

深度报告

石油天然气

石化行业 2010 年春季投资策略

推荐

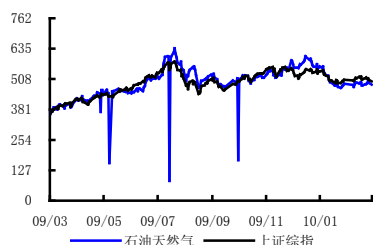
(维持评级)

2010 年 3 月 31 日

行业深度报告

大象的舞步

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

分析师：李晨

电话：021-60875160

E-mail: lichen@guosen.com.cn

分析师：严蓓娜

电话：021-60933165

E-mail: yanbn@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

●中石油中石化是两头大象

中石油和中石化是两头大象。他们拥有年产 1.6 亿吨原油、近 700 亿方天然气的油气田、一座为全国近 90% 的汽车、飞机与轮船提供动力的炼油厂、以及遍布全国车流密集地区由 5 万座加油站组成的营销网络，以及中国最大的化工集团。中石油和中石化的年销售收入近 1.5 万亿和 1 万亿，中石化排名世界 500 强的中国头名，中石油是全球市值最大的企业。

●经过 5 年的忍痛负重、大象的业绩开始起舞

09 年下半年是国家石油公司新一轮业绩快速增长的起点，经历了 04 年下半年 - 08 年前后近五年定价机制的扭曲，抹杀了原本正常的业绩增长轨迹，各个部门效率提升、规模扩张的业绩贡献，均被炼油的巨亏淹没了，在炼油机制逐步理顺、全球经济逐渐走出危机，被压抑了五年的盈利潜力将集中释放，加之上游川气东送、化工周期进入景气周期以及非油销售的超预期提速，均引领业绩开始起舞。

●四大板块都有催化剂：

- 1、上游：海外资产注入、川气东送投产与天然气价格改革；
- 2、炼油：受益人民币的升值与优质优价的推行；
- 3、化工：价升量增——周期稳步向上叠加产量大幅增长；
- 4、营销：受益国内汽车销量持续高增长与非油业务超预期提速。

●为了国家利益，建议资本运作上同样跳出靓丽的舞步

今年，中石油和中石化海外上市满 10 周年。作为国家石油公司应从国家战略利益的高度，重新审视与思考海外上市的作用与意义。10 年前的海外上市，为的是将一个“行政机构”打造成一家“现代企业”；10 年后的今天，业已成为一家超大型的现代企业后，是否能与时俱进，一切为了国家利益，筹谋资本运作、引进真正战略投资者、更好地保障国家能源安全，让中石油和中石化这两头大象在海内外资本市场上跳出更加优美的舞步。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	昨收盘(元) 2010-3-30	EPS		PE 2010	投资评级
				2010E	2010E		
601857	中国石油	23646	12.9	0.56	0.73	17	谨慎推荐
600028	中国石化	10360	11.9	0.90	1.09	13	推荐

资料来源：公司资料 and 国信证券预测

内容目录

中石化与中石油是两头大象	4
一、业绩的舞步：大象的业绩开始起舞	4
上游：油价区间利于整体盈利	6
2010 年油价处于 70-95 美元的区间	6
天然气产能加速投放 推动两大公司业绩增长	6
持续推动海外资产收购与注入	9
炼油：受益于人民币升值与优质优价的推行	10
人民币升值：经营性改善炼油盈利	10
优质优价：提升盈利与加强市场占有率并举	12
化工周期景气上升	13
化工景气度较 09 年上升	13
经济复苏成长期：石化周期景气向上	14
国内乙烯产能大幅增长 30%	15
营销：受益国内汽车销量持续高增长与非油业务超预期提速	15
汽车销量持续高速增长 孕育“汽车人”消费新习惯	15
国家石油公司发展非油业务的优势	17
资本运作的舞步：一切为了国家的利益	18
中国目前的能源供应并不安全	18
中石化在海外市场被严重低估 建议国家出资增持	19
利用换股引进战略投资者 H 股价越高越符合国家利益	20
附表 1：财务预测与估值	26
附表 1：财务预测与估值	28
国信证券投资评级	29
免责条款	29

图表目录

图 1：2000-2007 年中石化净利润增长 187%	4
图 2：2000-2007 年中石化各部门 EBIT	4
图 3：中石化中下游能力不断提升	5
图 4：中石化持续降本增效	5
图 5：中石化和中石油的盈利状况	5
图 6：普光气田和川东北气田	7
图 7：川气东送管线设计	8
表 1：川气东送项目对中石化业绩贡献明显	8
图 8：近期人民币升值预期有所增强	11
图 9：2006-2008 年人民币升值历史	11
图 10：炼油毛利对人民币升值的影响敏感	11
表 4：中石油中石化的炼油盈利提升对人民币升值的敏感度	12
图 11：不同油价下升值对中石化业绩的改善	12
图 12：聚乙烯价差分解	13
图 13：聚丙烯价差分解	13

图 14: 日本乙烯和低密度乙烯开工率	14
图 15: 2009 年 PE 国内产量分类	14
图 16: 国内塑料产量同比增速	14
表 5: 各省城镇居民平均个人年总收入	16
图 17: 北京加油站分布	17
图 18: 中国前十大原油进口来源国	19
图 19: 国家石油公司占有绝大多数的石油储量	21
图 20: 中国国家石油公司的储量在总储量中排名中等 (本图是图 17 近纵轴区域的放大版)	21
表 6: 国家石油公司估值	21
表 7: 国家石油公司估值	22
表 8: 中石油和中石化的股本和市值	22
图 21: H 股价格越高中石化需要支付的股数越少	23
图 22: H 股价格越高中石油需要支付的股数越少	23

中石化与中石油是两头大象

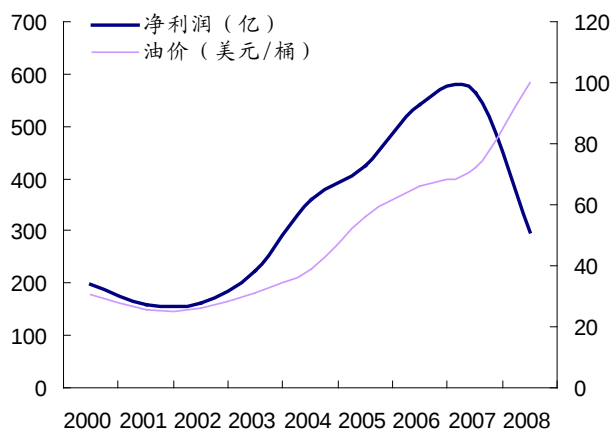
中石化可以看成一家这样的公司：一块年产 4000 万吨原油、近 200 亿方天然气的油气田、一座为全国近 60% 的汽车、飞机与轮船提供动力的炼油厂、以及遍布全国车流密集地区由 3 万座加油站组成的营销网络、最后算上一间每年可赚一两百亿的化工厂，她年销售收入近 1.5 万亿，排名世界 500 强的中国第一。

中石油可以看成一家这样的公司：一块年产 1.2 亿吨原油、近 500 亿方天然气的油气田、总长度达 4 万公里的主干输气管网、一座为全国近 40% 的汽车、飞机与轮船提供动力的炼油厂、以及遍布全国车流密集地区由 1.8 万座加油站组成的营销网络、一间不太赚钱的化工厂，她年销售收入过 1 万亿，年利润过千亿。

一、业绩的舞步：大象的业绩开始起舞

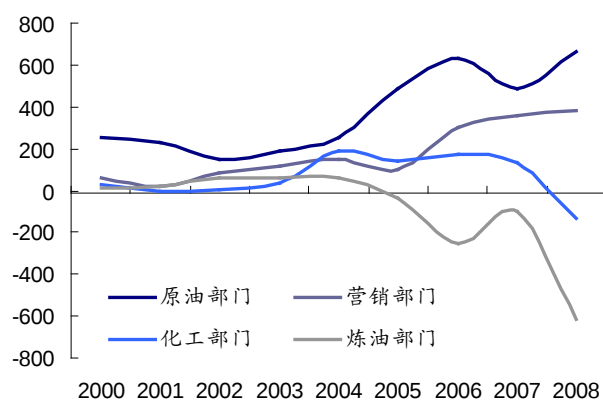
经历了 04 年下半年 - 08 年前后近五年定价机制的扭曲，抹杀了两大石油公司原本正常的业绩增长轨迹。各个部门效率提升、规模扩张的业绩贡献，均被炼油巨亏淹没了。

图 1: 2000-2007 年中石化净利润增长 187%



资料来源: wind, 国信证券经济研究所

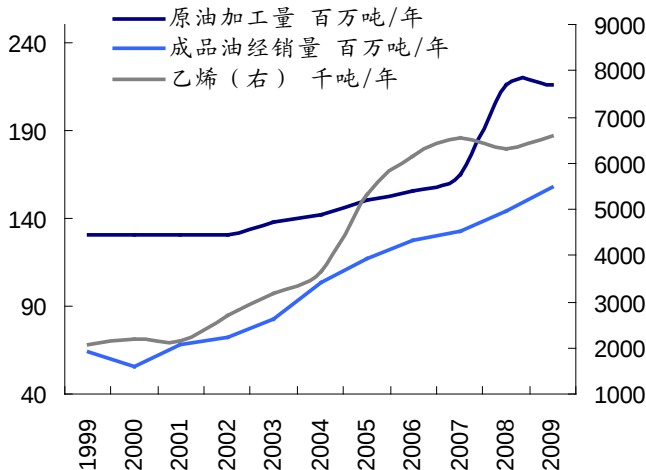
图 2: 2000-2007 年中石化各部门 EBIT



资料来源: wind, 国信证券经济研究所

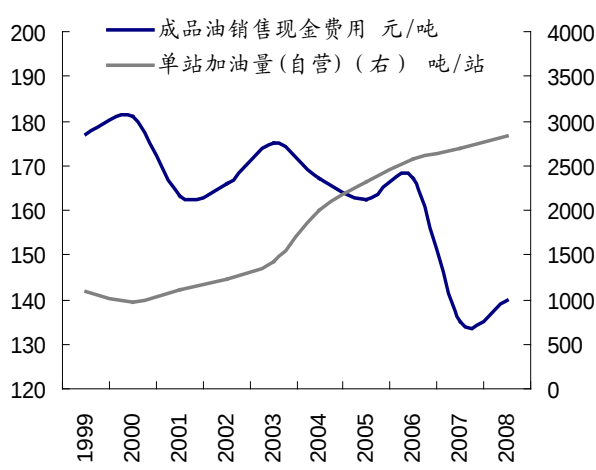
实际上从 2000 年到 2007 年中石化的净利润增长了 187%，这其中除了原油价格从 30 美元上涨至 70 美元的因素以外，化工、营销业务的盈利能力提升，其本身的产能扩张和降本增效的内生式增长是决定性的推动力。

图 3: 中石化中下游能力不断提升



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 4: 中石化持续降本增效

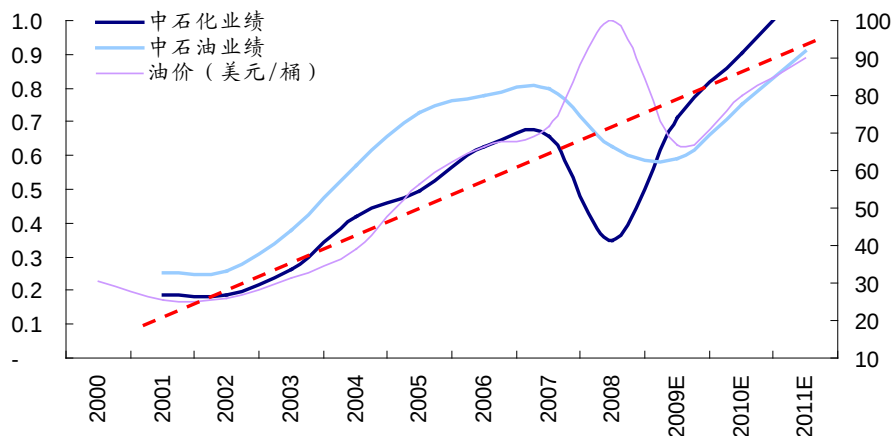


资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

中石油的下游规模也都有了明显的增长, 效益也出现了明显的增长。在 2008 年石油价格均价为 99 美元/桶的高位时, 全球各大石油公司的盈利都出现了明显增长, 只有中石油的盈利从 05-07 年的 0.7 元/股左右, 下滑到 0.62 元/股。

2010 年是中国国家石油公司新一轮业绩快速增长的起点。在炼油机制逐步理顺、被压抑了五年的盈利潜力将集中释放, 加之上游油气资源扩张、化工周期进入景气周期以及非油销售的超预期提速, 均引领国家石油公司巨大身躯也可以在资本市场上跳出优美的舞步。

图 5: 中石化和中石油的盈利状况



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

上游：油价区间利于整体盈利

2010 年油价处于 70-95 美元的区间

我们对石油价格的看法是：2010 年上半年在 70-85 美元之间温和振荡，等待世界需求的复苏，下半年的油价波动区间会上移到 75-95 美元之间，中轴温和上移，但整体涨幅有限。由于经过了 07-08 年油价的大幅上涨，所以 70-95 美元的油价区间，对两大石油公司而言，炼油板块再度出现亏损的概率不大，如果成品油炼油机制到位，都基本处于最佳的盈利区间。

OPEC 控制力增强、消费和供给相对平衡

1990 年之后出现的石油价格大幅下降，是 OPEC 各国不断扩产的结果。但是也是 2002 年之后的减产，导致了原油价格出现了持续大幅地上升。其他非 OPEC 的产量中，主要是由俄罗斯等原苏联共和国所供给，对这些国家而言，石油和天然气的收入占到了全部出口收入的 90% 以上，在需求相对疲弱的情况也会竞相出口油气，进而打击石油价格。

现阶段的石油价格从某种程度上已经包含了对未来的石油需求上升的预期，而因为现有的弱平衡是靠 OPEC 减少产量来保证库存低水平，以稳定供需平衡。OPEC 本身的产量配额取决于油价，现有的价格已经符合他们的目标。如果石油价格因为投机和金融性因素，造成石油价格的大幅度上升，但 OPEC 为了维持价格不得不提高产量，导致全球的供给增加，进而从实体经济打压石油价格，但是增产的效果具有持续性，会导致石油价格持续低迷。所以 OPEC 做增产决定会面临一定的困难。但市场交易者也能理性认识 OPEC 的产量博弈，因此价格不会出现大幅度上涨。

由于美元相对贬值，石油价格虽然现在 70-80 美元，但和 06-07 年的 70-80 美元的相对高位不同，这一价格已经被实体经济所接受。对于主要的产油国而言，都拥有了产量默契，石油价格会维持在一个比较合理的区间范围内波动，即 70-95 美元之内。

世界需求的不确定性、低价天然气与新能源替代制约油价涨幅

美国的石油库存水平出现下降，但过程十分缓慢，炼厂的开工率有所提高，但是仍然十分疲弱。OECD 国家的经济复苏是充满波折的，经济活动的活动也不可能非常快的上升。

天然气的低价抑制油价涨幅。天然气将于未来的 2 年内处于低位徘徊已经成为市场的一致性看法，虽然从 3 年之后的角度看天然气会再次出现供不应求，但是至少在这个阶段，无论是石化化工企业还是油田，都会更多采用天然气作为动力来源，而不是使用昂贵的原油作为燃料，进而综合降低成本。

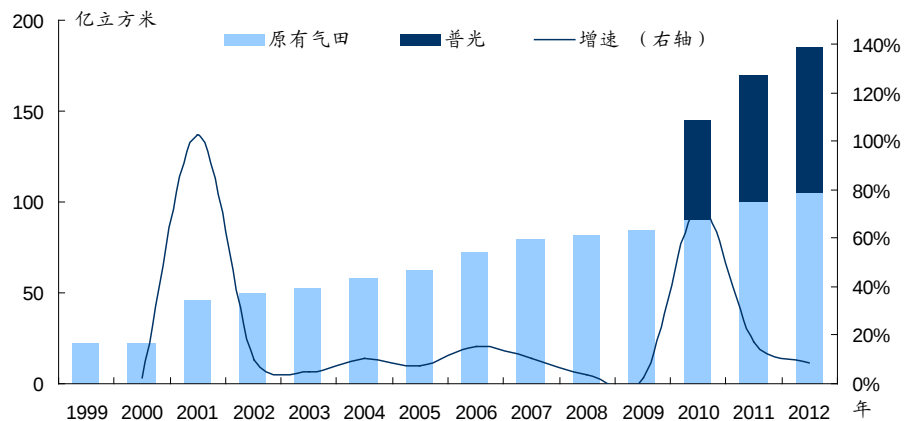
高油价将推动新能源的加速替代石油，所以产油国不愿石油被加速替代。中国计划大规模推行电动汽车和充电桩，美国的消费者中有超过 2 成表示对电动车有兴趣，这个能源替代过程，在 OECD 国家将与经济复苏共同进行。对石油需求的增速具有相当的负面效应。

天然气产能加速投放 推动两大公司业绩增长

川气东送投产

普光气田是中国规模最大、丰度最高的特大型整装海相气田,探明储量达 4050 亿立方米,是我国继新疆塔里木、内蒙古鄂尔多斯气田之后最具开发潜力的大气田。川气东送是综合利用普光气田的主要项目,总项目投资 627 亿,包括产能 120 亿立方米产能建设,全亚洲最大的普光气田净化厂建设,以及川气东送管道建设,和部分下游配套项目。川气东送投产,2010 年将大幅度提高天然气供给增长,2010 年供给 40 亿方,2011 年 70-80 亿方,2012 年 120 亿方,未来有望通过加压产量可以增长到 170 亿方。

图 6: 普光气田和川东北气田



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

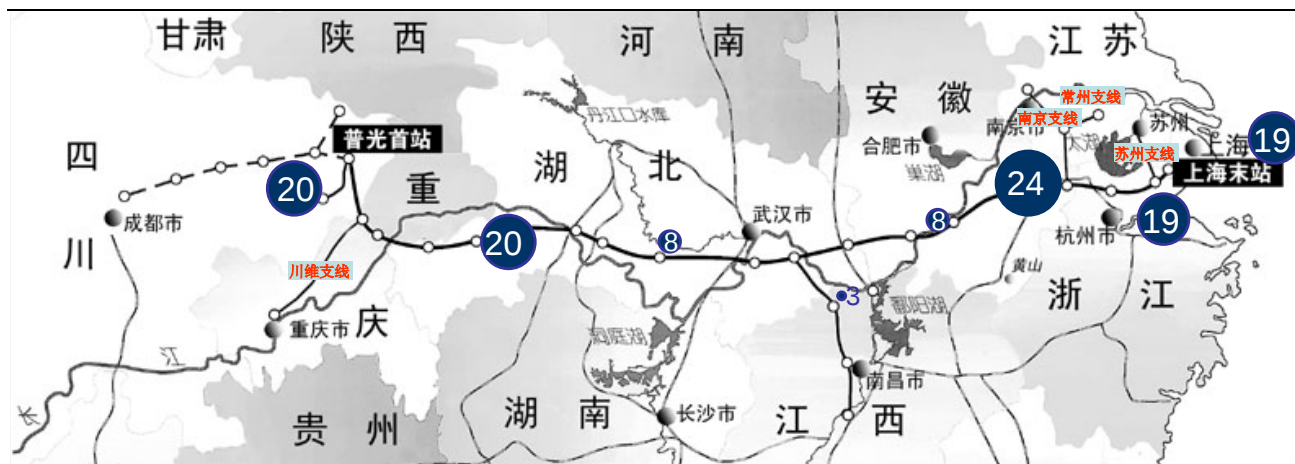
普光的逐步投产将给中石化的天然气供给增长提速。2002 年至 2009 年以来中石化的天然气产量增长平稳, 年均复合增长率为 7.71%, 年均增加供给 4.87 亿立方。川气东送的投产 2010 年将大幅度提高天然气供给增长, 2010 年供给 40 亿方, 2011 年 70 亿方, 2012 年 120 亿方, 未来有望通过加压产量可以增长到 170 亿方。

川气市场开拓顺利, 定价相对稍高

川气东送的下游市场主要包括了沿途四川、重庆、江苏、上海等省市。

下游输气量分别为: 四川 20 亿立方米、重庆 20 亿立方米、江苏 23.5 亿立方米、上海 19 亿立方米、浙江 18.5 亿立方米、湖北 8 亿立方米、安徽 8 亿立方米、江西 3 亿立方米。用气量呈现两头高, 中间少的格局, 下游市场主要为华东的经济发达地区, 天然气的需求旺盛, 气价的接受能力更强。

图 7: 川气东送管线设计



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

川气定价新价。川气东送天然气出厂基准价格定为每立方米 1.28 元 (含增值税), 具体出厂价格由供需双方在上下 10% 的浮动范围内协商确定。川气东送全线管道每立方米平均运输价格暂定为 0.55 元 (含营业税), 到四川、重庆、湖北、江西、安徽、江苏、浙江、上海的管道运输价格, 分别为每立方米 0.06 元、0.16 元、0.32 元、0.54 元、0.65 元、0.76 元、0.81 元和 0.84 元。川气输送至上海后成本价为每立方米 2.12 元, 到达用户的价格将超过 3.4 元/立方米, 较西一线的气价高 50%。但是与华东海气和西二气相比价格仍然具有优势。

由于川气逐步产量增长, 2010 年到 2012 年的川气项目的折旧摊薄效应会逐渐显现, 预计 10 年、11 年和 12 年对中石化的业绩贡献分别为 0.03、0.07 和 0.15 元/股。

表 1: 川气东送项目对中石化业绩贡献明显

		2010	2011	2012
收入	亿元	73	122	208
输气量	亿方	45	70	120
气价	元/方	1.6	1.7	1.7
井口气价	元/方	1.1	1.2	1.2
输气价格	元/方	0.5	0.5	0.5
成本	亿元	35	37	42
折旧	亿元	30	30	30
其他费用	亿元	5	7	12
毛利	亿元	39	85	166
净利润	亿元	29	63	125
业绩增厚	元/股	0.03	0.07	0.15

资料来源: 国信证券经济研究所

西二线 2010 年底贯通

西气东输二线是国内最大的跨国管道，全部贯通之后全年输气量为 300 亿方。气东输二线工程包括 1 条主干线、8 条支干线、26 座压气站、3 座地下储气库和深圳 LNG 调峰站。8 条支干线分别是轮南至吐鲁番、中卫至靖边、泰安支干线、十堰支干线、上海支干线、湘潭支干线、深港支干线、南宁支干线。主干线 4978 公里，管道主干线和支干线全长 8700 多公里。西气东输二线工程总投资约 1420 亿元。沿线城市内天然气管网建设约需投资 673 亿元。

海上 LNG 进口也会大量增加

从 2009 年以来部分 LNG 大量建成，包括 09 年竣工的福建中海油 LNG（接受能力 250 万吨，35 亿方天然气），上海洋山 LNG（接受能力 300 万吨 LNG，42 亿方天然气）接收站。即使前期供气量受制于上游气源不足，但由于国际采购 LNG 对于解决冬季的用气高峰具有很强的调峰作用。

持续推动海外资产收购与注入

中石化通过在香港设立的全资子公司 SHI 收购中国石油化工集团公司下属全资子公司 SOOGL 所持 Sonango Sinopec International Ltd (简称“SSI”) 公司 55% 的股权，而 SSI 公司则拥有安哥拉 18 区块 50% 的权益。

收购的总对价为 24.57 亿美元，其中，股权对价 16.78 亿美元，债权对价约 7.79 亿美元。根据公司数据，我们估算该项目能为公司增加权益产量为 200 万吨左右，但由于拥有 SSI 55% 的控股权，合并报表后增加产量 400 万吨左右，业绩略有增厚。

此次收购的价格较为合理，在 10 年实现油价均价 80 美元的假设下，预计 SSI 的利润为 20 亿人民币，收购 PE 为 6 倍左右。如果以 09 年 11 月底的净资产计算，PB 为 3.81 倍。如果以 2P 储量收购价格计算为 20 美元/桶左右。全球一般成熟产量的石油资产的收购价格为 10-20 倍，因此以此计算的价格在合理区间。

表 2: 收购价格测算

		2008	2009'1-11	2010E
SSI 产量	千桶/日	73	73	73
	千桶/年	26,107	23,932	26,107
SSI 营业收入	千人民币	16,869,207	9,486,068	14,202,317
SSI 利润总额	千人民币	11,325,892	5,042,374	8,876,448
SSI 净利润	千人民币	4,862,068	1,980,798	3,550,579
SSI 每桶				
收入	美元/桶	95.0	58.3	80
成本	美元/桶	31.2	27.3	30
利润	美元/桶	63.8	31.0	50
净利润率/利润总额	美元/桶	57%	61%	60%
净利润率	美元/桶	27.4	12.2	20
中石化拥有 SSI 55% 权益				
净利润	亿人民币	27	11	20
收购价格	亿美元	16.7	16.7	16.7
	亿人民币	113.56	113.56	113.56
PE		4.25		5.82

资料来源：国信证券经济研究所估算

表 3: 收购价格测算

		2,008	09'1-11
SSI 资产总额	亿人民币	219	217
SSI 负债总额	亿人民币	184	162
SSI 资产净额	亿人民币	34	54
中石化权益资产净额	亿人民币	19	30
收购价格	亿美元	17	17
	亿人民币	114	114
PB		5.99	3.81

资料来源：国信证券经济研究所估算

中石化集团现拥有海外权益产量 1200 万吨，国内老油田的增长难度大，开采成本高，推动海外资产注入是大势所趋。虽然会面临一些波折，但是海外资产注入仍然会持续进行。去年中石化集团收购了 Addax，Addax 拥有储量 4.26 亿桶，年产油气 700 万吨，注入股份公司的法律障碍更少，是接下来最可能注入的资产。

海外的资产注入初期规模有限，但资产定价合理，未来潜力较大，油气资产本身的增值空间可观；另一方面，海外资产收购能力增强本身增强了公司的上游成长性。

中石油的海外收购则具有更强的针对性。中石油的海外资产除了敏感地区的石油开采以外，都在股份公司层面操作，因此现有的股份公司海外资产包括了伊拉克的鲁美拉等油田的服务合同，以及哈萨克斯坦石油公司、土库曼斯坦的权益天然气、加拿大油砂等。除了收购海外的上游资产，还有下游的炼厂和油库资源，以实现全球布局，加强全产业链的控制力。

炼油：受益于人民币升值与优质优价的推行

人民币升值：经营性改善炼油盈利

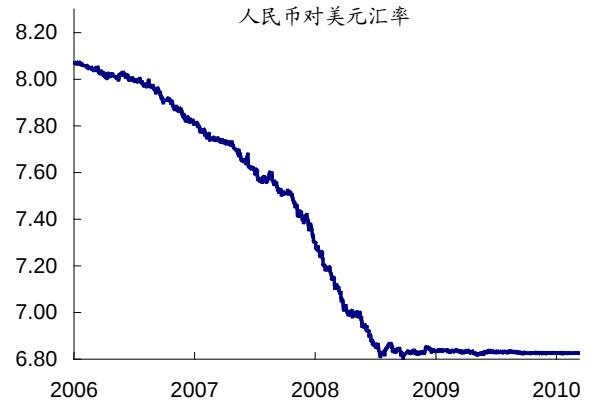
中国通胀预期有所削弱和日益增加的国际贸易摩擦，人民币升值的预期正在逐步成形。近期人民币的中间价不断下跌，NDF 的人民币对美元中间价已经下跌至 6.826。如果人民币升值成为缓解贸易摩擦的方式，币值的升值趋势不会简单结束，将会持续一段时间，从 2005 年到 2008 年中期，人民币汇率从 8.3 上升到 6.83，升值幅度超过 17%。

图 8: 近期人民币升值预期有所增强



资料来源: wind, 国信证券经济研究所

图 9: 2006-2008 年人民币升值历史



资料来源: wind, 国信证券经济研究所

本币升值最为受益的是进口原材料本地销售的产业, 将降低进口成本, 而本国的产品销售价格则对汇率不敏感, 提高了利润空间。

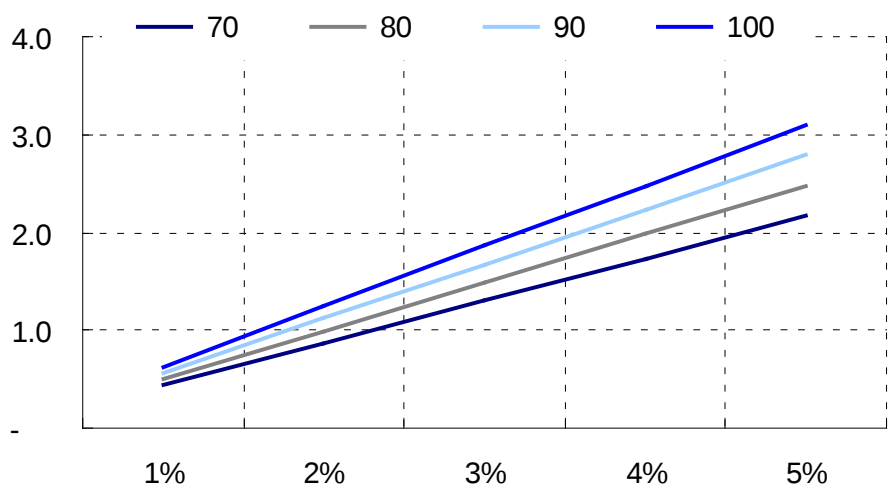
两大国家石油公司高达 22 亿桶的炼油能力, 也将受益于人民币升值。原因如下:

第一, 国内进口原油成本有所下降 (人民币标价的成本)。

第二, 下游的汽柴煤油价格虽受到国家价格管制, 但调价依据是与目标国际加权价格的波动幅度挂钩, 并且价格调整的频率不够紧密。

实际上进口原油的炼油毛利对人民币升值的敏感性是比较高的, 当原油价格为 80 美元时, 人民币升值 1%, 炼油毛利上升 0.5 美元/桶, 当升值幅度为 3% 时, 炼油毛利上升 1.5 美元/桶。

图 10: 炼油毛利对人民币升值的影响敏感



资料来源: 国信证券经济研究所

人民币升值会导致人民币标价的原油价格相对下降, 炼油盈利的增长是以上游

盈利下降为代价的，所以炼油的原油进口比例越高，对人民币升值越敏感。

中石化的进口原油占比达到 70%以上，在原油 80 美元的情况下，人民币每升值 1%，对公司净利润的贡献是 26 亿，对业绩提升是 0.03 元/股。

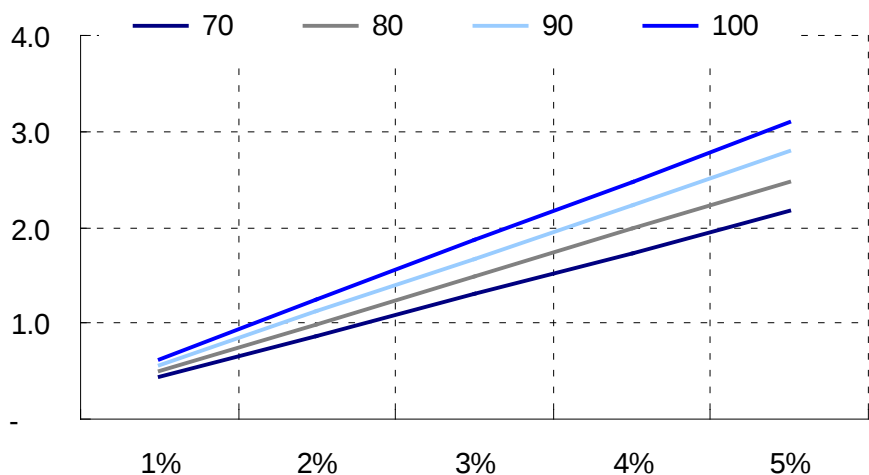
中石油原油进口比例很低，人民币升值对净利润的影响微乎其微。

表 4: 中石油中石化的炼油盈利提升对人民币升值的敏感度

假设			中国石化			中国石油		
原油价格	美元/桶	80.00	原油加工量	万吨	18262	原油加工量	万吨	13200
人民币汇率		6.83	自产原油量	万吨	4200	自产原油量	万吨	11918
人民币升值速度	%	1%	进口原油加工量	亿桶	10.27	进口原油加工量	亿桶	0.94
汽柴煤油收率	%	62%	炼油 EBIT 增加	亿元	34.78	炼油 EBIT 增加	亿元	3.17
炼油原料成本下降	美元/桶	0.80	炼油净利润增长	亿元	26.08	炼油净利润增长	亿元	2.38
炼油毛利改善	美元/桶	0.50	公司业绩提升	元/股	0.03	公司业绩提升	元/股	0.001

资料来源：国信证券经济研究所

图 11: 不同油价下升值对中石化业绩的改善



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

优质优价：提升盈利与加强市场占有率并举

去年下半年以来公司的炼油盈利一直在低位徘徊，机制不到位的根源来自于：调整时期过长导致投机风气盛行和保证炼厂合理炼油毛利之间的政策矛盾。2010 年将继续完善定价机制：

第一， 缩短调整周期，减少贸易商囤积投机的套利机会。

第二， 全国将在 5 月之前全面推行国三标准，实现优质优价。

国三的推行，将改善油品市场上的“劣币驱逐良币”的竞争，各个加油站之间的恶性竞争也将减少，加油站的零售和批发盈利状况也会得到明显改善。因为地方

炼厂大多规模不足，仅为 200-300 万吨，没有资金和技术上国三脱硫装置，将被市场淘汰。只有少数的主流炼厂可能具有资金基础和技术，如中海油的惠州炼厂、华锦集团，以及少数的规模较大的地炼，如东明石化、利津石化、汇丰石化等。

中石化的所有炼厂已经全面完成了成品油品质升级改造，成本已经完全计入了，调价的幅度就是炼油盈利的增长。预计国三的成品油较国二的成品油价格高 0.2 元/升。如果全面推行优质优价，09 年中石化的汽柴油产量约 1 亿吨，约合 1100 亿升，将提高收入约 220 亿元，约增加净利润 160 多亿元，按全国 30% 的推行率估计，对净利润的贡献约 50 亿元。

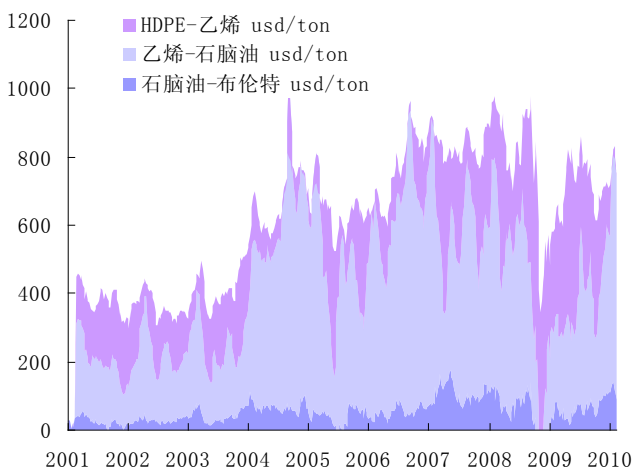
化工周期景气上升

化工景气度较 09 年上升

由于乙烯的下游需求中 PE（聚乙烯）占 59%，MEG 为 14%，PVC 为 12%，因此分析乙烯行业的周期和景气，我们主要看 PE 的景气程度。

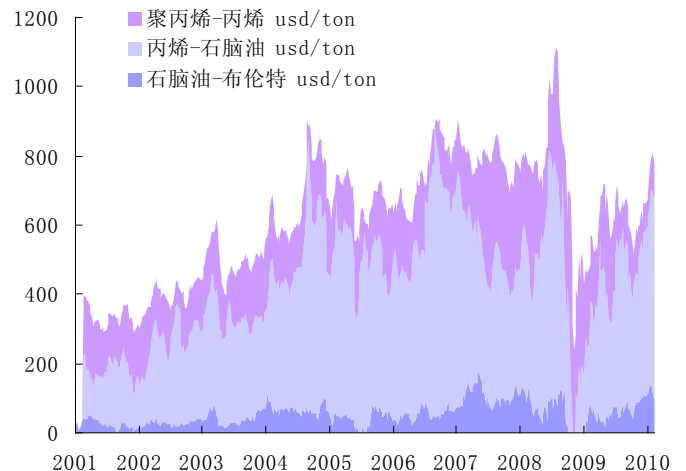
去年三季度以来聚烯烃的利润维持着较高水平，高密度聚乙烯与石脑油之间的价差已经达到了 650 美元以上，与 04-05 年的平均价差接近。

图 12: 聚乙烯价差分解



资料来源：日本经济产业省，国信证券经济研究所

图 13: 聚丙烯价差分解



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

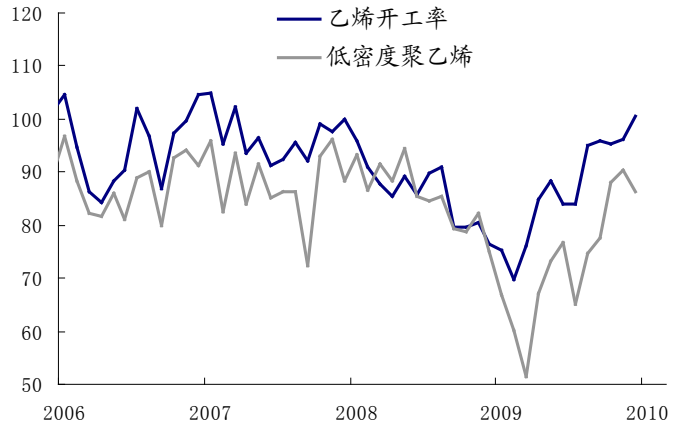
从需求拉动到成本推动

2009 年以来聚乙烯和原油之间的价差，明显表明这是一个需求拉动的市场。首先，聚乙烯价格上涨，与石脑油的价差迅速上升；之后乙烯价格开始大幅度上涨，进而吞噬聚烯烃的利润。后端产品价格上涨，进而带动上游价格上涨是非常明显的需求推动价格结构。

在 2 月底是聚乙烯价格和乙烯价格已经接近，聚烯烃生产厂商的利润让位于裂解厂商，因为聚烯烃价格转嫁难度有所上升。造成这个价差结构的另外一个原因是，大多数的聚烯烃厂商同时也是裂解厂商，因此市场上供给的乙烯交易量并不多，乙烯价格的波动就更大，而且裂解厂商也具有更强的议价能力。最终的结果是裂解厂商总是能获得更好的盈利。

09-10 年全球的燃料需求和乙烯需求存在明显的偏差。中国的需求表现明显比欧洲和美国更加旺盛，但是由于欧美的炼厂和乙烯厂存在大量的炼化一体化，受制于美国的燃油需求疲弱，炼厂开工率不足，导致石脑油供给不足，进而限制乙烯等产品的供给。

图 14: 日本乙烯和低密度乙烯开工率

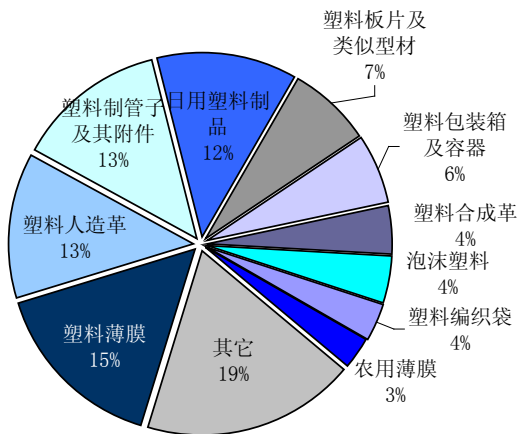


资料来源: 日本经济产业省, 国信证券经济研究所

中国需求增幅 2010 年略微收窄

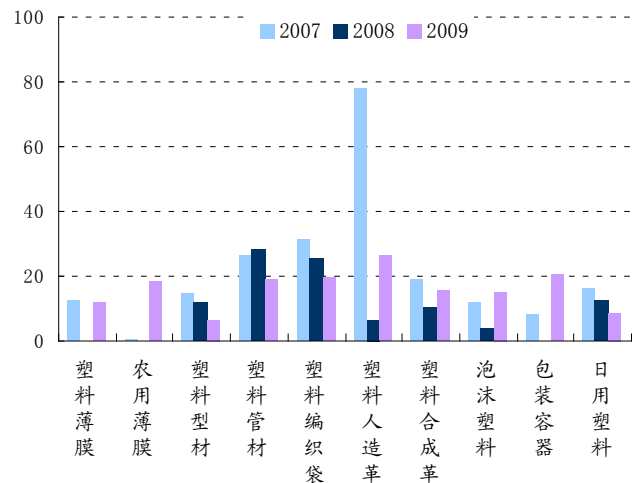
由于 PE 的需求较为分散, 09 年主要是由塑料人造革、塑料管材、塑料薄膜和日用塑料制品的产量增速上升带动的。说明下游的需求主要是以基建和消费来拉动的。

图 15: 2009 年 PE 国内产量分类



资料来源: 日本经济产业省, 国信证券经济研究所

图 16: 国内塑料产量同比增速



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

中国 2009 的需求增速达到了 10 年的需求增速达到了 20%以上, 而 2010 的增速可能会有所放缓, 主要是房地产增速下降、国内汽车消费增速也会回落。

经济复苏成长期: 石化周期景气向上

对于石化行业而言, 一般而言其利润最好的时期来自于经济复苏期成长期: 需

求因经济成长开始启动，而上游资源价格尚未明显上升，这个时候石化将享受经济复苏时的向上景气。总体来看，今年下半年的乙烯毛利可能略有下移，但总体盈利水平高于去年。

国内乙烯产能大幅增长 30%

中石化的产能投产，正好恰逢行业景气。2009年中石化的乙烯产量为660万吨，2010年天津乙烯、福建炼化和镇海炼化的产能将全部释放，乙烯产量计划为880万吨，产量大幅增长30%。

中石油的乙烯产量增长主要来自独山子100万吨乙烯。

由于国内的乙烯仍有将近50%依赖进口，国内产能投放主要挤压的是美国、西欧和东亚的进口，本身产能投放对市场的影响有限。以中石化每吨2000元的利润计算，这部分的产能投放将增加化工板块EBIT 44亿，独山子炼化项目由于地处偏远，对中石油的化工板块的盈利增长贡献不会超过20亿。

对化工周期中长期趋势不可过于乐观

2009年在PE和PP新建产能达到了560万吨/年和450万吨/年，而这种态势还是在新建工厂开工率没有达到100%的情况下出现的。2010年在亚洲和中东地区始建的产能巨大，其中预计PE的新建产能大概470万吨/年，PP的新建产能大概400万吨/年，其中中东的生产制造商业表示2010年预计将增加PE产能220万吨/年，PP产能165万吨/年。

中东的产能释放速度较慢，达产并不顺利，威胁主要包括：缺少足够的经验和人才，设备故障增多；天然气供给不足，由于削减了石油产量同时连累是天然气供给，而且夏季电力行业对天然气的供给增长，限制对石化的天然气供给。

国内的产能投放将能逐步替代进口产品。上半年的检修高峰也将减少供给，2010年上半年乙烯行业会呈现一个较为稳定的状态，但是下半年的利润会略有下降，中长期不乐观也不悲观，中东的产能投放还需要时间。

营销：受益国内汽车销量持续高增长与非油业务超预期提速

汽车销量持续高速增长 孕育“汽车人”消费新习惯

如果你把汽油看成是汽车吃的食品，那么中石化是不是能被看成是中国最大的消费品兼零售股呢？没有一家公司像中石化这样，不用主动营销，每年就自动增加1300多万个客户（年汽车销量）。

截止09年末，美国全部汽车保有量为2.46亿辆，多年来保持稳定，当年销售1000万辆，历史上，销量大体上在1000-1500万辆间波动；同样09年末，中国汽车保有量为7619万辆（包括三轮车、低速货车1331万辆），同比增长18%；其中，民用轿车保有量为3136万辆，保有量同比增长28%；增量上，2009年轿车销量746万辆，增量同比增长48%。过去三年，全国民用汽车保有量约增长一倍，私人汽车拥有量增长超过1倍，私人车辆占民用车辆的比例从不足60%增长到超过70%，从

绝对人均保有量看，中国未来汽车增长的潜力还很大，汽车更多了，与汽车消费相关的产业也会成为变得更大，EXXON是美国第一大石油公司，在美国的市场份额不到20%，而中石化在中国的市场份额为70%，而中国的汽车人口在快速增长，中石化油品经销量赶超EXXON并不需要太长的时间。

更有意思的是，对中石化零售网络产生积极影响的，还不仅是销量的变化，随着更多富起来的中国人成为“汽车人”，把自己更多的时间与汽车伴在一起，消费习惯与渠道必将逐渐随汽车的运动轨迹而逐渐改变，日积月累引发生活方式、消费习惯的变化，而这种变化会重新分配中国最有消费能力的“汽车人”的消费流向。

第一、加油站具有天然的对“汽车人”营销优势。当开车加油时，有两个动作是一定发生的，1、停车并等一段时间；2、掏钱包。这就给加油站的营销人员（一般就是加油工）营销提供了机会。根据本人多次草根调研感受，很多加油工的销售能力都不差。在上海、北京市内的多个加油站，在加油岛上，整齐地堆放着一箱箱地纯水、特伦苏奶、罐装咖啡、橙汁等，一个优秀的加油工一天可以卖出1000元的水与饮料。

第二、车辆本身具有更大的存储空间与运载能力。更适合消费者在加油站方便装载平时难以搬运的“重物”，如成箱的饮用水与饮料等。

表 5：各省城镇居民平均个人年总收入

	2005	2006	2007	2008
上海	20,603	22,809	26,102	29,759
北京	19,533	22,417	24,576	27,678
浙江	17,877	19,954	22,584	24,981
广东	16,250	17,726	19,619	21,679
天津	13,563	15,476	17,828	21,174
江苏	13,330	15,249	17,686	20,176
福建	13,408	15,102	16,983	19,686
山东	11,608	13,223	15,366	17,549
辽宁	9,837	11,230	13,438	15,836
重庆	11,079	12,549	13,441	15,218
内蒙古	9,565	10,812	12,977	15,195
湖南	10,106	11,146	12,998	14,577
湖北	9,395	10,533	12,383	14,174
安徽	9,185	10,575	12,499	14,159
河北	9,617	10,887	12,336	14,141
宁夏	8,745	10,002	11,793	14,119
云南	9,995	10,848	12,296	14,118
河南	9,146	10,339	12,083	13,908
山西	9,539	10,794	12,468	13,859
陕西	8,902	9,938	11,482	13,847
四川	9,004	10,117	12,010	13,685
西藏	10,659	9,541	11,952	13,648
吉林	9,123	10,245	11,799	13,606

资料来源：国家统计局，国信证券研究所

第三、中国加油站未来拓展市场的机会比美国更好。美国的汽车化经历了近百年的时间，城市化与汽车化基本同步，传统商业网点是适应汽车人习惯而建的，反

而制约了加油站多元化经营的空间；而中国的城市容积率、人口密度与居行布局与美国存在天壤之别，中国正在经历非常快速的汽车化，很多城市的商业网点是在步行时代、自行车或公交车时代形成的，在汽车时代，由于不方便停车（增加时间成本）、或是停车费用高（增加了购买成本），均会导致时间敏感型或价格敏感型的汽车人进行消费习惯的迁移。随着加油站逐渐扑捉汽车人的消费习性，非油产品随着汽车人的购买习惯而逐渐丰富时，加油站必将会成为汽车人购买一部分消费品的主力渠道。

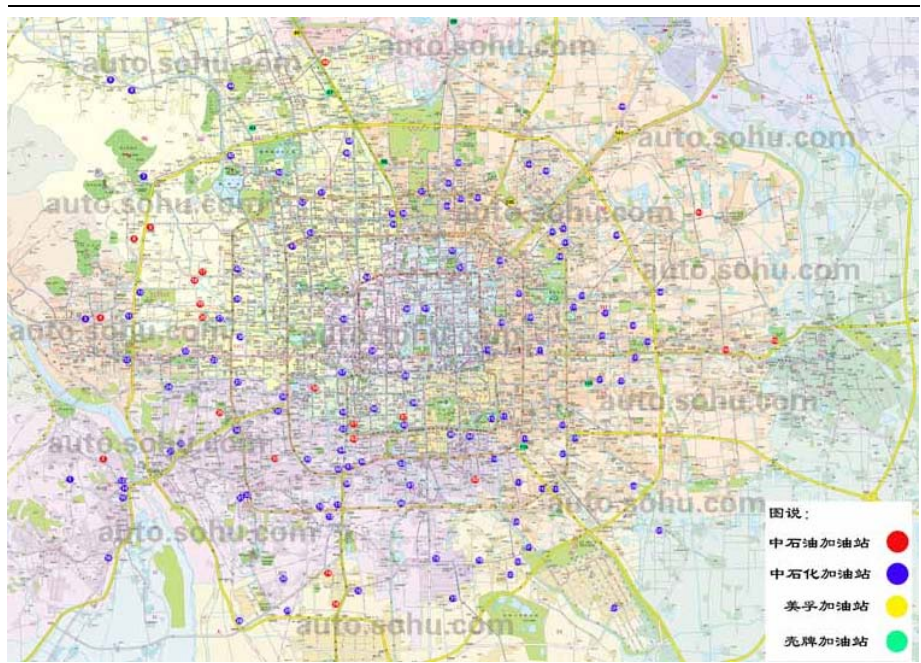
到 2008 年底，人均收入超过 2 万的已经有 6 个省市，超过 1.3 万元的省市达到了 23 个，覆盖了全国的大部分中东部地区，均位于中石化的核心市场范围。

国家石油公司发展非油业务的优势

两家石油公司先占有全国加油站数量的 50%-60%，中石化和中石油在全国分别拥有 3 万和 1.2 万座加油站，网络遍布全国，发展非油品业务是他们必然的选择：

1. 拥有低成本的土地资源：由于早期建立的加油站地理位置佳，密度高。而且由于建设时间较早，因此土地获得成本都十分低。发展非油品行业，相当于强化了土地的商业地产属性，提高了单位坪效。对于普通的超市、便利店而言，房屋租赁成本占收入比重在 10%-50% 不等，而利润率只有 5%。而加油站的非油品销售是不需要额外付地租的，此外，人工成本也只有传统零售的一半，因为财务、服务人员可以与加油站加油业务共用。所以，中石化加油站的非油品业务到达一定规模后，净利润率可能比传统商业零售业 5% 左右的水平高出 10-15 个百分点，净利润率达到 15-20% 左右。

图 17：北京加油站分布



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

2. 成熟的配送网络，由于中石化和中石油本身油品的配送网络经过多年的调整和优化，其配送效率已经十分高效。
3. 全国性品牌优势。现在尚未有一家全国性的连锁便利销售品牌，尤其象茅

台酒、中华烟等一些高档烟酒产品上，大多中国二三线城市的经销商的品牌信任度不够，而经销商的诚信度是消费者是否选购其产品的重要因素。中石化加油站长期培养的诚信形象，对这种“保真品”需求具有很强的吸引力，中石化新近一次性获批的近 2 万张烟酒经营牌照，将加快推进中石化将其加油站销售网络，打造成中国最大的中高档消费品的“保真品”的渠道，这将极大的扩展旗下加油站非油零售的成长空间。

我们预测中石化的非油业务未来的发展前景：

销售额：现在中石化的日均单店销售额仅为几百元，随着消费观念的改变，消费额与一般便利店持平可能性还是比较大的。考虑到 CPI 的因素，预计 5 年内可以实现日均单店销售额 5000 元。全国 60% 的加油站拥有非油品业务，5 年内的销售额可以达到 329 亿。

净利率为 20%。参考国内其他零售业务的净利润为 3%-5%，但地租成本占 40%，这块是多出来的利润。因此应该大大高于 3%-5% 的净利率。我们预计为 20%。而且由于销售产品中烟草销售额将占较大比重，烟草专卖店的净利润更高，以烟草专卖的净利润 10% 而言，去除地租成本，净利润 20% 是比较合理的。五年内非油品业务的净利达到 66 亿，EBIT 为 88 亿，相当于传统油品业务的 25%。

更重要的是，非油品业务和油品业务之间的交叉效应，非油业务的发展会吸引更多的消费者进入中石化的加油站，提高中石化的市场份额；中石化凭借现有超过 35% 的市场份额，非油业务的普及也会促进车轮生活的便利性，进一步促进消费者购车和用车的意愿，从而增加油品销售量。

资本运作的舞步：一切为了国家的利益

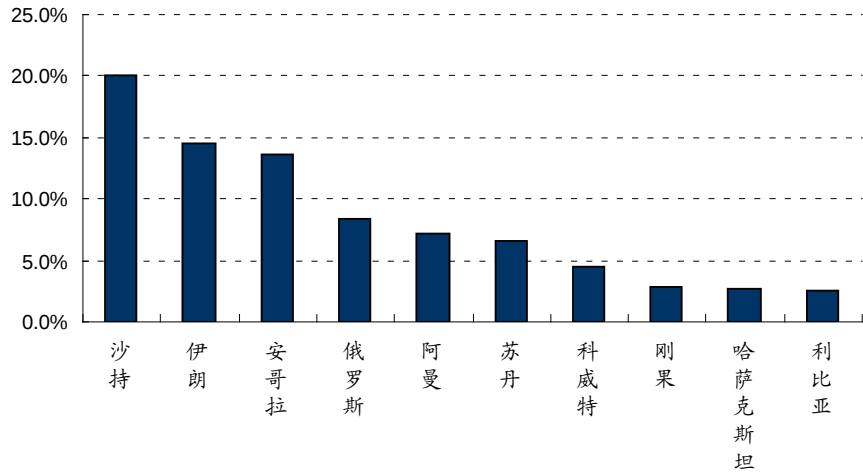
今年，中石油和中石化海外上市满 10 周年。作为国家石油公司应从国家战略利益的高度，重新审视与思考海外上市的作用与意义。10 年前的海外上市，为的是将一个“行政机构”打造成一家“现代企业”；10 年后的今天，无论中石油和中石化都已成为一家超大型的现代企业后，更需要与时俱进，一切为了国家利益，筹谋资本运作、引进真正战略投资者、更好地保障国家能源安全。

中国目前的能源供应并不安全

中国原油进口依存度超过 50 %

中国的石油需求需要得到供给的保障，特别是增加的石油需求，来源于运距遥远以及政治不稳定的国家和地区，中国过去采取的油源多元化的战略，是当时世界环境与国家关系下，一种折衷的战略，从长期看偏重依赖非洲中小国家与政治不稳定地区，会逐渐增加石油供应风险。随着中国石油需求的快速增长，单纯依靠零碎的油源，是不可持续的。

图 18:: 中国前十大原油进口来源国



资料来源：中国海关，国信证券经济研究所

油源多元化战略到了该升级的时候，中国应加强、加深与世界主要产油国（OPEC 等）如沙特、阿联酋等国家进行长期战略合作。与这些“石油大佬”进行深度合作的时机渐趋成熟：

1、中国已成为世界最重要的石油消费市场；中国已经超越美国成为沙特最大的石油出口国，中国是全球最大的石油需求增量的来源，相对美国和其他 OECD 国家的石油需求仍然在底部徘徊。

2、此次金融危机后，中国的国际地位不断上升、美欧对世界的影响力相对下降；

3、主要产油国，如沙特正在实施“由上至下的战略”在欧洲、中国等地进行加油站、炼油等中下游的投资来稳固石油消费市场。

4、国际能源竞争激烈。传统的竞争者如日本、韩国；新的竞争者还有印度等石油公司。

中国寻求稳定的油源，沙特等产油国寻求稳定的消费市场。中东的主权财富基金之所以成立，是为了平衡资源收入，为未来的子孙后来的收益实现代际平衡。所以他们所追求的，是为了能提高本国的制造业，或者持有国外的制造业的股权，以保证资源获益的持续性。投资股票是一种方式。但是或许从长期来看，投资一些实体企业也是非常重要的，比如中国的实体石油公司。

两者的需求不谋而合，切实加强合作对于稳定全球的原油价格，稳定石油供给具有巨大意义。**最可靠与有效的战略合作方式就是双方国家石油公司的战略交叉持股**，比如世界最大的“油库”－沙特阿美石油公司与世界最有增长潜力市场的垄断者－中国石化进行战略交叉持股，无疑是满足中沙两国利益的双赢。

中石化在海外市场被严重低估 建议国家出资增持

全世界，国家石油公司公开上市的很少，除了极少数以融资为目的以外，全世界大多数国家石油公司都没有选择公开上市。从本质来讲，国家石油公司都是以国家战略利益为首位的，与上市公司追求盈利最大化的目标不完全一致。所以，像中

石化、中石油一样不仅公开上市，而且海外四地上市的国家石油公司是罕见的。

中国的国家石油公司在海外上市，不需要融资，而且股价也低的根本不适合融资，所以，融资不是海外上市的目的。目前中石化海外股价严重低估，按照 2010 年预测业绩 0.90 元计算，PE 值不足 6 倍，PB 仅为 1.3 倍，低风险、流动性良好的国家石油公司在公开二级市场上，只卖了高风险、没有流动性的直接投资 PE 的价格，实在很不正常。

中石化被严重低估的原因在于：

1、海外市场中石化供应的股票过多了，严重供过于求；

2、海外投资者认为中国的价格管制等政策会始终威胁到股东利益的实现，惧怕所谓的政策风险；

3、中国国家石油公司如实详细披露信息是符合美国利益的，而高涨的股价是不符合美国利益的。

中国三家国家石油公司全体在美国上市，全部按照严格的 20F 表格要求详细提供相关储量与地质资料、产量与消费数据、产能投资计划等等，是非常符合美国国家利益的。

中国石油公司海外上市的股票价格大涨，将增强中国国家石油公司海外融资能力，增强中国海外收购资源的能力，当然是不符合美国利益的（06 年美国以苏丹达尔富尔问题为由，私下勒令部分机构投资者包括巴菲特旗下投资机构，卖出中石油既是例证）。

中国国家石油公司在美国上市，还会受到美国方面的约束，禁止与美国制裁的国家或地区进行项目合作，限制了中国油源多元化的国家战略的施展空间。

中国国家石油公司在海外上市到底为了什么？海外上市，尤其在美国上市，妨碍了上市公司在某些区域开展油气项目、严重影响集团某些海外资产注入上市公司，此外还向美国方面详细披露了本不应该披露的中国能源情报，在美国上市可以说看不到什么好处。

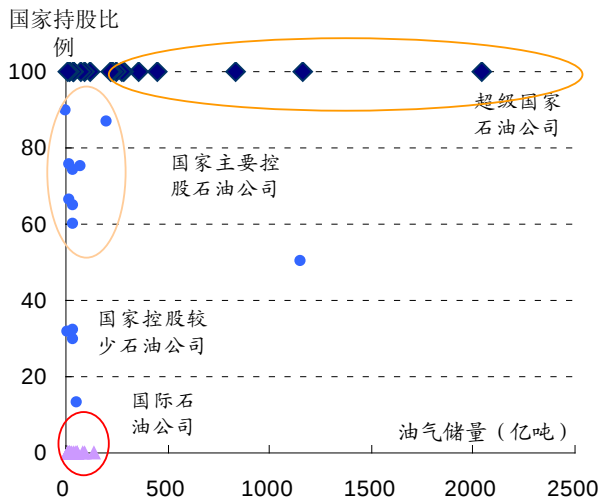
建议国家考虑对中石化等国家石油公司的海外股份进行大比例的增持或回购，大量减少在海外市场普通投资者公开流通的股数，尽快将 ADR 在美国退市，将购回的股份选择转让给中国国家石油公司真正的战略投资者。

利用换股引进战略投资者 H 股价越高越符合国家利益

主流国家石油公司体量巨大

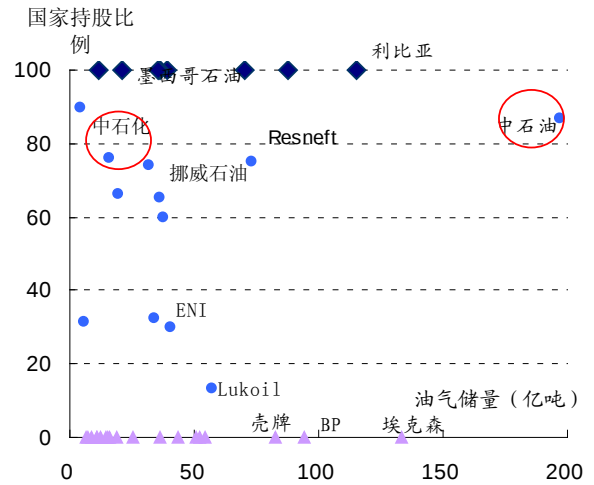
国家石油公司是巨无霸。2008 年全球前 50 大石油公司中，100%控股的国家石油公司有 18 家，而国家控股比例超过 50%的国家石油公司有 9 家，有国家股份但不足 50%的有 4 家，仅有 19 家。国家控股比例超过 50%的国家石油公司，拥有前 50 名石油公司总产量的 68%。

图 19: 国家石油公司占有绝大多数的石油储量



个资料来源: 日本经济产业省, 国信证券经济研究所

图 20: 中国国家石油公司的储量在总储量中排名中等 (本图是图 17 近纵轴区域的放大版)



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

如果中国的石油公司有与主流的国家石油公司进行合作, 必须有足够大的体量和资本。我们用几大国际石油公司的储量和产量作为标准, 进行虚拟估值。

由于如果进行股权交换, 需要兼顾国内和国际的估值, 我们认为参照中海油的产量进行市场估值, 对上游为主的沙特阿美估值具有很强的意义, 对应的沙特阿美的上游资产就价值 13.4 万亿, 实际上沙特阿美、伊朗国家石油公司等巨头的石油勘探开采成本都要远远低于中海油的 6.8 美元/桶的操作成本, 盈利能力更强。

表 6: 国家石油公司估值

公司名称	市值估算 (亿人民币)	油气产量 (亿吨当量)	石油产量 (亿吨)	天然气产量 (亿立方米)	炼油能力 (亿吨)	油品销量 (亿吨)
沙特阿美	134,224	78,335	54230	781	11870	25184
伊朗国家石油	98,611	57,551	21625	1164	7830	16408
伊拉克国家石油	21,763	12,701	12115	19	3195	5392
科威特国家石油	30,621	17,871	13920	128	5545	7776
阿尔及利亚国家石油	56,966	33,246	9265	777	2465	5624
阿布扎比国家石油	26,954	15,731	8015	250	2500	2280
俄罗斯石油	24,676	14,401	10605	123	5390	7504
利比亚国家石油	17,830	10,406	6795	117	1900	2776
中国海洋石油	7,000	4,085	2110	64	0	0

资料来源: 国信证券经济研究所 注: 经济油气当量, 天然气的当量价格和开采成本低于石油将 2boe 的天然气等同于 1 桶原油的经济价值

由于中国的国家石油公司和沙特等上游国家石油公司合作, 相当于间接购买了沙特的油田, 如果参照主要的石油公司来看, 如果不考虑下游资产, 国际石油公司的油气储量的吨市值为 15-22 美元不等。如果取埃克森美孚作为标准, 以每吨油气如果参照埃克森美孚的 17 美元/吨计算, 沙特阿美的市值合理价值为 1.4 万亿美元 (折合 9.52 万亿人民币)。

实际上由于沙特等中东国家的开采条件好, 单位储量对应的经济价值更高, 按照储量估值应该给予更高的价格。但是从现有的埃克森美孚的价值来看, 上游资产贡献的总体盈利比重虽然较大, 但是能产生稳定现金流的下游油品销售业务, 以及高弹性的化工和炼油业务也是贡献盈利的来源。而大多数的中东国家石油公司, 下游往往是其短板, 即使是沙特阿美, 其原油加工量仅为石油产量的 30%, 仅为埃

克森美孚的 38%。由于容易受到国家的价格管制，国家石油公司的下游资产在二级市场的估值比较低，我们不再做过多的考虑。

表 7：国家石油公司估值

	市值（储量）		油气当量 储量	油气产量	储采比	石油产量	炼油能力	油品销量
	亿美元	美元/吨	亿吨	亿吨		亿吨	亿吨	亿吨
沙特阿拉伯国家石油	14,193	17	835	10.30	81	5.42	1.19	2.52
伊朗国家石油	20,392	10	2,039	9.44	216	2.16	0.78	1.64
伊拉克国家石油	6,044	17	356	1.33	267	1.21	0.32	0.54
科威特国家石油	4,255	17	250	2.19	114	1.39	0.55	0.78
阿尔及利亚国家石油	4,708	17	277	5.78	48	0.93	0.25	0.56
阿布扎比国家石油	4,901	17	288	2.36	122	0.80	0.25	0.23
俄罗斯石油	1,244	17	73	1.83	40	1.06	0.54	0.75
利比亚国家石油	1,959	17	115	1.41	82	0.68	0.19	0.28
埃克森美孚	3,130	17	133	7.08	19	1.20	3.11	5.41
BP	1,765	19	94	6.58	14	1.20	1.34	4.56
皇家荷兰/壳牌	1,785	22	83	6.42	13	0.89	1.84	5.25
美国康菲	768	15	52	4.14	13	0.78	1.34	2.43
雪佛龙	1,478	29	51	4.15	12	0.84	1.07	2.74
道达尔	1,003	19	54	3.85	14	0.73	1.30	2.93

资料来源：国信证券经济研究所

伊拉克、科威特国家石油公司的储量较小，但是也有将近 4000-6000 亿美元的市值。虽然这些国家现在并不是中国最主要的石油供给国家，而且政局相对不稳定，但是未来可以考虑选择结盟的候选者。

伊朗国家石油公司的储量中 90%是天然气，因此其储量价值要被打折，然而伊朗一直是中东的漩涡中心，在政局尚不明朗之际并不适合作为主要的合作者。

如果以沙特阿美和阿布扎比作为股权交换的对象，那中国的国家石油公司的持股比例应该在 2%-10%左右，否则相互交换股权就没有任何意义。这意味着即使是 5%的阿布扎比的股权，也要市值 1500 亿人民币。

国家应当回购 H 股 恢复国家石油公司的合理估值

为了交易的公平和合理，一个反映中国国家石油公司合理内在价值的 H 股价格是符合国家利益的关键。一方面，中国的国家石油公司已经上市，而且进行的是国际合作，在进行股权定价时将按照国际定价，即 H 股的价格。H 股的价格越高，则需要付出的实物资产越少，相当于以有限的股权换回了更多的权益。如果需要交换沙特阿美 2%的股权，需要 2000 亿人民币价值的股权，如果中石化的 H 股价格只有 5 元/股，那需要支付 400 亿股；当股价为 15 元/股时，需要支付的股票只有 133 亿股。

表 8：中石油和中石化的股本和市值

	中石油				中石化			
	A 股	H 股	国家股	总股本	A 股	H 股	国家股	总股本
流通股本（亿）	40	208	1582	1830	42	167	658	867
价格	12.9	8.1	12.6		12	5.58	12	
流通市值	504	1,685	19,933	22,122	504	926	9870	11432
国家持股 70%的情况下， 可用于交换的国有股权			301				50	
对应市值	3,793	2438			767	285		

资料来源：国信证券经济研究所

更重要的，由于国家对于国家石油公司的控股比例不应该低于 70%，可以进

行股权交换的股权本身就不多。中石油可以用于交换的股权仅为 300 亿（占总股本的 16%，减持到 70% 的持股比例），而中石化仅为 136 亿（15% 的股权，减持到 60% 的持股比例）。

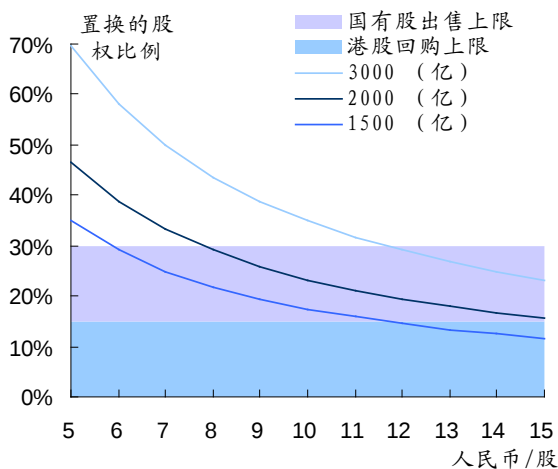
我们建议应该优先回购 H 股，特别是 ADR 部分，因为：

1. H 股的石油股数过多，造成估值太低。只有大股东增持，或者具有国家背景的投资基金如中投公司等大量的增持，减少海外市场的流通量，才能真正体现国家石油公司股票的真实价值。

2. 国家石油公司的领导层与政府应积极作为，考虑以多种途径增持国家石油公司在海外被贱卖的宝贵的股权。这是未来保障国家能源安全的一笔重要的财富，在进行战略合作之前，先应该前瞻性的大量增持严重低估国家石油公司的 H 股。放任国家石油公司的 H 股在海外被贱卖而不作为，这不符合中国的国家利益。考虑到支持香港金融市场的繁荣稳定，建议国家增持之后，剩余的 H 股股数与 A 股实际流通数接近，或者与现有 A 股股价接近即可，一旦发生 H 股由大幅低于合理价值的情形，即进行增持。

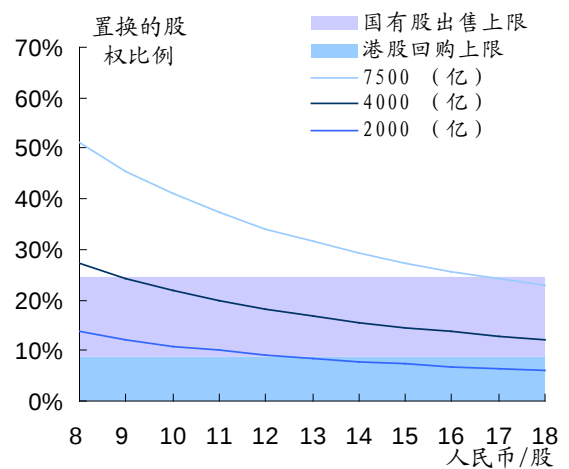
这个过程，我们建议国家可以考虑利用结余的外汇储备进行投资（如通过中投公司或外管局海外投资），这相当于用美元现金资产，先低价购入了中石化等国家石油公司被贱卖的海外股权，然后用置换的方式，间接持有了符合国家能源安全利益的产油国的国家石油公司的股权。

图 21: H 股价格越高中石化需要支付的股数越少



资料来源：国信证券经济研究所

图 22: H 股价格越高中石油需要支付的股数越少



资料来源：国信证券经济研究所

大股东或国家性质的基金进行战略性的大量增持 H 股，是为未来国家石油公司的战略合作，预留出足够的股权合作空间，因为国家对中石化这样支柱型核心企业的控股比例很难低于 60-70% 的，如果想通过交叉持股的方式尽可能多的持有对方的股权，就必须在中石化、中石油这些国家石油公司海外 H 股价格便宜时，大量增持，预留出未来合作的空间。

此外，建议具有国家主权性质的相关基金（中投公司、外管局的海外投资、社保基金的海外投资、国家控股的保险资金等）也应在国家石油公司低估时，大量进场增持，我们认为真正的主权基金的作用正在于谋求国家利益最大化，而绝非主权基金净值的涨跌。

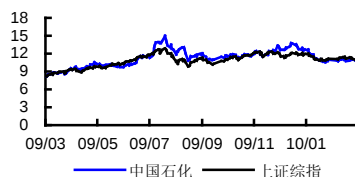
中石化股份公司也应该适当考虑回购 H 股，同时在 A 股增发以保证公共股的流通比例。中石化将发行 230 亿可转债，可以适当减轻现金流压力之后，公司应当考虑进行回购。收购 H 股内含的资产回报率并不低于现有的投资项目的收益率。

以 230 亿可转债的项目之一 80 万吨武汉乙烯的盈利能力，以乙烯盈利较好的 2500 元/吨的 EBIT 计算，相当于每年 EBIT20 亿，折合净利润 15 亿，总投资为 165 亿，年投资回报率为 9%。而如果以 5.6 元/股的现价格收购了 H 股，以 2009 年的 EPS 最最保守的 0.8 元，资产的收益率为 14%。中石化 H 股内含的现有资产回报率高于投资项目回报率，中石化可以考虑回购 H 股。

动态报告
能源
石油天然气
中国石化(600028)
推荐

(维持评级)

2010年3月31日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘(元)	12.00
总股本/流通 A 股(百万股)	86,702.53/69,922.04
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	981,472.61/981,472.61
1	
上证综指/深圳成指	2,992.84/11,948.76
12 个月最高/最低(元)	15.42/8.14

财务数据

净资产值(百万元)	364,867.00
每股净资产(元)	4.21
市净率	2.69
资产负债率	54.04%
息率	1.06%

分析师: 李晨

电话: 021-60875160

E-mail: lichen@guosen.com.cn

分析师: 严蓓娜

电话: 021-60933165

E-mail: yannbn@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

更新报告

一切为了国家利益

● 中石化业绩开始起舞

06-08 年中石化为了国家利益,各个部门效率提升、规模扩张的业绩贡献,均被炼油巨亏淹没了。09 年下半年是中石化新一轮业绩快速增长的起点,在炼油机制逐步理顺、全球经济逐渐走出危机,中石化被压抑了五年的盈利潜力将集中释放均引领中石化的业绩开始起舞。

● 上游资产持续注入和川气投产推动规模扩张

中石化集团海外资产完成了初次注入之后,考虑到公司储量保持增长的需要,可能还会进一步注入。川气东送的定价相对合理,增厚公司盈利 0.03 元/股,12 年可增厚超过 0.1 元/股。

● 炼油受益于优质低价和人民币升值

炼油现有盈利能力远未达标,成品油市场化和优质低价将推动炼油盈利恢复。我们认为中石化的炼油再次陷入亏损的可能性不大。

● 营销: 非油品业务延伸产业链

车保有量不断上升,作为汽车粮食的汽油需求迅猛增长,中石化的加油站网络的车流人流不断聚集,非油品业务扩展盈利链条,支撑了油品业务发展。

● 建议国家利用换股引进战略投资者 H 股价越高越符合国家利益

作为国家战略资产中石化在海外上市的意义和资本市场的运作需要以国家利益和能源为准。中石化在海外上市被严重低估,股价也低的根本不适合融资,所以,融资不是未来中石化在海外上市的目的。

建议国家考虑对中石化等国家石油公司的海外股份进行大比例的增持或回购,大量减少在海外普通投资者公开流通的股数,尽快将 ADR 在美国退市,将回购的股份选择转让给中国国家石油公司真正的战略投资者,如拥有全球大多数油气资源的国家石油公司。为了在这场“以市场换资源”的交易下获得双赢,必须在海外市场给予中石化资产合理估值。

盈利预测和财务指标

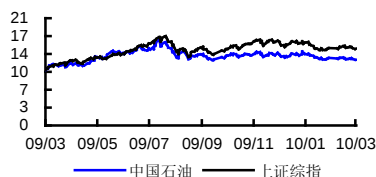
	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,452,101	1,315,915	1,595,167	1,912,014	2,219,423
(+/-%)	20.50%	-9.38%	21.22%	19.86%	16.08%
净利润(百万元)	29,689	61,760	78,348	94,301	107,886
(+/-%)	-47.50%	108.02%	26.86%	20.02%	14.41%
每股收益(元)	0.30	0.71	0.90	1.09	1.24
EBITMargin	1.9%	6.3%	6.8%	6.8%	6.7%
净资产收益率(ROE)	9.00%	15.48%	17.00%	17.92%	17.95%
市盈率(PE)	27.6	15.72	12.39	10.30	9.00
EV/EBITDA	12.51	6.79	4.96	4.30	3.51
市净率(PB)	2.5	2.58	2.24	1.96	1.72

附表 1: 财务预测与估值

利润表	2009	2010E	2011E	2012E	资产负债表	2009	2010E	2011E	2012E
部门收入	2,321,686	2,960,020	3,472,573	4,057,455	现金及现金等价物	8,750	55,600	45,069	135,634
原油部门	106,350	150,219	173,973	199,764	定期存款	1,236	1,000	2,000	2,500
炼油部门	699,662	997,063	1,152,811	1,401,931	应收帐款与票据	28,702	45,576	53,112	61,651
营销部门	780,789	833,692	1,034,179	1,253,446	存货	141,611	170,598	204,569	237,708
化工部门	213,860	327,764	395,201	414,264	预付费用及其它流动资产	20,981	25,276	45,527	52,902
公司总部	521,025	651,281	716,409	788,050	流动资产合计	201,280	298,049	350,276	490,394
减: 部门间抵和	(1,005,771)	(1,364,854)	(1,560,559)	(1,838,032)	物业/厂房及设备	465,182	445,499	491,340	507,105
其他经营收入	29,137	34,249	42,576	48,567	在建工程	119,786	133,244	93,511	77,738
收入合计	1,345,052	1,629,415	1,954,590	2,267,990	投资	2,174	6,000	8,500	8,000
销售成本	(1,115,772)	(1,518,660)	(1,821,071)	(2,116,078)	于联营公司的权益	32,090	35,090	38,090	41,090
折旧和摊销	(50,487)	(68,394)	(76,283)	(82,398)	递延税项资产	13,975	16,770	23,143	27,771
勘探费用	(10,500)	(11,000)	(11,000)	(11,000)	长期预付及其它	43,355	52,026	67,634	74,397
销售/管理/行政费	(98,416)	(119,261)	(133,919)	(151,315)	资产合计	877,842	986,679	1,072,494	1,226,496
经营费用合计	(1,260,621)	(1,518,660)	(1,821,071)	(2,116,078)	短期债务	72,541	67,113	60,000	60,000
原油部门	19,644	38,698	58,682	72,574	应付帐款与票据	120,860	138,060	145,686	192,371
炼油部门	23,077	20,759	22,228	25,058	预提费用及其它应付款	117,272	126,555	134,894	156,747
营销部门	30,300	30,770	31,156	31,850	应付所得税	2,746	9,208	11,082	12,679
化工部门	13,615	22,080	22,586	23,675	流动负债合计	313,419	340,936	351,662	421,796
公司总部	(2,205)	(1,551)	(1,133)	(1,246)	长期债务	145,828	170,715	180,715	190,715
经营收益合计	84,431	110,755	133,519	151,912	递延税项负债	4,979	5,000	6,000	6,000
融资成本净额	(7,234)	(9,524)	(10,983)	(11,233)	其它负债	14,763	9,150	7,197	6,443
投资收益	374	400	400	400	非流动负债合计	165,570	184,865	193,912	203,158
应占联营公司的损益	2,997	3,000	3,000	3,000	少数股东权益	23,192	26,456	30,386	34,881
除税前正常业务并	80,568	104,631	125,937	144,079	股东权益	375,661	434,422	495,718	565,844
所得税	(16,084)	(23,019)	(27,706)	(31,697)	负债与股东权益合计	877,842	986,679	1,071,678	1,225,679
实际税率	19.96%	22.00%	22.00%	22.00%	现金流量表	2009	2010E	2011E	2012E
除税后正常业务并	64,484	81,612	98,231	112,381	税前利润	80,568	104,631	125,937	144,079
少数股东权益	(2,724)	(3,264)	(3,929)	(4,495)	DD&A	50,487	68,394	76,283	82,398
净利润	61,760	78,348	94,301	107,886	营运资金的变动	27,411	(23,672)	(45,793)	19,484
关键财务和估值指标	2009	2010E	2011E	2012E	应占联营公司的损益	(2,997)	(3,000)	(3,000)	(3,000)
每股收益 (国内)	0.71	0.90	1.09	1.24	已付所得税	(24,543)	(19,331)	(31,204)	(34,729)
每股红利	0.18	0.23	0.38	0.44	其他	21,149	(2,000)	(2,000)	2,000
每股净资产	4.33	5.01	5.72	6.53	经营活动所得现金净额	152,075	125,022	120,223	210,231
ROIC	9%	10%	9%	9%	资本开支	(110,013)	(112,000)	(90,100)	(89,100)
ROE	15%	17%	18%	18%	购入投资及于联营公司	(2,736)	(3,000)	1,108	(9,737)
EBIT Margin	6%	7%	7%	7%	其它	(3,290)	9,741	4,430	6,930
EBITDA Margin	10%	11%	11%	10%	投资现金流	(116,039)	(105,259)	(84,562)	(91,907)
净利润率	5%	5%	5%	5%	新增 (偿还) 银行贷款	(65,116)	23,674	(36,185)	0
净资产收益率	16%	18%	19%	19%	发行所得	0	0	0	0
收入增长	-10%	21%	20%	16%	分红所得 (支出)	(14,107)	(19,587)	(33,005)	(37,760)
净利润增长率	107%	27%	20%	14%	其它	44,929	23,000	23,000	10,000
资产负债率	55%	53%	51%	51%	融资现金流	(34,294)	27,087	(46,191)	(27,760)
息率	2%	3%	5%	5%	现金及现金等价物增加	1,742	46,850	(10,530)	90,564
P/E	15.9	12.6	10.4	9.1	汇率变动的影响	0	0	0	0
P/B	2.62	2.27	1.99	1.74	年初的现金及现金等价物	7,008	8,750	55,600	45,069
EV/EBITDA	32.7	26.5	19.3	16.3	年末的现金及现金等价物	8,750	55,600	45,069	135,634

动态报告
能源
石油天然气
中国石油(601857)
谨慎推荐

2010年3月31日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘(元)	12.93
总股本/流通A股(百万股)	183,020.98/4,000.00
流通B股/H股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	2,317,045.58/317,752.07
上证综指/深圳成指	2,992.84/11,948.76
12个月最高/最低(元)	16.38/10.66

财务数据

净资产值(百万元)	823,124.00
每股净资产(元)	4.50
市净率	2.81
资产负债率	38.13%
息率	2.22%

分析师: 李晨

电话: 021-60875160

E-mail: lichen@guosen.com.cn

分析师: 严蓓娜

电话: 021-60933165

E-mail: yanbn@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

更新报告

国家能源安全的中流砥柱

●油价高位盘整 稳固业绩根基

原油价格在 70-80 美元内振荡徘徊, 业绩根基稳固, 10 年业绩恢复到 06、07 年的 0.7 元左右。

上游: 09 年低价原油的伤害已经释放, 资源税预期趋于平淡。

炼油略亏不可持续; 销售有所改善; 化工享受较好景气周期。

天然气业务是未来几年的亮点, 管输盈利, 天然气权益产量将持续增长。

●维护能源安全的多元化战略

在未来的 5-10 年, 中石油仍然是保障国家能源安全的中坚力量。

由“中”向“外”。海外并购持续进行, 在中亚、中东和非洲等传统产油区进一步加强开拓, 未来 10 年争取做到海外油气产量占总产量的一半。并购主题扩展到中游炼厂和油库, 全面加强对海外定价的影响力。

由“油”到“气”, 天然气量增价高。量增: 西气、俄气以及海气将增加国内气供给 2 倍, 积极介入下游城市燃气下游市场并延伸产业链管至天然气汽车。西二线 10 年底将贯通, 管输和土库曼斯坦的份额气将随着投产建设逐步释放盈利。价高: 国产气提价速度上升是必然的, 预计加权平均法定价可能性最大。中石油未来将“气”味更浓。

●安全边际明显 给予“谨慎推荐”评级

预计 09 年将成为公司的 5 年来的盈利低点, 原油价格年均价格较低压抑上游盈利; 下半年机制不到位, 炼油略有亏损; 销售竞争加剧, 短板效应有所显现; 化工周期表现较好, 天然气仍然是表现最佳的“现金牛”, 09 年预计但是这四大问题有所改善, 低油价的遗留问题已经彻底解决, 中石油将在 2010 年展现在 70-80 美元的正常情况下真实的业绩。我们预计 10 年的业绩将恢复到 0.73 元/股, 股价对应 PE 为 17, 安全边际明显, 给予“谨慎推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009	2010E	2012E
营业收入(百万元)	836,353.00	1,071,146.00	1,019,275	1,082,972	1,252,995
(+/-%)	21.39%	28.07%	-4.8%	6.2%	15.7%
净利润(百万元)	145,867.00	113,798.00	103,175	134,434	160,569
(+/-%)	7.07%	-21.99%	-9.3%	30.3%	19.4%
每股收益(元)	0.80	0.62	0.56	0.73	0.88
EBITMargin	23.49%	15.32%	14.0%	17.8%	18.2%
净资产收益率(ROE)	19.72%	14.37%	11.4%	14.7%	13.2%
市盈率(PE)	15.87	20.34	22.5	17.2	14.4
EV/EBITDA	12.08	14.85	37.2	54.3	41.3
市净率(PB)	3.13	2.92	2.7	2.7	2.0

附表 1: 财务预测与估值

利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E
部门收入	2,028,512	1,753,951	2,180,402	2,488,309	现金和现金等价物	32,944	86,925	30,000	80,000
原油部门	624,909	405,326	516,888	601,692	应收帐款与票据	21,070	33,053	28,546	34,533
炼油和化工	560,729	501,300	616,985	694,108	存货	90,670	114,781	113,997	156,624
销售	778,141	768,295	945,594	1,063,793	预付款及其它流动资产	69,364	59,595	54,169	86,333
天然气	63,315	77,658	98,894	126,369	三个月以上定期存款	10,425	29	10,925	16,388
公司总部	1,418	1,372	2,042	2,348	流动资产合计	224,473	294,383	237,637	373,879
减: 部门间抵扣	957,366	734,676	1,097,431	1,235,315	物业/厂房及设备	898,909	1,075,467	1,133,015	1,234,664
收入合计	1,071,146	1,019,275	1,082,972	1,252,995	定期存款	2,510	1,330	2,500	9,900
销售成本	731,065	699,940	570,919	690,668	无形及其他资产	10,677	20,649	12,000	12,000
折旧和摊销	94,603	92,259	134,042	148,674	长期投资	57,605	58,459	70,203	84,502
勘探费用	21,879	19,398	22,308	25,654	资产合计	1,194,174	1,450,288	1,455,355	1,714,945
销售/管理/行政费用及	64,299	64,234	163,365	159,454	短期贷款	92,761	148,851	237,893	187,848
经营费用合计	911,846	875,831	890,634	1,024,449	应付所得税	1,262	9,721	15,701	18,666
原油部门 EBIT	240,198	105,019	148,908	181,338	应付其他税款	13,924	25,242	13,924	13,924
销售 EBIT	7,982	13,265	13,928	15,321	应付帐款及应付负	156,390	204,739	178,412	172,667
炼油与化工 EBIT	(93,830)	17,308	21,065	21,492	流动负债合计	264,337	388,553	445,931	393,106
天然气 EBIT	16,057	19,046	19,544	21,503	长期贷款	32,827	85,471	34,827	19,827
公司总部 EBIT	(11,108)	(11,194)	(11,108)	(11,108)	递延贷项及其他长	1,162	2,367	1,100	1,100
经营利润 (EBIT) 合计	159,300	143,444	192,338	228,546	递延税项	12,460	21,449	22,428	17,942
融资成本净额	(1,770)	(4,596)	(1,591)	(966)	资产弃置义务	36,262	44,747	30,244	62,636
应占联营公司的损益	4,299	1,184	4,299	4,299	非流动负债	82,711	154,034	88,599	101,505
除税前利润	161,829	140,032	195,045	231,879	少数股东权益	56,288	60,478	74,161	82,775
所得税	(35,178)	(33,473)	(44,860)	(53,332)	股东权益	790,838	847,223	846,663	1,137,558
实际税率	21.74%	23.90%	23.00%	23.00%	负债和股东权益合	1,194,174	1,450,288	1,455,354	1,714,944
除税后利润	126,651	106,559	150,185	178,547					
少数股东权益	(12,220)	(3,347)	(14,491)	(17,227)					
净利润 (国际)	114,431	103,212	135,694	161,319					
净利润 (国内)	113,726	103,175	134,434	160,569					

现金流量表 (百万)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	114,431	206,559	195,045	231,879
折旧摊销	94,603	92,259	134,042	148,674
营运资金的变动	(21,428)	37,833	17,917	(86,524)
应占联营公司的损益	(4,299)	(1,184)	(4,299)	(4,299)
已付所得税	35,178	(16,412)	(37,386)	(54,853)
其他	(95,377)	(57,083)	5,000	5,000
经营活动现金流	170,506	261,972	310,319	239,876
资本开支	(215,416)	(257,562)	(285,600)	(237,470)
收购附属公司和联	(10,312)	(1,487)	0	0
其它	11,780	(2,404)	(16,000)	(3,000)
投资活动现金流	(213,947)	(261,453)	(301,600)	(240,470)
新增 (偿还) 贷款	(6,861)	104,297	64,343	42,187
发行所得	0	0	0	0
分红所得 (支出)	(34,328)	(46,532)	(61,062)	(72,594)
其它	(102)	10,000	(2,000)	1,000
融资活动现金流	(39,586)	53,077	(71,739)	(29,406)
现金净变动	(171)	53,775	10,000	20,000
汇率变动的影响	246	179	0	0
货币资金的期初余	11,613	33,150	20,000	10,000
货币资金的期末余	11,688	86,925	30,000	30,000

关键财务和估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益 (国内)	0.62	0.56	0.73	0.88
每股红利	0.28	0.25	0.33	0.40
每股净资产	4.32	4.63	4.63	6.22
ROIC	10%	8%	6%	8%
ROE	14%	11%	15%	13%
EBIT Margin	15%	14%	18%	18%
EBITDA Margin	24%	23%	30%	30%
净利润率	11%	10%	13%	13%
净资产收益率	14%	12%	16%	14%
收入增长	28%	-5%	6%	16%
净利润增长率	-18%	-9%	30%	19%
资产负债率	29%	37%	37%	29%
息率	2%	2%	3%	3%
P/E	20.3	22.5	17.2	14.4
P/B	2.92	2.72	2.72	2.03
EV/EBITDA	18.0	37.2	54.3	41.3

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
				陈 玲	0755-82133400
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
		方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646		
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	陈爱华	0755-82133397
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133343	祝 彬	0755-82132518
苏绍许	021-60933144			王一峰	010-82250828
				邵 达	0755- 82132098
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	刘舒宇	0755-82131822	戴 军	021-60933166
兰晓熠	021-60933146	彭怡萍		林晓明	021-60933154
侯慧娣	021-60875161			秦国文	0755-82133528
				程景佳	021- 60933166
				赵斯尘	021- 60875174
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-60875169		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		马小丹	021-60875172		王晓建	010-82252615	
	13480668226			13801832154			13701099132	
	shaoyf@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
林 莉	0755- 82133197		郑 毅	021-60875171		谭春元	010-82254209	
	13824397011			13795229060			13810118116	
	Linli2@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		黄胜蓝	021-60875173		焦 戢	010-82254202	
	18925287888			13761873797			13601094018	
	wanghaow@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
甘 墨	0755-82133456		刘 塑	021-60875177		李锐	010-82254212	
	15013851021			13817906789			13691229417	
	ganmo@ guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178		徐文琪	010-82254210	
				13817758288			13811271758	
				yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021- 60875176				
				13482495069				
			江智俊	021-60875175				
				15221772073				
			孔华强	021-60875170				
				13681669123				