长牛显现　不言顶点

——原油走势分析

➢ **从长期趋势看，原油价值将持续提高，油价没有顶点**

1、原油作为不可再生资源日益稀缺

2、世界经济发展对原油绝对需求量的持续提高。

3、原油作为国家经济命脉和安全的战略价值日益提高

4、货币因素，长期通货膨胀使得名义价格能够大幅度提高

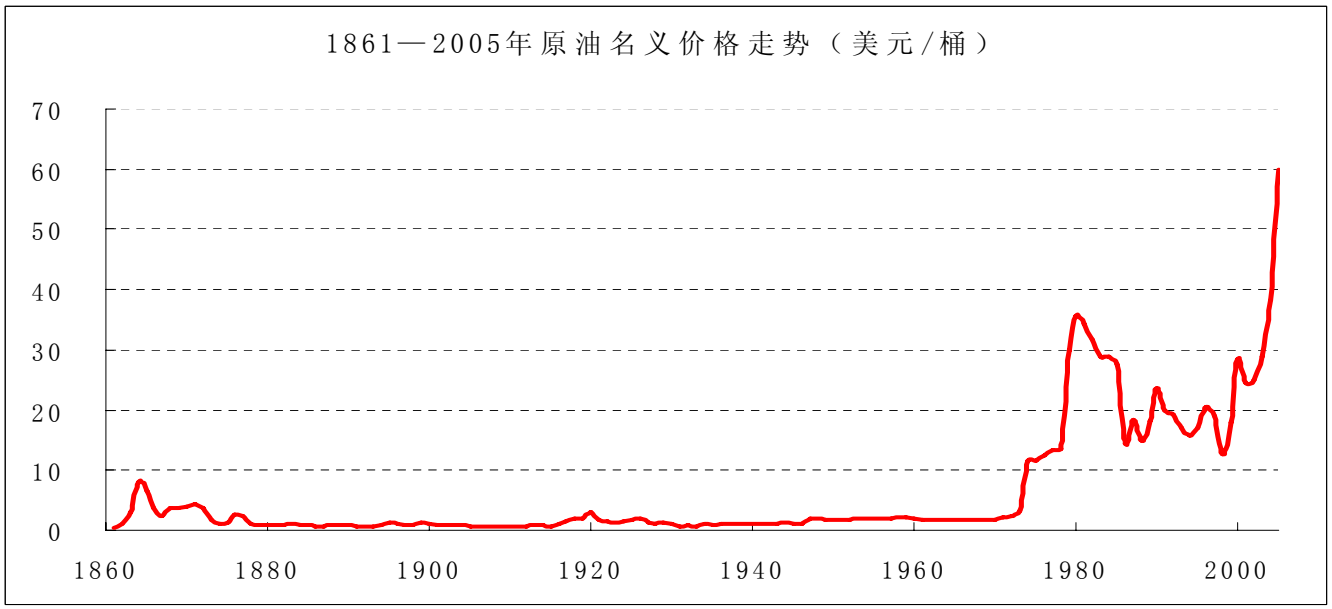
➢ **从短、中期趋势看，原油处于大牛市中**

1、世界经济逐步复苏带来的巨大需求增长

2、全球产能不足已经显现，短缺现象在短时间内无法解决

➢ **一个中期的原油供需不平衡已形成，供需不均衡导致原油牛市**

➢ **把握原油牛市机会，首选直接投资原油，其次投资原油股票**



资料来源：BP

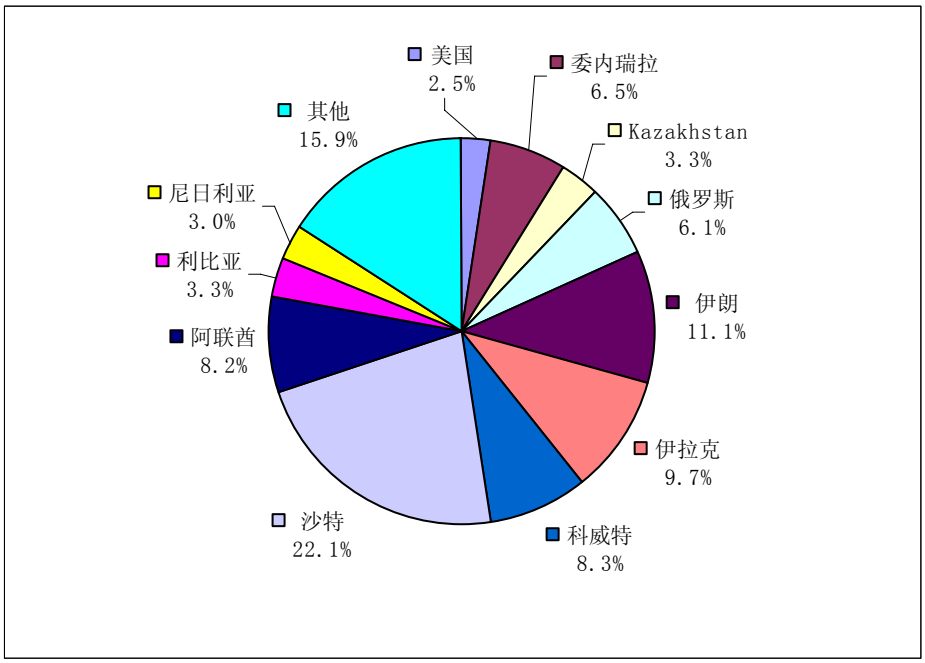
全球原油市场长期影响因素分析

一、 原油资源情况和产量顶峰问题

原油储量情况

从长远来说，地球上的原油资源毕竟是有限的，而人类对原油的消费需求却绵延不断，总有一天会达到原油资源耗尽的地步。现在全世界究竟有多少原油储量？2004 年底已经探明的原油储量为 11880 亿桶。以目前的开采速度计算，地球上的原油储量只够满足全世界原油消费需要 40 年。

世界原油探明储量分布



资料来源：BP

世界原油储藏量主要分布在中东、拉美、欧洲、非洲、亚洲与北美。储量最大的国家主要是沙特阿拉伯、伊拉克、科威特、阿联酋、伊朗、委内瑞拉、俄罗斯、美国等。其中沙特阿拉伯的探明储量最大，占世界总储量的 22.1%，可以开采 68 年以上。伊拉克、科威特、阿联酋等国则可分别开采 100 年以上，美国按目前的产量计算只能开采 11 年。据美国能源部门估计，今后 20 年内，世界原油还能供求平衡，但 20 年后就要面临缺油的局面。虽然中东仍是世界最大的供应者，波斯湾仍将供应全球原油的一半或三分之二，但是沙特已经有几十年没有发现新油田，很多旧油井已经灌水。

产量顶峰问题

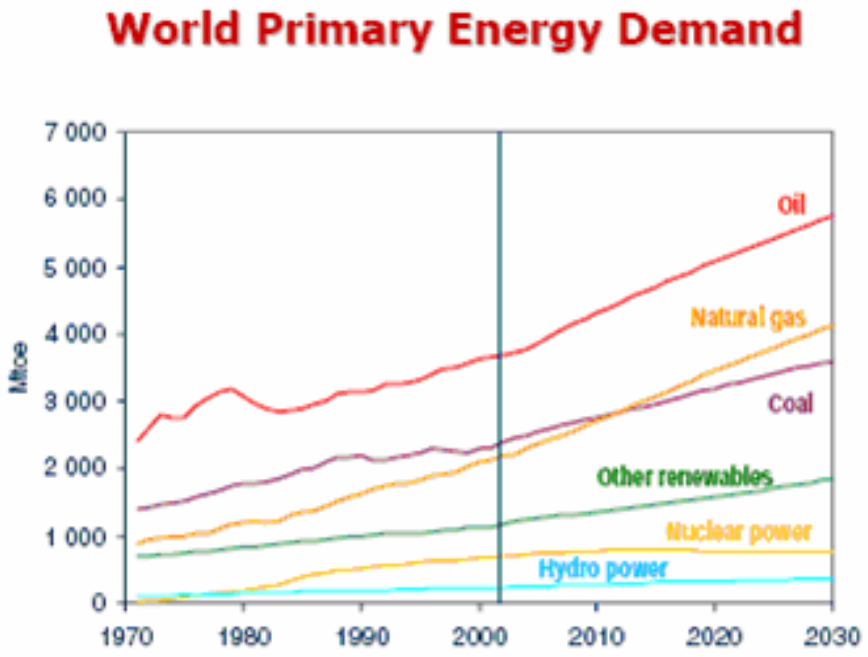
国际原油的产量可能已经接近顶峰，从而导致供应危机。如果全球原油产量真的很快就要到达顶峰，也就是说，需求继续增长，但原油产量却逐年减少。这条原油产量的下降曲线，与原油需求量的上升曲线相交，原油的价格就将急剧上升。关于原油产量将达到顶峰的预测，是基于上世纪 50 年代原油公司地球物理学家胡伯特的数学公式。

不可将本报告对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

1956 年，胡伯特根据美国油田的资料预测，美国原油产量会在 70 年代初期达到顶峰。而最后的发展结果也显示，美国原油产量果然在 1970 年到达顶峰，这使很多科学家都接受了胡伯特的观点。今天，专家们以同样的方法进行预测。悲观者预计全球产量最快会在 2005 年达到顶峰，乐观者预计 10—15 年内达到顶峰。无论这些估计是否准确，但有一点是完全可以确认的：产量顶峰迟早会来临，只是时间早晚的问题。在这个世界上，很难再找到新的大油田了。现在开采的原油，有 80%来自 1973 年以前发现的油井，而它们的产量正在达到或者过了顶峰，例如世界最大的沙特盖瓦尔油田早就开始注水开采，中国最大的大庆油田已经过了顶峰。世界可能已经跨过了“低油价时代”的门槛，步入了“高油价时代”。

二、 经济发展对原油绝对需求量的持续提高

世界范围内对原油的需求持续提高——从 1900 年的每天 50 万桶、1915 年的 125 万桶、1929 年的 400 万桶到 2004 年 8210 万桶，永不停息。总部设在巴黎的国际能源机构公布的《2004 年世界能源展望》预计，全球原油需求将年均增长 1.6%，到 2030 年日需求量将达 1.21 亿桶。原油需求增长速度最快的将是发展中国家，新增需求主要来自交通运输行业。原油需求增量大部分将由欧佩克成员国供应。到 2030 年，欧佩克将满足全球一半以上的原油需求，这个比例比 20 世纪 70 年代还要高。国际原油贸易量将翻一番，到 2030 年达到每天 6500 万桶，略高于原油总产量的一半。



资料来源：IEA

《展望》预测，为满足预测的新增需求，从 2003 年到 2030 年，油田、油轮、管线和炼厂将需要累计投资 3 万亿美元。融资将成为一个重大挑战。如此大的挑战，却是在哪里能找到如此庞大的易开采原油呢？

值得一提的是中国因素。在未来的 20 年里，由于中国要不断满足高速增长的工业和居民对能源的需求，其能源压力将继续增加。中国经济的高速转型正在耗尽国内的能源

不可将本报告对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

储备，从而引发大规模的向海外寻找新供应源的举动。这一扩张策略助推了全球原油市场的紧张局面，拉紧了国际关系，也是能源价格上涨的原因之一。目前，中国是世界上仅次于美国的第二大原油消费国。2004 年，中国共耗用了 3.14 亿吨原油，其中 1.227 亿吨为进口原油。且这种势头还在上升之中。据国际能源机构(IEA)称，在未来的 30 年中，中国的能源需求将占世界新增能源需求的 20%。IEA 预测，到 2030 年，中国的原油进口量将从目前的每天不到 200 万桶猛增到每天接近 1000 万桶。这相当于中国国内原油需求量的 80%以上。

三、 国际间原油争夺越演越烈，各国都在强调能源安全、原油安全

原油早晚将枯竭，因此各大国早就偷偷开始行动。战略家们都知道：凡是有原油、天然气的地方就会有战争。沿着世界原油分布走向，能看到一张原油战争的“路线图”。从二战以来的大小战争，几乎都与原油有关。

原油资源的争夺在近十几年来日益突出，20—21 世纪瓜分世界就是由“原油冷战”开始。全球油气资源的争夺更加激烈，也使对原油进口依赖程度较高的国家面临着更大压力。未来国际原油战略格局将可能呈现美国主导，欧佩克、俄罗斯、非洲等产油区三分天下的局面。美国的原油政策也决不局限于确保本国的能源供给，它体现了美国牵制他国经济和遏制敌对阵营时的战略威慑作用。

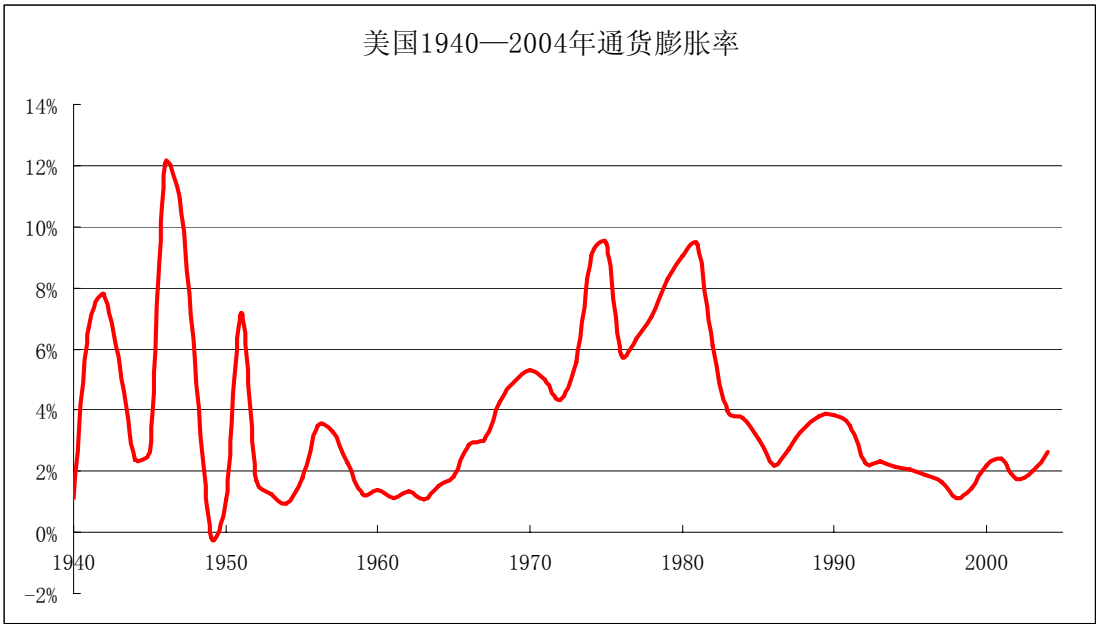
美国能源问题专家保罗罗伯茨的《THE END OF OIL》一书认为，世界正处在一种新战争的前沿，战争一方是有足够能源的国家，另一方则是没有足够能源但越来越情愿外出争取能源的国家。他同样预测，争夺最后的丰富油气资源的斗争，很可能成为 21 世纪地缘政治的主题。9. 11 事件以来，美国政府将其战略原油储备有计划地扩大至 7 亿桶。中国、印度于 2005 年开始原油战略储备计划，争夺市场上有限的原油资源。

除了正常商业需求、商业储备、公开的国家战略储备外，有战略眼光的强国还会不择手段加紧积累非常规战略储备，这就形成无法估计的需求黑洞。谁拥有最后的能源，谁就将是赢家。

四、 货币因素——长期通货膨胀使得名义价格能够大幅度提高

通货膨胀是世界经济的常态，除了经济大衰退时期，其余年份都有或高或低的通货膨胀。几十年下来，货币的贬值速度是惊人的。以美国为例，1940 年的 1 美元到 2004 年只值当初的 9%。每年的平均通货膨胀率约为 4%。

不可将本报告对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放



资料来源：美国商务部

我们置身在 10 年、20 年、30 年、50 年这样的坐标系里看油价，就需要把通货膨胀因素考虑进去。原油作为稀缺性不可再生资源，从历史上看战胜了通货膨胀。而在未来，离枯竭更接近的时候，有充分理由认为原油能继续战胜长期通货膨胀。我们认为，未来原油价格至少应该加上通货膨胀率才是，名义价格将日益变成一个现在无法理解的更大数字。因此，长期而言油价没有最高，只有更高。

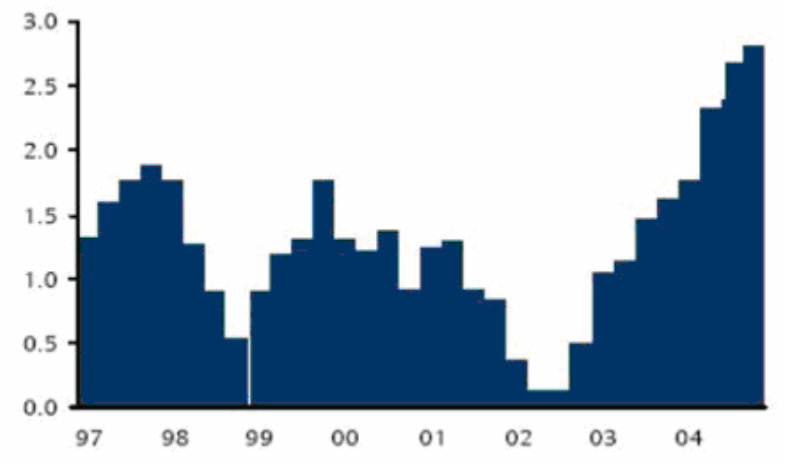
全球原油市场短、中期影响因素分析

一、全球原油需求急剧增长

2003年下半年，美国经济走出熊市，日本经济也从低迷期中走出，中国、印度经济持续高速度增长，使世界经济逐步出现强劲的复苏。从2003 年开始全球原油需求出现急剧增加，由日增幅50 万桶达到1.5 百万桶。2004年世界经济出现25年来最强劲的增长，原油增长速度继续加快，全球日需求总量达到8210万桶。2005年，预计全球日需求总量将达到8340万桶，2006年预计超过8500万桶。

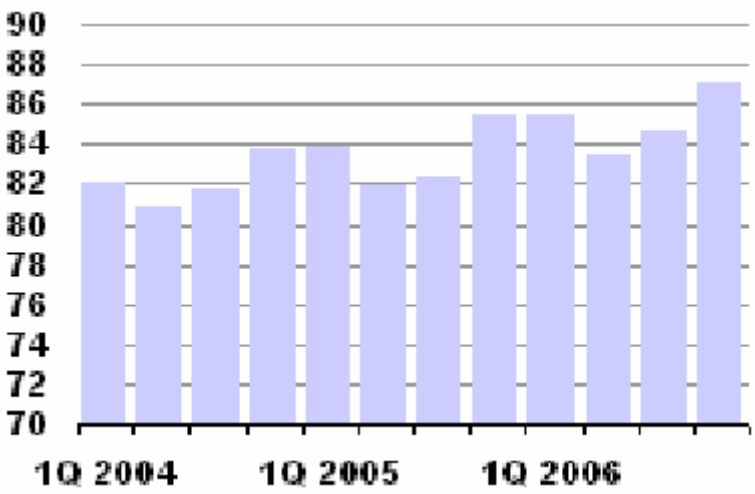
不可将本报告对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

世界原油需求变化（百万桶/天）



资料来源：长城伟业期货公司

世界原油需求量（百万桶/天）



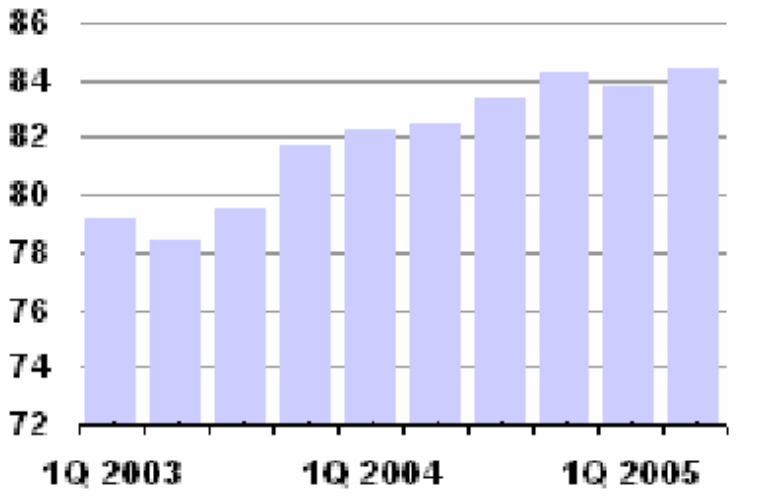
资料来源：IEA

二、全球能源供应基本满足需求

从世界原油供需状况来看，2004 年原油供需基本处于平衡状态。2005年一、二季度全球日均供应量为8410万桶，与2004年同期基本持平，日均消费量几乎与供应量持平。

不可将本报告对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

世界原油供应量（百万桶/天）

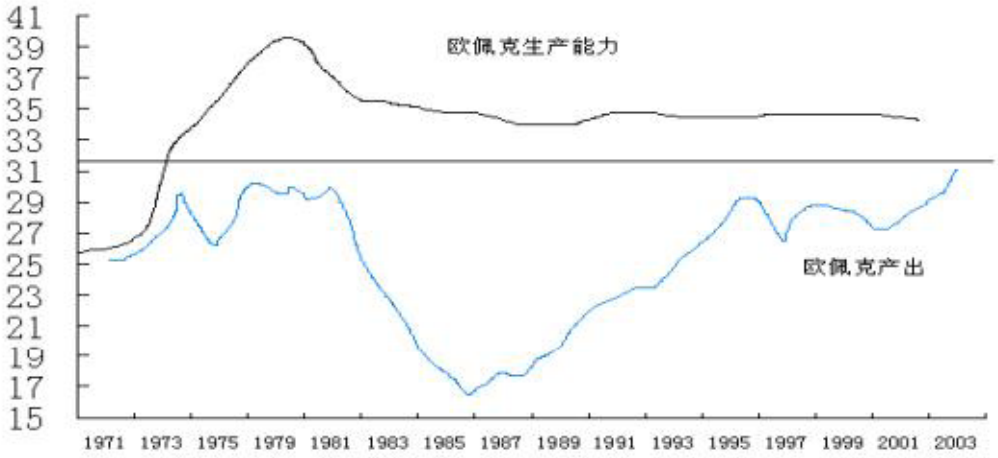


资料来源：IEA

三、全球产能不足已经显现

全球主要产油国都面临这产能不足的限制。下图是自1971年来欧佩克产能与产出的解释图

欧佩克产能与产出对比

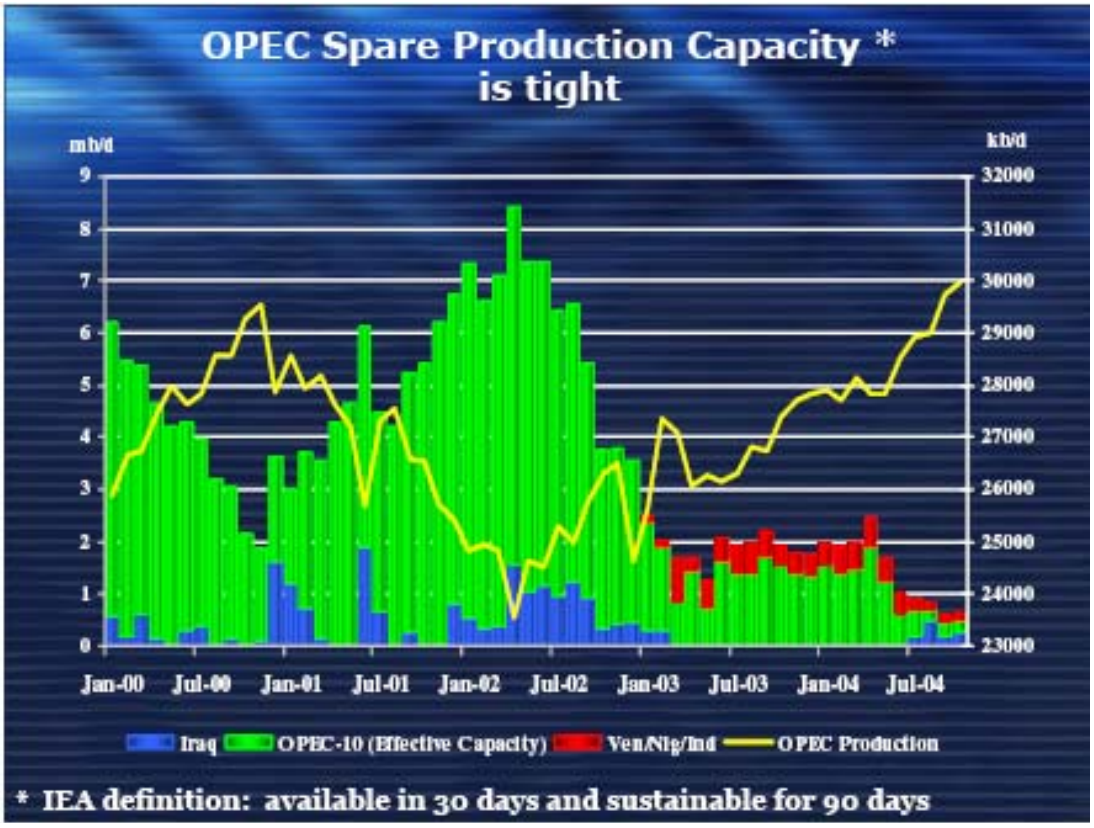


资料来源：长城伟业期货公司

在上个世纪70 年代全球商品资本投资急剧膨胀，在1981 油价达到顶峰之后原油领域的投资呈现泡沫性增长，导致80年代中后期产量急剧增长，油价跌至12 美金附近，与其他经济领域相比，能源领域的投资回报率急速下降，1988 年其他经济领域的平均投资回报率达到12%，而原油开采的回报率达到负值，为-5%，提炼及运输领域的回报率为0。欧佩克开始限产政策，并且在此之后的20 年里欧佩克没有加大对原油基础建设的投入，在图形上欧佩克产能表现为横向延伸，其间的全部增产几乎都来自原来的闲置产能，这种现象同样发生在提炼、合成、运输等原油相关行业。目前产油国的产能的利用已经达到极限，欧佩克大部分成员国长期超限额生产，产量已接近产能上限，

不可将本报告对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

而目前少量的剩余产能主要以市场需求量较小的重油为主。

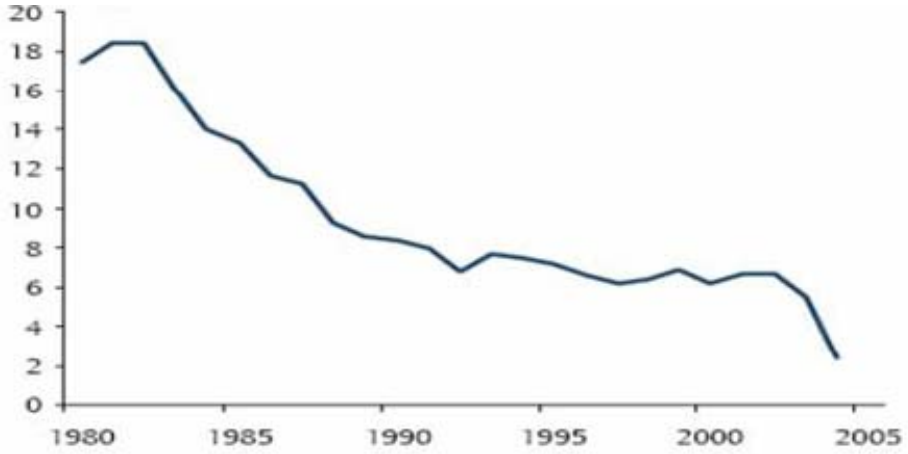


资料来源：IEA

投资不足也和跨国原油公司的战略有关。近年来，跨国原油公司吸取了历史教训，他们更关心的是公司股价和收益，而非增加投资开发新油田。他们的经营战略是，通过遏制可能导致油价下跌的生产扩大，以及强化对全球原油资源和原油市场的控制，最终从欧佩克手中夺取油价的决定权，避免油价大幅下滑，并力保股票价格不断上涨。

自 2003 年开始，全球闲置提炼能力已经明显下降（如下图），这将是改变全球能源格局的主要因素。

闲置提炼能力（百万桶/天）



资料来源：长城伟业期货公司

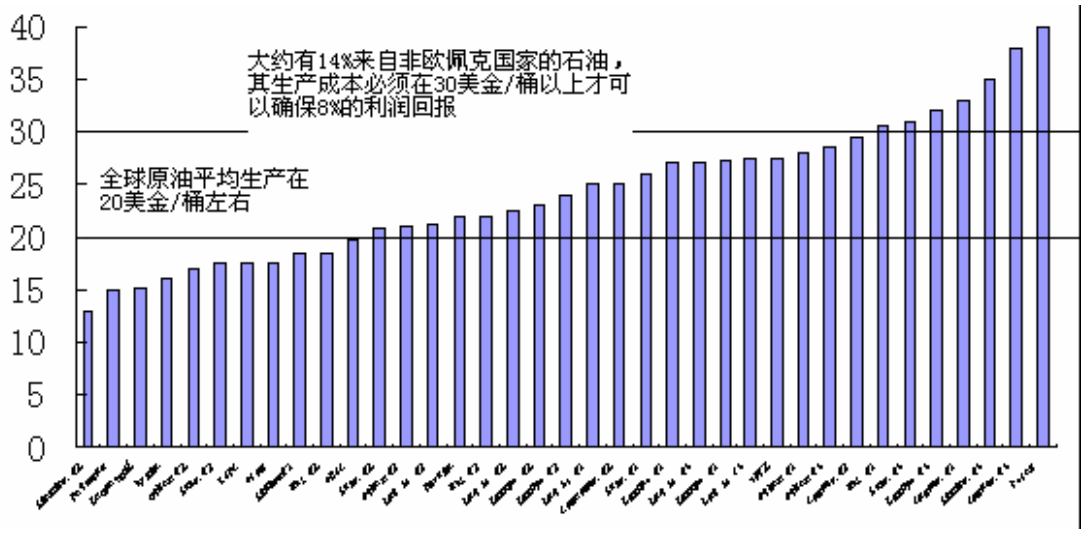
不可将本报告对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

因此目前油价的高涨并不是一个暂时的现象，它反映的是目前产能不足导致的供需矛盾的极度恶化。

四、成本及附加费用逐年提高

生产成本的提高对于价格构成支撑。来自高盛的最新数据表明，以前全球原油的平均生产成本在20 美金/桶左右，但全球14%的产出量（主要来自非欧佩克国家）必须确保30 美金/桶以上的成本价格才能实现通常8%的投资回报。

产油国生产成本（美元/桶）示意图

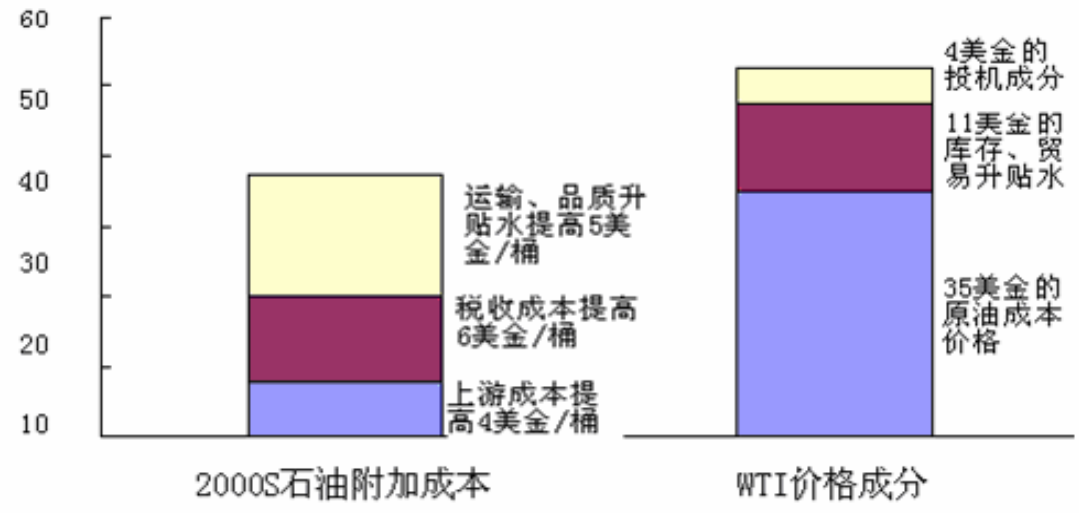


资料来源：高盛

除此之外其他附加费用也在逐年提高，其中最大的一部分来自于能源税，大致包括生产税、进口税、货物税（增值税）、消费税与环保相关的税收等项目。由于各国能源资源、能源安全、国家外汇、推动节能以及产业和消费者利益等情况的不同，各国的能源税率差异很大。IEA的调查显示生产国对能源征收的税率不超过50%，而消费国征收的税率基本上都在100%以上，最高的接近200%，这样仅税收一项，平均油价就要提高大约6 美元，此外开采、运输成本的提高也将成本提高了9-10美金，因此原油平均成本至少在35美金/桶以上。考虑到库存、品质等因素，原油价格的升贴水大致11 美金/桶左右，这样对于目前50美金的“高价油”，投机炒作只有占4 美金左右。

不可将本报告对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

原油价格构成（美元/桶）



资料来源：长城伟业期货公司

五、影响油价的其他因素

政治、军事、恐怖袭击、自然灾害等突发事件

从几十年的历史情况看，油价受突发事件影响而波动日益频繁，政治、军事、经济、恐怖袭击和自然灾害等因素已经成为一种伴生状态，这反映了供应的脆弱和需求的刚性。未来油价的不确定性因此日益增大。

国际游资推波助澜

目前，国际油市与股市、汇市一样，已成为投机收益的大“赌场”，投机资金正在取代政治事件、经济波动、战争爆发等因素，成为左右国际油价走势的主导力量。有报道指，全球对冲基金有 7000 家，资产达 9600 亿美元，它们的流向直接影响着油市、汇市和股市波动。2004 年油价上涨前，市场中活动的对冲基金数量达到历史新高。

六、总结

尽管油价持续高涨对于全球经济将构成威胁，但不可否认能源的短缺现象不是短时间可以改变的。BEA的研究资料认为世界油价的循环周期大约是30 年一次，如1940-1970以及1970-1997 年。而在任何一个周期的开始都需要近10 年的投资增长阶段，从而有效的支撑后续20 年的产量增长，目前产能不足以及油价暴涨的矛盾将带领全球原油进入投资增长阶段，而这一矛盾至少要在10 年后才可以有效解决，这意味着油价将高价位区间长期运行。

未来原油价格注定不会平稳的，将在高价位大幅度震荡并且不断创出新高。世界宏观经济的短期波动、需求的暂时回落将会造成油价大跌，这是买入的大好机会；突发事件、投机炒作、供应中断等也将使油价经常大幅上蹿。

不可将本报告对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

国内三家主要原油上市公司的简要分析

三家国内原油公司的经营业绩情况

中国石油（0857）近几年的经营利润平均 90%以上来自勘探与生产板块，2005 年下半年炼油板块大幅度亏损后，100%以上的经营利润将来自勘探与生产板块。

中海油（0883）是纯原油勘探与生产公司，利润都来自该板块。因此原油的实现价格对这两家公司业绩形成了绝对影响。

中国石化（0386）利润的 53%来自于勘探与生产板块，原油的实现价格对该板块业绩形成了相当的影响；由于成本油价受政府管制而使得价格倒挂，炼油板块的利润与原油价格是负相关关系；石化板块受惠于成本推动和周期景气，毛利水平应该可以维持；营销及分销的毛利也因成品油价格管制而被压缩，略受原油价格压制。因此该公司利润对原油价格的敏感性要低些。

三家国内原油公司的利润构成（亿元）

	中国石油（0857）			中国石化（0386）			中海油（0883）		
项目	2003	2004	2005 中	2003	2004	2005 中	2003	2004	2005 中
净利润	696.1	1029.2	616.24	224.2	360.2	196.5	115.4	161.9	118.3
经营利润	991.9	1465.9	855.4	388.8	630.7	336.8	156.8	223.8	168.2
勘探与生产	923.7	1255.7	846.9	191.6	256.1	177.9	156.8	223.9	168.2
炼油	50.35	119.81	-59.49	60.73	59.43	-12.96			
化工与销售	10.41	76.55	57.56	35.43	187.2	108.2			
天然气	19.22	25.35	14.78						
营销及分销				119.4	147.2	66.43			
本部及其他				-18.36	-19.25	-2.75			

资料来源：相关公司年度报告

盈利预测与估值比较

我们对 2005—2007 年的国际原油年度均价、相关公司年度实现均价，以及公司未来利润做了预测，结果如下：

不可将本报告对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

原油均价及实现均价预测（美元/桶）

项目	2003	2004	1H 2005	2005F	2006F	2007F
WTI	31.05	41.52	53.13	56.30	60	62
Brent	28.83	38.27	51.40	54.30	58	60
中国石油（0857）	27.20	33.88	43.42	48.59	52	54
中国石化（0386）	27.56	33.28	39.40	45.59	49	52
中海油（883）	28.11	35.41	43.91	49.19	52	54

资料来源：第一上海

三家国内原油公司的业绩预测（元/股）

公司名称	EPS			PE		
	2005F	2006F	2007F	2005F	2006F	2007F
中国石油（0857）	0.75	0.81	0.84	8	7.5	7.2
中国石化（0386）	0.42	0.44	0.44	7.6	7.3	7.3
中海油（0883）	0.65	0.72	0.75	7.9	7.2	6.8

资料来源：第一上海

据Bloomberg有关数据，国际原油巨头估值水平约在11—12 倍。中国的三家原油公司估值都在8倍左右，比较有吸引力。

中海油（0883）是单纯的石原油勘探开采企业，在三家同类公司中它在油价上升时的受益程度最大，而且其产量提升空间最大，因此它是该板块中的投资首选。

中国石油（0857）超过100%的经营利润来自勘探和生产板块，油价上升时的受益程度也比较大。但其炼油板块受到油价上涨的打击。因此，它是该板块中的投资次选。

中国石化（0386）的勘探和生产板块受益于油价上涨，但炼油板块和化工板块承担成本上升的压力，油价因素被部分抵消。全球石化行业景气度仍然较高。该公司也是较好投资品种。如果今后国家放开国内成品油价格，则是该公司重大利好，事件型投资者需留意该因素。

未来原油价格注定不会平稳，将在高价位大幅度震荡。2005年4季度和2006年初，世界宏观经济的短期走弱、需求的暂时回落有可能造成油价回落。三家原油公司的股价与原油价格高度相关，油价下跌也将使股价大幅度下跌，这正是吸纳能源股的大好机会。

不可将本报告对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

第一上海证券有限公司

中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人传阅。未经批准，不得以任何方式使用或转载本报告之任何内容。此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请或构成对任何人的投资建议。此报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向，财务情况或任何特别需要。此报告所载资料在刊出时皆被第一上海认为可靠，但第一上海不能担保其准确性或完整性，而第一上海不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。第一上海或其雇员将不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会持有此报告内所提及到的证券或投资项目。

©2005第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。