

烃及衍生物打开石化盈利空间， 三大合成材料带动盈利高增长

投资要点：

- 世界石油需求增量低于产量增量，国际油价在供大于求背景下不可能大幅上升，2010 年国际油价在中低位小幅走高有利公司整体业绩提升，70-80 美元油价均值正好在公司最佳盈利区间附近
- 勘探技术进步促使公司进入发现高峰期
- 炼油利润转向三大合成材料，2010 年盈利超预期
 - 1、三大合成材料毛利迅速扩张，乙烯 EBIT 达到 4000 元
 - 2、烃及衍生物带动化工业务盈利超预期
- 天然气业务增长较快，如果气价改革公司受益最大
- 低 C 与炼油升级推动公司业绩
 - 1、国 III 汽油标准在 14 省市率先执行，很快将在全国推广
 - 2、环保标准限制小炼厂，大炼油厂毛利短期上行
- 资源税改是利好（特别收益金与资源税合并，起征点提高）
- 公司海外业务持续增长，安哥拉项目增厚 EPS0.05 元
- 根据各项业务综合计算，我们预计公司 2010 年每股收益 1.02 元，2011 年盈利预测为 1 元，2012 年为 1.2 元。
- DCF-WACC 模型估值区间 13.08-17.38 元，相对估值:14.73 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。
- 风险因素：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。

主要财务指标

	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	34.61	16.76	11.62	11.84	9.86
EV/EBITDA(X)	14.00	8.14	4.74	4.12	3.35
PB	3.11	2.72	2.21	1.86	1.56
ROIC	20.26%	15.94%	21.42%	14.83%	18.88%

资料来源：中国银河证券研究所

推荐 维持评级

合理估值区间：13.08-17.38 元

分析师

李国洪

✉: liguohong@chinastock.com.cn

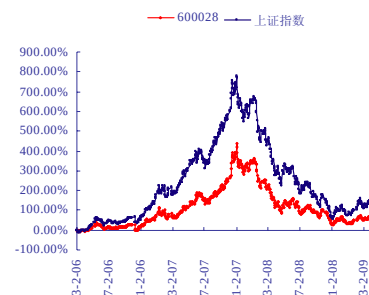
☎: (8610) 6656 8876

执业证书编号: S0130207091551

市场数据 时间 2010.04.2

A 股收盘价(元)	12
A 股一年内最高价(元)	15.56
A 股一年内最低价(元)	10
上证指数	3158
市净率	2.72
总股本(万股)	8670253
实际流通 A 股(万股)	6992204
限售的流通 A 股(万股)	0
流通 A 股市值(亿元)	8390.64

相对上证综指表现图



资料来源：中国银河证券研究所

相关研究

1. 《石油化工 2009 年策略报告：双石双降促双赢》 08.10.20
2. 《石油化工 2010 年策略报告：低 C 变革炼油，成长引领化工》 10.01.01

投资概要:

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)

目 录

一、国际油价在中低位小幅走高有利公司整体业绩提升	2
二、世界石油需求增量低于产量增量，国际油价在供大于求背景下不可能大幅上升	2
三、70-80 美元油价均值正好在公司最佳盈利区间附近	5
四、公司海外业务持续增长，安哥拉项目增厚 EPS0.05 元	6
五、勘探技术进步促使公司进入发现高峰期	8
(一)、技术进步和理论创新促使油气勘探空间广阔	8
(二)、中国石油和天然气的勘探潜力还很大	8
(三)、储量接替率快速增长，中国石化油气综合储量接替率达 1	8
六、炼油利润转向三大合成材料，2010 年盈利超预期	10
(一)、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	10
(二)、三大合成材料毛利迅速扩张	11
(三)、烃及衍生物带动化工业务盈利超预期	12
七、天然气业务增长较快，如果气价改革公司受益最大	13
八、资源税改是利好	13
九、低 C 与炼油升级推动公司业绩	14
(一)、国 III 汽油标准在 14 省市率先执行，很快将在全国推广	14
(二)、清洁油品去杂降 C，炼油业朝环保方向发展	14
(三)、技术突破推进炼油环保发展，规模扩大降低单位炼油成本	15
(四)、环保标准限制小炼厂，大炼油厂毛利短期上行	16
十、投资建议	17
十一、公司股票表现的催化剂:	17
十二、主要风险因素:	17
十三、公司战略与竞争力分析	17
十四、估值: 合理价值区间	18
1、绝对估值 DCF 模型合理估值区间: 13.08-17.38 元	18
2、相对估值: 14.73 元	19
3. 合理估值区间 13.08-17.38 元	19

一、国际油价在中低位小幅走高有利公司整体业绩提升

近期 EIA、IEA、OPEC 全球三大能源机构对 2010 年全球石油需求预测增量纷纷调高，对明年两年全球原油需求的回升均持乐观态度。EIA 在其 3 月份的短期能源展望报告中指出，今年全球石油日需求量或将增加 147 万桶，至 8557 万桶，增幅 1.7%，这一数字较 2 月份的预测数字上调了 21 万桶，增幅为 0.2%，这也是 EIA 连续第二个月上调原油需求。OPEC 预计，2010 年全球原油日均需求将增加 90 万桶，较其 2 月份的预期上调了 10 万桶。IEA 也上调了 2010 年全球石油需求增幅，日需求量为较去年增加 160 万桶。这三家研究机构的报告均指出，需求的回升绝大部分来自于非 OECD 国家，其中美国、中国对于未来原油的需求回升起到了至关重要的作用。

表 1: 全球三大能源机构石油需求预测 (百万桶/日)

	EIA	IEA	OPEC	平均
2009 年世界石油需求	84.1	84.8	84.31	84.40
2010 年世界石油需求	85.57	86.4	85.21	85.73
增量	1.47	1.6	0.90	1.33
增幅	1.75%	1.89%	1.07%	1.58%

资料来源: EIA、IEA、OPEC

作为全球最大的原油消费国以及此次金融危机的发源地，美国的经济复苏进程也已经步入正轨。虽然近期美国公布的经济数据良莠不齐，但是就业市场的企稳以及消费信贷的回升表明，拉动美国经济增长的消费环节存在持续回暖的动力。在经济复苏带动原油需求回升的刺激下，美国的原油及成品油库存逐日下降，随着美国原油传统春夏季消费旺季的临近，后期库存将得到进一步消化，这将在很大程度上支撑未来油价的上涨。在经历了严重的金融危机之后，中国去年圆满完成了 GDP“保 8”任务，在刚刚结束的两会上，国务院总理温家宝在政府报告中指出，今年仍将维持 GDP 增长 8% 的计划，这也表明了中国政府有决心维持国内经济健康稳定发展，而这将保证中国对于包括原油在内的大宗商品需求的增加。因此，从宏观经济层面来看，随着未来中美两国经济复苏的推进，对于原油和石化产品的需求将逐步增加，特别是由于中国正处于重化工业阶段，石油及制品需求增长更快。

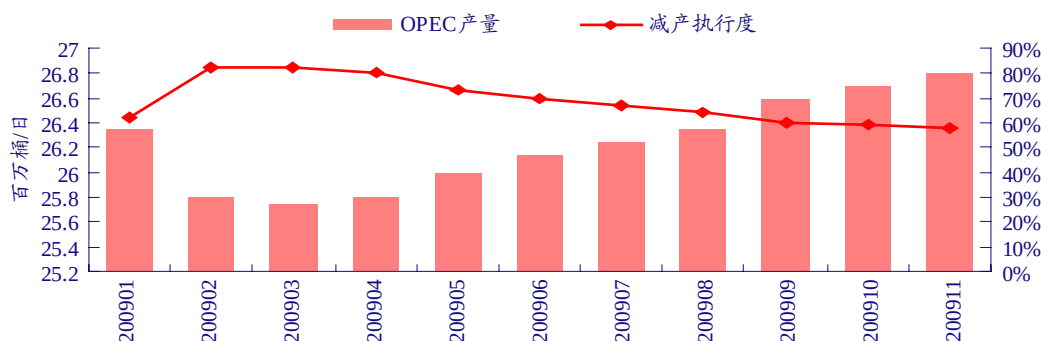
由于公司主要原料来自中东地区，购买后 3 个月后才能加工成其它产品销售，当前国际油价在中位小幅时，要过 2-3 个月才能传导到下游，公司相当于使用 2-3 个月以前的低成本原料，故小幅走高的原料十分有利于公司毛利和业绩提升，公司因进口原油因晚到受益明显。

二、世界石油需求增量低于产量增量，国际油价在供大于求背景下不可能大幅上升

近期石油输出国组织 (OPEC) 部长级会议同意维持石油成员国产量不变，这是该组织多次维持产量配额不变，但实际上 09 年 3 月以来 OPEC 产量持续增长，该组织减产执行度已经从年初的 80% 以上下降到 60% 附近。在当前迪拜问题警戒下，中东各国纷纷会提高石油产量以换取更安全的偿债能力，OPEC2010 年产量将明显上升，据 EIA 预测日均产量将比 09 年增加 280 万桶，另外非 OPEC 石油生产国 2010 年产量也会增加 25 万桶/日 (表 2)，主要来自巴西、阿塞拜疆、哈萨克斯坦等国产量增长。因此，2010 年全球石油产量增长至少在 305

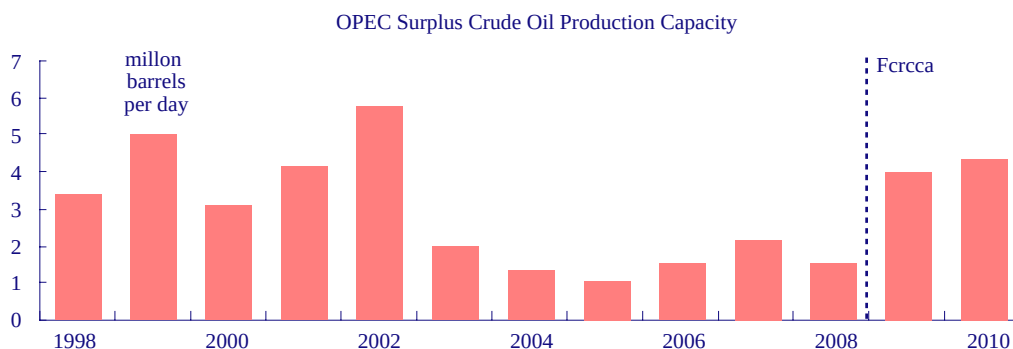
万桶/日，远大于需求增长 115 万桶/日，特别是 OPEC 在 2010 年还有 500 万桶/日的剩余生产能力。因此，2010 年世界石油需求增量远低于产量增量，供大于求的情况将充实 2010 年全年，国际油价不可能在供大于求近 200 万桶/日的情况下出现大幅上涨，我们预计国际油价波动区间在 60-90 美元/桶，均值在 75 美元/桶左右，处于中国石化最佳盈利区间附近，对中国石化生产经营较为有利。

图 1: OPEC 产量与减产执行度



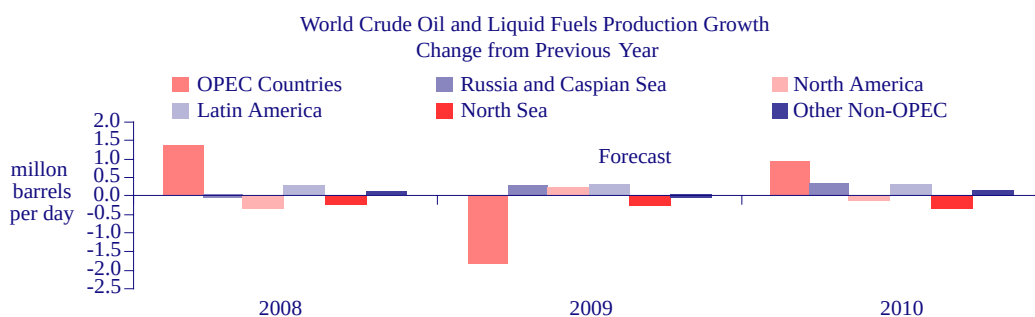
资料来源: OPEC

图 2: OPEC 剩余产能 (百万桶/日)



资料来源: OPEC

图 3: 世界原油产量变化



Short-Term Energy Outlook, October 2009

资料来源: EIA (美国能源情报署)

表 2: NON-OPEC 原油供给变动预测 (百万桶/日)

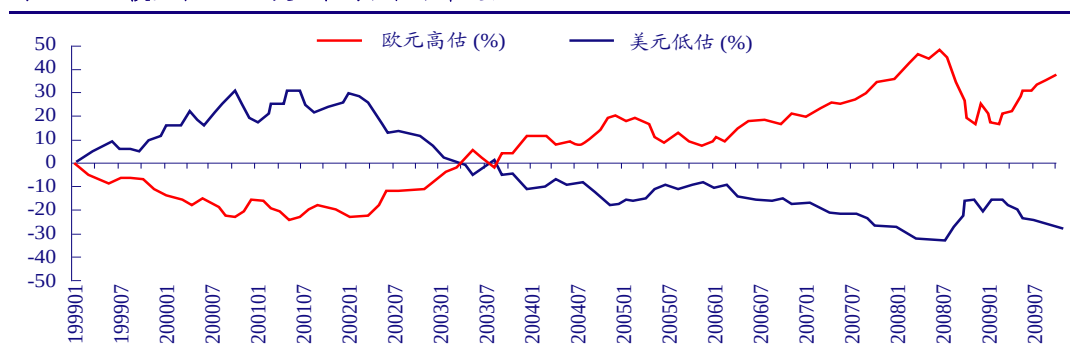
NON-OPEC 国家	2009 年	2010 年	变动
NON-OPEC 供给主要减少方			
Mexico	2.95	2.69	-0.26
Norway	2.35	2.24	-0.1
United Kingdom(offshore)	1.4	1.19	-0.21
NON-OPEC 供给主要增加方			
Canada	3.35	3.41	0.06
United States	8.98	9.13	0.15
Brazil	2.6	2.81	0.21
Azerbaijan	1.03	1.15	0.13
Kazakhstan	1.53	1.66	0.13
NON-OPEC 其他			
Russia	9.89	9.89	0
China	3.98	4.01	0.03
Total non-OPEC liquids	50.18	50.44	0.25

资料来源: EIA (美国能源情报署)

美元升值不利于油价走高

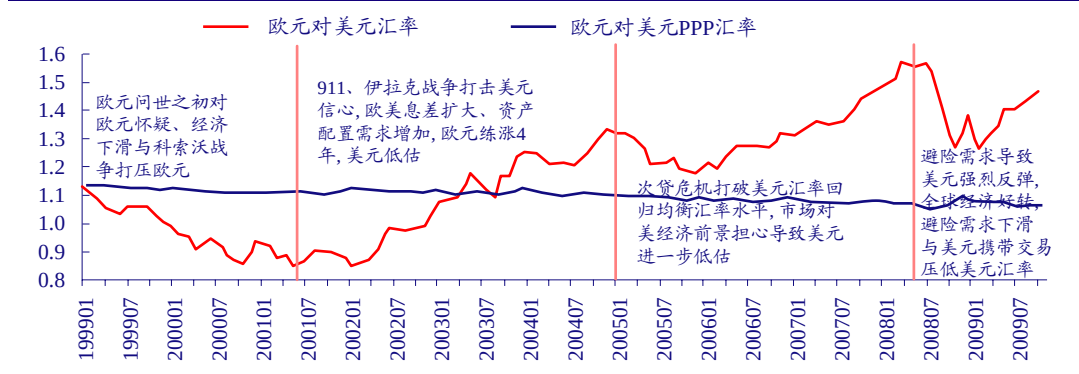
根据我们研究所宏观研究结果,2010 年美元指数将上涨到 85。美国经济好转快于欧元区、贸易与财政赤字改善、货币政策明年开始收紧等都支持美元走强。固定基期与多基期的相对 PPP 模型结果表明,美元汇率低估程度高达 30%以上。预计美元指数 74 见底,2010 年有可能反弹到 85 以上。自 2002 年以来,美元与国际油价一直是负相关关系,2010 年美元升值不利于油价走高。

图 4: PPP 模型下欧元、美元相对估值水平变化



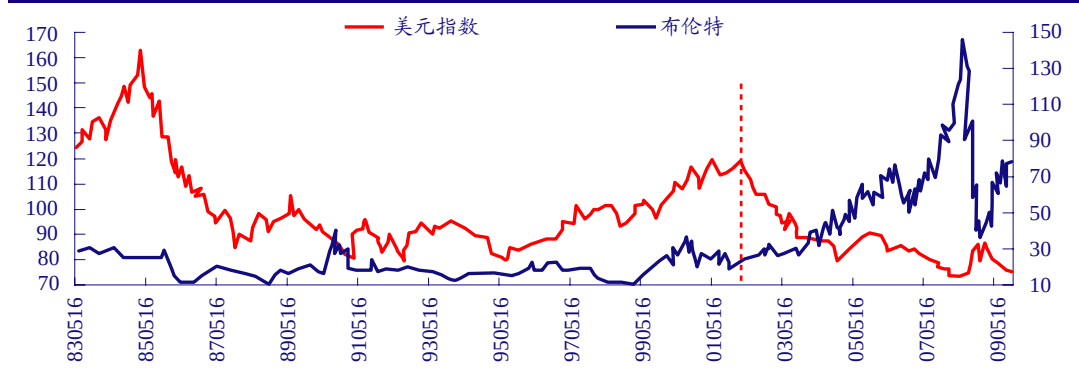
资料来源: Bloomberg

图 5: 欧元对美元市场汇率和 PPP 汇率的比较



资料来源: Bloomberg

图 6: 国际油价与美元关系



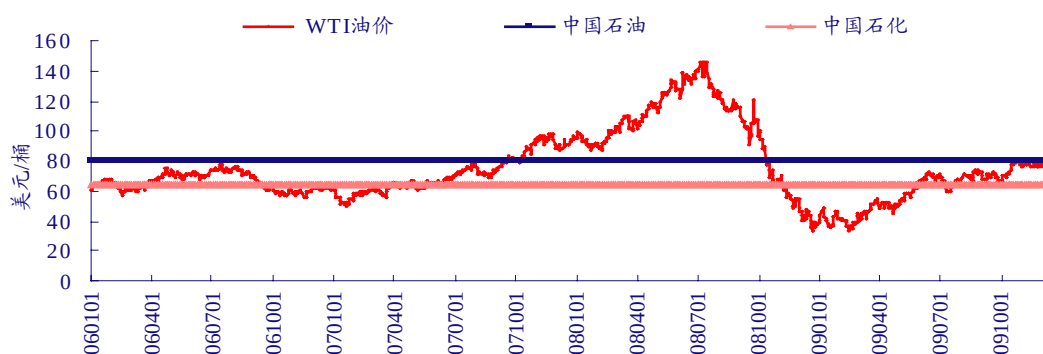
资料来源: Bloomberg

三、70-80 美元油价均值正好在公司最佳盈利区间附近

我们预计 2010 年国际油价波动区间在 60-90 美元/桶,均值在 75 美元/桶左右正好在中石化最佳盈利区间附近。

最佳盈利区间计算比较复杂,需要根据模型分产品不断试验促使综合毛利水平最高,由于油价变化相应石化产品价格也会变化,因此,比较准确的最佳盈利区间还要调研不同油价时中石化、中石油各事业部的具体盈利状况,事实上两大集团有许多部门都在测算不同时期的最佳盈利区间,我们此处给出的最佳盈利区间是调研的综合结果,即中国石化的最佳盈利点在 75 美元左右。

图 7：两大集团最佳盈利区间

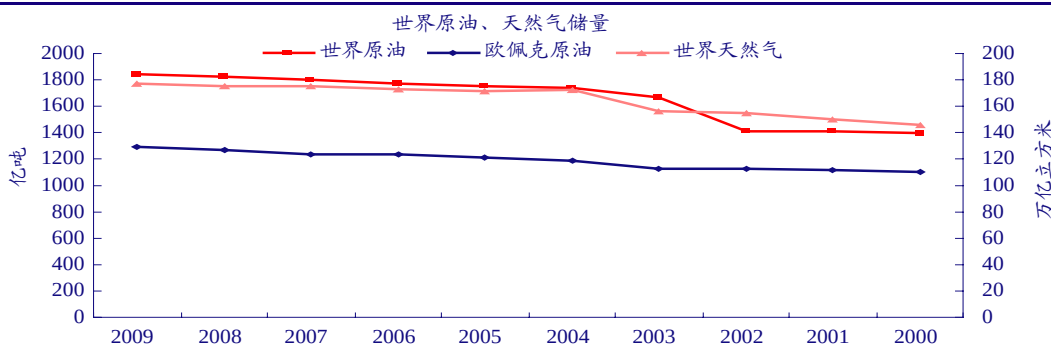


资料来源：中国银河证券研究所

四、公司海外业务持续增长，安哥拉项目增厚 EPS0.05 元

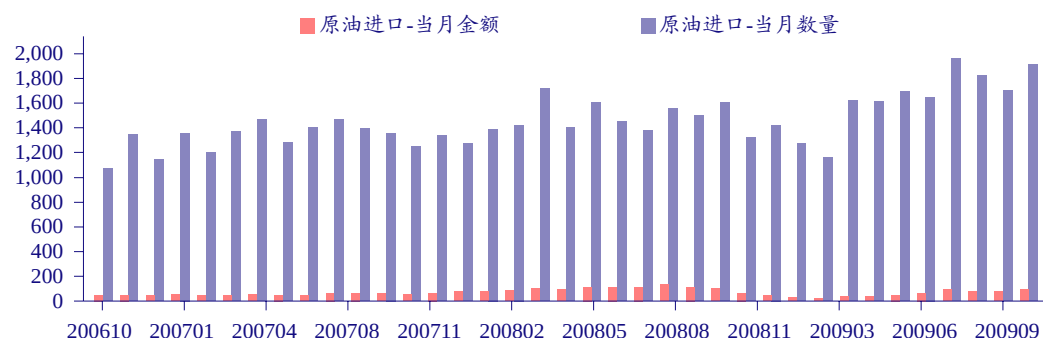
美国《油气杂志》发布全球石油产量和油气储量年终统计，2008 年全球石油（包括原油及凝析油）产量增长 1.1%，达到 36.48 亿吨。全球石油估算探明储量为 1838.64 亿吨，小幅增长 0.8%。天然气估算探明储量为 177.11 万亿立方米，增长 1.11%。沙特阿拉伯和俄罗斯连续 6 年以上分列世界石油储量和天然气储量之首。

图 8：近 10 年全球油气储量变化 单位：亿吨、万亿立方米、%



资料来源：美国《油气杂志》

图 9：中国原油进口情况（亿美元、万吨）



资料来源：WIND

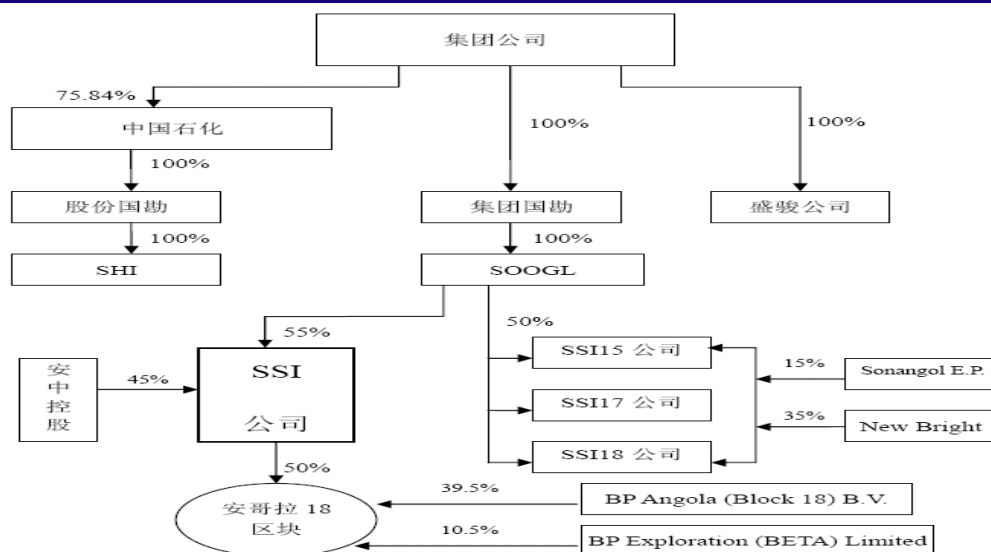
中国石化的海外业务在非洲、中东和美洲三大主力市场已经逐步形成并不断稳固，规模效益逐步显现，目前集团公司已经形成了 1200 万吨的海外原油年产量，。海外项目结构日趋优化，在稳步发展井筒工程、物探工程基础上，地面工程项目开发有了重大突破，油田综合服务工程项目也有了良好开端。目前中国石化上游企业在非洲、中东、中南美洲、中亚、南亚等地区 30 个国家及俄罗斯正在执行 301 个石油工程技术服务合同，合同额 37.77 亿美元。近年来中国石化国际石油工程业务取得了迅速的发展。2003 年至 2007 年当年新签合同额从 1.8 亿美元到 19.3 亿美元，年均增长 81%；完成合同额分别从 1.5 亿美元到 12.1 亿美元，年均增长 68.5%。海外石油工程队伍已达 191 支。

安哥拉项目增厚 EPS0.05 元

2010 年 3 月 26 日，SHI 与 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。就标的债权，截至 2009 年 11 月 30 日，SSI 公司已使用贷款额度美元 23.26 亿元（相当于约人民币 158.85 亿元），该等贷款余额本息合计美元 77,911.90 万元（相当于约人民币 531,982.44 万元）。本次收购的总对价为美元 24.57 亿元（相当于约人民币 167.76 亿元）。SHI 将以自有资金和银行贷款向 SOOGL 支付对价。SSI 公司拥有安哥拉 18 区块 50% 的权益。截至 2009 年 11 月底，安哥拉 18 区块已发现 8 个油田，SSI 公司在安哥拉 18 区块东区（Greater Plutonio）的经济净权益剩余可采储量：证实储量为 102.49 百万桶（其中已开发储量 7,904 万桶，未开发储量为 2,345 万桶），概算储量为 67.24 百万桶；SSI 公司在安哥拉 18 区块西区的工作权益或有资源量：1C 或有资源量为 38.31 百万桶，2Ci 或有资源量为 49.54 百万桶。SHI 由中国石化通过股份国勘全资拥有，SOOGL 由集团公司通过集团国勘全资拥有。

安哥拉项目可增加股份公司石油储量 1279 万吨（93.335 百万桶），年产量增加 219 万吨，总原油产量增加 5% 左右，由于安哥拉项目属于轻质原油生产成本较低，估计吨油利润在 2000 元左右，每年可带来 43.8 亿元的净利润，约增厚 EPS0.05 元左右。

图 10：安哥拉项目图



资料来源：公司公告

五、勘探技术进步促使公司进入发现高峰期

(一)、技术进步和理论创新促使油气勘探空间广阔

最近几年中国石油工业在勘探开发技术上均获得了显著的进步。在物探技术上，高分辨率地震技术、三维叠前深度偏移技术、四维地震监测技术等获得了应用，如西气东送的主力气田—克拉2气田，其勘探的发现主要得益于高分辨率的山地地震技术的突破；在测井技术上，成像测井技术，核磁共振测井技术、套管井测井技术等获得了应用；在钻井技术上，欠平衡钻井技术，多分支井，大位移井等获得了应用。南堡就是中国油气勘探技术进步的典范，我国对冀东滩海地区的油气勘探始于1988年，但在其后14年间的自营勘探和合作勘探中，一直未取得实质性突破。从2002年开始，中石油调整部署，转变勘探思路，强化精细三维地震勘探，配套应用大位移斜井和水平井钻井技术等一系列先进技术，才最终得以克服了众多地质勘探和工程施工方面的难题，将这一世界级油气田挖掘出世。理论创新在中国的油气勘探上具有重要的意义。我国沉积盆地很复杂，具有如下特征：一是盆地一般都具有多构造层系；二是多次构造活动，不同类型盆地叠加；三是成藏条件一般有三多一大：生烃层系和储集层系多、运移聚集期多、断层多，陆相岩性变化大。这就决定了油气勘探的历程会相对漫长。一套层系、一种类型或一个领域所取得的认识，不能完全用来指导新层系、新类型和新领域的勘探，需要勘探家不断认识、不断探索。

(二)、中国石油和天然气的勘探潜力还很大

目前中国的石油资源探明程度为42%，尚有58%的石油可采资源有待探明，按照国际通用的划分标准，探明程度在30%~60%为勘探中等成熟阶段，是储量高基值的发展期。因此，我国石油勘探潜力还很大，储量的增长正处于高基值发展期。天然气勘探正处在早期勘探阶段，探明程度低，只有23.3%，潜力大，发现大气田的几率大。如十五期间，发现和探明了8个1000亿立方米以上储量规模的大气田，其中2000亿立方米以上的有5个。其中中国的海相地层探明率尤其低。所谓海相和陆相的区别，陆相是由河流和湖泊沉积而成，而海相则是由海洋沉积而成。世界上大部分油气田发现在海相地层，而中国的海相，由于其5个特殊的原因—时代老，有机质丰富低，有机质热演化程度高，勘探目的层埋藏深，油气藏保存条件差—使得国内海相地层的勘探一直处于停滞状态，但根据全国第三轮油气勘探的数据，海相地层具有丰富的油气资源，其中有石油资源量92亿吨，天然气资源量超过17万亿立方米；石油资源探明程度约4.3%，天然气资源探明程度约5.5%。

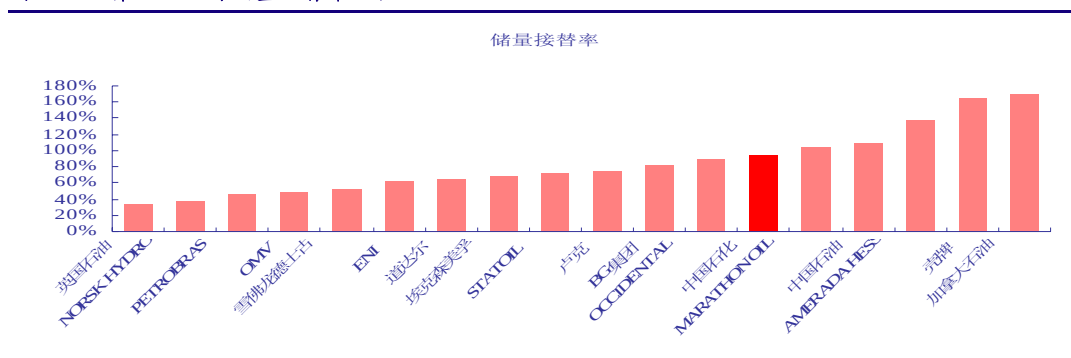
(三)、储量接替率快速增长，中国石化油气综合储量接替率达1

储量接替率是指年度全部新增净储量除以当年油气总产量之值，储量接替率大于1意味着公司不需动用原有储量，只要靠新增储量就能满足开采，这样公司的总储量越滚越大，总开采年限变得非常长，因此国际市场一般会给储量接替率大于1的公司较高的估值，这一点两大集团的股价并没有得到反应。2009年中国石化全年新增油气探明储量4,126.7万吨油当量，接近年产量。另外，目前石油勘探开发技术不断进步，中国石化又是全球勘探开发技术的引领者，在勘探设计院强大的科研开发团队带动下，加之目前包括大陆架在内还有广阔的国内外未勘探开发领域，中国石化的储量接替率还将不断上升，其股价理应体现其储量接替

率不断增长的状况。

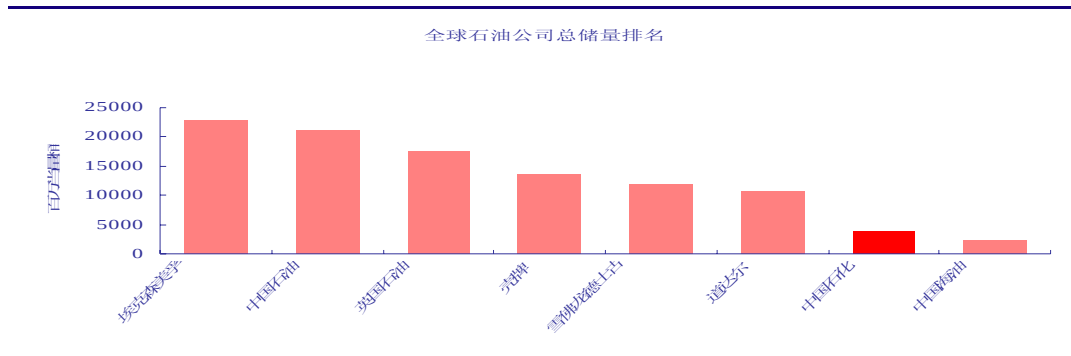
中国石化勘探方面 2009 年增加勘探投入，强化圈闭储备；川东北雷口坡组勘探取得新突破，塔河托普台地区勘探取得重大进展，东部老区新层系和西部新区勘探取得新发现；全年共完成二维地震 14,515 千米，三维地震 11,069 平方千米；完成探井 570 口，进尺 1,643 千米。全年新增油气探明储量 4,126.7 万吨油当量。开发方面，川气东送工程开始试运行，松南年产 10 亿立方米的气田建成投产。同时，加大三次采油和难采储量的科研攻关力度和投入，努力提高单井产量和采收率，油气产量稳中有升。在东部老区原油产量继续保持稳产的基础上，以塔河油田为代表的西部新区原油产量大幅增加。

图 11：世界石油公司储量接替率比较



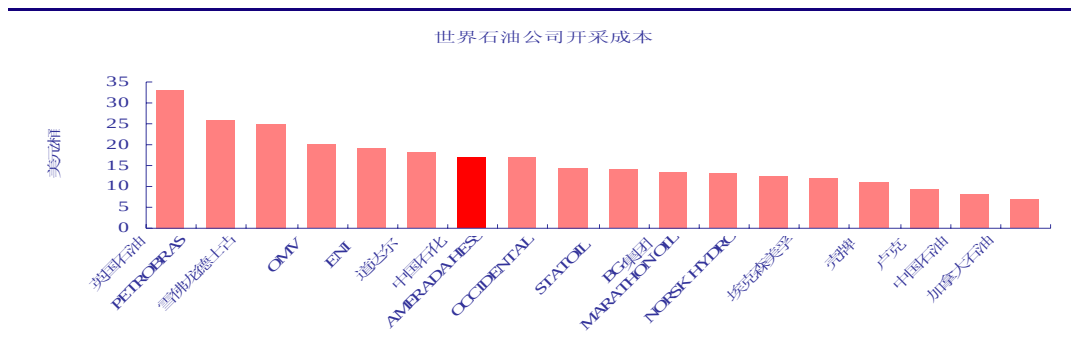
资料来源：国际能源署，中国银河证券整理

图 12：全球石油公司总储量排名



资料来源：国际能源署，中国银河证券整理

图 13：世界石油公司开采成本比较



资料来源：国际能源署，中国银河证券整理

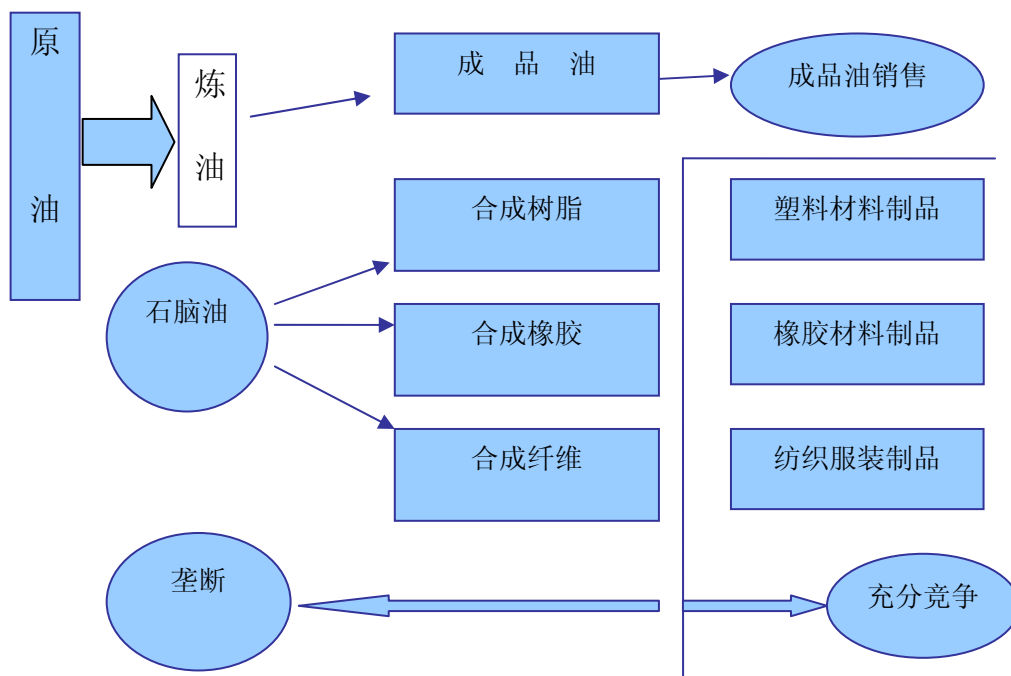
六、炼油利润转向三大合成材料，2010 年盈利超预期

中国石化是中国最大的石油炼制商，也是中国最大的石油产品生产商，石油炼制能力位居世界第三。主要分布于东南沿海、长江中下游和华北等中国经济最活跃、最发达的地区，地理位置优越，交通运输便利，市场需求旺盛。公司炼油生产装置主要包括常减压蒸馏、催化裂化、加氢裂化、延迟焦化、催化重整、芳烃分离、加氢精制、烷基化、气体分馏、沥青、制氢、脱硫、制硫等，部分炼厂还有溶剂脱沥青、溶剂脱蜡、石蜡成型、溶剂精制、润滑油加氢精制和白土精制等装置。

（一）、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

2010 年 2 月份石脑油均价 75 美元/桶，乙烯、LDPE 升至 1335 和 1520 美元/吨，价格、价差都要高出油价同期水平约 160-200 美元/吨，终端 LDPE 的产品价格涨势更猛。当前原油、石脑油价仅为历史最高水平的 55%，但三大合成材料价格已经上涨至历史最高水平的 80% 左右，1、2 月份吨乙烯 EBIT 达到 4000 元左右。由于石脑油价格偏低，合成树脂、合成橡胶、合成纤维价格较好，下游三大合成材料毛利较高，炼油业绩通过石脑油由下游三大合成材料实现，炼油仍可保持较好的盈利状态。2010 年 1 月中国石化 EPS 预计可达到 0.08-0.09 元，2-3 月情况亦较好，2010 年盈利将超预期。

图 14：炼油利润转向三大合成材料



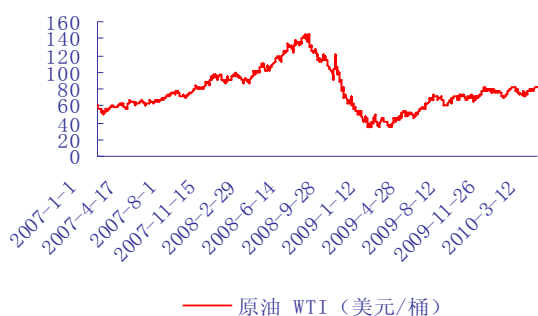
资料来源：中国银河证券研究所

(二)、三大合成材料毛利迅速扩张

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。

图 15: 国际原油价格趋势

2006—2010年原油WTI价格走势图



资料来源: 百川资讯

图 16: 国际石脑油价格趋势

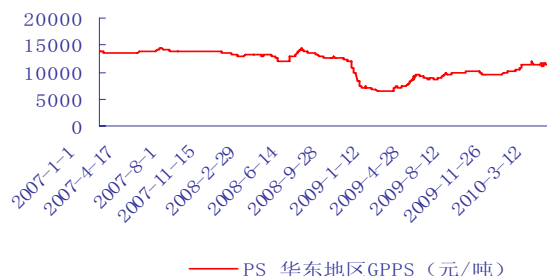
2006—2010年国际石脑油价格走势图



资料来源: 百川资讯

图 17: PS 价格趋势

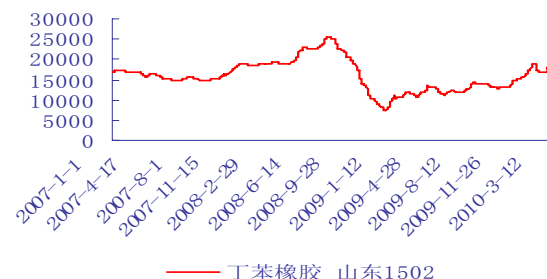
2006—2010年PS华东地区GPPS价格走势图



资料来源: 百川资讯

图 18: 丁苯橡胶价格趋势

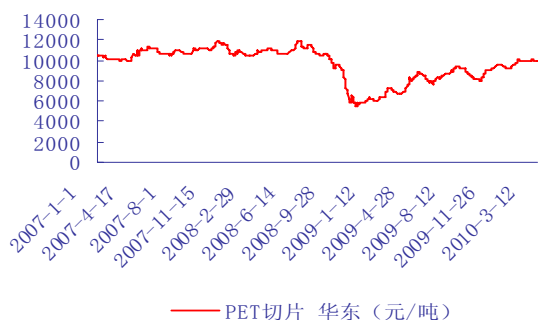
2006—2010年丁苯橡胶价格走势图



资料来源: 百川资讯

图 19: PET 价格趋势

2006—2010年PET切片价格走势图



资料来源: 百川资讯

图 20: PTA 价格趋势

2006—2010年PTA价格走势图



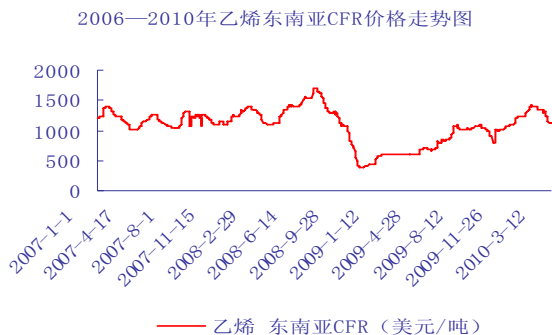
资料来源: 百川资讯

基于通货膨胀处于温和水平、经济逐渐复苏和市场信心提升等因素，处于产业链中上游的石油和化工产品今年将进入新一轮价格上涨周期。从行业数据看，石化产品的价格已经呈现出上涨趋势。在中国化工网重点监测的约 70 种石化产品中，价格 1 月份环比上涨的占比达 68.7%，2 月份环比上涨的占比达 62.5%。在中国石化协会跟踪的 178 种产品中，价格 1 月份环比上涨的占比达 69.7%，2 月份环比上涨的占比达 60.1%。

(三)、烃及衍生物带动化工业务盈利超预期

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，烯烃会带动芳烃等烃及衍生物价格上涨，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 80% 左右，而原料原油、石脑油价仅为历史最高水平的 55%，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，公司大幅上调 2010 年乙烯计划产量达 869 万吨，较 09 年 671.3 万吨增长 29.45%。公司全力以赴拓展化工产品市场，推进与客户的技术合作联盟，在满足客户需求的同时，疏通公司产品销路，取得了良好效果；加强产销研结合，针对客户需求积极调整产品结构；加大新产品开发力度；加强精细管理，提高装置运行效率，化工产品总经销量和产品价格持续增长，超出了市场预期。

图 21: 国际乙烯价格趋势



资料来源: 百川资讯

图 22: 国际丙烯价格趋势



资料来源: 百川资讯

图 23: 国际原油价格趋势



资料来源: 百川资讯

图 24: 国际石脑油价格趋势



资料来源: 百川资讯

七、天然气业务增长较快，如果气价改革公司受益最大

公司天然气与管道业务积极推进油气战略通道建设，天然气销售继续保持较快增长。中俄原油管道漠河—大庆段全面开工，西气东输二线西段主体焊接完工，东段开工建设；国内油气骨干管网建设有序推进，永唐秦输气管道、兰郑长成品油管道兰郑段建成投产。天然气销售加强产运销储平衡，采取灵活的销售策略，积极推价促销，努力扩大销售效益，天然气运行科学组织、统一调度，优化资源流向，优化用户结构，管理和运营水平进一步提高。

我国天然气从 2000 年已进入快速发展期，随着城市化率水平提高，预计这一进程将会持续到 2050 年左右，年均增速 10% 左右。随着需求增长，天然气将由目前的供需基本平衡转为短缺，预计 2010 年天然气供需缺口为 300 亿立方米左右，进口占比约 20%，2015 年缺口为 500 亿立方米，2020 年缺口将达到 900 亿立方米。目前工业用天然气出厂价仅为原油价格的 33%，而成熟市场经济国家天然气与原油比价通常在 0.65 - 0.80 之间。天然气价格改革符合我国资源价格改革大方向，同时目前国内经济复苏和通胀压力较小都为价格改革提供了良好的宏观环境。但由于目前化肥企业已经全行业亏损，如果气改，肥企和农民意见很大，与国家支农政策不符合，故气改恐年底难以推出。但从长期角度看，气改是必然会进行的，一旦气改公司受益是所有上市公司中最大的。

环保要求与城镇化推动天然气消费高增长

天然气是最清洁的能源之一，其单位热值 C 排放量要远远小于煤炭和石油，要减排 C 就必需改变一次能源结构，目前我国天然气消费占一次能源消费总量还不到 4%，远低于美国的 26%、西方七大工业国（G7）的 25%、经合组织的 25%，也低于世界平均 24% 的水平。因此中国在低 C 经济要求和天然气比重严重偏低情况下，将会尽一切力量推动天然气开发与应用，中国天然气将迎来快速增长时期。

我国天然气从 2000 年已进入快速发展期，随着城市化率水平提高，预计这一进程将会持续到 2050 年左右，年均增速 10% 左右。随着需求增长，天然气将由目前的供需基本平衡转为短缺，预计 2010 年天然气供需缺口为 300 亿立方米左右，进口占比约 20%，2015 年缺口为 500 亿立方米，2020 年缺口将达到 900 亿立方米。目前工业用天然气出厂价仅为原油价格的 33%，而成熟市场经济国家天然气与原油比价通常在 0.65 - 0.80 之间。天然气价格改革符合我国资源价格改革大方向，同时目前国内经济复苏和通胀压力较小都为价格改革提供了良好的宏观环境。从长期角度看，气改是必然会进行的，一旦气改公司受益明显。

八、资源税改是利好

石油资源税改是指改从量计征为从价计征，由于石油已经提前执行了特别收益金征收，在 40 美元/桶以上开始征缴，因此，石油资源税改将提高原来起征点，按目前国际油价来看，起征点提高到 60 美元/桶较为合理，随着起征点的提升，资源税要比特别收益金要少，故资源税改对油企是利好。

九、低 C 与炼油升级推动公司业绩

(一)、国 III 汽油标准在 14 省市率先执行，很快将在全国推广

2010 年 1 月 1 日起，中国石化在浙江、广东、福建、广西、贵州、云南、海南七省市、中国石油在黑龙江、陕西、新疆、青海、宁夏、四川、重庆七省市，共 14 省市率先推广使用国 III 标准汽油。国 III 标准汽油也称之为高清洁汽油，该汽油增强了清除各种沉积物的能力，既有利于提高经济性，又降低了尾气排放污染。国 III 汽油标准与欧 III 汽油标准基本相当，是中国环保部门参照欧洲汽车尾气排放法规制定的标准。国 III 标准能够有效降低 S 和 C 排放，国 III 汽油硫含量小于 150 p p m，国 II 汽油硫含量小于 500 p p m。按照我国目前的石油表观消费量，使用国 III 标准汽油将每年减少 2.3 万吨左右的硫排放，国 III 标准中 HC + NOx 排放量还将降低一半，即 3.5 克/千瓦小时，PM 颗粒物从 0.15 克/千瓦小时降到 0.1 克/千瓦小时，CO 排放也会明显下降，进一步降低了汽车尾气排放，环保标准更加严格，从而达到节能减排目的。随着国内 14 省市推行国 III 汽油标准，其他省市除北京、上海已经执行国 IV 标准外，也将很快执行国 III 汽油标准，因此，全国很快将全面推行国 III 标准。

(二)、清洁油品去杂降 C，炼油业朝环保方向发展

目前我国机动车保有量暴发式增长，达到 1.8 亿辆以上，暴发式增长既预示着汽车产业发展的良好前景，也暗含隐忧——汽车越多排放的尾气也越多，带来更多污染。根据北京近年的环境监测数据，大约 63% 的一氧化碳、50% 的氮氧化物和 73% 的烃类来自汽车排放，这些物质不利于人体健康。作为机动车尾气污染综合治理的一个重要组成部分，实施汽油无铅化、降低燃料中硫含量、改进汽油中苯、芳烃、烯烃、柴油中的多环芳烃等组成性质，不断提高车用燃料质量，是石油化工行业刻不容缓的任务。随着国内市场逐步与国际市场融合，国内和全球环保意识的提高，油品质量不断提高是不可逆转的大趋势，炼油业龙头公司将明显受益。

严格的排放标准，需要高品质的油品，这是减少车辆排放温室气体的需要，也是保护汽车机件的需要。欧盟范围销售和行驶的民用车辆执行欧 5 标准，车用油的硫含量由 50ppm (ppm 为浓度计量单位，1ppm 为百万分之一) 降到 10ppm，日本、韩国、新加坡和我国香港早在 2005 年就规定汽油和车用柴油硫含量都要低于 50ppm。

表 3: 欧洲商用汽车废气排放标准

标准类别	欧洲 I 号标准	欧洲 II 号标准	欧洲 III 号标准	欧洲 IV 号标准
实施时间	1995 年底前	1995 年-2000 年	2000 年-2005 年	2005 年底起
HC(%)	1.1	1.1	0.66	0.46
CO(%)	4.5	4	2.1	1.5
NOx(%)	8	7	5	3.5
PM(%)	0.36	0.15	0.1	0.02

资料来源: www.car.com

表 4: 欧洲柴油汽车废气排放标准

标准类别	欧洲 I 号标准	欧洲 II 号标准	欧洲 III 号标准	欧洲 IV 号标准
实施时间	1995 年底	1995 年-2000 年	2000 年-2005 年	2005 年底起
HC + NOx(%)	1.36	0.9	0.56	0.3
CO(%)	2.72	1.0	0.64	0.5
PM(%)	0.196	0.1	0.05	0.025

 资料来源: www.car.com

我国炼油企业在借鉴国外发展清洁燃料经验的同时,结合我国法规、标准和汽车、道路、炼油装置等特点,不断提高车用燃料质量。在我国进行 3 轮大面积质量升级技术改造中,每次油品质量升级都以降硫为重点,兼顾减少苯、芳烃含量。

表 5: 我国成品油质量升级进程

日期	成品油标准进程
2000 年 7 月 1 日	北京、上海和广州三大城市率先执行 GB17930-1999 车用无铅汽油强制性国家标准。
2003 年 7 月 1 日	GB17930-1999 标准开始在全国强制执行,停止生产 70 号汽油,将汽油硫含量降低到 800ppm,还首次对汽油中的苯、芳烃、烯烃等含量进行限制性规定。这是我国第一套与欧洲机动车污染物排放体系接轨的成品油质量标准体系。
2005 年 7 月 1 日	在全国范围内开始执行符合国 2 排放标准的车用汽油质量标准,要求汽油硫含量降为 500ppm。“国”字号质量标准体系得到明确。同日,北京市油品标准已快步升级为相当于国 3 燃油标准的京标 B,汽油硫含量降至 150ppm,柴油硫含量降至 350ppm。
2010 年起	全国将执行国 3 排放标准,汽油硫含量不得超过 150ppm。
2013~2014 年	所有车用汽柴油质量需要符合国 4 标准,北京、上海和广州可能需要达到国 5 标准。

 资料来源: www.oilchem.com

按照我国成品油质量升级进程,国内成品油供应商首先要不断提高炼油工业脱硫技术,以降低车用汽柴油硫含量为主线提升汽柴油质量,满足环保及汽车排放标准要求。然后要按我国原油品性和炼油装置的特点决定汽油组成以催化裂化汽油组分,在未来车用燃料生产过程中,要分析汽油中芳烃、烯烃含量对汽车尾气排放的影响,充分考虑各种组分和资源的有效利用,尽量减少 C 排放。

作为国内最大的成品油生产商和供应商,中国石化 2008 年生产汽油 3010 万吨,其中 93 号以上汽油 2667 万吨,占汽油总量的 88.8%;生产柴油 7016 万吨,其中 0 号柴油约占 90%。根据全国范围内供应国 3 车用汽油的时间安排,中国石化正在开展第 3 轮质量升级技术改造,除大力推广 RIDOS、OCTM 等自主开发的脱硫技术外,还引进催化汽油吸附脱硫技术(S-Zorb)作为补充,目前 S-Zorb 已成功应用于燕山石化为供应北京京标 4 油品而新建的汽油脱硫装置上。目前,我国的技术储备能生产符合欧 4 标准的清洁汽柴油。国家标准是企业市场准入的门槛。企业要想在市场竞争中占有优势,必须领先一步,推广应用能生产高等级油品的高端技术。

(三)、技术突破推进炼油环保发展,规模扩大降低单位炼油成本

21 世纪炼油科技进步主要是在提高加工适应性、降低加工成本、提高加工轻油率、降低投资费用、改进产品油品质量等方面。按油品低 C 多 H 大分子向小分子演化原理,炼油技术的突破点在催化剂,目前中国石化正在积极开展国 4 和国 5 汽油质量升级的准备,其中国 4 汽

油生产技术已基本开发完成。

1、加氢裂化催化剂：在较低的压力下，能够具有较高的裂化转化率，在当前的转化率下，氢分压降低 30%-40%，或在相同的压力和转化率下，空速提高一倍。将对炼油发展发挥重大作用。

2、催化裂化催化剂：首先必须解决汽油烯烃、芳烃和硫含量指标控制问题，然后在催化工艺设计和化学动力学理论突破的基础上研制出高性能催化剂，以适应高残炭原料特性，预计在 2010-2020 年，将出现具有满意轻油转化就绪和可承受烧焦率的全渣油催化裂化技术。

3、含硫渣油加氢处理催化剂：对含硫原油加工最佳方案仍然是对含硫渣油进行加氢处理，当前的问题是氢压高、空速低、投资昂贵，应争取把氢分压降到 10MPa 左右，有待于提高催化剂性能。21 世纪东部地区几乎所有大型炼油厂都将改造成全氢型炼厂，加氢处理催化剂的技术突破将影响这一转变进程。

4、异构化催化剂：通过石脑油异构化生产高质量汽油组分将是 21 世纪提高炼油质量的重要途径，MTBE、烷基化等工艺主要受气体资源的严重制约，只有沙特等少数具有丰富轻烃资源的地区具备发展前景，重整工艺的不利因素是难以降低芳烃含量，而催化裂化汽油降低烯烃等含量可能要以减少辛烷值或产率为代价，所以，异构化是资源丰富、产品质量较高的最佳选择。

5、润滑油催化剂：再过几年，润滑油生产的主体装置将全部由选择性加氢裂化技术取代，较低工艺成本，高性能、高选择性的催化剂将推动润滑油质量与性能的全面升级。

现在，全国大多数省市都设有一个或多个炼油厂。全国大小炼厂 220 个，其中，能力为 1000kt/a 以上的炼厂仅 50 多个，平均加工能力只有 3000kt/a，总平均能力就更低了。目前，韩国、新加坡、泰国、日本和台湾正在运行的炼厂平均规模为 10-20Mt/a，而我国此类规模的炼厂只有 3 个。前期国家出台了炼油加工布局的调整原则，就是发展（大炼油）、限制（中炼油）、关闭（小炼油）。21 世纪，中国需要选择市场潜力大和地缘条件好的区域，通过改造或新建，建设具有国际规模、国际水平的大型炼油基地群，如茂名、镇海、齐鲁、福建、南京等，在 2010 年形成 10-20Mt/a 能力的五大炼油基地，到 21 世纪中叶，中国将至少需要 10 个 20-50Mt/a 能力的特大型炼油基地。这些炼油基地不仅是含硫原油加工重点基地，也是向化工企业辐射的大型化工原料基地。随着炼油规模的扩大，成本相应也得到减少，此外，信息技术将使中国炼油业的原油采购配置、生产计划、装置控制、产品结构调整等全过程产生革命性变化，炼油厂的控制将直接由总部完成，炼厂和销售员工将只负责环节协调、安全监督及设备维护。炼油成本将大幅度下降，完全可以抵消减排带来的成本增长。

（四）、环保标准限制小炼厂，大炼油厂毛利短期上行

由于许多地方小炼油厂还没有国 III 标准生产技术，两大集团大炼油厂执行国 III 新标后，地方小炼油厂的市场将逐步被压缩，而这块数千万吨成品油的市场将被两大集团占领。因此，环保标准限制了地方小炼油厂，国有大炼油厂将首先得到规模效益的扩张。2010 年年初新清洁汽油国 III 标准将逐步增加炼油成本，但规模以上大炼油厂将通过规模优势有效降低单位成本，大炼油厂毛利短期将迅速上升。假设每升油因环保增加盈利 0.2-0.3 元。届时中石化可能会增加 0.34-0.52 元 EPS。

计算公式： $1.15 \times 1300 \times 0.20 / 867 = 0.34$ 元 $1.15 \times 1300 \times 0.30 / 867 = 0.52$ 元。

十、投资建议

下游复苏和垄断决定三大合成材料盈利高涨，1、2月份吨乙烯 EBIT 达到 4000 元左右，一季度公司盈利超预期。我们判断烯烃将带动石化行业于 2010 年上半年提前进入景气周期。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。

十一、公司股票表现的催化剂：

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。

十二、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）

十三、公司战略与竞争力分析

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重要位置，战略地位十分突出。

表 6: 中国石化战略分析

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
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 3 家企业可开采石油资源，垄断经营效率高。	分值: 4.5
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: 3.5
机会	四川普光特大气田发现（3650 亿立方米）及未来还有可能发现新的气田	分值: 4.5
威胁	中原地区老油田储产量下降，胜利油田含硫量增加，腐蚀设备。	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 7: 中国石化竞争力分析

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.2
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 来看海外进口	分值: 4.0
新进入壁垒	政府限制石油开采，垄断经营壁垒。但目前成品价格上政府管制较严，不利于产业链向下游传	分值: 4.0
客户力量	客户较分散，客户力量较弱。	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: 4.0
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

十四、估值：合理价值区间

1、绝对估值 DCF 模型合理估值区间：13.08-17.38 元

采用企业自由现金流模型（DCF）估值方法，DCF-WACC 模型估值结果每股估值区间为 13.08-17.38 元。

表 8: 中国石化 DCF 估值敏感性分析

	永续增长率 g					
加权资本成本 WACC	15.07	0.83%	0.91%	1.00%	1.10%	1.21%
	7.01%	22.15	22.34	22.55	22.79	23.07
	7.71%	19.43	19.57	19.72	19.90	20.11
	8.48%	17.02	17.13	17.24	17.38	17.53
	9.33%	14.90	14.98	15.07	15.16	15.27
	10.26%	13.03	13.08	13.15	13.22	13.30
	11.29%	11.37	11.41	11.46	11.51	11.57
	12.42%	9.90	9.93	9.96	10.00	10.04

资料来源：中国银河证券研究所

2、相对估值:14.73 元

表 9: 中国石化相对估值表

	2010-4-1	2010E	2011E	2012E							
目标公司 BPS	4.35	5.37	6.37	7.57							
行业均值 P/B	3.39	3.07	2.85	2.86							
每股价值(元)	14.73	16.48	18.17	21.63							
预测 BPS	预测 P/B(倍)										
	2.65	2.79	2.93	3.07	3.23	3.39	3.56	3.73	3.92	4.12	4.32
3.41	9.05	9.50	9.97	10.47	10.99	11.54	12.12	12.73	13.36	14.03	14.73
3.58	9.50	9.97	10.47	10.99	11.54	12.12	12.73	13.36	14.03	14.73	15.47
3.76	9.97	10.47	10.99	11.54	12.12	12.73	13.36	14.03	14.73	15.47	16.24
3.95	10.47	10.99	11.54	12.12	12.73	13.36	14.03	14.73	15.47	16.24	17.06
4.14	10.99	11.54	12.12	12.73	13.36	14.03	14.73	15.47	16.24	17.06	17.91
4.35	11.54	12.12	12.73	13.36	14.03	14.73	15.47	16.24	17.06	17.91	18.80
4.57	12.12	12.73	13.36	14.03	14.73	15.47	16.24	17.06	17.91	18.80	19.74
4.80	12.73	13.36	14.03	14.73	15.47	16.24	17.06	17.91	18.80	19.74	20.73
5.04	13.36	14.03	14.73	15.47	16.24	17.06	17.91	18.80	19.74	20.73	21.77
5.29	14.03	14.73	15.47	16.24	17.06	17.91	18.80	19.74	20.73	21.77	22.86
5.55	14.73	15.47	16.24	17.06	17.91	18.80	19.74	20.73	21.77	22.86	24.00

资料来源: 中国银河证券研究所

3. 合理估值区间 13.08-17.38 元

由于相对估值在绝对估值区间范围内, 我们认为公司绝对估值区间 13.08-17.38 元较为合理。

表 10: 中国石化（600028）财务报表预测

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表（百万元）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	6140	-2325	15468	156427	268429	营业收入	1452101	1345052	1546810	1747895	1957642
应收票据	44765	36770	66467	50480	80427	营业成本	1326783	1035815	1175266	1351123	1507385
应收账款	95255	141611	86542	175750	116877	营业税金及附加	56799	132884	152817	172683	193405
预付款项	287	856	856	856	856	销售费用	24967	27635	31780	35912	40221
其他应收款	28705	33503	33503	33503	33503	管理费用	40917	46726	53735	60720	68007
存货	0	0	0	0	0	财务费用	8723	7016	10153	6618	3620
其他流动资产	525151	584968	569694	544419	509145	资产减值损失	16617	7453	0	0	0
长期股权投资	30293	37025	34130	31234	28339	公允价值变动收益	980	3589	0	0	0
固定资产	7569	8073	4933	1792	1792	投资收益	3969	-365	0	0	0
在建工程	738165	840481	811592	994462	1039368	汇兑收益	-8310	-10545	0	0	0
工程物资	78972	65900	5714	0	0	营业利润	-26066	80202	123059	120840	145005
无形资产	150915	207806	146809	244763	180915	营业外收支净额	50292	-126	0	0	0
长期待摊费用	127144	145828	145828	145828	145828	税前利润	24226	80076	123059	120840	145005
资产总计	30188	20362	20362	20362	20362	减：所得税	-1889	16076	30765	30210	36251
短期借款	387219	439896	318713	410953	347105	净利润	26115	64000	92294	90630	108754
应付票据	86702	86702	86702	86702	86702	母公司净利润	-3574	2710	3908	3838	4605
应付账款	38518	38202	38202	38202	38202	少数股东损益	29689	61290	88386	86792	104149
预收款项	204860	252278	340664	427456	531605	基本每股收益	1452101	1345052	1546810	1747895	1957642
应付职工薪酬	330080	377182	465568	552360	656509	稀释每股收益	1326783	1035815	1175266	1351123	1507385
应交税费	20866	23403	27311	31149	35754						
其他应付款	350946	400585	492879	583509	692263	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
其他流动负债	738165	840481	811592	994462	1039368	成长性					
长期借款	6140	-2325	15468	156427	268429	营收增长率	20.52%	-7.37%	15.00%	13.00%	12.00%
预计负债	44765	36770	66467	50480	80427	EBIT 增长率	-61.39%	150.17%	53.55%	-4.32%	16.61%
负债合计	95255	141611	86542	175750	116877	净利润增长率	-54.31%	145.07%	44.21%	-1.80%	20.00%
股东权益合计	287	856	856	856	856	盈利性					
现金流量表	2008	2009	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	估值倍数					
融资现金流	30698.00	-41929.00	-70339.36	-12331.39	-3620.06	PE	34.61	16.76	11.62	11.84	9.86
现金净变动	-2476.00	2082.00	17793.10	140959.30	112001.46	P/S	0.71	0.76	0.66	0.59	0.52
EBITDA	80530.00	137269.00	254522.16	258767.50	286794.81	P/B	3.11	2.72	2.21	1.86	1.56
NOPLAT	-7734.75	69466.50	99908.97	95592.98	111468.83	EV/IC	2.62	2.39	1.87	1.80	1.63
						EV/EBITDA	14.00	8.14	4.74	4.12	3.35

资料来源：中国银河证券研究所

插图目录

图 1: OPEC 产量与减产执行度.....	3
图 2: OPEC 剩余产能 (百万桶/日)	3
图 3: 世界原油产量变化	3
图 4: PPP 模型下欧元、美元相对估值水平变化.....	4
图 5: 欧元对美元市场汇率和 PPP 汇率的比较	5
图 6: 国际油价与美元关系	5
图 7: 两大集团最佳盈利区间	6
图 8: 近 10 年全球油气储量变化 单位: 亿吨、万亿立方米、%	6
图 9: 中国原油进口情况 (亿美元、万吨)	6
图 10: 安哥拉项目图	7
图 11: 世界石油公司储量接替率比较	9
图 12: 全球石油公司总储量排名	9
图 13: 世界石油公司开采成本比较	9
图 14: 炼油利润转向三大合成材料	10
图 15: 国际原油价格趋势	11
图 16: 国际石脑油价格趋势	11
图 17: PS 价格趋势.....	11
图 18: 丁苯橡胶价格趋势	11
图 19: PET 价格趋势.....	11
图 20: PTA 价格趋势.....	11
图 21: 国际乙烯价格趋势	12
图 22: 国际丙烯油价格趋势	12
图 23: 国际原油价格趋势	12
图 24: 国际石脑油价格趋势	12

表格目录

表 1: 全球三大能源机构石油需求预测 (百万桶/日)	2
表 2: NON-OPEC 原油供给变动预测 (百万桶/日)	4
表 3: 欧洲商用汽车废气排放标准	14
表 4: 欧洲柴油汽车废气排放标准	15
表 5: 我国成品油质量升级进程	15
表 6: 中国石化战略分析	18
表 7: 中国石化竞争力分析	18
表 8: 中国石化 DCF 估值敏感性分析	18
表 9: 中国石化相对估值表	19
表 10: 中国石化 (600028) 财务报表预测	20

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

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。

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