

2011 年 12 月 26 日

中国获取海外石油资源的 31 个目标国和 25 家目标公司

——基于全球型本土化的中国资源全
周期战略布局研究系列报告之六

相关研究

- I 此前我们曾利用生产国与资源供给国形成供求循环（**Producer & Resource Supplier Cycle**）的模式，即 **P.R.C.** 模式，就能为中国经济未来增长提供所需资源的国家展开过研究。同样依据此模式，我们选取出 **31** 个能够为中国提供石油资源的国家和地区。
- I 经过加权可以计算出，中国获取每个国家石油的风险指数。我们将中国获取海外石油资源的风险划分为三个等级：绿色进入等级、黄色谨慎等级、红色规避等级。
- I 共有 **25** 家从事上游或综合油气业务的公司绿色区域国家注册并有普通股在全球上市，我们对其股权结构和产品销路进行研究；结果显示，这些公司的权益大多由当地机构和美欧机构持有，主营业务收入则主要来自本地。
- I 中国在获取海外石油资源的过程中，主要的竞争对手将来自六大私有跨国石油公司，即埃克森美孚、英国石油公司、壳牌石油公司、雪佛龙石油公司、康菲石油公司、道达尔石油公司。
- I 国企，特别是三大石油巨头（中石油、中石化、中海油）是中国获取海外石油资源的主体。根据 **IEA** 的统计，在一系列成功获取后，中国在海外拥有的石油份额已经从 **2009** 年的 **110** 万桶/日，增加到 **2010** 年一季度的 **136** 万桶/日。目前中国获取海外石油资源主要有三种方式：权益收购、贷款换石油、合作开发。

证券分析师

蒋健蓉 A0230511040021

jiangjr@swsresearch.com

研究支持

罗云峰

luoyf@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮

(8621) 23297484

zhongjin@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 **1%**，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

目 录

1. 31 个目标国和 25 家目标公司	3
1.1 中国获取海外石油资源的 31 个目标国	3
1.2 中国获取海外石油资源的三个风险等级	4
1.3 25 家目标公司	8
2. 六大跨国石油公司是中国获取海外石油资源的主要竞争对手	13
3. 中国获取海外石油资源的四类机构	15
3.1 四类机构获取海外石油资源的两大目的	15
3.2 国企是中国获取海外石油资源的主体	16
3.2.1 中石油海外业务介绍	18
3.2.2 中石化海外业务介绍	19
3.2.3 中海油海外业务介绍	19
3.2.4 中化集团海外业务介绍	19
3.3 中国获取海外石油资源的三种方式	19

图表目录

图 1: GPI 指数综合反映一国政治、经济、社会风险	6
图 2: 康菲 2011 年勘探开发活动	15
图 3: 中国机构获取海外石油资源的目的	16
图 4: 三大石油巨头与中国政府的关系	17
图 5: 中国海外石油权益中石油出口国所占的比重 (2010 年一季度) ...	18
表 1: 31 个 P.R.C. 模式石油资源供给国	4
表 2: 各个石油资源供给国的获取风险	5
表 3: 各个风险指标的定义、处理和权数的确定	7
表 4: 中国介入各国石油资源的风险指数	8
表 5: 在绿色区域注册相关上市公司的股权结构和产品销路	9
表 6: 六大私有跨国公司及中国三大石油公司综合排名 (2009 年)	13
表 7: 六大私有跨国公司主要业务全球分布	14
表 8: 介入海外石油资源的投资方式	20
表 9: 介入海外石油资源的合作方式	21
表 10: 不同地区产品分成合同比较	22

本报告分为三个部分：第一部分，用 **P.R.C.** 模式选出可供中国获取石油的海外目标国家，根据一系列指标对中国获取的风险进行分级，并对在最低获取风险国家注册上市的主要石油公司进行介绍；第二部分，重点介绍国际上的几大跨国石油公司，他们是中国获取海外石油资源的主要竞争对手；第三部分，重点介绍中国获取海外石油资源的机构——专业投资机构、政策银行、国企、私企；以及这些机构获取海外石油资源的目的和方式。

1. 31 个目标国和 25 家目标公司

1.1 中国获取海外石油资源的 31 个目标国

此前我们曾利用生产国与资源供给国形成供求循环 (**Producer & Resource Supplier Cycle**) 的模式，即 **P.R.C.** 模式，就能为中国经济未来增长提供所需资源的国家展开过研究。同样依据此模式，我们选取能够为中国提供石油资源的国家和地区。我们认为，作为 **P.R.C.** 模式中的石油资源供给国，应当同时满足以下三个标准：石油资源储量丰富；石油净产出量（产出量减去消费量）较大；石油储产比较大。据此我们挑选出 **30** 个国家。此外，我们认为，还有必要加入巴西，虽然巴西石油净产出持续为负；加入巴西的主要原因是，巴西海上石油资源非常丰富，石油供需缺口从 **20** 世纪 **90** 年代末开始不断减小，今后有望成为重要的石油出口国。最终我们选定的目标国共有 **31** 个。

表 1: 31 个 P.R.C. 模式石油资源供给国

地区	国家	2010 年石油储量（十亿桶）	2010 年石油净产出（千桶/日）	2010 年储产比(年)
北美	加拿大	32.1	1061	26.3
	墨西哥	11.4	964	10.6
中南美	阿根廷	2.5	94	10.6
	巴西	14.2	-467	18.3
	哥伦比亚	1.9	563	6.5
	厄瓜多尔	6.2	269	34.1
	委内瑞拉	211.2	1706	234.2
欧洲和 欧亚大陆	阿塞拜疆	7.0	964	18.5
	哈萨克斯坦	39.8	1495	62.1
	挪威	6.7	1898	8.5
	俄罗斯	77.4	7071	20.6
中东	伊朗	137.0	2446	88.4
	伊拉克	137.0	2460	128.1
	科威特	101.5	2095	110.9
	阿曼	5.5	865	17.4
	卡塔尔	25.9	1349	45.2
	沙特	264.5	7195	72.4
	叙利亚	2.5	385	17.8
	阿联酋	97.8	2167	94.1
	也门	2.7	264	27.7
非洲	阿尔及利亚	12.2	1482	18.5
	安哥拉	13.5	1851	20.0
	乍得	1.5	122	33.7
	刚果	1.9	292	18.2
	赤道几内亚	1.7	274	17.1
	加蓬	3.7	245	41.2
	利比亚	46.4	1659	76.7
	尼日利亚	37.2	2402	42.4
	苏丹	6.7	486	37.8
亚太	马来西亚	5.8	160	22.2
	越南	4.4	32	32.6

资料来源：BP，申万研究

1.2 中国获取海外石油资源的三个风险等级

以上我们主要是从自然资源的角度，基于各国的石油资源和供需水平提出了可供中国获取的目标国。但在实际操作中，我们还需综合考虑其他诸多风险；我们将其这些风险主要分为四类，即政治风险、经济风险、社会风险、技术风险。其中，政治风险、经济风险、社会风险是从宏观层面考虑的风险，反映了获取的可行性；而技术风险则从微观层面分析了，获取者的盈利能力。我们在这里的分析主要集中在可行性分析上。

表 2：各个石油资源供给国的获取风险

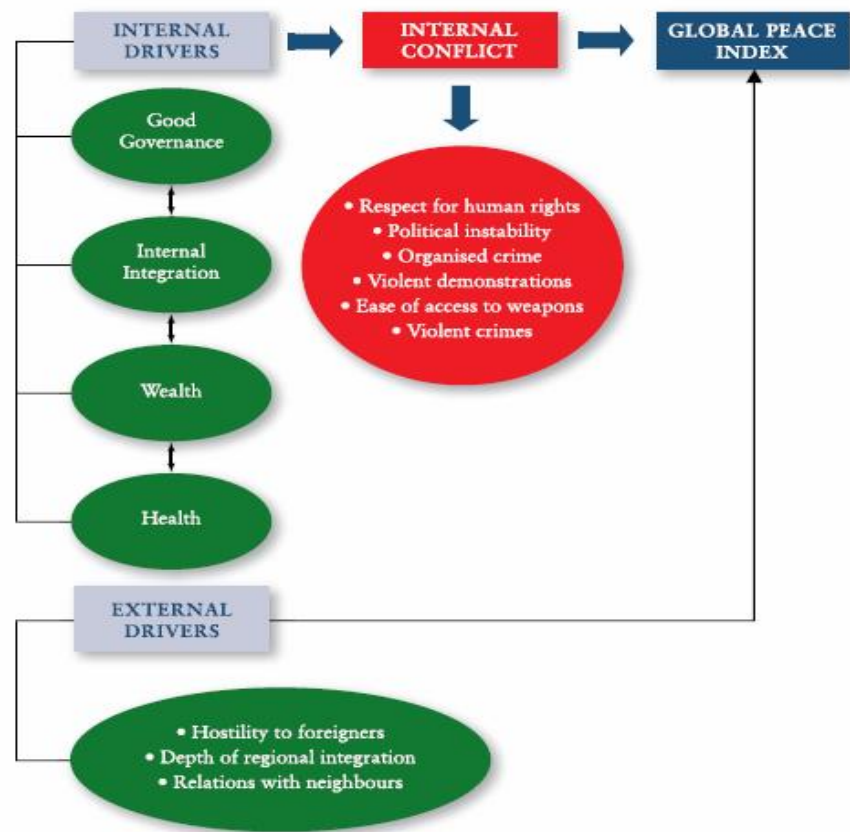
介入海外石油的风险因素	宏观风险	自然风险	石油禀赋 自身供需缺口
		政治风险	国内外争端 国际关系 恐怖袭击 人权状况 政治、社会稳定 政府腐败程度
		经济风险	富裕程度 受教育程度 对外开放程度 技术水平 基础设施
		社会风险	宗教 文化 价值观 社会包容性和对外的接受程度 法律
	微观风险	技术风险	在考虑市场、技术、环保、税费、汇率、融资等多项条件下的盈利情况

资料来源：申万研究

首先，我们排除有法律规定石油上游不对外合作的国家——沙特、科威特、墨西哥。不过，我们认为，无论是合作还是不合作都不会是永远的。科威特已经开始出现要向国外投资者打开石油上游合作大门的意向，科威特石油部长正在积极争取服务合同模式得到立法机构通过。道达尔正在努力就上游石油勘探开发合作事宜与墨西哥政府进行磋商。雪佛龙已经在沙特和科威特之间的 **Partitioned** 区域开展石油生产作业。**2004** 年，中石化与沙特阿美石油公司一道与沙特石油部签署了开发鲁卜哈利盆地 **B** 区块上游石油的协议；这块面积约 **4** 万平方公里的油田，位于沙特的东北部，是沙特 **25** 年来首次对海外投资者开放的三块油气田中的一块。我们将密切关注这类情况，并对相关结论进行调整。

在风险因素确定后，我们要进行的是选取指标，进一步将这些风险因素量化。这一任务非常艰巨，幸运的是，我们拥有世界和平指数（**GPI**）这一指标。**GPI** 由总部位于澳大利亚的国际研究机构“经济和平研究所”每年公布一次，该指数对国内外争端、恐怖袭击危险性、人权状况、政治稳定性等 **23** 个项目进行量化排序，从而较好的反映了我们设定的政治风险。更为重要的是，经济和平研究所的研究显示，该指数还与我们设定的经济风险和社会风险中的指标高度相关。因此，我们将 **GPI** 用作我们衡量宏观风险的重要指标。

图 1: GPI 指数综合反映一国政治、经济、社会风险



资料来源：经济和平研究所

此外，由于我们考虑的是中国获取海外石油的风险，因此，还需加入一些其他指标：第一，该国与中国的关系，两国关系越融洽，中国获取的风险越小，用两国进出口总量和中国对该国 **FDI** 各自在该国 **GDP** 中所占的比重代表；第二，中国是否已经在该国进行国际石油合作，这反映了中国进入该国的门槛难度；第三，该国与美日欧的关系，中国获取海外石油一直遭遇美日欧的强烈反弹，该国与美日欧的关系越紧密，中国获取的风险越大，用该国接受发展援助委员会（**DAC**）捐助国净援助金额在该国 **GDP** 中所占的比重代表。此外，在具体计算中，还要根据可比性对数据进行一些技术处理。第一，根据指数越大风险越高的要求，在计算目标国与中国关系时，用 **1** 减去占比数据。第二，在衡量中国与目标国已经展开的国际石油合作时，用 **0** 代表已经有合作，用 **0.5** 代表目前没有合作，也就是说，我们认为，现在没有开展国际石油合作的国家，中国今后有 **50%** 的概率与其进行合作；特别需要指出第一个国家的是马来西亚，近期有消息称中石化有望入股该国小型油田，但尚未得到确认，因此，我们将其设为 **0.4**，以反映这一事件的影响；特别需要指出的第二个国家是越南，鉴于近期越南和中国在南海石油方面的争端，我们将其设为 **0.3**，以反映这一事件的影响。第三，在处理目标国与美日欧的关系时，我们将占比乘以 **10**，也就是说，我们认为，当一国接受的净援助金额占其 **GDP**

的 10% 时，就可以将该国视为完全依赖美日欧国家；对于那些 DAC 成员国——加拿大、挪威，我们将其指数设定为 0.5，以反映其属于美日欧国家的情况。

表 3：各个风险指标的定义、处理和权数的确定

风险指标	处理方法	权数
2011 年 GPI	GPI/5	2
过去三年（2008-2010），中国与该国贸易总量在该国 GDP 中占比的算术平均数（TGD）	1-TGD	0.5
过去三年（2008-2010），中国对该国 FDI 在该国 GDP 中占比的算术平均数（FGD）	1-GFD	0.5
中国是否与该开展国际石油合作（CIO）	是为 0，否为 0.5，马来西亚为 0.4，越南为 0.3	1
过去三年（2008-2010），来自 DAC 捐助国的净双边援助在该国 GDP 中占比的算术平均数（DGD）	DGD*10，加拿大、挪威为 0.5	1

资料来源：申万研究

经过加权可以计算出，中国介入每个国家石油资源的风险指数；指数越高，风险越大。我们将中国介入海外石油资源的风险划分为三个等级：第一等级，风险指数为 1-2，用绿色表示，我们认为，中国可以积极介入这些国家的石油资源；第二等级，风险指数为 2-3，用黄色表示，我们认为，中国可以介入这些国家的石油资源，但风险较大，介入前需谨慎考虑；第三等级，风险指数为 3 以上，用红色表示，除有确定把握时，我们不鼓励中国介入这类国家的石油资源。

表 4：中国介入各国石油资源的风险指数

国家	风险指数	GPI	CIO	TGD	FGD	DGD
卡塔尔	1.548	1.398	是	2.22%	0.00%	0.00%
阿曼	1.614	1.743	是	16.82%	-0.03%	0.01%
阿联酋	1.626	1.690	是	10.00%	0.04%	0.00%
阿根廷	1.727	1.852	是	3.48%	0.00%	0.03%
安哥拉	1.733	2.109	是	27.36%	0.04%	0.27%
赤道几内亚	1.779	2.041	是	10.97%	0.10%	0.18%
巴西	1.804	2.040	是	2.86%	0.01%	0.02
哈萨克斯坦	1.805	2.137	是	13.19%	0.15%	0.17%
加蓬	1.818	2.059	是	10.08%	0.17%	0.46%
马来西亚	1.856	1.467	不确定	27.41%	0.04%	0.07%
厄瓜多尔	1.870	2.116	是	3.73%	0.02%	0.42%
伊朗	1.908	2.356	是	7.29%	0.01%	0.02%
叙利亚	1.929	2.322	是	4.21%	0.01%	0.21%
委内瑞拉	1.949	2.403	是	2.67%	0.02%	0.02%
阿尔及利亚	1.973	2.423	是	3.18%	0.10%	0.20%
阿塞拜疆	1.973	2.379	是	1.71%	0.00%	0.30%
加拿大	2.030	1.355	是	2.29%	0.04%	DAC 成员国
越南	2.051	1.670	是	24.09%	0.18%	2.05%
也门	2.098	2.670	是	12.68%	0.04%	0.94%
利比亚	2.100	2.816	是	6.41%	-0.03%	0.06%
哥伦比亚	2.113	2.700	是	1.72%	0.00%	0.42%
尼日利亚	2.118	2.743	是	3.77%	0.09%	0.40%
俄罗斯	2.169	2.966	是	3.45%	0.03%	0.00%
刚果	2.532	2.165	否	29.33%	0.22%	3.14%
挪威	2.536	1.356	否	1.34%	0.01%	DAC 成员国
苏丹	2.600	3.223	是	13.23%	-0.04%	3.76%
乍得	2.671	2.740	是	5.06%	0.30%	6.01%
伊拉克	3.053	3.296	是	7.62%	0.02%	7.72%
沙特	-	2.192	是	9.15%	0.17%	0.00%
科威特	-	1.667	否	4.58%	0.00%	0.00%
墨西哥	-	2.362	否	1.94%	0.02%	0.02%

资料来源：CEIC，Wind，世界银行，经济和平研究所，申万研究

1.3 25 家目标公司

进一步就中国获取海外石油资源的目标公司进行研究。共有 **25** 家从事上游或综合油气业务的公司，在绿色区域国家注册并有普通股在全球上市，我们对其股权结构和产品销路进行研究；结果显示，这些公司的权益大多由当地机构和美欧机构持有，主营业务收入则主要来自本地。

表 5：在绿色区域注册相关上市公司的股权结构和产品销路

业务	国家	公司名称	股权结构（持有者，份额，所属国家）	主营业务收入
油气勘探及生产	哈萨克斯坦	KMG EP	JSC NATL CO KAZMUNAI, 60.4%, 哈萨克斯坦 BABSON CAPITAL MANAG, 0%, 美国	2010: 413451 万美元 其中：本地 91.4% 出口 8.6%
		BMB MUNAI INC	CHERDABAYEV BORIS, 11.2%, - CASPIAN ENERGY CONSU, 9.32%, - JSC COMPASS ASSET MA, 7.93%, 哈萨克斯坦 JP MORGAN CHASE & CO, 6.01%, 美国 TOLMAKOV TOLEUSH, 5.85%, - SIMAGE LIMITED, 5.35%, 美国 BLACK RIVER ASSET MA, 1.89%, 美国 WEISS ASSET MANAGEME, 0.95%, 美国 TASHTITOV ASKAR, 0.86%, - KULUMBETOV GAMAL, 0.5%, -	2009: 6962 万美元 其中：本地 100%
		KMK MUNAI JSC	LANCASTER ENERGY PTE, 89.5%, - OMAN CPC COMPANY, 0.5%, -	2007: 6265 万美元 其中：本地 100%
		PAVLODAR PETROCH	REFINERY CO RT LLP, 58%, - COMMITTEE OF STATE P, 42%, -	2009: 11847 万美元
		KARPOVSKIY SEVER	LANCASTER ENERGY PTE, 100%, -	-
	阿根廷	GEPARK HOLDINGS	O'SHAUGHNESSY GERRY, 19.24%, - ENERGY HOLDINGS LLC, 16.44%, - CARTICA MANAGEMENT L, 10.18%, - IFC EQUITY INVESTMEN, 8.14%, - PAVEZ RECOR JUAN CRI, 5.1%, - MONEDA ASSET MGMT, 4.28%, - SCHRODERS PLC, 3.59%, 英国 MONEDA ASSET MANAGEM, 2.91%, 智利 PRUDENTIAL PLC, 0.79%, 英国 WEYER CHRISTIAN MAUR, 0.51%, -	2009: 3838 万美元 其中：本地： 2.8% 智利 97.2%
		PETROLERA DEL CO	-	2010: 12796 万美元
		COMODORO RIVADAV	-	2008: 2 万美元 其中：本地 100%
	巴西	PETRO MANGUINHOS	MANGUINHOS PARTICIPA, 74.99%, 巴西 INFRA ASSET MGMT LTD, 1.19%, 巴西	2010: 75842 美元 其中：本地 100%
		HRT PARTICIPACOE	SOUTHEASTERN ASSET M, 12.23%, 美国 CARMIGNAC GESTION, 8.83%, 法国 MSD ENERGY INVESTMEN, 5.54%, - MELLO SILVA B MARCIO, 4.74%, - HIGHFIELDS CAPITAL M, 4.68%, 美国 VANGUARD GROUP INC, 2.75%, 美国 BLACKROCK FUND ADVIS, 2.37%, 美国 MACKENZIE FINANCIAL, 1.8%, 加拿大 VITTON MICHAEL STEPH, 1.76%, - ONTARIO TEACHERS PEN, 1.74%, 加拿大	2010: 887 万美元

油气勘探及生产	巴西	OGX-ORD	CENTENNIAL ASSET, 61.25%, 巴西 ONTARIO TEACHERS PEN, 1.76%, 加拿大 VANGUARD GROUP INC, 1.66, 美国 JANUS CAPITAL MANAGE, 1.35%, 美国 BLACKROCK FUND ADVIS, 1.18, 美国 BLACKROCK INVESTMENT, 1.1%, 美国 ITAU UNIBANCO SA, 0.84%, 巴西 DAVIS SELECTED ADVIS, 0.76%, 美国 MFC GLOBAL INV MGMT, 0.53%, 美国 PRUDENTIAL FINANCIAL, 0.53%, 美国	-
		QGEF PARTICIPACO	QUEIROZ GALVAO SA, 63%, - QUANTUM FUNDO INVEST, 7%, - CAPITAL GROUP INTERN, 5.06%, 美国 BLACKROCK INVESTMENT, 2.62%, 美国 CARMIGNAC GESTION, 2.35%, 法国 CAPITAL INTERNATIONAL, 1.34%, 美国 ITAU UNIBANCO SA, 1.23%, 巴西 PRUDENTIAL FINANCIAL, 1.19%, 美国 POLO CAPITAL INTL GE, 0.5%, 巴西 CSHG ASSET MGMT SA, 0.33%, 巴西	2009: 20427 万美元 其中: 本地 100%
		BTG PACTUAL STIG	-	-
	马来西亚	PETRONAS GAS BHD	PETROLIAM NASIONAL B, 60.66%, 马来西亚 EMPLOYEES PROVIDENT, 12.47%, 马来西亚 KUMPULAN WANG PERSAR, 5.78%, 马来西亚 VANGUARD GROUP INC, 1.24%, 美国 BLACKROCK FUND ADVIS, 0.46%, 美国 PRUDENTIAL UNIT TRUS, 0.45%, 马来西亚 PENGURUSAN PELABURAN, 0.19%, 马来西亚 BANK OF NEW YORK MEL, 0.17%, 美国 PACIFIC MUTUAL FUND, 0.08, 马来西亚 PUBLIC MUTUAL BERHAD, 0.08%, 马来西亚	2011: 112341 万美元 其中: 本地 100%
		SHELL REFINING	SHELL OVERSEAS HOLDI, 51.68%, - EMPLOYEES PROVIDENT, 17.03%, 马来西亚 SKIM AMANAH SAHAM BU, 13.2%, 马来西亚 PENGURUSAN PELABURAN, 0.36%, 马来西亚 ASM MARA TRUST MANAG, 0.14%, 马来西亚 JOHN HANCOCK INVESTM, 0.11%, 美国 EATON VANCE MANAGEME, 0.08%, 美国 MFC GLOBAL INV MGMT, 0.05%, 美国 DIMENSIONAL FUND ADV, 0.04%, 爱尔兰 EATON VANCE ADVISORS, 0.03%, 爱尔兰	2010: 322681 万美元 其中: 本地 100%

油气勘探及生产	马来西亚	ESSO MALAYSIA	EXXONMOBIL INVESTMEN, 65%, 美国 DIMENSIONAL FUND ADV, 0.1%, 爱尔兰 VANGUARD GROUP INC, 0.08%, 美国 JOHN HANCOCK INVESTM, 0.07%, 美国 SAMSUNG INVESTMENT T, 0.05%, 韩国 FRANK RUSSELL TRUST, 0.04%, 美国 MFC GLOBAL INV MGMT, 0.04%, 美国 BESSEMER GROUP INCOR, 0.01%, 美国 DIMENSIONAL FUND ADV0%, 0.01%, 英国 CB-ACCENT LUX SICAV, 0%, 卢森堡	2010: 262073 万美元 其中: 本地 84.1% 新加坡 15.9%
	阿联酋	DRAGON OIL	EMIRATES NATIONAL OI, 51.86%, 阿联酋 ARTIO GLOBAL MANAGEM, 6.98%, 美国 BAILLIE GIFFORD AND, 6.05%, 英国 JP MORGAN ASSET MANA, 4.94%, 韩国 IG INVESTMENT MANAGE, 1.8%, 加拿大 GUARDIAN INVESTOR SE, 1.47%, 美国 FRANKLIN RESOURCES I, 0.68%, 美国 JPMORGAN ASSET MANAG, 0.52%, 英国 DEKA INTERNATIONAL S, 0.51%, 卢森堡 GLOBAL INVESTMENT SE, 0.38%, 卢森堡	2010: 78041 万美元 其中: 土库曼斯坦 100%
		EXILLON ENERGY P	ARIP MAKSAT, 42.74%, - CASPIAN MINERALS I S, 30.17%, - JPMORGAN ASSET MANAG, 11.05%, 英国 SCHRODERS PLC, 10.53%, 英国 CAPITAL RESEARCH GLO, 8.7%, 美国 SCHRODER INVESTMENT, 5.54%, 英国 FIDELITY INTERNATIONAL, 4.29%, 百慕大群岛 CAPITAL RESEARCH AND, 4.19%, 美国 CHARLEMANG CAPITAL L, 2.89%, 英国 MARTIN MARK, 1.5%, -	2010: 8479 万美元 其中: 瑞士 39.5% 俄罗斯 30.9% 德国 26.0% 匈牙利 3.5%
	哈萨克斯坦	MANGISTAUMUNAIGA	CENTRAL ASIA PETROLE, 100%, -	2007: 438920 万美元 其中: 本地 100%
综合油气	阿根廷	YPF SA-D	REPSOL YPF SA, 57.43%, 西班牙 PETERSEN ENERGIA SA, 25.46%, 阿根廷	2010: 1128766 万美元 其中: 本地 87.1% 美国、巴西、智利 合计 12.9%
		PETROBRAS ARG-T-B	PETROBRAS PARTICIPAC, 67.19%, - ANSES, 9.76%, - PRUDENTIAL FINANCIAL, 0%, 美国 CREDIT SUISSE ASSET, 0%, 瑞士 ARCA SGR SPA, 0%, 意大利 ALLIANZ GLOBAL INVES, 0%, 法国 KBC GROUP NV, 0%, 比利时 CREDIT SUISSE ASSET, 0%, 卢森堡	2010: 369133 万美元 其中: 本地 82.1% 巴西 15.2% 厄瓜多尔 1.7% 玻利维亚 0.8% 秘鲁: 0.0% 其他 0.2%

综合 油 气	巴西	PETROBRAS	UNIAO FEDERAL BRAZIL, 50.85%, 巴西 BNDES PARTICIPACOES, 8.13%, 巴西 BB GESTAO DE RECURSO, 5.17%, 巴西 FUND FISCAL INVST ES, 4.62%, - CAIXA ECONOMICA FEDE, 1.65%, 巴西 BLACKROCK FUND ADVIS, 1.19%, 美国 ITAU UNIBANCO SA, 0.82%, 巴西 BRAM BRADESCO ASSET, 0.63%, 巴西 VANGUARD GROUP INC, 0.62%, 美国 BTG PACTUAL ASSET MG, 0.43%, 巴西	2009: 9186900 万美元 其中: 本地 94.9% 其他: 5.1%
	马来 西亚	PETRONAS DAGANGA	PETROLIAM NASIONAL B, 69.86%, 马来西亚 EMPLOYEES PROVIDENT, 6.69%, 马来西亚 VANGUARD GROUP INC, 0.94%, 美国 CIMB-PRINCIPAL ASSET, 0.54%, 马来西亚 BLACKROCK FUND ADVIS, 0.31%, 美国 CAPITAL DYNAMICS ASS, 0.27%, 马来西亚 INVESCO LTD, 0.2%, 美国 PUBLIC MUTUAL BERHAD, 0.18%, 马来西亚 BANK OF NEW YORK MEL, 0.15%, 美国 SEB FONDFOVALTNING, 0.11%, 瑞典	2011: 741544 万美元 其中: 本地 100%
	阿曼	SHELL OMAN MARKE	BV DORDTSCH PETROLE, 20%, - SHELL OVERSEAS INVES, 15%, - CIVIL SVC EMP PENSIO, 9.12%, - SHELL PETROLEUM NV, 8.8%, 荷兰 MOD PENSION FUND, 8.12%, - EATON VANCE MANAGEME0.1%, 美国 ABERDEEN ASSET MANAG, 0.04%, 英国 EATON VANCE ADVISORS, 0.02%, 爱尔兰	2010: 84059 万美元 其中: 本地 100%
	加蓬	TOTAL GABON	ELF AQUITAINE SA, 58.28%, 法国 REPUBLIC OF GABON, 25%, - GENERALI FINANCES, 0.19%, 法国 INVESCO ASSET MANAGE, 0.07%, 爱尔兰 SCHRODER INVESTMENT, 0.06%, 英国 CASA 4 FUNDS LUX EUR, 0.05%, 卢森堡 PRINCIPAL LIFE INSUR, 0.04%, 美国 AMUNDI, 0.03%, 法国 JULIUS BAER ASSET MA, 0.03%, 瑞士 PRUDENTIAL FINANCIAL, 0.03%, 美国	2010: 134085 万美元 其中: 本地 12.5% 其他 87.5%

资料来源: Bloomberg, 申万研究

2. 六大跨国石油公司是中国获取海外石油资源的主要竞争对手

我们认为，中国在获取海外石油资源的过程中，主要的竞争对手将来自六大私有跨国石油公司，即埃克森美孚、英国石油公司（BP）、壳牌石油公司、雪佛龙石油公司、康菲石油公司、道达尔石油公司。美国《石油情报周刊》**2010 年 12 月 6 日**公布了**2009 年**世界前**50**家石油公司综合排名；这六大私有跨国石油公司排名均位列前**10**，中国石油天然气集团公司在国内企业中排名最高，名列第**5**。该排名是依据**2009 年**各公司石油储量、天然气储量、石油产量、天然气产量、炼油能力、油品销售量六项指标综合测算而来；中国石油天然气集团公司在以上指标排名分别为第**9**位、第**12**位、第**5**位、第**8**位、第**5**位和第**13**位。

表 6：六大私有跨国公司及中国三大石油公司综合排名（2009 年）

综合排名		公司 名称	国有 比利	石油储量 排名	天然气储 量排名	石油产量 排名	天然气产 量排名	炼 油 能 力排名	油 品 销 量排名
2009	2008								
3	3	埃克森美孚	-	12	13	9	3	1	1
6	6	BP	-	16	18	6	4	8	3
7	7	壳牌	-	26	16	14	5	3	2
8	9	雪佛龙	-	21	23	12	13	12	6
9	8	康菲	-	22	25	15	12	6	7
10	9	道达尔	-	25	22	18	14	9	4
5	5	中石油	100%	9	12	5	8	5	13
26	-	中石化	75.84%	36	48	27	55	2	9
38	11	中海油	100%	42	49	31	61	52	51

资料来源：《石油情报周刊》，申万研究

这六家历史悠久的私有跨国石油公司的业务网络遍布全球，上中下游业务全部覆盖北美、南美、欧洲、中东、非洲、亚太等世界各个地区。

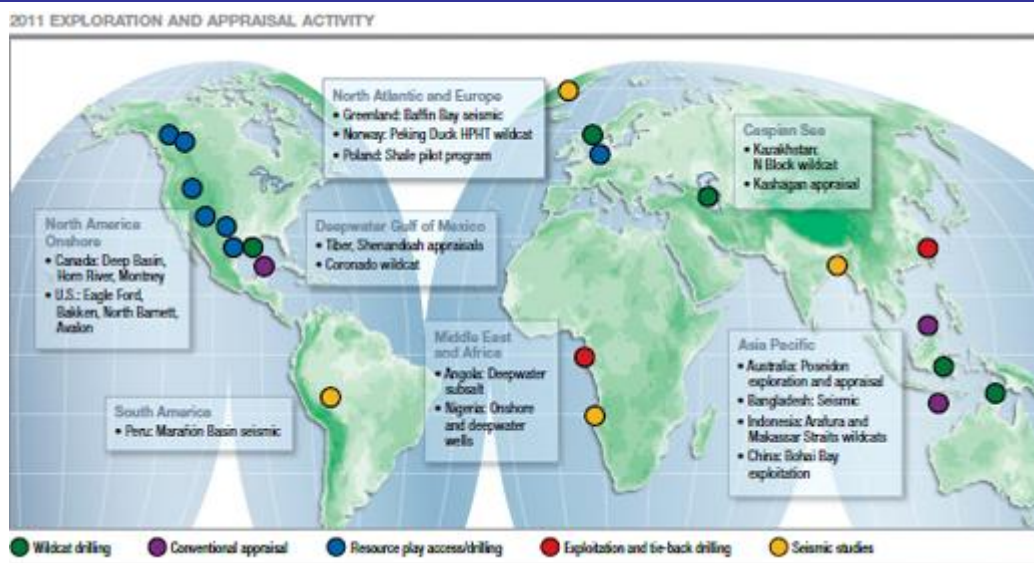
表 7：六大私有跨国公司主要业务全球分布

公司名称	业务	全球分布
埃克森美孚	综合	中北美：美国，加拿大，墨西哥 南美：阿根廷，巴西，哥伦比亚 欧洲：奥地利，比利时，丹麦，芬兰，法国，德国，爱尔兰，意大利，卢森堡，荷兰，挪威，波兰，罗马尼亚，西班牙，瑞典，瑞士，土耳其，乌克兰，英国 中东：伊拉克，科威特，卡塔尔，阿联酋 非洲：喀麦隆，乍得，埃及 亚太：澳大利亚，中国，印度，印尼，日本，韩国，马来西亚，新西兰，菲律宾，俄罗斯，新加坡，台湾，泰国
BP	综合	中北美：美国，加拿大，墨西哥，特立尼达多巴哥 南美：巴西 欧洲：奥地利，阿塞拜疆，比利时，塞浦路斯，捷克，丹麦，法国，格鲁吉亚，德国，希腊，匈牙利，爱尔兰，意大利，卢森堡，荷兰，挪威，波兰，葡萄牙，俄罗斯，斯洛伐克，西班牙，瑞士，土耳其，英国 中东：伊拉克，科威特，阿曼，沙特，阿联酋 非洲：阿尔及利亚，埃及，莫桑比克，南非，安哥拉 亚太：澳大利亚，中国，中国香港，印度，印尼，日本，哈萨克斯坦，马来西亚，新西兰，菲律宾，新加坡，韩国，台湾，泰国，越南
壳牌	综合	中北美：美国，加拿大，墨西哥，多米尼加，巴巴多斯，特立尼达多巴哥 南美：委内瑞拉，哥伦比亚，巴西，智利，阿根廷，秘鲁，圭亚那，法属圭亚那 欧洲：阿塞拜疆，俄罗斯，土耳其，乌克兰，芬兰，挪威，瑞典，丹麦，爱尔兰，英国，荷兰，比利时，法国，德国，波兰，捷克，瑞士，奥地利，匈牙利，斯洛伐克，意大利，斯洛文尼亚，保加利亚，西班牙，葡萄牙 中东：阿曼，约旦，埃及，叙利亚，阿联酋，卡塔尔，科威特，沙特，伊拉克 非洲：突尼斯，摩洛哥，阿尔及利亚，利比亚，马里，塞舌尔，布迪纳法索，佛得角，几内亚，科特迪瓦，贝宁，多哥，加纳，尼日利亚，喀麦隆，加蓬，乌干达，肯尼亚，坦桑尼亚，纳米比亚，波斯瓦纳，南非，马达加斯加，毛里求斯 亚太：印度，巴基斯坦，哈萨克斯坦，菲律宾，马来西亚，新加坡，印尼，澳大利亚，新西兰，文莱，日本，中国，中国台湾，越南，泰国
雪佛龙	上游 勘探 开发	中北美：美国，加拿大 南美：阿根廷，巴西，委内瑞拉 欧洲：阿塞拜疆，英国，丹麦，荷兰，挪威 非洲：安哥拉，乍得，民主刚果，刚果，尼日利亚，尼日尔 亚太：柬埔寨，中国，印尼，哈萨克斯坦，泰国，澳大利亚，孟加拉，菲律宾，越南
康菲	上游 勘探 开发	中北美：美国，加拿大，格陵兰岛 南美：秘鲁 欧洲：英国，挪威，波兰，俄罗斯 非洲：阿尔及利亚，安哥拉，利比亚，尼日利亚 中东：卡塔尔 亚太：哈萨克斯坦，中国，越南，印尼，马来西亚，澳大利亚，孟加拉，东帝汶

道达尔	上游 勘探 开发	中北美：美国，加拿大 南美：阿根廷，玻利维亚，巴西，哥伦比亚，法属圭亚那，特立尼达多巴哥，委内瑞拉 欧洲：阿塞拜疆，俄罗斯，丹麦，法国，意大利，挪威，荷兰，英国 非洲：阿尔及利亚，安哥拉，喀麦隆，科特迪瓦，阿基，加蓬，利比亚，马达加斯加，毛里塔尼亚，尼日利亚，刚果，苏丹 中东：阿联酋，伊拉克，阿曼，卡塔尔，叙利亚，也门 亚太：澳大利亚，文莱，中国，印尼，马来西亚，缅甸，泰国，越南，哈萨克斯坦
-----	----------------	---

资料来源：公司网站，申万研究

图 2：康菲 2011 年勘探开发活动



资料来源：公司网站

3. 中国获取海外石油资源的四类机构

3.1 四类机构获取海外石油资源的两大目的

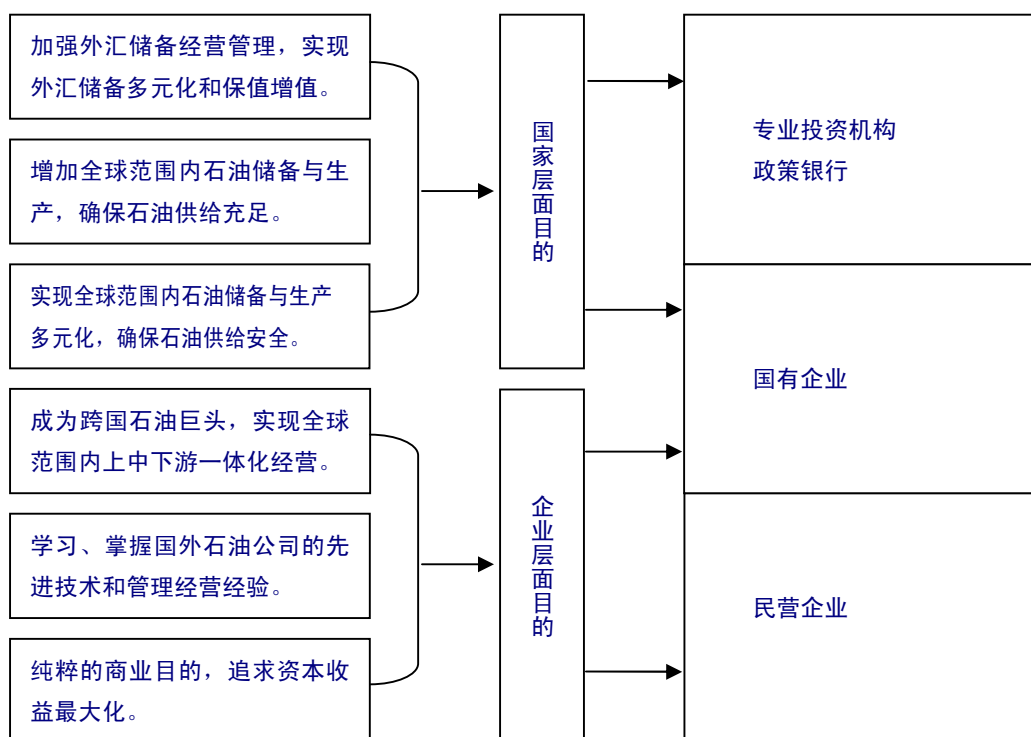
目前，参与获取海外石油资源的国内机构主要有四类：第一类，专业投资机构，包括中国投资有限责任公司和国家外汇管理局；第二类：政策银行，包括国家开发银行和中国进出口银行；第三类：国有企业，包括中石油、中石化、中海油、中化集团、中信资源（隶属于中国中信集团公司）、振华石油（隶属于中国北方工业公司）、陕西延长石油有限责任公司；第四类，民营企业，包括新疆广汇集团。

综合来看，中国机构获取海外石油资源的主要目大体可以分为两大类。第一类，国家层面的目的，具体包括：实现外汇储备多元化，保证石油供给充足，保证石油供给安全。第二类，企业层面的目标，具体包括：成为跨国石油巨头，学习国外先进技术和经验，纯粹的商业目的。以上四类中国机构获

取海外石油资源的目的各有不同：专业投资机构主要是出于国家层面的目的；政策银行除出于国家层面的目的外，还兼有为国有企业获取海外石油资源提供配套支持的目的；民营企业主要是出于企业层面的目的；而国有企业则兼而有之。

我们认为，在外汇储备高企、经济增速较快、增长方式转型、石油资源紧缺等诸多因素的综合作用下，无论是出于何种目的，中国机构获取海外石油资源的活动在今后都会快速增加。

图 3：中国机构获取海外石油资源的目的

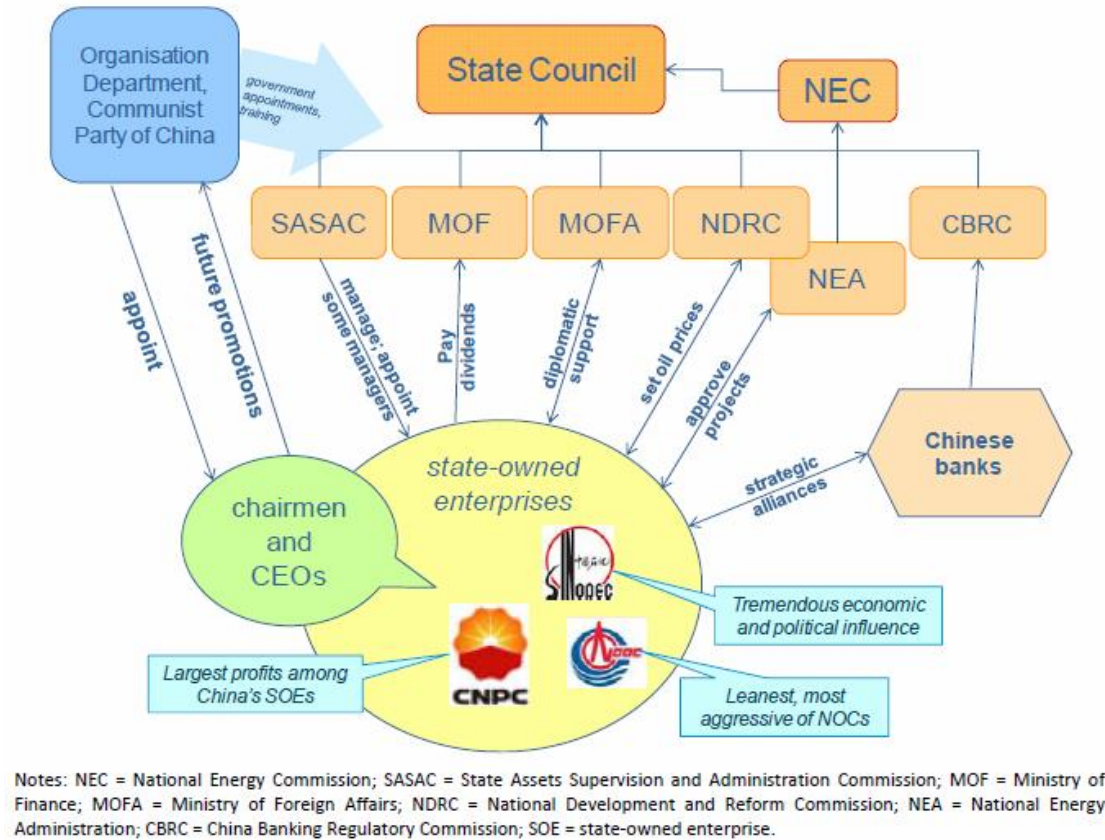


资料来源：申万研究

3.2 国企是中国获取海外石油资源的主体

国企，特别是三大石油巨头（中石油、中石化、中海油）是中国获取海外石油资源的主体。三大石油巨头虽然由政府控股，但却有很大的经营自主权，三家公司的最高领导均有较高的行政职务，从而保证了其与主管部门的议价能力。

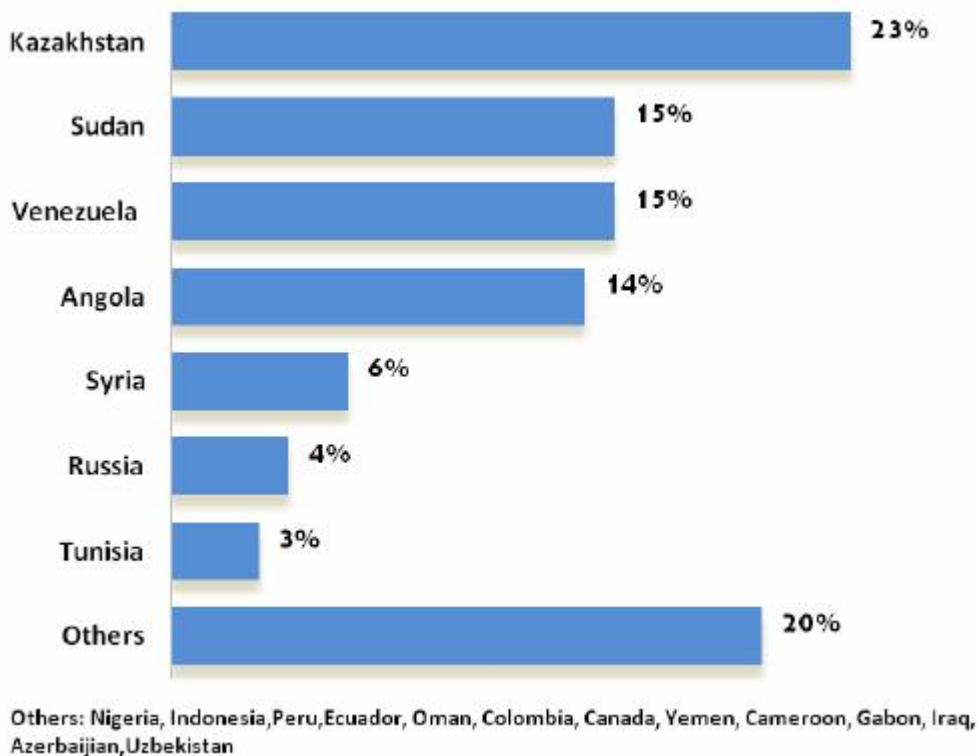
图 4: 三大石油巨头与中国政府的关系



资料来源：IEA

根据 IEA 的统计，在一系列成功获取后，中国在海外拥有的石油份额已经从 2009 年的 110 万桶/日，增加到 2010 年一季度的 136 万桶/日。中国的石油公司在全世界 31 个国家有经营业务，在其中的 20 个国家有生产业务；这些业务主要集中在四个国家：哈萨克斯坦、苏丹、委内瑞拉、阿安哥拉。

图 5：中国海外石油权益中石油出口国所占的比重（2010 年一季度）



资料来源：IEA

3.2.1 中石油海外业务介绍

中石油已在海外形成非洲、中亚-俄罗斯、南美、中东和亚太五个油气合作区；业务范围辐射阿尔及利亚、阿塞拜疆、加拿大、乍得、厄瓜多尔、赤道几内亚、印度尼西亚、伊朗、伊拉克、哈萨克斯坦、利比亚、毛里塔尼亚、蒙古、缅甸、尼日尔、尼日利亚、阿曼、秘鲁、俄罗斯、苏丹、叙利亚、泰国、突尼斯、土库曼斯坦、乌兹别克斯坦、委内瑞拉等多个国家；实现了海外油气投资、国际工程技术服务和国际贸易一体化发展。2010 年，海外油气勘探取得多项重要成果。尼日尔、乍得、乌兹别克斯坦和土库曼斯坦等油气合作区块风险勘探获得重要突破，印度尼西亚、苏丹、哈萨克斯坦油气合作项目滚动勘探取得新进展。尼日尔阿加德姆区块东部 **Dibeilla** 地区 3 口探井试油获高产。乍得 H 区块 **Naramay** 地区风险探井 **Cassia N-1** 井测试获高产油流，合计日产超千吨。土库曼斯坦阿姆河右岸 B 区块预探井 **Oja-21** 井测试，获 **143.9** 万立方米/日高产气流。2010 年海外原油作业产量 **7582** 万吨、权益产量 **3603** 万吨，同比分别增长 **8.9%** 和 **4.97%**。2010 年海外炼化项目加工原油 **1055** 万吨，同比增长 **4.9%**。苏丹喀土穆炼油厂、哈萨克斯坦 **PK** 公司奇姆肯特炼油厂、阿尔及利亚阿达尔炼油厂积极优化工艺和生产方案，实现了高效生产。尼日尔津德尔合资炼厂、乍得恩贾梅纳合资炼厂建设项目进展顺利，进入设备安装阶段。

3.2.2 中石化海外业务介绍

2010 年，中国石化在境外的资产已占全部资产的 **31.4%**，境外销售收入占全部销售收入的 **27.3%**。在境外油气勘探年开发方面，2010 年新签约项目 **9** 个，成功交割加拿大 **Syncrude** 油砂 **9.03%** 权益项目等多个项目，境外油气资源规模快速扩大，2010 年实现权益油产量 **1840** 万吨，同比增长 **43.9%**。在境外石油工程技术服务方面，已在中东、非洲、拉美、中亚等形成了比较稳定的市场份额。截至 2010 年底，在 **35** 个国家执行 **448** 个石油工程技术服务合同，合同额 **94.8** 亿美元。2010 年新签合同额 **28.4** 亿美元，完成合同额 **26.4** 亿美元。在境外炼化工程技术服务方面，2010 年，炼化工程板块在沙特、哈萨克斯坦等国承担 **11** 个工程承包项目建设，合同总额 **55** 亿美元。全年完成沙特延布 **HDPE**、沙特卡扬 **E0/EG** 等 **7** 个项目，完成合同额 **5.1** 亿美元。全年新中标海外工程项目 **17** 个，新签合同额 **23.1** 亿美元。截至 2010 年底，炼化工程企业在海外执行项目管理和作业人员共 **9065** 人。

3.2.3 中海油海外业务介绍

中海油是印度尼西亚最大的海上原油生产商之一，同时，中海油还在尼日利亚、澳大利亚和其他国家拥有上游资产。2010 年，实现海外油气产量突破 **1000** 万吨。与中石油、中石化相比，中海油的优势在于拥有围绕海洋石油勘探开发作业需要的、门类齐全的专业技术服务体系，旗下的三家公司——中海油服、海油工程、海油发展有能力提供海上石油勘探、开发、生产全过程的服务。近年来，三家专业公司充分利用中海油上游业务大发展的时机发展壮大，通过提升装备水平、力行自主创新、降低服务成本增强了竞争能力，并积极拓展海外市场，取得了优秀的经营业绩。

3.2.4 中化集团海外业务介绍

中化集团的海外业务目前主要集中在上游油气资源的勘探与开发。截至 2011 年 5 月底，中化集团在巴西、也门、阿联酋、突尼斯、厄瓜多尔、哥伦比亚、秘鲁、叙利亚、印度尼西亚和中国渤海湾地区拥有 **25** 个油气合同区块，初步形成了南美和中东两大战略区域，权益内剩余油气可采储量达 **4.02** 亿桶。

3.3 中国获取海外石油资源的三种方式

目前中国获取海外石油资源主要有三种方式：权益收购、贷款换石油、合作开发。权益收购主要是以国际投资的方式获取海外石油资源，合作开发是以国际石油合作的方式获取海外石油资源，贷款换石油则是覆盖投资、合作、贸易三方面的组合获取方式。我们认为，除了传统的贸易形式外，获取海外石油资源的基本方式有投资和合作两种方式。

在投资方面，可以分为绿地投资和跨国投资两种，中国目前主要以跨国投资为主。在合作方面，可以分为矿费税收制合同、产品分成合同、服务合同、回购合同、联合经营、特殊合同六种；中国目前以产品分成合同为主，并涉及服务合同（委内瑞拉）、回购合同（伊朗）、特殊合同（阿尔及利亚）等其他一些合作。

表 8：介入海外石油资源的投资方式

投资方式		具体介绍
绿地投资		在获得基本地质资料后，石油资源国政府一般会选择一些地区划分为若干区块，供外国公司公开投标竞争。
跨国并购	收购勘探区块	跨国石油公司在占有较高份额权益的区块中出让部分或全部股权给其他公司。
	收购储量	收购拥有储量的石油公司的股权。
	收购产量	收购已经投产的油田。
	收购全部项目	有时石油公司的经营策略发生根本性变化时，会把某一地区的全部资产统一予以出售。
	资产交换	如果两家公司都认为对方的区块更适合自己的投资组合，就有可能发生资产交换；资产交换的对象通常是勘探资产，而生产资产很少进行交换。
	公司并购	通过联盟应对竞争环境的新挑战，实现规模化、一体化经营。

资料来源：《国际油气合作理论与实务》，申万研究

表 9：介入海外石油资源的合作方式

合作方式	具体介绍
矿费税收制合同	即租让制，外国石油公司获得油气实物，向资源国缴纳矿区使用费和所得税；现代租让制合同建立在合作双方平等互利的基础上，一般租让面积小、租期短，税费制度设计日趋多元化。
产品分成合同	外国石油公司承担勘探风险和开发生产费用，合同区内发现的油田投产后，全部产量分成两部分：一部分为“成本油”，归属外国石油公司；另一部分为“利润油”，由东道国政府与外国石油公司按合同规定的比例分享。
服务合同	资源国拥有石油的所有权和经营权，具体分为风险服务合同和纯服务合同。在风险服务合同中，外国石油公司提供技术、金融等服务，并承担勘探风险，如果发现石油，还要提供全部开发资金；油田投产后，资源国将按合同有关规定在一定期限内偿还外国石油公司的投资费用，并支付风险服务费，偿付通常用现金，有些也用石油。在纯服务合同中，外国石油公司主要提供技术服务，不承担任何风险，并收取服务费。
回购合同	外国石油公司承担全部油田勘探开发费用和建设投资，在项目投产后，从产品销售收入中回收投资和相应的作业费用，并可以取得一定的利润，利润水平根据项目总投资的一定比例由谈判确定。
联合经营	具体分为合资经营和联合作业。在合资经营中，由资源国（或其国家石油公司）与外国石油公司共同组建一个新公司，负责石油勘探、开发、生产、运输和销售等经营活动；双方各参与一定比例的股份，按比例分享利润，双方共同承担勘探风险和纳税责任。在联合作业中，双方不需组建独立经营的公司，而是借助合同协议，共同出资、共同作业、共同分享权益，但双方各自核算开支和收入，单独纳税。
特殊合同	该合同涉及的作业领域都是已探明或正在开发的油田的开发和生产，不涉及石油勘探。采用该合同形式的主要是那些原来没有对外开放，全部上游业务都由国家石油公司经营的国家。目前，这些合同的数量还很少，主要包括以下几种：资源国与外国石油公司签订合同，将一个油田（或其一部分）交给外国石油公司进行生产（如阿根廷、阿尔及利亚）；资源国与外国石油公司签订合同，由外国石油公司来开发那些由国家石油公司发现，但尚未开发的油田（如印度、土库曼斯坦）；资源国与外国石油公司签订合同，由外国石油公司对那些已经开发，但又已停产的油田进行重新开发生产（如委内瑞拉、缅甸）；资源国与外国石油公司签订合同，由外国石油公司在投产油田进行提高采收率作业（如印尼、缅甸、阿尔及利亚、罗马尼亚）。

资料来源：《国际油气合作理论与实务》，申万研究

表 10：不同地区产品分成合同比较

主要条款	地区比较
定金	前苏联：征收方式多样，但数额不高。 亚太：个别分成合同要求定金较高。 美洲：定金要求不高，且要求的合同较少。 非洲：定金大多不高。
租金	前苏联：少数国家征收，以产量水平确定浮动比例。 亚太：很少。 美洲：多数不征收。 非洲：50%以上的合同不征收勘探租金，70%以上的合同不征收开发地租，征收方式多样，租金金额相差较大。
矿区使用费	前苏联：按收入的一定比例或绝对值计算，较低。 亚太：费率一般在世界平均水平，且条款并不苛刻，个别国家费率较高。 美洲：绝大多数征收，一般费率低于 20%；确定费率的方式很多，主要以固定比例和产量台阶浮动。 非洲：合同中出现的比例大致在 60%以上，并且是世界上费率较高的地区。
税	前苏联：所得税条款在 80%以上的财务制度中存在，一般为 30%左右。 亚太：低于 50%。 美洲：90%的合同有，多数税率在 40%以下。 非洲：税率较高，40%以上税率的合同占多数；以固定比例出现的税率大多在 40%以上，并以大于 50%的合同为多；按产量浮动确定比例的，起点为 50%。 中东：征收 50%以上的所得税。
成本油	前苏联：较为宽松，从成本油上限看，多数国家的成本油回收上限在 50%以上，俄罗斯甚至不设成本油上限。 亚太：成本油上限绝大多数按固定比例给出，在 30%-75%之间。 美洲：主要在中南美洲，成本油上限较高。 非洲：设定成本油上限的较少，成本油上限一般在 50%以上，低于 40%的较少。
利润油	前苏联：多数按特殊参数方式出现。 亚太：按日产量水平浮动确定分成比例，多数国家的政府利润油浮动比例起点超过 50%，利润油上限也较高。 美洲：利润油比例按产量台阶浮动确定，一般利润油比例从 30%起，最高可达 90%。 非洲：利润油分成方式较多；分成比例起点较高，多在 50%和 60%的水平，有的甚至高达 70%。 中东：政府利润油分成比例一般超过 80%，最高可达 90%，只有少数低于 80%。
国家参股	前苏联：一般在 30%以上，某些地区在 10%-20%。 亚太：参与的比例在 35%以上，个别国家为 50%。 美洲：不多，主要是南美国家，比例多低于 35%。 非洲：国家参与条款较多，但多低于 30%，超过 50%的很少。 中东：国家参与比例较高。
优惠政策	前苏联：矿费免交 5 年，矿费征收可根据矿藏生产成本计征。 亚太：允许投资者提值回收，或给予投资者一定的津贴。 非洲：给予一定的投资津贴和提值回收补偿。

资料来源：《国际油气合作理论与实务》，申万研究

我们认为，从短期来看，跨国并购是获取海外石油资源最快的方式；但从长期来看，未来中国机构获取海外石油资源还是应该通过各种方式相结合的

途径。此外，中国机构在获取海外石油资源时，也会更多依靠与国内机构或国外机构相合作的方式，来避免恶性竞争，提高成功率。

在获取海外石油资源的业务领域中，目前，中国机构主要集中在上游领域；不过，中游已经开始出现较快发展，下游也开始有所涉及。目前，中石油在海外拥有 **20** 余个加油站，主要集中在苏丹地区。**2006 年 2 月**，中石油以 **1.6** 亿美元购买了新加坡兴隆环球油库 **35%** 的股份，这也是中国的石油公司首次收购海外油储设施股份。

通过对世界石油产业发展历史的梳理，我们发现，各大石油巨头在创建之初，均把全球化作为核心战略。但中国石油公司在积极介入上游海外石油资源的同时，却把中下游业务主要集中在国内。这与中国能源消费庞大的现实和世界工厂的格局有关，从某种意义上讲，满足了中国的能源需求，也就满足了世界的能源需求。

从长期来看，中国不可能永远以“打工者”的身份存在，中国目前已经积极开始经济转型，能源缺口在未来有望缩小；这也对中国石油公司的国际化战略提出了更高的要求。我们认为，在大规模介入上游海外石油资源之后，中国石油巨头将面临“全球型的本土化”和“本土化的全球型”的战略选择；即是通过满足中国间接满足世界需求，还是直接满足世界需求。目前，中国石油公司的海外介入已经初步出现上中下游的一体化的趋势；**20** 年之后，我们有望看到中国的石油公司以“本土化的全球型”的姿态，成为与埃克森美孚、BP、壳牌、雪佛龙、康菲、道达尔一样，最具实力的跨国石油巨头。

但在中短期，至少在 **20** 年之内，中国仍将持续面临石油资源供不应求的局面；从宏观角度来看，如何用全球的石油资源来解决中国的发展瓶颈，是广大中国机构“走出去”介入海外石油资源要考虑的首要战略问题。而我们的研究，也致力于寻找有志成为“全球型的本土化”机构，并为其提供服务，从而实现中国在世界范围内配置石油资源的战略目标。

信息披露

证券分析师承诺

蒋健蓉：政策与发展。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。