时亚太地区将成为最大的 PE 树脂进口地区, 其中中国需求量最大。目前中国正成为世界上最大的 PE 薄膜和包装袋出口国, 大量供应北美、西欧和日本。目前亚太地区 PE 需求量将超过北美和西欧, 成为 PE 最大消费地区。PE 工业未来的竞争对手不仅有传统材料如纸张、金属、玻璃, 还需承受来自其他树脂的冲击。在软包装领域, 三种 PE 树脂仍将占主导, 但 PP 树脂应用范围正在不断拓宽, 特别是在快餐包装领域。

图 3: 全球 PE 生产能力分布的变化



资料来源: 国际能源署, 中国银河证券整理

图 4: 全球 PP 生产能力分布的变化



资料来源: 国际能源署, 中国银河证券整理

3. 投资建议

目前石油化工行业开工率分化严重, 成品油、烯烃开工率较高, 农化产品开工率较低。产品价格方面显示烯烃盈利高涨, 吨乙烯 EBIT 达到 4000 元左右, 我们判断烯烃将带动石化行业先于化工进入景气周期。中国石化、中国石油因为勘探技术进步进入油气田发现高峰期, 油气储量不断增长, 储量接替率持续上升, 目前国际油价又正处于两大集团最佳盈利区间附近, 我们对中国石油 2010-2012 年盈利预测为 0.78 元、0.85 元和 0.93 元; 中国石化 2010-2012 年盈利预测为 1.02 元、1 元和 1.12 元, 故我们维持中国石油、中国石化推荐评级。看空农药和化肥行业。

(六) 重点公司

(1)、中国石化 (600028.SH): 烯烃带动公司盈利高增长 (推荐)

下游复苏和垄断决定三大合成材料盈利高涨, 目前吨乙烯 EBIT 达到 4000 元左右。我们判断烯烃将带动石化行业先于化工提前进入景气周期。中国石化因为勘探技术进步进入油气田发现高峰期, 油气储量不断增长。目前国际油价正处于公司最佳盈利区间附近, 公司天然气业务增长较快, 如果气价改革公司受益较大。另外, 公司化工业务超预期, 资源税改变利空为利好, 我们对公司 2010-2012 年盈利预测为 1.02 元、1 元和 1.12 元, 维持推荐评级。2010 年盈利预测高于同行 0.1-0.2 元的主要原因: 1、模型中 2010 年原油均价预测低于同行预测 5%; 2、镇海、燕化、齐鲁、茂名、上海等炼油厂烯烃满负荷生产, 每家炼厂乙烯贡献高于同行预测 5-10 亿元。3、安哥拉项目增厚 EPS0.05 元, 高于同行平均预测 0.03 元。

表 2: 中国石化 (600028.SH) 关键指标预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1452101.0	1345052.0	1546809.8	1747895.1	1957642.5
收入增长率%	20.52%	-7.37%	15.00%	13.00%	12.00%
EBITDA(百万元)	80530.00	137269.00	254522.16	258767.50	286794.81
净利润 (百万元)	29689.00	61290.00	88386.01	86792.19	104148.74
摊薄 EPS(元)	0.342	0.707	1.019	1.001	1.201
PE	25.87	12.53	8.69	8.85	7.38
EV/EBITDA(X)	10.78	6.25	3.72	3.12	2.44
PB	2.33	2.04	1.65	1.39	1.17
ROIC	20.26%	15.94%	21.42%	14.83%	18.88%

注: 净利润为归属母公司的净利润

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测:

2010 年国际油价在中低位小幅走高且在供大于求背景下不会大幅上升十分有利于公司整体业绩提升。国际油价已经进入中国石化的最佳盈利区间附近。

下游复苏和垄断决定三大合成材料盈利高涨, 乙烯 EBIT 达到 4000 元。随着全球经济的好转, 三大合成材料需求迅速增长, 全球大型石化公司在垄断条件下石化中间体报价纷纷上升, 三大合成材料价格已经上涨至历史最高水平的 80% 左右, 而原料原油、石脑油价仅为历史最高水平的 55%, 三大合成材料毛利迅速扩张。

我们判断 2010 年公司经营状况会明显好转, 全年中国石化可以完成 1.02 元左右的每股收益。

我们与市场不同的观点:

市场认为 2010 年国际油价会大幅上升影响石化公司业绩。我们认为 2010 年国际油价在中低位小幅走高且在供大于求背景下不会大幅上升十分有利于公司整体业绩提升。重化工业促使中国的石油消费继续刚性增长, 而全球经济复苏和垄断决定三大合成材料盈利高涨, 乙烯 EBIT 达到 4000 元。2010 年公司还受益于成品油价格体制改革及国 III 油标的推行, 公司 2010 年利润增长可达 44% 左右。

估值与投资建议:

DCF-WACC 模型估值结果每股合理估值区间 13.08-17.38 元。绝对估值显示目前 A 股价格偏低, 相对估值处于绝对估值区间, 烯烃及三大合成材料盈利高涨促使 2010 年 40% 以上的利润增长预期较为明确, 给予公司推荐的投资评级。

股价表现的催化剂:

受节能减排、环保政策影响, 石化小企业将面临较大的成本压力, 一些没有竞争优势的小企业 (如缺少资源的小炼厂) 难逃“关停并转”厄运, 面临被大企业集团的整合, 因此石化行业并购整合与重组将明显加剧, 是良好催化剂。另外, 国内成品油价格上调及欧 3、欧 4 环保汽油标准的推行都是公司股票表现的催化剂。

主要风险因素:

1、石化行业与国际油价相关性极强, 国际油价变动幅度较大, 向上或向下远超出我们预测的波动区间。

国际油价的大幅波动势必会引发产业链价格波动较大，而我国期货市场发展还很不完善，众多石油化工产品没有期货，企业无法对冲风险，而石化行业公司业绩与国际油价相关性极强，国际油价的大幅波动传导到企业利润上致使公司业绩波动超出我们的预期。

2、产业政策比我们预测的进一步趋严还要不利。

资源税收政策可能进一步趋严，可能比我们预测的进一步趋严还要不利。

3、公司生产装置发生安全生产事故（石油化工企业发生装置事故概率较大）。

表 3: 中国石化（600028）财务报表预测

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	6140.00	-2325.00	15468.10	156427.40	268428.86	营业收入	1452101.00	1345052.00	1546809.80	1747895.07	1957642.48
应收和预付款项	44765.00	36770.00	66467.12	50480.20	80427.14	营业成本	1326783.00	1035815.00	1175266.09	1351122.89	1507384.71
						营业税金及附加					
存货	95255.00	141611.00	86541.74	175749.83	116876.62	加	56799.00	132884.00	152816.60	172682.76	193404.69
其他流动资产	287.00	856.00	856.00	856.00	856.00	营业费用	24967.00	27635.00	31780.25	35911.68	40221.08
长期股权投资	28705.00	33503.00	33503.00	33503.00	33503.00	管理费用	40917.00	46726.00	53734.90	60720.44	68006.89
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	8723.00	7016.00	10153.18	6617.57	3620.06
固定资产	525151.00	584968.00	569693.60	544419.20	509144.80	资产减值损失	16617.00	7453.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	30293.00	37025.00	34129.70	31234.40	28339.10	投资收益	980.00	3589.00	0.00	0.00	0.00
						公允价值变动					
其他非流动资产	7569.00	8073.00	4932.50	1792.00	1792.00	损益	3969.00	-365.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	738165.00	840481.00	811591.76	994462.03	1039367.53	其他经营损益	-8310.00	-10545.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	78972.00	65900.00	5713.82	0.00	0.00	营业利润	-26066.00	80202.00	123058.78	120839.73	145005.05
						其他非经营损					
应付和预收款项	150915.00	207806.00	146808.85	244763.14	180914.86	益	50292.00	-126.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	127144.00	145828.00	145828.00	145828.00	145828.00	利润总额	24226.00	80076.00	123058.78	120839.73	145005.05
其他负债	30188.00	20362.00	20362.00	20362.00	20362.00	所得税	-1889.00	16076.00	30764.70	30209.93	36251.26
负债合计	387219.00	439896.00	318712.67	410953.14	347104.86	净利润	26115.00	64000.00	92294.09	90629.80	108753.79
股本	86702.00	86702.00	86702.00	86702.00	86702.00	少数股东损益	-3574.00	2710.00	3908.08	3837.61	4605.04
						母公司股东净					
资本公积	38518.00	38202.00	38202.00	38202.00	38202.00	利润	29689.00	61290.00	88386.01	86792.19	104148.74
留存收益	204860.00	252278.00	340664.01	427456.21	531604.95	基本每股收益	0.342	0.707	1.019	1.001	1.201
母公司股东权益	330080.00	377182.00	465568.01	552360.21	656508.95						
少数股东权益	20866.00	23403.00	27311.08	31148.68	35753.73	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
股东权益合计	350946.00	400585.00	492879.09	583508.89	692262.67	营收增长率	20.52%	-7.37%	15.00%	13.00%	12.00%
负债和股东权益	738165.00	840481.00	811591.76	994462.03	1039367.53	EBIT 增长率	-61.39%	150.17%	53.55%	-4.32%	16.61%
						净利润增长率	-54.31%	145.07%	44.21%	-1.80%	20.00%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售毛利率	8.63%	22.99%	24.02%	22.70%	23.00%
净利润	26115	64000	92294	90630	108754	销售净利率	1.80%	4.76%	5.97%	5.19%	5.56%
折旧与摊销	43384.0	45853.0	65837.1	67666.5	68581.5	ROE	8.99%	16.25%	18.98%	15.71%	15.86%
经营现金流	73155.00	159136.00	188132.46	253290.69	215621.52	ROIC	20.26%	15.94%	21.42%	14.83%	18.88%
投资现金流	-106250.00	-115125.00	-100000.00	-100000.00	-100000.00	PE	25.87	12.53	8.69	8.85	7.38
融资现金流	30698.00	-41929.00	-70339.36	-12331.39	-3620.06	P/S	0.53	0.57	0.50	0.44	0.39
现金净变动	-2476.00	2082.00	17793.10	140959.30	112001.46	P/B	2.33	2.04	1.65	1.39	1.17
EBITDA	80530.00	137269.00	254522.16	258767.50	286794.81	EV/IC	2.02	1.84	1.47	1.37	1.19
NOPLAT	-7734.75	69466.50	99908.97	95592.98	111468.83	EV/EBITDA	10.78	6.25	3.72	3.12	2.44

资料来源：中国银河证券研究所

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

作为一体化的综合类石化公司，中国石化在我国石油化工领域起着举足轻重的作用，战略地位十分突出，明显受益于国际油价回落、低 C 和成品油价格体制改革深入，2010 年业绩增长较快。

表 4: 中国石化 (600028.SH) 战略分析

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.5
优势	一体化的综合类石化公司规模成本优势明显，经营效率高。国内只有 5 家企业可开采石油资源，垄断经营效率高。	分值: 5.0
劣势	大型央企，分支机构遍布海内外，管理难度大，整体管理水平不高。资源税收政策越来越紧。	分值: 4.0
机会	因低 C 环保要求国标改欧标生产标准的转换势在必行，低 C 及生产标准提高有利于公司炼油销售业绩提升	分值: 5.0
威胁	中原地区老油田储量下降，胜利油田含硫量增加，腐蚀设备。	分值: 4.0

注: 分值 1-5, 越高越好

资料来源: 中国银河证券研究所

表 5: 中国石化 (600028.SH) 竞争力分析

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.6
供应商力量	供应商 1/3 来自自己，1/3 来自中石油和海油，1/3 来自海外进口	分值: 4.5
新进入壁垒	政府限制石油开采，垄断经营壁垒。目前成品油价格政府管制有所松动，新的《石油价格管理办法》有利于炼油业绩稳定	分值: 4.5
客户力量	客户较分散，客户力量较弱。	分值: 5.0
替代产品	短期内无替代产品，油价高企后替代产品研发加快	分值: 4.5
竞争对手	垄断经营，竞争现象不明显。	分值: 4.5

注: 分值 1-5, 越高越好; + 表示未来好转, - 号表示未来变差

资料来源: 中国银河证券研究

(2)、中国石油 (601857.SH): 储量接替率持续增长 (推荐)

中国石油是中国最大的原油、天然气生产商，已连续多年位于中国企业 500 强利润之首，公司储量接替率持续增涨。

表 6: 中国石油 (601857.SH) 关键指标预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	1071146.00	1019275.00	1121202.50	1255746.80	1418993.88
EBITDA(百万元)	240624.00	233837.00	404861.93	439070.03	466945.39
净利润(百万元)	113798.00	103173.00	142695.47	156155.74	170069.34
摊薄 EPS(元)	0.622	0.564	0.780	0.853	0.929
PE(X)	17.63	19.44	14.06	12.85	11.79
EV/EBITDA(X)	8.92	9.07	5.20	4.41	3.82
PB(X)	2.53	2.37	2.07	1.83	1.62

ROIC	19.76%	11.32%	15.73%	15.19%	16.86%
总资产周转率	0.92	0.73	0.83	0.78	0.84

资料来源：公司数据，中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测：

国际油价已经进入中国石油的最佳盈利区间 80 美元附近，我们判断 2010 年公司经营状况会明显好转，受国标改制和低 C 影响，公司 2010 年可以完成 0.90 元左右的每股收益。

我们与市场不同的观点：

市场认为 2010 年国际油价大涨，中国石油受益于高油价。我们认为中石油受益于原油价格在中位小幅度上涨。

公司估值与投资建议：

DCF-WACC 模型估值结果每股价值为 16.43 元，敏感性分析的合理区间为 15.47-17.59 元。2010 年 PE14 倍，已经接近国际石化行业均值。勘探技术进步促使中国油气田进入发现高峰期，中国石油储量接替率快速增长，而储量接替率高的公司给予的估值水平本来就应高一些。因此，我们认为公司被市场低估，给予推荐的投资评级。

公司股票表现的催化剂：

资产注入可能是体现公司投资价值的催化剂。另外，成品油定价体制改革、成品油价格调整以及欧标执行都是公司股票表现的催化剂。

主要风险因素：

国际油价变动幅度较大，向上或向下远超出我们预测的 2010 年波动区间，使得油价远离公司最佳盈利区间。

表 7: 中国石油（601857）财务报表预测（百万元）

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	11826.00	27012.00	58140.52	232809.02	393820.22	营业收入	1071146.00	1019275.00	1121202.50	1255746.80	1418993.88
应收和预付款项	64540.00	74270.00	44076.69	89329.01	62509.41	营业成本	683677.00	633100.00	660388.27	749680.84	859910.29
存货	90670.00	114781.00	86166.96	141951.62	119708.41	营业税金及附加	116460.00	129756.00	142731.60	159859.39	180641.11
其他流动资产	25813.00	18378.00	18378.00	18378.00	18378.00	营业费用	46189.00	48210.00	53031.00	59394.72	67116.03
长期股权投资	28036.00	27562.00	27562.00	27562.00	27562.00	管理费用	53211.00	57213.00	62934.30	70486.42	79649.65
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	2245.00	5192.00	5946.38	1649.95	-2126.45
固定资产	899860.00	1075840.00	1084485.60	1073131.20	1041776.80	资产减值损失	24765.00	2448.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	23702.00	33440.00	29525.80	25611.60	21697.40	投资收益	4733.00	1409.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	15824.00	17898.00	10422.00	2946.00	2946.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1160271.00	1389181.00	1358757.57	1611718.45	1688398.24	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	87217.00	74622.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	149332.00	144765.00	196170.95	214675.49	233803.24
应付和预收款项	149174.00	197080.00	117243.94	234470.17	163321.25	其他非经营损益	11768.00	-4998.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	32827.00	85471.00	85471.00	85471.00	85471.00	利润总额	161100.00	139767.00	196170.95	214675.49	233803.24
其他负债	43328.00	123897.00	123897.00	123897.00	123897.00	所得税	35154.00	33389.00	49042.74	53668.87	58450.81
负债合计	312546.00	481070.00	326611.94	443838.17	372689.25	净利润	125946.00	106378.00	147128.21	161006.61	175352.43
股本	183021.00	183021.00	183021.00	183021.00	183021.00	少数股东损益	12148.00	3205.00	4432.74	4850.87	5283.09
资本公积	115315.00	116379.00	116379.00	116379.00	116379.00	母公司股东净利润	113798.00	103173.00	142695.47	156155.74	170069.34
留存收益	493283.00	548382.00	667983.89	798867.67	941413.29	基本每股收益	0.622	0.564	0.780	0.853	0.929
母公司股东权益	791619.00	847782.00	967383.89	1098267.67	1240813.29	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	56106.00	60329.00	64761.74	69612.61	74895.70	营收增长率	28.28%	-4.84%	10.00%	12.00%	13.00%
股东权益合计	847725.00	908111.00	1032145.63	1167880.28	1315709.00	EBIT 增长率	-16.79%	-11.25%	40.77%	7.03%	7.10%
负债和股东权益	1160271.00	1389181.00	1358757.57	1611718.45	1688398.24	净利润增长率	-12.23%	-15.54%	38.31%	9.43%	8.91%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售毛利率	36.17%	37.89%	41.10%	40.30%	39.40%
净利润	125946.00	106378.00	147128.21	161006.61	175352.43	销售净利率	11.76%	10.44%	13.12%	12.82%	12.36%
折旧与摊销		9,025,700.00	20,274,460.00	22,274,460.00	23,526,860.00	ROE	14.38%	12.17%	14.75%	14.22%	13.71%
经营现金流	178359.00	269396.00	334790.48	401590.41	386408.46	ROIC	19.76%	11.32%	15.73%	15.19%	16.86%
投资现金流	-216260.00	-267498.00	-200000.00	-200000.00	-200000.00	PE	17.63	19.44	14.06	12.85	11.79
融资现金流	3861.00	53077.00	-103661.96	-26921.91	-25397.27	P/S	1.87	1.97	1.79	1.60	1.41
现金净变动	-34152.00	55154.00	31128.52	174668.50	161011.20	P/B	2.53	2.37	2.07	1.83	1.62
EBITDA	240624.00	233837.00	404861.93	439070.03	466945.39	EV/IC	2.30	2.20	1.97	1.88	1.75
NOPLAT	117636.75	112986.25	151588.00	162244.07	173757.60	EV/EBITDA	8.92	9.07	5.20	4.41	3.82

资料来源：中国银河证券研究所

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

中国石油是亚洲最大、世界第二的原油、天然气生产和供应商，在国内油气勘探与生产业务中居主导地位。据统计，在全国石油总资源量中，中国石油约占 55%；在全国天然气总资源量中，中国石油约占 60%。

表 8：中国石油（601857.SH）战略分析

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.3
优势	一体化的综合类石化公司规模成本优势明显，经营效率高。国内只有 5 家企业可开采石油资源，垄断经营。	分值：5.0
劣势	资源税收政策越来越紧。大型央企，分支机构遍布海内外，管理难度大。	分值：3.5
机会	卫星及四维地震勘探技术不断进步及公司进入海洋和海外石油开发，发现新油气田机会较大。因环保要求国标改欧标生产标准的转换势在必行，生产标准提高有利于公司炼油销售业绩提升	分值：5.0
威胁	国内老油田储量下降。随着注水开采比重不断加大，公司未来生产成本增加较快，好在公司储量接替率较高，不会影响开采量和开采年限。	分值：3.5

注：分值 1-5，越高越好

资料来源：中国银河证券研究所

表 9：中国石油（601857.SH）竞争力分析

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.7
供应商力量	供应商就是自己控制资源量，由于公司储量接替率大于 1 且不断增长，足以满足公司原料供应。	分值：5.0
新进入壁垒	由于政府限制石油开采，我国石油开采处于中石油、中石化、中海油三大公司垄断经营，新进入壁垒较高。	分值：5.0
客户力量	中国石化及众多石油化工企业，客户较分散。	分值：4.5
替代产品	短期内无替代产品，油价高企后替代产品研发加快。	分值：4.5
竞争对手	垄断经营，竞争现象不明显。	分值：4.5

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

资料来源：中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

石油化工行业分析师，覆盖股票范围：

港股：中国石油（0857.HK）、中国石化（0386.HK）

A 股：中国石油（601857.SH）、中国石化（600028.SH）、浙江龙盛（600352.SH）、三友化工（600409.SH）、四川美丰（000731.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908