



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
证券研究报告

2011年2月24日

石油天然气

研究部

关滨¹

分析员，SAC 执业证书编号：

S0080210030004

guanbin@cicc.com.cn

盈利风险情景解析

投资提示：

中东/北非动荡对全球石油供应的影响仍难以预测，但投资者仍可以拆解导致心理层面恐慌的因素。在相对稳定的环境中（原油价格小于每桶 130 美元），我们认为不必恐慌，外部油价中国大盘油气股业绩会稳步上升，而不是像 2006-2008 年那样大跌。同时，由于国内资源品定价改革仍会继续，一体化公司估值提升的可能性在不断提高。我们维持对中国石化 A 股和 H 股的“推荐”评级，目标价分别为 12 元人民币和 11 港元；重申对中国石油 H 股的审慎推荐评级，目标价 12 港元。同时我们还非常看好储量具有显著增长空间的中海油（2011 年市盈率为 10 倍）。在原油价格短期飙升至每桶 150 美元或更高的情形下，我们仍认为政府会通过退税或补贴来稳定一体化公司，特别是中石化的利润趋势，出现盈利大跌可能性仍不大。但值得注意的是，这一情形，如果真的发生，对整个全球经济和股票市场的负面影响可能不亚于石油行业。

理由：

根据目前的定价机制，在原油进口价格达到每桶 130 美元之前，发改委应至少维持炼油板块毛利在盈亏平衡附近。由于目前中国炼厂仍普遍处于负毛利或零毛利水平，这一目标意味着出厂价和零售价将随原油价格上升而等幅上涨。在这一过程中，主要的行业敏感因素包括：1）政府对炼油板块盈利或亏损的容忍目标（即原油成本向下游传导的比例）；2）销售毛利的变化（一体化公司仍可以进一步推高批发毛利）；3）政府决定重新启动退税/补贴的时点和幅度。图表 1 列出我们的假设情景和相应的盈利变化范围。

乐观情况假设：1）当原油价格低于 130 元每桶时，政府继续等幅调价，销售毛利不受影响；2）当原油价格超过 130 美元每桶时，政府不再调价，一体化公司尽力提高批发毛利，以部分抵消炼油损失，政府通过退税/补贴承担 50% 的负担。**悲观情况假设：**1）当原油价格低于 130 美元每桶时，政府继续调价，但仅 70% 传导至下游消费者，销售毛利不受影响；2）当原油价格超过 130 美元每桶时，政府不再调价，销售毛利不变，政府拒绝对石油公司退税和补贴。

图表 1：不同情景下，石油公司盈利变化

乐观情形(美元/桶)	原油进口成本		悲观情形(美元/桶)	原油进口成本	
	100-130美元/桶	130-150美元/桶		100-130美元/桶	130-150美元/桶
炼油毛利	0	多达 -20	炼油毛利	小于-10	多达 -20
销售毛利	20	25	销售毛利	20	20
税费返还	0	10	税费返还	0	0
2011年EPS (元/股)			2011年EPS (元/股)		
中石油	从0.88 增至 1.20元/股	从1.20 降至 1.06元/股	中石油	从0.88 增至 1.06元/股	从1.06 降至 0.84元/股
中石化	从0.98 增至 1.04元/股	从1.04 降至 0.80元/股	中石化	从0.96 降至 0.66元/股	从0.66 降至 -0.67元/股
中海油有限公司	从1.58 增至 2.11元/股	从2.11 增至 2.52元/股	中海油有限公司	从1.58 增至 2.11元/股	从2.11 增至 2.52元/股

基准情形(美元/桶)	原油进口成本	
	95美元/桶	
炼油毛利	1	
销售毛利	20	
税费返还	0	
2011年EPS (元/股)		
中石油	0.78	
中石化	0.91	
中海油有限公司	1.45	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

¹ 作者感谢姚远、何帅和张烁对本报告的贡献

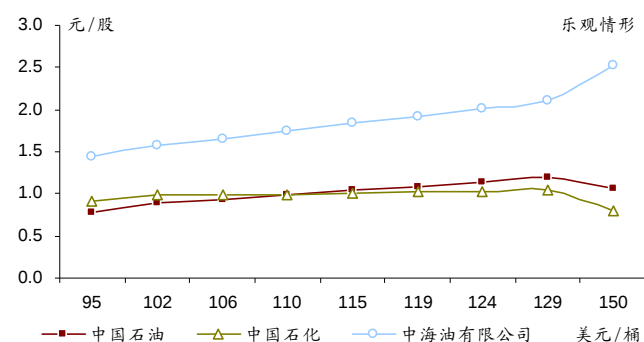
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

历史经验表明，来自原油供应侧的突发事件，例如图表 4、5 显示的伊拉克战争爆发，油价往往在事前冲突升级的过程中大涨，甚至过度反应；而当剧烈变动如战争真正爆发时，油价则会大幅回落。于此相反，来自需求侧的意外事件，例如图表 6、7 显示的 911 恐怖主义袭击，将迫使运输活动短期萎缩，从而剧烈地打压油价。总之，政治风险可能产生供应和需求侧的不同影响，难以预料，导致政府和市场的不同反应，甚至往往是过度反应。我们在近期中石化两市大跌中也看到类似的情况。

我们看见投资者抛售中石化股票。如果背后的风险假设是可控的内外部环境，我们认为这种抛售有过度反应之嫌。如果风险假设是失控，油价短期内暴涨至 150 美元每桶或更高，我们认为经济和股市的整体风险将可能甚至大于石油行业风险。在这种极端情况下，中石化盈利仍有可能因政府补贴而维持一定的利润水平（每股盈利 0.66-0.80 元人民币）。

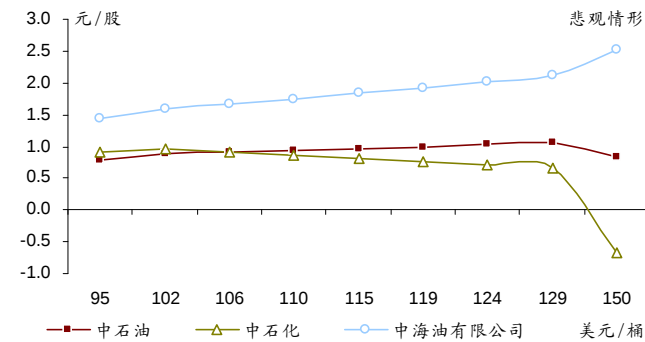
关于油价向 CPI 传导的理解误区：目前的石油定价机制有助于在不同收入阶层间平衡输入型通胀的压力。低收入群体可通过转移支付和补贴得到一定的保护。汽、柴油价格上涨对平均社会 CPI 的影响十分有限。理性地讲，油价上升主要会对 PPI 造成压力，因为工业生产主要使用柴油和石脑油。政府不能控制石脑油下游的化工品价格。我们每天使用上千种化工产品，人们始终可能担心日常消费成本的提高。对于消费者和试图管理消费者预期的政府部门来说，这种传导是不可避免。因此，在政府管理 CPI 预期时，我们可能必须承认，即使政府把油品零售价格和所有运输交通价格都固定不变，国际石油价格上涨所产生的心理压力，仍不可避免。

图表 2: 石油公司盈利预测 - 乐观情形



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 石油公司盈利预测 - 悲观情形



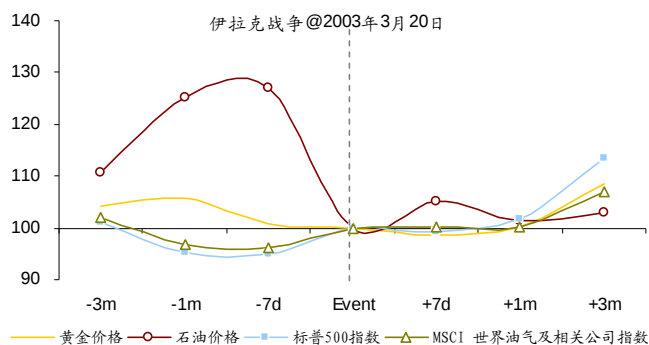
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 中东和北非骚乱对油价的影响

事件	影响原油价格		考虑影响后原油价格		市场反映程度	可能性估计
	全年均价	年末价格	新的全年均价	新的年末价格		
1 利比亚、也门、阿尔及利亚和巴林原油产量下降10%	+ 8美元/桶	+ 16美元/桶	100美元/桶	106美元/桶	已经完全反映	某种程度上，已经发生
2 利比亚停止原油出口	+28美元/桶	+55美元/桶	120美元/桶	145美元/桶	反映了50%	可能，但不会持续
3 骚乱蔓延到欧佩克核心成员国，如沙特阿拉伯	出乎所有人的想象	出乎所有人的想象	超过150美元/桶		未反映	不可能

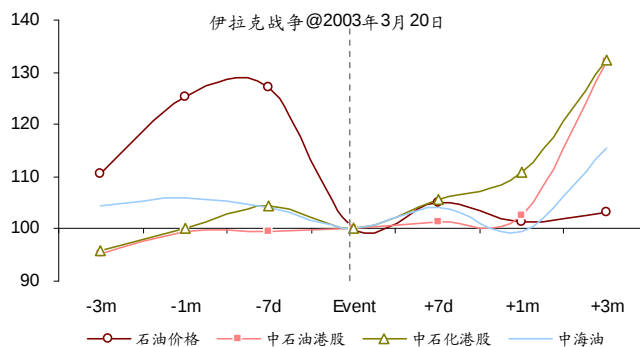
资料来源：中金公司研究部

图表 5: 伊拉克战争爆发前后, 大宗商品和股票表现



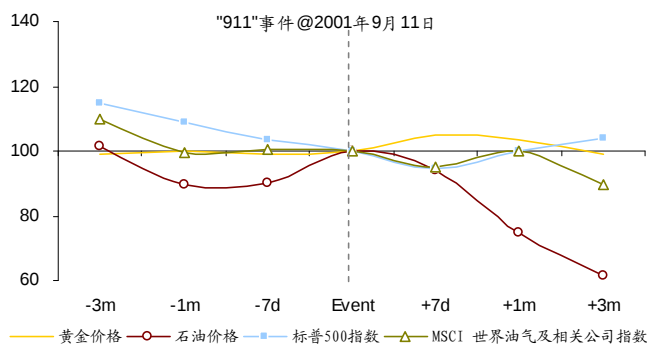
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 6: 伊拉克战争爆发前后, 石油和中国油公司表现



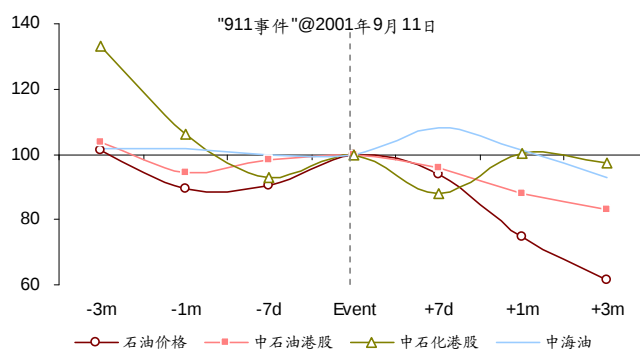
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 7: “911”事件前后, 大宗商品和股票表现



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 8: “911”事件前后, 石油和中国油公司表现



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

截至本报告发布之日前十二个月，中金公司为中石化、中石油、中海油提供过投资银行服务。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED