

[2009.04.27]

油价见底，成品油定价新机制需要反复确认

2009 年二季度策略报告

✍ 杨伟

☎ 021-38676319

✉ yangwei@gtjas.com

➤ 根据我们的测算，成品油提价的概率非常大

本报告导读：

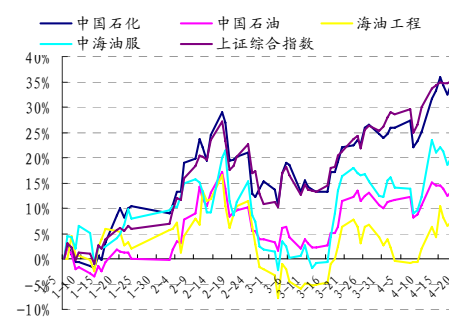
投资要点：

- 油价和政策是影响石油石化行业的主要外部因素。从 1980 年代 30 年内最惨淡的油价熊市跌幅来分析，该次油价的最大跌幅是 80% 左右。从 2008 年 7 月到 2008 年 12 月，WTI 期货价格下跌了 78%，因此，我们认为油价已经触底。自 2009 年 1 月起，油价连续 4 个月环比上涨。
- 3 月 25 日的提价使得投资者对成品油定价新机制的执行力度有了超预期的乐观情绪，但发改委执行的依然是有控制的间接接轨。根据我们的测算，成品油再次上调价格的概率非常大。能否超出投资者预期的关键在于调整幅度。
- 我们认为未来或有的成品油提价的时刻并不意味着投资者需要立即获利了结。提价利好兑现后，石化产业振兴规划的细则值得期待。
- 从估值角度分析，我们认为由于 AH 溢价较高，石油石化行业估值上升空间有限。
- 在品种选择上，行业内我们首推海油工程。中石化建议标配。中石油建议自二季度末逐渐从低配提高至标配。同时，我们将努力为投资者寻找中海油服的交易性机会。

细分行业评级

石油和天然气开采业	中性
炼焦业	中性
原油加工业	增持

重点公司股价走势



相关报告

- OPEC 不削减限额，油价无力上涨 (09. 03. 16)
- 促销标志着国内汽柴油进入买方市场 (08. 12. 31)
- 炼油业务减亏确保行业跑赢大盘，谨慎看好 (08. 12. 01)

目 录

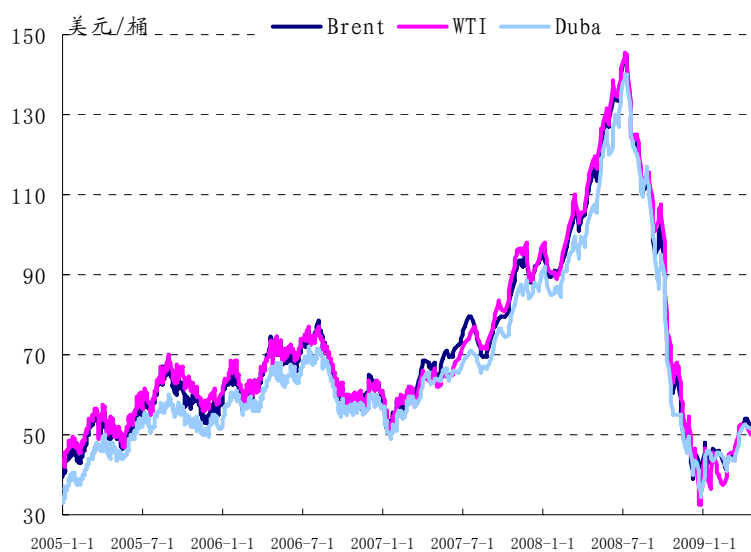
目录	2
1. 原油价格预测	3
1.1. 原油价格低位徘徊	3
1.2. 原油需求预测	3
1.3. 原油熊几时?	4
2. 国内成品油市场观察	6
2.1. 国内外价格走势	6
2.2. 国内需求显露出回归正常迹象	8
2.3. 新机制在反复确认中	9
3. 天然气提价趋势确定	9
4. 化工市场底部反弹	10
5. 固定资产投资保持增速	10
6. 政策影响分析	11
6.1. 石化产业振兴规划	11
6.2. 燃油税改革有值得完善之处	12
6.3. 增值税改革影响逐季显示	12
6.4. 资源税改革影响	12
7. 估值	12
7.1. A H股溢价	12
7.2. Bloomberg 一致预期	13
8. 重点公司	13
8.1. 中国石油 (601857)	13
8.2. 海油工程 (600583)	14
8.3. 中海油服 (601808)	14

1. 原油价格预测

1.1. 原油价格低位徘徊

从图 1 来看，国际原油价格在从 2008 年 7 月到 2008 年底不到半年的时间里，从创出 147 美元的最高价迅速回落到最低 33 美元的价格，最大跌幅达到 78%。目前，原油价格已经保持接近 4 个月的环比上升。主要品种现货 4 月均价都超过 50 美元。

图 1：国际原油价格走势



数据来源：Bloomberg 国泰君安

1.2. 原油需求预测

今年以来，包括 IMF 在内的组织都持续下调对于 2009 年全球 GDP 增速的预测值。表 1 数据来自 IMF3 月报告。IMF 对美国、欧盟的 GDP 增长预测持有非常负面的态度，但认为 2010 年情况将得到改善。在 IMF4 月的报告中，该组织任务全球经济正处于大规模金融危机和信心严重丧失造成的严重衰退之中。虽然从第二季度开始收缩幅度应缩小，但预计 2009 年全年世界产出将减少 1.3%，2010 年仅将逐渐恢复，增长 1.9%。为实现这一好转，需加紧修复金融部门，同时继续通过放松货币和财政政策来支持消费需求。

表 1：IMF 持续下调对全球经济增速的预测

	2008	2009	2010
World output	3.2	-1 to -0.5	1.5 to 2.5
Advanced economies	0.8	-3.5 to -3	0 to 0.5
United States	1.1	-2.6	0.2
Euro area	0.9	-3.2	0.1
Japan	-0.7	-5.8	-0.2
Emerging and developing economies	6.1	1.5 to 2.5	3.5 to 4.5

数据来源：IMF2009 年 3 月报告

表 2：IAE 持续下调全球原油需求预测值

Global Oil Demand (2007-2009)	3Q08	4Q08	2008	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	2009
Africa	3	3.2	3.1	3.2	3.2	3.1	3.2	3.2
Americas	29.7	30	30.2	29.5	29.5	29.6	29.4	29.5
Asia/Pacific	24.7	24.7	25.3	25.5	25	24.3	25	24.9
Europe	16.1	16.1	16	15.5	15.1	15.7	15.7	15.5
FSU	4.4	4.3	4.2	3.9	4	4.2	4.2	4.1
Middle East	7.3	6.7	6.9	6.9	7.2	7.6	7	7.2
World	85.2	84.9	85.7	84.5	84	84.6	84.6	84.4
Annual Chg (%)	-0.6	-2.6	-0.4	-2.8	-2	-0.7	-0.3	-1.5
Annual Chg (mb/d)	-0.5	-2.3	-0.4	-2.4	-1.7	-0.6	-0.3	-1.2
Changes from last OMR (mb/d)	0.01	-0.06	-0.01	-0.33	-0.24	-0.25	-0.27	-0.27

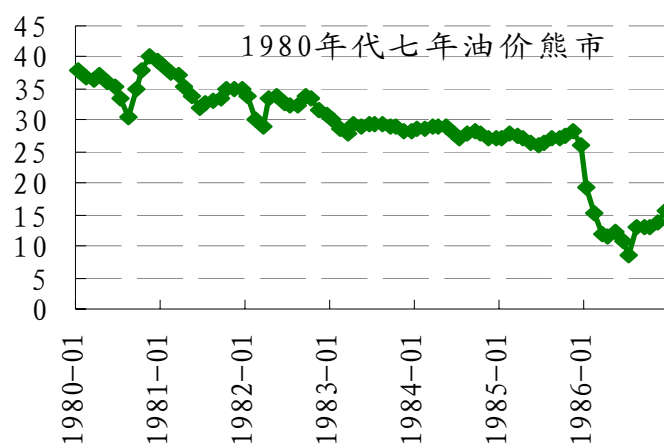
数据来源：IEA2009 年 3 月报告

相应的，代表石油需求方声音的 IEA 持续下调全球原油需求预测值，如表 2 所见。2009 年 4 月，IEA 再次下调对 2009 年全球原油预需求测值 100 万桶/天，到 8340 万桶/天，符合我们 2009-3-16 报告中预测的全球需求不足 8400 万桶的判断。

从美国市场来看，汽油需求相当乐观，4月17一周的汽油需求值已经基本接近2008年同期水平。柴油需求的回复目前还看不到希望。商业原油库存的上升自 2009 年年初开始即已经突破 5 年期平均范围。

1.3. 原油熊几时？

在高油价时期，我们对油价的研究框架一直主要集中在供需、汇率、地缘政治和投机因素四方面。进入低油价时期，我们的研究框架转向成本、供需、汇率和地缘政治四方面。

图 2：油价历史跌幅回顾


数据来源：国泰君安证券研究所

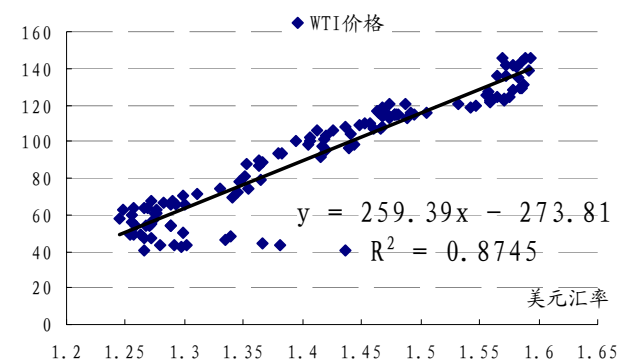
成本支撑推动油价在 33 美元的位置见底。

从图 2 来看,近 30 年油价下跌最惨重的跌幅约 80%。本轮油价在半年内下跌 78%，因此，我们基本可以确认油价在 33 美元的位置见底。成本支撑是油价见底的主要原因。

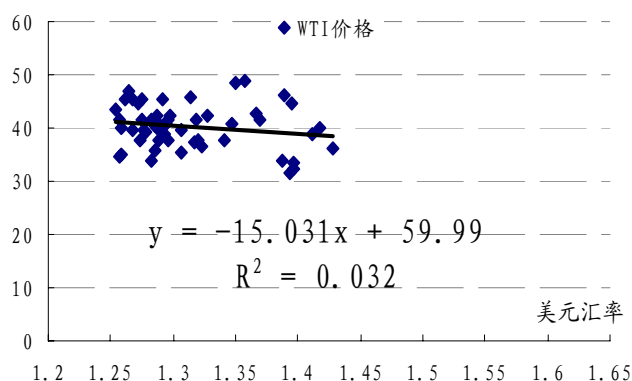
图 3 是我们对 2007 年 6 月以来 WTI 期货价格和欧元兑美元汇率的回归分析结果，更长期的数据分析显示两者相关系数并不高。我们发行该相关系数在不同时期展现出完全不同的特征。两者的挂钩、脱钩和再挂钩相当有趣。2007 年 6 月到 2008 年 12 月，是该相关系数最高的时候。2008 年 12 月至 2009 年 3 月，WTI 期货价格和欧元兑美元汇率表现出脱钩的特征。2009 年 3 月中旬以来，两者再次挂钩。

根据我司外汇研究的观点，中期来看，美元的强势依然能够维持。我们的观点是，强势美元之下，油价很难突破 60 美元。

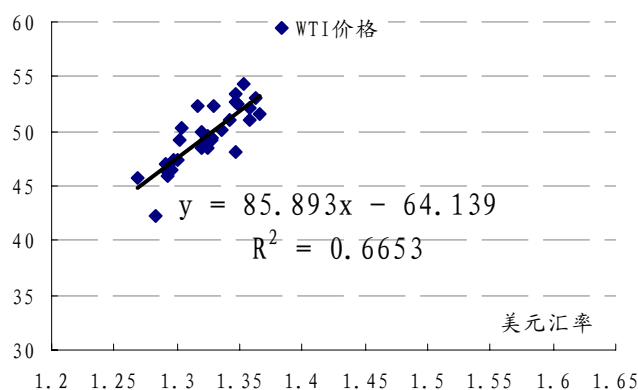
图 3 WTI 期货价格与欧元兑美元汇率的关联
(2007.6.1~2008.12.17)



(2008.12.18~2009.3.9)



(2009.3.10~2009.4.22)



数据来源：国泰君安证券研究所

在油价熊市的维持时间上，我们维持 2009 年策略报告的观点，即本次金融危机的规模和影响力直指 1929 年的大萧条，油价下跌 1 年半的时间可能是较为乐观的预

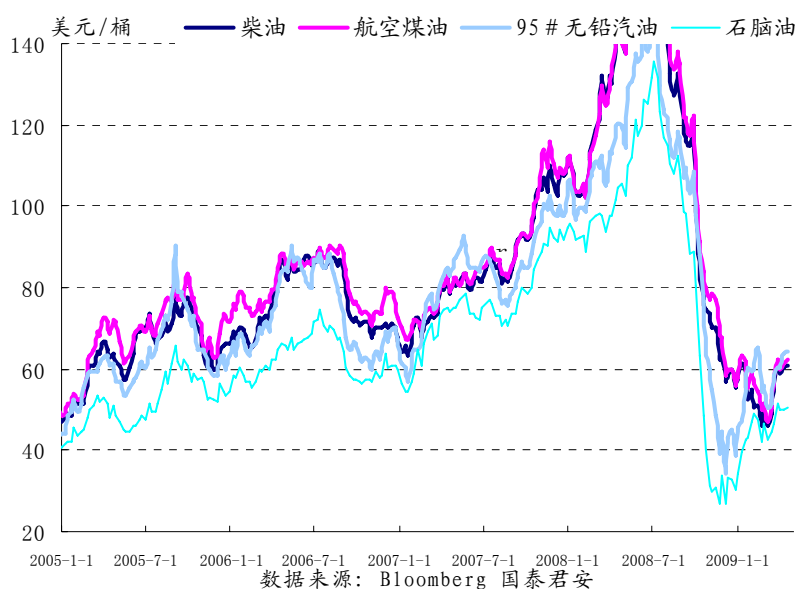
期，在 2009 年年底之前，甚至到 2010 年上半年，油价难有大幅上升的机会。

2. 国内成品油市场观察

2.1. 国内外价格走势

由图 4 可见，新加坡成品油价格在 60 美元附近建立了新的均衡。汽油、石脑油率先走出超跌。柴油和航空煤油的反弹晚了 2 个月。

图 4：新加坡成品油价格

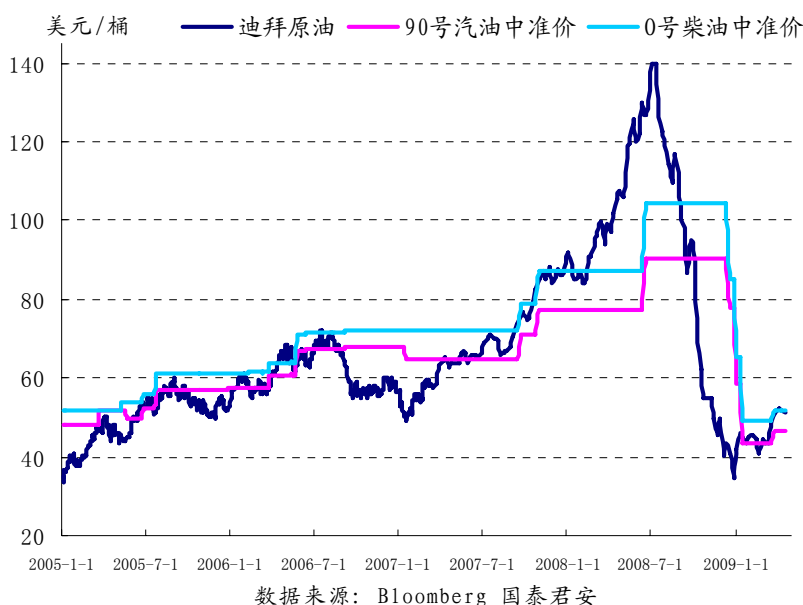


数据来源：国泰君安证券研究所

国内成品油价格存在再次上调的预期。我们认为二季度可能只有一次调价

国内成品油价格存在再次上调的预期，目前等待是国家发改委再次下决心。从幅度而言，我们认为本次的上调幅度将超过 3 月 25 的升幅，二季度可能只有一次调价。

图 5: 国内成品油价格



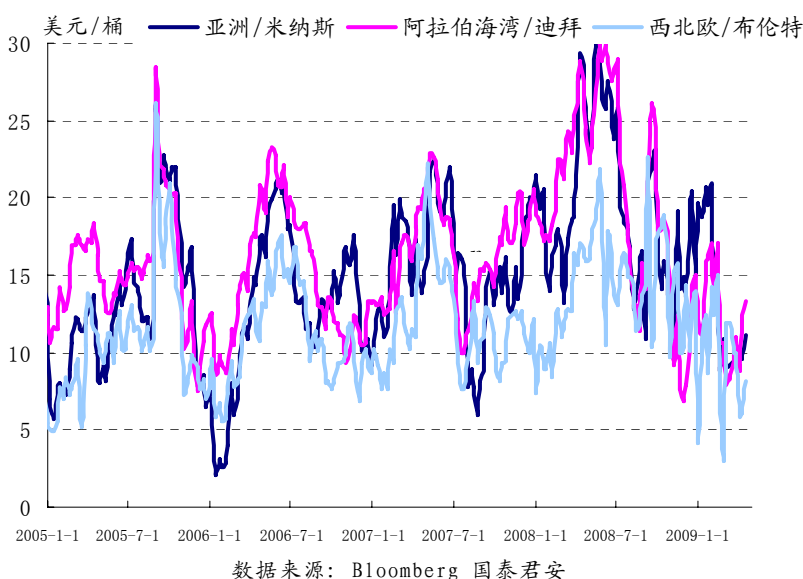
数据来源: 国泰君安证券研究所

如图 6 所见, 全球炼油毛利在 1 月前见底后略有反弹。321 炼油价差目前依然处于 5 至 10 美元的附近的周期低点。中国的炼油毛利呈现出与全球完全不同的走势。4 月份中国炼厂的净利将突破 6 美元。

今年 3 月底, 中海油在广东惠州的超大型炼油厂投产试运行, 中海油已经初步与广东多家大型成品油批发商达成协议, 供应成品油, 随后中海油即将投入建设加油站的计划。同时, 4 月份, 地方炼油厂开工率有所上升。因此, 我们认为国内每桶炼油净利超过 6 美元的情况不能维持很长时间。

图 6: 全球炼油毛利低位徘徊

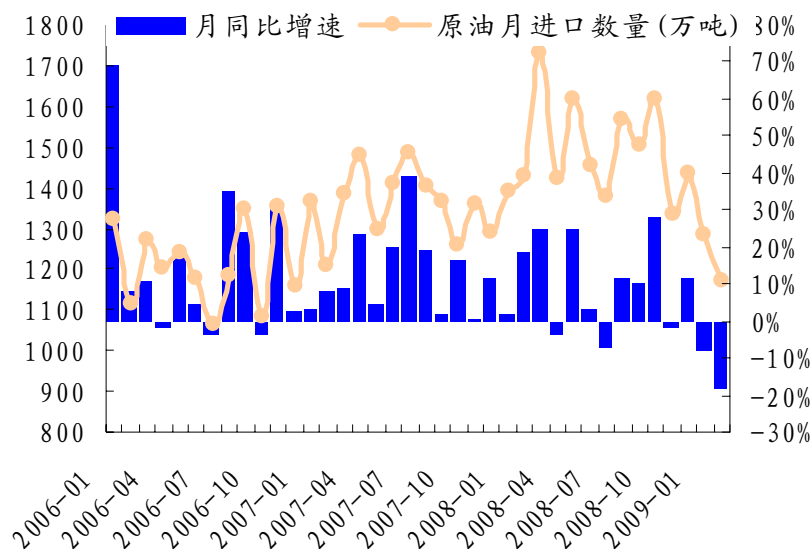
321 炼油价差目前依然处于 5 至 10 美元的附近的周期低点



2.2. 国内需求显露出回归正常迹象

如图 7 所见，自 2008 年 9 月起，我国原油进口快速萎缩。月度进口值从奥运会前最高的 1800 万吨/月的峰值回落到 1000 万吨/月。

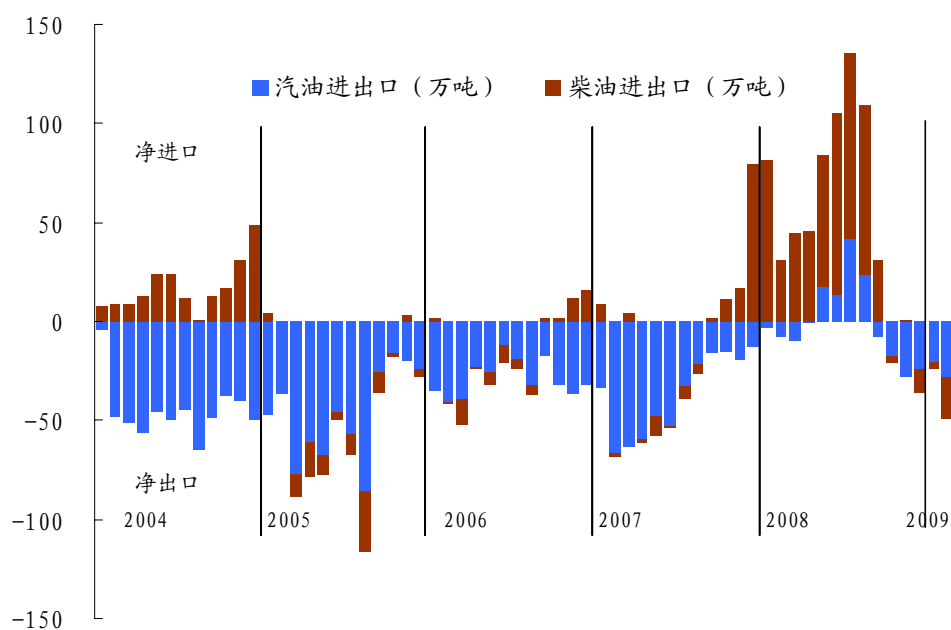
图 7：国内原油进口量迅速萎缩



数据来源：国泰君安证券研究所

如图 8 所见，自 2008 年 10 月起，中国的汽柴油都依赖出口平衡国内产能过剩。不过从历史上来看，目前的出口量依然处于很低的水平。

图 8：国内汽柴油进出口量



数据来源：国泰君安证券研究所

根据报道，国内两大石油公司成品油销售在3月份环比增长21%，同时两大公司库存3月末环比下降14.7%。3月末，成品油库存环比下降6.13%，其中柴油库存环比下降14.7%。3月份，中石油、中石化、中海油、陕西延长石油集团四大公司原油产量环比增长10.6%，天然气产量环比增长5.5%，成品油产量环比增长13.7%，原油加工量环比增长13.2%。另一媒体信息显示：两大公司成品油销售量在1-2月环比增长13%的基础上，3月份实现环比增长30%。国内成品油需求回暖的趋势已经确立。

国内成品油需求回暖的趋势已经确立

2.3. 新机制在反复确认中

我们持续跟踪了自2008年12月19日国家发改委3次调价以来的相关国际原油价格，结论如表3所见。根据我们对布伦特、辛塔、迪拜三地前20个工作日的现货价格跟踪，进入4月份，国内成品油价格早已满足上调的条件。因此，我们认为发改委执行的定价新机制仍然是有调控的间接接轨，调整的频率依然低于市场预期。新机制目前看来还在反复确认中。

表3：成品油调价基础测试

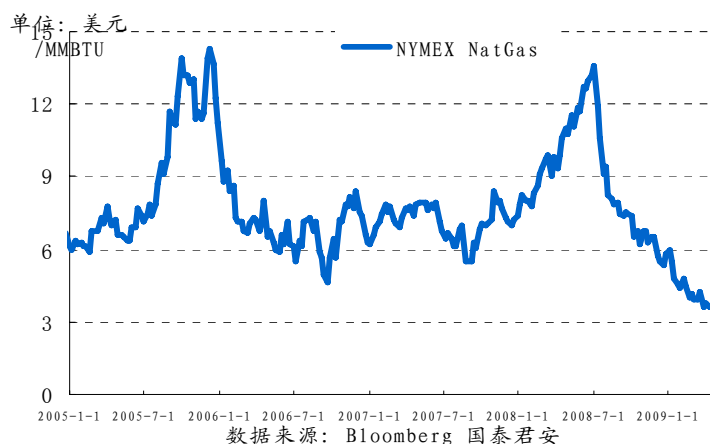
	简单平均	变动幅度
2008-12-19	40.58	
2009-1-15	38.93	-4.13%
2009-3-25	42.63	5.07%
2009-4-22	48.17	22.98%

数据来源：国泰君安证券研究所

3. 天然气提价趋势确定

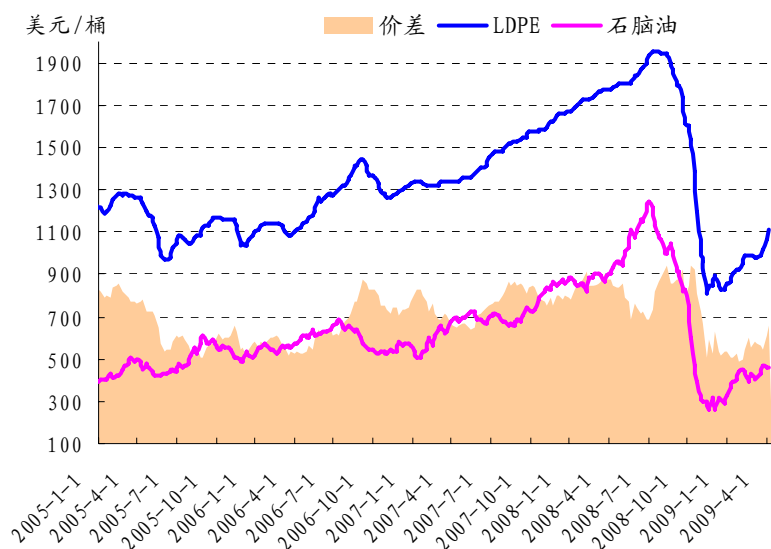
如图9所见，美国的天然气价格继续处于下行趋势。我们仍然坚定看好国内天然气市场，认为提价是确定的，但对升幅预期较小。

图9：纽约天然气期货价格



4. 化工市场底部反弹

图 10: LDPE-石脑油价差



数据来源: Bloomberg 国泰君安

石油加工、炼焦业及核燃料加工业的利润总额同比由负转正

以线性低密度聚乙烯-石脑油价差（图 10）为代表的石化产品市场由底部反弹。中石油规划总院副总工程师张福琴预计，2010-2015 年中国成品油表观消费量增长 4%-5%，2020 年将达到 3.2 亿吨左右。今明两年，随着中东和亚洲新增乙烯产能投放，预计全球乙烯产能利用率将降至 87%-88%，标志着下一个利润低谷期的到来。

根据协会统计：石油加工、炼焦业及核燃料加工业的利润总额同比由负转正：去年同期该行业亏损 206 亿元，而今年 1 至 2 月份这一数值变为盈利 117 亿元，同比增加 160.17%。

其它产品的表观消费量也明显增加。3 月份，化肥产品消费量同比增长 13.4%，甲醇增长 39.3%，聚乙烯增长 15.6%，聚丙烯增长 13%，聚氯乙烯增长 14.1%，黄磷增长 69.2%。

协会重点的 173 种产品中，3 月份产品价格环比上涨的有 85 种，环比下降的有 81 种。环比上涨的产品数量连续两个月超过环比下降的产品数量。其中，尿素价格环比上涨 3.8%，磷酸二铵价格环比上涨 1.4%，0 号柴油价格环比上涨 0.02%，93 号汽油价格环比上涨 1.2%。

5. 固定资产投资保持增速

如图 11、12 所见，国内油气生产和炼油产能投资自 2004 年以来持续保持快速增

加。月度同比增速数据还具有明显的反向特征，即炼油业务亏损最严重的时候也是石油公司投资最快的时候。

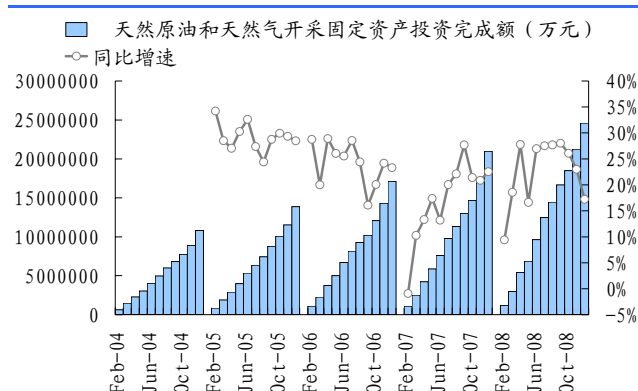
根据媒体零星披露的石化产业振兴规划：中国年炼油能力到 2011 年将达到 4.4 亿吨，约合 884 万桶/日，将建设三个年加工能力分别为 3,000 万吨的炼油基地，以及六个年加工能力分别为 2,000 万吨的炼油基地。而息旺能源称，截至 2008 年年底，中国的小型独立炼油厂原油总加工能力为每年 8,800 万吨左右，大约 180 万桶/日。

振兴规划如果确实规定未来炼油行业存量的门槛增加至 200 万吨，国内小炼厂又将被强制淘汰一大批。息旺能源称，国内现在只有八家年加工能力总量为 2,670 万吨的炼油厂拥有每年 200 万吨以上的独立炼油能力。

从 2009 年 1 月 1 号开始，以进口燃料油为主要原料的地方炼油企业已经遭到沉重打击，因为燃料油消费税单位税额由每升 0.1 元上升到 0.8 元。这个政策的出台明显不利于地方小炼油的生存。

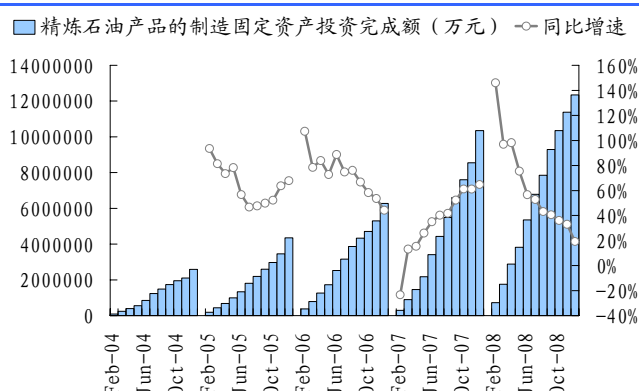
如果不淘汰地方炼油的产能，保持国内目前的炼油产能增速将是相当危险的。这意味着不久的将来，国内的炼厂不得和台湾地区、韩国、日本以及西欧、美国的炼厂一争高低。竞争的国际化同时意味着中国炼油只依赖于国内高速增长市场的幸福时代一去不复返了！

图 11：天然原油、天然气固定资产投资



数据来源：国泰君安证券研究所

图 12：炼油业务固定资产投资



数据来源：国泰君安证券研究所

6. 政策影响分析

6.1. 石化产业振兴规划

石化产业振兴规划的细则有报道说已经在向下传达。根据媒体的报道：石化振兴规划将保障中国三年原油加工量年均增长率为 5.7%，成品油、乙烯产量年增长率分别为 5.9% 和 14.7%。同时，规划强调将淘汰 100 万吨及以下低效低质落后炼油产能，关停并转和规范发展 100-200 万吨炼油装置。重点支持骨干企业油品质量升级、乙烯改扩建。振兴规划明确表示支持中央企业集团、骨干企业如能源、化

肥企业实施兼并重组，优化资源配置；完善相关产业政策、产品技术和质量标准、产业准入目录等，提高准入门槛。

石化产业振兴规划的细则值得期待。

6.2. 燃油税改革有值得完善之处

目前，燃油税价内征收、落实在炼厂出厂环节，对中国石化、中国石油有很大的不利影响。由于落实在出厂环节，走私进口的柴油、燃料油完全没有缴纳消费税的可能，走私利润极大。这一措施客观上减轻了财政部的工作量，但变相鼓励了柴油、燃料油的走私进口。

6.3. 增值税改革影响逐季显示

增值税改革对两大石油公司的利好是逐渐显现的。从 2009 年起，随着化工部分的投资可以逐年做为增值税的进项抵扣，未来每年的抵扣金额将不断上升。不过在 2009 年，我们估计增值税改革的影响幅度不到公司 EPS 的 1%。

6.4. 资源税改革影响

由于原油特别收益金政策没有调整的迹象，我们认为油气资源税的改革还将拖后。总体而言，国内石油公司原油特别收益金和资源税的综合负担不会加重。

7. 估值

7.1. A H 股溢价

H 股的上涨缩减了 AH 股溢价

AH 溢价率是衡量内地香港两地上市公司的重要指标。从图 13 所示的 AH 股溢价走势来看，目前的指数处于历史的中位线附近，需要向上或向下寻找方向。近期，H 股石油股的表现明显优于 A 股，H 股的上涨缩减了 AH 股溢价。

图 13: 2001 年以来 AH 溢价



数据来源：国泰君安证券研究所

7.2. Bloomberg 一致预期

表 4: Bloomberg 估值比较

公司名称 (国际)	股价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	PB
石化公司								
BP	442.50	75.80	43.62	60.52	6	10	7	1.35
Shell	16.40	3.26	1.92	2.33	5	9	7	1.05
Exxon	67.41	8.44	4.08	5.85	8	17	12	2.97
Total	35.80	4.73	3.97	4.87	8	9	7	1.63
Chevron	65.93	11.37	4.41	6.80	6	15	10	1.53
Conocophillips	39.79	10.81	3.01	5.64	4	13	7	1.07
中石油	11.73	0.62	0.66	0.70	19	18	17	2.71
中石化	9.50	0.35	0.62	0.70	27	15	14	2.51
中石油 (H)	6.89	0.70	0.60	0.74	10	12	9	1.40
中石化 (H)	6.05	0.39	0.64	0.76	15	9	8	1.40
中海油 (H)	8.98	0.99	0.68	0.89	9	13	10	2.20

注: 股价采用 2009-4-17 收盘价

数据来源: 国泰君安证券研究所

表 4 是 bloomberg 给出的全球及中国石油公司盈利的一致预期。同 BP、Shell、Total、Chevron 相比, 中石化、中石油、中海油的港股并没有明显的估值优势。但上述公司对于 Exxon 都具有估值优势, 不论是市盈率还是市净率。

表 5: 我们的预测与 bloomberg 一致预期的差异

	08EPS	09EPS
中石油	-0.02	-0.01
中石化	-0.04	-0.06

数据来源: 国泰君安证券研究所

同 bloomberg 一致预期相比, 我们对中石化今明两年的业绩预期略显悲观

同 bloomberg 一致预期相比, 我们对中石化今明两年的业绩预期略显悲观, 如表 5 所见。理由是我们对 2009、2010 年实现油价的预期偏悲观。同时, 我们认为成品油定价新机制的实施是长期渐进的, 利润的增速没有投资者所期望的那么快。

8. 重点公司

8.1. 中国石油 (601857)

我们认为目前的油价处于相对低位, 如果成品油价格再次上调, 公司将是最大受益者。展望 2009 年一季度, 我们预测公司季报同比下降不到 30%, 略好于投资者的预期。我预测 2009、2010 年公司业绩分别为 0.57、0.72 元。主要假设包括: 2009 年原油产量 8.32 亿桶、天然气产量 2 万亿立方英尺、原油加工量 8.4 亿吨、公司实现油价 48 美元/桶, 包含石油特别收益金的原油完全成本 34 美元。公司目前处于业绩周期的底部, 估值可以相对高估。天然气提价的重大利好尚未兑现。给予 13 元目标价, 维持“谨慎增持”评级。

8.2. 海油工程 (600583)

一季度,公司的营业收入由 12.93 亿元快速上升到 25.86 亿元,增长 100.03%。成本上升 115.33%,超过了收入的增幅,毛利由 16909 万元增长到 22126 万元,只增长了 30.86%,毛利率由 13.08%下降到 8.56%,降幅超出投资者预期。第二季度随着浅水铺管船的建成并投入使用,青岛场地工作效率的不断提升,产能将进一步得到释放。我们认为半年报的毛利率水平将有所改善,2009 年收入超过 125 亿元希望比较大,我们维持 18 亿元净利润的预测目标,对应 EPS0.83 元,维持 18.7 元的目标价和增持评级。

8.3. 中海油服 (601808)

由图 14 可见,费城油服指数基本触底回升。投资者对于油价低迷下油公司缩减勘探支出的担忧依然存在。美国陆上钻机去年 8 月为 2031 部,今年 2 月降到 1243 部。与深水项目相比,自升式钻机的钻井承包商更容易停钻。虽然深水作业在经济下降周期还会按计划持续进行,如巴西仍在投入,但经济衰退会抑制建造新的深水钻井船,当全球经济复苏后,2011~2012 年的钻井船租用费将会升高。

图 14: 费城油服指数走势



数据来源: 国泰君安证券研究所

过去 4 年中,公司实现了净利润年均增速 45%。我们认为这一速度在 2009 年难以持续。我们与市场不同的观点在于,由于大部分钻机服务合同在 2009 年已经锁定费率,目前只有 CDE 所属的钻井船 WilStrike 还没有最终签订服务合同,影响公司 2009 年业绩的最重要因素是公司长期贷款的利率。若剔除 2007 年退税影响,假设原 COSL 自升式平台日费率小幅提升 10%,我们测算发现公司 2009 年依然能够实现 30%以上的增长。我们对公司 1 季报持乐观态度,目标价 17.25 元,维持“谨慎增持”评级。

表 6: 重点公司盈利预测

公司	代码	股价	PB	EPS (元)			PE (x)			评级
		2009-4-22		2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	
中国石化	600028	9.62	2.5	0.34	0.60	0.70	28	16	14	
中国石油	601857	11.60	2.7	0.62	0.58	0.75	19	20	15	谨慎增持
海油工程	600583	16.53	4.4	0.55	0.83	1.02	30	20	16	增持
中海油服	601808	14.88	3.4	0.69	0.69	0.75	22	22	20	谨慎增持

数据来源: 国泰君安证券研究所

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

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

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