

[2008.12.31]

促销标志着国内汽柴油进入买方市场

杨伟

021-38676319

yangwei@gtjas.com

➤ 我们一直推荐的海油工程完成定向增发。舆论开始讨论天然气价格改革

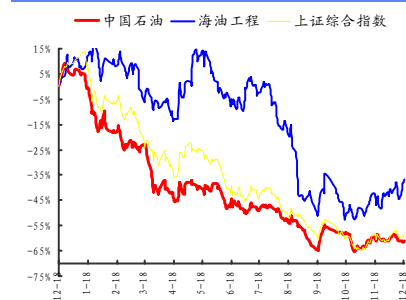
本报告导读：

投资要点：

- OPEC 连续减产并不能扭转油价低迷的现状。由于 OPEC 组织历史上纪律松懈，超产严重，投资者很难相信 OPEC 成员国能够严格执行限产指标。俄罗斯、挪威等非 OPEC 国家会否配合 OPEC 限产值得观察。
- 从需求端来看，中国“脱钩论”显然已经破产。如果中东自身的需求随着石油美元流入的减慢而下降，中国、印度 GDP 增速大幅回落，全球需求下降持续多久是个严峻的问题。奥巴马任命了朱棣文出任能源部长。有传言朱棣文倾向于发展生物质能源。美国是否在重复能源自给的善意谎言？
- 需求的下降导致投资者对石油短缺观念的转变。如果石油只是一种商品，周期性的过剩难以避免。然而石油凝聚了太多的国家利益、地缘政治因素，投资者的心理也会在一夜之间发生根本性的变化。
- 对于油气开发而言，目前的低成本是油田、管道建设的有利时机。炼油业务获得了政策支持的机会，但是走私和地炼复产给予中国石油、中国石化很大压力。两大石油公司的促销标志着国内汽柴油进入买方市场。
- 我们一直推荐的海油工程完成了定向增发，公司 2009 年主要的挑战将是克服设备、人员的困难，尽量减少不利天气对海上施工作业的影响，完成 2009 年的工作计划。维持“增持”评级和 17 元的目标价。

细分行业评级

石油和天然气开采业	增持
炼焦业	减持
原油加工业	增持
氯碱	减持



相关报告

成品油价税费改革方案并没有给予炼油行业明确预期

(08.12.08)

炼油业务减亏确保行业跑赢大盘，谨慎看好

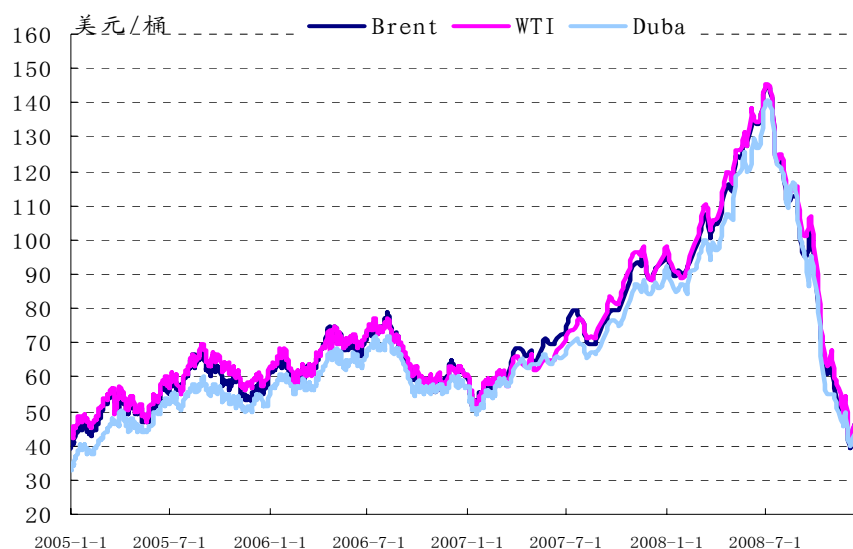
(08.12.01)

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 石油价格走势

1.1. 原油价格显露底部盘整迹象

图 1 原油价格走势



数据来源: Bloomberg 国泰君安

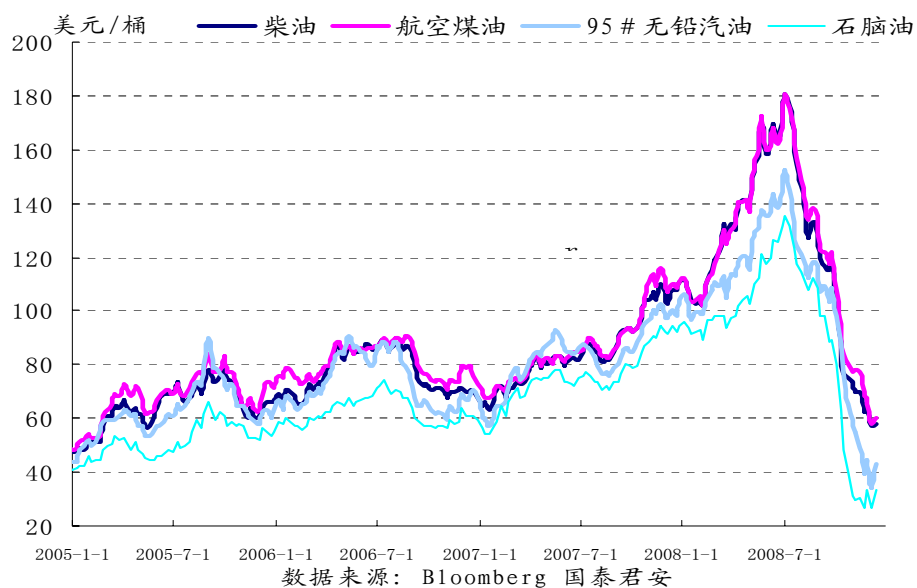
OPEC 希望通过连续减产措施来稳定油价的行动如同我们一直分析的并不能扭转石油价格低迷的现状。OPEC12 月份宣布将每日石油生产配额减少 220 万桶。根据 OPEC 的声明,如果 9 月份以来的减产措施都能得到严格执行,全球市场每日供应的原油数量将在 9 月份的基础上减少 420 万桶。

熟悉石油历史的投资者都对 OPEC 组织的纪律性与对非 OPEC 国家的配合持有疑问。在过惯了大手大脚的日子后,期望 OPEC 成员国马上过苦日子,降低自己国家的石油出口量,并不符合国家利益。俄罗斯等主要的非 OPEC 国家还没有采取同步限产的举动。

至于对需求的担心,投资者应该已经麻木。投资者对于 2009 年全球经济增长的预期已经下调到很低的水平,经济走势再次低于投资者预期的概率并不大。值得高度关注的是日益恶化的巴以冲突。地缘政治的因素总是要反映在油价上。从 12 月份的原油价格走势来看,底部盘整的迹象已经显露。我们认为即使在短期内,石油价格上涨的概率也超过了下跌的概率;从长期来看,石油价格依然上行;不确定性大的是 6 个月到 1 年的中期价格走势。

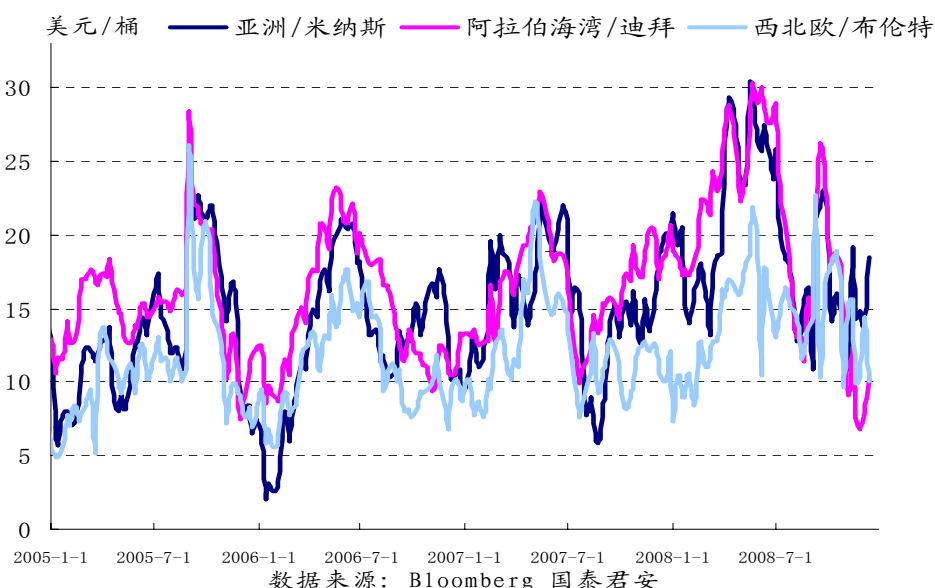
1.2. 汽油、石脑油深跌

图 2 新加坡成品油价格走势



新加坡成品油价格没有进一步的跳水。事实上 30 多美元的汽油价格相对接近 40 美元的原油价格已经降无可降。石脑油的深跌与石化产品的低迷是一致的。柴油、航空煤油仍然是相对乐观。以新加坡市场为代表的国际成品油价格低迷的现状对国内的价格构成很大的压力。

图 3 全球炼油毛利继续回落



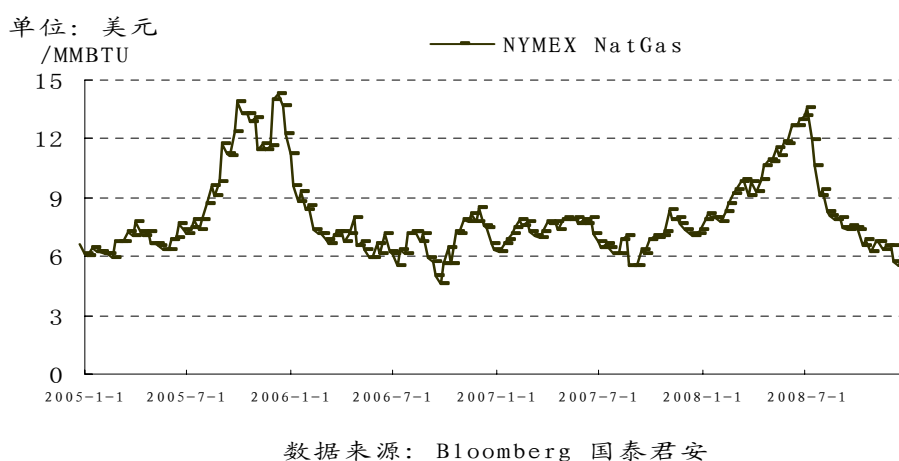
我们跟踪的全球炼油价差继续保持平稳。随着中国完成了消费税的调整,成品油定价的新机制如何运行投资者已经可以观察到了,我们对于 2009 年国内的炼油行业继续持有相对乐观的态度。

图 4 国内成品油价格走势



国内成品油价格在 12 月 19 日大幅下调之后, 促销行动在继续蔓延。中国石化的苏树林董事长认为 2009 年国内汽柴油进入买方市场。中国石油在 12 月下旬继续大幅降价。中国石化同样采取了跟进措施。根据第一财经日报 12 月 31 日的报道: “中国石化上海石油分公司部署从元旦起在 44 座加油站对三类主要汽柴油产品降价 0.25/升到 0.35 元/升”。

图 5 纽约天然气价格走势



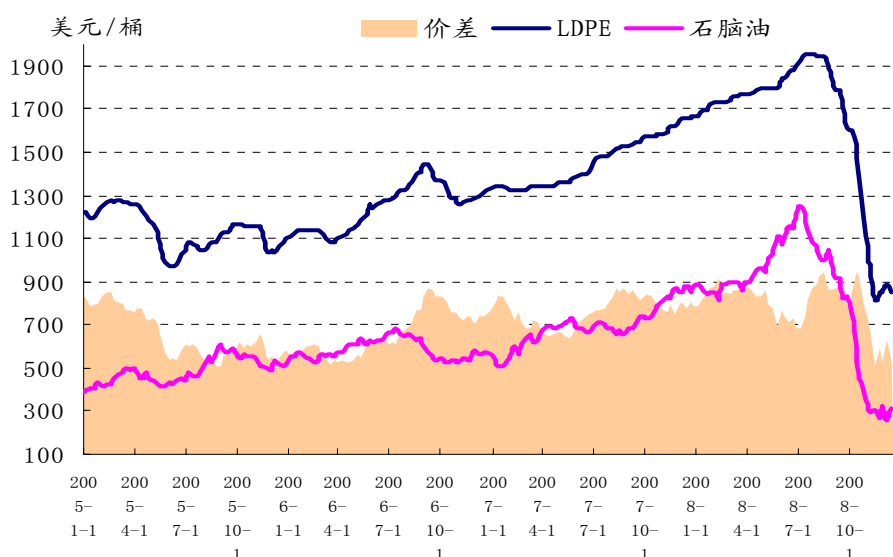
相对于原油价格的深跌, 天然气价格是稳定的。本月, 俄罗斯等国创建天然气 OPEC 的工作继续向前推进。俄罗斯主要的追随者包括卡塔尔、伊朗、委内瑞拉等。从国内媒体的报道中没有看到土库曼斯坦的表态。

根据俄罗斯 RBC 报的 12 月 25 日莫斯科报道, 俄联邦价格局管理机构再次确认了俄罗斯能源巨头俄罗斯天然气工业股份公司及其附属公司生产的并向国内消费者

出售的天然气的批发价。依照俄罗斯联邦政府的决定，俄罗斯国内的天然气批发价在 2009 年 1 月 1 日将上调 5%，在 4 月 1 日将上调 7%，在 7 月 1 日将上调 1.7% 以及在 10 月 1 日将再上调 6.2%。

从欧洲依赖俄罗斯天然气供应的角度来分析，尽管面临着用户的坚决反对，天然气出口国建立卡特尔组织的意愿和能力无法阻挡。真正的困难是如何把现在天然气贸易的点对点格局、区域性的市场整合。天然气市场的开拓依赖于输送管网的建立、完善，这需要巨大的投资。天然气出口国还不具备如此的投资能力。天然气管道的建设通常还是跨国的，需要充分的国际合作。因此，即使天然气 OPEC 能够建立，并不意味着天然气价格有像石油价格在 OPEC 成立之后成倍提高的机会。

图 6 LDPE-石脑油外盘价差开始回落



数据来源: Bloomberg 国泰君安

在严重的金融危机之下，国际聚烯烃毛利水平也已经显著下滑。如图 6 所见，我们跟踪的 LDPE-石脑油外盘价差下降很快。国内烯烃、芳烃市场都处在消化库存的困难阶段。

2. 重点公司分析

香港股市的反弹对 A 股市场构成了支撑。中资蓝筹股的极低估值状态得到改善。A/H 股溢价从前期的高位回落。银行股 A/H 溢价已经消除。在石油板块中，中海油服 A/H 股溢价回落到 130% 附近。中石油、中石化 A/H 股溢价也低于 100%。

表 1: 石油股面临 A/H 股溢价压力

2008-12-26	A 股	H 股	溢价
中国石化	7.05	4.64	72%

中国石油	10.19	6.36	82%
中海油服	11.46	5.60	132%
工商银行	3.65	4.14	0%
建设银行	3.95	4.31	4%

数据来源：国泰君安证券研究所

2.1. 中国石油（601857）

天然气定价机制改革的进展将是推动中国石油股价的催化剂。短期来看，成品油价格的下调对中国石油的业绩构成压力。成品油库存的压力也促使企业促销。但是在目前的股价下，2009年3.6%的预期股息收益率提供了较为充分的安全边际。维持对公司的“谨慎增持”评级和13元的目标价。

2.2. 中海油服（601808）

中海油董秘肖宗伟12月25日关于中海油不会减产的讲话对于中海油服和海油工程都是重大利好。肖宗伟同意油价下跌影响了利润，但指出中海油一直严格控制运营成本以应对油价下跌。

公司董事李勇表示，2009年公司的工作重点是对挪威Awilco公司的整合，暂不做大规模收购。目前包括并购过来的挪威AWO公司钻井船在内，中海油服的所有钻井船2009年的合同已经签满，所签价格也基本满意。因此，2009年公司业绩仍然是乐观的。近期H股股价的回升对于A股股价也形成支撑。从谨慎角度出发，我们维持公司“谨慎增持”评级。

2.3. 海油工程（600583）

公司完成定向增发，价格在11.55元，除海油总公司锁定3年之外，其他参与的机构锁定1年。公司将用部分募集资金置换先期投入募集资金项目的自筹资金，总计17.8亿元。公司的财务费用大幅上涨趋势自2009年一季度起能够受控。

我们预期2009年摊薄后EPS为0.85元，给予20倍市盈率，对应17元目标价。维持“增持”评级。

重点公司盈利预测

公司	代码	股价	PB	EPS（元）			PE（x）			评级
		2011-12-23		2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E	
中国石化	600028	7.11	2.0	0.65	0.40	0.65	11	18	11	
中国石油	601857	10.14	2.5	0.75	0.70	0.85	14	14	12	谨慎增持
海油工程	600583	14.88	5.9	0.57	0.62	0.85	26	24	18	增持
中海油服	601808	11.88	2.8	0.49	0.75	0.90	24	16	13	谨慎增持

作者简介:

杨伟: 2000年3月毕业于浙江大学, 工学硕士。先后任职于中石化上海石油化工研究院、华夏证券研究所、中信建投证券研究发展部、国泰君安证券研究所, 现任国泰君安证券研究所石油石化行业分析师。2008年新财富“石化行业最佳分析师”入围。

免责声明

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com