

[2009.09.29]

石油行业又到博弈政策时

杨伟

021-38676319

yangwei@gtjas.com

- 天然气提价、资源税改革与原油特别收益金起征点上调三项政策的推出是未来行业主要的影响因素

本报告导读：

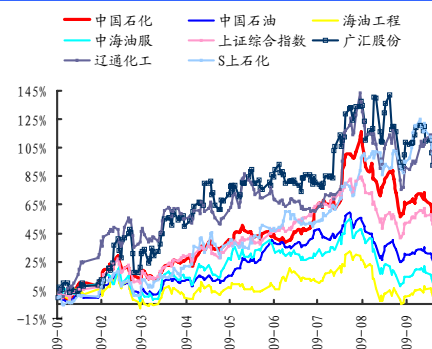
投资要点：

- 我们认为四季度美元继续大幅下跌的可能性较小，也没有大幅上涨的可能性。以此为基础，我们判断四季度前两个月原油价格能够维持 65 美元上方。到 12 月中下旬，随着圣诞节来临，投机资金休息，原油价格有小幅回落的要求。我们预测 2009 年布伦特原油现货均价在 59-60 美元。
- 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，9 月 2 日的价格调整远远不到位，国内成品油价格可能获得一个稳定期。我们认为如果 10 月 1 日之后原油价格继续维持在 65 美元附近，10 月中下旬下调成品油价格的概率比较大。
- 美国的天然气价格出现今年以来最强烈的反弹信号。上周末，纽约天然气现货单周上涨 12%，达到 3.8 美元/百万热值单位。国内天然气井口价上调的时间窗口已经打开。4 年多未提价的气头氮肥用气可能首当其冲成为提价对象。由于天然气提价、资源税改革与原油特别收益金起征点上调三项政策任何一项都对行业有重大影响，我们判断这些政策会基本同时出台。
- 从长远来看，国际板的推出是趋势。对于目前 A 股仅有的 A H 股大幅溢价的石油股来说，远期估值存在压力。从估值来看，中国石化在板块中最有吸引力。从不受油价影响的角度考虑，海油工程最有吸引力。

细分行业评级

石油和天然气开采业	增持
炼焦业	中性
原油加工业	中性

重点公司股价走势



相关报告

- 成品油提价力证新机制运行无恙
(09.09.02)
- 油价稳定在 70 美元有利于行业业绩兑现
(09.08.19)
- 投资者期待中报超预期兑现和油价稳定
(09.07.29)

目录

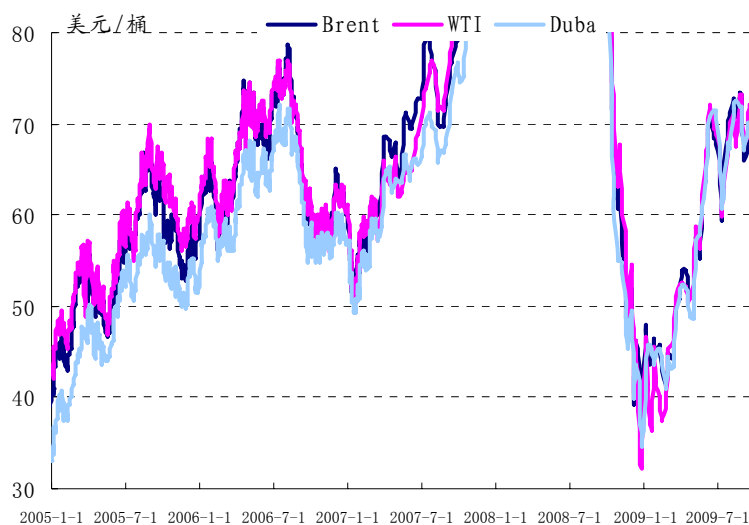
目录	2
1. 原油价格预测	3
1.1. 原油价格走到一个相对均衡位置	3
1.2. 原油与美元汇率维持高度相关	3
2. 国内成品油市场观察	4
2.1. 国内外价格走势	4
2.2. 国内需求稳步回升	6
2.3. 成品油定价新机制在强化中	6
3. 天然气提价趋势确定	7
3.1. 美国天然气价格显示出见底信号	7
3.2. 资源税改革、特别收益金政策调整将与天然气提价同步实施	8
4. 化工市场不温不火	8
5. 估值	9
5.1. A H股溢价	9
5.2. Bloomberg 一致预期	9
5.3. 上交所国际板推出不利于目前 A 股石油公司的估值	10
6. 重点公司	10
6.1. 中国石油 (601857) ——增持	10
6.2. 中国石化 (600028) ——增持	10
6.3. 海油工程 (600583) ——增持	11
6.4. 中海油服 (601808) ——中性	11
6.5. 广汇股份 (600256) ——中性	12

1. 原油价格预测

1.1. 原油价格走到一个相对均衡位置

从图 1 来看，国际原油价格在自 2009 年一月份见底以来，基本保持升势。自六月份以来，原油价格开始振荡，但维持在 70 美元附近。这个价格对于 OPEC 组织里面最大的成员国沙特而言是相当满意的，对于主要的原油进口国美国、中国、日本而言，也在可以接受的范围内。我们认为这个价格是一个相对均衡的价格。

图 1：国际原油价格走势

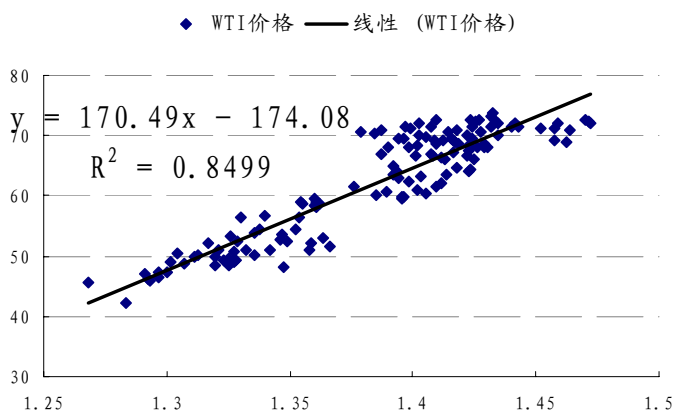


数据来源：Bloomberg 国泰君安

1.2. 原油与美元汇率维持高度相关

由图 2 可见，WTI 期货价格继续与美元汇率保持高度相关。3 月 10 日至 9 月 18 日的近 200 天时间里面，两者的相关系数达到 0.85。

图 2 WTI 期货价格与欧元兑美元汇率的关联（2009.3.10~2009.9.18）



数据来源：国泰君安证券

判断美元汇率走势虽然不是石油研究员的专业，却成为研究工作不可或缺的一项内容。美国财政部国际资本流动报告显示，今年7月中国增持美国国债241亿美元。同时，日本、英国分别增产美国国债127亿元和60亿元。勒比海地区也小幅增持35亿美元。石油输出国和巴西、俄罗斯延续减持趋势。中国政府的增持能够减缓美元的跌势。

从9月20日以来的数据分析，美元汇率基本未跌，原油价格从72回落到66左右，是否再次出现两者短期脱钩的情景，我们将密切跟踪。

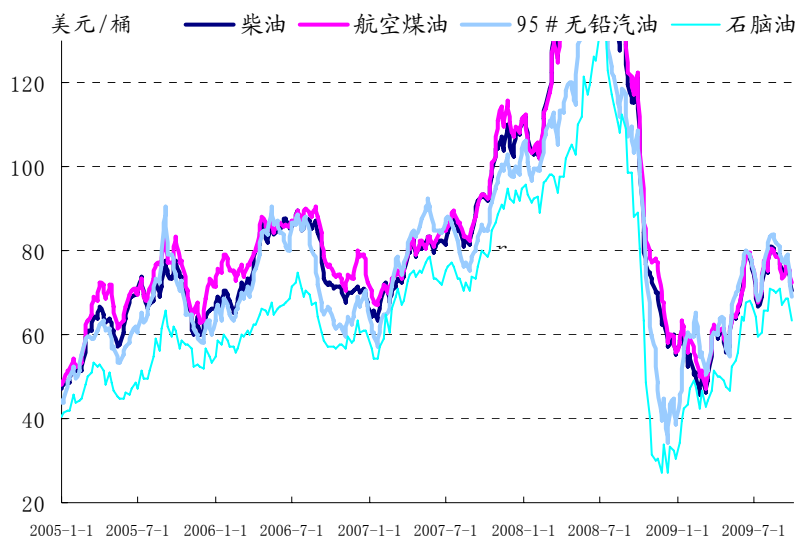
我们认为四季度美元继续大幅下跌的可能性较小，也没有大幅上涨的可能性。以此为基础，我们判断四季度前两个月原油价格能够维持65美元上方。到12月中下旬，随着圣诞节来临，投机资金休息，原油价格有小幅回落的要求。我们对2009年全年均价的判断维持布伦特现货价格59到60美元的假设。

2. 国内成品油市场观察

2.1. 国内外价格走势

由图3可见，新加坡成品油价格在70美元附近建立了新的均衡。柴油和航空煤油的走势比较弱，显示出亚太经济没有走出低谷。

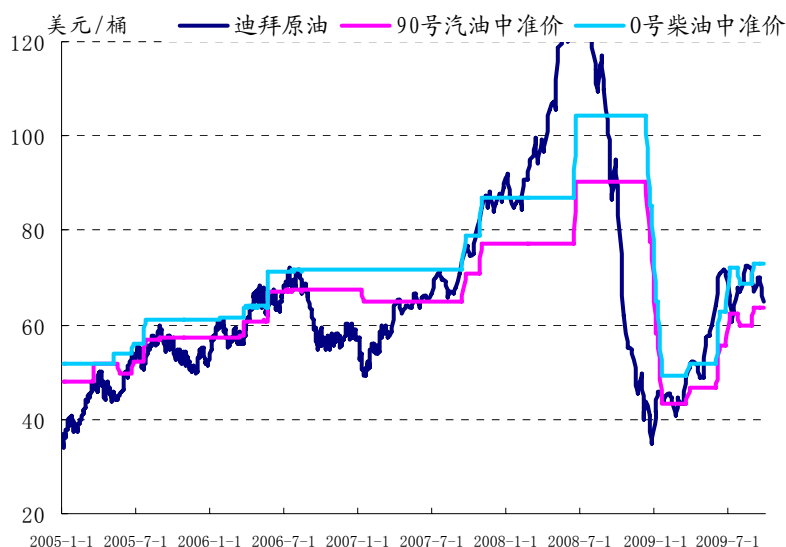
图3：新加坡成品油价格



数据来源：Bloomberg 国泰君安

国内成品油价格难得的获得一个平稳期。由于国庆维稳深入人心，加上原油价格波幅收窄，直到上周原油价格大幅下跌，市场才首次出现成品油降价的预期。

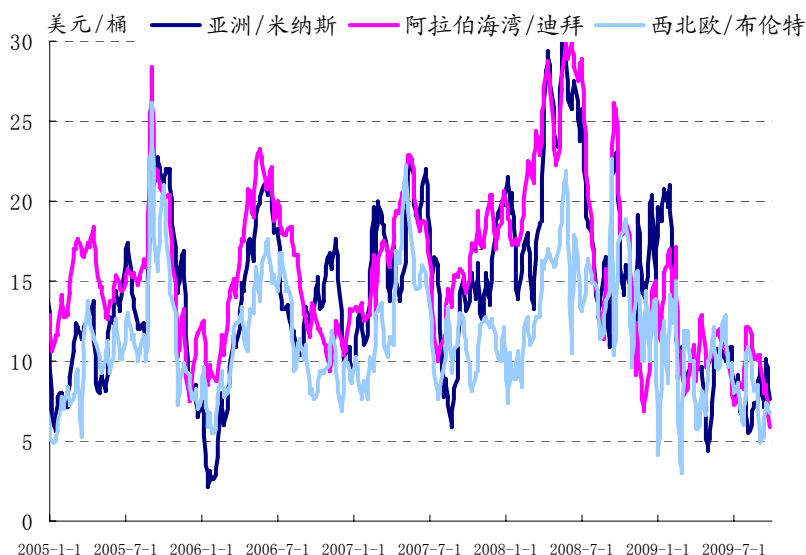
图 4: 国内成品油价格



数据来源: Bloomberg 国泰君安

今年 8 月, 新疆独山子千万吨级炼厂点火。计划中的新增产能开始投放。中石化的炼油毛利在 7、8 月份迅速收窄, 随着 9 月 2 日成品油价格上调有所恢复。总体来看, 炼油业务三季度环比将略有下降。与国际炼油毛利相比, 如图 5 所见, 国际炼油毛利继续处于低迷水平, 今年以来一直维持在略高于 5 美元的周期低点。

图 5: 全球炼油毛利低位徘徊



数据来源: Bloomberg 国泰君安

321 炼油价差目前依然处于略高于 5 美元的周期低点

亚洲 10 月柴油裂解价差周三升至每桶 7.00 美元上方, 此前已连续四天盘旋于这一水准下方。市场人气改善, 因交易商预计冬季柴油需求将增加。卖方继续将船货输往欧洲, 并囤货于海上, 寄望趁买兴旺盛时谋取获利。但部分交易商称, 仅靠冬季需求料不会消化所有货船供应。预计 8 月末止此类供应约在 6,000 至 6,500 万桶。

他们还担心中国柴油出口可能保持高位，因为中国新的炼油产能增速快于国内消费增速。数据显示，中国 8 月出口近 40 万吨柴油，略低于 7 月水准，但今年前八个月总出口量跳增至 297 万吨。中国产能富足，这可能会使其柴油出口居高不下，但航煤进口下降。官方数据还显示，中国 8 月进口煤油近 49.6 万吨航煤，较上年同期锐减 21.7%。

2.2. 国内需求稳步回升

我国的原油进口数据一直是判断国内需求的重要标准。7、8 月份国内原油进口都处于历史新高，根据路透社的报道，市场普遍认为 9 月份原油进口量不太可能出现明显上升。

我国将 8 月份汽油出口量大幅提高至 2007 年年中以来的第二高水平，以便利用亚洲夏季驾车出行高峰季节缩减国内库存。由于日本和韩国的夏季驾车出行高峰季节可以持续到 10 月底，因此中国汽油的区域性需求仍将存在。中国海关总署月度数据显示，中国 8 月份出口汽油 518551 吨，较 7 月份增长 74%，较上年同期增长 248%；中国 8 月份出口柴油 395140 吨，较 7 月份小幅下降，但较去年 8 月份北京奥运会举办期间的出口量飙升逾 1,800%。

受供应过剩和需求疲软的双重影响，柴油在亚洲市场的人气依然低迷，因此中国柴油产品的区域性需求不太可能在接下来的几个月内显著增长。伴随着部分海域禁渔令的解除和工业生产活动的扩张，8 月份国内柴油销量似乎已经有所回升。中国石油和化学工业协会的数据表明：中国 8 月份柴油销量为 1194 万吨，较上年同期增长 0.9%，较 7 月份增长 9%；同期汽油销量为 589 万吨，较上年同期增长 6%，较 7 月份增长 7%。预计中国 9 月份炼油量将较 8 月份略有提高。8 月份汽油与柴油进口量分别为 13 吨和 178152 吨，仍处于较低水平，并可能在今年的剩余时间里继续维持在低位。市场已经在猜测中国是否已经成为柴油净出口国。

2.3. 成品油定价新机制在强化中

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 1 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，9 月 2 日的价格调整远远不到位，因此，10 月份成品油价格可能维持不变。我们坚定认为成品油定价新机制逐渐在强化，投资者没必要对于提价日期的延后耿耿于怀。

表 1：成品油调价基础测试

成品油降价的迹象开始出现，10月中下旬将是重要的时间节点

	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%
2009-5-31	56.40	30.50%
2009-6-29	67.49	19.67%
2009-7-28	64.05	-5.10%
2009-9-1	71.97	12.36%
2009-9-25	68.13	-5.34%

数据来源：国泰君安证券

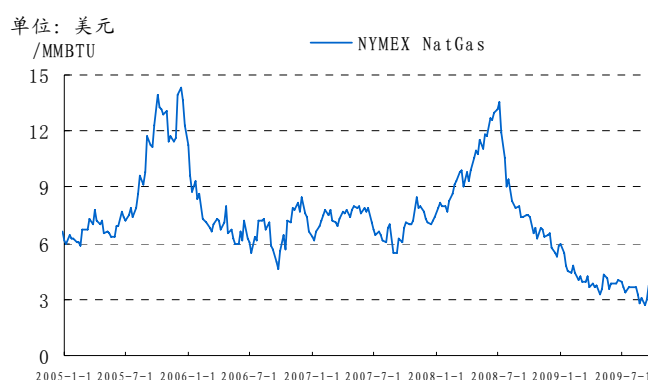
中国海关总署的统计快报显示，中国8月份进口原油1,847万吨，相当于日进口原油437万桶，进口均价在65.16美元。在这样的原油成本下，国内成品油最高限价下调空间很小。因此，国内成品油价格可能获得一个稳定期。我们认为如果10.1之后原油价格继续维持在65美元附近，10月中下旬下调成品油价格的概率比较大。

3. 天然气提价趋势确定

3.1. 美国天然气价格显示出见底信号

如图6所见，美国的天然气价格出现今年以来最强烈的反弹信号。上周末，纽约天然气现货单周上涨12%，达到3.8美元/百万热值单位。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6：纽约天然气期货价格



数据来源：Bloomberg 国泰君安

我们认为天然气即将提价理由之一是川气东送天然气出厂价格以基准价格上浮10%执行。2009年7月份，四川省政府表示，中石化四川普光天然气田的天然气出厂价定为每立方米人民币1.28元。此次按照国家发改委相关上下浮动10%的政策，普光气田的出厂价已经达到1.408元/立方米。

理由之二在于9月21日，国家主席胡锦涛在纽约会见土库曼斯坦总统别尔德穆哈梅多夫时强调实施好天然气管道项目。他表示“中土天然气管道是惠及两国乃至本地区各国的重大经济项目，中方愿意同土方一道努力，确保管道如期建成通气。”进口气价倒逼国内气价上调即将成为现实。

以上迹象表明，国内天然气井口价上调的时间窗口已经打开。4年多未提价的气头氮肥用气可能首当其冲成为提价对象。

3.2. 资源税改革、特别收益金政策调整将与天然气提价同步实施

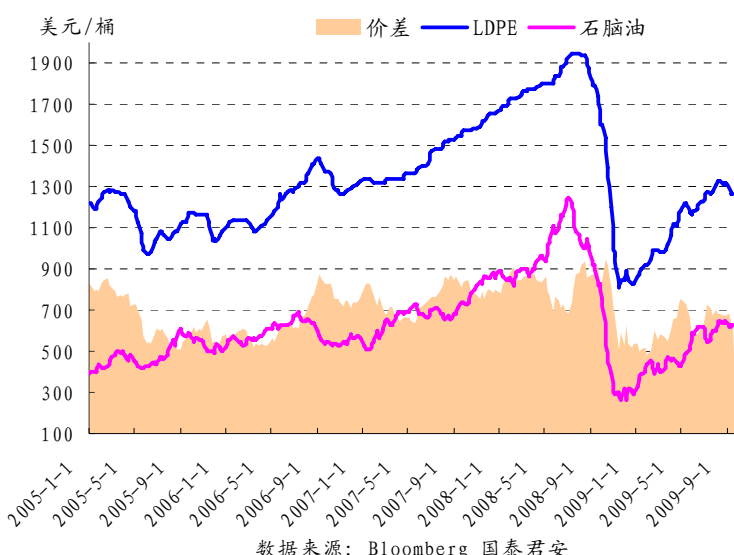
酝酿两年多的资源税改革始终投资者担心的一个政策风险。我们判断国庆节后，实施资源税从价改革的可能性比较大。按照预测的5%从价税率和2009年60美元的原油均价测算，中国石化减少税前利润60亿元，中国石油减少税前利润150亿元。

做为对这项政策的对冲，原油特别收益金的起征点有可能上移，从而使石油公司的税收不至于上升太多。由于天然气提价、资源税改革与原油特别收益金起征点上调三项政策任何一项都对行业有重大影响，我们判断这些政策会基本同时出台。

4. 化工市场不温不火

从图7反映的LDPE-石脑油价差来看，国内乙烯产业目前的盈利能力还不错。中东低价乙烯的冲击目前尚未出现。

图7：LDPE-石脑油价差



2009年8月国内PP总产量为69.69万吨，同比去年同期（63.31）增长10.1%，环比7月（68.93）增加1.1%。2009年1-8月累计PP产量524.31万吨，同比去年同期（498.06）增长5.27%。

5. 估值

5.1. 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 8 所示的 AH 股溢价走势来看，目前的指数处于历史的中位线偏下方的位置。近期，H 股石油股的表现略优于 A 股，H 股的上涨缩减了 AH 股溢价。

图 8: 2006 年以来 AH 溢价



数据来源：国泰君安证券

5.2. Bloomberg 一致预期

表 2: 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	543.5	36.37	39.79	57.47	14.94	13.66	9.46	1.74
Shell	19.76	1.45	1.71	2.24	13.67	11.56	8.80	1.33
Exxon	69.49	5.90	3.91	5.87	11.78	17.76	11.84	3.13
Total	41.615	3.00	3.57	4.63	13.87	11.64	8.98	1.81
Chevron	71.63	7.63	4.33	7.36	9.39	16.54	9.73	1.63
Conocophillips	46.33	6.26	3.48	5.64	7.40	13.31	8.22	1.17
中石油	13.57	0.61	0.64	0.79	22.38	21.24	17.24	3.05
中石化	12	0.63	0.71	0.82	19.14	16.85	14.71	2.95
中石油(H)	9.16	0.69	0.69	0.83	13.23	13.27	10.99	1.82
中石化(H)	6.8	0.72	0.75	0.83	9.49	9.02	8.24	1.47
中海油(H)	10.76	0.75	0.70	0.95	14.36	15.39	11.34	2.57

注：股价采用 2009-9-15 收盘价

数据来源：国泰君安证券

表 2 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，不论看市盈率还是市净率，中石化的估值优势明显；中石

半年来 bloomberg 一致预期逐渐靠近我们 3 月份的盈利预测

油、中海油的港股也没有估值劣势；对比 Exxon，中石化、中石油、中海油的估值优势更明显。

表 3: 我们的预测与 bloomberg 一致预期的差异

	09EPS	10EPS
中石油	0.02	0
中石化	0.04	0.03

数据来源：国泰君安证券

如表 3 所见，半年来 bloomberg 一致预期逐渐靠近我们 3 月份的盈利预测。

5.3. 上交所国际板推出不利于目前 A 股石油公司的估值

关于汇丰控股到上交所上市的消息流传已久。尽管上交所的国际板上市细则可能要延期才能推出，从长远来看，国际板的推出是趋势。对于目前 A 股仅有的 A H 股大幅溢价的石油股来说，远期估值存在压力。

6. 重点公司

6.1. 中国石油（601857）——增持

根据《大庆油田可持续发展纲要》，到 2020 年大庆油田的天然气产量将达到 80 亿-100 亿立方米，而 2008 年该油田的产气量为 28 亿立方米，2009 年上半年为 15 亿立方米。大庆油田目前预测天然气地质储量 1 万亿立方米以上，成为继塔里木盆地、柴达木盆地、陕甘宁盆地和川渝盆地之后中国内陆第五大气田。中石油计划到 2020 年将大庆油田的油气当量保持在 4,000 万吨以上，其中天然气产量占油气总量的 20%-15%。2020 年大庆油田的天然气产量将达到 80 亿-100 亿立方米，油气当量保持在 4,000 万吨以上。

兰郑长成品油管线贯通。这个从甘肃兰州到湖南长沙的成品油管道项目包括一条主管线和 16 条支管线，合计长度超过 3000 公里。每年的成品油运输能力为 1500 万吨。这个管线项目中最大的油库位于湖北武汉，设计存储能力为 29.5 万立方米，或 186 万桶，目前已经开始投用。这条管线有利于公司的销售板块继续降低成本，增加效益。

控股股东中国石油天然气集团 A 股增持计划已完成。中石油集团在一年时间内共增持 2 亿 4252 万股 A 股，约占总股本的 0.13%。公司是天然气提价的最大受益者，目前处于业绩环比回升的过程中，估值可以相对高估。我们预测公司 2009、2010 年 EPS 为 0.66、0.80 元，维持 17 元目标价和增持评级。

公司的主要风险在于原油特别收益金的起征点上移不能对冲资源税改革的影响，从而削弱了预期中的天然气提价利好。

6.2. 中国石化（600028）——增持

中国石化是目前市场中除部分银行股之外估值最低的品种。我们预测公司 2009、2010 年 EPS 为 0.75、0.85 元，按照 2010 年 18 倍市盈率估值，对应 15.3 元目标价，目前的股价仍然有安全边际，维持增持评级。

公司的主要风险在于发改委不完全执行成品油定价新机制。在 80 美元上方的原油价格下，公司的炼油毛利得不到保证。

6.3. 海油工程（600583）——增持

9 月 9 日，由海洋石油工程股份有限公司承建的集上部模块设计、建造、安装、连接、调试为一体的必和必拓—阿帕奇海上浮式生产储卸油轮命名为 PYRENEES VENTURE 号。它的建造交付，标志着海油工程乃至中国已可以自主建造世界级标准的超大型海上浮式生产储卸油轮。

PYRENEES VENTURE 号海洋石油工程是为澳大利亚 PYRENEES 油田建造的海上浮式生产储卸油轮。油轮长 274.29 米、宽 48 米，作业水深 200 米，日处理原油 9.6 万桶、天然气 6 千万立方英尺。

2008 年公司实现 7.9 亿元净利润，对于 2009 年三季报我们认为过于乐观。2009 年中报同比增速接近 50%，我们担心三季报的同比增速可能继续下降。但我们不改变对于 2009、2010 两年的业绩预测，维持 0.54、0.75 元。按照 2010 年 20 倍的市盈率估值，维持 15 元的目标价和增持评级。在目前部分投资者转向防御的心态下，海油工程远期收益比较可观。

6.4. 中海油服（601808）——中性

图 9：费城油服指数走势



数据来源：国泰君安证券

从图 9 可见，费城油服指数近期没有大的波动，显示出国际油服公司景气度回升有限。中海油服的钻井、船舶、物探业务仍然处在下降通道中，资产负债表没有

明显改善，在建工程的减值测试尚未结束。因此，我们建议投资者等到 2010 年海油有限资本支出计划公布后再判断中海油服的投资价值。

6.5. 广汇股份（600256）——中性

哈萨克斯坦矿产资源部已经批准广汇股份收购 TBM 公司 49% 股权。接下去，哈国的反垄断委员会和环保部审核通过的概率比较大。由于这一利好兑现，维持公司高估值的利好因素减弱，公司高估值的压力凸显。我们维持 17.2 元的目标价，下调评级到“中性”。

重点公司盈利预测

公司	代码	股价	PB	EPS (元)			PE (x)			评级
		2009-9-23		2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	
中国石化	600028	11.33	2.8	0.34	0.75	0.85	33	15	13	增持
中国石油	601857	12.99	2.9	0.62	0.66	0.80	21	20	16	增持
海油工程	600583	11.02	4.3	0.37	0.54	0.75	38	26	19	增持
中海油服	601808	14.30	3.2	0.69	0.52	0.70	28	37	28	中性
广汇股份	600256	17.01	5.4	0.50	0.50	0.70	34	34	24	中性

数据来源：国泰君安证券

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, 现任国泰君安证券销售交易总部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销售交易总部, 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。

国泰君安证券销售交易总部

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

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com