

石油化工

芮定坤

0755-82026830

ruidingkun@cjis.cn

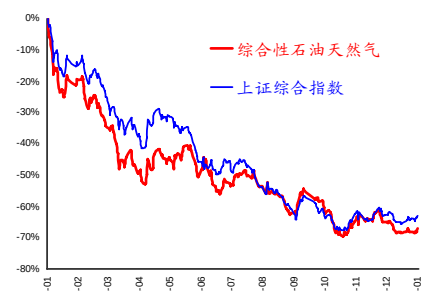
评级调整： 维持评级

行业基本资料

上市公司家数	2
总市值(亿元)	25018.6
占 A 股比例(%)	15.84%
平均市盈率(倍)	13.2

行业表现

(%)	1M	3M	6M
综合性石油天然气	-8.55	-15.13	-35.26
上证综合指数	5.46	-4.81	-33.29



相关报告

- 1、2008-11-21 行业研究 《成品油价下调滞后、燃油税不会影响业绩》
- 2、2008-12-15 行业研究《油价下行，80 美元左右是最佳盈利区间》
- 3、2008-12-19 行业研究-《石油加工-减产保价，作用依赖于执行力度和需求预期》

石油加工

看好

行业不确定性增加，六大因素影响业绩

1 月 15 日下调汽柴油价格，成品油新方案预期执行。新方案下，我们认为六大因素影响石化公司 09 业绩，我们分析了六大主要因素和主要的风险。

主要观点：

- 第一：油价。我们下调对油价的预计，一季度在 30-40 美元，此次低油价主要是由需求引起的，OPEC 短期进一步限产作用有限，油价反弹不超过 10 美元。我们计算 6 大公司平均完全成本在 33 美元左右，将构成底线支撑。二季度预期 50 美元，全年均价在 55-60 之间。
- 第二：需求。国内原油需求主要和工业相关，低油价不能促进消费总量。从 11 月发电量、公路水运货运周转量指标来看，工业对原油需求增长放缓至 5% 左右，如果需求增速进一步下滑至零，影响中石油 09 年 EPS 约 0.02，中石化约 0.03。
- 第三：流通差价。国家的初步方案减少了出厂和零售间流通环节的利润，扣除增值税后，价差减少了约 100 元/吨，如果计入流通环节价差的减小，影响中石油 EPS0.04 左右，中石化 EPS 约 0.1。
- 第四：化工亏损。化工板块 09 预计亏损。以乙烯产量为指标判断总产量，石脑油-聚烯烃价差为指标判断整体毛利水平，比照 00 年下游周期低点时的单位产量亏损，预计两大公司 09 年下游亏损在 40 亿左右。
- 第五：库存和减值冲回。中石化 08 四季度减值不能冲回，影响 EPS 约 0.1，09 冲回可能性大，主要看原油价格。
- 第六：资源税。资源税改革将对石化构成负面影响。如果按原油价格开征 5% 的资源税，影响中石油 EPS 约 0.1。我们预计资源税将和特别收益金协同，以一揽子的方式解决国家和资源类企业的利润分配。
- 基于两大公司业绩主要和原油价格相关，同时考虑到石化行业存在化工板块亏损和产品需求下滑的风险，因此相应下调公司业绩预测。预计中石油 08、09 年 EPS0.66 和 0.67，维持推荐评级。中石化 08、09 年 EPS 为 0.3 和 0.58，下调评级至推荐。

主要公司盈利预测及投资评级

股票代码	公司名称	2007EPS	2008EPS	2009EPS	2010E	投资评级
601857	中国石油	0.74	0.66	0.67	0.80	推荐
600028	中国石化	0.63	0.30	0.58	0.74	推荐

资料来源：中投证券研究所

目 录

一、价： 80 美元以下业绩和原油价格正相关，油价下行业绩下滑	3
1.1 80 美元以下业绩和原油价格正相关	3
1.2 下调油价预期	5
二、量：工业增长放缓影响原油消费量	6
三、差价：流通差价缩小，销售利润可能下滑	9
四、减值：库存和采购合同的影响	11
五、下游：化工板块利润下滑大于预期	12
六、资源税：如果开征降低上游利润	14
七、下调公司盈利预测	15

图目录

图 1 成品油价格调整	3
图 2 中石油中石化业绩（EPS）受原油价格影响敏感性分析	4
图 3 中石油和中石化产油和炼油 比例分析	5
图 4 国内汽油消费结构	6
图 5 发电量和钢材产量同比增速下滑，是工业生产放缓的指标	7
图 6 财政预算收入同比增速下降	7
图 7 调整前中石化炼油流通环节价差约 800 元（2008 上半年）	10
图 8 下游合成材料和合成纤维销售利润率下降	12
图 11 中石油业绩受资源税（5% 从价征收）影响分析	14
图 12 石化行业产业链和覆盖公司示意：	17

表目录

表 1 全社会客货运输量	8
表 2 中国原油产销平衡表	8
表 3 两次价格调整影响炼油毛利	9
表 4 两次价格调整影响销售成品油毛利	10
表 5 中石化 08 中报中有 200 亿采购合同准备的影响	11
表 6 国内两大公司新建化工项目	12
表 7 中东新扩建乙烯装置	13
表 8 中石化化工板亏损分析	13
表 9 中石油业绩受资源税（5% 从价征收）影响分析	14
表 10 两大公司在不同油价的业绩（EPS）	15
表 11 路透油价一致预期调查	16

一、价： 80 美元以下业绩和原油价格正相关，油价下行业绩下滑

1.1 80 美元以下业绩和原油价格正相关

80 美元以下原油价格下行是石化公司业绩下滑的最主要风险。

成品油定价采用原油成本法后，我们综合判断：原油成本法主要内容为：

原油在 80 美元以下，定价采用原油成本法，以布伦特、米纳斯、迪拜三地原油按 5: 3: 2 或者算术平均计算平均油价。原油成本的基础上加上国内平均加工成本、折旧费用和相应税费确定成品油价格。

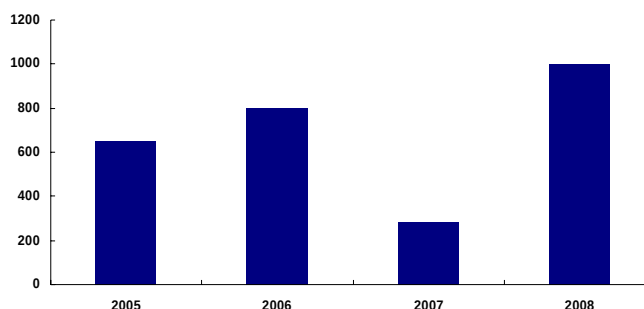
油价超过 80 美元，国家通过逐步扣减毛利率确定价格，不再以市场化价格调整成品油。

调整频率为：取三地平均油价的 30 日（初步预计）均线，当原油价格均线变动超过 4%-8%（初步预计），则调整成品油价格。

油价在 80 美元时，根据油价和国内平均价格成本计算（中石化中石油平均），对应的 93 号汽油价格约为 6.5 元/升（目前最高国内价格 6.2 元/升）。分析国内过去 3 年的价格上调幅度，最高价上涨在每升 0.2-0.7 元之间，平均为 0.4 元，08 年上调约 0.7 元的背景是国际油价 130 美元/桶，中石化炼油半年亏损超过 450 亿。

因此我们判断，在 80 美元以上油价不大幅上涨导致石化公司巨亏的情况下，国家不会上调成品油价格。因而炼油毛利递减。

图 1 成品油价格调整 单位：元/吨



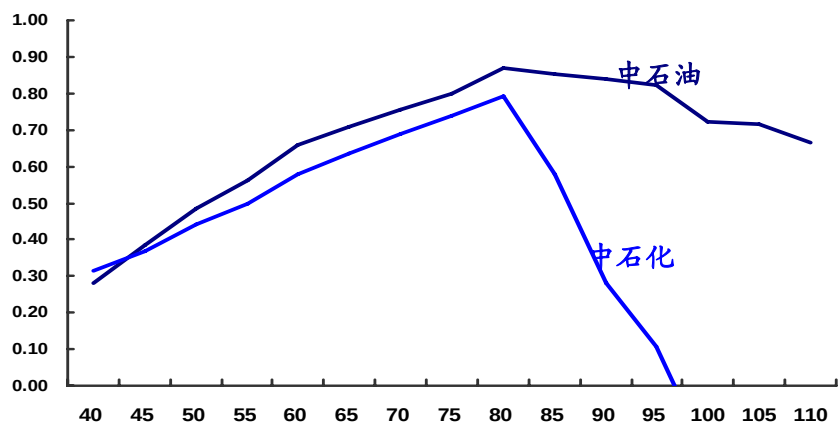
资料来源：国家发改委

在 80 美元以下，由于原油成本法计算方法为成本的基础上加 5% 的毛利，且炼油成本的 90% 是原油成本，因此毛利实际上和原油价格正相关，油价在 40 美元/桶时，毛利约为 2 美元/桶，油价在 60 美元/桶，毛利约为 3 美元/桶。

石化公司的另一块主要利润上游原油销售成本基本固定，因此利润和原油价格正相关，中石油天然气管网板块增长确定，基本不受油价影响，中石化的化工板块受宏观经济下滑影响，主要受下游需求影响，09 亏损的可能性大，基本固定。

因此综合各板块，在 80 美元以下两大石化公司业绩和油价正相关。判断业绩主要看油价。80 美元左右是石化公司的最佳盈利区间，在 80 美元以下油价下行是业绩下降的主要风险。

图 2 中石油中石化业绩（EPS）受原油价格影响敏感性分析 单位：美元/桶



资料来源：中投证券研究所

注：（1）中石化在 80 美元以上没有考虑国家补贴数目，因为很难确定额度，实际 EPS 大于图中趋势。

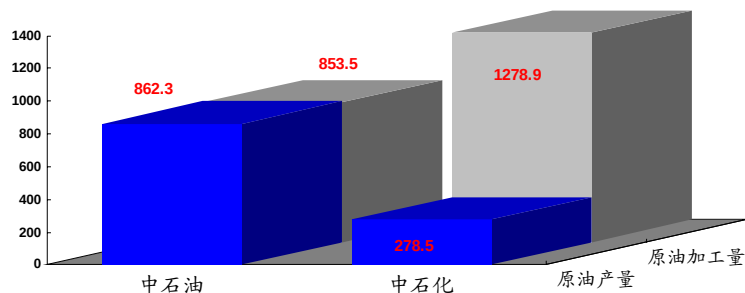
（2）中石油上下游大小接近，因此最佳盈利区间在 80-90 美元左右。没有考虑资源税改革影响。

曲线的分析：

中石油产油和炼油规模相似，因此受油价影响曲线相对平滑，高油价区间收益相对较好。业绩最主要受和原油价格相关的暴利税影响。天然气管网板块收入稳定，向上平移 EPS 曲线。

中石化上小下大，炼油加工量大于产油量，因此受成品油价格影响，在高油价区间，成品油价格不随成本上调时，业绩受影响大。化工板块预计亏损，向下平移 EPS 曲线。

图 3 中石油和中石化产油和炼油 比例分析



资料来源：中投证券研究所

1.2 下调油价预期

供给：

OPEC12月19日减产220万桶，非欧佩克国家俄罗斯和阿塞拜疆每日减产60万桶，9月来OPEC合计减产400万桶以上，油价继续保持下行态势。

在OPEC减产报告点评报告中，我们详细分析了：通过对比2001年OPEC减产500万桶以及经济衰退环境，我们认为减产在经济衰退环境下作用有限，且由于执行力度有限，影响减产作用，根据过去的经验，一般超过配额5%左右。因此OPEC短期影响油价的作用有限。

从剩余产能来看，OPEC还有剩余产能的42%主要集中在沙特，减产后剩余产能占到总产能的22%，**因此即使油价上涨**，OPEC国家在油价上升到60美元左右时，部分国家超过配额的可能性大，油价很难进一步上涨，我们认为，OPEC目前的减产主要起到保价的左右，油价走势有赖于下半年美国经济为引导的世界经济走势。

需求：

全球需求上，主要取决于经济增长速度，新增需求集中的主要发展中国家增长放缓，美国和欧洲国家经济负增长，因此新增需求的减少和美国等国家石油需求下降，两方面加总，09年全年预计全球原油需求同比08年下降。

宏观经济的增长还具有很大的不确定性，因此我们认为原油的走势还具有不确定的风险，如果3季度美国和欧洲经济增长好转，加上冬季用油减少库存的影响，油价有可能上涨到60-70美元左右，如果需求进一步下滑，油价全年可能在50美元左右。

综合判断:

我们下调对油价的预计，一季度在 30-40 美元左右，和 98 年不同，由于此次低油价主要是需求引起的，因此 OPEC 即使短期进一步限产左右有限，油价反弹不超过 10 美元。我们计算 6 大公司和世界平均开采完全成本在 33 美元-35 美元左右，将构成底线支撑。二季度预期油价 50 美元左右，全年均价在 55-60 之间。

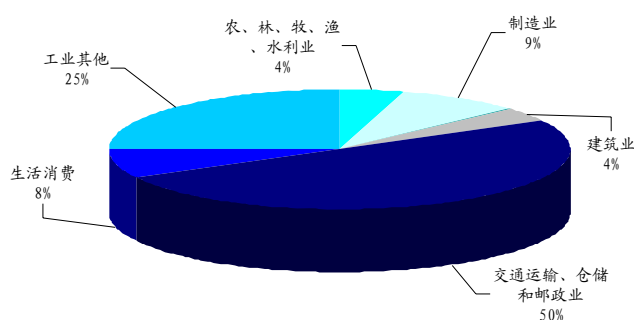
监测油价反弹的指标我们认为长期的是需求，短期的有 3 个：第一、期货期差，布伦特原油期货期差（即期期货减 6 个月期货价差）于 5 月转为负值，并持续增大，目前约为 6 美元左右，我们认为，即期期货较远期期货呈深度折让构成油价上涨压力；第二、库存；第三、美元汇率，过去 12 个月期间，大宗商品主要和美元走势相关，从 08 年 7 月 11 日美元止跌，大宗商品开始下跌，未来美元先于油价反向变化，油价先于金属同向变化。

二、量：工业增长放缓影响原油消费量

我们认为国内工业增长下滑会影响原油消费量，影响两大公司收入增长。

原油价格下滑成品油下调，六项养路费用等取消，可能会导致私家车主消费量增加，但我们分析了国内成品油消费结构，不同于美国家庭消费占 40% 以上，国内成品油消费，以汽油为例，生活消费只占 8%，主要交通运输的量中、航空、物流企业和公家车辆，都和工业增长有关，因此工业需求是影响需求的主要因素。

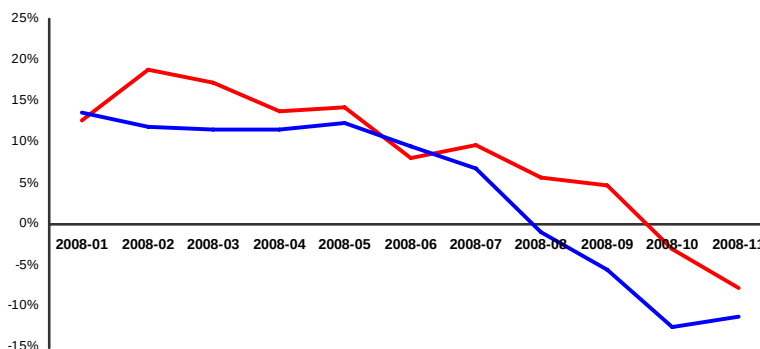
图 4 国内汽油消费结构



资料来源：中投证券研究所

分析工业需求增速我们主要看两个指标，第一发电量同比增速，用发电量主要因为发电量和工业关联性大，不可库存，剔出了很多工业产品下半年库存变化大的影响，用同比增速剔出了季节性因素的影响，因此我们认为发电量同比下降明显，是工业增速下降的指标。

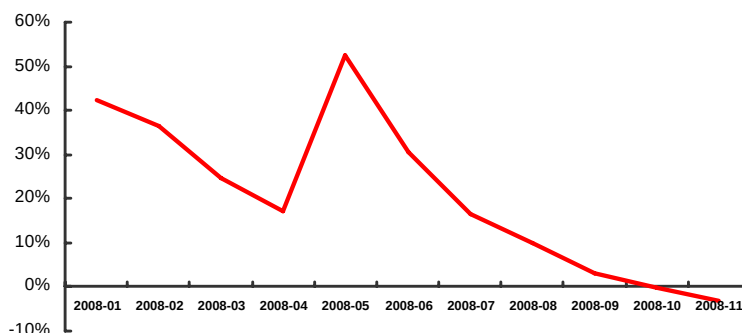
图 5 发电量和钢材产量同比增速下滑，是工业生产放缓的指标



资料来源：中投证券研究所、WIND

第二财政预算收入，10 月、11 月同比负增长，显示主要企业利润下滑，生产下降，预期需求下降。

图 6 财政预算收入同比增速下降



资料来源：中投证券研究所、WIND

因此我们认为，宏观经济下行，工业增速放缓，影响明年国内原油需求下降，从炼油开工率上看，息旺能源对国内炼油厂的统计，开工率从 80%下降到 12 月初的 69.5%，约下降 13%，主要炼油企业中石化四季度汽柴油产量约下降 300 万吨。

从全国货运量的最新数据看，公路货运周转量同比增速由 15%降至 9%，水运由 4%降至-14%，交通运输量的下降，影响汽柴油的需求增速。

表 1 全社会客货运输量

指 标	单位	11 月	比上年同月	1-11 月	比上年同期
			增长%		增长%
货运量合计	亿吨	19.71	3.6	220.78	11.4
铁 路	亿吨	2.47	-6.1	30.5	5.8
公 路	亿吨	14.83	5.5	163.74	12.7
水 运	亿吨	2.41	3	26.5	10.6
民 航	万吨	32.58	-11.3	371.35	1.6
货物周转量合计	亿吨公里	7938.38	-9.6	94486.34	5.6
铁 路	亿吨公里	1917.06	-6.1	23167.83	4.9
公 路	亿吨公里	1076.94	9	11679.22	15.4
水 运	亿吨公里	4934.58	-14	59530.49	4.2
民 航	亿吨公里	9.8	-10.8	108.81	2.9
沿海规模以上港口货物吞吐量	亿吨	3.3	-2.1	39.55	11.3
其中:外贸货物吞吐量	亿吨	1.32	-6.9	16.58	9.3

资料来源: 中投证券研究所、WIND

11 月国内原油和各成品油消费量增速下滑, 原油表观消费量同比增速由累计的 5.8%下降为 1.28%, 环比下降-9.9%。

表 2 中国原油产销平衡表 (单位: 万吨)

	2008 年 11 月	同比 (%)	环比 (%)	2008 年 1-11 月	累计同比 (%)
表观消费量	2901.2	1.28	-9.9	33530.5	5.8
产量	1586	4.9	-3	17409.2	2.5
进口量	1336	-1.84	-17.33	16452.3	9.5
出口量	20.8	-26.19	-30	330.9	5.4

资料来源: 中投证券研究所

我们在业绩预测时已经考虑了需求下滑至 5% 的风险, 如果需求进一步下滑, 影响中石油 EPS 约 0.02, 中石化 EPS 约 0.03。

三、差价：流通差价缩小，销售利润可能下滑

12月19日成品油降价方案“将现行汽、柴油零售基准价允许上下浮动改为实行最高零售价，并适当缩小流通环节差价。各省（区、市）原来上浮8%后的零售上限价格，每吨分别降低1160元和1270元，折合零售价格，每升全国平均93号汽油和0号柴油分别降低0.91元和1.08元左右。”

由于之前两大公司把握油源，零售价格基本上是按上浮8%的价格销售（见附录图），因此“按原来上浮8%后的零售上限价格，每吨降低”也就是零售价格相应降低。

汽油出厂价降低900元/吨，零售价格上限降低1160元/吨，因此中间流通环节价差减少了约260元/吨，柴油出厂价降低1100元/吨，零售价格上限降低1270元/吨，因此中间流通环节价差减少了约170元。我们计算了去除增值税影响后流通环节价差变化，和对石化公司的影响。

表 3 两次价格调整影响炼油毛利

	出厂价降价（元/吨， 除增值税）	收率	炼油毛利 下降（元/吨）	炼油毛利下降 （美元/桶）
12/19/2008	汽油	769	17.2%	132
	柴油	940	42.2%	397
	煤油	2,051	4%	82
	小计			611
1/1/2009	汽油	1,111	17.2%	191
	柴油	833	42.2%	352
	小计			543
两次调价	汽油	1,880	17.2%	323
	柴油	1,773	42.2%	748
	煤油	2,051	4%	82
合计				1,154
				23.08

资料来源：国家发改委、中投证券研究所

表 4 两次价格调整影响销售成品油毛利

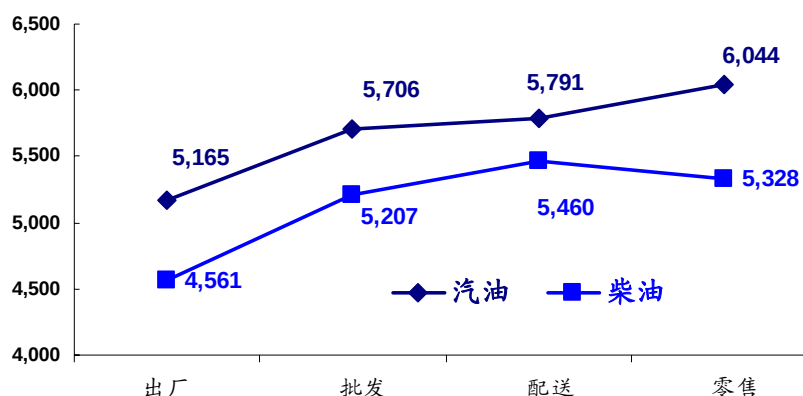
		零售价降价（元/吨，除增值税）	收率	炼油与销售毛利下降（元/吨）	炼油与销售毛利下降（美元/桶）
12/19/2008	汽油	991	17.2%	170	
	柴油	1,085	42.2%	458	
	煤油	2,051	4%	82	
	小计			710	14.21
1/1/2009	汽油	1,111	17.2%	191	
	柴油	833	42.2%	352	
	小计			543	10.86
两次调价	汽油	2,102	17.2%	362	
	柴油	1,918	42.2%	809	
	煤油	2,051	4%	82	
合计				1,253	25.07

资料来源：国家发改委、中投证券研究所

比较两个环节（炼油和销售）毛利减少的数量，流通环节利润减少了约 100 元/吨，按照中石化 08 上半年计算，炼油出厂和零售的平均价差约为 800 - 900 元。

目前国家还没有正式确定以后价差按此水平，而且中石化最近将以前不同的各大区销售价格调为一致，也为变相的提高平均零售端价格，抵消了部分损失，我们预计未来石化公司可能将部分流通环节价差损失转移至炼油部分，因此流通环节价差减少对业绩的影响在预测计算上有一定不确定性，但整体存在一定下滑风险，我们**已经**计入了流通环节价差的减小，影响中石油 EPS0.04 左右，石化 EPS 在 0.1 左右。

图 7 调整前中石化炼油流通环节价差约 800 元(2008 上半年) 单位：元/吨



资料来源：中投证券研究所

四、减值：库存和采购合同的影响

3 季度中石化库存资产减值损失冲回约 40 亿,待执行合同冲回约 150 亿(减值在半年报),我们预计由于半年报时公司资产减值计,4 季度还有约 100 亿冲回,根据目前的油价和实地调研公司库存情况的判断,我们认为由于四季度很难有大量资产减值冲回,因此我们下调中石化的利润预测, EPS 预计 08 年为 0.3。由于公司库存原油的平均成本很难确定,因此减值冲会的计算有一定不确定性。

09 年我们预计全年炼油能实现正毛利,因此减值准备能够冲回,这部分对于中石化 09 业绩有一定贡献,如果油价持续走低,低于 40,成品油价格低,导致库存原油炼油后亏损,资产减值仍然无法冲会,则 09 业绩有进一步下滑风险。

表 5 中石化 08 中报中有 200 亿采购合同准备的影响

预提费用及其他应付款

	2008 年 6 月 30	2007 年 12 月 31 日
人民币百万元		
应付中国石化集团公司及同级附属公司款项	13,775	12,907
预提支出	31,069	29,260
采购原油待执行亏损合同准备(i)	22,400	6,700
所得税以外的税金	10,826	8,836
预收账款	25,704	23,551
第三方贷款	1,051	1,103
其他	8,268	6,814
	113,093	89,171

资料来源：中投证券研究所

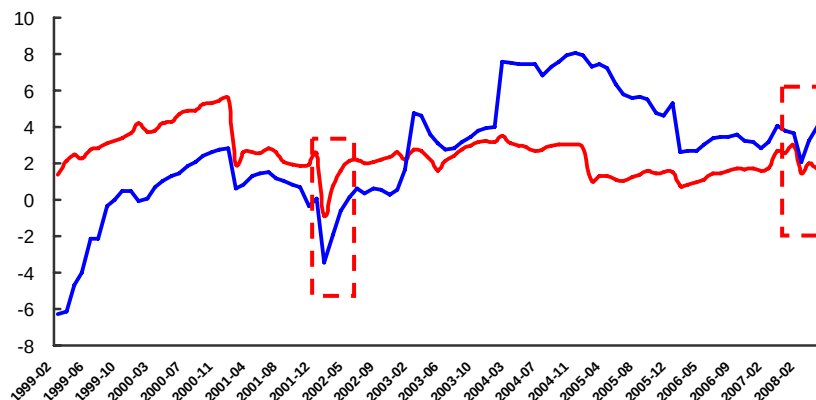
公司批注：

(i) 于二零零八年六月三十日,本集团已签订了若干不可撤销的原油采购合同,这些合同将于截至二零零八年十二月三十一日止六个月期间执行。由于境内成品油价格和原油价格倒挂,本集团认为从这些待执行合同获得的经济利益将低于执行该采购合同所承担义务时所发生的不可避免成本。因此,根据于附注 2 (p)披露的会计政策,本集团于二零零八年六月三十日确认了待执行合同准备人民币 224 亿元(二零零七年:人民币 67 亿元)。

五、下游：化工板块利润下滑大于预期

由于产品价格下跌，需求减少，加上原材料库存的问题，中石化中石油四季度化工板块亏损，中石化预计全年化工板块利润为零，09 年预计亏损。

图 8 下游合成材料和合成纤维销售利润率下降



资料来源：中投证券研究所、Wind

据统计，全球 08、09 年新增乙烯产能分别为 370 万吨和 700 万吨，但需求为 330 万吨和 180 万吨，开工率下降。对比 2001 年，宏观经济下滑，新增乙烯产能 640 万吨超过新增需求 120 万吨，出现亏损。

表 6 国内两大公司新建化工项目

公司	项目	新增产能 (千吨)	投产日期	备注
中国石化	福建炼化	800	2008/2009 年	新建
	广州石化	800	2009 年	新建
	天津炼化	1,000	2010 年	新建新建
	镇海石化	1,000	2010 年	
	武汉石化	800	2010 年	新建
	总计	4,400		
中国石油	抚顺石化	1,000	2009/2010 年	新建
	独山子石化	1,000	2008/2009 年	新建
	彭州石化	800	2009 年	新建
	大庆石化	600	2010 年	扩能
	总计	3,400		
	合计	7,800		

资料来源：中投证券研究所

表 7 中东新建乙烯装置

生产商	地点	投产日期	产能(千吨)	新建/扩建
Kharg	伊朗	2008 年	500	新建
Arvand	伊朗	2010 年	1,100	新建
Olefins 11	伊朗	2010 年	1,200	新建
Ilam	伊朗	2009 年	318	新建
Jubail Chevron Phillips	沙特	2008 年	300	新建
Yansab(sabir)	沙特	2009 年	1,300	新建
SHARQ	沙特	2009 年	1,200	新建
Rabigh	沙特	2009 年	1,300	新建
Sahara/Tasnee JV	沙特	2009 年	1,000	新建
PMD JV	沙特	2009 年	1,325	新建
TKOC (Dow/PIC)	科威特	2008 年	850	新建
Dow/Oman Oil	未定	2010 年	900	新建
Ras Laffan	卡塔尔	2009 年	1,300	新建
Borouge2	阿联酋	2009 年	1,400	新建
合计			13,993	

资料来源：中投证券研究所

亏损的数额上，由于产品上千种，毛利不一样，我们看**主要指标计算**。化工板块量的主要指标看乙烯产能产量。下游的主要产品以乙烯量最大，同时多数合成工艺以乙烯为原料。毛利的指标看石脑油乙烯、石脑油聚丙烯价差。

中石化在 2000 年化工板块 EBIT 约为-7.58 亿元，我们按照每吨乙烯产量亏损额 2009 年是 2000 年两倍计算，09 年产量增加的基础上亏损约 40-50 亿元。

表 8 中石化化工板亏损分析

	1999	2000	2001	2002	2009E
乙烯产量(百万吨)	2,050	2,170	2,153	2,716	6,800
化工 EBIT (百万元)	2,437	-758	596	3,543	-4,760
EBIT/ 乙烯产量(元/吨)	1.19	-0.35	0.28	1.3	-0.7

资料来源：中投证券研究所

六、资源税：如果开征降低上游利润

石油资源税开征始于1993年。自2005年7月1日起，将原油资源税由过去的8-30元/吨上调到14-30元/吨，天然气资源税由过去的2-15元/千立方米上调到7-15元/千立方米。中石油2008上半年缴纳的资源税16.35亿。

目前资源税的模式是从量征收，而改成从价征收是长期的趋势，也比较能反映油价变动资源税数额的变动。

财政部税政司司长史耀斌08年曾表示，为了保护资源、提高资源综合利用率，将把从量征收资源税改成从价征收，以提高对资源税的调控力度，“这个方案基本上已经成熟，也许今年就会出台”。

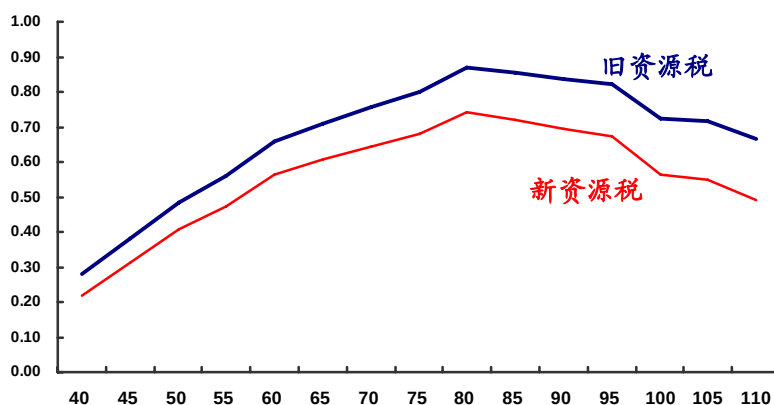
加征税将对石油生产商将构成负面影响。如果按原油价格开征5%的资源税，影响中石油EPS约0.1。我们预计资源税的调节将和特别收益金协同，以一揽子政策的形式解决国家和资源垄断类企业中石油的利润分配问题。

表9 中石油业绩受资源税（5%从价征收）影响分析

油价	20	40	60	80
资源税	59	118	176	235
新增	23	82	140	199
影响净利润（税后）	18	63	109	155
Eps（元/股）	0.010	0.035	0.060	0.085

资料来源：中投证券研究所

图9 中石油业绩受资源税（5%从价征收）影响分析



资料来源：中投证券研究所

七、下调公司盈利预测

基于两大公司业绩主要和原油价格相关，我们下调了油价预测，同时考虑到石化行业存在化工板块亏损和产品需求下滑的风险，因此相应下调公司业绩预测。

预计中石油 08、09 年 EPS0.66 和 0.67，维持推荐评级。中石化 08、09 年 EPS 为 0.3 和 0.58，下调评级至推荐。

我们认为，短期石化行业由于油价下行，同时下游需求下降，流通价差、库存和资源税的不确定性增加，行业整体趋势下行。

但目前估值水平不高，约在大盘 1700 点左右的水平。另外行业业绩和原油价格高度相关，如果未来宏观经济转好，油价回升速度将先于其他行业指标，而公司的业绩预期短时间内将迅速增加，因此未来仍具相对投资机会。

短期存在的股价刺激因素有：政策性回购和公司回购股份；海外资产收购可能性增大；资产减值冲回；石化行业振兴计划（国家 9 大行业振兴计划）。

附录

表 10 两大公司在不同油价的业绩（EPS）

平均油价	中石油	中石油（资源税 5%）	中石化
40	0.281	0.217	0.313
45	0.383	0.312	0.369
50	0.485	0.406	0.441
55	0.561	0.474	0.500
60	0.659	0.564	0.579
65	0.710	0.607	0.635
70	0.756	0.645	0.689
75	0.800	0.681	0.740
80	0.869	0.742	0.791
85	0.854	0.719	0.580
90	0.838	0.695	0.282
95	0.822	0.671	0.106
100	0.722	0.563	-0.193
105	0.717	0.550	-0.201
110	0.666	0.491	-0.490

资料来源：中投证券研究所

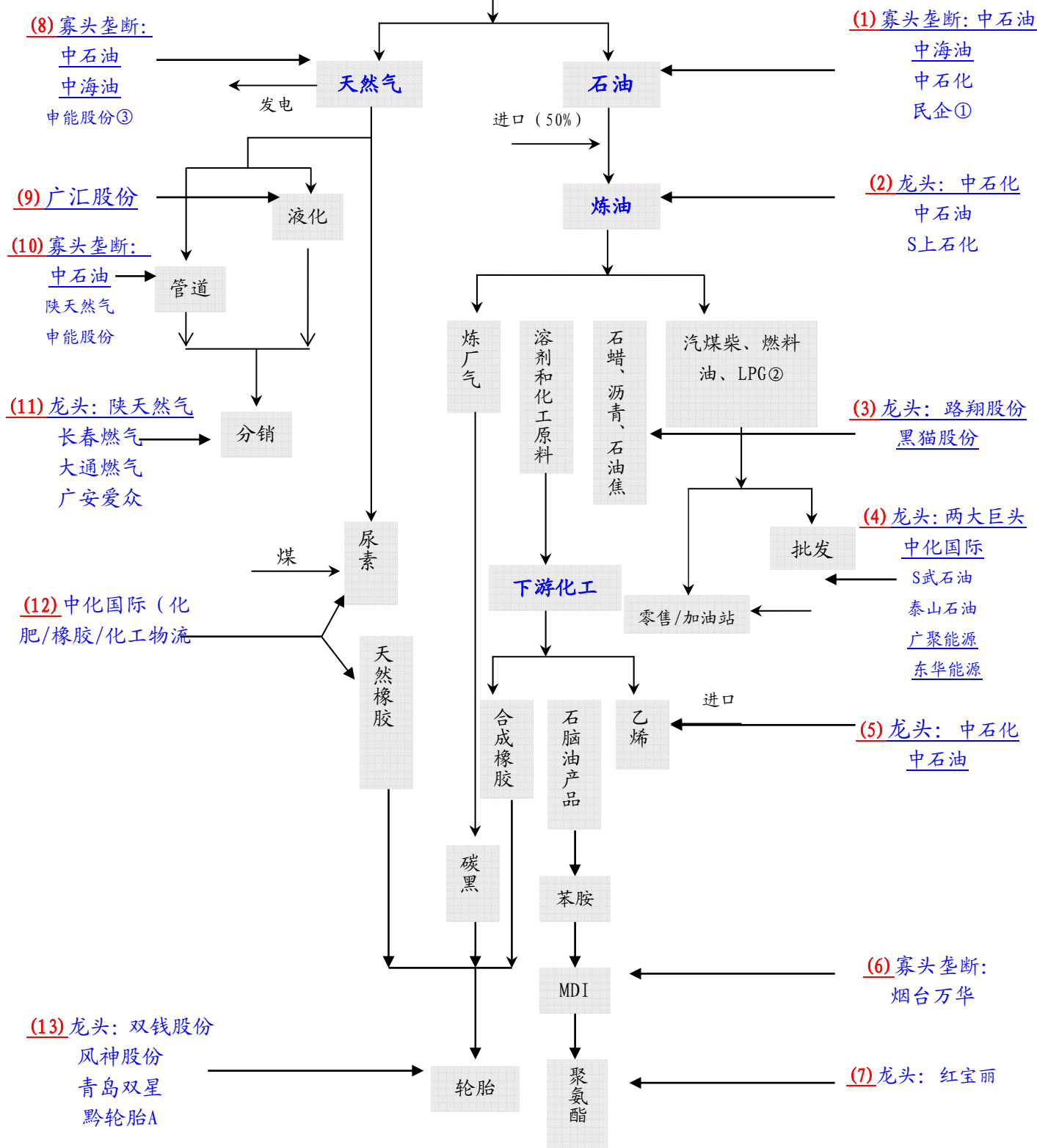
注：没有考虑补贴和国家政策性因素，成品油价格采取新的原油成本法

表 11 路透油价一致预期调查 单位: 美元/桶

	Q109	Q209	2009	2010	Q109	Q209	2009	2010
2008 年 1 月 9 日	Brent (布伦特)				WTI			
巴克莱	58	66	75	104	59	67	76	106
Bernstein Rsch	-	-	70	80	-	-	70	80
巴黎银行	49	41	52	80	50	42	53	82
BCS	42.2	-	55.9	77.1	45.6	-	59.3	80.5
Cheuvreux	-	-	60	70	-	-	-	-
CGES	34.3	37.6	41	-	56.51	57.13	64.12	68.79
花旗集团	-	-	65	75	-	-	65	75
瑞士信贷	53	53	58	78	55	55	60	80
大和	55	62	67	87	58	65	70	90
德意志银行	55	50	47.5	55	55	50	47.5	55
DnB NOR Markets	57	60	60	70	-	-	-	-
国际能源署	-	-	-	-	50.33	51.17	-	-
经济学人	25	32	35	50	25.5	33	36	51
First Energy Cap	51	63.5	68.5	89.5	52.5	65	70	90
Fortis	44.6	53.6	54	72.2	45.8	52.5	55	70
高盛	28.5	38.5	43.5	-	30	40	45	-
HSH Nordbank	60	55	60	83	62	57	62	85
ING	48	49	50	55	48	49	50	55
JP 摩根	38	40	43.25	55	38	40	43.25	55
Landesbank	55	60	60	70	57	62	62	72
MF Global	50	45	45	65	49	44	45	68
美林	43	45	50	70	43	45	50	70
Nomisma Energia	36.9	34.3	34.2	34.4	38.9	36.3	36.2	36.4
Petromatrix	65	73	73.5	84	65	75	75	85
Raymond James	-	-	-	-	45	55	60	80
RBS	47.8	42.1	44	55	47.8	42.1	44	55
RZB	51	59	65	80	53	61	67	82
Scotia Capital	-	-	45	58	-	-	46	59.25
Societe Generale	38	49	56	88.5	40	50	57.5	90
渣打	47	50	55	77	50	53	58	80
瑞银	53	50	60	75	55	50	60	75
UniCredit	50	50	55	75	50	50	55	75
中值	49.5	50	55	75	50	50.17	57	75

资料来源: 中投证券研究所

勘探开采



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 $\pm 10\%$ 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

分析师简介

芮定坤, 中投证券研究所石化行业分析师, 清华大学化工系学士、清华-麻省理工工商管理硕士, 4 年化工行业经历。2008 年加入中投证券。

主要研究覆盖公司: 中石油、中石化、陕天然气、广汇股份、中化国际、烟台万华、黑猫股份、路翔股份、红宝丽等。

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。未经中投证券事先书面同意, 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	北京	上海
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	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	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