

石油加工

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 宋哲建

S0960207090131

0755-82026810

songzhejian@cjis.cn

6-12个月目标价: 8.70元

当前股价: 7.23元

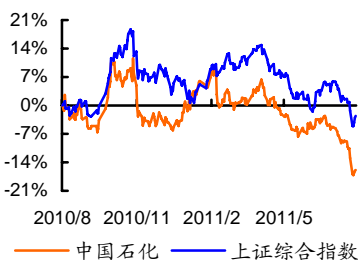
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2626.77
总股本(百万)	86703
流通股本(百万)	86703
流通市值(亿)	6269
EPS (TTM)	0.87
每股净资产(元)	5.22
资产负债率	54.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国石化	-10.30	-11.69	-20.05
上证综合指数	-6.86	-8.51	-9.40



相关报告

- 《中国石化-大幅计提资产减值, 未来关注成品油调价》2011-3-28
- 《中国石化-全年经营数据公布, 重点在中下游》2011-1-20
- 《中国石化-参观中石化普光气田, 看好4季度业绩》2010-11-7

中国石化

600028

推荐

攻守兼备, 可进可退, 静待石化周期上行

投资要点:

- 中石化是石化行业一体化综合性公司, 覆盖上游资源勘探与开发、中游油气储运与炼制、下游成品油化工品销售, 2010年营业收入1.91万亿, 占比GDP达到4.8%。**业务分为五大板块:** (1) 勘探及开采 (2) 炼油 (3) 成品油销售 (4) 化工 (5) 本部及其他。
- **勘探及开采:** 国内原油稳产为主、天然气进入快速增长期; 积极参与境外油气资源开发。**炼油:** 未来3年新增产能较多, 炼油装置将向大型化集中, 行业机会来自成品油定价机制改革。**成品油销售:** 2010-2015年, 中国的成品油市场将由目前的少量缺口转为基本平衡, 品种上的供需平衡差异可以通过炼厂生产装置的转换进行调节, 国内生产基本能够满足需求的增长。**化工:** 装置继续大型化, 平均产能将逐年增长, 单吨能耗将逐年降低, 化工品市场份额仍有上升空间。
- 中石化原油外购比例达到80%, 未来5年可能上升到82.5%, 销售的成品油需要外购20%, 未来5年基本保持不变。在当前成品油定价机制和税费机制下, 原油价格越高, 勘探与开发盈利越多, 炼油亏损越多, 而成品油销售的盈利空间基本能够维持稳定, 化工则由当时的市场供需决定盈利空间的大小。尤其是原油价格快速升高, 炼油板块将大幅亏损, 相反, 原油价格快速下跌, 炼油板块也将获得额外盈利。**总体而言, 中石化在原油价格维持稳定或者快速下跌, 且价格位于炼油盈亏平衡点以下(目前是105美元), 盈利能力将充分显现, 是合适的投资时点。**
- 石化投资增速明显放缓, 石化下游的橡胶、化纤和塑料投资增速仍较平稳, 由此未来供给将向紧缩方向发展, 石化产品盈利空间有望在这一轮周期里逐步增长。从净资产回报率上看, 石油化工的收益与油价固然密不可分, 但也可看出, 行业公司已经将前期投资很好地消化, 资产经营状态良好。
- **买中石化的理由:** 买中石化是买业务组合, 可以用来分散风险; 买中石化是买行业发展, 石化是长周期行业, 从投资上看11年之后的投资增速将回落, 行业将进入新一轮的上升周期; 买中石化是买长期稳定, 中国石化随着中国经济的成长而成长, 中国石化作为蓝筹中的优质公司, 股息率已经达到3%以上; 买中石化是买机制调整, 市场化是中国改革的方向, 成品油机制改革对公司是重大利好。
- **投资建议:** 我们认为公司11-13年的EPS分别为0.87、1.06和1.25元, 对应目前股价的PE分别是8X、7X和6X, 考虑到国际综合石油公司的市盈率一般在10~12倍, 我们暂时给予公司10倍市盈率, 目标价8.70元, 推荐评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1913182	2216964	2283849	2396482
同比(%)	42%	16%	3%	5%
归属上市公司净利润(百万元)	71800	75625	92648	101149
同比(%)	13%	10%	16%	9%
毛利率(%)	19.7%	18.4%	19.3%	19.3%
ROE(%)	16.8%	15.9%	15.9%	15.0%
每股收益(元)	0.82	0.87	1.06	1.17
P/E	8.86	8.31	6.82	6.18
P/B	1.49	1.28	1.11	0.96
EV/EBITDA	5	5	4	4

资料来源: 中投证券研究所

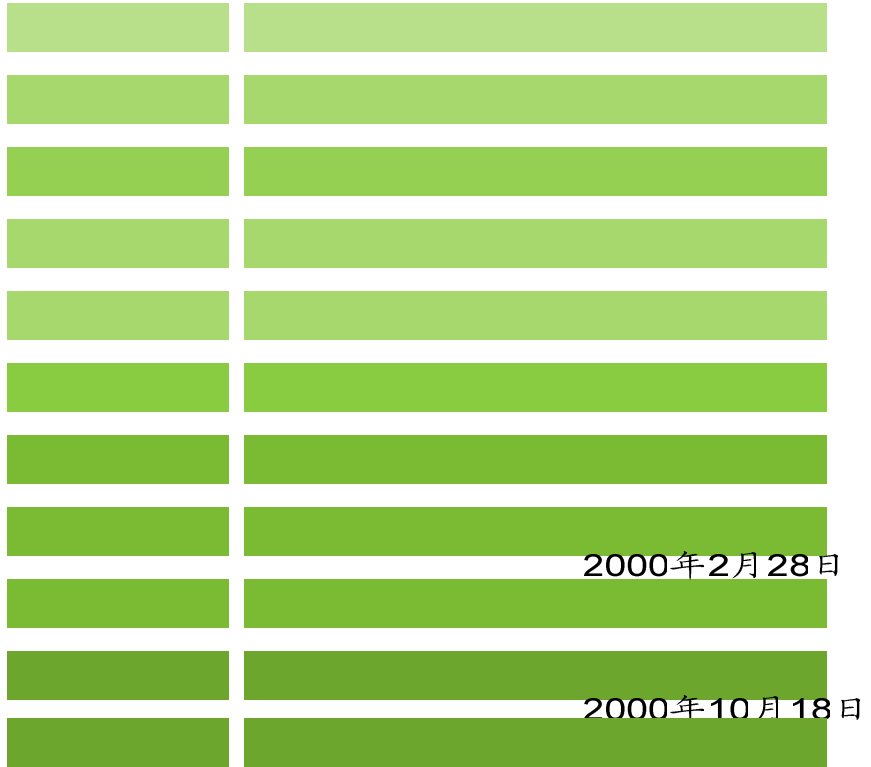
目录

一、公司简介：中国最大的一体化能源化工公司之一	3
二、中国石化业务现状	6
2.1 油气勘探与开发	6
2.2 炼油	7
2.3 成品油销售	8
2.4 化工	9
2.5 研发	10
三、业务分析：勘探与开采	11
3.1 中国油气勘探与开采	11
3.2 中石化勘探与开采发展方向	12
3.3 中石化上游业务盈利增长点	14
四、业务分析：炼油	16
4.1 国内炼油业发展方向	16
4.2 中石化炼油板块盈利能力分析	17
4.3 板块机会——成品油定价机制改革	18
五、业务分析：营销与分销	20
5.1 国内成品油供需分析	20
5.2 中石化销售业务盈利增长点	22
六、业务分析：化工	24
6.1 国内化工品供需分析	24
6.2 中石化化工业务发展方向	27
七、中石化“十二五”目标及投资价值	29
八、业绩预测	30
九、投资建议	34

一、公司简介：中国最大的一体化能源化工公司之一

中国石油化工股份有限公司（以下简称中国石化、中石化）是一家上中下游一体化、石油石化主业突出、拥有比较完备销售网络、境内外上市的股份制企业。中国石化是中国最大的石油产品（包括汽油、柴油、航空煤油等）和主要石化产品（包括合成树脂、合成纤维单体及聚合物、合成纤维、合成橡胶、化肥和中间石化产品）生产商和供应商，也是中国第二大原油生产商。

图1 中石化历史沿革



资料来源：公司网站、中投证券研究所

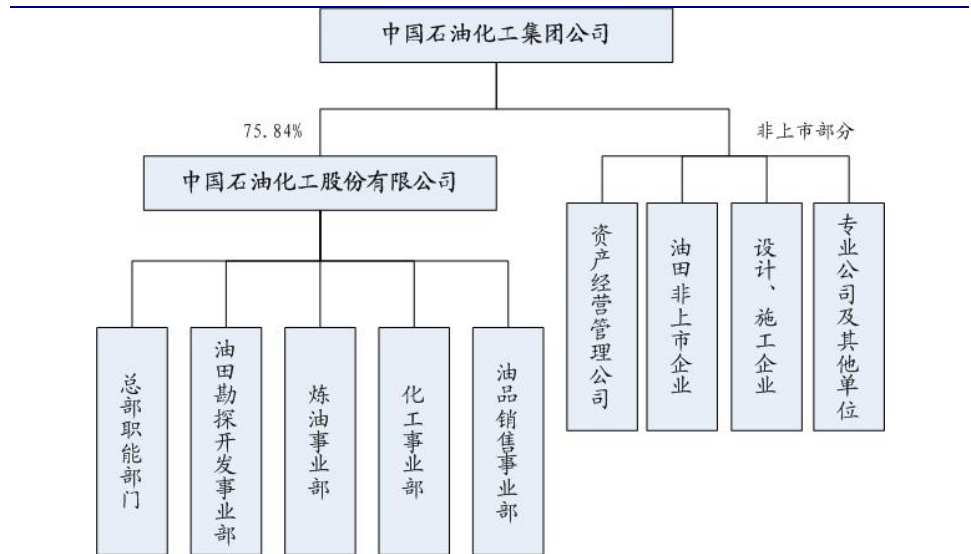
表1 中石化无限售条件前十名股东（截至2011年3月31日）

股东名称	股本（万股）	比例	类型
中国石油化工集团公司	6, 575, 804.4	75.84%	A
香港（中央结算）代理人有限公司	1, 666, 388.5	19.22%	H
国泰君安证券股份有限公司	25, 650.2	0.30%	A
中国人寿保险股份有限公司 - 分红 - 个人分红 - 005L - FH002沪	17, 812.0	0.24%	A
中邮核心成长股票型证券投资基金	5, 514.3	0.06%	A
南方隆元产业主题股票型证券投资基金	4, 430.0	0.05%	A
上证50交易型开放式指数证券投资基金	3, 657.9	0.04%	A
易方达50指数证券投资基金	3, 434.4	0.04%	A
中国人民人寿保险股份有限公司 - 分红 - 个人分红	3, 083.6	0.04%	A
银华富裕主题股票型证券投资基金	3, 000.0	0.03%	A

资料来源：公司公告、中投证券研究所

中国石化股份的母公司中国石油化工集团公司（以下简称中国石化集团）是国家独资设立的国有公司、国家授权投资的机构和国家控股公司。

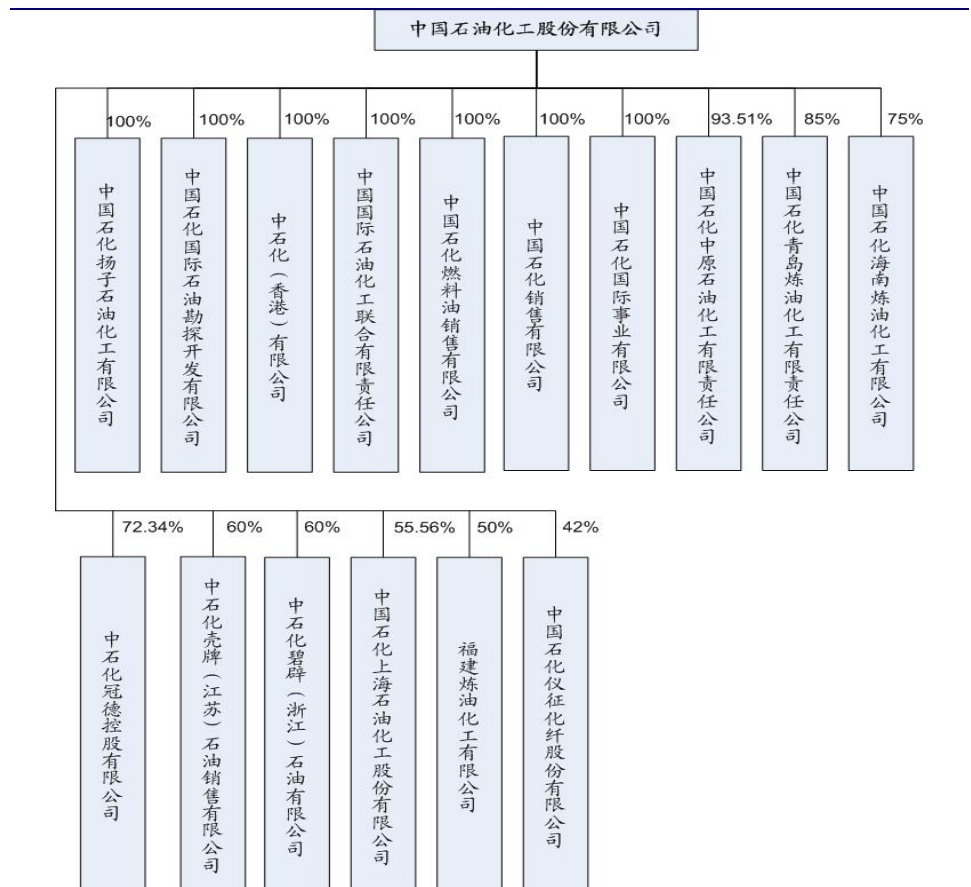
图 2 中国石化集团与中国石化股份公司之间的关系



资料来源：公司公告、中投证券研究所

中国石化股份有限公司共有 14 家油田公司、37 家炼化公司、33 家销售公司、9 家科研单位以及 5 家其他控股参股公司，其中公司董事会认为对业绩比较重要的子公司见图 3。

图 3 中国石化主要全资、控股及参股公司



资料来源：公司公告、中投证券研究所

中国石化是中国最大的一体化能源化工公司之一，业务分为五大板块：

(1) **勘探及开采事业部**：生产的大部分原油及部分天然气用于公司炼油、化工业务，大部分天然气及少部分原油外销给其他客户。简称“勘探与开采”。

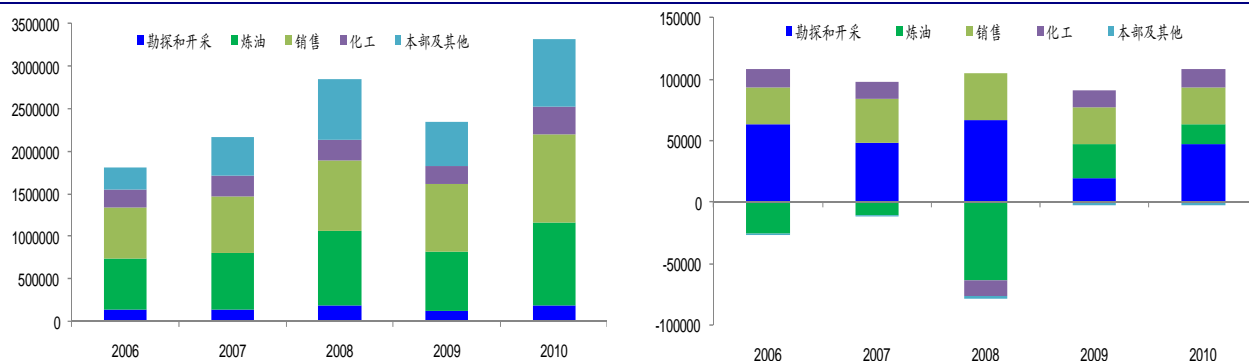
(2) **炼油事业部**：从第三方及勘探及开采事业部购入原油，将原油加工成石油产品，汽油、柴油、煤油内部销售给营销及分销事业部，部分化工原料油内部销售给化工事业部，其他精炼石油产品由炼油事业部外销。简称“炼油”。

(3) **营销及分销事业部**：从炼油事业部和第三方采购石油产品，向国内用户批发、直接销售石油产品；通过该事业部零售分销网络零售、分销石油产品及相关的服务；通过该事业部油品零售分销网络，发展提供与日常生活相关的多种非石油商品。简称“成品油销售”或“销售”。

(4) **化工事业部**：从炼油事业部和第三方采购石油产品作为原料，生产、营销及分销石化和无机化工产品。简称“化工”。

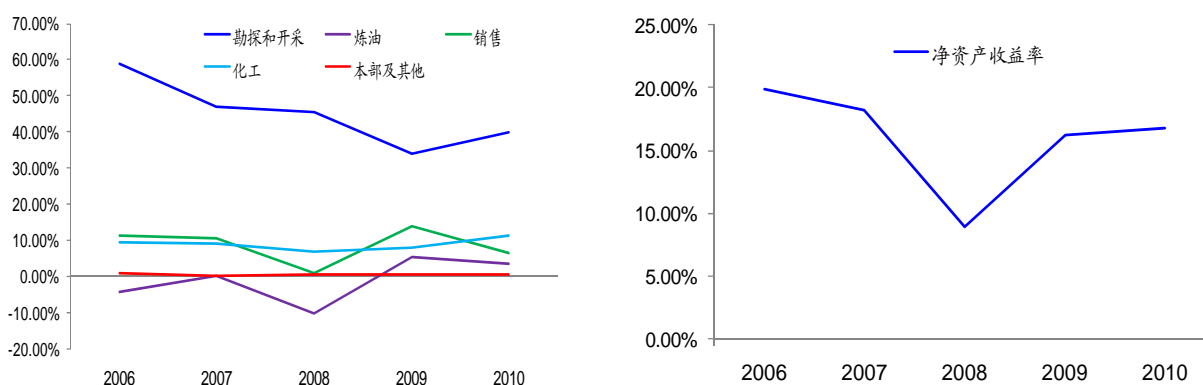
(5) **本部及其他**：包括附属公司的进出口贸易业务及公司的研究开发活动以及总部管理活动。

图 4 中国石化五大类业务的经营收入（左）和经营收益（右）情况（部门间抵消前，单位：百万人民币）



资料来源：公司年报、中投证券研究所

图 5 中国石化五大类业务历年的毛利率（左）和整体净资产收益率（右）情况



资料来源：公司年报、中投证券研究所

二、中国石化业务现状

2.1 油气勘探与开发

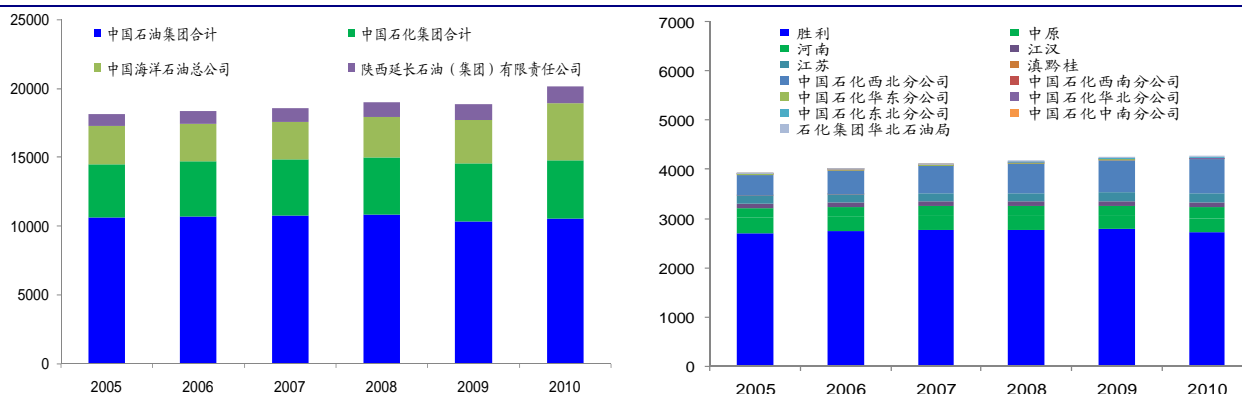
油田勘探开发事业部主要负责油气勘探和开采的生产管理、储量资源和勘探开发资产的管理、油气销售等业务。

油田开发以持续推进大幅度提高储量动用、采收率和单井产能为重点。2010年，中石化集团新建产能592万吨，新区产能建设动用储量超过2亿吨、建设产能349万吨，占新建总产能的59%。

油气勘探围绕加强新区勘探、深化老区勘探，以取得重大突破和进展、获得新发现为重点，2010年共实现3个重大突破、3个重要进展和7个新进展和发现。

天然气业务进入快速增长阶段，2010年产量首次突破100亿立方米，达125亿立方米，增长47.6%。川气东送工程全面投产，保持了安全平稳运行。普光气田日产混合气突破2000万立方米，日外输商品天然气达1450万立方米，去年共生产天然气41亿立方米，是主要的增长点。

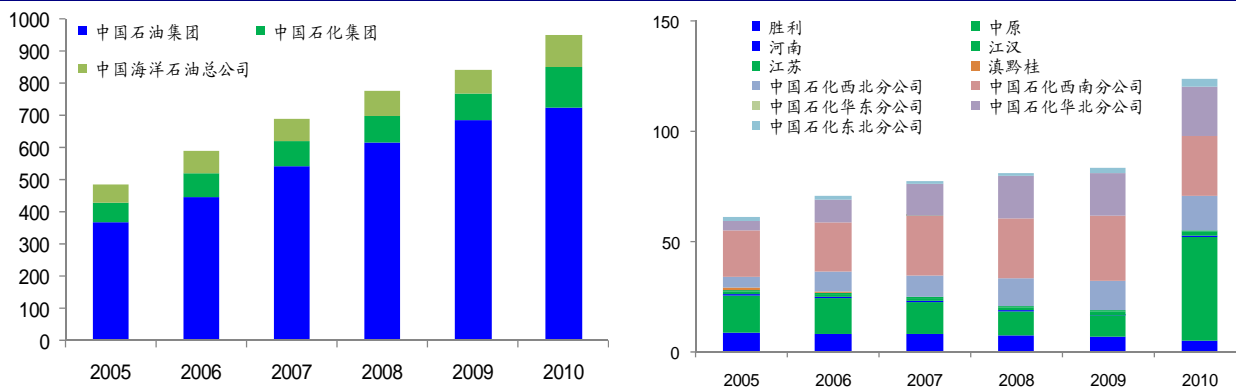
图6 中国主要产油公司原油产量（左）和中国石化原油历年产量（右）情况（单位：万吨）



*右图含中石化集团非上市公司部分

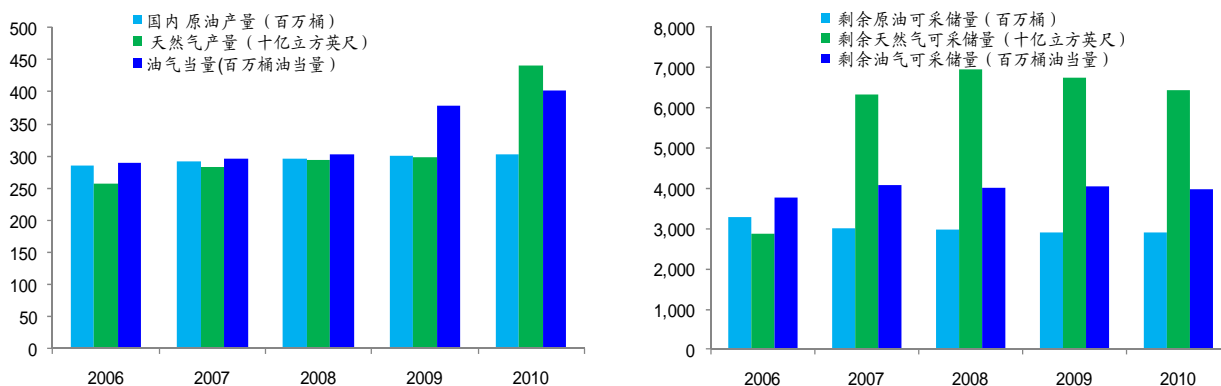
资料来源：国际石油经济、中投证券研究所

图7 中国主要产油公司天然气产量（左）和中国石化天然气历年产量（右）情况（单位：亿立方米）



资料来源：国际石油经济、中投证券研究所

图 8 中国石化历年油气产量和剩余可采储量情况



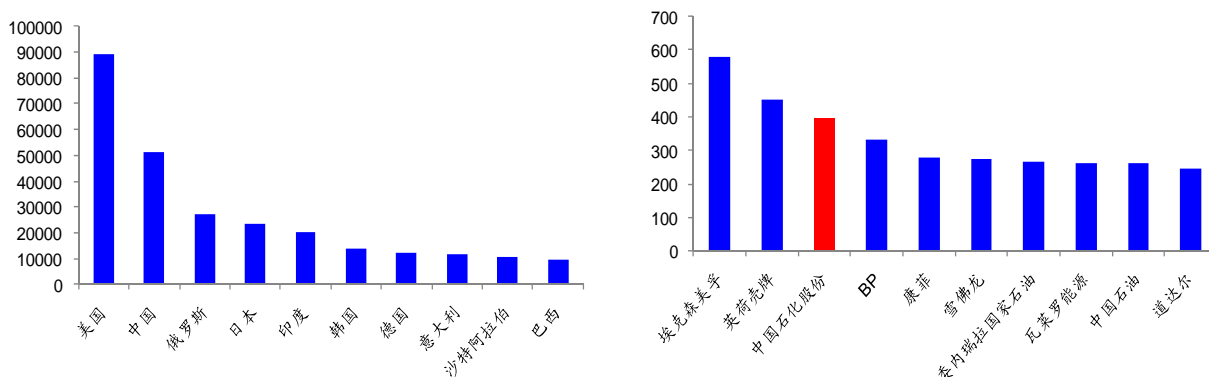
资料来源: 国际石油经济、中投证券研究所

原油产量保持稳定, 天然气生产实现了跨越式发展, 整体油气产量逐年增长。从剩余资源量上看, 天然气新增可采储量自 07 年大幅增加, 由此弥补了原油可采储量的减少, 实现了整体油气资源可采储量基本维持稳定。

2.2 炼油

拥有 13 个千万吨级炼油基地、10 个高硫原油加工基地、6 个高酸原油加工基地, 形成环渤海湾、长三角和泛珠三角 3 个炼化企业集群。

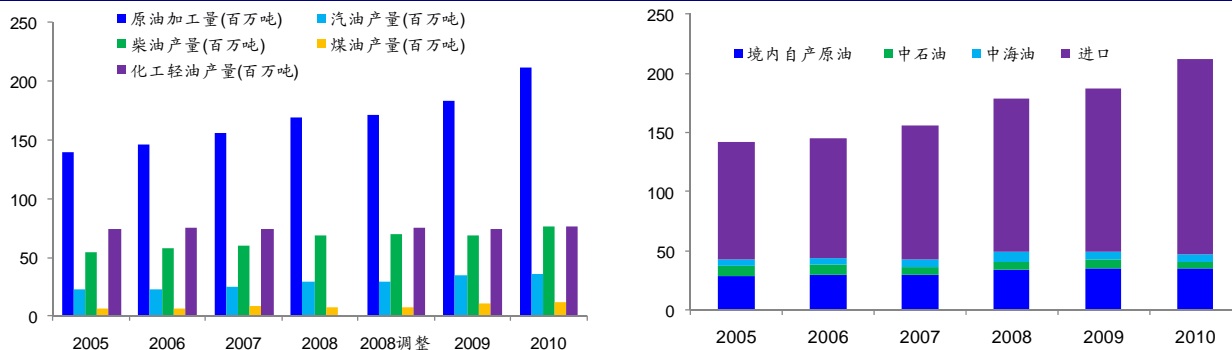
图 9 世界主要炼油国家产能 (单位: 万吨/年) 以及主要炼化企业加工能力 (单位: 万桶/天)



*中国炼油能力原为 3.4 亿吨, 明显不符, 经过修正改为 5.1 亿吨

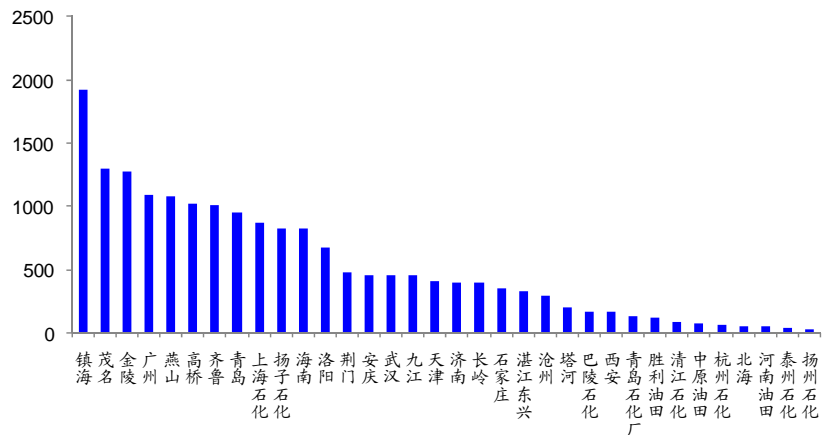
资料来源: 油气杂志、油气田开发、中投证券研究所

图 10 中石化历年炼油加工量和原油来源 (单位: 百万吨)



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 11 中国石化各个分公司炼油能力 (单位: 万吨)



资料来源: 中投证券研究所

2010 年, 炼油综合商品率 94.81%, 同比提高 0.29 个百分点; 轻质油收率 75.70%, 同比提高 0.28 个百分点; 综合能耗 58.25 千克标油/吨, 同比降低 3.09 个单位; 加工损失率 0.57%, 同比降低 0.08 个百分点。

2.3 成品油销售

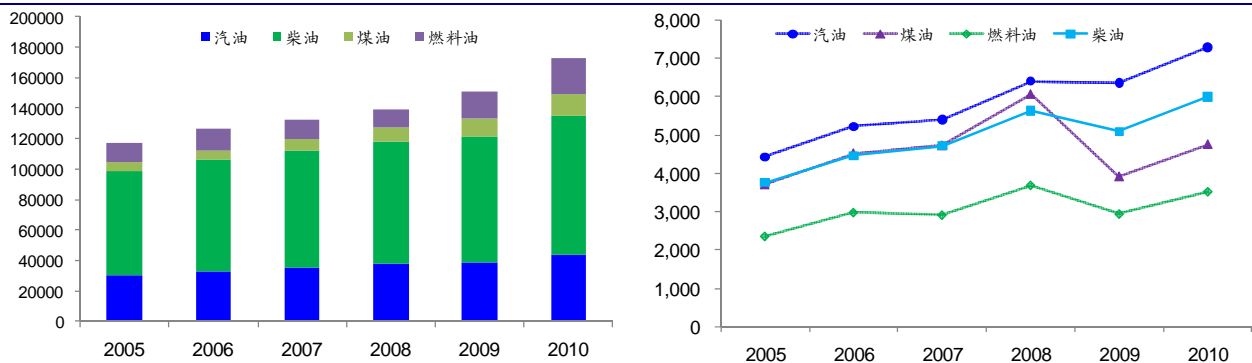
销售是公司盈利比较稳定的版块, 2010 年经营收入为人民币 10407 亿元, 同比增长 32.9%。

表 2 中石化成品油营销及分销历年营运情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
国内成品油总销售量(百万吨)	104.56	111.68	119.39	122.98	124.02	140.49
其中: 零售量	63.52	72.16	76.62	84.1	78.9	87.63
直销量	20.38	18.95	20.17	19.63	25.61	32.4
批发量	20.66	20.57	22.6	19.25	19.52	20.47
加油站总数(座)	29647	28801	29062	29279	29698	30116
其中: 自营加油站	27367	28001	28405	28647	29055	29601
特许经营加油站	2280	800	657	632	643	515
自营加油站年均单站加油量(吨/站)	2321	2577	2697	2935	2715	2960

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 12 中石化历年销售油品数量及实现价格 (单位: 千吨, 元)



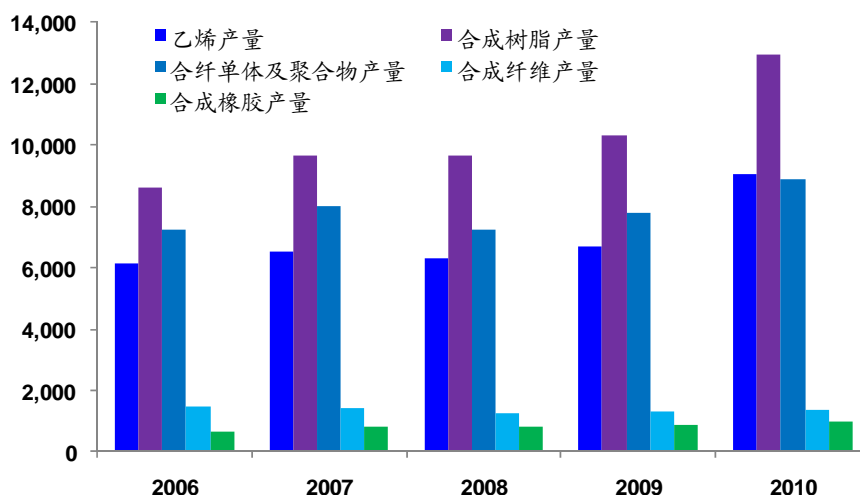
资料来源: 公司公告、中投证券研究所

2.4 化工

2010 年完成乙烯收率 31.66%，同比提高 0.16 个百分点；“双烯”收率 46.56%，同比提高 0.13 个百分点；乙烯能耗 609.28 千克标油/吨，同比降低 13.35 个单位。

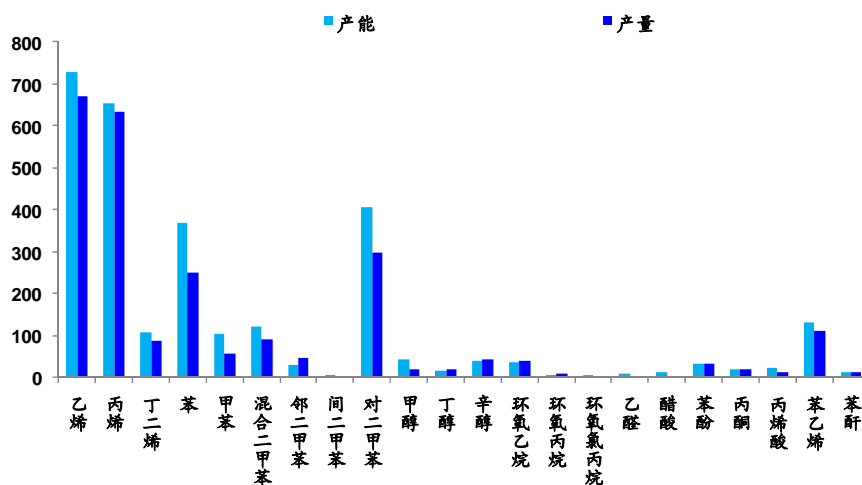
2010 年，高结晶聚丙烯等 4 个合成树脂产品实现顶替进口，柔性聚乙烯还实现批量出口；溴化丁基橡胶装置试车成功，并已经提供用户试用；环保型丁苯充油胶实现批量生产，获得轮胎生产企业的认可；稀土顺丁橡胶和异戊橡胶等新胶种完成工艺包开发，工业生产装置已启动建设；乙丙橡胶国产化技术开发也在加速推进。合纤聚合物和合成纤维多个差别化产品开发取得突破性进展，进入新的应用领域，填补了国内空白。合成树脂专用料比例同比提高 4 个百分点，合成纤维差别化率同比提高 1.8 个百分点，竞争能力和抗风险能力进一步增强。

图 13 中国石化乙烯和合成材料历年产量（单位：万吨）



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 14 2009 年中国石化有机原料产品产能产量（单位：万吨）



资料来源：公司公告、中投证券研究所

网点建设：境内已设立营销网点 26 个，境外设立两家办事处。

图 15 中国石化化工品销售分公司



资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.5 研发

2010 年公司在各个板块技术研发上均有进步：

上游技术方面，元坝地区礁滩储层勘探技术进一步提升，形成了适合托甫台—艾丁地区的储层预测技术，提出了巴麦地区的重点勘探领域。东部主力油田注水开发技术趋向成熟，低渗透油藏二氧化碳驱、超稠油油藏蒸汽驱先导试验取得阶段成果。捷联式自动垂直钻井系统开发成功，三维三分量地震、新一代单点高密度地震技术取得突破。

炼油技术方面，催化汽油选择性加氢技术、催化汽油吸附脱硫（S-Zorb）技术在一批企业推广应用，提升了油品质量。柴油液相循环加氢、柴油超深度加氢脱硫技术完成工艺包开发，具备工业试验条件。选择性催化裂化与 FGO 选择性加氢集成技术完成中试。完成新型橡胶填充油工艺包开发，正在进行工业试验。

化工技术方面，以自有技术为主建设的天津、镇海百万吨乙烯装置相继建成投产；与大型乙烯配套的 65 万吨/年乙苯、30 万吨/年异丙苯、30 万吨/年气相聚乙烯等成套技术相继实现工业应用。6 万吨/年碳四烯烃催化裂解制丙烯（OCC）技术实现工业应用。采用自主开发技术的 3 万吨/年溴化丁基橡胶装置建成。

公用工程技术方面，形成了川气东送管道工程成套技术。PO/SM 废气催化氧化处理技术、炼油企业恶臭气体治理技术、次声波法管道泄漏检测技术等实现工业应用。研制成功 30 万吨/年高密度聚乙烯环管反应器。完成了催化裂化再生烟气脱硫脱硝中试。

新能源、新材料方面，开展了二氧化碳生物油藻菌种筛选工作，进行了光

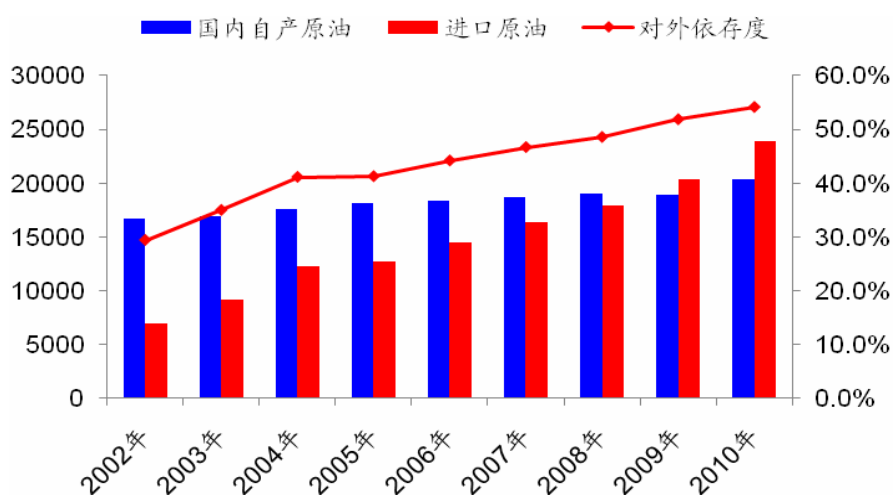
催化反应器研制。完成了 3000 吨/年生物质乙醇脱水制乙烯技术的催化剂改进和反应器开发。建成 3 万吨/年二氧化碳捕集示范装置，完成 100 万吨/年二氧化碳捕集纯化、驱油与封存示范工程工艺包开发。

三、业务分析：勘探与开采

3.1 中国油气勘探与开采

随着国内原油对外依存度的逐渐攀升，以及国内陆地经过一轮勘探之后发现大型油田的可能性日益降低，国内原油稳产增产压力不断增加，上游勘探与开发的资本开支将逐步增加，尤其是在油价处于高位阶段。

图 16 中国石油生产量、进口量以及对外依存度



资料来源：wind、中投证券研究所

中国油气资源主要分布在松辽、渤海湾、鄂尔多斯、四川、准噶尔、塔里木、珠江口、吐哈、柴达木等大型含油气盆地中。主要含油气盆地多为海、陆相叠合盆地，石油多蕴藏在中、新生界中，天然气则以古生界为主。

表 3 第三次全国油气资源评价石油和天然气资源状况

置信区间		地质资源量/亿吨			可采资源量/亿吨		
		95%	50%	5%	95%	50%	5%
石油	115 个盆地	567.9	762.4	1050.1	161.9	211.2	287.1
	陆域	497.3	657.8	909.6	142.7	182.5	248.6
	近海	70.6	104.7	140.5	19.2	28.6	38.5
天然气	115 个盆地	24.06	34.16	48.28	15.28	21.55	30.43
	陆域	20.13	26.94	36.54	12.68	16.82	22.8
	近海	3.93	7.22	11.74	2.6	4.73	7.63

资料来源：中投证券研究所

伴随着中国油气资源战略的调整，稳定东部、加快西部、开拓海域已初见成效。东部松辽盆地、渤海湾盆地油气逐步稳产，中西部鄂尔多斯盆地、塔里

木盆地、四川盆地、准噶尔盆地油气产量快速增长，南海海域油气产量屡有突破。

整体而言，国内油气资源的探明率较低，未来增长潜力仍然较大。我国石油平均探明率 43.4%，其中，东部地区平均探明率超过 60%，中西部地区和海域低于 30%，而世界平均水平为 73%；我国天然气平均探明率 23%，也远低于世界 60.3% 的平均水平。

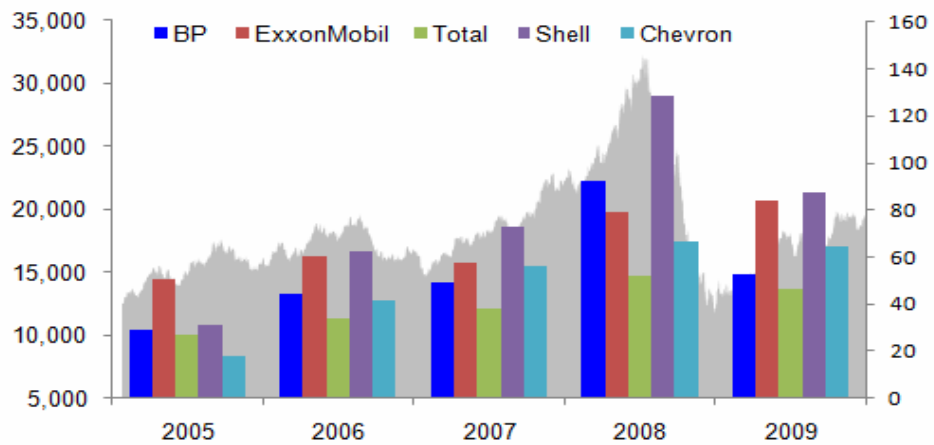
勘探与开发的发展趋势：

重点正从构造油气藏向地层、岩性油气藏发展；由石油向天然气发展；由陆相向海相发展；由中浅层向深层发展；由浅水向深水发展；由常规资源向非常规资源发展；由地理地质条件相对简单地区向复杂困难地区发展。

勘探难度逐渐增大，隐蔽、复杂油气藏已成为勘探主要对象，地表及地质条件复杂的地区正成为勘探的重点目标区。老油田已进入高含水、高采出阶段，综合含水率高于 80%，平均采出程度大于 65%，原油产量呈递减趋势，开发难度越来越大，开采工艺要求越来越高。

总体而言，需要投入更多勘探与开发的资本开支来实现剩余可开采量和原有产量维持稳定。这里有两点是十分明确的：1 是剩余可采量维持稳定的潜力很大，探明率提高和开采技术进步都将是强有力的保证；2 是勘探与开发的投入增加是被控制在可接受的范围内，与国际油价关联性很强，即盈利空间的相对稳定会激励企业完成新探明储量的勘探工作。

图 17 油价 (Brent) 走势与国际大型石油公司实际资本开支相关性很高



资料来源：OPEC、中投证券研究所

3.2 中石化勘探与开采发展方向

(1) 国内原油稳产为主、天然气进入快速增长期。

以改善水驱为重点，强化老油田油藏分类调整治理和科学管理，油田开发水平持续提高。对于整装油藏，实施韵律层顶部精细挖潜、油水过渡带和小砂体局部挖潜；对中高渗断块油藏进行重组细分；对稠油油藏，以水平井为主要手段进行井网加密、低效水驱转热采、吞吐转蒸汽驱等调整。通过努力，油田开发指标继续保持稳定，自然递减 16.5%，综合递减 7.7%，综合含水控制在 88.5%。

天然气进入快速增长期，2005-2010 年生产天然气由 62.84 亿立方米增至 125 亿立方米，提高 98.9%，随着川东南和川西海相天然气取得新进展，未来 5 年公司天然气产量将再次翻番，有望达到 240 亿立方米。

天然气将是未来 3-5 年股份公司在上游勘探开发的主要增长点，普光气田和元坝气田是增长的主要来源

■普光气田

2000 年，中国石化进入四川盆地东北地区开展勘探工作，调整了该地区过去以构造为主的勘探思路，以海相理论为指导，在加强基础地质研究的前提下，以构造岩性复合圈闭为勘探对象。**普光气田的发现得益于勘探思路的转变、地质理论的创新和勘探技术的发展。**

2003 年，在宣汉达县地区部署实施的普光 1 井，完井测试获天然气无阻流量日产 103 万立方米高产工业气流，取得了勘探的重大发现。随后又相继发现了大湾、毛坝、清溪、双庙、老君等气藏，形成了一个大的含气区，统称为普光气田。

2006 年，国务院听取了中石化关于普光气田勘探开发及天然气外输项目的汇报，并将其命名为川气东送工程。

2010 年，普光气田累计探明储量达到了 4300 亿立方米。借鉴普光气田成果及勘探经验，中石化在川东北地区又相继发现了通南巴、元坝等大型含气构造，进一步夯实了川气东送的资源基础。普光气田的发现，带动了四川盆地深层碳酸盐岩领域勘探的发展，形成了新一轮勘探的高潮。

川气东送工程由两个部分组成，一是普光气田勘探、开发以及气体处理工程，二是从普光气田到上海的长输管线工程。该工程于 2010 年 8 月 31 日投入商业运行。

中石化普光气田隶属中石化中原油田，位于达州市宣汉县，勘探开采面积为 1118 平方公里，资源量为 8916 亿方，是我国规模最大、丰产最高的特大型海相整装气田。计划部署开发井 79 口，井场 16 座，年产原料气 150 亿方，稳产 20 年以上。配套 150 亿方/年的处理能力，年产净化气 120 亿方、硫磺 300 万吨。

普光气田天然气出厂基准价为 1.28 元/立方米，从增厚整个公司业绩上来看贡献较小，但其在勘探领域的示范和开拓意义有利于这一类型勘探持续取得新发现。

■元坝气田

元坝地区位于四川省阆中市、苍溪县等地，是中国石化天然气业务的重点探区，矿权面积 3200 多平方千米，自 2006 年实施勘探以来，已获得天然气三级地质储量 8000 多亿立方米。元坝气田建设是中国石化“十二五”重大建设项目，中石化力争“十二五”末建成天然气年产能 40 亿立方米。

(2) 积极参与境外油气资源开发

目前，上市公司拥有的海外油气资源权益主要是安哥拉 18 区块（27.5% 权益），2010 年权益产量 25.67 万桶，约占比集团公司海外权益产量的 19%。

2010 年，集团公司境外油气资源规模快速扩大，新签约项目 9 个，其中成功交割加拿大 Syncrude 油砂 9.03% 权益项目、哈萨克斯坦 CIR 公司 50% 权益、Repsol 巴西资产 40% 权益收购等 7 个项目，待交割项目 2 个。围绕获得商业发现和增加经济可采储量，优化部署，勘探成果显著，其中参股的安哥拉

15/06 区块具备宣布商业发现的资源基础，哈萨克斯坦 S 区块即将投入开发建设。开发生产持续稳定运行，全年实现权益油产量 1840 万吨，同比增长 43.9%。

过去十年来集团公司取得的海外权益已经陆续进入投资回报期，海外权益产量从 2004 年的 20.5 万吨增长到 2010 年的 1840 万吨，预计到 2015 年海外权益产量将达到 4300 万吨。

海外油气资产一旦盈利稳定，同时在风险可控的情况下，存在逐步分拆注入上市公司的可能性。2010 年 5 月股份公司收购安哥拉 18 区块的权益迈出了第一步。

(3) 预计未来 3-5 年中石化储量接替率仍将维持在 70-90%，但油气生产成本将逐年上升

在不考虑集团海外资产注入的情况下，我们认为中石化通过逐步加大开发投入，未来 3-5 年现有油田能够维持在 8% 左右的综合递减率，勘探投资占比整个勘探与开发资本开支的比重将略有上升，油当量储量接替率能够维持在 70-90% 附近，但勘探与开发成本将逐年上升。

表 4 全球主要地区油田勘探开发与操作费用（美元/桶）

地区	勘探开发成本	操作费用	全生命周期成本	2010 年所需油价 全生命周期盈利 15%
沙特	3.51	2.01	5.52	19.91
利比亚	4.13	2.86	6.99	38.65
墨西哥	5.53	2.14	7.67	42.41
俄罗斯	7.35	3.76	11.11	48.10
中国	9.97	4.60	14.57	45.92
巴西	12.40	7.63	20.03	52.87
北海（英国）	10.60	12.15	22.75	54.97
美国墨西哥湾	17.40	6.45	23.85	57.22
安哥拉	17.45	7.25	24.70	65.13
委内瑞拉重油	18.93	5.86	24.79	77.97
尼日利亚	19.82	9.09	28.90	68.68

资料来源：剑桥能源、中投证券研究所

中国油田原油的生产成本平均为 14.57 美元/桶，中石化 2010 年的生产成本为 14.30 美元/桶，过去 5 年生产成本年均增长 6.7%，预计未来 3-5 年内生产成本亦将稳步上升，主要原因是为提高采收率需要更多的增产措施以及原油价格维持在 80 美元以上的概率仍然很大，勘探与开发投入的逐年提升将维持公司新增可采储量基本稳定（国内陆地发现大油田的可能性日渐减少）。

3.3 中石化上游业务盈利增长点

(1) 油价处于高位的概率比较大

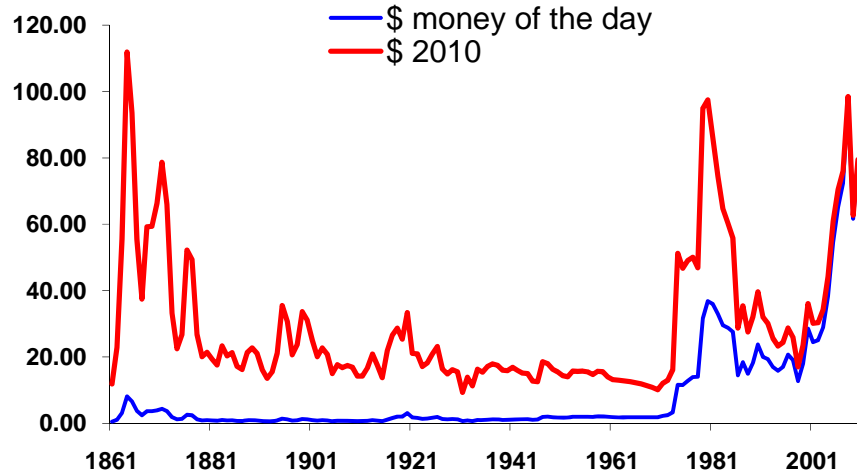
由于未来几年油气产量的大幅增加只能靠集团注资，勘探与开发板块的盈利将直接与原油和天然气的实现价格相关，价格越高该板块的盈利越多。

国际油价从长周期来看，供需决定价格这一点是可以肯定的，但自从 OPEC 在 1960 年成立，经历了三次石油危机，多次中东局势动荡，OPEC 成

员国在历次油价突然上升中都起到了决定性的作用（包括主动和被动）。

按照 2010 年的可比价格，我们发现前两次石油危机期间曾是油价的高峰阶段，而 2008 年再次达到了这一高峰，预计 2011 年均价也将处在这一高峰阶段（80-120 美元之间），我们认为未来 2-3 年油价维持高位的概率依然较大，一是石油供给上的新增产能已经十分有限，可做调节用的只是 OPEC 剩余产能；二是石油需求仍将保持快速增长，世界上人口最多的几个发展中国家正在经历经济高速发展的阶段；三是原油价格近 10 年以来保持升势（08 年金融危机压制了上升势头），目前看没有足够的理由会让油价大跌。

图 18 油价在过去 140 年的变化（年均值，单位：美元/桶）



资料来源：BP、中投证券研究所

（2）天然气价格改革将提升天然气部分的盈利能力

天然气出厂价：基准价格±浮动价格（10%的基准价格）

2010 年，国家发改委提高天然气出厂基准价格，由每千立方米 925 元提高到 1155 元，每千立方米提高 230 元，提价幅度为 24.9%。但我们认为目前的价格依然偏低，去年调价后普光气田的基准价格却定在 1.28 元/立方米就说明，今后上调天然气出厂价或者市场定价是必然趋势。

原因如下：

一是国产天然气价格大幅度低于其他可替代能源价格。国际市场天然气价格通常为等热值原油价格的 60%左右（出厂环节），而目前国产陆上天然气平均出厂基准价格仅相当于国际市场原油价格的 25%左右，相当于等热值液化石油气价格的四分之一、燃料油价格的三分之一、进口天然气价格的一半左右（中俄天然气定价之争必将折中解决，意味着进口气价格将更高）。

二是国内天然气资源供不应求。我国天然气资源人均占有率不到世界平均水平的 10%。2006 年我国成为天然气进口国之后，进口数量逐年增加，2010 年进口量预计超过 150 亿立方米，但天然气供应仍然存在较大缺口。由于国产天然气价格大幅度低于其他可替代能源价格，各地争上以天然气为原料或燃料的高耗能项目，纷纷进行“油改气”，导致天然气需求过快增长，部分地区“气荒”和加气难现象时有发生。价格是引导市场资源配置最灵敏、最直接的信号，适当上调天然气价格，对于合理有效配置天然气资源，促进资源节约，保证天然气生产供应，已经十分必要而且紧迫。

我们认为天然气价格最大程度接近市场化是必然之选。

四、业务分析：炼油

4.1 国内炼油业发展方向

炼油行业在产业结构方面将面临调整。

除中石化、中石油等大型企业外，目前我国还存在较多的地方小炼油企业，部分企业装置十分落后，油品质量、能耗、环保等达不到要求，抵抗市场风险能力差，一旦国际油价上升较快经常发生大幅减产甚至停产，也不利于国内油品供应量的稳定。

未来我国将以建设大型炼油生产基地为依托，实现炼油行业的结构调整。未来5年长三角、珠三角、环渤海地区将建成3至4个2000万吨/年炼油、200万吨/年乙烯的大型炼化生产基地。到2015年，全国炼厂平均规模要超过600万吨/年，乙醇装置平均规模要达到60万吨/年以上，全国石油和化工百强企业销售收入占行业的比重提高到三分之一，销售收入过千亿元的企业要达到10个以上。

炼油供需在地区间仍存在平衡。

预计2015年，华中、西南两个地区仍将存在一定的市场缺口，东北、西北两个地区仍将是重要的成品油外输地。华东、华南、华北地区未来几年新建和扩建项目较多，产能增长迅速，将能满足当地成品油的需求，形成供需大致平衡的局面。

表5 中国炼油能力地区构成变化（能力单位：万吨；占比单位：%）

地区	2005年		2010年		2015年（预测）	
	能力	占比	能力	占比	能力	占比
华东(沪、浙、苏、鲁、皖、赣)	11075	34.13	16280	32.3	16280	26.67
东北(辽、吉、黑)	8425	25.96	10150	20.14	11650	19.08
华南(粤、闽、琼、桂)	3835	11.82	8680	17.22	14480	23.72
西北(新、甘、青、藏、陕、宁)	4545	14.01	6900	13.69	7400	12.12
华北(京、津、冀、晋、蒙)	2410	7.43	5050	10.02	5400	8.85
华中(湘、豫、鄂)	2060	6.35	3240	6.43	3740	6.13
西南(滇、川、渝、贵)	100	0.31	100	0.2	2100	3.44
合计	32450	100	50400	100	61050	100

*2015年根据目前在建项目测算，不含规划项目，若含规划项目总计约在7.2亿吨

资料来源：中石化经济技术研究院、中投证券研究所

行业整体产能将可能过剩，将加速淘汰小炼厂。

按照目前在建及规划炼油项目的建设进度分析，若低效炼油装置不及时淘汰，预计到2015年我国炼油能力将达到7.2亿吨左右，届时我国原油需求量将达4.95亿吨，按炼油工业开工率90%测算，所需配套炼油能力为5.5亿吨，这意味着届时炼油产能将出现约1.7亿吨的过剩，可能导致开工率严重下降或产品出口量大幅度增长现象。未来几年地方炼厂，尤其是小炼厂将面临一轮淘汰，油价处于高位将加速这一过程。

国内炼油行业发展方向（引自石油和化工规划研究院）：

(1) 产业集中度进一步加大。长三角、珠三角、环渤海地区产业集中度进一步提高，建成 3~4 个 2000 万吨炼油、200 万吨乙烯生产基地，逐步形成宁波、上海、南京等规模超过 3000 万吨以及茂名、广州、惠州、泉州、天津、曹妃甸等规模超过 2000 万吨的大型炼油基地。

(2) 淘汰落后产能，推进产业升级。对炼油行业采取区域等量替代方式，淘汰低效低质落后炼油装置，积极引导 100~200 万吨炼油装置关停并转，防止以沥青、重油加工等名义新建炼油项目。

(3) 科技创新能力显著提高。千万吨级以上炼油、百万吨级乙烯等成套技术装备实现本地化，煤制油等示范工程建成投产。

(4) 利用国外资源的规模扩大。积极推进委内瑞拉、卡塔尔、俄罗斯等国在我国合资建设的大型炼油项目。

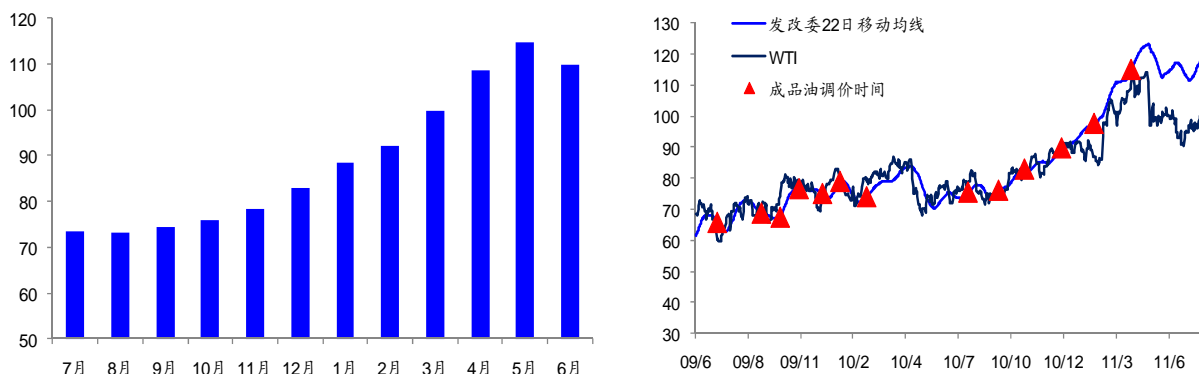
(5) 产品标准进一步提高。2009 年车用汽油全部达到国 3 标准，2010 年车用柴油全部达到国 3 标准，2011 年轻质油品收率达到 75%，高端石化产品自给率明显提高。

4.2 中石化炼油板块盈利能力分析

炼油板块产品主要为汽油、柴油、石脑油、溶剂油、润滑油、煤油、燃料油、沥青等。

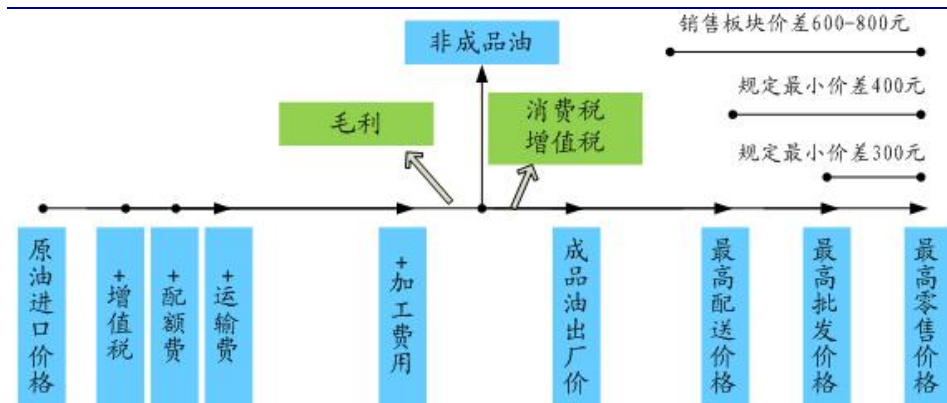
影响利润的主要因素是 Brent 油价和成品油销售价格。

图 19 国内进口原油均价及成品油历次调价



资料来源：bloomberg、中投证券研究所

图 20 成品油定价办法



资料来源：BP、中投证券研究所

表 6 中石化炼油毛利敏感度分析 (美元/桶)

		Brent 油价 (美元/桶)								
		80.00	85.00	90.00	95.00	100.00	105.00	110.00	115.00	120.00
汽油价格 (元/吨) (不含增值税)	6000	19.04	14.88	10.73	6.58	2.42	(1.73)	(5.88)	(10.04)	(14.19)
	6250	19.76	15.61	11.45	7.30	3.15	(1.01)	(5.16)	(9.31)	(13.47)
	6500	20.48	16.33	12.18	8.02	3.87	(0.28)	(4.44)	(8.59)	(12.74)
	6750	21.21	17.06	12.90	8.75	4.59	0.44	(3.71)	(7.87)	(12.02)
	7000	21.93	17.78	13.63	9.47	5.32	1.16	(2.99)	(7.14)	(11.30)
	7250	22.66	18.50	14.35	10.20	6.04	1.89	(2.27)	(6.42)	(10.57)
	7500	23.38	19.23	15.07	10.92	6.77	2.61	(1.54)	(5.70)	(9.85)
	7750	24.10	19.95	15.80	11.64	7.49	3.34	(0.82)	(4.97)	(9.13)
	8000	24.83	20.67	16.52	12.37	8.21	4.06	(0.09)	(4.25)	(8.40)

资料来源: 中投证券研究所

对应目前的成品油价格和税费水平而言, 炼油盈亏平衡点已经由之前的 70-80 美元上移到 105 美元附近。目前, 中石化炼油的处于 5 美元/桶左右的亏损状态。板块机会来自油价下跌和理顺成品油定价。对于中石化而言, 炼化一体化和下游销售策略的改进能够弥补一定的炼油亏损, 未来通过规模升级和成本精细化控制, 以及提高装置收率和产品质量等措施, 炼油板块抵御风险的能力将逐步增强。

4.3 板块机会——成品油定价机制改革

1998 年以来原油、成品油开始价格改革, 初步与国际市场的接轨阶段。1998 年原国家计委出台了《原油成品油价格改革方案》, 原油基准价由国家计委根据国际市场原油上月平均价格确定, 每月一调。成品油价格以国际市场汽柴油进口完税成本 (离岸价加海上运保费、关税、消费税、增值税、港口费等) 为基础, 加按合理流向计算的从炼厂到各加油站的运杂费, 再加批发、零售企业经营差率制定。

2001 年, 国家计委又进一步将汽柴油价格单纯接轨新加坡市场变为按照 6: 3: 1 比例, 接轨新加坡、鹿特丹、纽约三地市场, 当三地市场汽柴油离岸价加权平均价变动超过上次调价时的 8% 时, 相应调整国内成品油价格。两大集团对汽柴油零售价格的浮动幅度由 5% 提高到 8%, 同时, 改每月调整为按照国际市场油价波幅不定期调整。

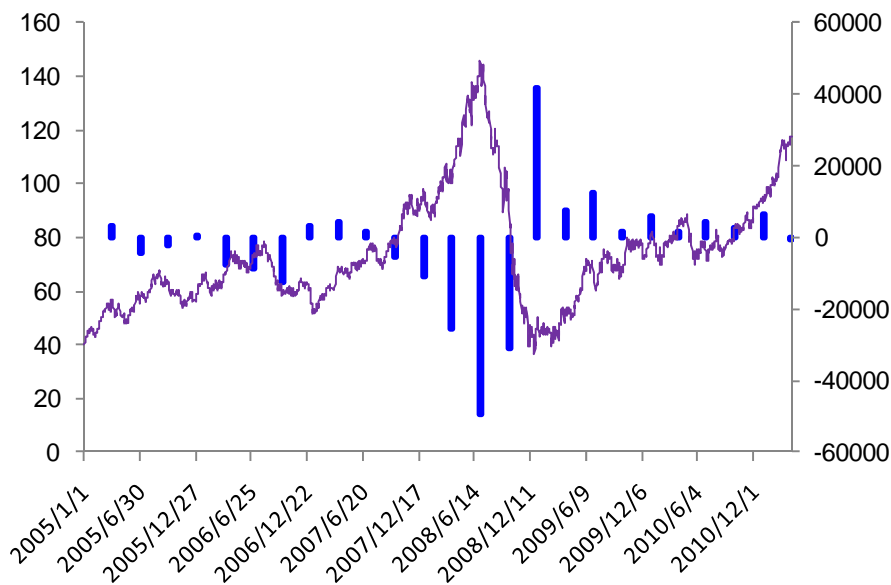
2006~2008 年进行税法改革, 调整成品油消费税政策, 并调整了成品油价格形成机制: 将现行成品油零售基准价格允许上下浮动的定价机制, 改为实行最高零售价格, 并适当缩小流通环节差价; 最高零售价格将以出厂价格为基础, 加流通环节差价确定, 并将原流通环节差价中允许上浮 8% 的部分缩小为 4% 左右。

目前成品油调价机制: 当三种原油 22 个工作日现货移动平均价格变化率正负超出 4% 时 (业内简称 22 个工作日 +4% 的条件), 就考虑对国内成品油价格进行调整。

现有机制存在的问题:

- (1) 往往形成原油大幅度提价，成品油价格不提，造成炼油企业亏损。原油降价，成品油不降，造成炼油企业获得超额利润。同时，**生产企业原油进价与成品油销价不匹配**，不利于产销衔接，特别是地方炼厂，市场份额大约占10~20%，受国际油价影响最大，运营的风险也最大；
- (2) **调价时间滞后**，未能及时反映市场变化；
- (3) **每次调价幅度较高**，不能反映当期市场的供需情况
- (4) 国内成品油价格调整与国际市场变化滞后一个月，透明度较高的定价机制使得投机者可以明晰预判，**为投机经营预留了较大空间。**

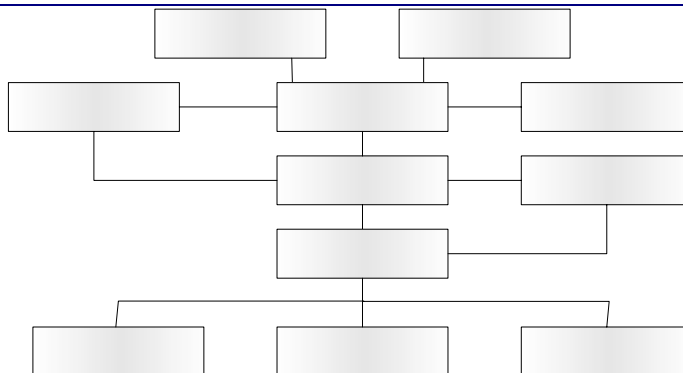
图 21 中石化炼油板块季度经营收益 (单位: 百万) 与 Brent 油价变化 (单位: 美元/桶)



资料来源: 中投证券研究所

成品油价格受到多种因素的影响，同时也影响着下游消费习惯，因此既需要从供需平衡角度定价，也需要考虑到政策性因素对消费端的调节，我们认为成品油定价机制的改革需要 (1) 理顺价格，确保供给 (2) 以税费调节需求端为主 (3) 建立成品油战略储备，尽量抹平价格大幅波动期间可能出现的供需失衡。

图 22 影响成品油价格的众多因素



资料来源: 中投证券研究所

成品油定价机制改革方向:

- (1) 要缩短调整时间间隔, 目前有缩减为 10 天的提法;
- (2) 减少调整幅度;
- (3) 最终达到国内价格调整时间和幅度与国际同步;
- (4) 在一定区间内, 企业拥有自主定价权。

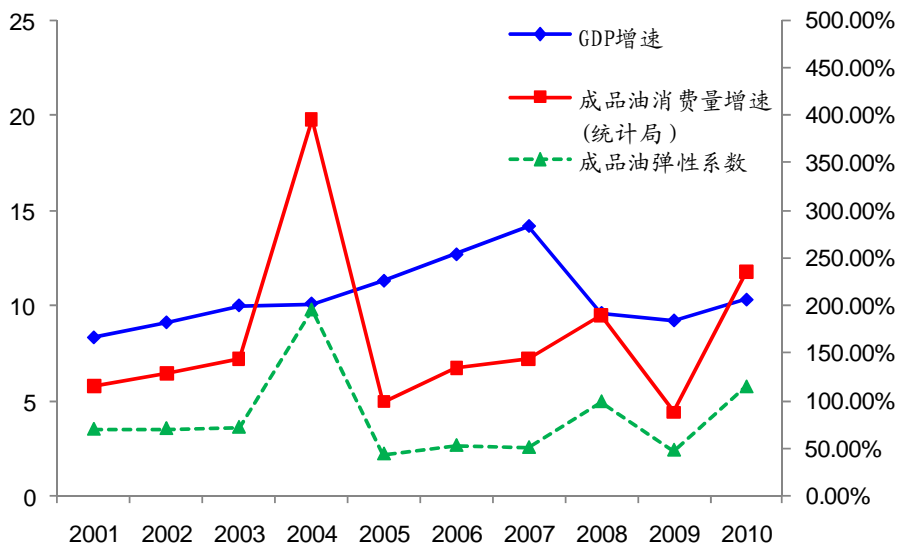
由此, 我们认为市场化的定价改革方向是理顺供需的必然途径, 保证盈利空间将增强炼油企业生产积极性, 中石化炼油板块将迎来利好, 市场也将重新评估板块价值。

五、业务分析: 营销与分销

5.1 国内成品油供需分析

成品油弹性系数(消费量增速与 GDP 增速比值, 下图绿色虚线)是反映 GDP 增长对成品油消费拉动效应的指标, 除了 2004 年因非典结束恢复性反弹, 弹性系数一直维持在 1 以下, 其中 2008 年因奥运会因素增加、2010 年因工业建筑投资大幅增长, 出现了高点, 2010 年弹性系数超过了 1, 我们认为未来此系数在没有突发事件的情况下维持在 1 以下并逐步走低, 是大概率事件。

图 23 中国成品油消费增速与 GDP 增速对比



资料来源: wind、国家统计局、中投证券研究所

由于成品油弹性系数趋于减小, 因此我们在乐观情境下假设弹性系数为 1, 进而考虑车辆增速等指标, 对成品油的需求量进行了预测, 详见表 7。

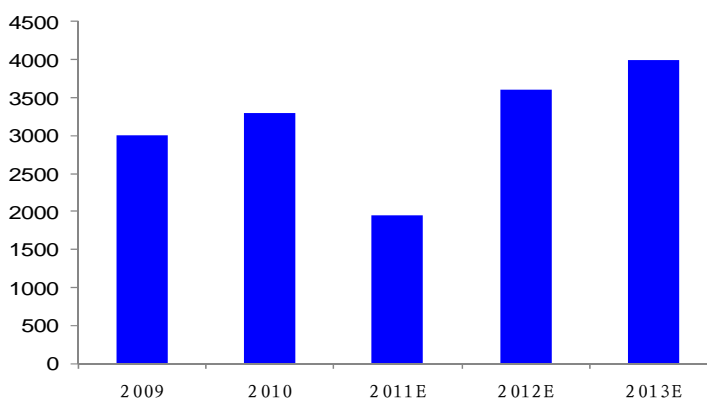
需求端来看, 汽车保有量的增加将对需求形成较强的支撑, 柴油车增速由于大规模的工业建设趋缓将在 12 年后增速减少, 煤油需求将由于航空业的高速发展而加速, 整体来看, 预计成品油增速与 GDP 增速同步 (即假设弹性系数为 1)。

表 7 中国成品油需求预测表 (单位: 万吨)

	单位	2010	2011E	2012E	2013E
汽油					
汽车销量	万辆	1806.19	1986.809	2165.622	2338.872
汽车销量增速	%	32.37%	10%	9%	8%
民间汽车拥有量	万辆	7796.4	9485.188	11325.97	13314.01
保有量增速	%	24.13%	19.46%	17.10%	15.34%
单车耗油同比	%		-6%	-5%	-4%
汽油需求增速	%		14%	12%	12%
汽油需求	万吨	7118	8149.37	9157.31	10217
柴油					
车辆用增速	%		10%	8%	8%
农业用增速	%		3%	3%	3%
其他用增速	%		8%	8%	8%
车辆用量	万吨	7982	8780	9483	10241
农业用量	万吨	2825	2910	2997	3087
其他用量	万吨	4953	5349	5777	6239
柴油需求	亿吨	1.576	1.70	1.83	1.96
煤油					
增速	%		9%	11%	13%
煤油需求总量	万吨	1743	1899	2108	2383
成品油需求合计	亿吨	2.46	2.71	2.95	3.22

资料来源: 中投证券研究所

图 24 中国炼油能力增长量 (单位: 万吨)



资料来源: 中投证券研究所

供给上来看, 按照 55%的成品油收率来看, 12、13 年新增产能能够满足新增需求, 11 年需要提高原油炼油能力开工率 3%才能够满足需求。不过, 整体上看, 供需能够保持平衡, 但存在结构性和阶段性的短缺。

表 8 中国成品油供需预测 (单位: 万吨)

	2008	2010	2015
汽油	5	-287	-400
柴油	-562	87	300
煤油	-115	100	100

资料来源: 国际石油经济、中投证券研究所

2001-2010 年, 汽油消费年均增速在 7.5%, 柴油消费年均增长 8.58%。但由于乘用车保有量结构变化、工业施工项目阶段性暴增等因素, 汽油柴油在历年增长并不相同, 由此导致的结构性短缺仍时有发生, 尤其是 2010 年以前的柴油短缺, 以及未来几年可能发生汽油短缺。当然, 汽柴油消费需求的差异仍然在生产装置汽柴比可调节的范围内, 更多需要关注的是企业对市场的变化反应是否及时, 即政策层面有无约束和价格传导是否顺畅。

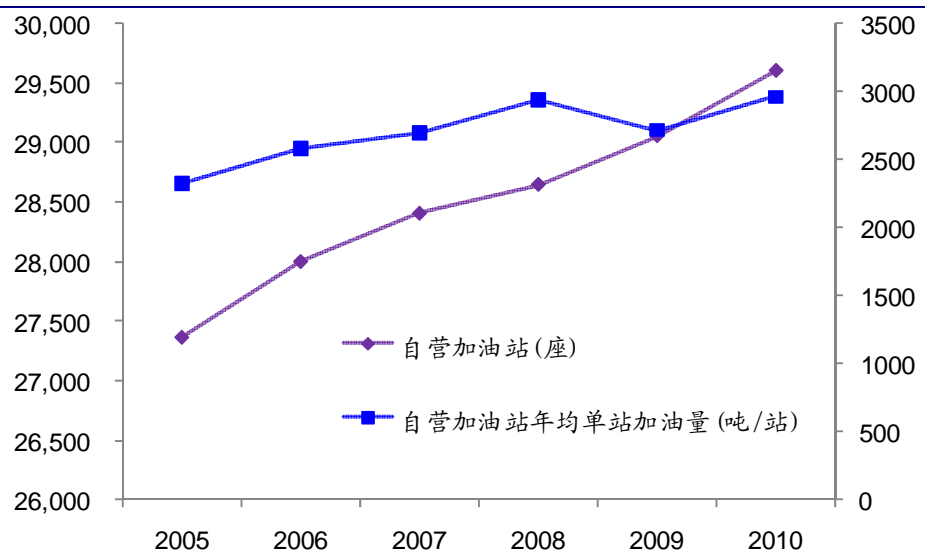
预计 2011-2015 年, 中国的成品油市场将由目前的少量缺口转为基本平衡, 品种上的供需平衡差异可以通过炼厂生产装置的转换进行调节, 国内生产基本能够满足需求的增长。

5.2 中石化销售业务盈利增长点

(1) 成品油销售量稳步增长十分确定

公司自营加油站数量维持稳定, 说明在国内市场的布局基本完成; 单站加油量逐年攀升, 有这样几个结论: 1 是成品油消费逐年攀升, 公司加油站利用率提升; 2 是单站加油量上升速度远高于成品油表观消费量上升, 说明公司营运能力不断增强, 市场占有率逐年攀升; 3 是单站加油量攀升速度持续稳定, 说明未来公司依然有后劲。两方面综合, 我们认为公司成品油销售量增长十分确定, 板块盈利能力将增强。

图 25 中石化自营加油站数量 (左坐标) 维持稳定、单站加油量 (右坐标) 逐年攀升



资料来源: 中投证券研究所

(2) 成品油标准逐年提高，公司将持续提升竞争力

“十一五”期间 93#汽油已经取代 90#汽油成为消费的主要品种，广东、上海、北京等地区甚至已经基本看不到 90#汽油销售。以奥运会、世博会和亚运会为契机，北京、上海、广州、深圳等城市先后提前实施国 III、国 IV 汽柴油标准。上海跨度更大，在世博会前没有经过国 III 标准的过渡，一步由国 II 跨到国 IV 标准，而北京正在谋划在公交等领域提前实施国 V 标准。

按照国家燃油质量升级的总体部署，从 2010 年初开始，汽油标准在全国范围内已陆续由国 II 标准升级为国 III 标准。柴油方面，截至 2010 年底，国 III 以上柴油占国内柴油消费总量的比例已经达到 10% 左右。到 2011 年下半年，车用柴油也将完成由国 II 标准到国 III 标准的升级转换。

在环境保护的大背景下，国家会稳步推进成品油质量升级，成品油质量升级稳步推进也是对于炼油企业的一次考验，中石化在技术和产量上无疑将是受益者，增加盈利能力强的高端产品比重也会保持公司成品油销售板块盈利的稳步增长。

(3) 非油品业务飞速发展

加油站非油品业务指的是加油站所经营的、除成品油外的业务，包括便利店、餐饮、洗车、修车、换油、汽配销售、广告代理、电话、通讯服务、银行取款机、彩票销售、自动售货机、空车配货、化肥和农业生产资料销售等。

市场竞争加剧，油品同质化，国内成品油批发、零售业务已经发开，在加油站自身业务低壁垒的情况下，扩展加油站的服务功能，延伸产品链，形成品牌特色就显得十分重要。品牌化的连锁经营既是低成本经营的需要，又是推广品牌的有效途径。随着技术进步和油品资源的日益同质化，产品质量将逐渐丧失差异化竞争优势，而品牌网络连锁累计优惠经营将成为吸引和保留客户的重要途径。

表 9 国外加油站便利店发展历程

	发展初期	快速发展期	成熟期
美国	20 世纪 50~70 年代，非油品业务多样化、没有精细化布局和管理	20 世纪 70~90 年代，非油品业务多元化、精细化布局和管理成为服务站	90 年代至今，服务区向更大的社区模式发展，品牌化
日本	20 世纪 60 年代起，开启多元化服务	由于国情限制，非油产品销售以轮胎、电瓶和汽车零部件的服务为主	90 年代后，非油品业务也逐渐成为加油站的主要利润来源
欧洲	20 世纪 70 年代起，引入大型零售商开始超市式服务	90 年代后，非油品业务盈利空间巨大，开始出现油公司自己的便利店品牌	

资料来源：中国石化、中投证券研究所

中石化非油品业务发展迅猛，2010 年非油品营业收入同比增长 90%，拥有 1.6 万座加油站便利店，麦当劳、肯德基的品牌快餐厅也已在 15 个省市的加油站相继营业，此外汽服、彩票销售等项目也在快速扩展中，中石化的加油站正在逐步发展成为车主的综合服务平台。我们认为其非油品业务经过前期的布局，未来 5 年仍是高速发展阶段，05-10 年的复合年均增速在 27%，未来 5 年有望继续保持这一增长速度。

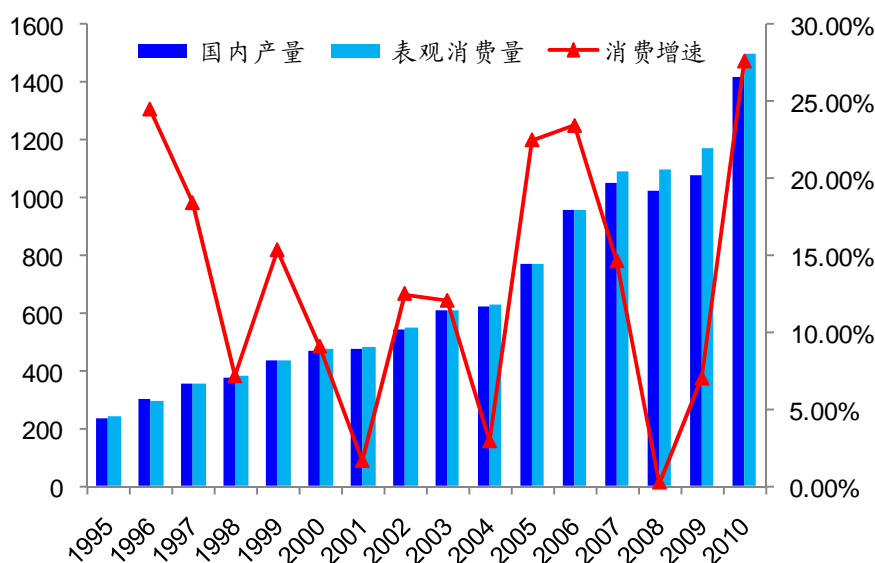
六、业务分析：化工

6.1 国内化工品供需分析

(一) 乙烯

国内乙烯消费主要集中在聚乙烯、环氧乙烷、乙二醇、苯乙烯和聚氯乙烯等方面，产业链渗透到纺织、服装、汽车、电子、建材、塑料和化工等绝大多数行业，随着国民生活质量的提高，特别是消费结构、城镇化等因素的驱动，我国乙烯需求不断增加，2010-2015年，我国乙烯需求增速仍将保持一定的增速，估计2010-2012年增速在5%左右，2013-2015年增速为5%~7%。

图 26 中国乙烯消费增长 (单位: 万吨)



资料来源：中投证券研究所

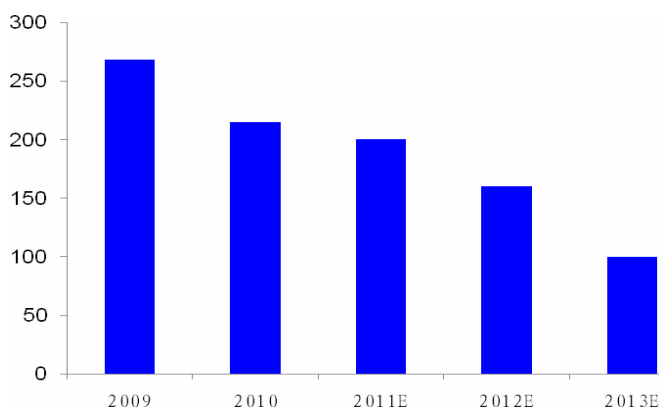
表 10 中国大陆 2005-2010 年乙烯产能历年变化 (单位: 万吨)

序号	生产企业	2005	2006	2007	2008	2009	2010	投产年
1	燕山石化	71	71	71	71	71	71	1976
2	北京东方石化	15	15	15	15	15	15	1996
3	上海石化 1 号	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	1976
4	上海石化 2 号	70	70	70	70	70	70	1989
5	齐鲁石化	72	80	80	80	80	80	1987
6	扬子石化	65	70	70	70	70	70	1987
7	天津石化	20	20	20	20	20	20	1995
8	天津石化						100	2010-01
9	茂名石化	36	100	100	100	100	100	1996
10	中原石化	18	18	18	18	18	18	1996

序号	生产企业	2005	2006	2007	2008	2009	2010	投产年
11	广州石化	21	21	21	21	21	21	1997
12	南京扬巴乙烯	60	60	60	60	60	60	2005
13	上海赛科石化	90	90	90	90	119	119	2005/2009
14	福建联合石油化工					80	80	2009
15	镇海炼化						100	2010-04
中国石化合计		552.5	629.5	629.5	629.5	737.5	937.5	
16	兰州石化	24	70	70	70	70	70	1975
17	辽阳石化	12	12	20	20	20	20	1980
18	大庆石化	60	60	60	60	60	60	2004
19	抚顺石化	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4	1991
20	独山子石化	22	22	22	22	22	22	1995
21	独山子石化					100	100	2009-09
22	吉林石化聚乙烯厂	70	70	70	70	70	70	1996
23	吉林石化有机厂	15	15	15	15	15	15	1982
中国石油合计		217.4	263.4	271.4	271.4	371.4	371.4	
24	壳牌/中海油乙烯		80	80	80	80	95	2006/2010-07
中国海洋石油合计		80	80	80	80	95		
25	辽宁华锦化工集团	16	16	16	16	61	61	1990/2009-10
26	沈阳石蜡化工有限公司				15	30	30	2008/2009
地方企业合计		16	16	16	31	91	91	
全国合计		785.9	988.9	996.9	1011.9	1279.9	1494.9	
装置平均规模		39.3	47.1	47.5	46	50.8	55.37	

资料来源：中外能源、中投证券研究所

图 26 国内乙烯产能的增长情况 (单位: 万吨)



资料来源：中投证券研究所

整体而言，乙烯未来几年仍将是供小于求的局面，原料轻质化和多样化是行业的一个趋势，盈利空间能够得到有力的保证。

(二) 三大合成材料

(1) 合成树脂

“十二五”期间：聚烯烃树脂在增加产量的同时，要从通用型向专用型和高档化发展。推动关键设备国产化，研发新的聚合技术和新型高效催化剂。

表 11 我国 5 大合成树脂现状及预测需求增速

	生产厂家	2010 年底产能 (万吨)	2010 年需求 (万吨)	2011 年产能增速
PE	20 多家	1025	1688	10.4%
PP	80 多家	1194	1382	9.3%
PVC	94 家	2043	1232	12.3%
PS	40 多家	472	450	-
ABS	10 多家	282	390	29.8%

资料来源：中投证券研究所

(2) 合成橡胶

2010 年新增产能 32 万吨，全国主要合成橡胶装置生产能力达 282.5 万吨。2010 年全国主要合成橡胶产量 241 万吨(不包括胶乳和其他特种合成橡胶)，比 2009 年增加 43 万吨，同比增长 21.8%。2010 年全国合成橡胶表观消费总量为 373 万吨，同比增长 11.9%，其中七大基本胶种表观消费量为 285 万吨，同比增长 8.8%。

市场占有率：中石化占 50%，中石油占 26%，其他企业占 24%。

“十二五”期间：加快丁基橡胶（特别是卤化丁基橡胶）、乙丙橡胶和异戊橡胶工业化的技术、设备开发。加快特种橡胶的开发和生产。发展苯乙烯类嵌段共聚橡胶 SIS 和 SEBS 等产品，增加专用产品比例。发展有利于提高橡胶工业产品品质、档次的合成橡胶新产品，增加粉末橡胶、液体橡胶等专用品种和产量。

表 12 我国 8 大合成橡胶现状及预测增速

	2010 年产能 (万吨)	2010 年产量 (万吨)	2011 年产能增速
丁苯橡胶 (SBR)	104.7	94	19.4%
顺丁橡胶 (BR)	67.3	64.9	36.5%
异戊橡胶 (IR)	1.5	约 0.3	200%
氯丁橡胶 (CR)	8.8	约 6	-
丁苯热塑性弹性体 (SBCs)	69	62.9	-
乙丙橡胶 (EPR)	4.5	约 2	100%
丁基橡胶 (IIR)	7.5	4.2	66.7%
丁腈橡胶 (NBR)	10	8	-

资料来源：中投证券研究所

2011 年国内将继续新增合成橡胶装置能力 55 万吨，年内计划建成投产装置有：宁波顺泽橡胶有限公司的 5 万吨丁腈橡胶、天津陆港石油橡胶有限公司的 10 万吨丁苯橡胶、福建福橡化工公司的 10 万吨的丁苯橡胶和 5 万吨的丁二

烯橡胶、中国石油抚顺石化公司的 20 万吨丁苯橡胶以及新疆天利高新有限公司的 5 万吨的丁二烯橡胶等。

目前，从国内市场需求上来看，丁基橡胶和丁二烯橡胶的国内消费量增长率高于国内生产量的增长，表现为进口量的更大增长，其中，丁基橡胶装置国内市场满足率 2009 年只达到 15.5%，发展空间非常大。

异戊橡胶的市场定位是取代天然橡胶，我国是目前世界上天然橡胶消费量和进口量最大的国家，2009 年消费量 235 万吨进口量达 171 万吨，若用异戊橡胶替代 20% 的天然橡胶，我国异戊橡胶的潜在需求量达 40 万吨以上，目前异戊橡胶进口远大于自产。而我国异戊橡胶生产装置只有 2010 年刚刚投产的茂名石化公司(产能 1.5 万吨)1 套装置，发展前景十分广阔。

聚丁二烯、丁基橡胶和卤化丁基橡胶生产未来将吃紧，至少未来 5 年，聚丁二烯供应将出现短缺。轮胎品牌的增加和发达地区轮胎产量的日益增长，将推动对合成橡胶的需求。

(3) 合成纤维

“十二五”期间：提高通用型纤维的质量，重点发展高附加值的差别化纤维和多纤材料，提高功能性纤维的比例。大力发展特种合成纤维。加快己内酰胺、丙烯腈、乙二醇等装置的技术改造，增加碳纤聚丙烯腈原丝的供应。对二甲苯(PX)力争自给率达到 85% 左右。

表 13 全球合成纤维的增长速度

	2000-2010 年年均	2010-2020 年年均	中国产能占比
聚酯长丝	7.9%	7.7%	85%
聚酯短纤	5.5%	5.8%	
腈纶	4%	<1%	32%
锦纶	<0.5%	2%	约 40% (含台湾)

资料来源：Tecnon OrbiChem、中投证券研究所

6.2 中石化化工业务发展方向

(1) 化工品市场份额仍有上升空间

表 14 中石化相关产品产量数据及市场占有率情况

产品	2006	2007	2008	2009	2010	2010 年市场占有率
乙烯	633	669	646	671	919	67%
丙烯	565	617	613	634	753	69%
合成树脂	968	1,063	1,026	1,091	1,340	31%
聚乙烯	411	450	447	477	620	63%
低密度聚乙烯	122	128	141	142	138	-
线性低密度聚乙烯	145	155	139	160	242	-
高密度聚乙烯	145	165	166	173	236	-
聚丙烯	366	413	407	440	520	56%
聚苯乙烯	57	64	58	63	69	52%
聚氯乙烯	72	67	57	51	60	5%
合成橡胶	91	107	108	117	129	42%
顺丁橡胶	33	33	32	33	36	56%

丁苯橡胶	24	38	42	43	53	56.4%
丁基橡胶	4	4	4	4	4	100%
SBS 热塑性弹性体	29	30	28	34	33	约 50%
合成纤维原料	452	523	472	507	597	-
精对苯二甲酸	284	334	289	329	338	27%
丙烯腈	53	54	49	50	57	45%
乙二醇	98	114	109	105	171	43%
己内酰胺	18	18	19	18	29	59%
合成纤维聚合物	285	291	267	305	326	-
聚酯	266	274	251	291	305	约 11%
聚乙烯醇	13	13	12	10	13	26%
合成纤维	152	144	127	131	141	5%
涤纶	113	106	94	99	108	4%
腈纶	37	36	31	30	31	47%
合成氨	109	114	124	135	119	2%
氮肥 (折合氮 100%)	89	86	89	93	71	约 2%
尿素 (实物量)	161	156	165	175	122	约 5%

*2010 年中石化产量/2010 年国内产量

资料来源：中石化、CEIC、发改委、中投证券研究所

中石化未来依靠技术和管理提升，装置将继续大型化，平均产能将逐年增长，单吨能耗将逐年降低，新增装置在市场中有较强的竞争优势，市场份额仍有上升空间。

(2) 依靠技术进步提高原料和产品“差别化率”或者多样化

差别化率是化纤行业常用的指标，指某一产品的型号多样性，即增加了附加值的通用产品。中石化作为化工品生产的龙头企业，提供大宗品、通用产品是产业链布局过程的必要阶段，但随着产业链的延伸、产业结构的升级，追求更多的产品附加值，抵御大宗品价格波动压缩盈利空间带来的利润减少风险，将上游原料和下游产品“差别化”，根据市场经济可行情况利用新原料，根据客户需求增加新型号、增添新产品，也是必要的措施。

特别的是烯烃原料多元化

原料替代已提上议事日程，甲醇制烯烃、重油催化热裂解制乙烯、乙醇脱水制乙烯等工艺技术路线面临发展机遇。

炼化企业中乙烯裂解轻油用量很大，100 万吨乙烯轻油用量需 300 万吨左右，要有 1000 万吨年原油加工能力来保证乙烯裂解原料的平衡。煤制烯烃通过“煤气化-醇醚-甲醇-乙烯、丙烯”，将开辟一条新的资源获取烯烃的途径。

由煤气化所得的合成气净化后制甲醇，其合成技术不断进步，单套规模可达百万吨级以上，成本大幅降低，为煤炭替代石油向石油化工延伸提供了良好的技术支持。

煤制烯烃和石脑油裂解制烯烃技术路线相比较，在经济上的竞争力取决于甲醇的成本。随着技术的进步和装置大型化，甲醇生产的成本将会降低，使甲醇转化成烯烃在经济上将具有竞争能力。

2010 年，新一代甲醇制烯烃 (DMTO-II) 技术许可合同在北京签订，标志着 DMTO-II 工业化示范项目——陕西煤业化工集团有限责任公司与中国长江三峡集团公司合作建设的 70 万吨煤制烯烃项目正式启动。此外，由中国石

化上海石油化工研究院和中国石化 SEI 工程公司共同开发的 100 吨/天的甲醇制乙烯技术 (SMTO) 已在燕山石化取得示范成功, 采用该技术的首套 60 万吨甲醇制乙烯工业化装置已在中国石化中原乙烯化工有限责任公司建成。

重油催化热裂解制乙烯也实现了工业化。由中国石化石油化工研究院开发的重油催化热裂解制乙烯技术 (CPP) 完成了工业化试验, 首套 50 万吨 CPP 工业化装置已于 2009 年 8 月在中国蓝星沈阳石蜡化工有限公司建成投产。

七、中石化“十二五”目标及投资价值

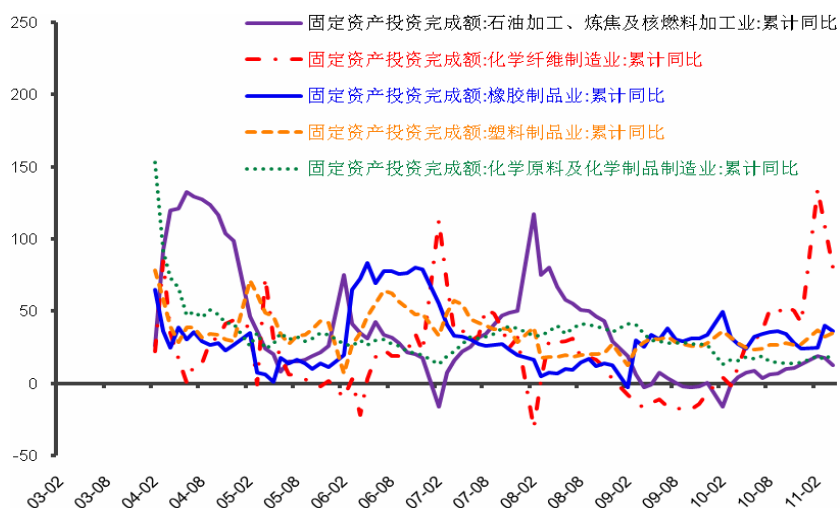
中石化“十二五”发展规划的主要目标是: 2015 年境内原油产量达到 4350-4500 万吨、天然气产量达到 200-240 亿立方米; 原油加工量达到 2.55 亿吨; 境内成品油经营量达到 1.7 亿吨以上, 终端销售比例超过 80%; 成品油产量达到 1.56 亿吨; 乙烯生产能力达到 1250-1350 万吨, 化工产品经营总量达到 5500-6000 万吨。

表 15 中石化业务量在“十二五”期间的增速

	2011 年计划值	年均增长速度	5 年累计增速
原油产量 (万吨)	4559	-1.2%~-0.3%	-4.6%~-1.3%
天然气产量 (亿立方米)	141	9.1%~14.2%	41.8%~70.2%
原油加工量 (亿吨)	2.22	3.5%	14.9%
境内成品油经营 (亿吨)	1.47	3.7%	15.6%
其中, 终端销售占比	80%	9.4%	43.2%
成品油产量 (亿吨)	1.32	4.3%	18.2%
乙烯 (万吨)	985	6.1%~8.2%	26.9%~37.2%

资料来源: 中投证券研究所

图 27 国内石化化工的投资累计同比增速 (单位: %)



资料来源: wind、中投证券研究所

表 16 石化化工上市公司 ROE 情况对比

申万二级	2007	2008	2009	2010
化工新材料 II	22.32%	15.33%	8.69%	14.67%
化学纤维	5.63%	-6.46%	5.81%	9.41%
化学原料	11.59%	-0.96%	-6.73%	10.25%
化学制品	17.75%	17.76%	10.56%	8.07%
石油化工	10.49%	5.98%	16.47%	17.90%
塑料 II	10.49%	-0.49%	9.96%	13.25%

资料来源: wind、中投证券研究所

中石化原油外购比例达到 80%，未来 5 年可能上升到 82.5%，销售的成品油需要外购 20%，未来 5 年基本保持不变。在当前成品油定价机制和税费机制下，原油价格越高，勘探与开发盈利越多，炼油亏损越多，而成品油销售的盈利空间基本能够维持稳定，化工品销售则由当时的市场供需决定盈利空间的大小。尤其是原油价格快速升高，炼油板块将大幅亏损，相反，原油价格快速下跌，炼油板块也将获得额外盈利。总体而言，中石化在原油价格维持稳定或者快速下跌，且价格位于炼油盈亏平衡点以下（目前是 105 美元），盈利能力将充分显现，是合适的投资时点。

我们认为中石化在未来的 5 年里，产能增长和销售量增长是相对确定的，对比每项业务的行业增速而言，公司给出的增长目标略显保守。从整个石化化工行业的投资增速上看，石化投资增速明显放缓，石化下游的橡胶、化纤和塑料投资增速仍较平稳，由此未来供给将向紧缩方向发展，石化产品盈利空间有望在这一轮周期里逐步增长。从净资产回报率上看，石油化工的收益与油价固然密不可分，但也可看出，行业公司已经将前期投资很好地消化，资产经营状态良好。若考虑成品油定价机制的改革，公司业绩将更为向好。

八、业绩预测

勘探与开采		2009	2010	2011E	2012E	2013E
价格						
WTI	美元/桶	61.92	79.45	95.00	95.00	95.00
Brent		61.67	79.50	105.00	105.00	105.00
实现油价	元/吨	2303.00	3349.00	4118.89	4055.52	3992.15
实现油价	美元/桶	47.50	71.22	89.25	89.25	89.25
折价率(对 Brent)		77%	90%	85%	85%	85%
天然气价格	元/千立方米	933.00	1155.00	1200.00	1200.00	1200.00
美元汇率		6.83	6.62	6.50	6.40	6.30
产品						
原油生产	万吨	4978.47	4970.70	4960.00	4960.00	4960.00
原油销售	万吨	4024.00	4388.00	4385.31	4385.31	4385.31
销售比例(含部门间)		87%	95%	95%	95%	95%
天然气生产	亿立方米	84.68	125.00	141.00	156.00	172.00
天然气销售	亿立方米	70.30	110.60	126.90	140.40	154.80
销售比例(含部门间)		83%	88%	90%	90%	90%

生产油气总计	百万吨油当量	5660.28	5977.18	6095.27	6216.04	6344.86
成本和费用						
生产成本	元/吨	643	674	690	710	730
石油特别收益金	美元/桶	1.63	9.99	17.20	17.20	17.20
收益表						
销售收入	百万元	106350	168715	197546	196567	195708
其他经营收入	百万元	17485	18430	18000	18000	18000
经营收入	百万元	123835	187145	215546	214567	213708
经营费用	百万元	104191	139,996	150141	153556	157388
其中：生产成本	百万元	36373	40286	42057	44134	46318
勘探费用	百万元	10500	11000	11500	12000	12500
石油特别权利金	百万元	3924	23348	39371	38766	38160
经营利润	百万元	19644	47149	65405	61012	56321

炼油		2009	2010	2011E	2012E	2013E
石油加工量						
原油一次加工能力	百万吨	218.00	236.00	239.00	253.00	268.00
原油加工量	百万吨	182.62	211.13	223.00	235.00	247.00
加工量增长率		7%	16%	6%	5%	5%
原油加工量（不含来料加工）	百万吨	167.08	198.52	209.68	220.96	232.25
收率						
汽油	百万吨	34.43	35.87	37.91	39.95	41.99
汽油收率		19%	17%	17%	17%	17%
柴油	百万吨	68.86	76.09	80.28	84.60	88.92
柴油收率		38%	36%	36%	36%	36%
煤油	百万吨	10.39	12.42	13.38	14.10	14.82
煤油收率		6%	6%	6%	6%	6%
轻油	百万吨	26.87	35.00	37.91	39.95	41.99
轻油收率		15%	17%	17%	17%	17%
销售量						
汽油	百万吨	31.34	32.70	37.15	39.15	41.15
柴油	百万吨	63.10	69.54	78.67	82.91	87.14
化工原料类	百万吨	26.99	34.26	37.91	39.95	41.99
其他精炼石油产品	百万吨	44.08	50.42	53.25	56.12	58.98
销售均价						
汽油	元/吨	5591	6581	7000	7000	7000
柴油	元/吨	4646	5554	6200	6200	6200
化工原料类	元/吨	3333	4574	6000	6000	6000
其他精炼石油产品	元/吨	3208	4114	5397	5397	5397
成本与毛利						
原油成本	元/吨	2911	3876	4876	4808	4739
现金操作成本	元/吨	136.00	139.70	145.00	145.00	145.00
炼油毛利	元/吨	309.00	290.50	55.64	113.70	172.52

收益表

销售收入	百万元	699662	965562	1262686	1330633	1398581
其他经营收入	百万元	3909	6015	6000	6000	6000
经营收入	百万元	703571	971577	1268686	1336633	1404581
经营费用	百万元	680494	955722	1294929	1351094	1405674
其中：原油及原料成本	百万元	547147	830950	1100559	1143819	1185227
炼油毛利	百万元	51628	57670	12408	26719	42613
加工费用	百万元	24836	29495	32335	34075	35815
消费税	百万元	85951	89918	94973	100084	105195
增值税	百万元	39443	43409	54746	60012	65546
资产减值	百万元	396	4902	1856	2385	3048
折旧、耗减和摊销	百万元	10350	11351	10460	10720	10844
经营利润	百万元	23077	15855	(26243)	(14461)	(1093)

成品油销售		2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售量						
总销售量	百万吨	124.02	140.49	139.06	142.91	147.15
增长率		1%	13%	-1%	3%	3%
汽油	千吨	39067	43511	47055	50911	55152
其中：零售	千吨	31474	35050	38555	42411	46652
配送	千吨	2377	2489	2500	2500	2500
批发	千吨	5216	5972	6000	6000	6000
柴油	千吨	82701	91257	92000	92000	92000
其中：零售	千吨	41941	46357	48000	48000	48000
配送	千吨	28143	29134	29000	29000	29000
批发	千吨	12617	15766	15000	15000	15000
煤油	千吨	11330	14770	16986	19533	22463
燃料油	千吨	17894	23424	24000	24000	24000
价格						
汽油						
其中：零售	元/吨	6540	7469	7900	7900	7700
配送	元/吨	5554	6424	7205	7251	7203
批发	元/吨	5687	6649	7242	7307	7283
柴油						
其中：零售	元/吨	5374	6243	7300	7300	7300
配送	元/吨	4844	5819	7077	7118	7080
批发	元/吨	4697	5560	6802	6878	6864
煤油	元/吨	3919	4759	6000	6000	6000
燃料油	元/吨	2952	3527	3600	3600	3600
单吨指标						
现金销售费用	元/吨	163.60	163.60	165	165	165
收益表						
销售收入(报表)	百万元	780789	1036158	1217795	1262675	1293816
其他经营收入	百万元	2302	4540	5766	7323	9300

经营收入	百万元	783091	1040698	1217795	1262675	1303116
经营费用	百万元	1009938	1174499	1205783	1009938	1250391
其中：采购费用	百万元	922720	1087627	1117183	922720	1160098
销售费用	百万元	22984	22944	23580	22984	24280
销售、一般及管理费用	百万元	27675	27393	28152	27675	28988
资产减值	百万元	1183	616	732	1183	844
折旧、耗减和摊销	百万元	28886	30000	30000	28886	30000
经营利润	百万元	6489	5919	6136	6489	6181

化工品销售		2009	2010	2011E	2012E	2013E
产量						
乙烯产量	千吨	6713	9059	10030	10500	11500
合纤单体及聚合物	千吨	7798	8864	9814	10274	11252
合成树脂	千吨	10287	12949	13668	14308	15671
合成纤维	千吨	1302	1393	1410	1476	1617
合成橡胶	千吨	884	967	1052	1101	1206
尿素	千吨	1752	1223	830	830	830
销售量						
基础有机化工品	千吨	16663	23339	25841	27051	29628
合纤单体及聚合物	千吨	8682	5820	6444	6746	7388
合成树脂	千吨	4692	9880	10429	10917	11957
合成纤维	千吨	1418	1512	1530	1602	1755
合成橡胶	千吨	1119	1223	1331	1393	1526
化肥	千吨	1769	1329	902	902	902
实现价格						
基础有机化工品	元/吨	4296	5547	7000	7000	7000
合纤单体及聚合物	元/吨	8073	8194	11000	11000	11000
合成树脂	元/吨	6519	9243	12000	12000	12000
合成纤维	元/吨	9140	11644	13000	13000	13000
合成橡胶	元/吨	11448	16435	18000	18000	18000
化肥	元/吨	1657	1641	1650	1650	1650
销售量增长率		17%	26%	8%	5%	9%
单吨指标						
乙烯现金操作成本	元/吨	1400	1400	1400	1400	1400
收益表						
销售收入	百万元	213860	321177	434243	453959	495909
其他销售收入	百万元	12897	12819	12000	12000	12000
其他收入	百万元	4597	6445	6000	6000	6000
经营收入	百万元	218457	327622	440243	459959	501909
经营费用	百万元	204842	312585	411135	428399	463764
其中：采购费用	百万元	111872	207179	300900	315000	345000
加工费用	百万元	9398	12683	14042	14700	16100
销售、一般及管理费用	百万元	28877	36243	39079	40874	44695
资产减值	百万元	3807	5121	3480	4136	4246

其他	百万元	42304	42511	45000	45000	45000
折旧、耗减和摊销	百万元	8584	8848	8635	8689	8724
经营利润	百万元	13615	15037	29107	31560	38144

本部及其他		2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营收入	百万元	521869	796789	678381	665680	713616
经营费用	百万元	524074	799131	680619	667941	715897
经营利润	百万元	(2205)	(2342)	(2238)	(2262)	(2281)

盈利预测表		2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营收益						
勘探	百万元	19644	47149	65405	61012	56321
炼油	百万元	23077	15855	(26243)	(14461)	(1093)
销售	百万元	30300	30760	43296	56892	52724
化工	百万元	13615	15037	29107	31560	38144
公司总部	百万元	(2205)	(2342)	(2238)	(2262)	(2281)
抵消部门收益	百万元	-	(1455)	-	-	-
经营收益合计	百万元	84431	105004	109328	132741	143815
融资成本净额	百万元	(7234)	(6974)	(6466)	(6891)	(6777)
投资收益及应占联营合营公司的损益	百万元	3371	5663	4517	5090	4804
除税前正常业务利润	百万元	80568	103693	107379	130939	141842
所得税	百万元	(16084)	(25689)	(26845)	(32735)	(35460)
除税后正常业务利润	百万元	64484	78004	80534	98204	106381
少数股东权益	百万元	2724	6204	4909	5557	5233
归属上市公司股东净利润	百万元	61760	71800	75625	92648	101149
股本	亿股	871	872	873	874	867
每股收益 (EPS)	百万元	0.71	0.82	0.87	1.06	1.17

九、投资建议

中石化是石化行业一体化综合性公司，覆盖上游资源勘探与开发、中游油气储运与炼制、下游成品油化工品销售，2010 年营业收入 1.91 万亿，占比 GDP 达到 4.8%。

买中石化的理由：

1、买中石化是买业务组合，可以用来分散风险，如果坚定地认为某一项业务会很好，只需要买这一业务盈利能力或者增长最好的即可，但如果不能够弄清楚什么业务最好，买组合分散风险是最佳的；

2、买中石化是买行业发展，石化是长周期行业，这与投资大、产能投放期较长有直接关系，也与经济周期密切相关，从投资上看 11 年之后的投资增速将回落，行业将进入新一轮的上升周期，经济增速虽然放缓，但增长转型需

要的消费提升会刺激石化下游行业的成长不减速（汽柴油、塑料、化肥、农药、化纤等等）；

3、买中石化是买长期稳定，中国石化随着中国经济的成长而成长，长期稳定的增长是建立在对中国经济持续增长的判断上，而作为大消费概念的上游，在石化周期渐渐上行的过程中，在国内市场定价机制不断完善的情况下，中国石化作为蓝筹中的优质公司，股息率已经达到 3%以上，对于追求长期稳定的投资者是十分好的投资标的。

4、买中石化是买机制调整，市场化是中国改革的方向，但这条路仍旧漫长，中石化作为国家控股公司，在石化这个特殊领域有着天然的竞争优势，一般认为充分市场化后国企将处于不利地位，但在石化这个领域则不是，国家石油公司在当今世界越来越显得重要和具有优势是大势所趋，因为石油是战略资源。市场化定价反而会大幅提升公司盈利的能力，国家机制调整的过程由紧到松，是逐步提升企业估值的过程。

我们认为公司 11-13 年的 EPS 分别为 0.87、1.06 和 1.25 元，对应目前股价的 PE 分别是 8X、7X 和 6X，考虑到国际综合石油公司的市盈率一般在 10~12 倍，我们给予公司 10 倍市盈率，目标价 8.70 元，给予推荐评级。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内

回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师。

宋哲建，中投证券研究所石油化工行业分析师，清华大学化工系学士、硕士，2011 年初加入中投证券。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434