

國泰君安國際 研究部



石油化工

分析员：刘 谷 Grace Liu

日期：2011年7月2日

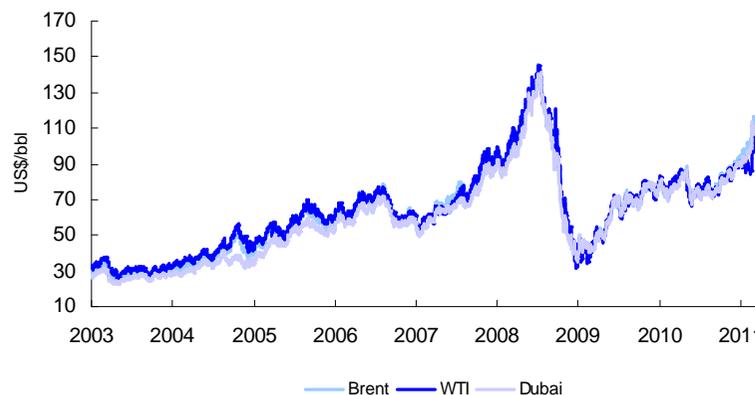
联系电话：+86 755 23976698 +852 25097516

Email: liugu@gtjas.com

量化宽松和地缘政治令油价大幅上升

- 2011上半年布伦特原油均价为110.79美元/桶，同比上升42.8%。
- WTI原油则同比上升25.56%至98.37美元/桶。上半年布伦特比WTI溢价平均为12.80美元/桶，最高为20.48美元/桶。
- 推动油价的主要因素是美国的第二轮量化宽松QE2、中亚及北非的动乱、以及日本地震后的流动性增加。

国际原油价格

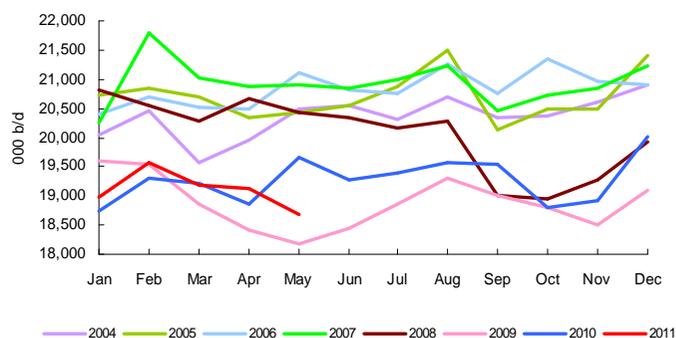


资料来源: Bloomberg

原油需求增长

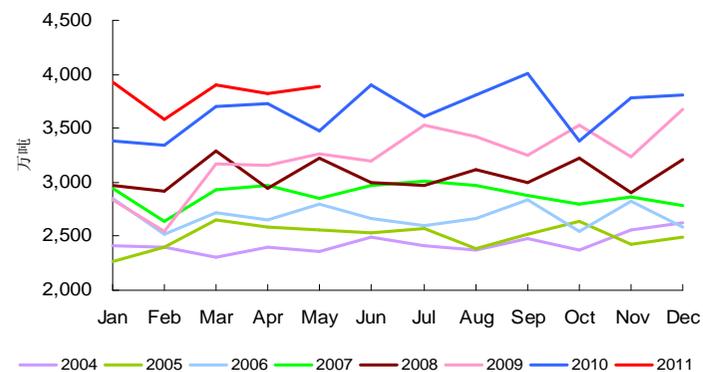
- 据国际能源署（IEA）的预测(2011年5月报告)，2011年全球原油需求预测增长**1.5%**至**8,918**万桶/天。
- 美国**2011年1-5**月份油品需求同比下降**0.26%**，而中国**1-5**月份原油需求则同比上升**8.5%**。美国油品需求对比前几年仍下降，有经济方面的原因，也有节能方面的原因。

美国油品需求



资料来源：EIA

国内原油需求

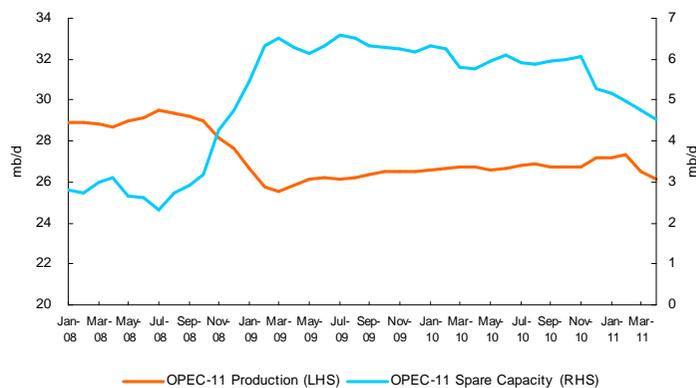


资料来源：CEIC

利比亚的产量损失打破原来的供求平衡

- 利比亚的产量损失约为**130万桶/天**，对原油市场的供需直接造成影响，从而导致油价的上涨。
- 据**IEA**有关统计数据推算，目前产量比维持全球供需平衡产量要低**1.57%**。**2011**年底的剩余产能预计为**462万桶/天**，相当于**2011**年全球需求的**5.18%**，一般来看，**5%**以下的水平将是紧平衡。

OPEC产量和剩余产能



资料来源：IEA

OPEC和IEA关系转差 将加剧原油价格波动

- **6月份的OPEC159次会议意外未能就提高目前产量配额达成协议。但沙特表示将单方面增加产量。国际能源署6月23日宣布28个成员国同意于7月份投放6,061.7万桶油，以应对利比亚的供应中断。**
- **释放库存短期对油价有负面影响。其实油价上升自然会带来供应的增加，IEA行动有可能使OPEC更加不愿增产，对2012年油价反而是支持。**

	2010	2011E
全球需求	87.89	89.18
全球需求增长	2.82	1.29
全球需求增长%	3.31%	1.47%
全球产量	87.39	88.68
其中：OPEC产量	34.49	35.03
非OPEC产量	52.9	53.65
全球产量增长	2.05	1.29
其中：OPEC产量增长	0.97	0.54
非OPEC产量增长	1.08	0.75
全球产量增长%	2.40%	1.48%
其中：OPEC产量增长%	2.89%	1.57%
非OPEC产量增长%	2.08%	1.42%
OPEC剩余产能	5.8	4.62
占全球需求	6.60%	5.18%

资料来源：国际能源署（石油市场月报June, 2010）、国泰君安国际

长期油价应呈上升趋势

- 影响长期油价的正面因素有：日本大地震引发的核泄漏对核能的未来提出了疑问，德国、瑞士和意大利将放弃核能。在全球的能源结构中可能会增加煤、天然气和其他能源，从而间接有利于长期油价。据BP全球能源统计2011，2010年核能占全球一次能源供应5.2%，油、天然气、煤和可再生能源则分别为33.6%、23.8%、29.6%和1.32%。BP深海地平线原油泄漏后，使人类重新考虑目前技术是否足以开发深海资源，可能令投资减少而产量增长低于原预期。中东和北非的动乱，同时令沙特的社会福利显著增加，政府预算用的原油价格假设将大幅上升，有预测未来几年需达至100美元/桶。
- 影响长期油价的负面因素有：2011年3月31日，美国总统奥巴马宣布，通过增加国内生产、增加生物燃料和天然气、以及提高汽车能源效率，于2025年减低石油进口1/3。政策对中长期油价有负面影响。非常规天然气技术突破后，在美国的产量不断上升，亚洲和欧洲也已进入了开始的阶段。伊拉克油田计划至2017年将产量由现在的270万/天提高至1,100万桶/天。增产计划在实施中，初步已见成效，虽然目标受到质疑，但普遍认为减半的产量应是可以实现。
- 我们认为，核能和深海资源比原来更为慎重的投资，可抵消美国和伊拉克的增产，以及非常规天然气的开发的影响。OPEC的控产和新兴国家的经济发展，将使中长期油价呈逐渐上升的趋势。

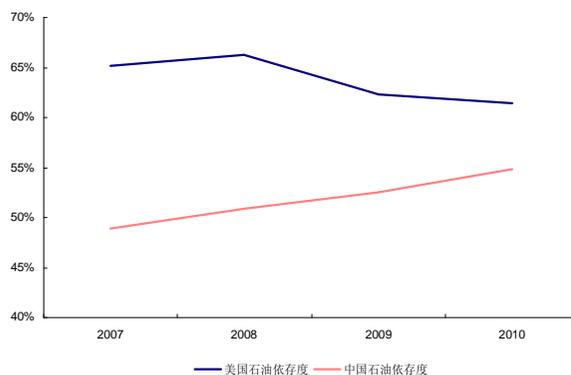
原油价格预测

- 2011上半年对原油价格短期和长期产生影响的因素较多：量化宽松、中亚及北非的动乱、全球经济的恢复、国际能源署释放库存、对核能的重新认识 and 美国的能源新政等，原油价格也走出了波动的曲线。
- 综合上述影响因素，我们认为，下半年原油价格比上半年有所调整。但中长期来看，原油价格仍会是上升的趋势，我们目前的假设是2011-2013年的布伦特原油均价分别为103.5美元/桶、105美元/桶和110美元/桶。

美国石油依存度逐渐下降，中国逐渐上升

- 美国近年来一直采取措施将其对石油的依存度减低。石油依存度已由**05-08**年间的**65%**水平下降至目前的约**60%**水平，并计划至**2015**年下降至**50%**。
- 国内由于经济高增长，对油品价格实行调控，令需求增长迅猛，石油依存度逐年增长，**2010**年已上升至**54.81%**，预测至**2015**年将上升至超过**60%**。
- 我们相信，正是日益变得严峻的石油安全，即使在经济发展前景不明的**2009**年和通胀压力大的**2010-2011**年，政府仍在推动国内成品油价格的改革。未来改革的进程仍会继续，直至逐步达至市场化定价。

中国和美国石油依存度



资料来源：IEA

成品油价格机制改革将继续深化 航油可能率先实行市场化

- 传闻是将缩短成品油价格调价的频率为**10**天。可令国内成品油价格更贴近原油成本，有利于炼油业务实现盈利和提高炼厂的盈利可见性。
- **5**月份的航油价格调升人民币**800**元/吨。煤油产量分别占中国石油（**00857**）和中国石化（**00386**）其汽煤柴油总产量的**3.01%**和**10.0%**，对盈利有正面作用。调价同样显示，航油价格有可能象，除了汽油和柴油外的其他石化产品一样价格市场化。

国内石油公司的盈利受产业政策影响显著

- 目前可能产生变动的行业政策有成品油定价机制、天然气价格改革、资源税改革进一步推广至全国，以及特别收益金起征点上调。
- 我们认为，未来资源税推广以及可能的税率提高加上特别收益金的调整效果应是正负相抵，但成品油定价机制和天然气价格改革将可令行业盈利带来实质提升。

可能的行业政策改变对石油公司2011年盈利敏感度

行业政策	可能改革	中国石油（00857）	中国石化（00386）	中海油（00883）
天然气价格机制改革	出厂价上升人民币100/立方米	+2.89%	+1.17%	+0.63%
资源税改革	进一步推进至全国	-6.41%	-7.76%	n.a.
特别收益金起征点	从40美元/桶上调为60美元/桶	+19.50%	+15.13%	+13.03%

资料来源：国泰君安国际

- **第2季度炼油亏损严重。**中国石化（00386）预计约亏损人民币131亿元。至6月底原油价格回到110美元/桶以下，炼厂才可能不再亏损。因此预期下半年炼油业务业绩改善，有望实现盈利。全年来看，中国石油（00857）和中国石化（00386）总体业绩仍会实现小幅增长。
- **从统计数据来看，石化行业处于景气阶段，化工板块盈利好于预期。** 2011年世界乙烯新增生产能力为377万吨/年至14,737万吨/年。预期石化周期处于景气阶段，乙烯毛利水平与2010年持平或稍有下降。下游合成树脂和合成纤维需求量继续增长，增速普遍高于上年。原来担忧中东和中国的大量产能落成会造成行业不景气。但从目前统计数据来看，行业景气度比预期好。（美国页岩气的开发利用，可能将大量增加以乙烷为裂解原料的乙烯装置，令乙烯系列产品的竞争力大幅提高，未来对国内石化行业带来新的挑战。）

中国石化（00386）

目标价HK\$9.10，投资评级：收集

- 下半年原油价格的调整可显著减轻公司的炼油业务成本压力，并可由第2季度亏损约130亿元人民币转为略有盈利，很大程度减低了2011年业绩的不确定性。
- 如国内成品油调整频率增加，可进一步提升盈利可见性。5月份航油价格的上调意味着航油价格有可能象除汽油和柴油的炼油产品那样实现市场化。公司航油约占汽煤柴产量的10.0%，可提升2011年业绩4.58%。
- 第1季度的营销和化工分部经营利润好于预期。
- 公司的油气储量于08-10年复合下降1.94%。母公司剩余的海外权益产量约相当公司的32%。加强上游板块可增加盈利能力和减低盈利不确定性。
- 公司业绩受国内产业政策影响显著。
- 估值较同业低。

中海油（00883）：强劲现金流维持增长

目标价**HK\$22.80**，投资评级：买入

- 基于油价上升后刺激产量增加和抑制需求阻碍经济恢复，我们预计油价在下半年下调。IEA释放6,000万桶战略石油储备令油价进入调整略早于预期。公司股价开始感受压力。但从中长期来看，油价基本因素仍健康，仍会在未来几年呈上升趋势。
- 在实现油价超过100美元/桶的假设下，公司经营现金流每年可超过1,000亿元人民币。强劲的现金流可支持公司在2011-13年的大规模资本开支和购并。
- 由于通胀和油田服务成本上升，我们预期公司成本有所增加。
- 经过2010年的产量高速增长后，2011年计划增长8%-12%。2011-15的年复合增长则预计为6%-10%。2011年公司将开始深水勘探和开发，资本开支将上升72.9%。
- 从2010年初开始，公司投资133.16亿美元完成一系列的海外收购。预期海外产量在FY11-13年占27%-30%，收入则约占15%。虽然海外项目盈利能力不如中国海域，仍将是公司增长的动力。

中国石油（00857）增长动力是成品油和天然气价格改革

目标价HK\$11.70，投资评级：收集

- 由于国内成品油价格调整没有跟上原油的升幅，原油价格在下半年调整可令特别收益金下降，总体对公司有利。但如政府不补偿上半年的炼油亏损，国内成品油随原油价格下降立即调降，则对业绩不利。
- 天然气业务于2010年经营亏损35亿元人民币，但经营利润仍上升7.19%，2011年第1季度在约相等亏损的情况下，经营利润同比上升14.5%。显示强劲增长动力。如天然气价格不调整，全年入口天然气经营亏损约为130亿元人民币。
- 公司致力扩大业务规模以维持增长。但负债水平随着购并和资本开支的不断增加而上升，年底净资本负债率预计上升至31.92%水平。负债水平的上升未来将令购并活动有所限制。
- 公司业绩受国家产业政策影响显著，如特别收益金和成品油价格调控。公司未来增长催化剂在于成品油价格体制的深化以及天然气业务的发展，国内其他产业政策变化的影响总体中性。

中海油田服务（02883）

A股配售将消除重债影响并可再扩能

目标价**HK\$16.90**，投资评级：**收集**

- 虽然原油价格短期有所调整，我们认为油田服务业将继续恢复，在未来几年将呈上升趋势。基于供过于求的行业情况，我们预期日费仍可改善，国际市场约上升10%但中国沿海将持平。
- 公司增发A股获中国证监会有条件通过。A股股价下跌有轻微负面影响。
- 新建钻井船以及其他分部的产能扩张基本如计划。现有的计划可令2011-2013年业绩稳定增长。
- A股增发后强劲的现金水平令公司可考虑进一步扩能或减债。但新管理层对扩能显保守。
- 2010年业绩显示公司更好的成本控制。但我们认为，由于较高的PPI和劳动力成本，成本控制将面临挑战。
- 公司可受益于人民币的加速升值、长于预期的低息环境。利比亚陆上钻机负面影响不大。但深海项目有技术和投资的风险。

利益披露事項

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的上市法团的任何财务权益。
- (3) 除晨鸣纸业(1812.HK)外，国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的上市法团的市场资本值的1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的达进精电(00515)，中国全通(00633)，华能国际电力(00902)，龙湖地产(00960)，金活医药集团(01110)，民生银行(01988)，中国泰坦能源(02188)，海东青新材料(02228)，西部水泥(02233)存在投资银行业务的关系。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员，交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠，但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述，因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的，及当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用，而此等发布，公布，可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例，或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2011 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有，不得翻印
香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼
电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793
网址: www.gtja.com.hk