

以巴冲突改善两大集团低油价不利局面 20 美元 谨慎推荐 维持评级

分析师：李国洪 邮箱：liguohong@chinastock.com.cn 电话：010-66568876

1. 事件

近期以巴冲突对低迷的国际油价有所改善。以色列坦克和装甲车 29 日在加沙边界集结，以色列国防部长巴拉克表示，不排除对加沙扩大军事行动，其中包括地面进攻。以军 27 日以来对加沙地带多处目标实施大规模空袭，目前已造成 316 人死亡，千余人受伤。有报道称，这是 1967 年中东战争以来加沙伤亡最惨重的冲突。受此影响，最近两个交易日国际油价持续走高。29 日纽约市场原油期货价格一度涨至 42.20 美元，涨幅接近 12%。

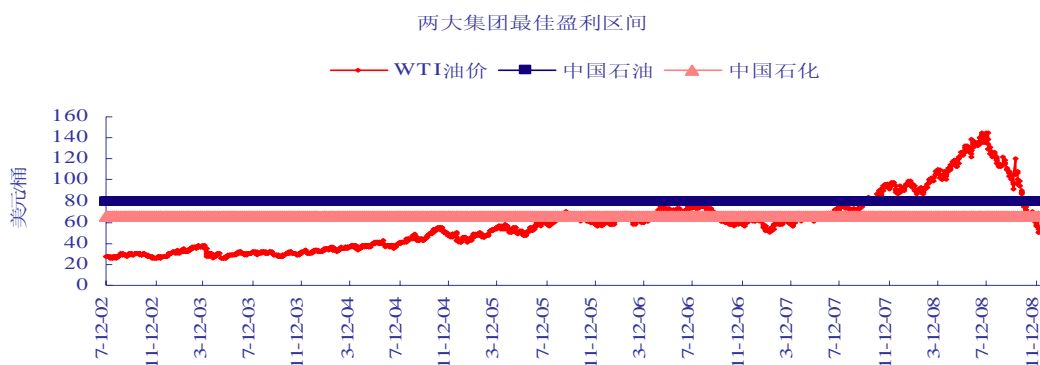
2. 我们的分析与判断

(一)、以巴冲突改善两大集团低油价不利局面 20 美元

(1)、国际油价已经越来越远离两大集团最佳盈利区

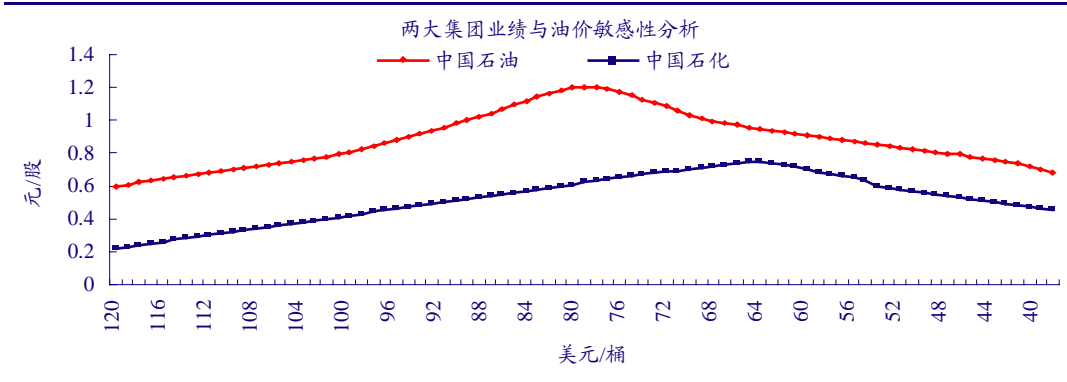
由于中国石油的最佳盈利区间为 75-85 美元。中国石化的最佳盈利区间在 60-70 美元，以巴冲突前 30 多美元的油价已经逐渐远离两大集团最佳盈利区。最佳盈利区间计算比较复杂，需要根据模型分产品不断试验促使综合毛利水平最高，由于油价变化相应石化产品价格也会变化，因此，比较准确的最佳盈利区间还要调研不同油价时两大集团各事业部的具体盈利状况，事实上两大集团有许多部门都在测算不同时期的最佳盈利区间，我们此处给出的最佳盈利区间是根据调研与计算的综合结果。我们计算的结果比调研均值平均高 5 美元，相差幅度在 6% 左右。即便将最佳盈利区间下调 5 美元，即中国石油的最佳盈利区间为 70-80 美元。中国石化的最佳盈利区间在 55-65 美元，离 30 多美元油价也较远。下图是我们根据模型计算出的油价波动与两大集团业绩敏感性分析,如果油价长期维持在 30 多美元左右对中国石油、中国石化两大集团较为不利。

图 1: 油价下穿两大集团最佳盈利区间



资料来源：化工在线、两大集团、中国银河证券整理

图 2: 两大集团业绩与油价敏感性分析



资料来源: 中国银河证券整理

(2)、以巴冲突有利于改善两大集团低油价不利局面 20 美元

以色列坦克和装甲车 29 日在加沙边界集结。以色列国防部长巴拉克表示, 不排除对加沙扩大军事行动, 其中包括地面进攻。由于加沙地处中东, 一但发生战争势必影响石油生产与供给, 根据以往巴以冲突经验, 如果以军进入加沙进行地面攻击, 国际油价将上升 20 美元/桶左右, 即巴以冲突可促使国际油价重返 60 美元附近, 介时会拉动相关石化产品价格, 有利于改善两大集团低油价的不利局面。

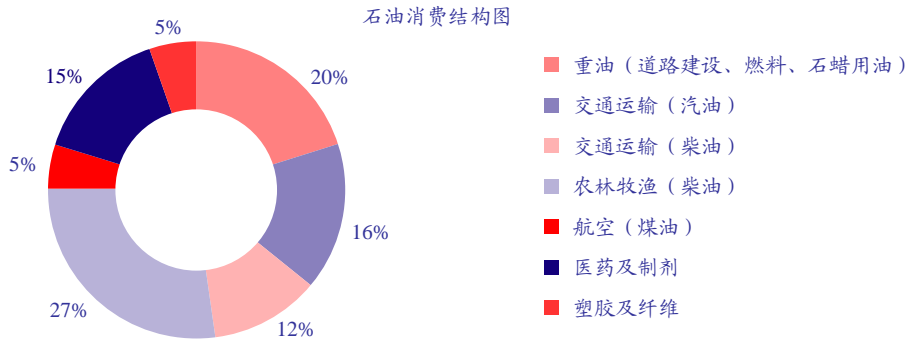
(二)、元旦期间成品油税改已有预期, 两大集团业绩预测维持不变

发改委、财政部、交通运输部和税务总局就《成品油价税费改革方案》向社会公开征求意见, 征求意见时间至 12 月 12 日, 并公告于 09 月元月始进行成品油费改税改革, 方案是在不提高现行成品油价格的前提下, 将汽油消费税单位税额由每升 0.2 元提高到 1 元, 柴油由每升 0.1 元提高到 0.8 元。同时取消公路养路费、航道养护费、公路运输管理费、公路客货运附加费、水路运输管理费、水运客货运附加费等六项收费。元旦期间成品油税改是在目前已经降低的成品价格基础上进行征税的, 即目前成品油销售价格不变, 由于已有预期, 两大集团业绩预测维持不变。

(1)、燃油税对我国石油消费影响较小

在中国石油的消费不是大家想象的那样集中在交通运输行业, 再加之石油消费价格弹性较低, 燃油费改税对石油消费整体影响不大。由于中国是农业大国, 石油消费中农林牧渔生产用油几乎与交通运输一样大, 占石油总消耗的 27%, 根据十七届三中全会精神, 我国十分重视农业的生产及规模化、科学化耕种, 农林牧渔业生产用油未来 3-5 年至少会保持年均 10% 以上增速。而公路、铁路、海运等交通运输行业占石油总消费的 28%, 根据我们研究所相关研究员预测明年公路运输量增长 13.8% 和海运增长 2.2%, 铁路增长 9%, 占 5% 石油消费的航空运量增长也能达到 6.6%。此外, 占 15% 石油消费用于医药制造, 因我国人口的老龄化进程我国医药行业明年可保持 20.5% 的增长, 因此保守测算 09 年中国的石油消费仍然可以达到 4.6% 的增长率, 比“十五”期间石油消费量年均增长率下降近 2 个百分点。

图 3: 中国石油消费结构图

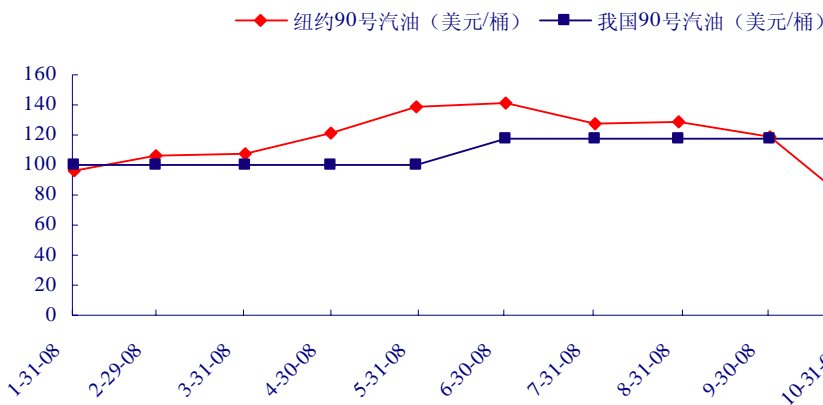


资料来源: 中国石油化工协会

(2)、成品油价格已经下调, 国内炼油毛利元旦扣税后仍有 30 美元

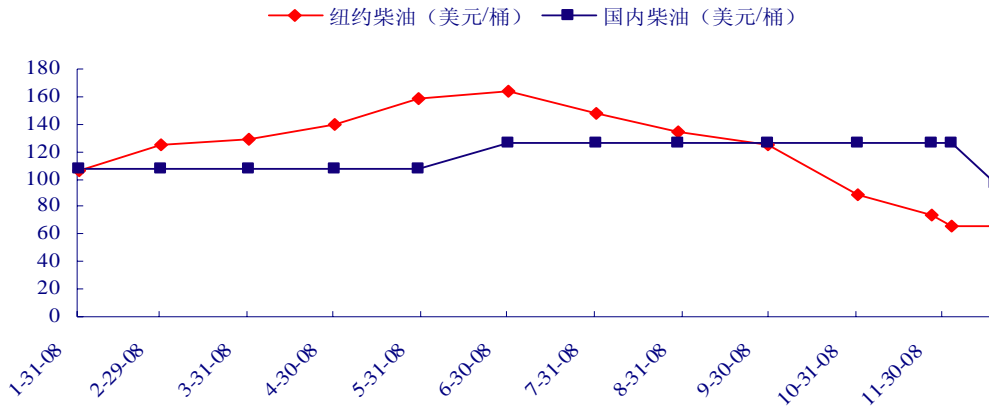
如下图所示, 自今年 8 月以来由于国际原油价格从 147 美元高点迅速大幅回落至 30 多美元, 国际成品油价格也跌去三分之二以上, 12 月 19 日调价前纽约 90 号汽油每桶 48 美元/桶, 而我国 90 号汽油还高达 116 美元/桶, 国内外成品油价格差距已经超出 1 倍以上。自 2008 年 12 月 19 日零时起我国将汽油出厂价格由每吨 6480 元调整为 5580 元, 每吨降低 900 元; 柴油出厂价格由每吨 6070 元调整为 4970 元, 每吨降低 1100 元; 航空煤油出厂价格由每吨 7450 元调整为 5050 元, 每吨降低 2400 元后, 我国 90 号汽油 5580 元/吨相当于 93.52 美元/桶, 0 号柴油 4970 元/吨相当于 96.33 美元/桶, 比调价前明显下降, 但仍然比国际成品油价格高出许多。如果再扣除 1 元/升的燃油税, 相当于 23.21 美元/桶, 国内成品油出厂价在 70 美元/桶, 按目前 40 多美元的国际原油价格, 炼油毛利仍然有 30 美元左右。

图 4: 国内外 90 号汽油价差对比



资料来源: 化工在线、中国银河证券整理

图 5: 国内外柴油价差对比



资料来源: 化工在线, 中国银河证券整理

(3)、成品油税改已有预期, 油价已经下调, 两大集团业绩预测维持不变

此次成品油税改和下调成品油价格已有预期, 汽油价格下调幅度 13.89%, 柴油价格下调幅度 18.12%, 煤油价格下调 32.21%, 除煤油外, 价格下调幅度完全符合预期, 煤油价格下调幅度较大体现了国家对当前航空业的支持。由于煤油占比较低, 不影响最终业绩预测, 元旦将推行的成品油税改再征收 1 元/升的税也有预期, 我们维持原中国石油、中国石化两大集团业绩预测, 即 08-10 年中国石油 EPS 为 0.73 元、1 元、1.1 元, 中国石化 EPS 为 0.37 元、0.56 元、0.64 元。

3. 投资建议

将要出台的燃油税改革对我国石油消费影响较小, 对中石化、中石油两大集团影响较为中性。尽管勘探技术进步促使中国油气田进入发现高峰期, 中国石油、中国石化两大集团储量接替率快速增长, 贷款利率下调促使财务成本下降等利好因素也不少, 但考虑到目前国际油价已经下穿两大集团最佳盈利区间, 以巴冲突适度改善了两大集团过低油价的不利局面, 但能否持续还要看势态发展。由于盈利预测保持不变, 我们维持中国石油、中国石化两大集团谨慎推荐的评级。

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

石油化工行业分析师，覆盖股票范围：

港股： 中国石油（0857.HK）、中国石化（0386.HK）

A 股： 中国石油（601857.SH）、中国石化（600028.SH）、浙江龙盛（600352.SH）、三友化工（600409.SH）、四川美丰（000731.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908