

[2009.02.16]

原油价格牛皮糖，公司冷暖不同样

✍ 杨伟

☎ 021-38676319

✉ yangwei@gtjas.com

➤ 近期西气东输二号线东段开工，建议关注天然气行业发展。

本报告导读：

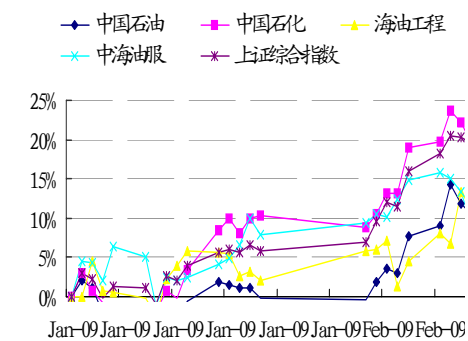
投资要点：

- 曾有报告中海油海上油田独家对外招标权可能取消。目前，我国其他石油公司都可以在海上开采油田，但国内以法律形式规定，中国对外合作开采海洋石油资源的业务，由中国海洋石油总公司全面负责。中海油成立后，海上对外招标权一直是中海油独有。我们认为这则消息值得关注。
- 行业中只有中国石化跑赢指数，中国石油、海油工程都跑输指数。
- 2009年2月7日，西气东输二线东段工程开工。我们认为受益最大的是石油天然气行业。我国一次能源消费结构中，天然气仅占3.3%左右，远远低于同期天然气在世界一次能源消费结构中24%的比重。尽管中国自2006年以来每年天然气产能增长超过100亿方。这一增速仍不能满足国内需求。西气东输二号的线气源为土库曼斯坦。进口天然气能够促进国内天然气价格改革。
- 中国石油是最重要的受益公司，受益的主要原因是产能扩张以及天然气价格改革带来的毛利提升；中国石化受益的原因是2009年普光气田开始量产，同样受益于天然气价格改革的毛利提升。
- 我们认为目前OPEC一揽子油价更反映现货市场的供需实际，WTI期货价格的异常反映了美国人控制油价在低位，促进美国经济复苏的愿望。

细分行业评级

炼焦业	减持
原油加工业	增持
氯碱	减持
石油和天然气开采业	增持

重点公司股价走势



相关报告

西气东输二号线专题策略

(09.02.13)

促销标志着国内汽柴油进入买方市场

(08.12.31)

成品油价税费改革方案并没有给予炼油行业明确预期

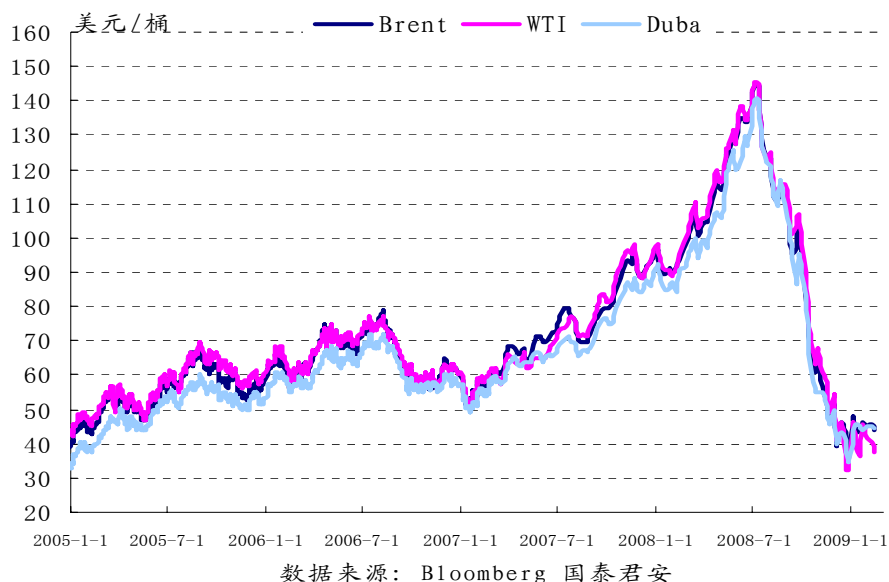
(08.12.08)

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. 原油价格低位盘整

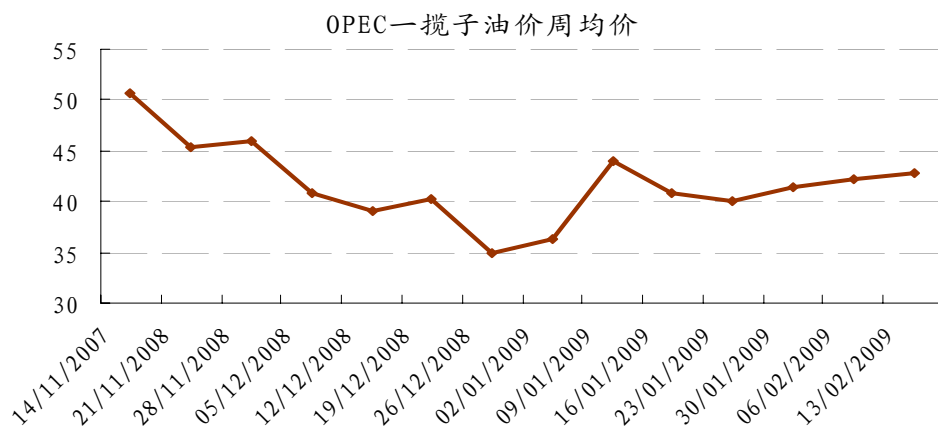
图 1 原油价格走势



原油价格在 40 美元位置似乎找到了新的平衡。尽管还不能说原油价格已经二次或者三次探底,以后不会再有 35 美元的底点了。原油价格处于今年均价的下端逐渐被大多数投资者接受。在图一里面,读者可以清晰的看到,一直处于价格序列最高位置的 WTI 期货价格,现在不仅落后于 Brent 价,还落后于品质明显差于它的 Dubai 价。

我们认为目前 OPEC 一揽子油价更反映现货市场的供需实际,如图 2 所见。WTI 期货价格反映了美国人控制油价在低位,促进美国经济复苏的愿望。

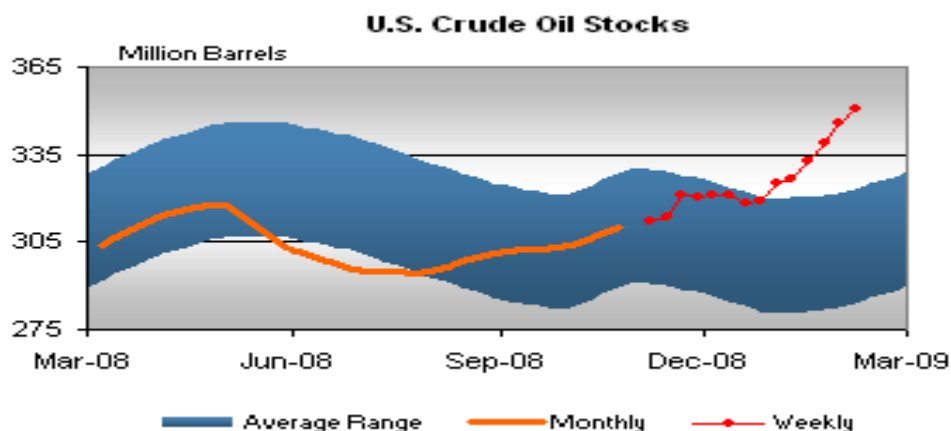
图 2 OPEC 现货价格



数据来源: OPEC

如图 3 所见,美国商业原油库存联系 6 周上涨,对 WTI 期货价格造成强大的压制。

图 3 美国商业原油库存持续增加

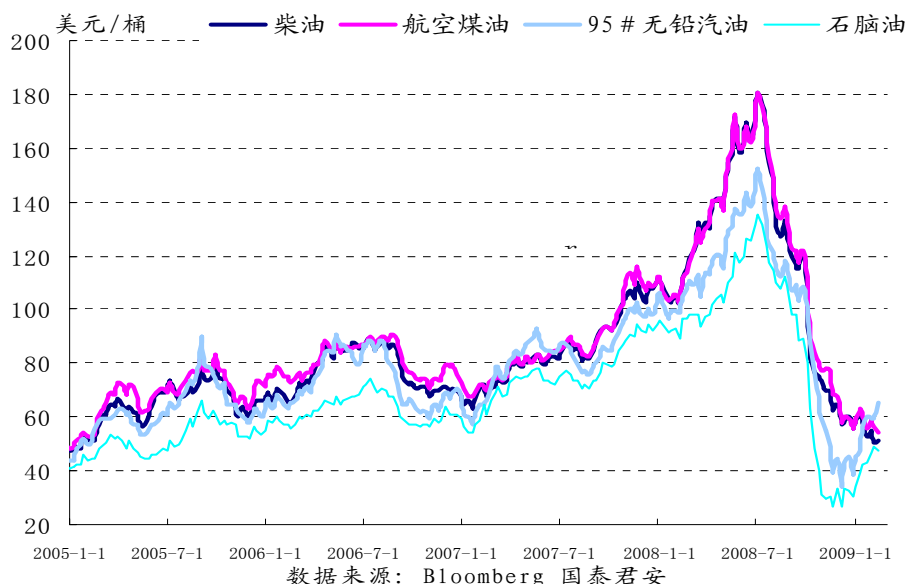


数据来源: EIA

1.2. 国际炼油毛利

如图 4 所见,新加坡成品油价格趋势分化,前期超跌的石脑油和汽油快速回升,前期强势的柴油与航空煤油继续下跌。柴油价格的低迷更说明全球经济确定无疑的处于下跌通道。期望 V 型反转不过是一相情愿而已。

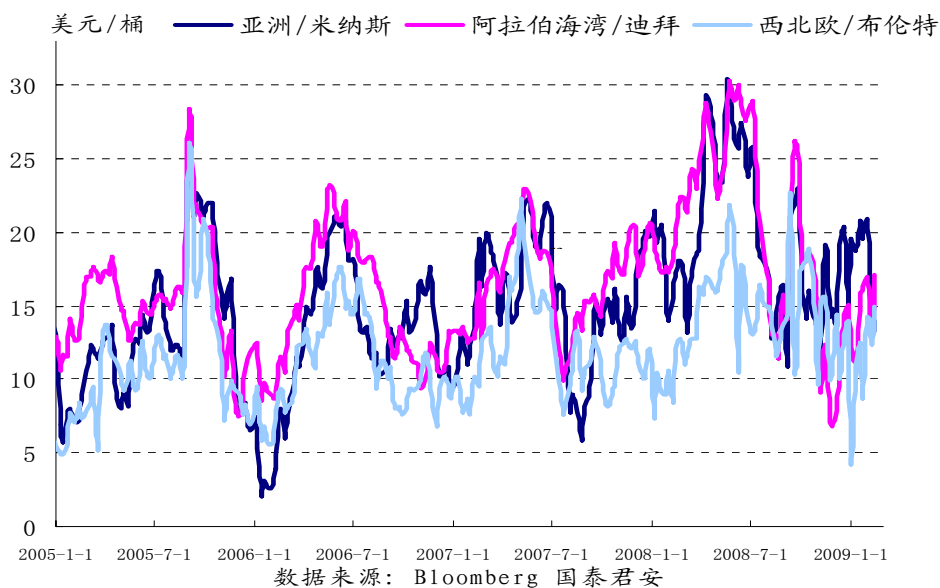
图 4 新加坡成品油价格低位回升



数据来源: Bloomberg 国泰君安

全球炼油毛利已经回归到常态水平。随着原油价格和成品油价格的逐渐平衡,这种常态能够持续一段时间。我们认为炼油业务终究是低毛利业务。

图 5 全球炼油毛利回归常态



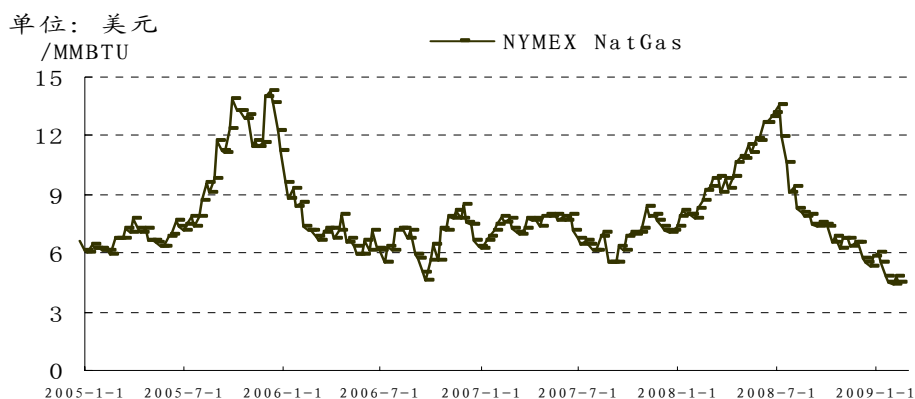
经过 2008 年 12 月和 2009 年 1 月两次价格调整, 以及 2009 年 1 月 1 日实施新的消费税税率, 国内成品油价格已经与国际水平接轨。从图 2 判断, 本月成品油没有调整的必要性。

图 6 国内成品油价格与国际基本接轨



1.3. 天然气价格再次下跌

图 7 纽约天然气价格走势

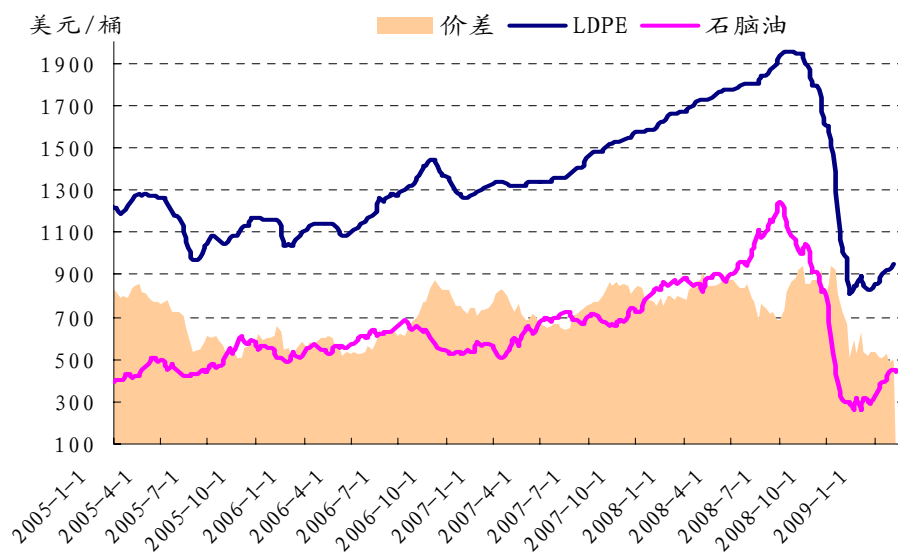


数据来源：Bloomberg 国泰君安

由于 WTI 期货价格下降，美国天然气期货价格也下跌。目前的天然气价格已经是最近五年的低点。

1.4. 石化业务景气继续下降

图 8 国际烯烃裂解价差



数据来源：Bloomberg 国泰君安

反映石化行业景气度的国际烯烃裂解价差继续下降，如图 8 所示。我们注意到这种价差的下降是与单个产品，如 LDPE、石脑油价格上涨同步的，更说明了需求的萎缩。石化行业仍然处于景气下降周期之中。

2. 重点公司分析

由于近期 A 股走势抢眼，AH 股溢价再次扩大，如表 1 所见。我们判断中石化、中海油服 A 股处于相对高位。中国石油 A 相对估值有优势。

表 1: AH 股溢价全面扩大，中海油服安全性最低

2009-2-14	A 股	H 股	溢价
中国石化	8.95	4.41	130%
中国石油	11.74	6.37	109%
中海油服	17.95	6.30	223%
工商银行	3.97	3.57	26%
建设银行	4.41	4.02	24%

数据来源：国泰君安证券研究所

2.1. 中国石油（601857）

2009 年 2 月 7 日，西气东输二线东段工程开工。西气东输二线西起新疆霍尔果斯，途经新疆、甘肃、宁夏、陕西、河南、湖北、湖南、江西、广东、山东、浙江、江苏、上海、广西 14 个省(区、市)和香港特别行政区，包括 1 条干线和 8 条支干线，总长 8704 公里。主干管道西起新疆霍城县霍尔果斯首站，南达香港末站，全长 4978 公里，设计输气能力 300 亿立方米/年。

西气东输二号线完全由中国石油承建，气源来自土库曼斯坦。2009 年年底西段预计可以贯通，全线贯通将在 2011 年，2012 年预计供气能力可以达到 300 亿方。引进中亚气源是我国国家能源战略的重要组成部分，面临着与俄罗斯的激烈竞争。中国进口的天然气价格远将高于国内目前的天然气价格。我们认为这有利于促进国内天然气价格改革的进程。

我们预期 2009 年中国石油天然气产量超过 700 亿方，以温和的天然气提价预期 0.10 元/方测算，能够增加税前利润 70 亿元，相当于 0.04 元 EPS。今年以来公司股价落后于大盘，目前具有估值优势。我们还是坚定看好中国石油的长期价值，给予“增持”评级。

2.2. 中国石化（600028）

2008 年，公司天然气产量为 82.30 亿方，比 2007 年增长 3.71%。公司重点建设的普光气田今年开始上产，预计 2009 年可生产天然气接近 20 亿方，完全达产可达 85 亿方。公司同样受益于天然气价格改革。“川气东送”的管道也完全建成，是公司产能释放的重要组成部分。尽管公司的天然气产量低于中国石油，由于公司股本小，对 EPS 的影响依然比较显著。同样以 2009 年 100 亿方的预测产量作为基础，以温和的天然气提价预期 0.10 元/方测算，能够增加税前利润 20 亿元，相当于 0.023 元 EPS。

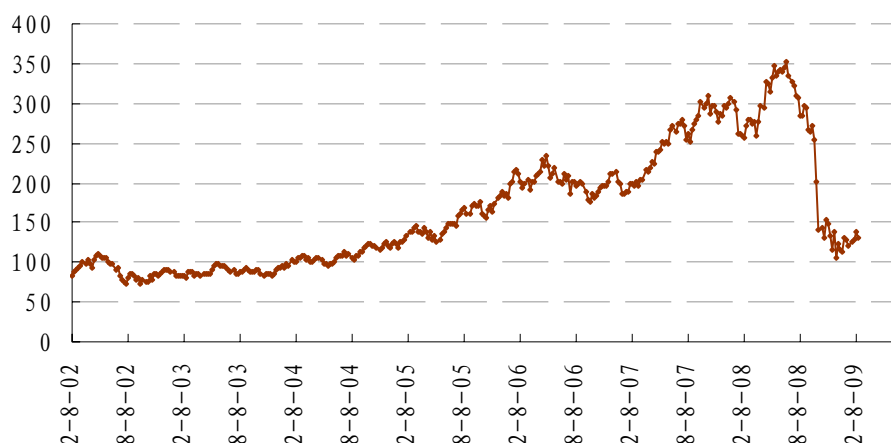
我们认为公司今年的经营环境明显向好。从最近两个月发改委价格调整的力度来

看，国家倾向于保障炼油业务享有 5 % 的毛利。2008 年是公司发展中的一个低谷，或者说是失去的一年。2009 年公司又恢复到平稳增长的轨道。我们认为 2009 年公司业绩同步将大幅增长。一季度业绩同比也将显著增长。

2.3. 中海油服 (601808)

如图 9 所见，费城油服指数经历了一轮暴跌，目前已经从低位反弹。中海油服 H 股从 0.7 倍 PB 的恐慌性估值回归，目前基本走稳。A 股并未明显落后指数。我们认为公司在 2009 年的估值有优势，但未来趋势不好，给予“中性”评级。

图 9 费城油服指数走势



数据来源：bloomberg

2.4. 海油工程 (600583)

我们认为公司今年的增长来自于产能扩张。今年公司的主力设备“蓝疆”号、“蓝鲸”号都将在渤海作业，节约了往返南海的路程时间。南海的业务还需要外包，外包比例无法下降，因此，公司毛利率难以继续上涨。公司股价已经达到我们给出的目标价，今年以来的涨幅显著落后于指数，出现了“相对”的估值优势。维持“增持”评级。

重点公司盈利预测

公司	代码	股价	PB (x)	EPS (元)			PE (x)			评级
		2009-2-14		2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E	
中国石化	600028	8.85	2.4	0.65	0.28	0.50	14	32	18	
中国石油	601857	11.74	2.8	0.75	0.65	0.65	16	18	18	增持
海油工程	600583	17.95	6.6	0.57	0.62	0.85	32	29	21	增持
中海油服	601808	13.91	3.1	0.49	0.75	0.90	28	19	15	中性

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”入围奖。

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) 59312899

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