



中国：石油天然气

中俄签订贷款换石油协议，对上市公司业绩影响有限

中金公司研究部

分析员：张金涛 zhangjt@cicc.com.cn;

联系人：林益欣 linyixin@cicc.com.cn; 张晖 zhanghui@cicc.com.cn

电话：(8610) 65051166

.....2009年2月19日

事件：

据 21 世纪经济报道，2 月 17 日，中俄双方在北京举行了第三次能源对话。当天下午由国家能源局局长张国宝带领的中方谈判代表和由俄罗斯能源部部长谢尔盖·什马特科带领的俄方谈判代表已就中俄“贷款换石油”的合同细节达成一致，并签署了正式协议。根据双方签署的协议，中国将向俄罗斯提供总计 250 亿美元的长期贷款，采取固定利率，约为 6% 左右；俄罗斯则以石油为抵押，以供油偿还贷款，从 2011 年至 2030 年按照每年 1500 万吨的规模向中国通过管道供应总计 3 亿吨石油，石油价格以俄石油运到纳霍特卡港口的价格为基准，随行就市。目前俄方每年向中国通过铁路运输的石油供应不受该协议影响，并增加至 1500 万吨。

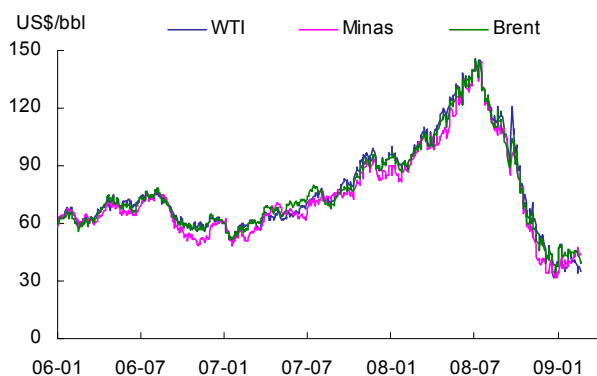
评论：

供油协议换贷款协议，对中国而言可以扩大进口原油渠道，对俄罗斯而言可以缓解资金紧张问题。对于上市公司而言，由于签订的协议石油价格采用市价，影响有限。

- 对上市公司业绩影响微乎其微。其通过管道供应中国的石油将通向大庆，并且在东北地区进行精炼。这个协议等于是一个固定利率的贷款协议换一个固定数量的供油协议。由于供油协议采用俄石油运到纳霍特卡港口的价格为基准，随行就市，并不会给炼油厂带来明显的好处。
- 对于中国来说，协议签订主要出于能源安全的考虑。2008 年中国从俄罗斯进口原油 1164 万吨，占中国 2008 总进口量 1.79 亿吨的 6.5%。中国的进口依存度已从 2001 年的 24% 上升到 2008 年的 48%（2008 年原油净进口 1.75 亿吨，产量 1.897 亿吨）。
- 对于俄罗斯来说，俄罗斯石油公司以石油为抵押获得 150 亿美元贷款，俄罗斯管道公司以基础设施为抵押获得 100 亿美元，可以缓解资金紧张问题。据新华网报道，俄罗斯石油公司将用中国贷款的 60 亿美元偿还 80 亿美元债务的部分，而俄罗斯石油管道运输公司将把贷款用于铺设东西伯利亚-太平洋输油管道至中国的支线。
- 贷款合同最终采用固定利率约 6%。据 21 世纪经济报道，2008 年 10 月温家宝总理与俄方签署的谅解备忘录，承诺分别向俄罗斯石油公司和俄罗斯管道公司提供 150 亿和 100 亿美元的贷款，之后在 10 月、11 月和 12 月进行至少三轮谈判，由于在利率问题（俄罗斯希望固定利率，中方希望浮动利率）、供油方式（中方要求俄罗斯对华原油输送使用管道和铁路并行，而俄方则坚持所有原油都经过“泰纳线”中国支线油管输往中国）上存在分歧，未达成协议。
- 俄罗斯放行通往我国的石油运输管道，预计未来俄罗斯每年向中国供应石油增加至 3000 万吨，其中管道运输 1500 万吨，铁路运输 1500 万吨。据东方网报道，俄罗斯石油管道运输公司今年将开始铺设泰纳线中国支线，计划于 2010 年正式供油。泰纳线一期工程从泰舍特到中俄边境斯科沃罗季诺已于 2006 年 4 月动工，全长 2800 公里，年输油能力 3000 万吨，原料由西西伯利亚油田保障。



图 1: 油价走势



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

表 1: 贷款换石油计划前后从俄罗斯进口石油比较

	单位	2008	2011年之后
铁路	百万吨	11.6	15
管道	百万吨		15
合计	百万吨	11.6	30

资料来源: 新浪财经, 中金公司研究部

附表 1、行业可比公司估值表

	货币	股价	市值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
			2009-2-18 (百万美元)	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E
国际大公司															
ExxonMobil	美元	71.94	365,934	9.8	14.8	10.3	7.5	2.9	3.2	3.1	2.4	4.8	5.8	4.6	3.6
Royal Dutch Shell	英镑	17.05	150,870	4.9	8.4	6.9	6.2	1.1	1.1	1.0	1.0	2.2	2.7	2.3	2.0
BP	英镑	4.78	127,789	6.4	8.5	6.7	6.0	1.2	1.2	1.2	1.2	2.9	3.0	2.5	2.1
Chevron Texaco	美元	66.12	134,342	7.5	12.4	8.4	6.1	1.5	1.4	1.3	1.2	3.8	4.4	3.4	2.6
TotalFinaElf	欧元	39.50	117,876	6.8	8.8	7.5	6.8	1.7	1.6	1.5	1.3	3.4	4.1	3.5	3.1
平均值				7.1	10.6	8.0	6.5	1.7	1.7	1.6	1.4	3.4	4.0	3.3	2.7
国际大公司															
ENI	欧元	16.87	85,017	6.2	8.6	7.2	6.3	1.3	1.3	1.2	1.2	3.4	3.7	3.3	3.1
ConocoPhillips	美元	42.27	63,017	5.8	10.7	6.0	4.6	0.7	1.0	1.1	0.8	2.8	3.8	2.9	2.6
Occidental	美元	51.54	41,741	8.0	17.0	9.2	6.6	1.5	1.4	1.3	1.1	4.1	5.8	3.8	2.8
Repsol YPF	欧元	13.35	20,507	5.1	5.5	6.5	5.8	1.0	0.8	0.7	0.7	3.5	3.5	3.8	3.4
Marathon	美元	24.47	13,722	4.3	8.5	5.5	4.1	0.8	0.8	0.7	0.6	3.2	3.8	2.9	2.5
平均值				5.9	10.0	6.9	5.5	1.1	1.1	1.0	0.9	3.4	4.1	3.3	2.9
新兴市场公司															
ONGC	卢比	670.80	28,738	7.2	6.6	7.1	6.7	1.8	1.6	1.4	1.3	3.4	2.9	3.0	2.8
PTT	泰铢	159.00	12,666	4.6	6.7	6.7	5.8	1.1	1.1	1.0	0.9	4.5	4.2	4.8	4.1
Gazprom	卢布	110.27	71,999	3.9	2.7	3.1	3.4	0.6	0.4	0.4	0.4	4.1	2.1	2.6	2.7
Petrobras	里尔	25.89	109,275	10.6	6.9	8.1	7.3	1.6	1.4	1.2	1.1	6.3	4.8	5.5	5.0
中海油H股	港币	6.95	39,169	9.3	5.5	7.3	5.5	2.2	1.5	1.2	1.0	5.6	3.7	4.0	3.1
中国石油H股	港币	5.92	283,787	7.0	8.1	9.1	7.0	1.4	1.2	1.2	1.1	4.6	5.2	5.3	4.2
中国石化H股	港币	4.23	97,547	6.1	14.0	7.9	8.1	1.1	1.0	0.9	0.9	5.1	8.6	6.1	5.6
平均值				7.0	7.2	7.0	6.3	1.4	1.2	1.1	0.9	4.8	4.5	4.5	3.9
中国石油A股	人民币	11.24	283,789	15.3	17.9	20.9	16.0	2.8	2.7	2.5	2.3	8.5	9.6	10.2	8.3
中国石化A股	人民币	8.58	97,548	13.2	33.0	18.3	18.2	2.4	2.4	2.1	2.0	8.1	13.6	9.6	8.7

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。