



1999-2009

国泰君安证券十周年

行 成 于 思 · 专 业 致 远



Providing Diamond Quality Service
Adding To Our Clients' Value

石油行业遇到业绩天花板

杨伟

二零零九年十二月



杨 伟

- 石油石化行业 研究员
- 1997 ~ 2000 浙江大学工学硕士
- 2000 ~ 2005 中石化上海石化研究院
- 2005 ~ 2007 华夏证券、中信建投证券
- 2007 ~ 至今 国泰君安证券
- Tel: 021-38676319





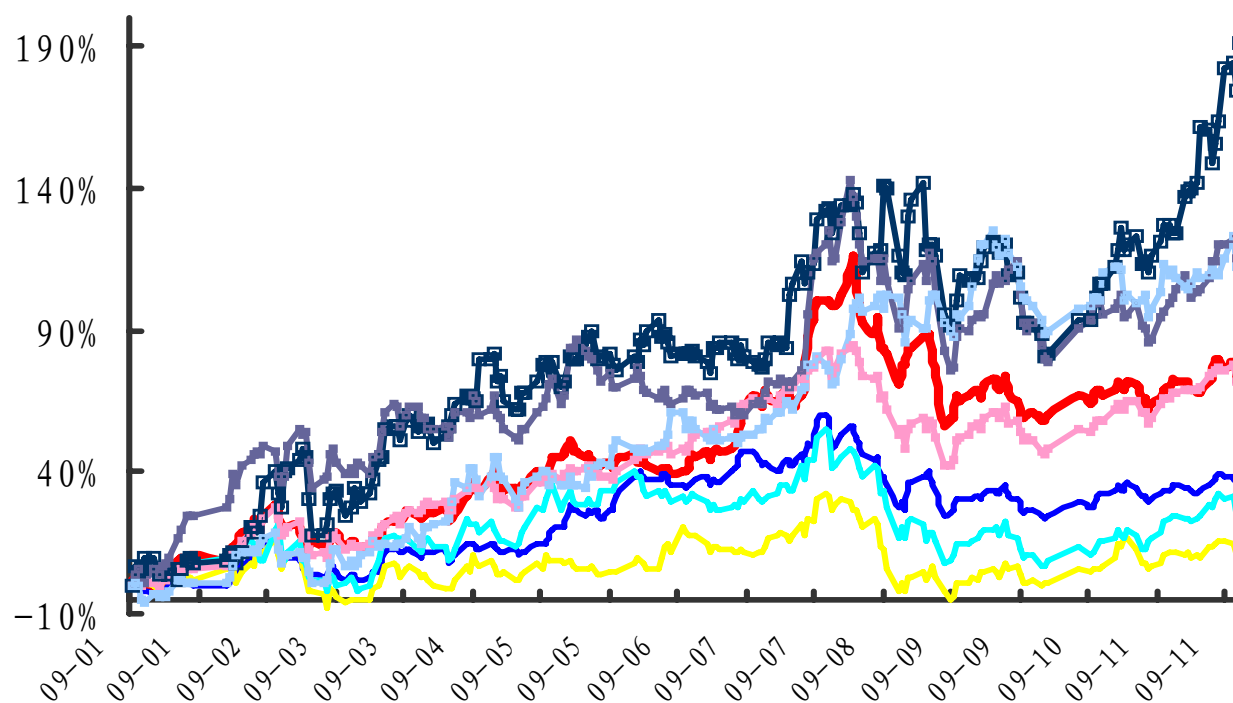
2010行业增长20%，低于大盘

- 油价：即使美元走强，我们还是看涨，预计2010年brent现货均价70美元
- 机会与风险：政策（气价、资源税税率）
- 策略：择时
 - 资源重估、发展空间巨大：广汇股份
 - 估值低、资产注入：中国石化
 - 业绩稳定：中国石油
 - 风险收益并存：海油工程



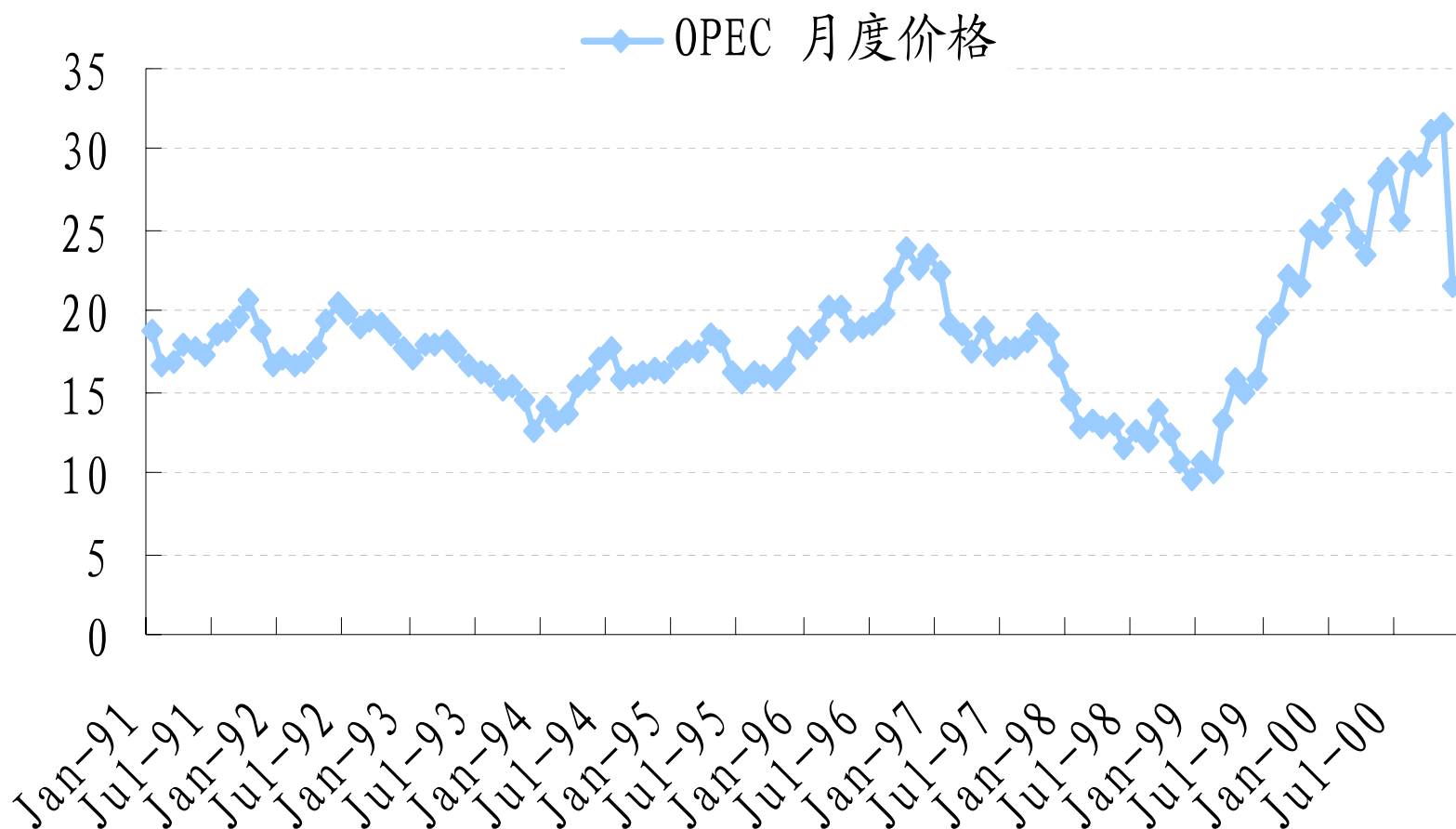
2009年公司股价走势

— 中国石化 — 中国石油 — 海油工程
— 中海油服 — 上证综合指数 — 广汇股份
— 辽通化工 — S上石化





油价有可能走稳定期？





国泰君安证券股份有限公司
GUOTAI JUNAN SECURITIES CO., LTD.

原油涨跌的契机？



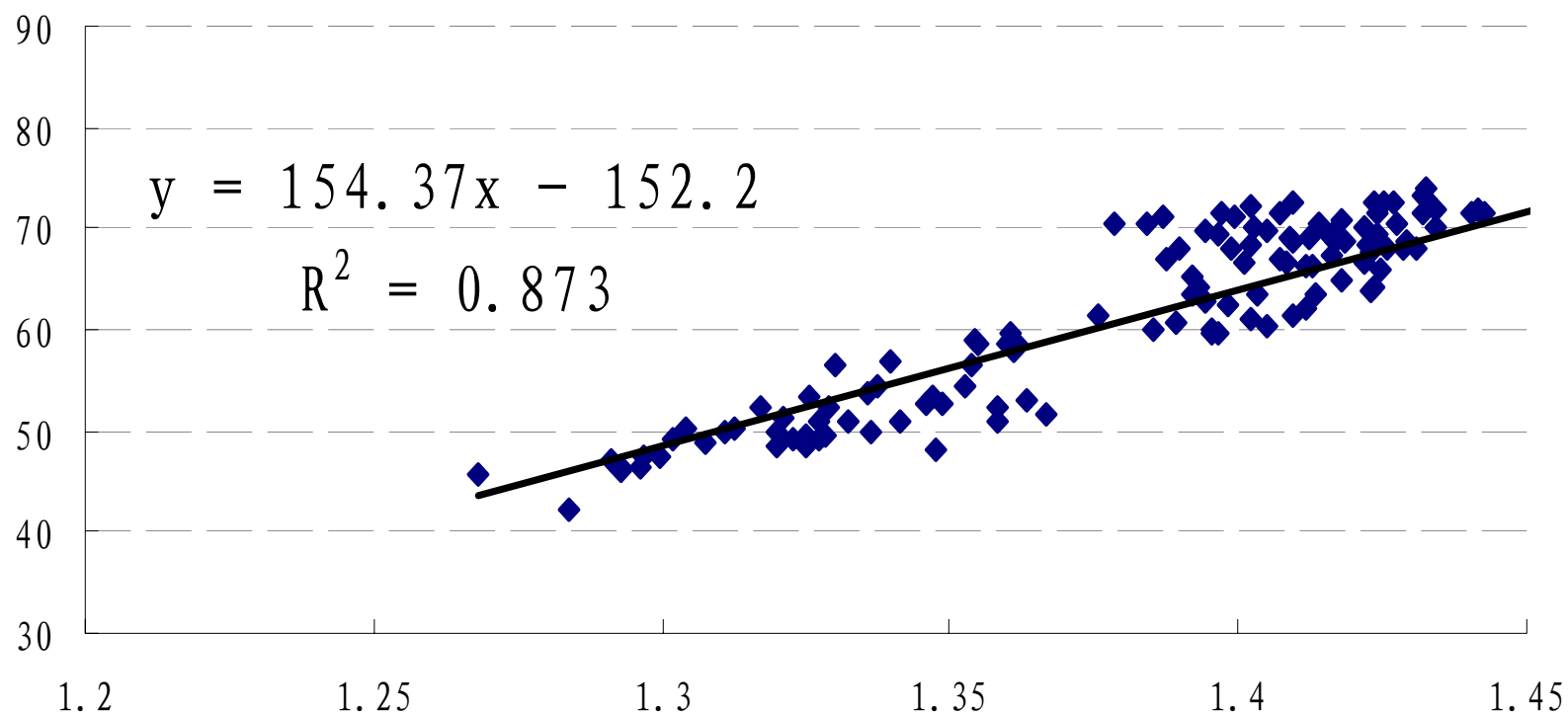
汇率影响

- 不同时期表现不一致
- 汇率有决定性影响？



WTI期货价格与欧元兑美元汇率的关联 (2009.3.10~2009.11.27)

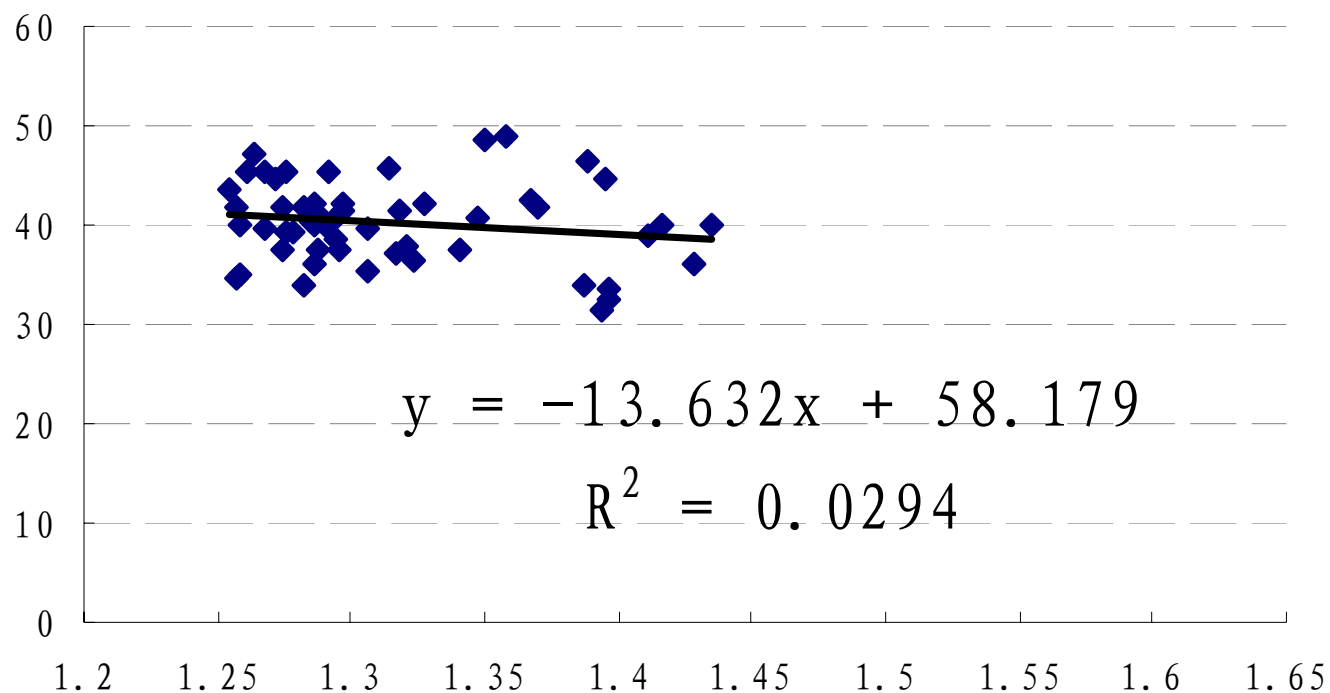
◆ WTI价格 — 线性 (WTI价格)





WTI期货价格与欧元兑美元汇率 的关联（2008.12.17~2009.3.9）

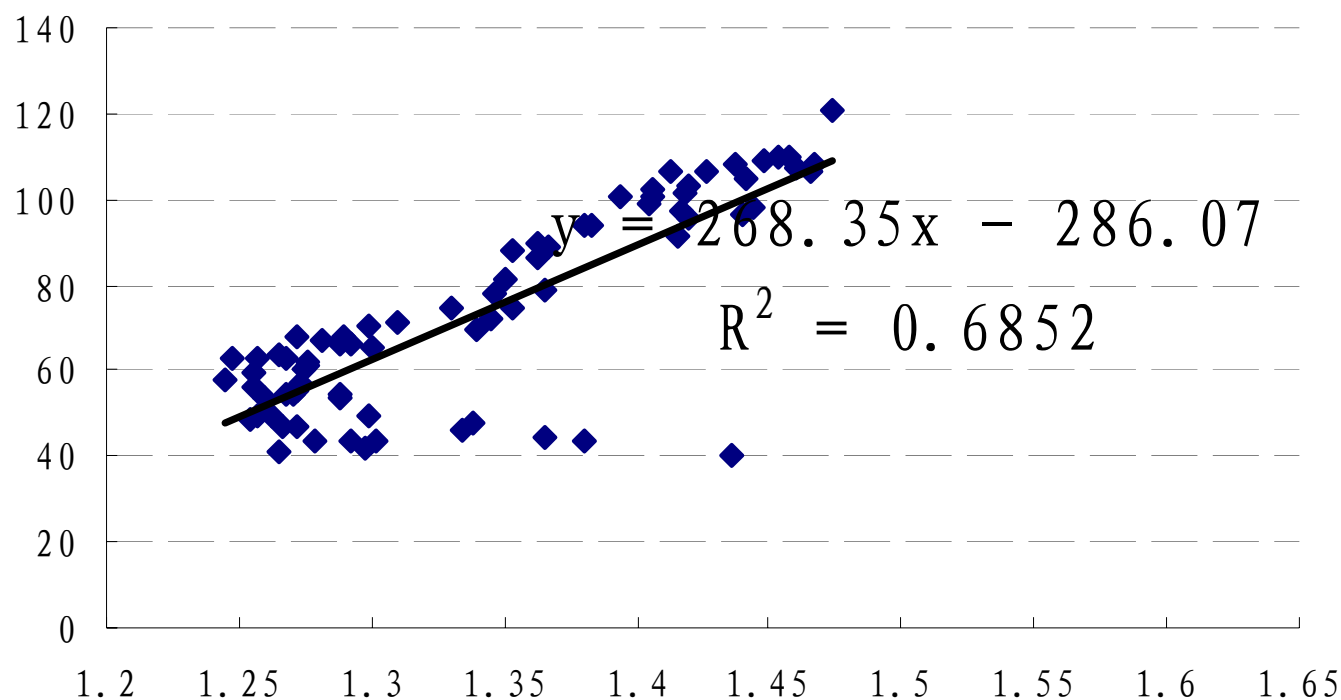
◆ WTI价格 — 线性（WTI价格）





WTI期货价格与欧元兑美元汇率 的关联（2008.9.1~2008.12.17）

◆ WTI价格 — 线性（WTI价格）





从汇率相关性出发

WTI 期价	82.4	77.8	73.2	68.6	63.9	59.3	54.7	50.0	45.4	40.8
汇率	1.52	1.49	1.46	1.43	1.40	1.37	1.34	1.31	1.28	1.25

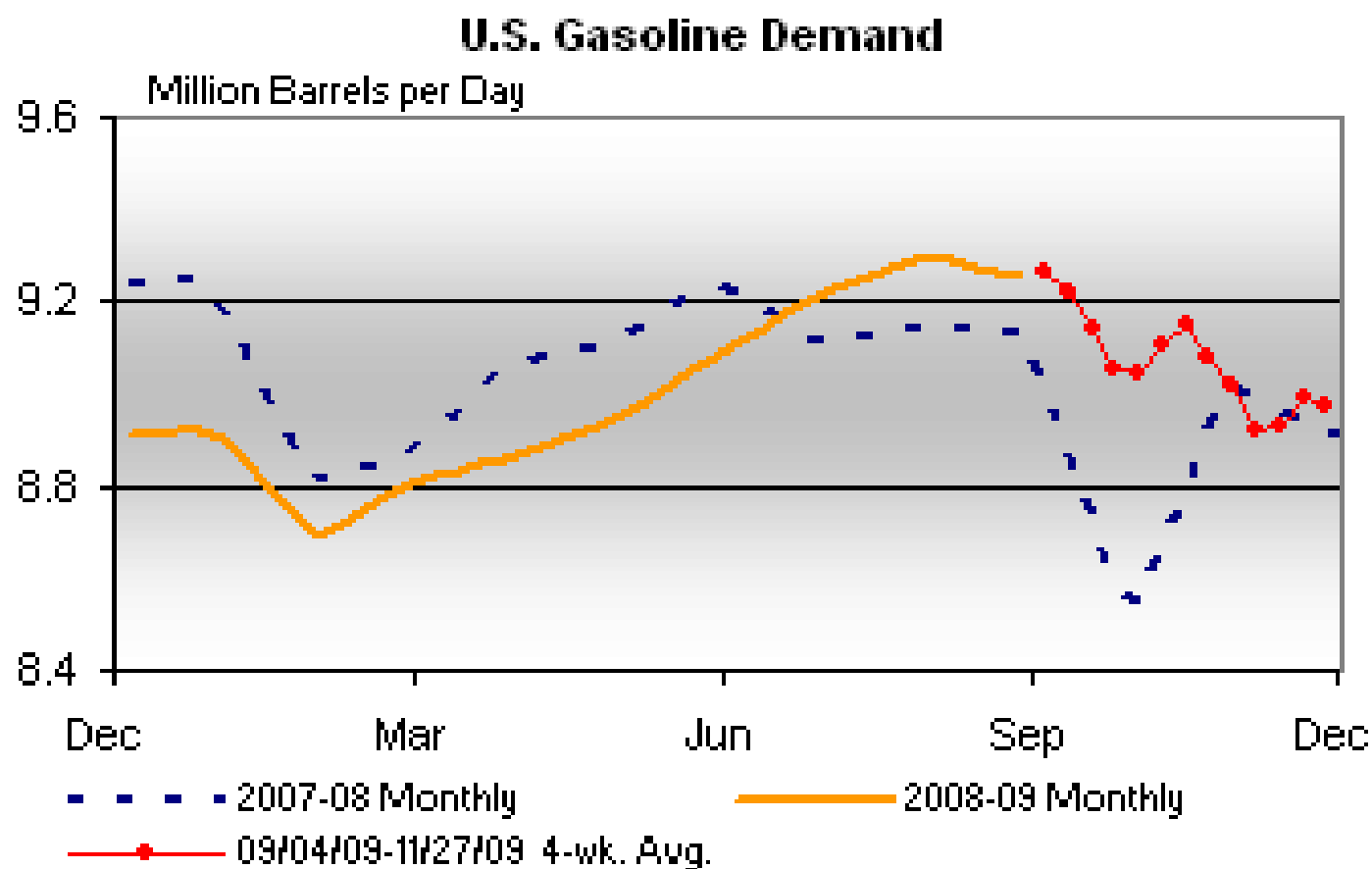


OPEC预测数据

需求	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2009	2010
Oct-09	85.36	84.36	83.69	85.36	86.29	84.24	84.93
Sep-09	85	84.06	83.44	84.86	85.84	84.05	84.56
供给	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2009	2010
Oct-09	51.09	51.3	50.93	50.99	51.61	50.86	51.21
Sep-09	50.93	50.81	51.31	50.93	51.02	51.63	51.22



美国汽油需求基本恢复





结论：我们认为油价温和上涨



关注行业的内生性增长

- 勘探业务控制成本增幅
- 炼油行业增效
- 天然气量价齐升
- 化工业务已经过最低点

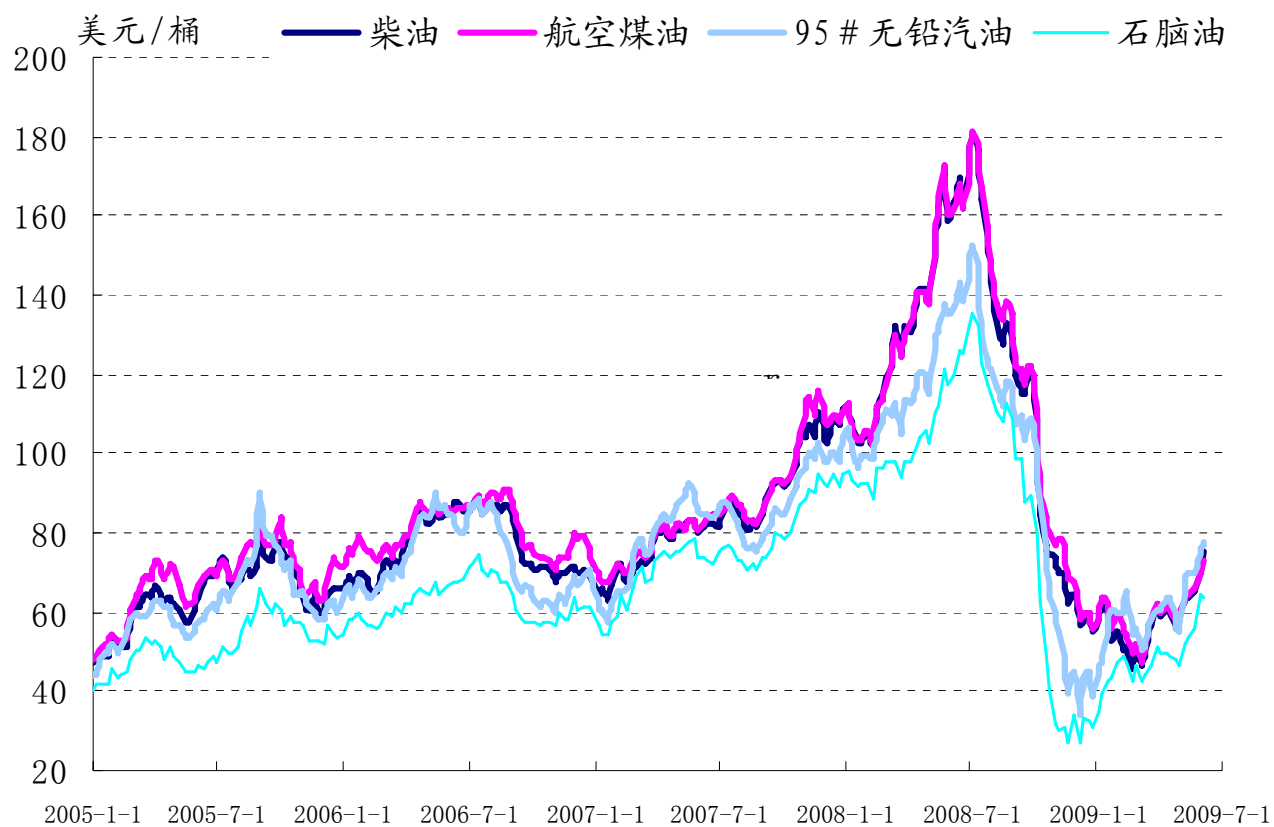


炼油业务不必悲观

- 调价幅度温和
- 结构性调整是主要增长点



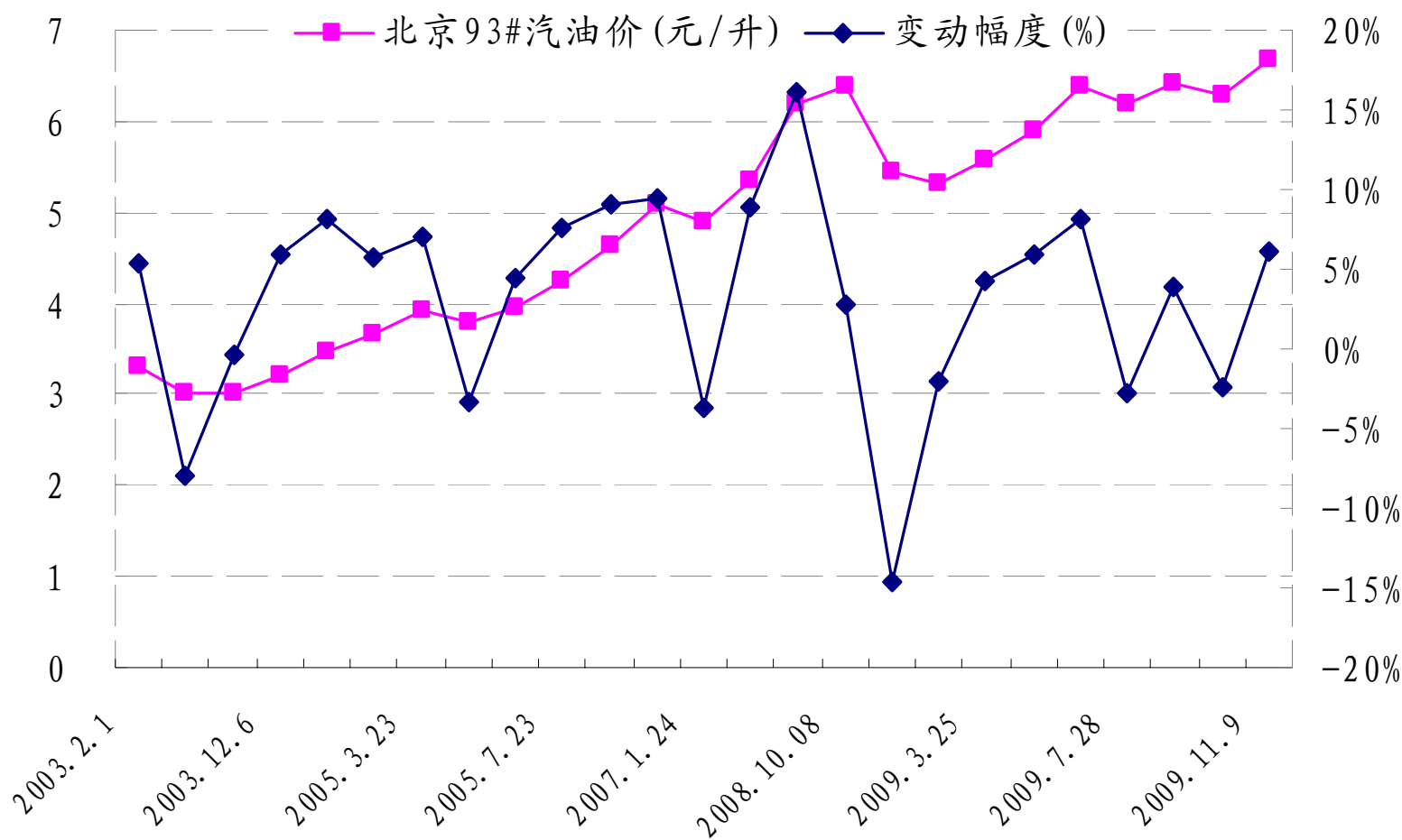
新加坡成品油价格



数据来源: Bloomberg 国泰君安

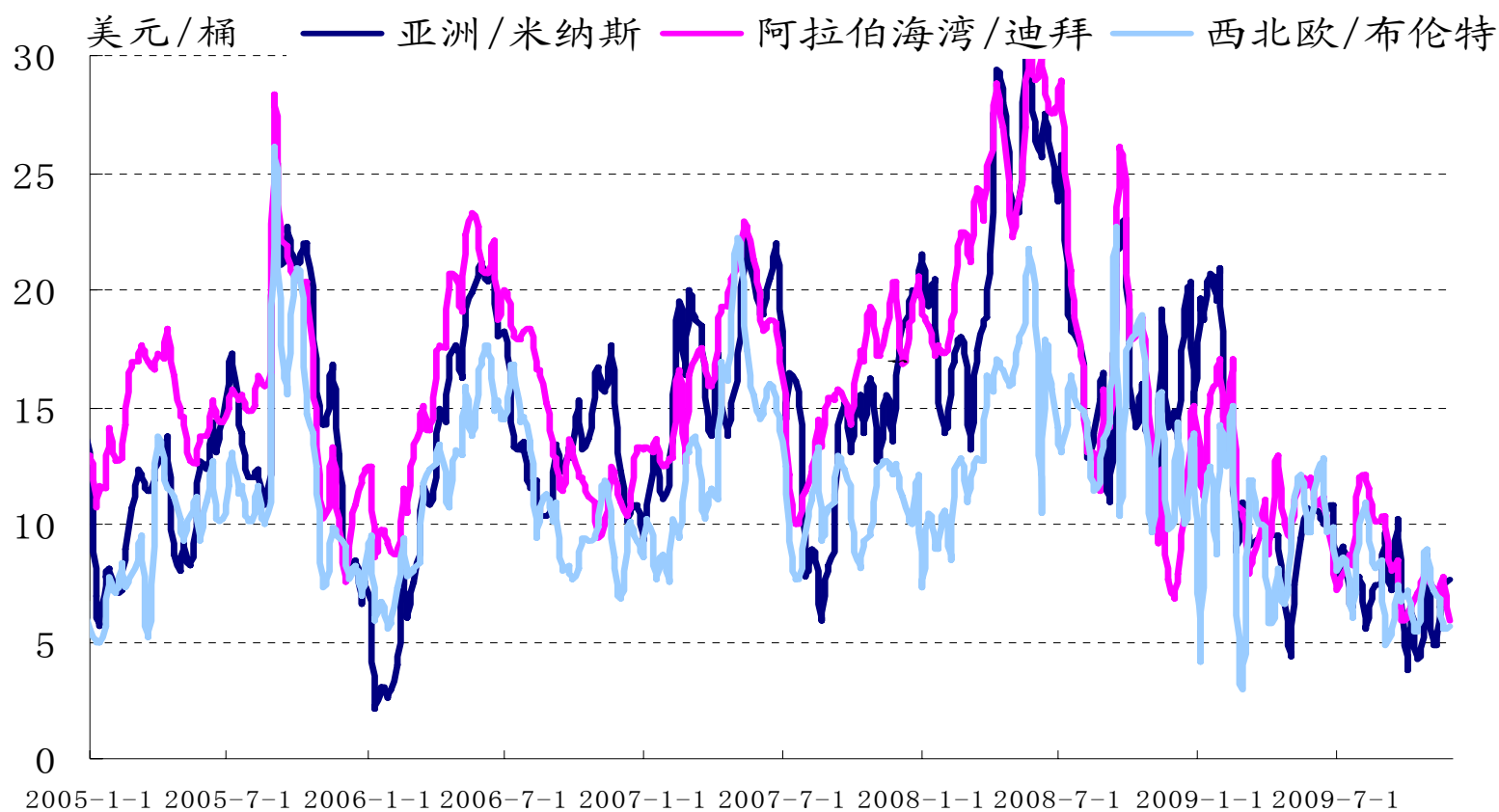


北京93#汽油价格





全球炼油毛利处于下限



数据来源: Bloomberg 国泰君安



汽车消费高速增长对应的燃料需求没有体现

- 走私进口转变为走私出口
- 高油价对消费的抑制作用显现
- 单车单位里程油耗降速加快
- 汽油改**CNG**动力进展迅速
- 北京地区每周限行一天政策



成品油调价基准测试

	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%
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%
2009-9-29	67.56	-6.14%
2009-11-9	75.17	11.27%

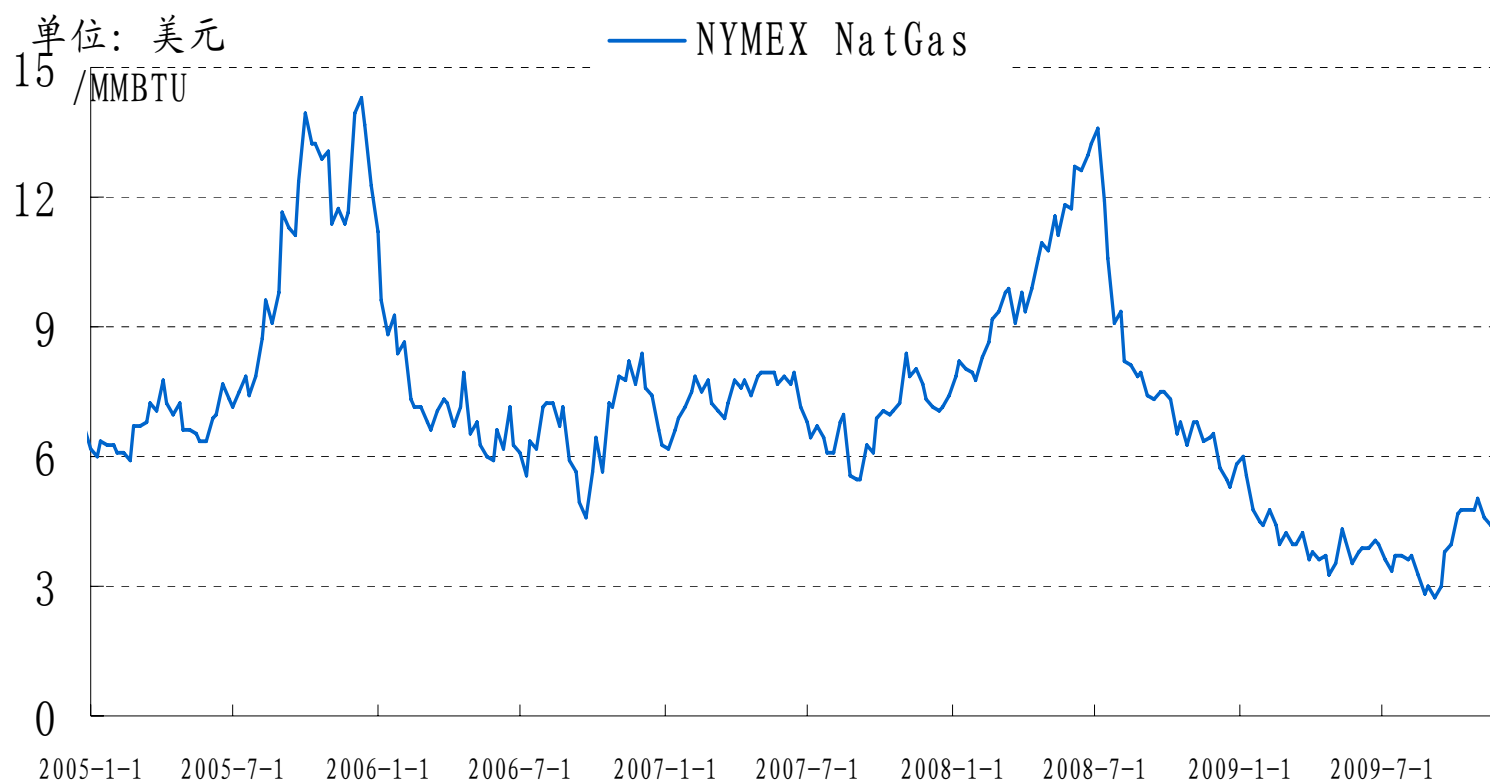


天然气增利与税收利空对冲

- 涨幅是关键
- 从价税率成为控制行业利润总额的杀手锏



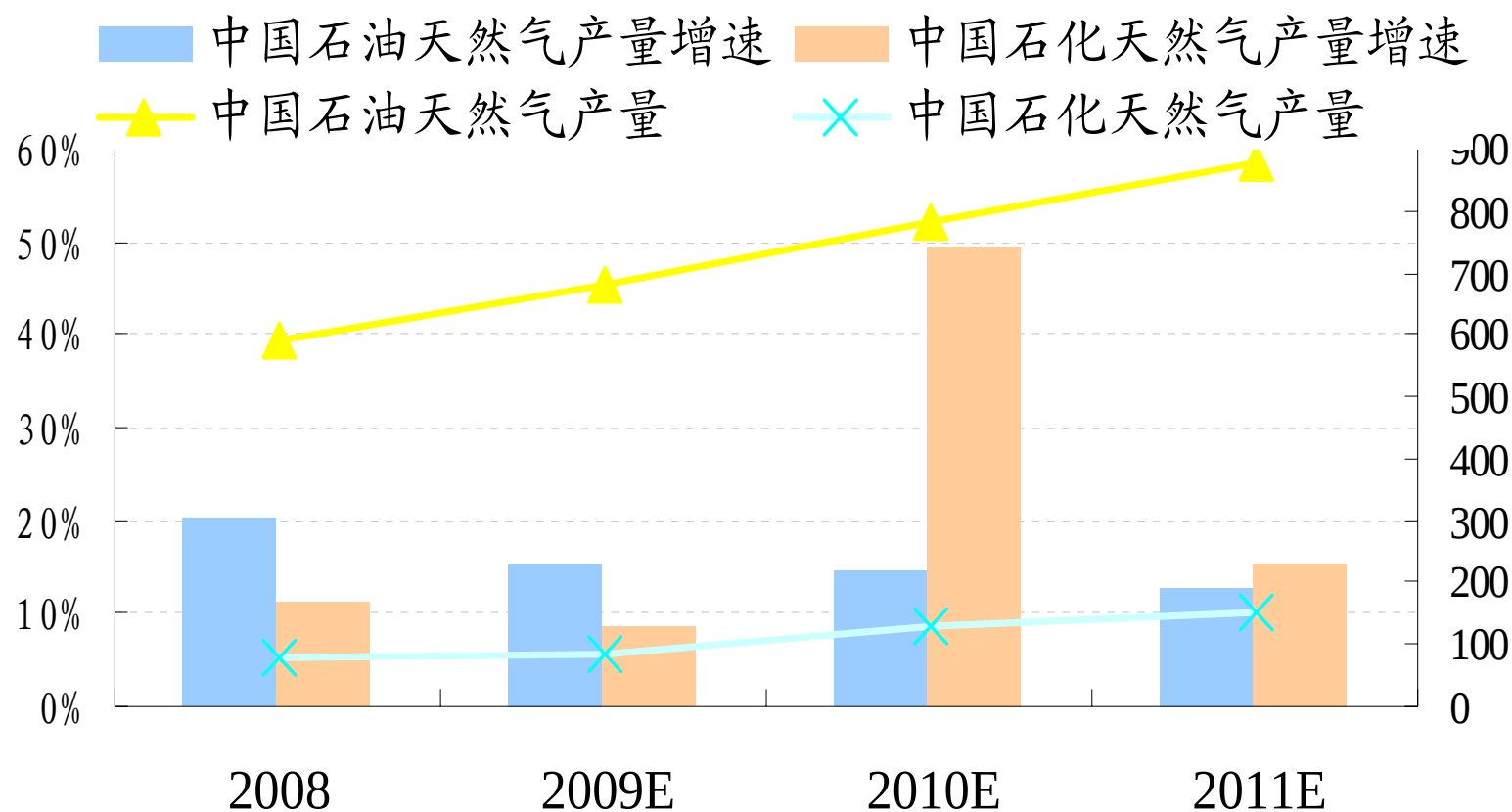
纽约天然气期货价格见底反弹



数据来源：Bloomberg 国泰君安



天然气增产





综合政策结果测算

中国石油	天然气涨幅(元/升)			
资源税从价税率	0.17	0.21	0.25	0.29
3%	21	52	83	114
5%	-54	-23	9	40
10%	-240	-209	-178	-147
中国石化	天然气涨幅(元/升)			
资源税从价税率	0.17	0.21	0.25	0.29
3%	-19	-14	-9	-3
5%	-47	-41	-36	-31
10%	-115	-110	-105	-100

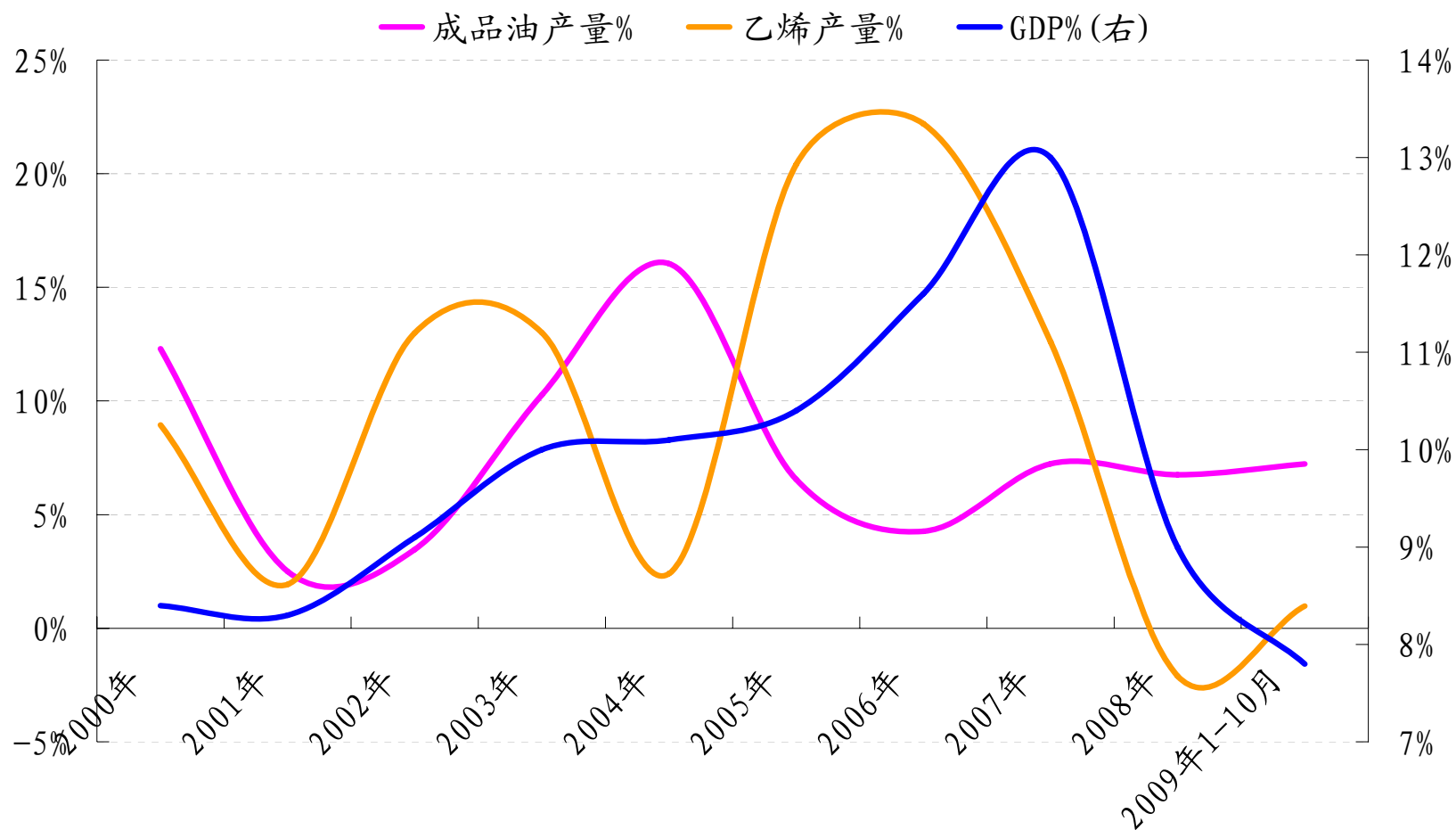


化工业务同经济周期

- 乙烯产量可以作为GDP变化的同步指标
- 国内石油公司销售环节的改进余地很大

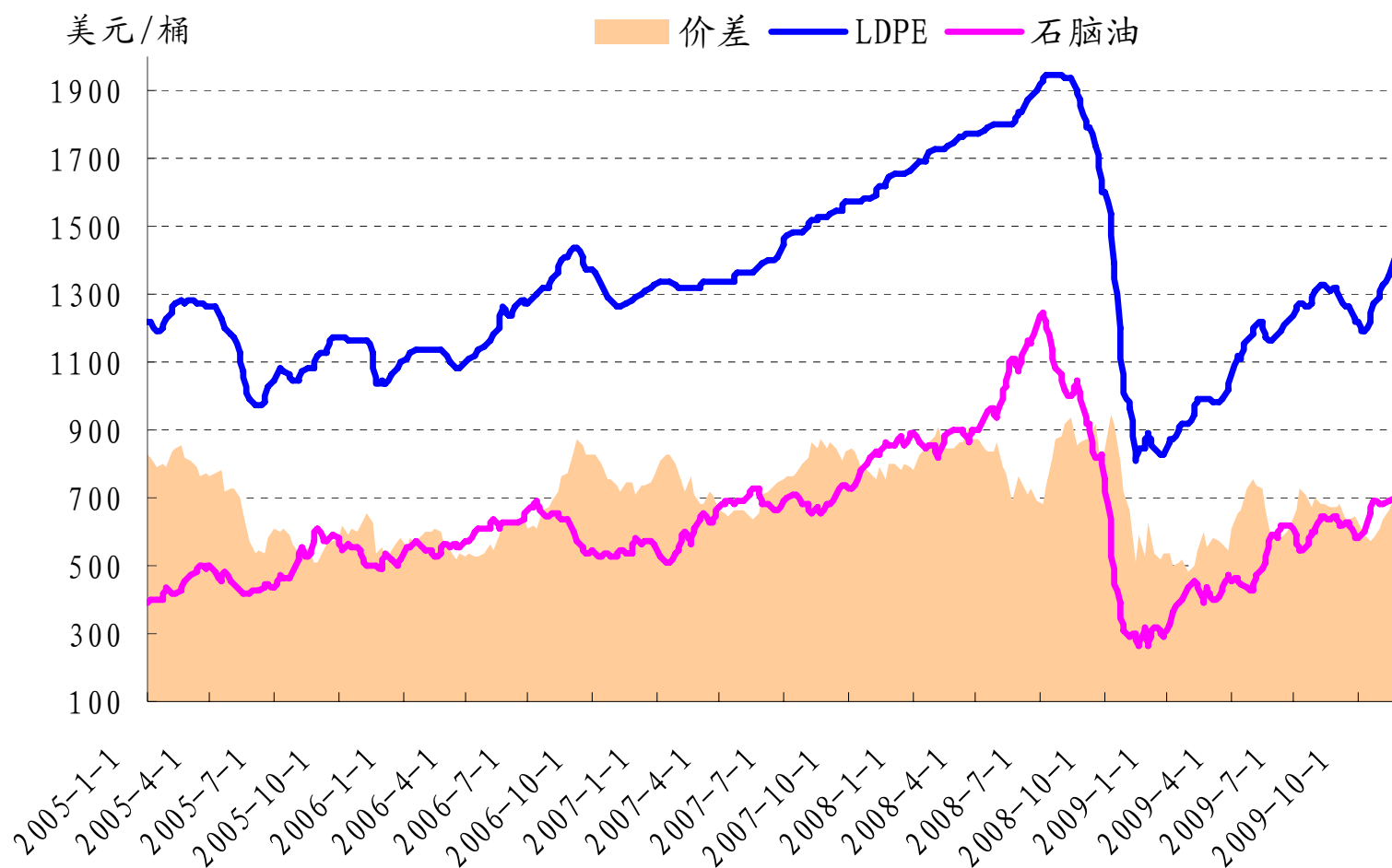


乙烯产量是经济同步指标





LDPE-石脑油价差



数据来源: Bloomberg 国泰君安



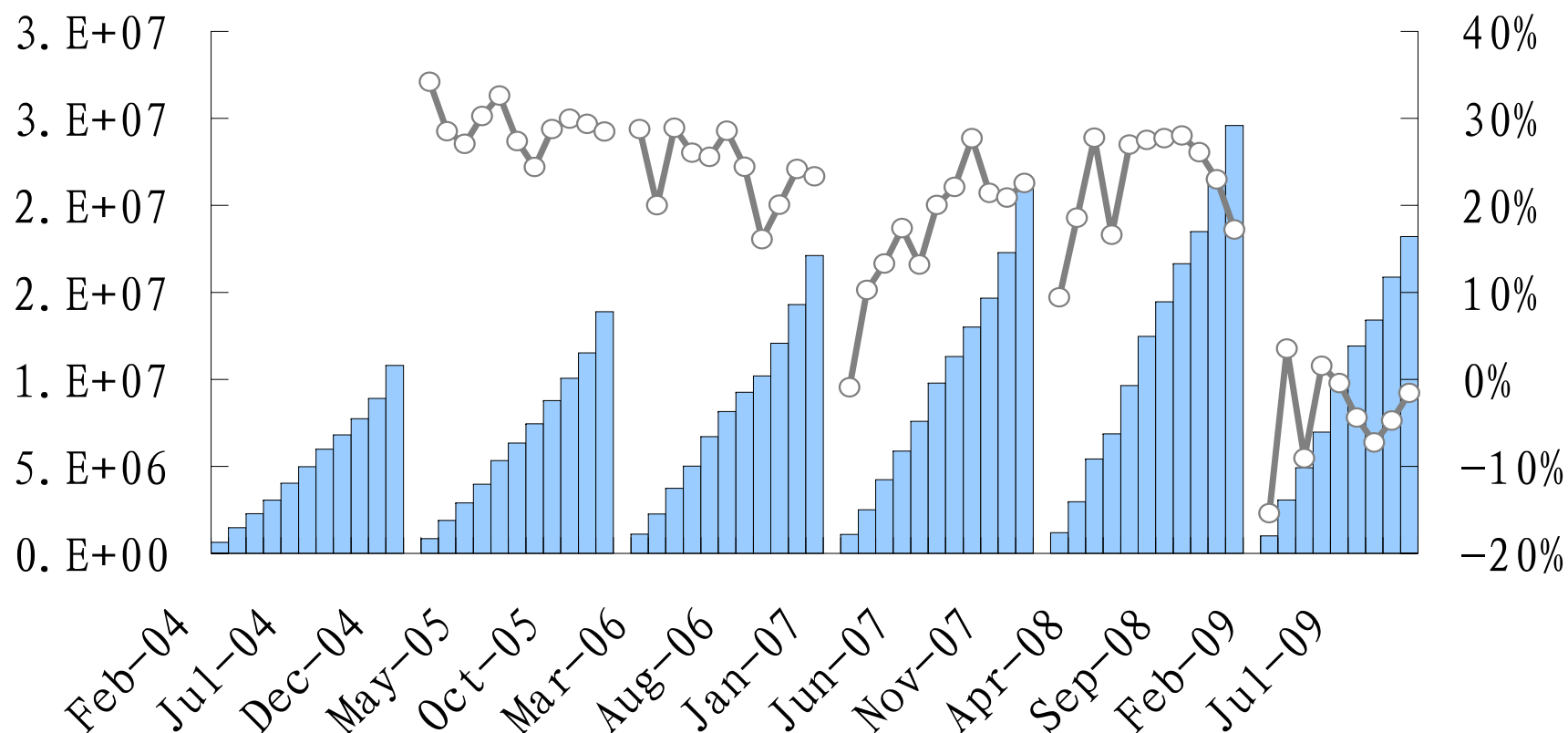
油公司业绩维持向上趋势

- 固定资产增速下降
- 国III标准的推广
- 炼油、销售业务的稳定增长
- 化工业务重新恢复景气
- 主要风险在于政治性的采购



天然原油、天然气固定资产投资

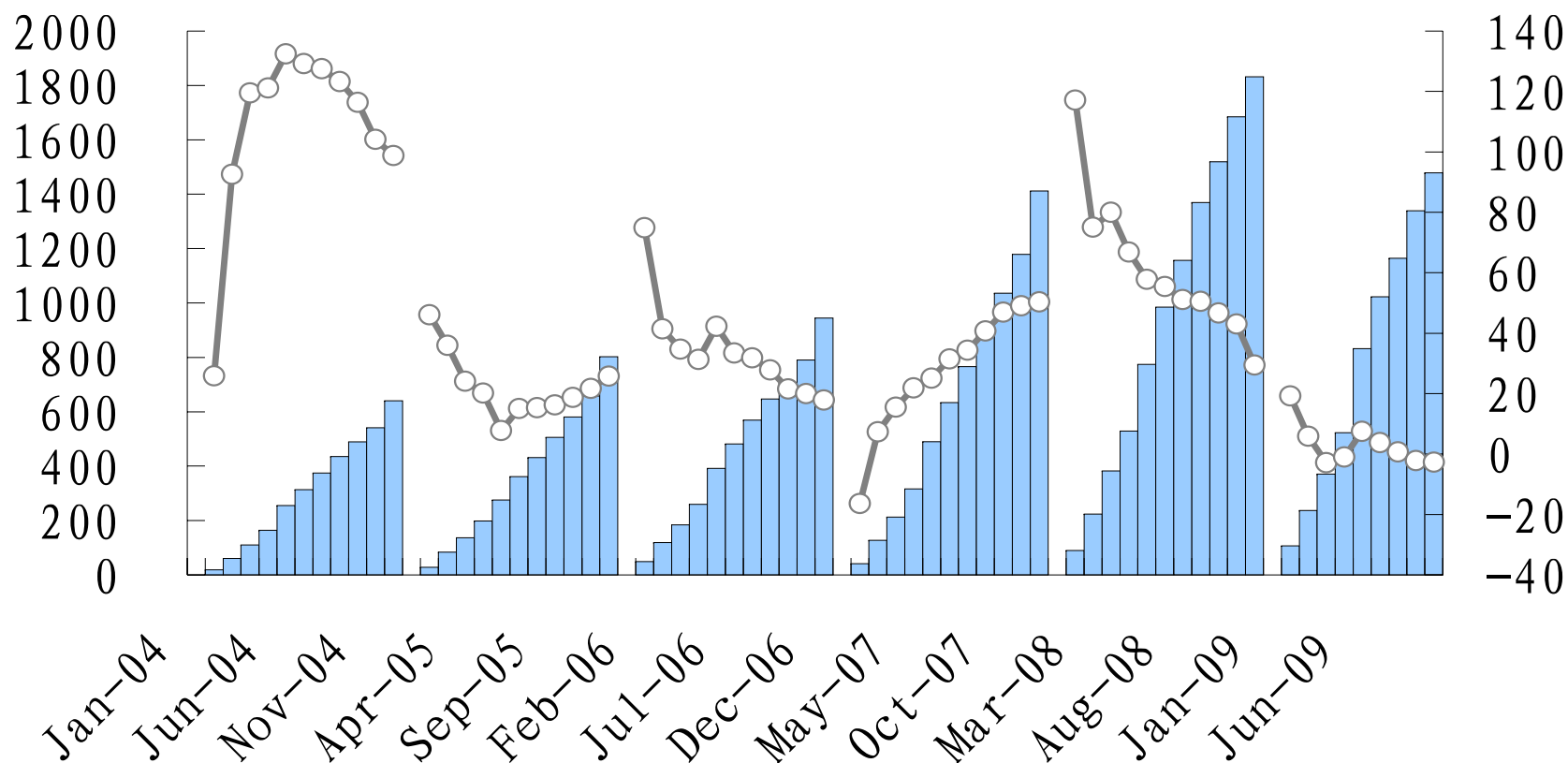
■ 天然原油和天然气开采固定资产投资完成额（万元）
—○— 同比增速





炼油业务固定资产投资

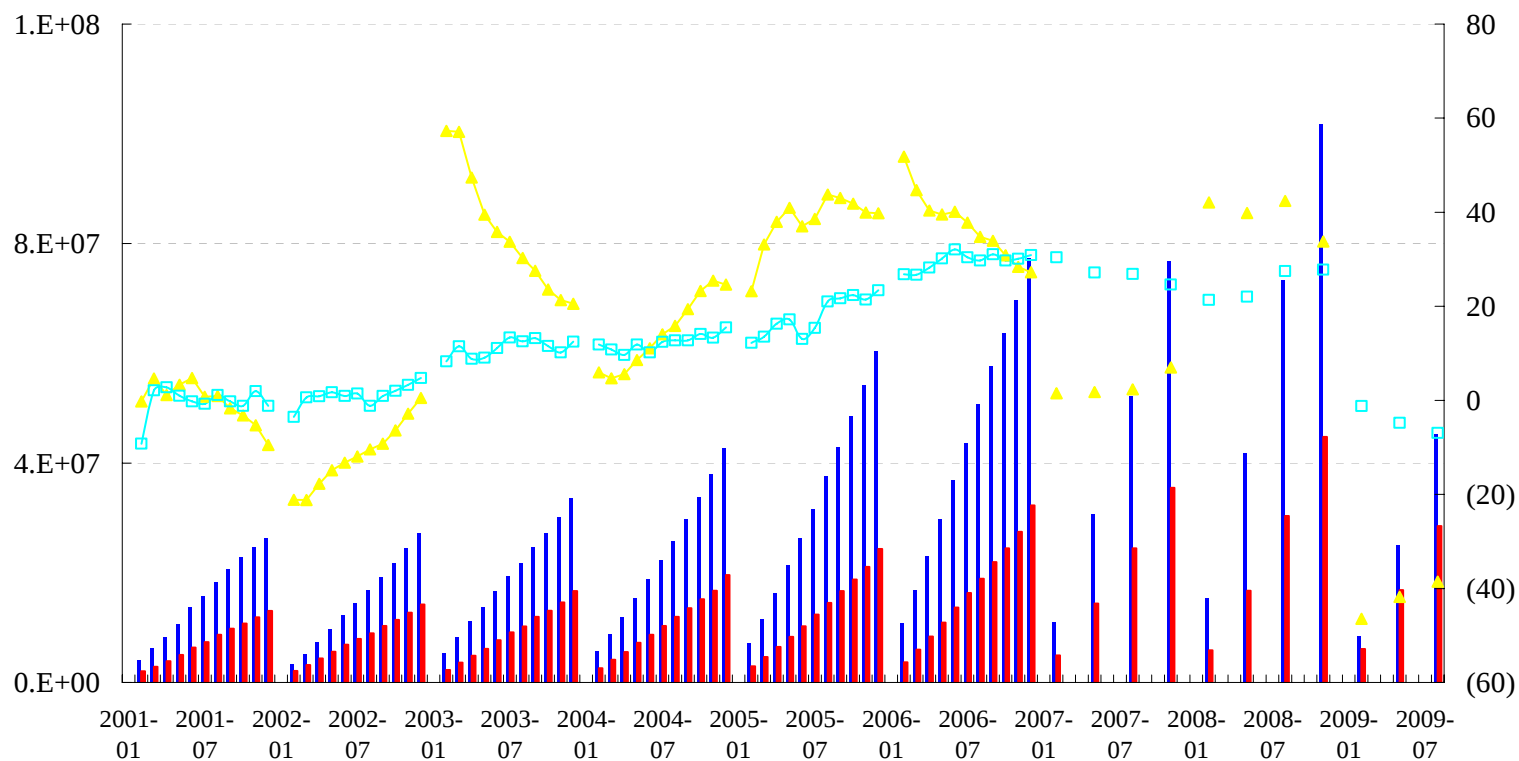
■ 石油加工、炼焦及核燃料加工业: 固定资产投资实际完成额: 累计值, 亿元
○ 石油加工、炼焦及核燃料加工业: 固定资产投资实际完成额: 累计同比





上游必须降本

■ 主营业务收入: 累计值, 万元 ■ 主营业务成本: 累计值, 万元
▲ 主营业务收入: 累计同比 □ 主营业务成本: 累计同比





估值分析

- 总市值法
- AH溢价率
- 国际比较

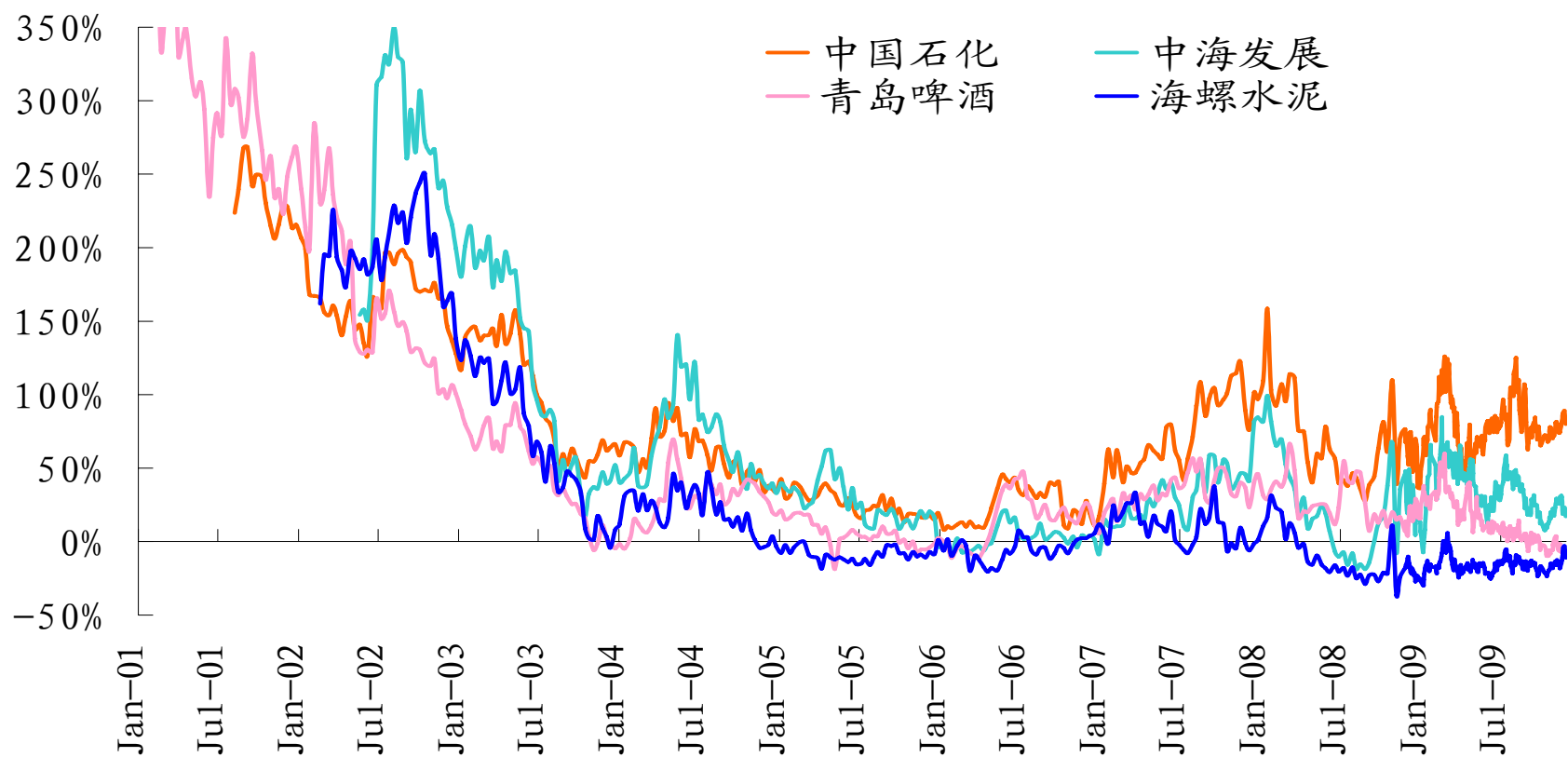


Bloomberg一致预期

公司名称	08PE	09PE	10PE	PB	总市值10亿\$
BP	20.73	12.30	9.20	1.76	176
Shell	23.46	12.52	8.90	1.34	188
Exxon	17.83	19.58	13.16	3.38	373
Total	16.63	11.81	9.25	1.87	148
Chevron	14.48	15.86	10.25	1.76	160
Conocophillips	13.67	14.56	8.74	1.28	78
中石油	23.74	20.35	16.55	2.94	343
中石化	16.30	16.18	14.19	2.90	138
中石油(H)	13.59	13.22	10.58	1.87	343
中石化(H)	8.95	8.06	7.48	1.39	138
中海油(H)	15.91	16.46	12.13	2.85	77

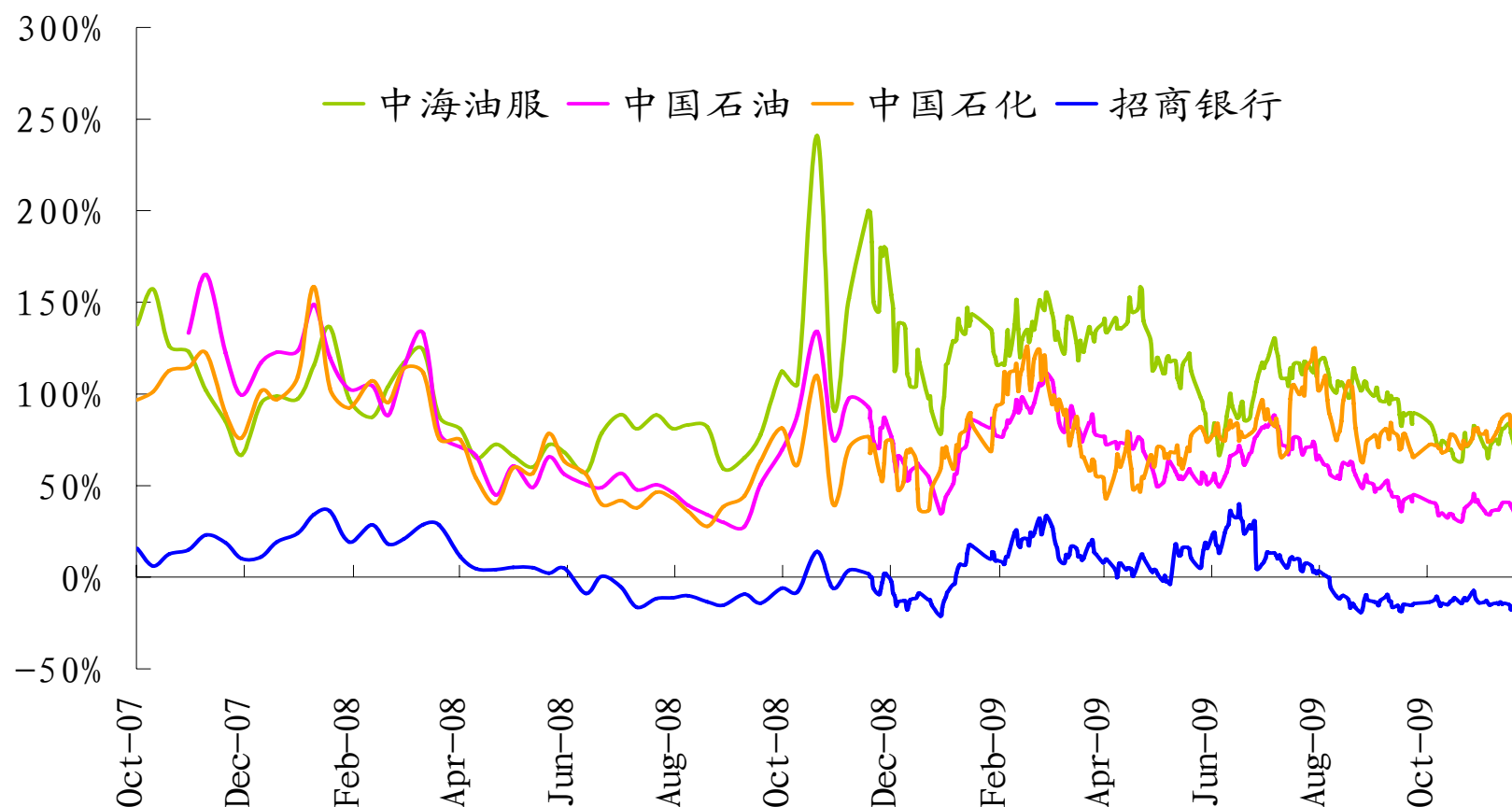


2001年以来典型AH公司溢价水平





2007年招商银行港股上市以来银行 石油公司AH溢价





2006年以来AH溢价





我们的预测与bloomberg一致预期的差异

EPS	bloomberg 一致预期		我司预测		(我司预测 — bloomberg 一致预期)	
单位： 人民币	2009	2010	2009	2010	2009	2010
中石油	0.65	0.80	0.66	0.80	0.01	0
中石化	0.73	0.83	0.75	0.85	0.02	0.02



重点公司盈利预测

		股价	PB	EPS (元)			PE(x)			总市值	
公司	代码	2009-11-27		2008 A	2009 E	2010 E	2008 A	2009 E	2010 E	亿元	评级
中国石化	600028	11.94	2.9	0.34	0.75	0.85	35	16	14	9414	增持
中国石油	601857	13.23	3.0	0.62	0.66	0.80	21	20	17	23399	谨慎增持
海油工程	600583	11.39	4.4	0.37	0.54	0.75	38	26	19	369	谨慎增持
中海油服	601808	15.07	3.4	0.69	0.52	0.70	28	37	28	677	中性
广汇股份	600256	21.94	7.0	0.50	0.55	0.69	44	40	32	209	谨慎增持



中国石化：增持

- 估值低
- 主要风险
- 资产注入预期



中国石油：谨慎增持

- 储量高峰期工程
- 成本控制
- 受控于累计税率



海油工程：高风险高收益

- 业务量无异议
- 毛利率决定一切
- 稀缺性不变



中海油服：中性

- 钻井船费率等下行的担忧
- 远期浮动利率
- 权益融资



广汇股份：谨慎增持

- 资源价值重估
- 地产超预期
- 与中石油的竞争风险



国泰君安证券股份有限公司
GUOTAI JUNAN SECURITIES CO., LTD.

研 究 创 造 价 值

地址：上海市银城中路 168 号上海银行大厦

电话：021-62580818

网址：www.gtja.com