

# 低油价利好经济和市场

2015 年 1 月 26 日

## 投资要点

- 我们预计 2015 年上半年全球油价将持续走弱，全年均价同比跌超过 80%。** 致密油减产的进度是扭转石油市场供需的重要因素，在此之前，油价将维持短期均衡（成本线附近）价格水平，甚至在较短时间内可能出现跌破企业完全成本的极端情况。随着北美致密油产量的提高，主要致密油生产企业的资产结构不断优化，提升了企业在低油价背景下调节区域投资结构、维持产量目标的能力，且现阶段致密油企业财务状况好于 2008-09 年，两个原因叠加可能导致产量收缩时间延后。因此，我们预计：油价在 2015 年上半年仍将走弱，直至 Q3 北美致密油减产将令全球原油供需恢复紧张平衡格局。预计 2015 年油价走势前低后高，波动区间为 45-70 美元/桶，均价 53 美元/桶，同比跌超过 80%。
- 低油价提升中国经济增速，拓展政策操作空间。** 中国的原油年产量仅占消费量的 40%，油价下跌对于中国来说，不失为一个好消息。假设原油价格下降 20%，将在未来一年提升中国 GDP 增速 0.14 个百分点，降低 CPI、PPI 约 0.12、0.82 个百分点，增加消费者实际收入约 2100 亿。同时，油价下跌也将拓展政策操作空间，预计原油价格下降 20% 将带来基准利率下调 25 个 BP 的空间。此外，油价下跌形成的低通胀环境，也为财税、价格等改革营造了较好的背景环境。
- 低油价不会改变中国能源结构低碳化的大方向。** 经济效益、能源安全和环境保护是驱动能源多元化战略的三大基石。即使油价长期低迷，基于环境保护和能源安全的紧迫性，中国能源结构低碳化的大方向也不会发生动摇。比如，政府在低油价环境下，可以增加成品油消费税，再通过转移支付，补贴扶持新兴能源，推动能源结构的优化。但是，从边际影响来看，低油价仍然会小幅影响能源结构调整的速度，可能使得煤炭消费占比下降加速，石油占比下降趋缓，天然气占比上升加速，其他清洁能源占比上升放缓。
- 低油价对 A 股影响偏正面。** 1) 油价下跌将使得非金融板块收入增速放缓、毛利率改善，但后者作用超过了前者。如果 2015 年 WTI 均价由 2014 年的 93 美元/桶下降至 73 或 53 美元/桶，那么非金融板块的营业利润增速将抬升 4.7pct/9.6pct，全部 A 股的营业利润增速将抬升 2.2pct/4.2pct。2) 油价下跌对 A 股估值的影响有二，一是加大货币政策放松空间，从而利好 A 股估值；二是若低油价使得全球系统性风险爆发，则会对全球资本市场包括 A 股的估值造成负面影响。我们认为全球系统性风险爆发的概率较低，低油价对 A 股估值的影响偏正面。
- 低油价对 11 个行业的影响。** 根据自上而下的分析，大致有三类行业受低油价影响：一是油耗量较大的行业；二是与石油替代性产品相关的行业；三是与油价有联动的其他大宗商品相关行业。据此我们挑选出 11 个中信一级行业，自下而上分析，这些行业中部分子行业受低油价影响较大。

行业	主要影响渠道	
利好	航空与航运	航空板块受益于成本端改善与可能的燃油费下调，航运板块受益于成本端下行与需求提振。推荐中国国航、东方航空、招商轮船和中海发展。
	公用事业	天然气涨价预期缓解或促燃气需求回升。
	新型建材部分子行业	PPR、PE 和沥青等原材料价格跟随油价下行，塑料管道、防水材料和减水剂等行业受益。推荐伟星新材。
利空	基础化工小部分子行业	基础化工部分子行业产品议价能力强，受益于低油价。包括改性塑料、炭黑与高端涂料等。推荐金发科技、金力泰等。
	石化	上游开采勘探负面影响最大且直接；中游炼化主要通过库存减值负面影响企业的盈利；下游营销影响中性偏利好，主要受到低价刺激需求。
	基础化工	大部分子行业产能过剩，议价能力弱，加之库存减值，负面影响企业盈利。
	油服和油气装备	低油价将影响油服公司对油气装备的采购。
	焦化和煤化工	油价下跌，压低相关替代性产品价格，如甲醇、烯烃及油品等等。
中性	有色金属	铜、铝价格与油价相关性大，采矿与冶炼行业受损受损，下游加工行业受益。
	新能源乘用车	新能源乘用车的经济性面临较大挑战，负面影响行业估值。
	钢铁	原材料价格与运费下行，但是产品端供过于求，价格走低。整体影响中性。石油和新能源在发电领域不直接竞争，受影响较小。但是生物质燃油由于与原油利用存在直接竞争关系，生物质供热与生物质燃油或面临挑战。
	电力设备	

资料来源：中信证券研究部各研究小组



## 中信证券研究部

宏观经济研究团队

A 股市场策略研究团队

石油化工研究团队

电力设备研究团队

煤炭研究团队

交运研究团队

基础化工研究团队

公用事业研究团队

建材研究团队

有色钢铁研究团队

机械研究团队

汽车研究团队

（参与人员详见末页）

## 目录

<b>供大于求致本轮油价下跌，预计二季度企稳、三季度反弹</b> .....	<b>1</b>
全球原油需求弱势.....	1
供给持续宽松.....	1
大国角力令油价断崖式下跌.....	2
成本决定长期均衡价格及短期供给曲线.....	2
北美致密油退出节奏预示油价反弹时点.....	4
供需宽松格局有望在 Q3 出现扭转，支撑油价反弹.....	7
<b>中长期油价超跌反弹后将平稳上涨</b> .....	<b>8</b>
长期原油需求预期：未来 30 年 CAGR0.8%，增速小幅放缓.....	9
长期原油供给预期：技术进步带来原油新一轮供给宽松周期.....	11
中长期油价预期：2017-2025 年 Brent 油价运行区间为 70-95 美元/桶.....	13
<b>油价下跌对中国宏观经济的影响</b> .....	<b>14</b>
提升经济增速.....	14
降低价格水平.....	15
增加消费者实际收入.....	16
<b>油价下降对中国政策的影响</b> .....	<b>16</b>
<b>油价低企对能源多元化战略的影响</b> .....	<b>18</b>
经济效益、能源安全和环境保护是能源多元化战略的三大基石.....	18
油价低迷不会改变长期中国能源结构低碳化方向.....	19
但是油价低迷可能会影响能源结构调整的速度.....	21
<b>油价低企对 A 股总体的影响：中性偏正面</b> .....	<b>22</b>
收入放缓、毛利改善：油价下行提升非金融板块盈利增速.....	22
油价低企有助于提升 A 股估值.....	24
<b>油价低企对行业的影响：自上而下</b> .....	<b>26</b>
油价下降对不同行业主营收入的影响.....	26
主营成本影响情况.....	29
财务费用变化情况.....	31
油价下降导致的盈利分布变化.....	33
<b>油价低企对 11 大行业的影响：自下而上</b> .....	<b>38</b>
政策向好，油价探底，交运板块充分受益.....	39
涨价预期缓解或促燃气需求回升，利好公用事业板块.....	42
新型建材部分子行业显著受益于油价下跌.....	43
油价下跌对基础化工板块产生结构性影响.....	47
油价下跌对石化板块产生负面影响.....	47
油价下跌利空油服与油气设备.....	48
油价下跌对焦化与煤化工负面影响较大.....	49
有色金属受油价下跌负面影响.....	50
新能源受影响较少，但生物质供热和生物质燃油或面临挑战.....	52
对汽车行业整体影响中性，新能源乘用车估值承压.....	53
钢铁行业受油价影响偏中性.....	54

## 插图目录

图 1: 三大机构对 2014 年原油需求预测 .....	1
图 2: 三大机构对 2015 年原油需求预测 .....	1
图 3: OPEC 和非 OPEC 原油产量 .....	2
图 4: 预期 OPEC 原油剩余产能将上升 .....	2
图 5: OPEC 产量及布伦特原油价格走势 .....	2
图 6: 全球主要上游公司单位产量的经营现金流与净利润之差 .....	3
图 7: 美国主要致密油公司单位产量的经营现金流与净利润之差 .....	3
图 8: 企业负债水平不变所需的 Brent 油价 (2015-2016 年) .....	4
图 9: 美国北达科他州 2008-09 年钻井许可、钻机及油田土地开荒数量与 WTI 油价对比 ..	4
图 10: 美国北达科他州 2008-09 年产量与 WTI 油价对比 .....	4
图 11: 技术进步降低致密油开发成本 .....	5
图 12: 钻井周期 VS 成本 (Fayetteville 西南区) .....	5
图 13: 北达科他州钻机数量、油田土地开荒月均数量 .....	5
图 14: 2014 年北达科他州钻井许可数量 .....	5
图 15: 美国不同区域油气产品的盈利能力分布 (油价在 100 美元/桶时) .....	6
图 16: 北美各区域致密油产量 .....	6
图 17: 不同油价下, 美国致密油新项目盈亏平衡产量 .....	6
图 18: 不同油价下, 除美国致密油外新项目盈亏平衡产量 .....	6
图 19: 美国主要致密油公司季度净利润 .....	7
图 20: 美国主要致密油公司季度经营性现金流 .....	7
图 21: 北美致密油退出情景分析 .....	8
图 22: 2015-2016 年 Brent 原油价格预测 .....	8
图 23: 全球人口、GDP、能源需求预测 .....	9
图 24: 汽车经济性 .....	10
图 25: 汽车销售类型结构 .....	10
图 26: 2010-2040 年全球各一次能源消费增长 .....	11
图 27: 全球石油供给来源长期展望 .....	12
图 28: 全球各地区致密油产量变化 .....	12
图 29: 美国致密油长期产量预测 .....	12
图 30: 美国天然气价格与页岩气产量 .....	13
图 31: 美国天然气价格与相关上市公司 ROE .....	13
图 32: 长期布伦特油价预测 .....	14
图 33: 各国家和地区原油产量/消费量 .....	14
图 34: 油价下跌对 GDP 的影响 .....	15
图 35: 油价下降 20% 对价格的影响 .....	15
图 36: 油价下降 50% 对价格的影响 .....	15
图 37: 油价下降导致物价下降将促使货币政策有所调整 .....	16

图 38: 油价下降导致物价下降将促使赤字增加.....	17
图 39: 贸易顺差扩大将导致人民币继续升值.....	17
图 40: 工业化进程与能源战略需求的关系.....	18
图 41: 美国能源战略转型.....	19
图 42: 能源强度(单位 GDP 能耗)的国际比较.....	19
图 43: 碳强度(单位 GDP 碳排放)的国际比较.....	19
图 44: 全球石油消费占比与油价.....	20
图 45: 日本石油消费占比与油价.....	20
图 46: 美国石油消费占比与油价.....	20
图 47: 中国石油消费占比与油价.....	20
图 48: 国际原油现货价格.....	23
图 49: IMF 大宗价格指数领先国内 PPI.....	23
图 50: A 股非金融板块营业收入同比及预测.....	23
图 51: WTI 油价与 A 股非金融企业毛利率.....	24
图 52: 非金融企业毛利率及预测.....	24
图 53: 油价下跌对 A 股非金融板块上市公司盈利的影响路径.....	24
图 54: 日本股市估值与油价负相关.....	25
图 55: 日本通胀率与货币政策跟随油价变化.....	25
图 56: 中国对外资流出抵御能力较强.....	25
图 57: 海外资金进出与经济基本面正相关.....	25
图 58: 油价下降对各行业影响的传导机制.....	26
图 59: 分行业原油消耗量结构.....	29
图 60: 第一类盈利显著减少行业: 石油与天然气开采业、化学原料等上游行业分行业原油消耗量结构.....	35
图 61: 第二类盈利显著减少行业: 能源替代性行业(煤炭开采和洗选业).....	35
图 62: 第三类盈利显著减少行业: 工业品价格与油价高度相关的行业(有色金属矿采选业和加工业、黑色金属矿采选业等).....	35
图 63: 工业化进程与能源战略需求的关系.....	37
图 64: 1981-1986 年净利率均值.....	37
图 65: 1981-1986 净利润相较历史均值变化.....	37
图 66: 工业化进程与能源战略需求的关系.....	38
图 68: 国内航油出厂价.....	39
图 69: 航空燃油附加费.....	39
图 70: 油运运力缓慢增长.....	41
图 71: VLCC 的 TCE 向正常回报回归.....	42
图 72: 我国天然气消费量累计增速.....	43
图 73: NYMEX 原油价格走势.....	43
图 74: 水泥行业生产成本拆分估算.....	43
图 75: 2013 年以来水泥-煤炭价格差走势.....	43
图 76: 国内浮法玻璃行业生产中各燃料使用占比.....	44
图 77: 2010 以来石油焦价格趋势向下.....	44
图 78: 伟星新材 2014 年上半年产品收入占比.....	45

图 79: 2013 年伟星新材原材料成本占比达 73% .....	45
图 80: 2009 年伟星新材 PPR 和 PE 采购价大幅回落 .....	45
图 81: 2009 年伟星新材 PPR 和 PE 毛利率显著提升 .....	45
图 82: 伟星新材历年营业收入及增速 .....	46
图 83: 伟星新材历年归属于母公司净利润及增速 .....	46
图 84: 近期 PPR 进口管料价格已现下降趋势 .....	46
图 85: 伟星新材各产品毛利率水平 .....	46
图 86: 全球石油价格、供需及石油开发资本开支变化历史及发展趋势预测 .....	48
图 87: 加拿大油砂、美国致密油、深水原油盈亏平衡高于 80 美元/桶的产量及比例 .....	49
图 88: 铝成本组成 .....	51
图 89: LME 铝价与 Brent 现货原油相关性 .....	51
图 90: LME 铜价与原油价格之间关系 .....	51
图 91: 采矿主营业务收入与利润总额增长情况 .....	52
图 92: 冶炼压延加工业业务收入与利润总额增长情况 .....	52
图 93: 我国风电累计装机容量与国产风机价格趋势 .....	52
图 94: 我国光伏累计装机容量与大型定轴光伏系统价格趋势 .....	53

## 表格目录

表 1: 新油田发现对油价的影响.....	11
表 2: 油价波动对 GDP 增速的影响.....	14
表 3: 油价波动对价格的影响.....	15
表 4: 国务院发展研究中心对我国未来能源结构的测算.....	20
表 5: 石油价格对石油与天然气消费的影响-国际经验.....	21
表 6: 国内煤化工示范项目未来煤耗预测.....	21
表 7: 油价对能源结构的影响测算.....	22
表 8: 油价下降 20%对各行业价格的影响.....	26
表 9: 油价下降 20%对各行业营业收入的影响（政策不调整情形）.....	27
表 10: 油价下降 20%对各行业营业收入的影响（政策调整情形）.....	28
表 11: 油价下降 20%对行业成本的影响.....	30
表 12: 油价下降 20%对各行业成本的影响（政策调整情形）.....	30
表 13: 油价波动对各行业财务费用的影响.....	31
表 14: 油价下降 20%对各行业财务费用的影响.....	32
表 15: 分行业油价变化对盈利的弹性系数及影响.....	33
表 16: 政策作为情形下分行业盈利对油价变化弹性系数及影响.....	36
表 17: 油价低企对 A 股的行业影响.....	38
表 18: 油价对三大航空公司的敏感性测算.....	40
表 19: 油价对三大航空公司的敏感性测算（燃油附加费调整至零后）.....	40
表 20: 油价对于航运公司的敏感性测算.....	41
表 21: 各省份天然气最高门站价格表.....	42
表 22: 2015 年调价情形分析.....	43
表 23: 新型建材部分子行业预计将受益于油价暴跌.....	44
表 24: 管料价格下跌及 PPR 销量对公司 2015 年业绩敏感性分析.....	46
表 25: 油价变动对石化相关行业的盈利影响.....	48
表 26: 油价变动对煤炭相关行业的盈利影响.....	50
表 27: 国内碳交易试点成交情况.....	53
表 28: 油价对钢厂实际原材料采购端影响.....	54
表 29: 油价对钢贸影响.....	55
表 30: 油价对钢铁行业影响.....	55

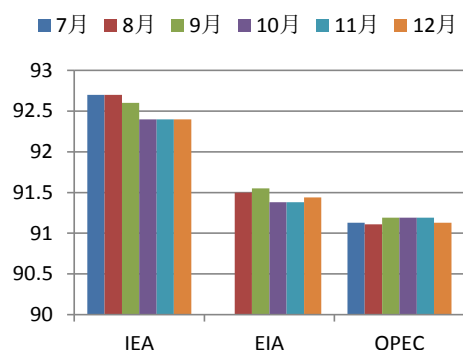
## 供大于求致本轮油价下跌，预计二季度企稳、三季度反弹

### 全球原油需求弱势

**国际机构连续六个月下调全球原油需求预测，但料需求仍保持增长。**2014年12月，IEA 下调 2015 年原油需求预测为 93.3 百万桶/天（前次为 93.6）；EIA 下调 2015 年原油需求预测至 92.32 百万桶/天（前次为 92.5）；OPEC 下调 2015 年原油需求预测为 92.26 百万桶/天（前次为 92.38）。

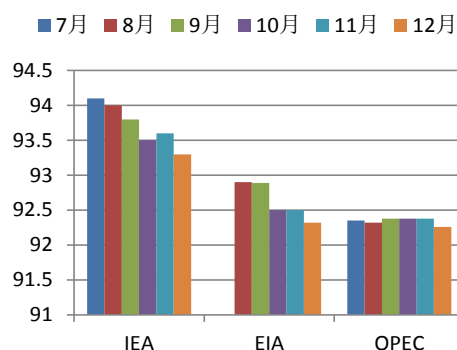
IEA 下调原油需求预测的主要原因是俄罗斯经济前景堪忧，以及日本经济疲软加上核电重启。

图 1：三大机构对 2014 年原油需求预测  
(单位：百万桶/天)



资料来源：IEA、EIA、OPEC

图 2：三大机构对 2015 年原油需求预测  
(单位：百万桶/天)



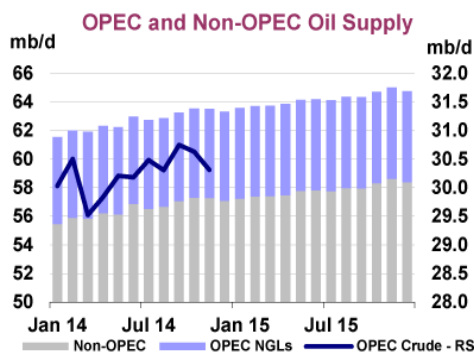
资料来源：IEA、EIA、OPEC

### 供给持续宽松

**非 OPEC 持续增产。**非 OPEC 国家 2014 年 11 月产量同比增加 230 万桶/天。2014 年，非 OPEC 原油产量增长达到了 1.9 百万桶/天的峰值。其中，美国致密油仍然是产量增长的驱动力，IEA 预计其致密油产量增速 2015 年将放缓到 1.3 百万桶/天（增速 30%，在油价暴跌前）。2014Q4，Eagle Ford 和 Bakken 区域的致密油产量分别同比增长 44 万桶/天和 24 万桶/天。从美国北达科他州的钻井数据看，11 月新增钻井许可证已经下降，10 月开始新打井数量也出现下降，但是原油产量仍在增长，可能原因是油公司将钻井作业区域从经济性较差的地区转到核心区。

**OPEC 产量保持稳定。**2014 年 12 月，OPEC 产量环比小幅下降 8 万桶/天至 3024 万桶/天，这一产量水平仍然高于 OPEC 产量目标（30 百万桶/天），且该状态已经持续了 8 个月。OPEC 产量小幅下降的原因是 12 月因伊斯兰武装分子加强了对利比亚能源设施的攻击，导致利比亚原油日产量跌破 30 万桶，与 10 月份最高点的 85 万桶相比跌幅超过 65%。2014 年 11 月进行的 OPEC 会议明确表明了不减产，且考虑到沙特维持其市场份额的战略意图，预计在 2015 年 OPEC 原油产量保持稳定。

图 3: OPEC 和非 OPEC 原油产量 (百万桶/天)



资料来源: IEA、EIA

图 4: 预期 OPEC 原油剩余产能将上升 (百万桶/天)



资料来源: EIA

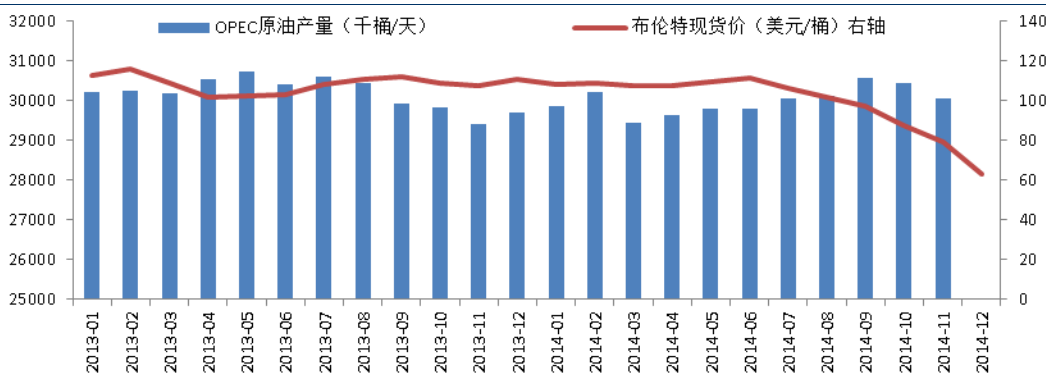
## 大国角力令油价断崖式下跌

美国打压油价既有动力又有实力。俄罗斯的经济重度依赖能源的出口。其中，俄罗斯出口额最高的商品是石油，达到 1737 亿美元，约占出口总额的 52%，比出口额排名第二的天然气的价格高一倍多。因此，制裁俄罗斯最好的办法就是抑制油价，打击俄罗斯的外汇来源。俄罗斯在此次原油价格下跌中损失惨重，卢布兑美元已经贬值超过 40%。

沙特争夺市场份额的行动将明显影响油价。2014 年 11 月 27 日，在油价已经连续下跌近 4 个月时间后，OPEC 决定维持原油配额而不减产。当日，国际油价应声下跌 8%。当时市场认为美国希望通过影响油价拖累俄罗斯的时期，沙特为保卫其市场份额也在短期容忍更低的油价出现。2014 年 12 月 2 日沙特王子 Turki al-Faisal al-Saud、2015 年 1 月 12 日沙特王子 Alwaleed Bin Talal Alsaud 都曾公开表示，沙特不会减产，也很难与 OPEC 其他国家达成一致减产的协议。因此进入 2015 年以来，国际油价继续下跌不止。

在大国角力背景下，重要产油国（沙特、俄罗斯）有动力也必须维持产量，因此供需格局的长期均衡难以维持，油价继续向下寻求短期均衡的支撑。

图 5: OPEC 产量及布伦特原油价格走势



资料来源: Wind, 中信证券研究部

## 成本决定长期均衡价格及短期供给曲线

### 边际资源完全成本 70-80 美元/桶

由于原油需求对价格具有很强的刚性，因此原油长期均衡价格主要决定于边际成本。深水、少部分北美致密油油砂是高成本资源，需要相对较高的盈亏平衡油价。IEA 使用 Rystad



的数据分析认为，目前，成本在 80 美元/桶以上的产量有 105 万桶/天，约占全球总产量的 1.1%。

在供需基本平衡的背景下，边际资源成本的确是长期均衡油价的支撑线。即在长期均衡油价水平下，边际资源得以开发，而其他资源盈利较好，从而维持供需平衡的格局。但在当前国际原油供需宽松的格局下(OPEC 剩余产能超过 300 万桶/天，占全球总消费量 3%-4%)，加之主要产油国之间展开价格战，边际资源开发成本显然无法成为油价的支撑。由此，当前供需格局下，长期（相对）均衡油价位置应该在 70-80 美元/桶之间。

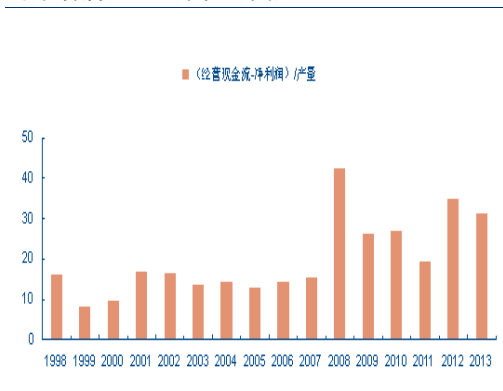
*备注：历史上，OPEC 剩余产能低于 200 万桶/天时，全球石油供需格局就处于偏紧的状态。这时国际油价多数会上升。因此，扣除全球 OPEC 安全剩余产能 200 万桶，全球当前多出来的原油供给只有 100 万桶/天左右，即与边际资源产量基本持平。因此，若没有产油国争夺市场份额的价格战背景，原油市场应该会在边际资源退出时再次回到供需紧平衡的状态，从而支撑油价回升。*

### 短期现金成本支撑 50-60 美元/桶

长期来看，如果油价不能达到项目的盈亏平衡点，那么油公司就不会增加投资，因而对油价构成长期支撑。而短期，盈亏平衡点则不一定构成成本支撑，只有经营现金流为负，企业才会对现有的项目关停或因资金断裂而被迫关停项目，进而减少产量。

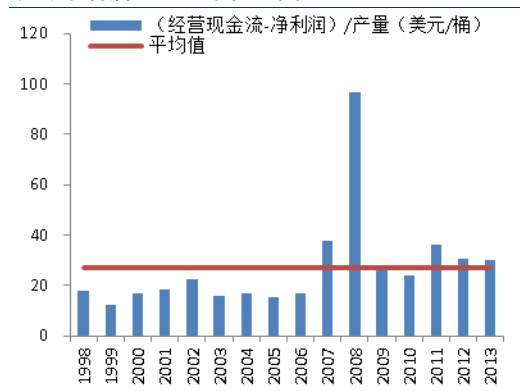
根据国际主要上游公司单位产量的“经营现金流-净利润”数据（1998-2013 年），原油生产的盈亏平衡点和现金流平衡点差距约 20 美元/桶。即，如果边际资源成本决定的长期均衡在 70-80 美元/桶，那么现金成本决定的短期均衡应在 50-60 美元/桶左右。

图 6：全球主要上游公司单位产量的经营现金流与净利润之差（单位：美元/桶）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

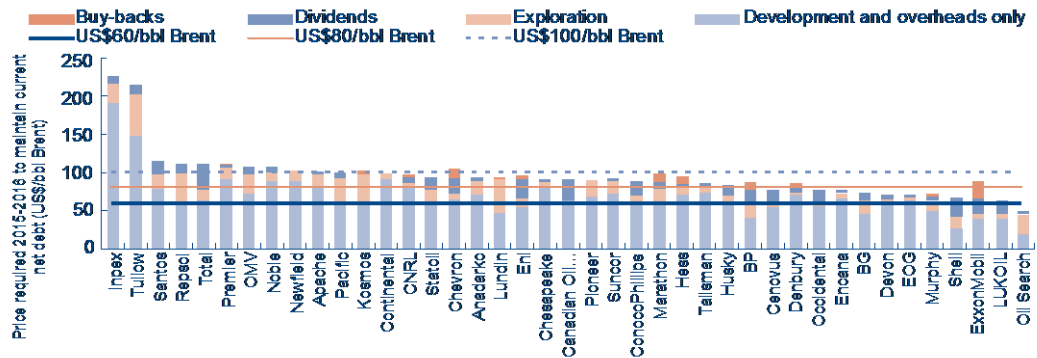
图 7：美国主要致密油公司单位产量的经营现金流与净利润之差（单位：美元/桶）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

根据伍德麦肯锡的数据，全球主要石油企业维持净现金流不变需要 Brent 油价保持在 60 美元/桶的水平。即若油价低于 80 美元/桶，则全球大部分石油公司将无法支付其承诺的股息、投资勘探区块以支撑起可持续发展亦或进行股票回购。若油价低于 60 美元/桶，则多数石油公司将无法维持其产量稳定。若考虑折旧摊销 10-20 美元，油价低于 50 美元，则多数石油公司将出现现金流缺口。

图 8：企业负债水平不变所需的 Brent 油价（2015-2016 年）



资料来源：Wood Mackenzie，中信证券研究部

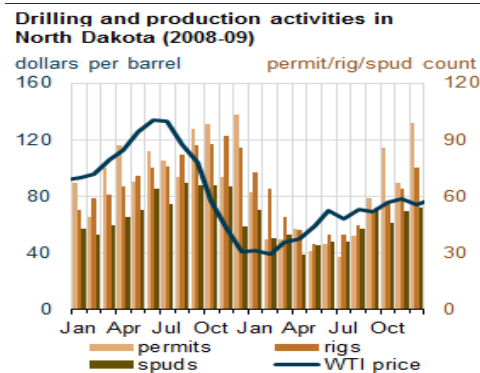
### 北美致密油退出节奏预示油价反弹时点

目前，致密油产量占美国全部石油产量的 56%。北美致密油产量的快速上升是导致石油市场出现供给过剩，并进一步导致石油价格大幅下跌的最本质原因。因此，在短期需求疲弱，但长期需求仍相对乐观的背景下，北美致密油供给收缩将是推动油价反弹的重要信号。

### 2008-09 年美国致密油经验启示：价格暴跌约半年出现产量收缩

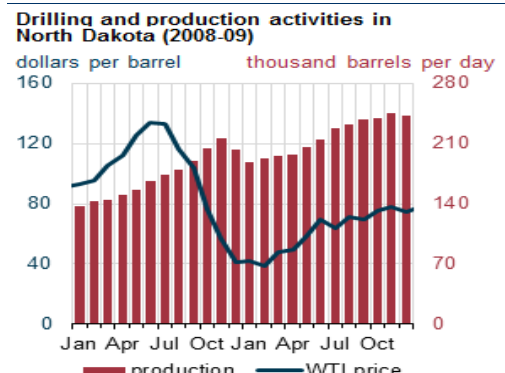
北达科他州是美国仅次于德克萨斯州的第二大石油生产区，也是美国最大的致密油生产州，拥有著名的巴肯油田。回顾 2008-09 年金融危机期间，不难发现在 2008 年 6 月国际油价开始下跌的初期，北达科他州的致密油产量、获批打井计划（钻井许可）仍在增加，直到 2008 年 11 月 WTI 跌破 57 美元/桶，致密油开采活动才开始大幅减少，获批的打井计划数量在 2008 年 12 月到 2009 年 7 月期间下降约 73%，同期钻机数量下降 62%，油田开荒数量下降约 55%。而致密油产量从 2008 年 11 月到 2009 年 1 月仅下降了约 13%，之后随着油价的企稳回升，致密油产量又继续回升。

图 9：美国北达科他州 2008-09 年钻井许可、钻机及油田土地开荒数量与 WTI 油价对比



资料来源：EIA，中信证券研究部

图 10：美国北达科他州 2008-09 年产量与 WTI 油价对比



资料来源：EIA，中信证券研究部

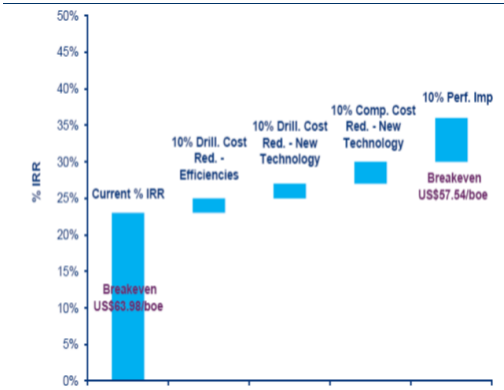
虽然 2008-09 年国际油价的大幅波动的主要因金融危机爆发令需求迅速萎缩，及各国量化宽松政策拉动需求迅速恢复，且当时北美致密油产量规模很小，但是致密油产量对国际油价下跌的反应、供给收缩的时点对分析本轮油价仍有启示：1、油价持续下跌半年后，致密油开采活动才开始减少，同时致密油产量出现下降；2、致密油开采许可、钻机数量、油田开荒数量由于审批和动复原需要时间，其下降持续时间较长。而致密油产量下降的持续时间与国际油价走势相关度更高；3、开发活动与产量下降幅度和周期不匹配。我们认为一方面

与致密油产量高峰期通常在打井后 1-1.5 年后出现有关；另一方面也与企业调整开发区块结构（将钻机调整到更高产、低成本的区域打井以维持产量）有关。

### 当前美国致密油开采成本低于 2008-09 年

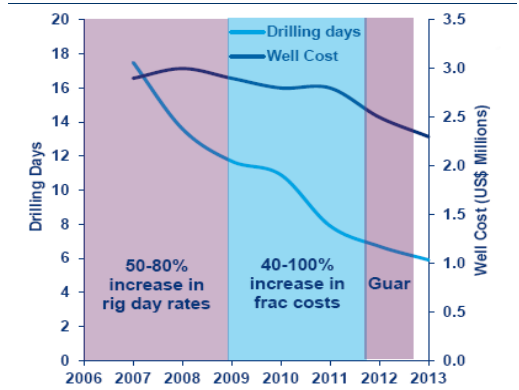
**技术进步推动成本下降，企业承受低油价能力增强。**2009 年以来，美国页岩气资源商业化成功的经验使相关技术不断向致密油开发领域转移，高效的钻完井工艺包括井工厂（丛式井）技术的应用等持续降低致密油的开发成本。路透社之前的报道称，2014 年美国巴肯页岩区带上将有超过 90% 的致密油钻井采用井工厂技术，每个平台可实现钻井 12~16 口，能够将单井钻井成本降至 750 万美元/口。但是，当前的国际油价水平已然已经低于致密油企业能够承受的水平。

图 11：技术进步降低致密油开发成本



资料来源：IHS，中信证券研究部

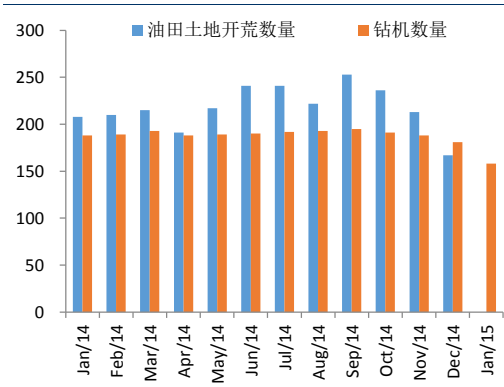
图 12：钻井周期 VS 成本（Fayetteville 西南区）



资料来源：IHS，中信证券研究部

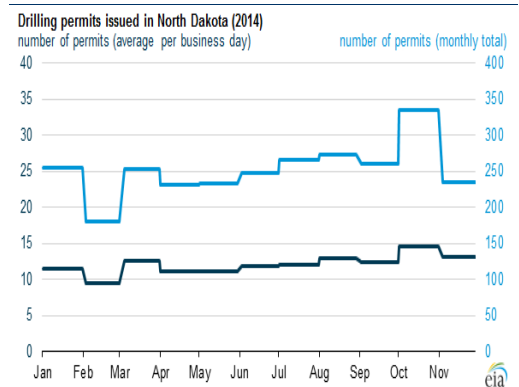
**当前低价格已经开始影响美国致密油开发活动。**从美国北达科他州矿产资源局公布的最新数据来看，直到 2014 年 12 月底，北达科他州致密油的钻井许可数量没有明显下降；2015 年 1 月，该州钻机数量出现明显的下滑，从 2014 年 12 月到 2015 年 1 月底，该州已有 17 座石油钻机停产，数量约占一个月前开工钻机总数的 9%；而油田开荒数量自 2014 年 9 月以来持续下滑，2014 年 12 月更是明显低于 2014 年前 11 月的平均水平。

图 13：北达科他州钻机数量、油田土地开荒月均数量



资料来源：Dept of Mineral Resources ND，中信证券研究部，注：2015 年 1 月钻机数量是 1 月 14 日当日值而非月平均

图 14：2014 年北达科他州钻井许可数量



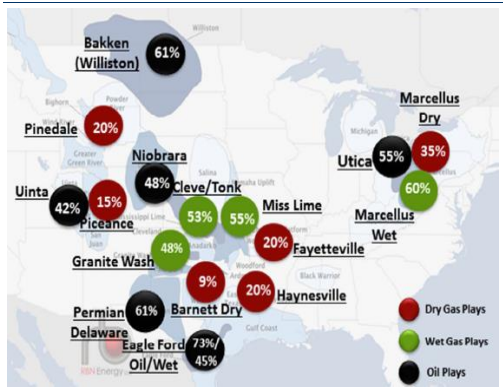
资料来源：EIA，中信证券研究部

### 致密油企业调整产量结构能力更强

随着北美致密油产量的提高，生产企业对于美国各主要致密油产区的理解也更加深刻。主要致密油生产企业的资产结构也不断优化，这无疑提升了企业在低油价背景下调节区域投资结构，降低成本，维持产量目标的能力。

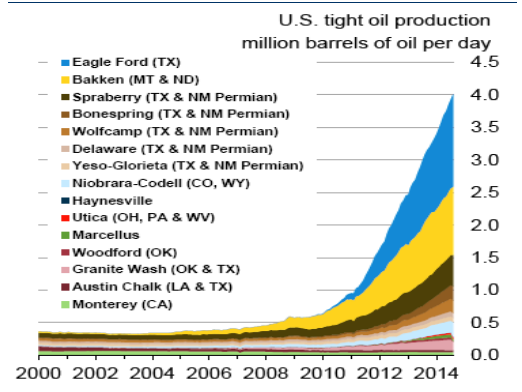
结构调整维持产量增长有望在 2015 年发生，下半年随着钻机数量、开发面积等指标持续下降，产量增速可能放缓，但北美致密油仍有望保持增长的态势。

图 15：美国不同区域油气产品的盈利能力分布（油价在 100 美元/桶时）



资料来源：OGJ

图 16：北美各区域致密油产量



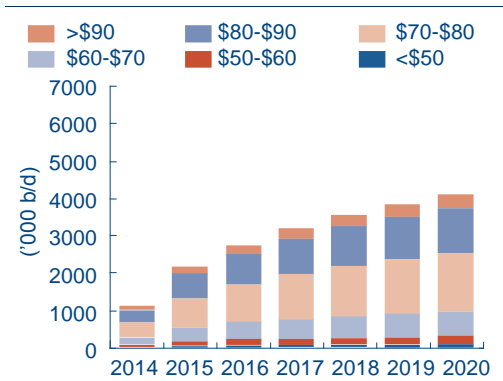
资料来源：IHS，中信证券研究部

### 致密油企业财务状况好于 2008-09 年，可能导致产量收缩时间延后

截至 2014 年三季度末，美国主要致密油开采企业还没有财务明显恶化的迹象。假设企业资本开支、成本等因素不变，因为油价快速的下跌，2014 年 Q4 开始，致密油企业的净利润及经营性现金流都会明显恶化。

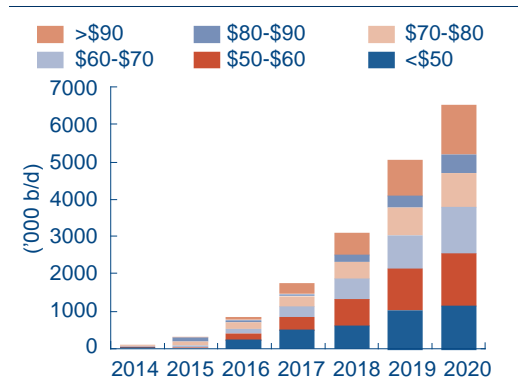
根据伍德麦肯锡的数据，美国致密油在 WTI 油价低于 70 美元/桶时可能会出现明显的供给收缩。如果 2015 年油价在较长的时间内维持在 70 美元/桶以下，预计到年底，将有 60 万桶/天的增量将受到威胁，占 2014 年底美国致密油产量近 400 万桶/天的约 15%。当油价低于 50 美元/桶时，预计将有约 90% 的致密油企业的净利润转负；如果油价低于 30 美元，则将有超过 80% 的公司经营性现金流为负。若石油价格在 2015 年前二季度都保持在 40-50 美元/桶之间，预计大部分致密油公司将逐渐停止新增钻井活动。

图 17：不同油价下，美国致密油新项目盈亏平衡产量



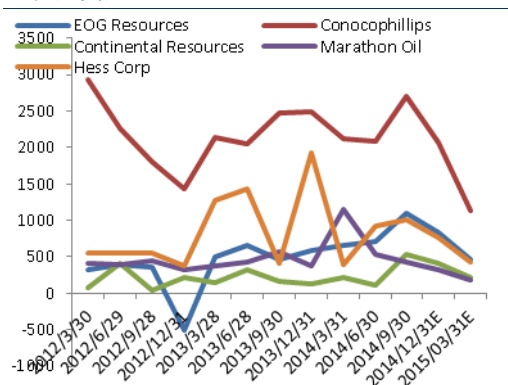
资料来源：伍德麦肯锡（含测算），中信证券研究部整理

图 18：不同油价下，除美国致密油外新项目盈亏平衡产量



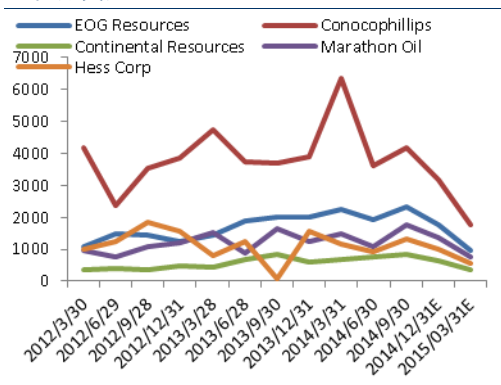
资料来源：伍德麦肯锡（含测算），中信证券研究部整理

图 19: 美国主要致密油公司季度净利润 (百万美元)



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部预测

图 20: 美国主要致密油公司季度经营性现金流 (百万美元)



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部预测

### 供需宽松格局有望在 Q3 出现扭转，支撑油价反弹

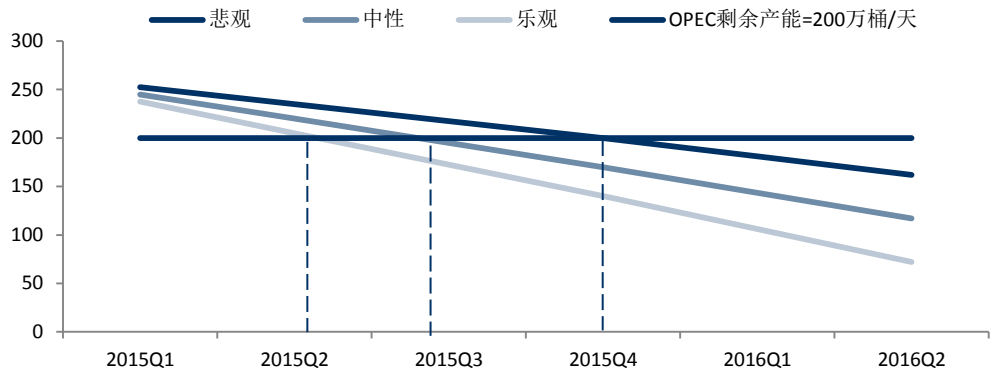
我们认为：首先，沙特保卫市场份额，美国压制俄罗斯的战略意图不变前提下，若石油市场仍然存在供需宽松的大环境，则油价将维持在低位。其次，北美致密油公司都是理性的且经营目标都是股东利益最大化的。油价低位必然令它们做出市场化的减产行为。最后，根据中信证券研究部宏观组的分析，俄罗斯及与其关联度极大的欧盟经济不会出现问题；而委内瑞拉等其他中东国家局部的经济问题不会将全球带入经济危机中。由此，在我们的分析框架下，致密油减产的进度将成为扭转石油市场供需的重要因素，在此之前，油价将维持短期均衡（成本线附近）价格水平，甚至在较短时间内可能出现跌破企业完全成本的极端情况。

基于前文对低油价对致密油企业财务及其产量的分析，我们对北美致密油生产企业减产的规模给予了三种情形假设：

- 1.乐观情况下，2015-2016 年美国致密油产量同比 2014 年和 2015 年小幅增长 30 万桶/天；
- 2.中性情况下，2015 年美国致密油产量同比持平；
- 3.悲观情况下，2015 年美国致密油产量同比下降 30 万桶/天。

我们预测：在悲观/中性/乐观三种情况下，OPEC 剩余产能将在 2015 年三季度达到 200 万桶/天的水平，即历史经验下全球石油供需偏紧的水平，即国际油价有望在 Q3 初出现反弹，在此之前，油价将持续处于寻底或筑底的过程中。油价反弹的高度预期为致密油企业增产意愿再次增强的价格水平，即 70-80 美元/桶。

图 21：北美致密油退出情景分析（万桶/天）



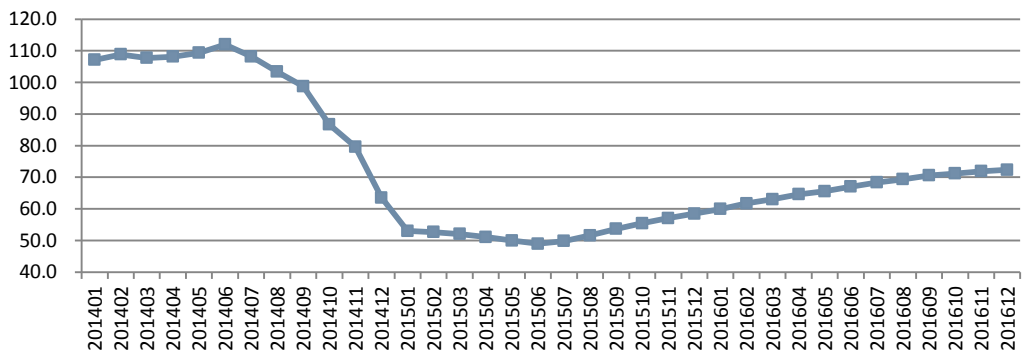
资料来源：EIA，中信证券研究部预测

2015 年，预计国际油价将呈现前低后高的走势，价格波动区间为 45-70 美元/桶；2016 年，随着需求稳定增长，及价格反弹后部分新增产量回归，国际油价预计将在 2015 年基础上稳定上涨。

**金融因素也将支撑油价 Q3 反弹。**根据中信证券研究部宏观组的判断，1 月底欧盟 QE 推出的概率加大，而美国加息在 Q2 预期增强，Q3 推出的概率大。因此资金面也支撑国际油价在 Q2 企稳，Q3 反弹。

**结合供需、金融各方面因素，及我们对美国致密油退出节奏的判断，预期 2015 年布伦特均价 53 美元/桶，同比下滑 88%。油价 2015 年的波动区间为 45-70 美元/桶；2016 年布伦特均价为 67 美元/桶，同比增长 26%。**

图 22：2015-2016 年 Brent 原油价格预测（美元/桶）



资料来源：EIA，中信证券研究部预测

## 中长期油价超跌反弹后将平稳上涨

**前言：**中期（3-5 年），技术进步使得美国致密油成为全球新增原油供给的重要主力。美国再次成为世界上重要的产油国。在美俄两国政治意图、国家利益没有形成统一的背景下，石油价格的表现将持续纠结（太高会让俄罗斯经济腾飞，太低会打破美国能源独立的梦想）。而在这当中，沙特的决定将影响油价的趋势。但是 OPEC 产油国内部的分歧由来已久，若其他国家复产进度顺利，沙特也是孤掌难鸣。

在新的影响国际油价因素出现之前，如全球政治经济新一极的出现，或新的原油期货定价市场的出现，国际油价走势只能在供需基本面的基础上，由大国间博弈的胜负决定其波动。而更长期来看，原油作为化石能源的不可再生性；及替代能源发展的快慢将决定其价格长期上涨的趋势和上涨的高度。我们所分析的长期油价趋势，仅基于供需基本面。

## 长期原油需求预期：未来 30 年 CAGR0.8%，增速小幅放缓

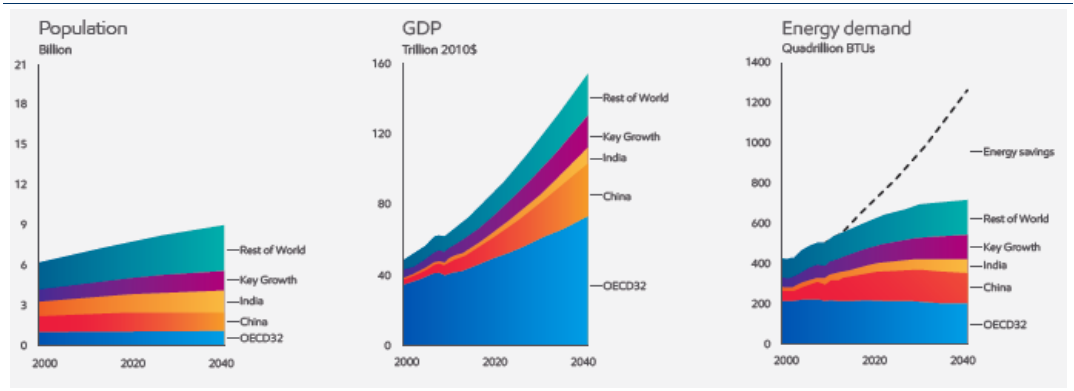
### 全球宏观经济未来 CAGR=3%

如前所述，原油需求与全球宏观经济高度相关，而对油价波动的相关性低。人口、经济是影响原油需求的核心因素。

1) 人口：根据 XOM 预测，2014-2040 年，全球人口 CAGR=0.9%。预计增量的 90% 由发展中国家贡献。而中国人口将在 2030 年见顶，印度将成为第一人口大国。同时，人口的城市化率将提升。

2) 经济：根据 XOM 预测，预计 2014-2040 年，全球 GDP CAGR=3%。经济增长与人口结构密切相关，主要是工作年龄人口占总人口比例。OECD32 国（除巴西和墨西哥）的工龄人口比例将呈现下降。中国人口结构已经开始老龄化，预计 65 岁以上人口将从 2010 年的 8% 上升到 2040 年的 20%，中国经济增速将会放缓。印度、巴西、墨西哥、埃及等国工龄人口比例将增加，有可能拉动经济增长。尽管中国增速在放缓，但仍然是未来 30 年全球经济增长的主要拉动力量。

图 23：全球人口、GDP、能源需求预测



资料来源：XOM

### 节能技术令能源需求增速低于经济增速，CAGR=1%

**预计 2014-2025 年，全球能源需求 CAGR=1.5%，2026-2040 年下降到 0.5%，2014-2040 平均 1%。对比 GDP 增速，意味着 2014-2040 年单位 GDP 消耗能源每年下降 1.9% 左右。**长周期的能源需求增长主要来自发展中国家。根据 XOM 预测，到 2040 年，发展中国家的能源需求将增长 70%，其中中国、印度、其他发展中国家分别贡献 30%、20%、20%。OECD32 国经济仍在增长，但是能源消费将下降 7%，主要来自于能源利用效率的提升。发展中国家的能源利用效率也会提升，但是会被经济增长所掩盖。

能源利用效率的提升导致全球能源需求增速低于经济增速。预计 2015-2040 年的 25 年间，全球能源需求增速将远低于 1980-2010 年，主要原因是节能技术的应用。

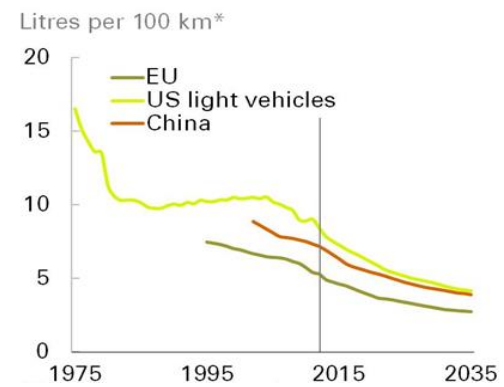
1) 交通：能源节约得益于涡轮增压技术等的应用。2014-2040 年，预计全球的交通能源需求 CAGR=1.8%，GDP 的 CAGR=3.0%，就意味着单位 GDP 对应的交通能耗每年降低 1.2% 左右，这一速度比 1980-2010 年提高了 3 倍。根据 XOM 的预测，到 2040 年，全球的

车辆平均的燃料效率将提高到 45 英里/加仑（2010 年是 25 英里/加仑），主要是得益于涡轮增压技术和输电系统的升级。另外，混合动力车在新车销量中的比例提高到 2040 年的 50% 左右，届时将占全球汽车存量的 1/3，而混合动力车能够带来 30% 的能源节约。而纯电动车在 2040 年可能占全球汽车存量的 5%。

**2) 住宅和商业：能源节约得益于建筑、家电节能。**从 2014-2040 年，预计家庭数量平均每年增加 1.4%，而住宅能源需求每年增加 0.6%。这意味着，平均每个家庭能源节约 0.8%，主要得益于建筑规范提升、家用电器节能等。另外，家用能源结构也将发生变化，能源效率更高的电力和天然气比例将增加，也带来节能效果。

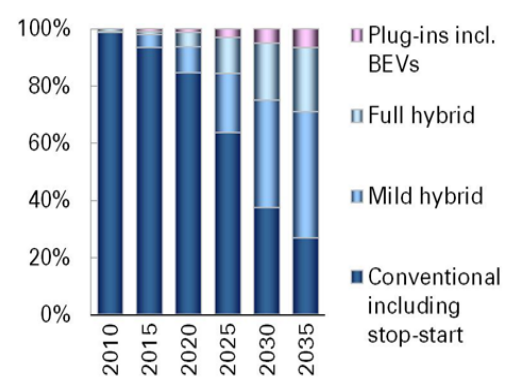
**3) 制造业：节能得益于能效技术应用和工艺流程优化。**全球的趋势是使用更少的能源生产更多价值的产品。在全球贸易的时代，成功的公司都会提高技术水平、改造生产和物流，以最大化能源利用效率，使自己获得相对竞争优势。例如，提升能源效率技术的应用（比如变频技术、过程控制等技术），以及工艺流程优化以最大化热能和电力的使用效率。一些国家还设定了能效标准，以满足环保和能源安全目标。OECD32 国的能源密度（单位 GDP 能耗）从 1995-2010 年平均每年下降 2%，未来将继续下降；中国的能源密度下降的速度大概是 OECD 国家的两倍，到 2040 年将接近 OECD 国家的水平。

图 24：汽车经济性



资料来源：BP

图 25：汽车销售类型结构



资料来源：BP

**替代效应改变一次能源结构，原油需求 CAGR=0.8%**

XOM 预计 2014-2025 年原油需求 CAGR1.1%，2026-2040 年下降到 0.5%，2014-2040 年平均 0.8%，低于能源整体需求增速。原油主要在被天然气以及核能、太阳能、风能等能源替代。

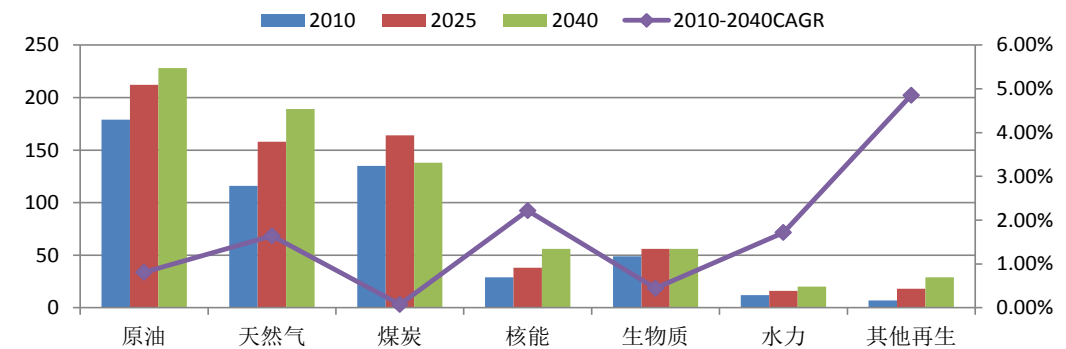
预期天然气 2014-2025 年需求 CAGR 约在 2.1%，2026-2040 年下降到 1.2%。增长主要来自非常规气，尤其是北美的页岩气。2010-2013 年，北美非常规气产量增幅超过 30%，达到 550 亿立方英尺/天。在最近几年内，北美的非常规气产量预计会超过中东天然气总产量。在 2020 年左右，北美将超过前苏联地区，成为全球最大的天然气生产区。2014-2040 年，预计北美天然气产量 CAGR1.9%，2040 年将达到 1400 亿立方英尺/天。

再生能源中，预计未来核能需求 CAGR=2.2%，太阳能、风能等其他再生能源 CAGR=4.9%。核能快速增长主要因为很多国家在扩建核能，出发点在能源安全和气候变化。核能发展最快的地区是亚太，主要是中国和印度。太阳能和风能的增长主要体现在发电领域。生物质能源将在政府政策（意在抑制温室气体的排放）的推动下，在交通领域有一定增长。到 2040 年，这些再生能源将占到全球能源需求的 4% 左右。目前制约再生能源发展的因素主要是成本和生产的间断性特征，油价维持低位的风险也可能制约再生能源发展速度。



具体到各个应用领域，在化工领域，NGL 等正在替代石脑油。当今全球最主要的蒸汽裂解原料仍然是石脑油（是一种石油炼制产品），占比超过 50%；乙烷和其他 NGL 是第二大，占比 30%左右。NGL 将在化工领域逐渐替代石脑油，主要得益于北美和中东天然气产量增加，带来伴生 NGL 增加。NGL 需求预计到 2040 年将增长 125%，而石脑油将增长 70%。预计在 2025 年之后，NGL 有望超过石脑油成为最主要的裂解原料。此外，中国正在用煤作为化工原料的替代来源。

图 26：2010-2040 年全球各一次能源消费增长（单位： $1 \times 10^{15}$  btu）



资料来源：XOM，中信证券研究部整理

## 长期原油供给预期：技术进步带来原油新一轮供给宽松周期

### 技术进步是主要外生变量

影响原油供给的因素主要包括：1) 原油价格波动本身；2) 地缘冲突带来的供给外生冲击；3) 技术进步带来的供给外生冲击。

**1) 原油价格本身对供给的影响：**如前述分析，原油供给对原油价格波动比较敏感。也就是说，原油供给在油价模型中具有较强的内生性，因此在分析供给对价格的影响时，分析外生的供给冲击更加重要。

**2) 地缘冲突：**从石油进入“波斯湾时代”之后的 60 年来，这个影响因素一直存在，伴随着深层次的西方文明和伊斯兰文明冲突。在可预见的未来，这种冲突不会消失，但该冲突的激化程度在 3-5 年之内的消长，及其给油价带来的影响是较难预判的。

**3) 技术进步：**技术进步带来的供给冲击通常伴随着对可开发原油储量重新认识或新油田的发现，以及随后供给量的增加。例如，中东油田的发现将原油市场带入“波斯湾时代”，欧洲、西非等地的油田发现将原油市场带入“多元化时代”，带来了石油定价权的迁移。

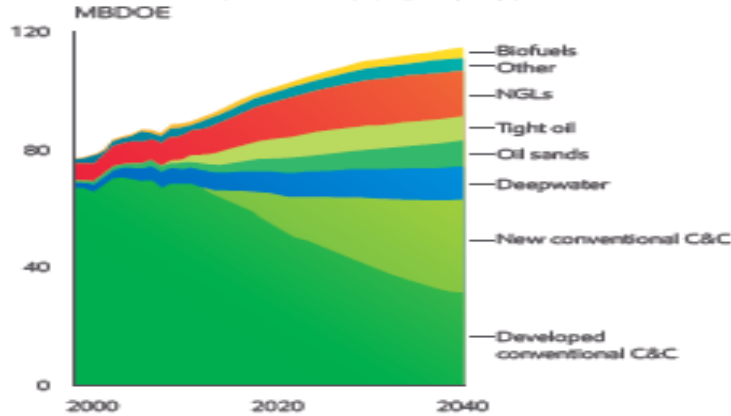
表 1：新油田发现对油价的影响

事件	时间段	油价变动幅度	备注
中东大幅增产	1937-1946	-5%	世界石油缺乏定价体系时期，价格相对稳定
北海油田发现	1980-1989	-50%	80 年代需求疲软，油价下跌不能完全归因于新增供给
美国致密油增产	2010-2020 (E)	?	

资料来源：BP，中信证券研究部整理

2015-2040 年，新增石油供给的主要来源将不是传统资源，而是由技术进步带来的原来不能经济开发的资源，主要包括：致密油、油砂、NGL、深海/极地油气等。根据 XOM 预测，到 2040 年，非常规油将占到总产量 45% 的份额（2010 年仅 25%）。

图 27：全球石油供给来源长期展望



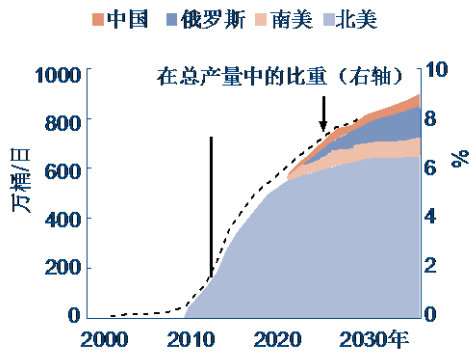
资料来源：XOM，中信证券研究部整理

### 致密油高速增长将至少持续到 2020 年

技术进步推动了美国致密油商业化开采。2009 年以来，美国页岩气资源商业化成功的经验使相关技术不断向致密油开发领域转移，高效的钻完井工艺包括井工厂（丛式井）技术的应用等持续降低致密油的开发成本。

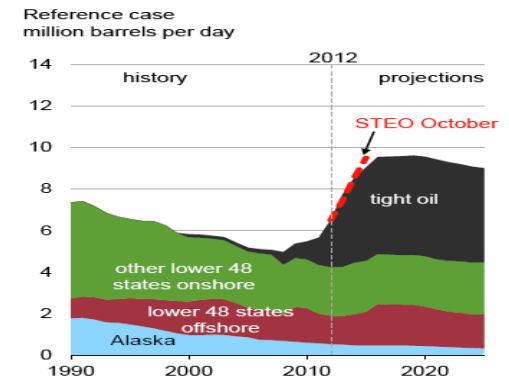
2040 年，致密油产量占全球原油总产量比例将达到 7%（而 2010 年仅不足 1%）。预计北美页岩油的快速增长期将持续到 2020 年左右，之后增速将放缓。而中国、俄罗斯等地区的页岩油可能在 2020 年之后迎来较快增长期，而目前仍受制于地质条件和技术的不确定性。

图 28：全球各地区致密油产量变化



资料来源：国际石油经济，中信证券研究部整理

图 29：美国致密油长期产量预测

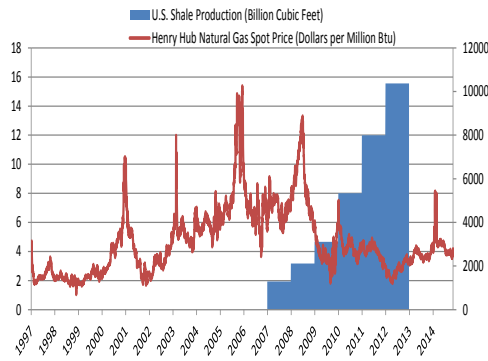


资料来源：EIA，中信证券研究部整理

当前的低油价可能短期冲击致密油产量，但难以阻挡其产量增长的脚步。技术进步和组织效率提高，使钻井速度加快、新井产量增加，成本下降。目前美国致密油中，只有 4%成本在 80 美元/桶以上，而将近 90%的产量成本在 60-75 美元/桶左右。

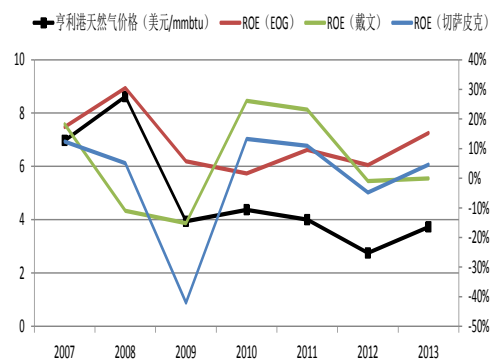
以 2006 年的页岩气革命作为参考，气价下跌仅使其产量增速放缓，而并未终止其增长趋势。2006-2008 年美国页岩气产量爆发的年份。此后美国天然气价格迅速下行，从高点的超过 14 美元/百万英热单位下降到低点的 2 美元/百万英热单位。但 2009-2011 年美国页岩气产量仍然保持高速增长态势；至 2012 年美国天然气价格跌至低点，当年美国部分以页岩气为主的上游公司陷入亏损，同年美国页岩气产量增幅出现下滑，但仍保持相对较快增长。

图 30：美国天然气价格与页岩气产量



资料来源：EIA，中信证券研究部

图 31：美国天然气价格与相关上市公司 ROE



资料来源：EIA，中信证券研究部

## 中长期油价预期：2017-2025 年 Brent 油价运行区间为 70-95 美元/桶

**1.中性情形：**1) 非 OECD 原油需求：2014-2025 年 CAGR=2.0%，2025-2040 年 CAGR=1.0%；2) OECD 原油需求：2014-2025 年 CAGR=0.1%，2025-2040 年 CAGR=0%；3) 非 OPEC 原油供给：2014-2020 年北美页岩油仍是增长拉动力，但由于油价低位，增速低于过去几年，CAGR=0.8%，2020-2040 年回落到 0.6%；4) OPEC 原油供给：2014-2020 年受到页岩油压制 CAGR=0%，2020-2040 年恢复到 1%。

中性情形下，2025 年目标油价 90 美元/桶，2040 年目标油价 131 美元/桶。

**长期油价走势可以分为两大阶段。**1) 2016-2025 年，尽管非 OPEC 供给仍较快增长，但得益于需求处于较快恢复，油价处于较快复苏周期，每年涨幅 5-6%；2) 2026-2040 年全球经济增速放缓，尽管非 OPEC 供给增速下降，但 OPEC 供给增长有所弥补，油价维持相对平稳状态，每年涨幅下滑到 1-2%

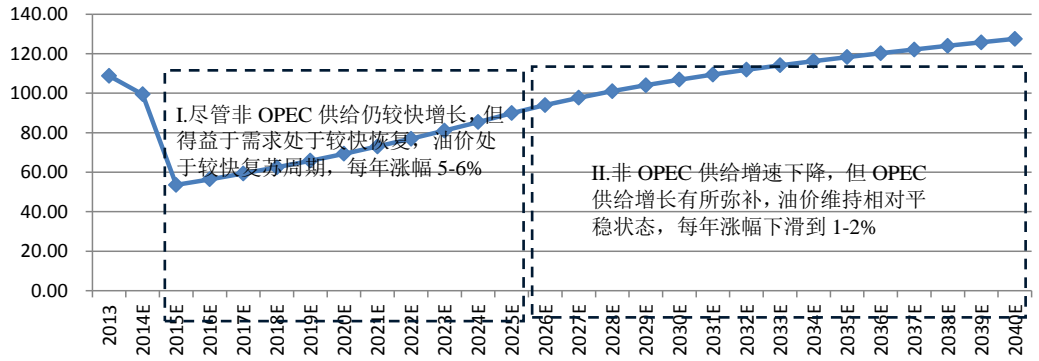
**2.乐观情形：**1) 非 OECD 原油需求：2014-2025 年 CAGR=2.5%，2025-2040 年 CAGR=1.5%；2) OECD 原油需求：2014-2025 年 CAGR=0.5%，2025-2040 年 CAGR=0.2%；3) 非 OPEC 原油供给：2014-2020 年 CAGR=1.5%，2020-2040 年回落到 1.0%；4) OPEC 原油供给：2014-2020 年 CAGR=0.5%，2020-2040 年恢复到 1.5%。

乐观情形下，2025 年目标油价 92 美元/桶，2040 年目标油价 141 美元/桶。

**3.悲观情形：**1) 非 OECD 原油需求：2014-2025 年 CAGR=1.5%，2025-2040 年 CAGR=0.5%；2) OECD 原油需求：2014-2025 年 CAGR=0%，2025-2040 年 CAGR=-0.5%；3) 非 OPEC 原油供给：2014-2020 年 CAGR=0.5%，2020-2040 年回落到 0.2%；4) OPEC 原油供给：2014-2020 年 CAGR=-0.5%，2020-2040 年恢复到+0.5%。

悲观情形下，2025 年目标油价 90 美元/桶，2040 年目标油价 123 美元/桶。

图 32：长期布伦特油价预测（美元/桶）

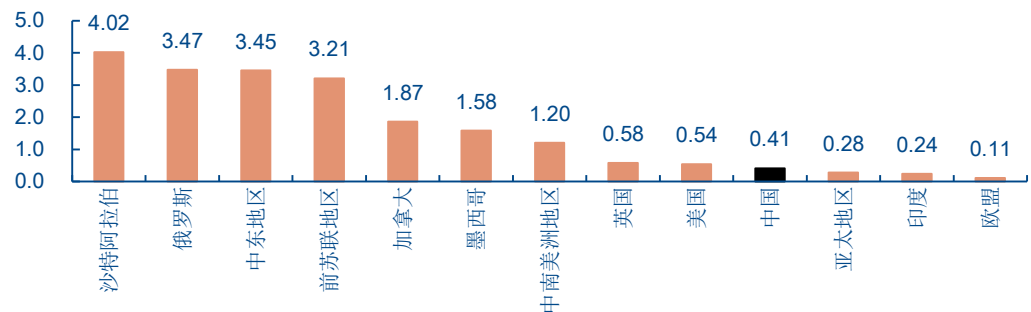


资料来源：XOM, EIA, 中信证券研究部预测

## 油价下跌对中国宏观经济的影响

整体而言，大宗商品特别是油价的大跌，对于中国来说，不失为一个好消息。2014 年下半年伊始，国际原油价格在几个月内暴跌了 50% 以上，对全球经济产生了巨大影响。俄罗斯、中东等严重依赖石油收入且财政压力较大的国家显然将成为油价下跌的最大受害者，油价下跌严重影响其经济；而对于中国来说，我国的原油年产量仅占消费量的 40%，在全球中排序靠后，对中国经济而言，油价下降将降低生产成本，压力通胀拓展政策空间，并节省消费者成本从而利好消费。

图 33：各国家和地区原油产量/消费量（%）



资料来源：CEIC, 中信证券研究部

## 提升经济增速

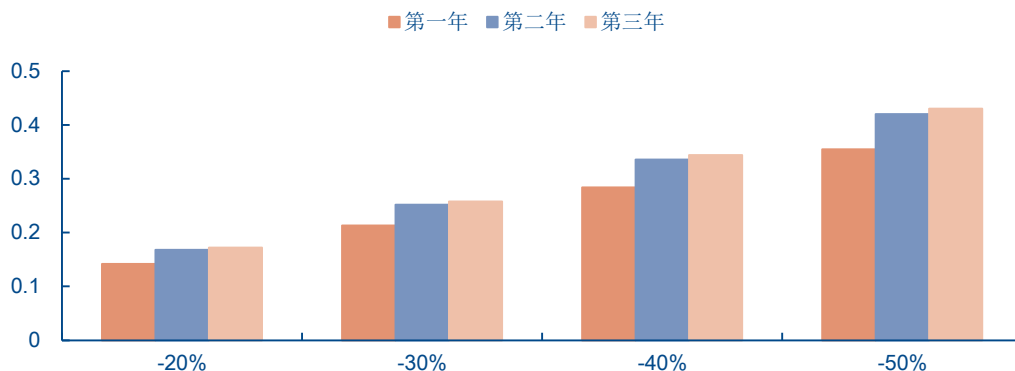
假设原油价格下降 20%，将在未来一年提升我国 GDP 增速 0.14 个百分点。我们在分析能源价格与生产者成本和产量关系的基础上，推导出包含能源价格的菲利普斯曲线，从理论上研究能源价格冲击对物价和产出的影响，通过一般均衡模型模拟国内能源价格以及国际石油价格上升对中国产出的影响，结论见下表：

表 2：油价波动对 GDP 增速的影响（%）

	第一年	第二年	第三年
-20%	0.142	0.168	0.172
-30%	0.213	0.252	0.258
-40%	0.284	0.336	0.344
-50%	0.355	0.42	0.43

资料来源：中信证券研究部测算

图 34：油价下跌对 GDP 的影响（%）



资料来源：中信证券研究部测算

### 降低价格水平

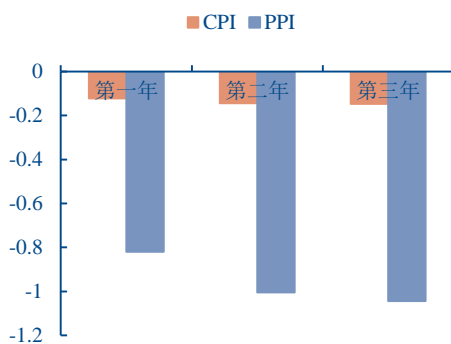
原油价格下降 20%，降低 CPI 约 0.12 个百分点，降低 PPI 约 0.82 个百分点。同产出计算原理相同，我们在分析能源价格与生产者成本和产量关系的基础上，通过一般均衡模型模拟国内能源价格以及国际石油价格上升对中国物价的影响，结论见下表：

表 3：油价波动对价格的影响（%）

		第一年	第二年	第三年
20%	CPI	-0.122	-0.144	-0.148
	PPI	-0.82	-1.004	-1.044
30%	CPI	-0.183	-0.216	-0.222
	PPI	-1.23	-1.506	-1.566
40%	CPI	-0.244	-0.288	-0.296
	PPI	-1.64	-2.008	-2.088
50%	CPI	-0.305	-0.36	-0.37
	PPI	-2.05	-2.51	-2.61

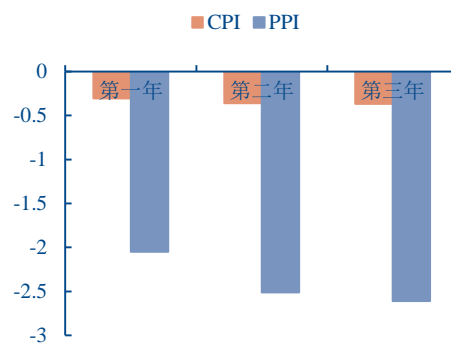
资料来源：中信证券研究部测算

图 35：油价下降 20%对价格的影响



资料来源：中信证券研究部测算

图 36：油价下降 50%对价格的影响



资料来源：中信证券研究部测算

## 增加消费者实际收入

油价的下降主要通过两个途径影响消费，直接影响是消费者支出中交通费用支出的下降，间接影响是通胀的下降会增加消费者的实际收入，这将促使消费者增加其他领域的支出，尤其可能体现在服务消费上。

**油价降低 20%，相当于增加消费者实际收入约 2100 亿。**从直接影响看，石油制品占零售总额约 7%，假设油价下跌 20%，则预期终端油价将下降 15%左右，扣除零售总额中的部分企业采购，我们预期油价将节省消费者成本在 2500 亿左右。从间接影响看，整体通胀下降约 0.15 个百分点，这相当于增加消费者的实际收入，从零售端看，这将增加消费者在油品之外的支出在 2100 亿左右。更重要的是，消费关注点不在实物消费而在服务消费，更低的油价将有助于降低出行成本，这将促使消费者更多的进行娱乐、旅游，并在一定程度上带动汽车产业链的增长。

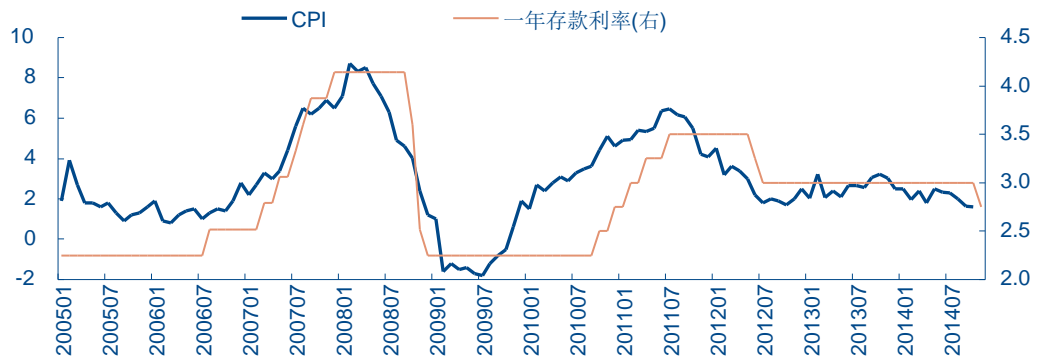
虽然国内统计数据有限，但我们可以从美国最新的一些统计数据看到明显的油价对消费的影响。美国汽车协会指出，由于油价下跌，美国 2014 圣诞节假日成为极为旺盛的旅游季。美国的圣诞节假日旅游人数突破 9860 万人，驾车出游人数增速达到五年新高。美国的零售业也大为受益，在排除汽车加油餐饮后，零售额增速也高于过去十年的平均水平。

## 油价下降对中国政策的影响

**石油价格下降提高了政策的操作空间。**石油价格下降从两个方面来影响政策：一方面油价下降将导致国内通胀下降，这促使货币政策放松以防止通胀水平过快下降，而且在这一环境下利率水平较低，积极的财政政策也是合理的选择；另一方面，石油价格的下降，对于中国的贸易均衡产生影响，导致贸易顺差上升，从而产生汇率升值预期和基础货币供给增加。此外油价下降形成的低通胀环境，也为财税、价格改革营造了较好的空间。

**油价下降 20%将带来基准利率下调 25 个 BP 的空间。**根据我们对石油价格和物价和增长的关系的分析，我们发现，当油价下降 20%的情况下，CPI 将下降 0.12 个百分点，PPI 将下降 0.81 个百分点。根据中国央行利率反应模式（即中国的泰勒规则）的考察，这将大致接近一次基准利率调整的空间。

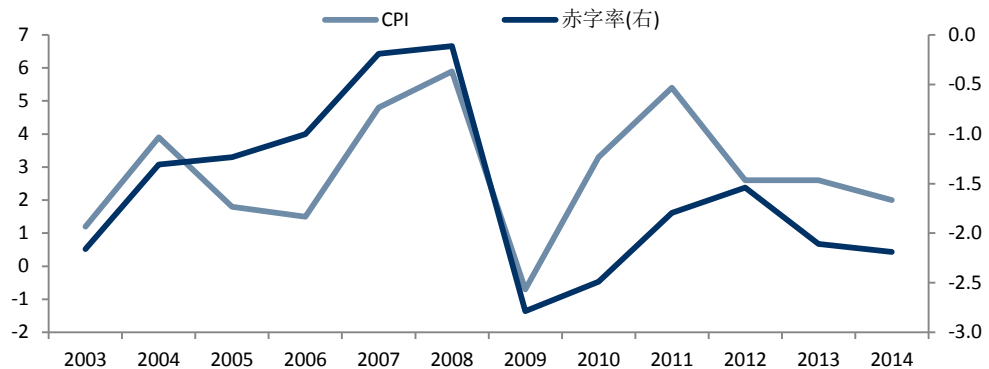
图 37：油价下降导致物价下降将促使货币政策有所调整（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

**油价下降 20%将促使赤字率上升 0.04 个百分点。**石油价格下跌造成物价下降，这对财政政策而言需要加强力度稳定增长，同时也因为利率下降，财政加大支出，利息成本下降，因而提高赤字率。根据估计，石油价格下降 20%将导致赤字率上升 0.04 个百分点，即大约 250 亿人民币。

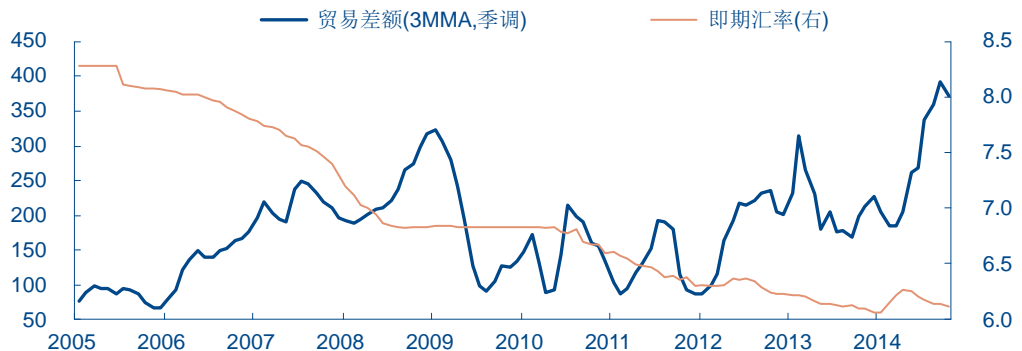
图 38: 油价下降导致物价下降将促使赤字增加 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

**油价下降可能导致人民币升值。** 油价下降 20%将导致中国贸易顺差增加 400 亿美元, 平均每个季度达到 100 亿美元。根据过去 10 年贸易顺差和汇率的关系来看, 如果贸易顺差较高的时候, 人民币往往倾向升值。油价下降不但导致人民币有效汇率上升, 可能对美元汇率也可能有所上升。

图 39: 贸易顺差扩大将导致人民币继续升值 (单位: 亿美元, %)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

**低油价背景下, 财税改革加快。** 未来一段时间, 预计油价将维持低位运行的状态, 这同时也压低了煤炭、天然气等原材料价格。这将更有利于税制改革的推进。一是消费税改革。近期国际原油价格持续下行, 财政部提高了成品油消费税率, 终端含税油价基本稳定。这一方面可以使得财政一年增收 2000 亿元, 缓解当前财政收支压力; 另一方面也能遏制传统能源消费, 通过财政转移支付, 补贴扶持新兴能源, 促进能源结构的优化。二是资源税改革。煤炭、矿产、天然气等有从量征收改为从价征收。过去几年, 受产能过剩和需求放缓影响, 以煤炭为代表的能源行业经营压力较大, 从价征收的资源税的改革可能产生加税效果。在当前价格水平较低背景下, 推进资源税改革, 杜绝不合理收费, 反而可以起到为企业减负的效果。相应的, 改革措施也能更快推出, 预计今年上半年, 相关税改举措有望落地实施。

**通胀压力减轻, 价改提速。** 目前中国 95%以上的消费品和 97%以上的生产资料实现了市场化定价, 但仍有 10 大类领域(产品)处于政府管制定价的状态。事实上, 价改改革是经济体制改革的重要突破口。回归市场化定价, 减少政府对市场的非必要干预, 是推进垄断行业改制、推广 PPP、推进财税体制改革的关键。当前大部分被管制的领域是交运、公用事业领域和公共服务业领域, 整体处于供给短缺的状态, 因此价格体制改革可能会导致相应产品价格的上升。在过去通胀压力较大的年份, 推进此类改革困难重重。如果 2015 年油价下降 20%以上, 能源、运输和环境相关领域价改将快速推进。一方面建立市场化定价机制, 改

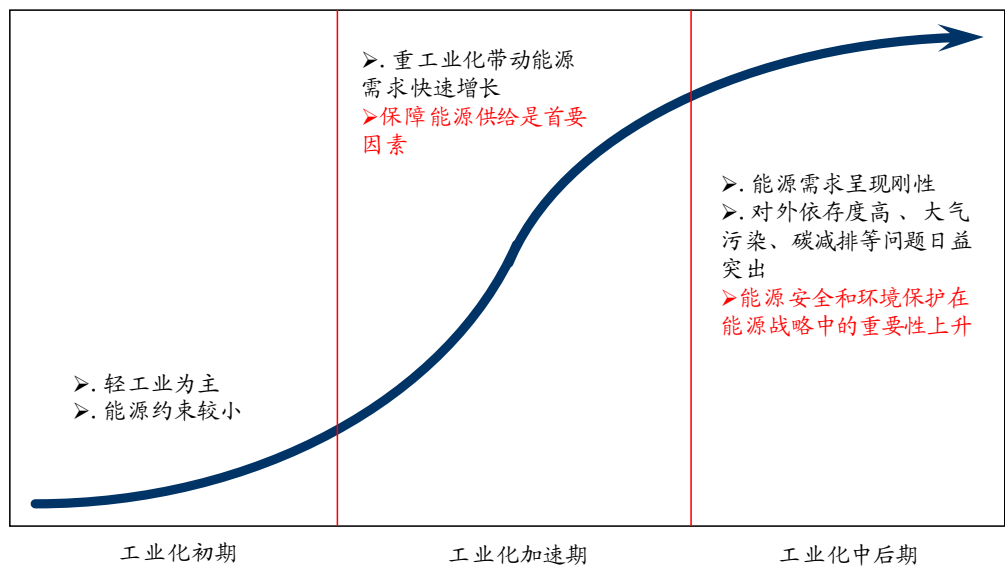
变要素价格扭曲格局；另一方面打开了民间资本的投资准入空间，相关供给将大量增加，稳投资，促转型；此外，价格总水平也将继续维持在较低位置，并不会对居民生活和货币政策决策带来额外的负担。

## 油价低企对能源多元化战略的影响

### 经济效益、能源安全和环境保护是能源多元化战略的三大基石

经济效益、能源安全和环境保护是驱动能源多元化战略的三大基石。工业化进程中的能源消耗通常呈现 S 型曲线：1) 工业化初期，经济增长对能源消耗的增长较慢，能源约束较小；2) 而随着工业化进程的推进，公路、铁路等基础设施建设大规模展开、重工业迅猛发展，能源消费量也快速增长，从供给侧满足快速增长的能源需求成为这一时期的主要任务，因此在这个阶段，经济效益对于能源多元化战略的重要性最高。3) 而随着工业化进入中后期，能源需求呈现刚性，而快速工业化进程中累积的环境问题和能源战略安全需求更加迫切。

图 40：工业化进程与能源战略需求的关系

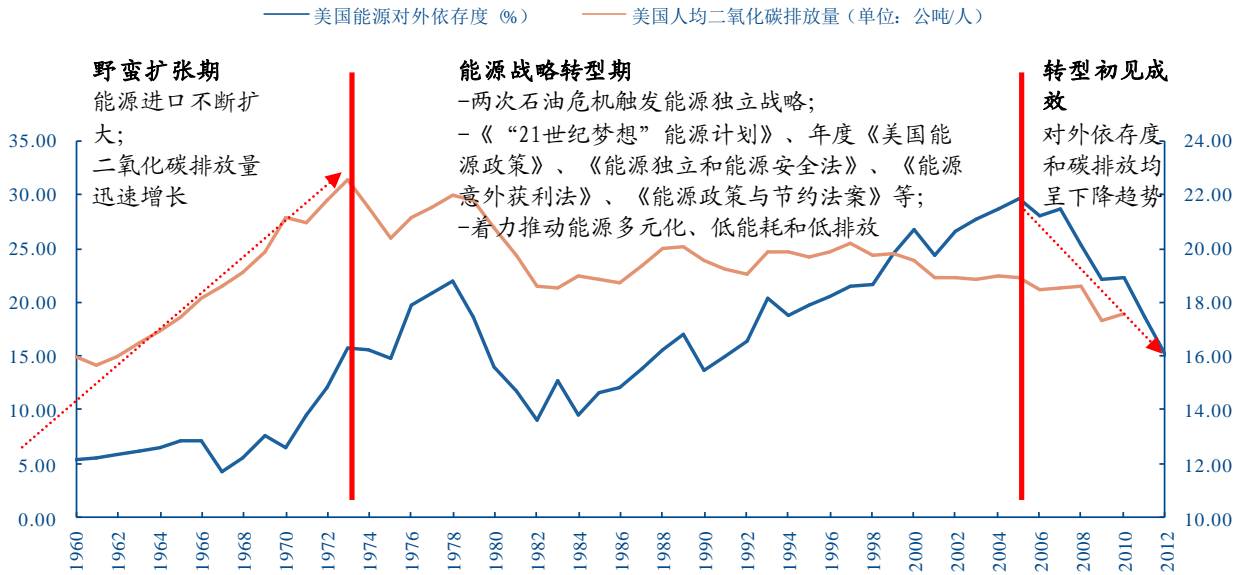


资料来源：中信证券研究部绘制

从国际经验来看，我们能够观察到这三大因素对能源战略的影响。以美国的经验为例，1950 年后美国能源自给难以满足快速增长的能源需求，开始成为净进口国，并经历了能源进口快速扩张、二氧化碳排放量迅速增长的野蛮扩张期。70 年代，工业化进程不断放缓，而作为世界最大的能源消费国，能源安全和环境问题暴露，石油危机的发生触发了美国能源战略转型期——开启能源独立战略，并通过一系列能源新法案，促进能源多元化、低能耗和低排放。近年来上述能源战略的效果已经逐步显现。



图 41：美国能源战略转型

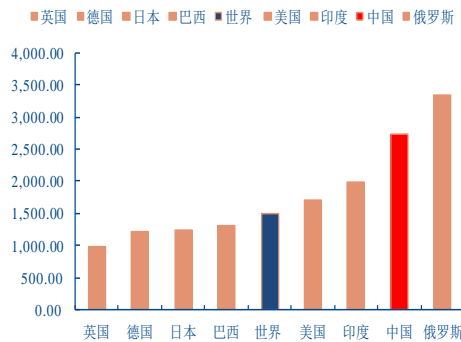


资料来源：Wind，世界银行，《美国的能源供需和能源战略分析》，王风云，中信证券研究部绘制

### 油价低迷不会改变长期中国能源结构低碳化方向

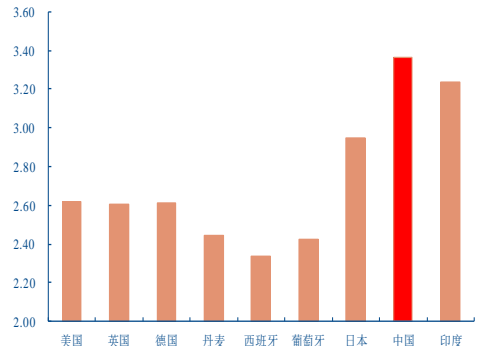
长期来看，油价下降不会改变中国能源结构低碳化的方向。经济因素主导中国过去的能源战略，其核心为满足经济发展和工业化进程中的能源需求。但是前瞻性地看，环境保护与能源安全对于能源战略的重要性正在显著上升。1) 碳排放的决定变量有三：GDP 总量、单位 GDP 消耗的能源量（能源强度）和每单位能源量所需的碳排放量（碳强度）。由于资源禀赋和生产方式等因素，煤炭在我国一次能源消费比重过高，造成大气污染严重。从国际比较来看，我国的能源强度和碳强度均处在较高水平。调整能源结构和能源技术创新是实现碳减排目标的根本路径。2) 中国石油和天然气的对外依存度的上升成为能源安全的不确定因素。近年来，我国原油对外依存度呈逐年上升趋势，2012 年原油的对外依存度达到 56.4%；如果按照未来需求复合增速 3-4% 计算，到 2020 年我国石油对外依存度将达到 68%，到 2030 年将超过 75%，而美国石油对外依存的峰值为 65%，这将对能源安全带来较大的风险。

图 42：能源强度（单位 GDP 能耗）的国际比较（千克油当量/万美元）



资料来源：世界银行，Wind，中信证券研究部

图 43：碳强度（单位 GDP 碳排放）的国际比较（吨 CO<sub>2</sub>/千美元）

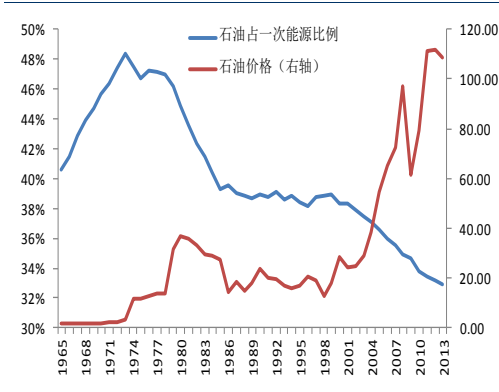


资料来源：世界银行，Wind，中信证券研究部

从国际经验来看，在上世纪 80 年代油价曾经大幅下降，并在接近 20 年的时间里维持在相对低位。当时全球的石油消费在一次能源中的占比下降幅度大幅趋缓，石油消费占比从

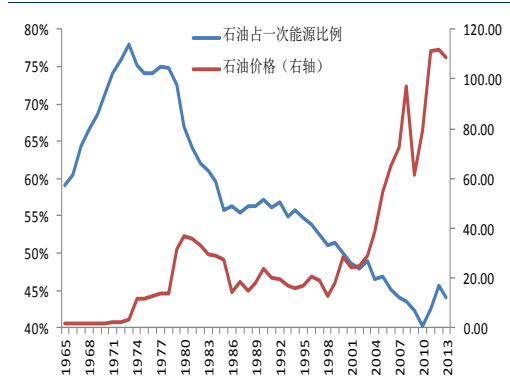
1973 年的 48% 快速下降至 1985 年的 39% 之后, 此后的 14 年间均在 39% 附近的水平徘徊。这主要体现为发展中国家对于石油消费占比的提升, 例如中国当时石油消费的占比迅速从 17% 提升至 23%, 在当时能源的经济效益依然是这些国家能源战略的主导因素。但是反观已经进入工业化中后期的发达国家, 例如日本, 其石油消费占比仅在 5 年内维持相对持平的态势, 而其后接近 15 年的油价低企并未改变石油占比持续下降的态势, 而美国仅在 1985 年石油消费占比有所提升, 而其他时间里石油消费占比呈现趋势滑落的状态。对于这些国家而言, 环境保护和能源安全是更为值得考量的因素。

图 44: 全球石油消费占比与油价



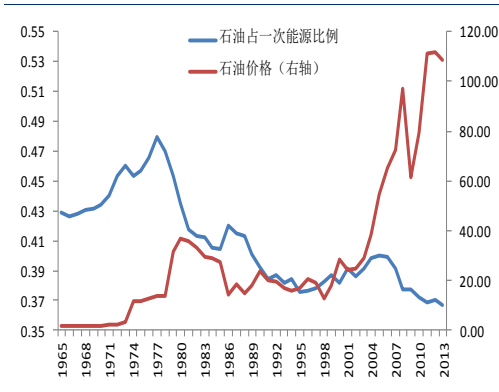
资料来源: BP, 中信证券研究部

图 45: 日本石油消费占比与油价



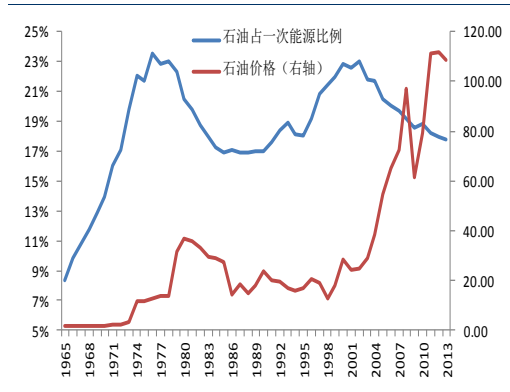
资料来源: BP, 中信证券研究部

图 46: 美国石油消费占比与油价



资料来源: BP, 中信证券研究部

图 47: 中国石油消费占比与油价



资料来源: BP, 中信证券研究部

因此, 我们认为即使油价长期低迷, 但是基于环境保护和能源安全的紧迫性, 中国能源结构低碳化的方向不会发生动摇。政府甚至有可能利用低油价推进能源战略转型, 例如上文提到的增加成品油消费税, 通过财政转移支付, 补贴扶持新兴能源, 促进能源结构的优化等等。基于这三大因素, 国务院发展研究中心与壳牌国际有限公司根据世界能源模型 (WEM) 预测了未来中国的能源结构。根据他们的预测结果, 中国未来能源结构中, 石油占比将由 2013 年的 18% 下降至 2020 年的 15%, 天然气占比由 5% 上升至 10%, 煤炭占比由 67% 下降至 61%, 其他清洁能源占比由 9% 上升至 14%。

表 4: 国务院发展研究中心对我国未来能源结构的测算

	石油	天然气	煤炭	核能	水电	可再生能源
2013 年	18%	5%	67%	1%	7%	2%
2020 年	15%	10%	61%	3%	6%	5%
2030 年	16%	18%	47%	6%	6%	7%

资料来源: 国务院发展研究中心, 中信证券研究部

## 但是油价低迷可能会影响能源结构调整的速度

虽然我们认为油价低迷不会影响长期能源结构向低碳化方向发展。但是如果油价持续低企，从经济效益的角度，有可能影响能源结构调整的速度。具体来看：

**1) 油价下降可能推动原油消费增速上升。**参照美国和日本的历史经验，油价上涨和低迷，原油消费的增速的波动范围在-2-2%之间，即油价低迷可以推动原油年均消费增速提升1-2pct。而对中国来说，由于油价低迷和高涨，原油消费增速的波动区间为5%-12%，考虑基数和经济对原油消费依赖度的下降，波动区间可能收窄至3%-5%，即油价低迷可能会推动我国的原油年均消费增速在原有的消费增速上提升1-3pct，即未来年均增速在4%-6%左右。

表 5：石油价格对石油与天然气消费的影响-国际经验

时间	油价走势	原油消费累计变化%			天然气消费累计变化		
		中国	美国	日本	中国	美国	日本
1976-1981年	上涨期	-12.2%	-22.4%	-21.6%	26.1%	-0.3%	140.6%
1981-2004年	低迷期	276.8%	35.7%	30.3%	211.4%	37.3%	230.9%
2004-2010年	上涨期	34.3%	-9.5%	-17.9%	169.6%	11.0%	22.7%
2010-2013年	稳定期	15.2%	-2.2%	2.4%	51.1%	8.1%	23.7%

时间	油价走势	原油消费年均变化%			天然气消费年均变化		
		中国	美国	日本	中国	美国	日本
1976-1981年	上涨期	-2.4%	-4.5%	-4.3%	5.2%	-0.1%	28.1%
1981-2004年	低迷期	12.0%	1.6%	1.3%	9.2%	1.6%	10.0%
2004-2010年	上涨期	5.7%	-1.6%	-3.0%	28.3%	1.8%	3.8%
2010-2013年	稳定期	5.1%	-0.7%	0.8%	17.0%	2.7%	7.9%

资料来源：中信证券研究部

**2) 油价下降不会抑制天然气消费。**一方面，天然气定价是区域定价，且多与原油价格有一定同向的联动性。使得油价低迷期时，天然气的消费量也呈现上升态势。另一方面，天然气消费的基础设施建设投资大，使得其需求具备一定刚性，管道、居民燃气等设施一旦建成，其需求就更偏向于增加，而不会减少。

**3) 油价下跌会抑制煤化工项目，加速煤炭消费占比的下降。**油价下跌对煤炭需求的影响主要通过煤化工产业链传导。目前油价已下跌至2008年的低点，按照相关研究测算港口6000大卡煤价在600元以下，石油价格在80美元以上时，煤制油有相对的成本优势。按照目前市场煤价测算，虽然煤价满足低成本的标准，但油价也已远低于80美元。因此，多数煤化工产品成本目前并无竞争优势，如果油价长期低于60美金之下，多数石化产品价格将低于目前的煤化工成本线，煤化工产品盈利将面临持续的压力。规划的煤化工项目多数将面临搁置的局面。按照我们推算，煤化工项目耗煤未来三年或在年均2~4亿吨之间，占国内煤炭消费总量的5%~8%之间。如果油价长期低迷，这部份煤炭需求将受到影响。

表 6：国内煤化工示范项目未来煤耗预测

		2013	2014E	2015E	2016E	2017E
乐观情境	煤耗（万吨）	2580	6490	15202	28092	36533
	水耗（万吨）	4896	10539	20866	38787	52567
中性情境	煤耗（万吨）	2573	6488	12624	21937	27093
	水耗（万吨）	4399	9353	16213	27821	35367
悲观情境	煤耗（万吨）	2241	5191	9509	15657	20094
	水耗（万吨）	3834	7524	12199	19533	26323

资料来源：《煤化工“十二五”规划》，中信证券研究部预测

**4) 新能源发展较少受原油价格影响，生物质燃料可能受到一定负面影响。**根据IEA报告，目前全球电力系统中，柴油和基于石油燃料的发电仅占5%左右，油价与新能源不构成

直接替代性关系。另外环保压力也将倒逼新能源占比提升，我国对新能源发电的各类政府补贴与碳交易全球交易平台等因素的推动，均意味着我国的新能源市场受原油价格影响很小。当然在新能源品类中，生物质燃油由于与原油利用存在直接竞争关系，且市场化程度更高，因此我们认为其受到的冲击相对于其他新能源更大。

总体来看，如果油价持续在 50-70 美元/桶的低水平波动，那么在一次能源结构中，可能使得煤炭占比下降加速，石油占比下降趋缓，天然气占比上升速度加快，其他清洁能源占比上升放缓。根据低油价可能对各类能源消费增速的影响，我们未来的能源结构进行了测算，如下表所示。

表 7：油价对能源结构的影响测算

	煤炭	石油	天然气	水能、核能和其他可再生能源
2013 年	67.5%	17.8%	5.1%	9.6%
2017 年-正常油价	65.2%	15.5%	6.7%	12.5%
2017 年-低油价	64.3%	16.6%	7.1%	12.0%

资料来源：中信证券研究部

## 油价低企对 A 股总体的影响：中性偏正面

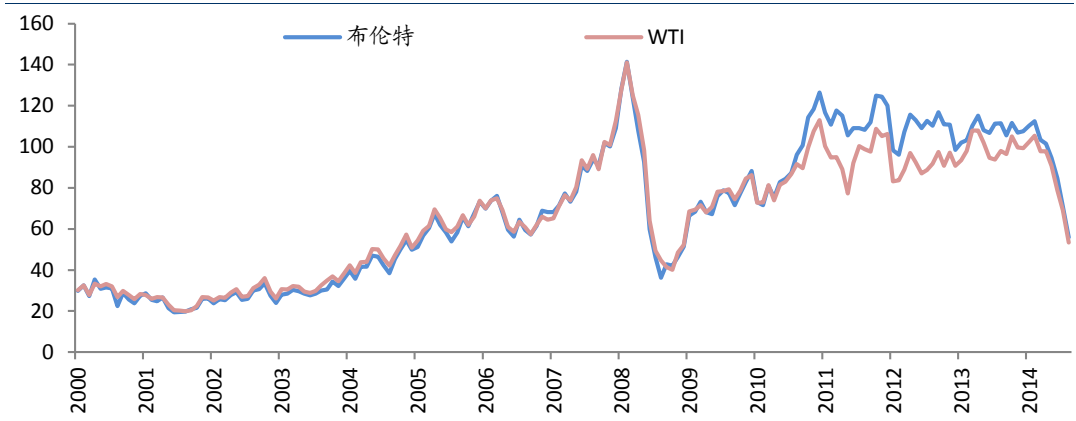
我们的基本假设是油价未来两到三年的均价相较于 2014 年的 90-100 美元/桶将大幅降低，并可能在较长一段时间在 50-70 美元/桶的区间波动。这一轮油价下降的主导因素是供给层面造成的。而中国作为石油消费大国，其石油对外依存度高达 60%，由于外生因素导致的油价下跌对于中国经济乃至 A 股的影响更多为利好。我们可以从盈利和估值两个角度分析油价低企对 A 股的影响。

### 收入放缓、毛利改善：油价下行提升非金融板块盈利增速

2014 年 WTI 油价平均值为 93 美元/桶，下文的分析中，我们考虑两种基准的油价变动假设——假设 1：油价下跌，2015 年 WTI 油价均值为 73 美元/桶；假设 2：油价大幅下跌，2015 年 WTI 油价均值为 53 美元/桶，并分别测算了两种假设下 A 股上市公司收入增速和毛利率水平的变化，以及盈利的变化。

**短期来看，油价下跌产生两个效应：收入效应与成本效应。**对于收入效应，油价下跌将在短期提升经济增速，刺激有效需求，但同时压制工业品价格。因此，油价下跌对于企业营业收入增速的影响取决于需求提升和产品价格下降两个作用的相对大小。根据中信证券研究部宏观组的预测，在以上两个油价假设的情境下，未来一年内将提升中国 GDP 增速 0.14pct 至 0.36pct；根据工业增加值与 GDP 增速的关系，我们估计对应的两个假设下国内工业增加值的增速分别抬升 0.3pct 和 0.7pct。按照我们的 A 股非金融企业营业收入增速预测模型，仅考虑需求增加的因素，将为非金融上市公司整体营业收入增速分别贡献 +0.77pct 和 +1.79pct。

图 48：国际原油现货价格（月均价，美元/桶）

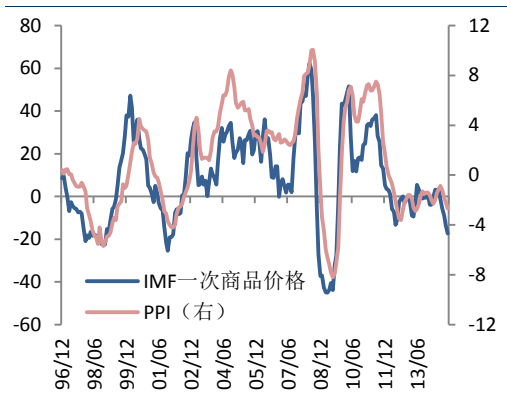


资料来源：Datastream；中信证券研究部

影响收入增速的另一个因素是产品价格水平，油价下跌通常会显著影响到国内工业品价格指数。为了测算这种影响，我们采用以贸易加权的 IMF 一次商品价格指数，该指数显著领先于国内 PPI 的走势 1~4 个月。油价在该大宗商品价格指数中占比 53%，因此油价下跌 20%/50%将导致大宗商品价格指数下跌约 10%/25%，而根据该商品指数与国内 PPI 的关系，我们估计两个假设下 PPI 同比下行 1.2pct/2.5pct。根据我们的预测模型，对应的非金融企业营业收入增速分别下降 1.76pct 和 3.66pct。

综合考虑工业增加值和 PPI 两方面的因素，油价下跌产生的收入效应将使 A 股非金融上市公司营业收入增速下降 1pct/1.9pct。

图 49：IMF 大宗价格指数领先国内 PPI (%)



资料来源：Datastream；中信证券研究部

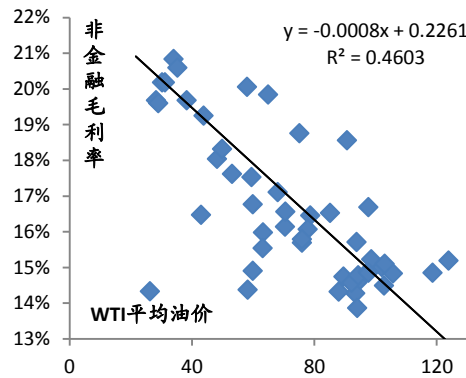
图 50：A 股非金融板块营业收入同比及预测 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部策略组预测，本图预测的毛利率并没有考虑油价下跌的情况；中信证券研究部

油价下跌产生的另一种效应为成本效应：油价作为最基础的工业原料价格，其价格涨跌决定了中下游企业成本。油价下跌产生的成本效应将显著改善非金融企业的毛利率水平。尽管我们预计油价下跌会导致非金融企业营业收入增速的下降，但我们认为毛利率的边际改善将成为更重要的作用。根据我们的测算模型，平均油价每下跌 10 美元，非金融板块毛利率将提升 0.8%。因此，在两个不同的油价变动假设下，非金融企业的毛利率将改善 1.6pct/3.2pct，在 2014 年平均 15%毛利率（只考虑前三季度）的基础上，提升到 16.6%/18.2。

图 51: WTI 油价与 A 股非金融企业毛利率



资料来源: Datastream; 注: 相对发达经济体股票; 中信证券研究部

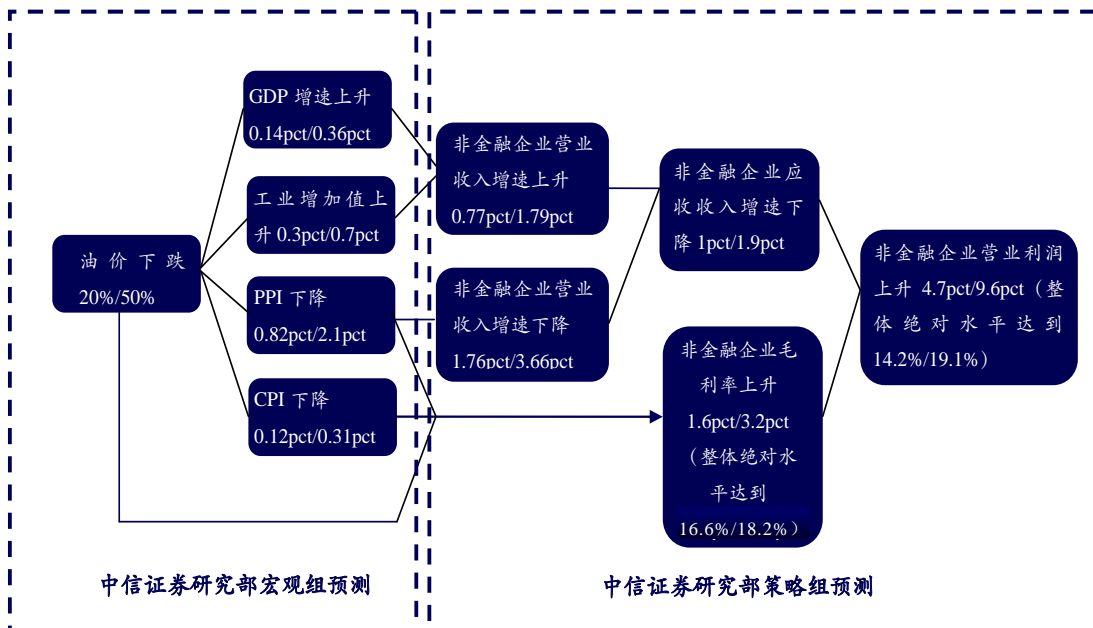
图 52: 非金融企业毛利率及预测 (%)



资料来源: Bloomberg; 注: 相对新兴市场股票; 中信证券研究部预测

综合收入和成本两种效应, 我们测算的结果显示毛利改善的作用超过了营业收入下降的作用。油价的下跌将带来非金融企业营业利润增速的上升, 在前述两种假设下分别达到 4.7 pct/9.6 pct, 这将提升我们对 2015 年非金融企业的营业利润增速预测至 14.2%/19.1% (先前的基准预测是 9.5%), 并且将全部 A 股的营业利润增速抬升 2.2 pct/4.2 pct。油价下跌整体上将改善 A 股非金融板块的盈利增速。

图 53: 油价下跌对 A 股非金融板块上市公司盈利的影响路径



资料来源: 中信证券研究部绘制

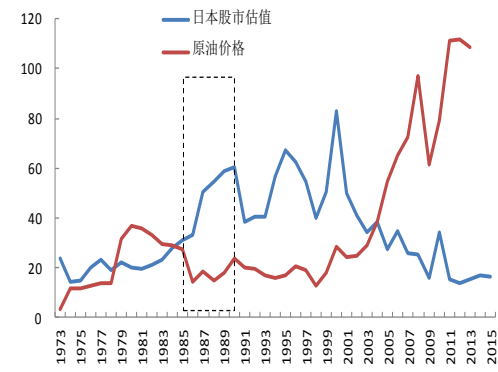
### 油价低企有助于提升 A 股估值

油价下降对 A 股估值的影响可能通过两个途径传导: 1) 油价下跌压低通胀, 加大货币政策放松空间, 从而利好 A 股估值; 2) 如果油价出现暴跌可能使得全球避险情绪升温, 叠加上美国经济复苏良好, 资金可能流出新兴市场包括中国, 对 A 股估值造成负面影响。我们认为前者可能占主导地位, 油价下降有助于提升 A 股估值。

首先, 油价低企将进一步加大货币政策的放松空间, 有助于 A 股的估值提升。根据中信证券研究部宏观组测算, 原油价格下降 20%~50%, 降低 CPI 约 0.12 至 0.31 个百分点,

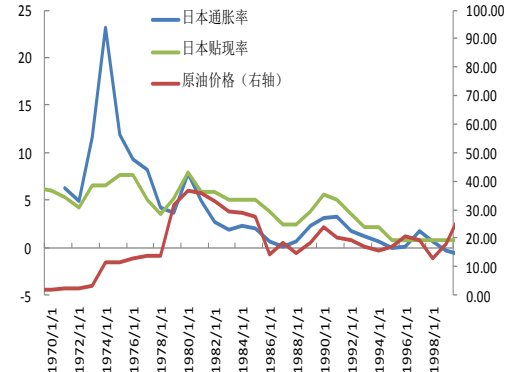
降低 PPI 约 0.82 至 2.1 个百分点。根据中国央行利率反应模式（即中国的泰勒规则）的考察，这将大致接近一次基准利率调整的空间。如果在中国经济基本面基本平稳的状况下，流动性的进一步放松有助于 A 股估值的提升。我们以日本为例，日本石油对外依存度接近 100%，在 1970-90 年代，其通胀、基准利率与原油价格密切正相关。对应到股指表现，除了油价下跌是由于需求疲弱导致的阶段（如 1997 年亚洲金融危机、2008 年次贷危机），油价与日本股市的估值大部分时间呈现反向关系，例如在 1985 年底到 1986 年由于沙特增产造成油价大幅下跌的阶段，叠加上广场协议后日元快速升值促成当时货币宽松的政策，日本股市估值快速上升。

图 54：日本股市估值与油价负相关



资料来源：CEIC，中信证券研究部

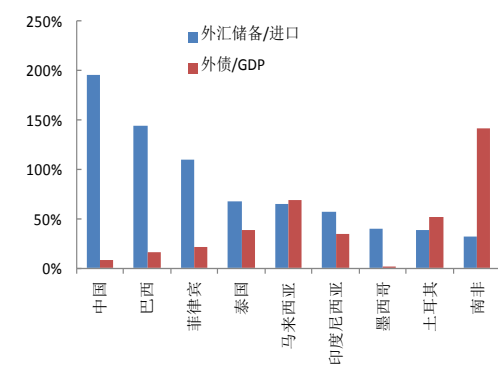
图 55：日本通胀率与货币政策跟随油价变化



资料来源：CEIC，中信证券研究部

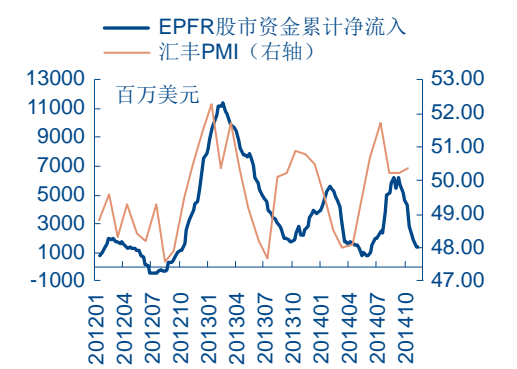
其次，如果油价暴跌，可能引发市场担忧全球政局动荡，提高市场避险情绪，尤其叠加上美国经济复苏良好，引发资金流出新兴市场，包括中国，这对 A 股估值是负面影响。但我们认为这不是主导性的，中国汇改下汇率弹性的增加将减少外资流出对宏观流动性的负面影响，这也意味着外资流出难以对货币政策放松起到制约作用。退一步说即使汇率承受较大贬值压力，无论是从外汇储备/出口、还是从外债/GDP 水平来看，中国应对资本外流的防火墙远远好于其他新兴经济体，中国央行有足够的应付资本外流而不会引发货币大幅贬值，从而避免系统性的金融危机。当然如果油价大幅下跌、人民币对美元贬值、中国经济基本面情况较差三者叠加，可能会使得投资者对于 A 股的避险情绪上升，导致资金流出 A 股市场，较有可能发生在二季度，此时建议投资者警惕风险。

图 56：中国对外资流出抵御能力较强



资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 57：海外资金进出与经济基本面正相关

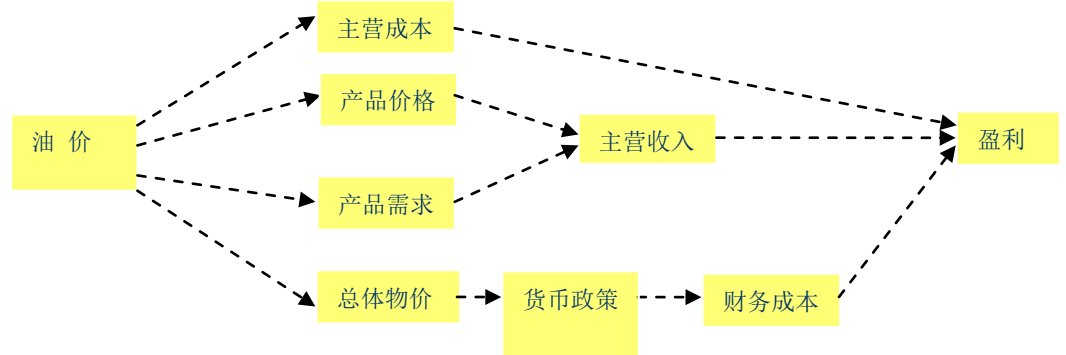


资料来源：EPFR，Wind，中信证券研究部

## 油价低企对行业的影响：自上而下

油价下降对各个行业影响的三个途径分别为：1、产品价格变化和产品需求变化，从而导致主营业务收入变化；2、成本变化；3、油价降低导致货币政策的变化和利率水平的变化，从而影响财务成本。

图 58：油价下降对各行业影响的传导机制



资料来源：中信证券研究部

结合这三方面的分析与国际经验的对比，我们可以得出以下结论：1) 油价下跌主要利空三类行业：一是原油消耗比较高的石油与天然气开采业、化学原料等上游行业；二是作为石油的替代品，其价格受原油价格波动影响较大的行业，比如煤炭开采和洗选业等替代行业；三是作为主要大宗商品，其价格与油价波动高度相关的行业，比如黑色金属与有色金属开采。2) 油价下跌主要利好的行业为石油加工、炼焦及核燃料加工业，电力热力生产和供应业，黑色金属冶炼及压延加工业等行业。

### 油价下降对不同行业主营收入的影响

油价下降对不同行业产生的影响机制不同。油价下降对各行业营业收入的影响主要包括三个影响途径：1、油价下降导致能源需求替代，从而导致其他能源价格下降和需求下降；2、油价下降导致成本下降，从而导致产品价格下降和需求数量提高；3、油价下降导致能源、资源相关行业因为收入减少而减少投资，从而对其上游行业需求降低，从而导致相关行业价格和销量下降。

不同行业价格对石油价格下降 20% 的反应。不同行业价格受到原油价格下降影响的是不同的。受原油价格影响最大的产业主要集中在采矿业和原材料加工行业，这些行业主要是能源、矿产，或者是这些能源或矿产的加工产品，即原材料；部分中游行业价格也受到一定的影响；普通生活资料行业和设备行业价格受到影响比较小；公共产品、医药和汽车价格基本不受油价影响。

表 8：油价下降 20% 对各行业价格的影响 (%)

行业	PPI
石油和天然气开采业	-11.65
黑色金属矿采选业	-5.16
石油加工、炼焦及核燃料加工业	-3.502
有色金属矿采选业	-2.517
黑色金属冶炼及压延加工业	-2.515
化学原料及化学制品制造业	-2.003
煤炭开采和洗选业	-1.946
废弃资源和废旧材料回收加工业	-1.7
有色金属冶炼及压延加工业	-1.454



	行业	PPI
价格影响较大的行业	化学纤维制造业	-1.268
	整个工业	-1.047
	造纸及纸制品业	-1.026
	农副食品加工业	-0.849
	非金属矿物制品业	-0.82
	金属制品业	-0.806
	电气机械及器材制造业	-0.712
	食品制造业	-0.592
	纺织业	-0.582
	燃气生产和供应业	-0.506
	通用设备制造业	-0.474
	酒、饮料和精制茶制造业	-0.41
价格影响较小的行业	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-0.338
	纺织服装、服饰业	-0.335
	工艺品及其他制造业	-0.316
	家具制造业	-0.303
	印刷业和记录媒介的复制	-0.228
	专用设备制造业	-0.224
	文教体育用品制造业	-0.19
	仪器仪表及文化、办公用机械制造业	-0.188
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-0.183
	计算机、通信和其他电子设备制造业	0
	电力、热力的生产和供应业	0
	水的生产和供应业	0
价格不受影响的行业	皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	0
	医药制造业	0
	非金属矿采选业	0
	汽车制造业	-

资料来源：CEIC，中信证券研究部

在政策不作出反应的情况下，不同行业主营收入对石油价格下降 20% 的反应。不同行业对油价下降所带来的主营收入的变化存在较大的差异。总体而言，收入的变化与价格的变化存在很大的一致性。当然，有些设备制造行业由于资源开采和资源加工行业资本开支减少，其需求可能有所减少，其营业收入也可能存在一定的下降。

表 9：油价下降 20% 对各行业营业收入的影响（政策不调整情形，%）

	行业	主营收入
收入大幅下降行业	石油和天然气开采业	-13.12
	废弃资源和废旧材料回收加工业	-4.173
	石油加工、炼焦及核燃料加工业	-4.044
	黑色金属冶炼及压延加工业	-3.5
	黑色金属矿采选业	-3.381
	化学原料及化学制品制造业	-3.14
	化学纤维制造业	-3.066
收入较大下降行业	有色金属矿采选业	-3.035
	煤炭开采和洗选业	-2.173
	燃气生产和供应业	-2.122
	工艺品及其他制造业	-2.114
	农副食品加工业	-1.89
	有色金属冶炼及压延加工业	-1.884
	造纸及纸制品业	-1.644
收入下降较小行业	纺织业	-1.618
	工业	-1.315
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-1.307
	文教体育用品制造业	-1.266
	食品制造业	-1.19

	行业	主营收入
收入轻微下降行业	医药制造业	-1.12
	家具制造业	-1.018
	金属制品业	-0.754
	印刷业和记录媒介的复制	-0.746
	计算机、通信和其他电子设备制造业	-0.627
	专用设备制造业	-0.616
	纺织服装、服饰业	-0.581
	酒、饮料和精制茶制造业	-0.513
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-0.46
	通用设备制造业	-0.414
收入不受影响行业	水的生产和供应业	-0.04
	非金属矿物制品业	0
	电气机械及器材制造业	0
	仪器仪表及文化、办公用机械制造业	0
	皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	0
	非金属矿采选业	0
	汽车制造业	-
	电力、热力的生产和供应业	0.256

资料来源：CEIC，中信证券研究部

**政策做出反应的情况下，不同行业主营收入对石油价格下降 20% 的反应。**油价下降必然导致政策做出反应，即采取更宽松的货币政策和更积极的财政政策。新的政策下，经济增长会改变，因此，这将影响各个行业的营业收入。由于各行业对经济增长的弹性不同，因此，这对于不同行业的营业收入也将产生明显的影响。在政策调整的情况下，不同行业的营业收入均有不同程度的增长。

表 10：油价下降 20% 对各行业营业收入的影响（政策调整情形，%）

	行业	主营收入 (政策调整)	主营收入 (政策不调整)
营业收入大幅下降行业	石油和天然气开采业	-13.12	-13.12
	废弃资源和废旧材料回收加工业	-3.65	-4.17
	石油加工、炼焦及核燃料加工业	-3.22	-4.04
	有色金属矿采选业	-2.82	-3.04
	黑色金属冶炼及压延加工业	-2.63	-3.50
	黑色金属矿采选业	-2.61	-3.38
	化学原料及化学制品制造业	-2.59	-3.14
	化学纤维制造业	-2.51	-3.07
营业收入较大下降行业	燃气生产和供应业	-1.97	-2.12
	农副食品加工业	-1.89	-1.89
	工艺品及其他制造业	-1.75	-2.11
	纺织业	-1.62	-1.62
	煤炭开采和洗选业	-1.32	-2.17
	文教体育用品制造业	-1.23	-1.27
	有色金属冶炼及压延加工业	-1.09	-1.88
	造纸及纸制品业	-1.07	-1.64
	医药制造业	-1.05	-1.12
	食品制造业	-0.87	-1.19
营业收入变化不大行业	印刷业和记录媒介的复制	-0.56	-0.75
	工业	-0.53	-1.31
	家具制造业	-0.50	-1.02
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-0.22	-1.31
	酒、饮料和精制茶制造业	-0.12	-0.51
	纺织服装、服饰业	-0.09	-0.58
	水的生产和供应业	-0.03	-0.04
	金属制品业	0.02	-0.75
	计算机、通信和其他电子设备制造业	0.06	-0.63

行业	主营收入 (政策调整)	主营收入 (政策不调整)
专用设备制造业	0.11	-0.62
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.29	-0.46
通用设备制造业	0.42	-0.41
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	0.52	0.00
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	0.56	0.00
非金属矿物制品业	0.67	0.00
非金属矿采选业	0.76	0.00
电力、热力的生产和供应业	0.84	0.26
电气机械及器材制造业	0.85	0.00
汽车制造业	-	-

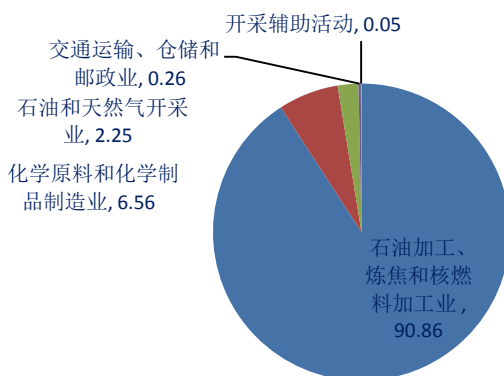
资料来源：CEIC，中信证券研究部

### 主营成本影响情况

油价下降通过降低原材料成本、运输成本等为各行业节省开支，油价下跌周期中成本有望显著下行的行业主要有三类：

(1) **原材料成本中石油占比较高的行业**：能源统计年鉴的数据显示工业中原油消耗量较高的行业主要有石油加工、炼焦及核燃料加工业（90.86%），化学原料及化学制品制造业（6.56%），石油和天然气开采业（2.25%），根据我们的测算油价对此类行业成本影响十分显著，其中石油加工、炼焦及核燃料加工业成本系数高达 0.4290，也即油价下跌 20%，行业成本将下降 8.6%。

图 59：分行业原油消耗量结构（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

(2) **运输成本占比较高的行业**：最具代表性的是交通运输、仓储和邮政业，工业中食品制造业、农副食品加工业运输成本占比相对较高，其成本系数分别为 0.1228 和 0.0922，油价下跌 20%，成本有望节省 2%左右。

(3) **原材料价格对油价较为敏感的行业**：一方面，作为石油替代能源的煤炭和燃气，其价格基本与油价同向波动，因此油价下行周期中耗煤量及耗气量较高的行业也将受益成本下行，如黑色金属冶炼及压延、有色金属冶炼与压延、燃气生产和供应业、煤炭开采和洗选业等；另一方面，化纤行业的原材料合成纤维单体的价格对油价亦十分敏感，我们的测算结果显示油价下跌 20%，化学纤维制造业的成本将下降 3.3%，同时化纤价格的下降也将为下游纺织行业节省成本。

表 11：油价下降 20%对行业成本的影响（%）

	行业	油价下降 20%时 成本下降的幅度
油价对成本影响较大的行业	石油加工、炼焦及核燃料加工业	-8.6
	废弃资源和废旧材料回收加工业	-4.1
	黑色金属冶炼及压延加工业	-3.9
	化学原料及化学制品制造业	-3.5
	化学纤维制造业	-3.3
	石油和天然气开采业	-2.9
	黑色金属矿采选业	-2.7
	燃气生产和供应业	-2.5
	有色金属矿采选业	-2.5
	食品制造业	-2.5
	工艺品及其他制造业	-2.0
	农副食品加工业	-1.8
	造纸及纸制品业	-1.7
	煤炭开采和洗选业	-1.7
	有色金属冶炼及压延加工业	-1.7
	油价对成本影响较小的行业	工业整体
纺织业		-1.5
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业		-1.5
文教体育用品制造业		-1.3
医药制造业		-1.2
家具制造业		-1.1
金属制品业		-0.8
印刷业和记录媒介的复制		-0.8
酒、饮料和精制茶制造业		-0.7
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业		-0.7
计算机、通信和其他电子设备制造业		-0.7
纺织服装、服饰业		-0.6
专用设备制造业		-0.5
通用设备制造业		-0.4
电力、热力的生产和供应业		-0.3
油价对成本影响不显著的行业		水的生产和供应业
	非金属矿物制品业	0.0
	电气机械及器材制造业	0.0
	仪器仪表及文化、办公用机械制造业	0.0
	皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	0.0
	非金属矿采选业	0.0
	汽车制造业	0.0

资料来源：CEIC，中信证券研究部

**政策对油价产生反应后，主营成本将有所变化。**考虑政策反应后，油价下降对成本影响较大的依然是上述三类企业，但油价下降 20%各行业成本下降的幅度均有所下降，这主要是由于经济增速提升后对各行业的需求有所上升，带动整体主营业务成本上升，部分抵消了油价下降的直接影响。

变化较大之处在于，9 个前期油价对成本影响较小以及不显著的行业，油价下降时成本反而有所提升，同样是因为需求上升带动成本上升，并且超过了油价下降的直接影响。

表 12：油价下降 20%对各行业成本的影响（政策调整情形，%）

	行业	油价下降 20%时 成本下降的幅度 (考虑政策反应)
油价对成本影响较大的行业	石油加工、炼焦及核燃料加工业	-7.6
	废弃资源和废旧材料回收加工业	-3.7
	黑色金属冶炼及压延加工业	-3.2

行业	油价下降 20%时 成本下降的幅度 (考虑政策反应)
化学原料及化学制品制造业	-3.0
石油和天然气开采业	-2.9
化学纤维制造业	-2.8
燃气生产和供应业	-2.4
有色金属矿采选业	-2.3
食品制造业	-2.0
黑色金属矿采选业	-2.0
农副食品加工业	-1.8
工艺品及其他制造业	-1.5
纺织业	-1.5
文教体育用品制造业	-1.2
造纸及纸制品业	-1.2
医药制造业	-1.1
煤炭开采和洗选业	-1.0
有色金属冶炼及压延加工业	-1.0
工业整体	-0.8
家具制造业	-0.6
印刷业和记录媒介的复制	-0.5
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-0.5
酒、饮料和精制茶制造业	-0.4
纺织服装、服饰业	-0.1
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-0.0
水的生产和供应业	-0.0
计算机、通信和其他电子设备制造业	-0.0
金属制品业	0.0
专用设备制造业	0.2
电力、热力的生产和供应业	0.3
通用设备制造业	0.4
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	0.5
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	0.5
非金属矿物制品业	0.6
非金属矿采选业	0.7
电气机械及器材制造业	0.9
汽车制造业	--

资料来源：CEIC，中信证券研究部

## 财务费用变化情况

**不同行业财务费用对石油价格下降 20%的反应。**油价下降往往伴随物价下行、货币宽松，利率下行将降低各行业的财务费用，尤其对财务费用率较高的重资产行业。根据我们的测算，油价对废弃资源和废旧材料回收加工业，石油加工、炼焦及核燃料加工业，黑色金属冶炼及压延加工业，油价下降 20%，三个行业的财务费用将分别下降 10.2%、5.8%和 5.1%。对于部分现金流较为充裕、作为资金融出方的行业，利率下行将降低行业的财务收入，因此油价与财务费用负相关。油价下降 20%，水的生产和供应业，燃气生产和供应业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业的财务费用将分别上升 0.1%、3.1%和 4.8%。

表 13：油价波动对各行业财务费用的影响（%）

行业	财务费用 系数	油价下降 20%时财务 费用下降的幅度
废弃资源和废旧材料回收加工业	0.5122	-10.2
石油加工、炼焦及核燃料加工业	0.2905	-5.8
黑色金属冶炼及压延加工业	0.2530	-5.1
纺织服装、服饰业	0.2257	-4.5

行业	财务费用系数	油价下降20%时财务费用下降的幅度
工艺品及其他制造业	0.2143	-4.3
农副食品加工业	0.1647	-3.3
煤炭开采和洗选业	0.1532	-3.1
有色金属冶炼及压延加工业	0.1507	-3.0
通用设备制造业	0.1451	-2.9
电气机械及器材制造业	0.1417	-2.8
化学纤维制造业	0.1236	-2.5
有色金属矿采选业	0.1174	-2.3
专用设备制造业	0.1173	-2.3
造纸及纸制品业	0.1081	-2.2
黑色金属矿采选业	0.1044	-2.1
印刷业和记录媒介的复制	0.1000	-2.0
酒、饮料和精制茶制造业	0.0949	-1.9
纺织业	0.0931	-1.9
文教体育用品制造业	0.0864	-1.7
工业整体	0.0780	-1.6
电力、热力的生产和供应业	0.0745	-1.5
医药制造业	0.0661	-1.3
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.0523	-1.0
石油和天然气开采业	0.0000	0.0
化学原料及化学制品制造业	0.0000	0.0
非金属矿物制品业	0.0000	0.0
金属制品业	0.0000	0.0
食品制造业	0.0000	0.0
家具制造业	0.0000	0.0
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	0.0000	0.0
计算机、通信和其他电子设备制造业	0.0000	0.0
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	0.0000	0.0
非金属矿采选业	0.0000	0.0
汽车制造业	0.0000	0.0
水的生产和供应业	-0.0045	0.1
燃气生产和供应业	-0.1565	3.1
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-0.2382	4.8

资料来源：CEIC，中信证券研究部

政策做出反应的情况下，不同行业财务费用对石油价格下降 20% 的反应。考虑到政策反应后，各行业的相对排序变化不大。因为需求上升，油价下降 20% 时，各行业财务费用下降幅度均有所下降。油价对财务费用直接影响不大的行业中，经济敏感度高、重资产的行业，如非金属矿物制品、金属制品业，财务费用系数转为正数，即油价下降带动需求上升，财务费用也随之上升。

表 14：油价下降 20% 对各行业财务费用的影响（%）

行业	油价下降 20% 财务费用下降幅度 (考虑政策反应)
废弃资源和废旧材料回收加工业	-9.7
石油加工、炼焦及核燃料加工业	-5.8
黑色金属冶炼及压延加工业	-5.1
工艺品及其他制造业	-4.3
纺织服装、服饰业	-4.1
农副食品加工业	-3.0
有色金属冶炼及压延加工业	-2.7
煤炭开采和洗选业	-2.6
有色金属矿采选业	-2.3
电气机械及器材制造业	-2.3

行业	油价下降 20% 财务费用下降幅度 (考虑政策反应)
化学纤维制造业	-2.3
通用设备制造业	-2.2
造纸及纸制品业	-2.2
印刷业和记录媒介的复制	-2.0
纺织业	-2.0
酒、饮料和精制茶制造业	-1.9
专用设备制造业	-1.8
文教体育用品制造业	-1.6
电力、热力的生产和供应业	-1.5
医药制造业	-1.3
黑色金属矿采选业	-1.2
工业	-0.9
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-0.8
食品制造业	-0.4
计算机、通信和其他电子设备制造业	0.0
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	0.0
石油和天然气开采业	0.0
化学原料及化学制品制造业	0.0
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	0.0
家具制造业	0.0
汽车制造业	0.0
水的生产和供应业	0.0
非金属矿物制品业	0.2
金属制品业	0.3
非金属矿采选业	0.4
燃气生产和供应业	3.1
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	4.8

资料来源：CEIC，中信证券研究部

## 油价下降导致的盈利分布变化

上述分析基础上，我们粗略估算了油价下降对工业行业盈利的影响。结果显示，油价下降 20%，工业行业盈利合计将减少约 150 亿元。其中，主营成本、财务费用受益油价下降而分别下降 13251 亿元、184 亿元，同时主营收入减少 13585 亿元。油价下降对收入的负面影响超过了对成本费用的正面影响。

**产业链上不同行业盈利对油价下降反映不同。**我们所考察 37 个行业的盈利对油价变化存在显著差异，其影响取决于油价下降对成本费用和收入变化的综合效应。就弹性系数看，**37 个行业中**有 **23 个行业盈利对油价变化弹性系数为正值**，**9 个行业弹性系数为负值**，**仪器仪表制造业、皮革、非金属矿采选业、非金属矿物制品业和汽车制造等 5 个行业的盈利对油价变化的弹性系数为 0**。这意味着：如果油价提高，大部分行业盈利增长将从中受益，其收入增长受益程度超过油价上升所引致的成本费用上升的幅度；反之，油价下降时，大部分行业的盈利将因此受损，仅弹性系数为负值的 9 个行业盈利将从油价下降中获益，这 9 个行业为石油化工及核燃料加工业、电力热力的生产和供应业、黑色金属冶炼及压延加工业、食品制造业、木材加工及制造业、电气机械及器材制造业、化学纤维、燃气生产和供应业、以及烟草制造业等。

表 15：分行业油价变化对盈利的弹性系数及影响

行业	利润对油价 变化弹性系数	油价下降 20%： 盈利变化幅度 (%)	盈利变化 (亿元)
石油与天然气开采	1.870	-37.397	-1368
煤炭	0.506	-10.124	-240
废弃资源综合利用业	0.393	-7.858	-10
其他制造业	0.378	-7.564	-9

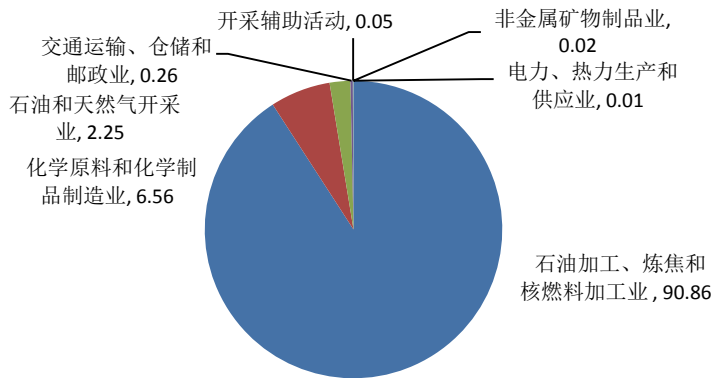
行业	利润对油价 变化弹性系数	油价下降 20%: 盈利变化幅度 (%)	盈利变化 (亿元)
黑色采矿	0.337	-6.749	-119
有色采矿	0.274	-5.474	-59
有色金属冶炼及延展加工	0.255	-5.096	-137
化学原材料与化学制品	0.135	-2.705	-111
纺织	0.127	-2.537	-94
农副产品	0.126	-2.520	-154
专用设备	0.114	-2.272	-49
文教	0.058	-1.156	-16
专用设备制造	0.050	-0.993	-49
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.048	-0.958	-9
医药	0.046	-0.922	-53
造纸	0.044	-0.880	-14
印刷业	0.032	-0.648	-6
金属制品业	0.030	-0.601	-24
计算机、通信和其他电子设备制造业	0.027	-0.545	-18
家具	0.021	-0.417	-4
通用设备制造	0.020	-0.404	-27
水生产	0.019	-0.371	0
纺织服装	0.014	-0.274	-8
仪器仪表制造业	0.000	0.000	0
皮革	0.000	0.000	0
非金属采矿	0.000	0.000	0
非金属矿物制品	0.000	0.000	0
汽车	0.000	0.000	0
酒	-0.008	0.167	7
燃气生产	-0.010	0.195	1
化纤	-0.019	0.379	1
电气机械及器材制造业	-0.024	0.484	17
木材	-0.065	1.309	21
食品	-0.184	3.671	136
黑色金属冶炼	-0.423	8.469	144
电力热力	-0.434	8.674	306
石化加工	-14.796	295.928	1427
总计			
工业	0.012	-0.239	-150

资料来源: Wind, 中信证券研究部

**油价下降导致工业行业盈利结构格局的变化。**从我们的估算结果看, 油价下降 20%, 盈利减少最大的 8 个行业主要在石油与天然气开采业、煤炭开采和洗选业、废弃资源的综合利用业、其他制造业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业、有色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制品制造业等行业。从行业属性看, **盈利减少最明显的上述行业大致集中在三类:** 一是原油消耗比较高的石油与天然气开采业、化学原料等上游行业; 二是作为石油的替代品, 其价格受原油价格波动影响较大的行业, 比如煤炭开采和洗选业等替代行业; 三是作为主要大宗商品, 其价格与油价波动高度相关的行业, 比如铁矿石、有色金属等大宗商品价格与油价下跌表现出高度同步性, 严重抑制了行业销售收入的增长, 有色金属与黑色金属开采等行业将受到显著负面影响。盈利增长最大的行业是 3 个行业是石油加工、炼焦及核燃料加工业、电力热力生产和供应业、黑色金属冶炼及压延加工业, 其中石油加工炼焦及核燃料加工业盈利增长是其他 8 个行业盈利改善行业合计盈利增长的 2.3 倍。

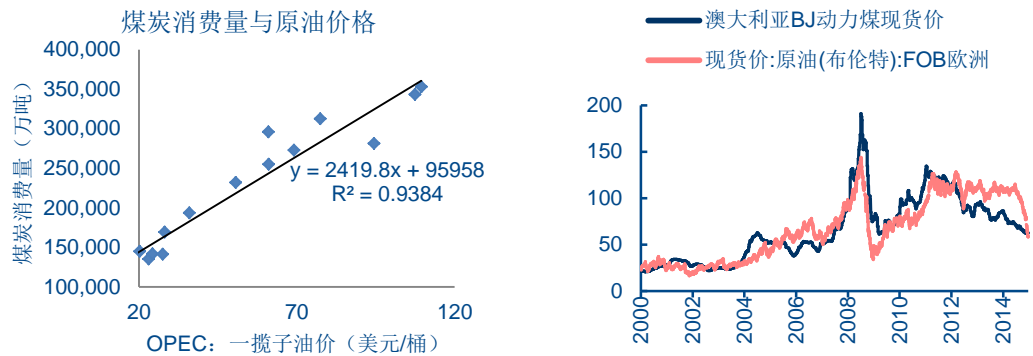


图 60：第一类盈利显著减少行业：石油与天然气开采业、化学原料等上游行业分行业原油消耗量结构（%）



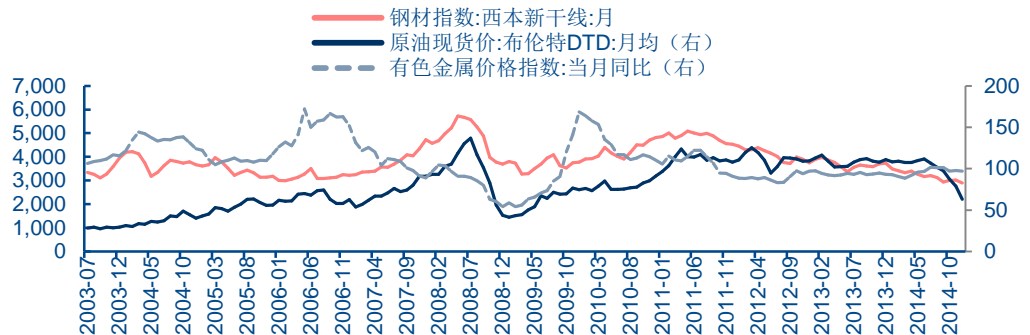
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 61：第二类盈利显著减少行业：能源替代性行业（煤炭开采和洗选业）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 62：第三类盈利显著减少行业：工业品价格与油价高度相关的行业（有色金属矿采选业和加工业、黑色金属矿采选业等）



资料来源：Wind，中信证券研究部

**政策发力将有助于降低油价下降对工业行业盈利的负面影响。**分析结果显示：假定政府作为使得工业增速提高 0.35 个百分点，则油价下降对工业盈利的负面影响将得以显著对冲，**工业整体盈利变化将由无政策作为情形下减少 150 转为增长 1320 亿元，37 个工业行业中有 21 个行业盈利为正。**其中，黑色金属冶炼及压延加工业、电气机械及器材制造业、电力热力生产和供应业、酒饮料和精制茶制造业、木材加工及制品业、化学纤维制造业、燃气生产和供应业、食品制造业、石油加工炼焦及核燃料加工业等 9 个行业，受益低油价成本优势，盈利增长空间进一步扩大；计算机、通信和其他电子设备制造业、通用设备制造业、铁路、

船舶、航空航天和其他运输设备制造业、造纸及纸制品制造业、纺织服装服饰业、家具制造业等 6 个行业，受益需求增长拉动，油价下降的负面影响被有效对冲，对行业盈利影响由负转正；其他的化学原料及化学制品业、煤炭开采和洗选业等 16 个行业盈利降幅呈现不同程度收窄。

表 16：政策作为情形下分行业盈利对油价变化弹性系数及影响（假定油价下降 20%，工业增速提高 0.35 个百分点）

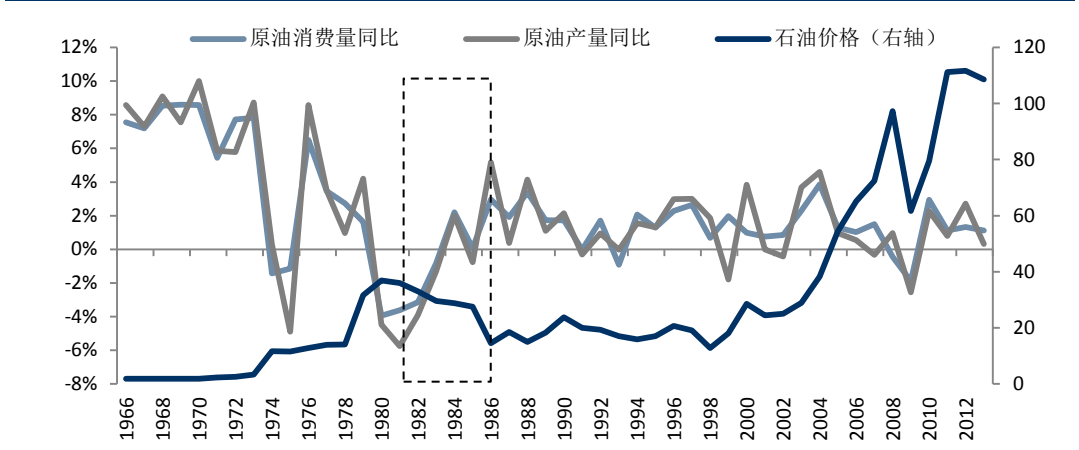
行业	油价下降 20% 的盈利增速 (无政策)	盈利变化 (无政策)	油价下降 20% 的盈利增速 (政策作为)	盈利变化 (政策作为)
<b>利润改善空间上升</b>				
黑色金属冶炼及压延加工业	8.46	144	18.287	310
电气机械及器材制造业	0.48	17	2.104	73
电力、热力的生产和供应业	8.68	306	9.974	351
酒、饮料和精制茶制造业	0.16	7	0.809	32
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	1.3	21	2.377	38
化学纤维制造业	0.38	1	3.126	8
燃气生产和供应业	0.2	1	0.658	3
食品制造业	3.68	136	3.658	136
石油加工、炼焦及核燃料加工业	295.92	1,427	295.784	1,426
<b>盈利影响由零转正</b>				
非金属矿物制品业	0	0	1.199	90
汽车制造业	0	0	0.845	84
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	0	0	0.788	13
非金属矿采选业	0	0	0.955	9
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	0	0	1.077	7
水的生产和供应业	-0.38	0	-0.184	0
<b>盈利影响由负转正</b>				
计算机、通信和其他电子设备制造业	-0.54	-18	1.402	46
通用设备制造业	-0.4	-27	0.478	31
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-0.96	-9	3.214	30
造纸及纸制品业	-0.88	-14	0.191	3
纺织服装、服饰业	-0.28	-8	0.194	5
家具制造业	-0.42	-4	0.086	1
<b>盈利影响仍然负值</b>				
化学原料及化学制品制造业	-2.7	-111	-0.222	-9
煤炭开采和洗选业	-10.12	-240	-6.263	-148
有色金属冶炼及压延加工业	-5.1	-137	-2.940	-79
专用设备制造业	-1	-49	-0.255	-13
金属制品业	-0.6	-24	-0.062	-2
黑色金属矿采选业	-6.74	-119	-5.656	-100
医药制造业	-0.92	-53	-0.817	-47
废弃资源和废旧材料回收加工业	-7.86	-10	-4.604	-6
有色金属矿采选业	-5.48	-59	-5.236	-57
印刷业和记录媒介的复制	-0.64	-6	-0.562	-5
纺织业	-2.54	-94	-2.521	-93
工艺品及其他制造业	-7.56	-9	-7.260	-9
文教体育用品制造业	-1.16	-16	-1.132	-15
水的生产和供应业	-0.38	0	-0.184	0
石油和天然气开采业	-37.4	-1,368	-37.397	-1,368
农副食品加工业	-2.18	-133	-2.208	-135

资料来源：Wind，中信证券研究部

我们也可以从国际经验的角度来验证油价低企对行业盈利与相对表现的影响。油价下降的主导因素是来自于供给还是需求对行业盈利的影响可能不同。因此，从时间段的选择上，我们选择 1981 年至 1986 年 2 月，这段时间的油价下跌主要是由于供给层面的因素造成，与目前的状况较为契合。在这段时间，第二次石油危机、两伊战争使得所有涉及原油的实体

开始囤积实货，推升原油库存达到历史高位，叠加上北海油田产量大幅增加，1985 年美国迫使沙特增产，实行“逆向石油冲击”战略，自 1981 年开始原油价格开始一路下滑，并在 1985 年 11 月达到高潮，这种下跌态势直至 1986 年 2 月才得到缓解。从国家的选择，我们选择日本作为研究对象，日本石油对外依存度接近 100%，能够较好的观察国际油价变化对其行业的影响。

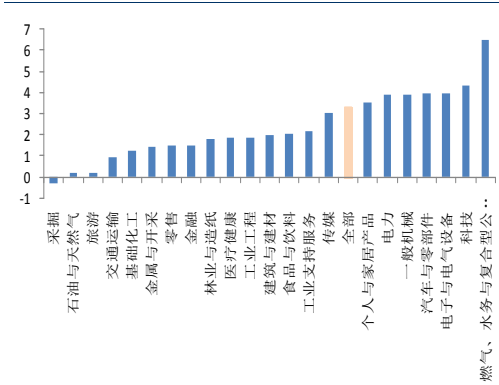
图 63：工业化进程与能源战略需求的关系



资料来源：中信证券研究部绘制

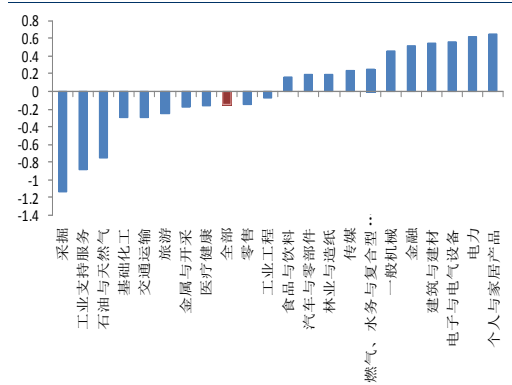
从 1981 年 1 月到 1986 年 2 月的日本各个行业净利率与净利率的变化来看，在油价下跌的阶段石油与天然气、基础化工等中上游行业盈利能力较差，而公用事业、建筑与建材、汽车与零部件等下游板块盈利能力相对较好。

图 64：1981-1986 年净利率均值



资料来源：CEIC，中信证券研究部

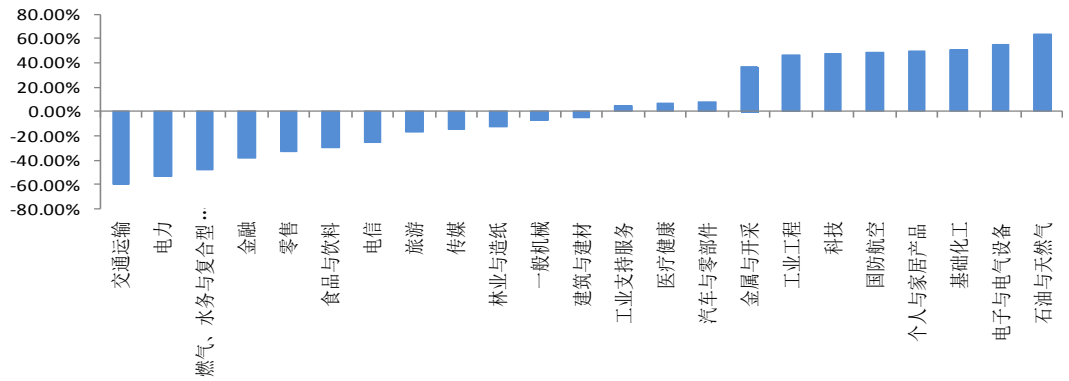
图 65：1981-1986 净利润相较历史均值变化



资料来源：CEIC，中信证券研究部

从股指表现来看，在 1981 年-1998 年油价低企的阶段，我们如果将 WTI 油价与日本各行业相对大盘的表现进行相关系数分析，能够发现石化、基础化工等板块的相对表现与油价密切正相关，而交运、公用事业等板块与油价呈现密切负相关。

图 66：工业化进程与能源战略需求的关系



资料来源：中信证券研究部绘制

## 油价低企对 11 大行业的影响：自下而上

从自上而下的分析来看，大致三类行业受到油价影响较大：一是油耗量较大的行业，其可能直接受油价影响；二是石油的替代性产品，其有可能也间接受到油价下跌的影响；三是其他大宗商品价格有可能与油价波动呈正相关，相关行业有可能受到影响。根据这三个影响渠道，我们梳理了 11 个可能受油价下跌影响的中信一级行业，包括石化、基础化工、交运、建材、机械、电力设备、煤炭、汽车、有色、钢铁、公用事业。通过自下而上的分析，能够更为具体地分析油价对于各个子行业的不同影响，得出更为具有实战意义的结论与投资标的。

我们的基本假设是：油价未来两到三年的均价相较于 2014 年的 90-100 美元/桶将大幅降低，并可能在较长一段时间在 50-70 美元/桶的区间波动。按照利好、利空和中性逐行业具体分析。

表 17：油价低企对 A 股的行业影响

行业	主要影响渠道
航空与航运	航空板块受益于成本端改善与可能的燃油费下调，航运板块受益于成本端下行与需求提振。推荐中国国航、东方航空、招商轮船和中海发展。
公用事业	天然气涨价预期缓解或促燃气需求回升。
新型建材部分子行业	PPR、PE 和沥青等原材料价格跟随油价下行，新型建材部分子行业有望充分受益于低油价，如塑料管道、防水材料和减水剂等行业。推荐伟星新材。
基础化工小部分子行业	基础化工部分子行业产品竞争力强，下游产品价格对油价降低不敏感，受益于低油价。包括改性塑料、炭黑与高端涂料等。推荐金发科技、金力泰等。
石化	上游开采勘探负面影响最大且直接；中游炼化主要通过库存减值负面影响企业的盈利，但如果油价长期低企对该板块影响中性；下游营销影响中性偏利好，主要受到低价刺激需求。
基础化工	大部分子行业产能过剩，油价下跌带动产品价格下跌，企业盈利能以增加，加之库存减值，负面影响企业盈利。但如果油价长期低企，对行业影响中性偏正面。
油服和油气装备	低油价将影响油服公司对油气装备的采购。
焦化和煤化工	油价下跌，压低相关替代性产品价格，如甲醇、烯烃及油品等等，造成盈利下降。
有色金属	铜、铝价格与油价相关性大，其采矿与冶炼行业受损受损，下游加工行业受益。
新能源乘用车	新能源乘用车的经济性面临较大挑战，负面影响行业估值。
钢铁	原材料价格与运费下行，但是产品端供过于求，价格走低。整体影响中性。
电力设备	石油和新能源在发电领域不直接竞争，受影响较小。但是生物质燃油由于与原油利用存在直接竞争关系，生物质供热与生物质燃油或面临挑战。

资料来源：中信证券研究部各研究小组

## 政策向好，油价探底，交运板块充分受益

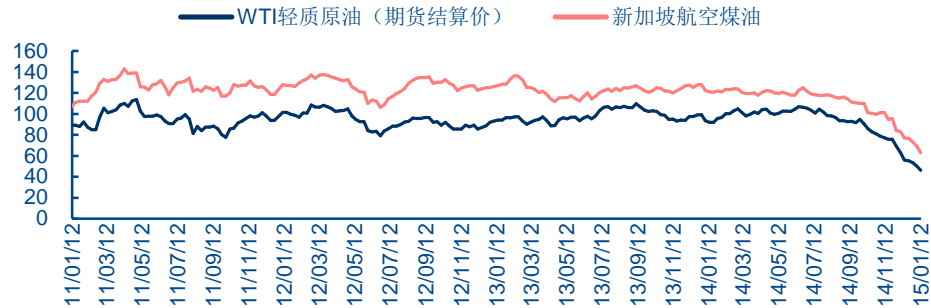
航空企业：成本端改善，若取消燃油费将大幅释放弹性

### 1月航油价格跌至5年半最低，航油采购成本同比下跌35%

去年10月份起国际油价进入快速下跌通道，今年1月最新的新加坡航油现货价在70美元/桶左右，相对去年同期下跌45.32%至5年半以来最低。2015年伊始，国内航空煤油综合采购成本大幅下调917元/吨，环比下降16.56%，同比跌幅达34.63%，达到2009年10月以来的最低水平。

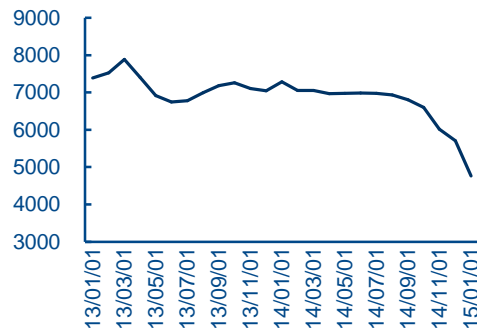
随着油价下跌，国内航线的航空燃油附加费最高收取标准也相应调整，自1月5日起800公里（含）以下航段燃油附加费由30元/人下调至10元/人，800公里以上从60元/人调整为30元/人，达到2009年10月以来最低水平。

图 67：新加坡航油价格（单位：美元/桶）



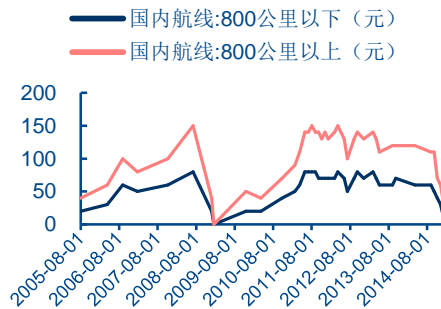
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 68：国内航油出厂价（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 69：航空燃油附加费（单位：元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

### 若平均油价下跌30-40%，三大航共可节省燃油成本100-150亿元

由于本次国际油价下跌主要来自供给端，在航空需求相对稳定的情况下，航油成本的下降将为航空公司带来较大的成本改善。**建议关注中国国航、东方航空。**

考虑燃油附加费对冲燃油下跌（对冲70%左右），经测算，如果2015年平均航油价格较去年平均值下跌30%左右，三大航2015年每家可节省燃油成本30亿元左右，提升毛利比例16%-22%，提高利率约3个百分点，净利润比例提升50%-100%。

表 18：油价对三大航空公司的敏感性测算

	东方航空	南方航空	中国国航
2014 年预测航油成本(百万元)	29,972	36,690	34,300
2015 年总油耗量假设(百万吨)	5.07	5.57	5.41
2015 年营业收入预测(百万元)	92455	111100	105347
新加坡航油平均价格(美元/桶)	112.16	112.16	112.16
燃油价格下降比例	30%	30%	30%
燃油附加税对冲比例	70%	70%	70%
扣除税费等(百万元)	708	867	810
<b>2015 年可节省燃油成本(百万元)</b>	<b>2832.35</b>	<b>3467.21</b>	<b>3241.35</b>
2015 年预测毛利(百万元)	12610	20176	19658
<b>2015 年可提升毛利比例</b>	<b>22.46%</b>	<b>17.18%</b>	<b>16.49%</b>
2015 年预测毛利率	13.6%	18.2%	18.7%
<b>2015 年可提升毛利率(百分点)</b>	<b>3.06</b>	<b>3.12</b>	<b>3.08</b>
2015 年预测净利润(百万元)	2816	2557	4857
2015 年可提升净利润(百万元)	2124	2600	2431
<b>2015 年可提升净利润比例</b>	<b>75.44%</b>	<b>101.70%</b>	<b>50.05%</b>

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：2014 年航油成本为预测值，假设 2015 年总油耗量在 2014 年基础上提升 5%，新加坡航油平均价格为 2014 年平均值

但目前燃油附加费已经下调至较低水平，未来或进一步减免，因此油价的进一步下跌将直接反映在成本的改善上，从而打开业绩弹性。考虑最乐观情况下油价下跌 40%，且燃油附加费在油价下跌 30% 时相应调整至零，此后油价下跌的利好将直接转化为利润。此时燃油附加费对油价下跌的对冲比例降为 55% 左右，三大航可分别节约年燃油成本 40-50 亿元左右，业绩弹性相较之前测算结果提升 1.5 倍左右。

表 19：油价对三大航空公司的敏感性测算（燃油附加费调整至零后）

	东方航空	南方航空	中国国航
2014 年预测航油成本(百万元)	29,972	36,690	34,300
2015 年总油耗量假设(百万吨)	5.07	5.57	5.41
2014 年新加坡航油平均价格(美元/桶)	112.16	112.16	112.16
燃油价格下降比例	40%	40%	40%
燃油附加税对冲比例	55%	55%	55%
扣除税费等(百万元)	1062.13	1300.20	1215.51
<b>2015 年可节省燃油成本(百万元)</b>	<b>4248.53</b>	<b>5200.81</b>	<b>4862.03</b>
2015 年可提升毛利比例	33.69%	25.78%	24.73%
<b>2015 年可提升毛利率(百分点)</b>	<b>4.60</b>	<b>4.68</b>	<b>4.62</b>
2015 年可提升净利润(百万元)	3186.40	3900.61	3646.52
<b>2015 年可提升净利润比例</b>	<b>113.15%</b>	<b>152.55%</b>	<b>75.08%</b>

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：2014 年航油成本为预测值，假设 2015 年总油耗量在 2014 年基础上提升 5%，新加坡航油价格为 2014 年平均值

## 航运企业：关注油价下跌对于成本端和需求端带来的业绩共振

### 燃油下跌直接改善成本端，若油价下降 30%，降低的燃油成本可提升毛利率 7%-14%

燃油成本是航运业的主要成本之一，燃油成本占比达 30-40%。油价下降可显著提升航运公司毛利率，改善航运行业成本端。假设油价同比下降 30%，航运公司运输业务毛利率有望提升 7-14 个百分点。按照 2014 年半年报，主要航运公司毛利率维持在 0-10% 左右的水平，油价下跌从成本端对行业带来改善。

表 20：油价对于航运公司的敏感性测算

	中远航运	招商轮船	中海集运	中海发展	中国远洋
2013 年燃油成本(亿元)	23.61	9.18	88.62	48.19	151.99
占成本比重	33.89%	34.75%	24.46%	43.00%	24.75%
2015 年预测燃油消耗额(亿元)	27.59	15.62	95.54	52.45	160.21
占成本比重	33.00%	35.00%	25.00%	42.80%	24.78%
燃油价格下降比例	30%	30%	30%	30%	30%
可节省燃油成本(亿元)	8.28	4.69	28.66	15.74	48.06
2013 年净利润(亿元)	0.33	-21.84	-26.46	-22.98	2.35
2015 年预计净利润(亿元)	1.69	12.48	4.67	3.75	3.06
若油价下降 30%，2015 年可提升毛利率	11.11%	7.53%	8.36%	13.83%	7.78%
若油价下降 30%，2015 年可提升净利润	5.80	3.28	20.06	11.02	33.64

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

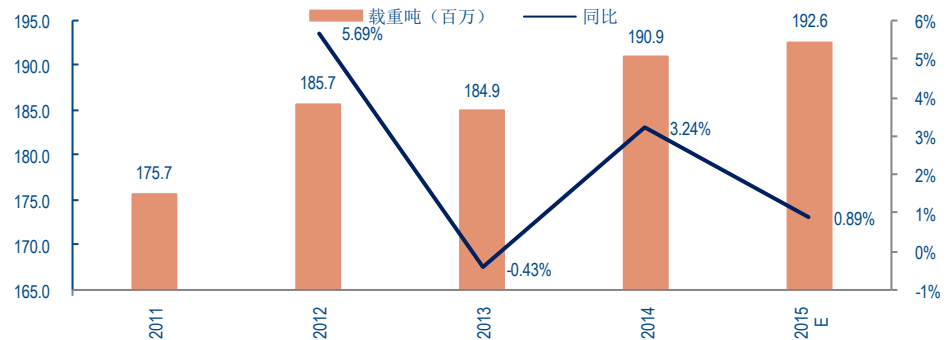
### 油价下跌提振油轮运输需求，油运行业缓慢复苏，供需趋于均衡

但燃油成本下降对于运价的压制也同时需要考虑，因此除成本端外，我们认为原油带来的油轮运输行业的业绩共振更需关注。

从需求端看，油运需求因油价下跌或获得长期恢复性增长的机会，包括美国页岩油可能受打击减轻美国油运需求下行压力，以及预计中国 2015 年原油进口还将增长超过 6%，推动油运全球周转量增长 1.6%。

从供给端看，2015 年 VLCC 只有 27 艘的交付量，考虑其他的船型运力的下滑，油运运力 2015 年预期几乎没有增长。从造船合同看，2014 年前 11 个月 VLCC 订单量 34 艘，明显低于 2013 年 47 艘数量。

图 70：油运运力缓慢增长

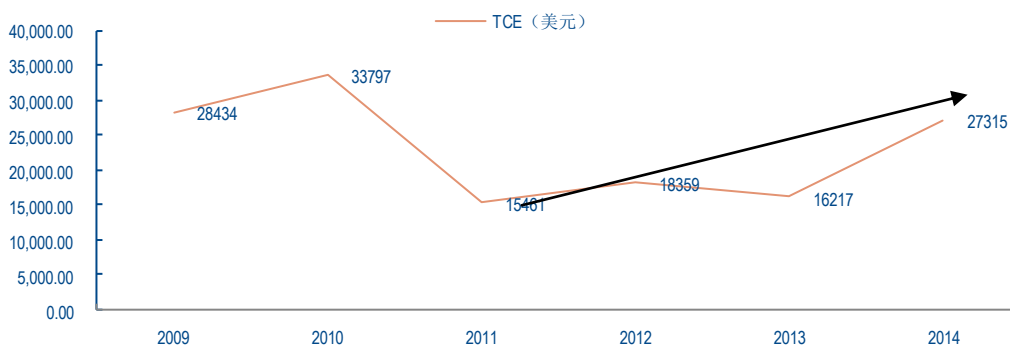


资料来源：克拉克森（含预测），中信证券研究部整理

行业存在向正常利润回归的动力。而 1.5-2 万美元的 TCE 难以长期维持，预计 TCE 将震荡上行

经过三年的低位徘徊，2014 年 VLCC 平均 TCE 回升至 2.73 万美元的盈亏平衡状态。在油价下行推动原油供应格局变革下，预计未来三年 TCE 逐步回升 4-6 万 TCE 左右。行业震荡复苏趋势可能已经确立。

图 71: VLCC 的 TCE 向正常回报回归



资料来源: 克拉克森, 中信证券研究部

因此我们从油价下跌改善成本端以及油运业绩共振两个维度综合分析后, 推荐招商轮船和中海发展。

## 涨价预期缓解或促燃气需求回升, 利好公用事业板块

### 涨价预期缓解, 2015 年气源价格或维持稳定

目前我国天然气非居民门站价格分为存量及增量气, 平均价格分别为 2.47、2.95 元/方; 按照既定目标, 2015 年要实现与增量气价格并轨。

表 21: 各省份天然气最高门站价格表 (单位: 元/m<sup>3</sup>, 含税)

省份	存量气	增量气	价差	省份	存量气	增量气	价差
北京	2.66	3.14	0.48	湖北	2.62	3.10	0.48
天津	2.66	3.14	0.48	湖南	2.62	3.10	0.48
河北	2.64	3.12	0.48	广东	2.86	3.32	0.46
山西	2.57	3.05	0.48	广西	2.69	3.15	0.46
内蒙古	2.00	2.48	0.48	海南	2.32	2.78	0.46
辽宁	2.64	3.12	0.48	重庆	2.32	2.78	0.46
吉林	2.42	2.90	0.48	四川	2.33	2.79	0.46
黑龙江	2.42	2.90	0.48	贵州	2.37	2.85	0.48
上海	2.84	3.32	0.48	云南	2.37	2.85	0.48
江苏	2.82	3.30	0.48	陕西	2.00	2.48	0.48
浙江	2.83	3.31	0.48	甘肃	2.09	2.57	0.48
安徽	2.75	3.23	0.48	宁夏	2.17	2.65	0.48
江西	2.62	3.10	0.48	青海	1.93	2.41	0.48
山东	2.64	3.12	0.48	新疆	1.81	2.29	0.48
河南	2.67	3.15	0.48				

资料来源: 国家发改委, 中信证券研究部

去年 10 月以来油价大跌, 若油价持续维持低位, 2015 年增量气价下调、存量气并轨可能性较大。我们根据目前推行的天然气定价机制下的“净回值法”公式, 分三种情形进行测算, 可以看出, 2015 年并轨后气价或与 2014 年综合气价水平相当, 燃气分销商进气成本有望维持相对稳定; 而此前市场预期 2015 年增量气价不变、存量气价上调 0.49 元/方与增量气并轨。



表 22：2015 年调价情形分析

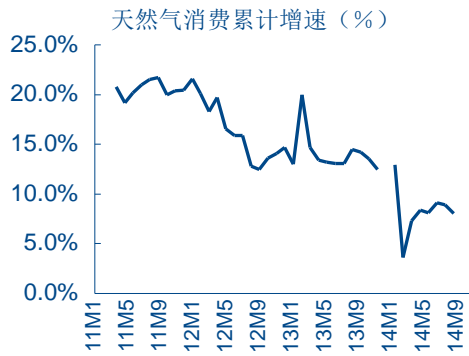
	P 天然气	并轨后增量气潜在降幅 (元/方)	类型	2015 年综合变动	P 燃料油 (元/吨)	P-LPG (元/吨)
情形一：2014 年 10 月进口燃料油和 LPG 价格	2.73	0.22	悲观	7.1%	3,768	3,871
情形二：2014 年下半年均价 (11/12 月变动模拟油价降幅)	2.62	0.33	中性	2.7%	3,611	3,739
情形三：对应国际油价 75 美元/桶	2.43	0.52	乐观	-4.7%	3,356	3,448

资料来源：中信证券研究部预测

### 天然气分销增速有望回升

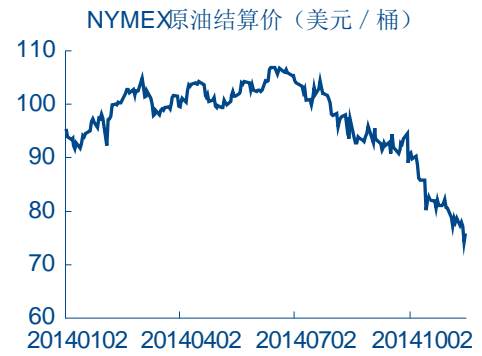
近两年，受制上游气源价格上涨经济疲弱影响，全国天然气需求增速持续下行，2014 年 1-9 月累计增速仅增长 6.8%。根据我们测算，若油价维持低位，2015 年天然气价格调整后，并轨后的非居民门站价格较目前增量气价有所下降（降幅在 10%左右），这将有利于燃气分销商开拓新增用户，天然气消费增速有望回升。

图 72：我国天然气消费量累计增速



资料来源：国家发改委，中信证券研究部

图 73：NYMEX 原油价格走势



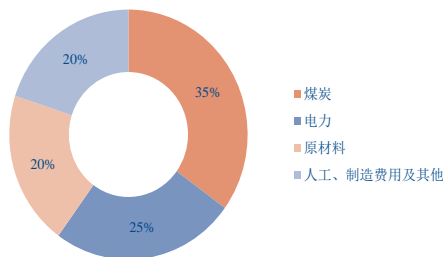
资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

## 新型建材部分行业显著受益于油价下跌

### 水泥和玻璃行业受益于油价下跌程度有限

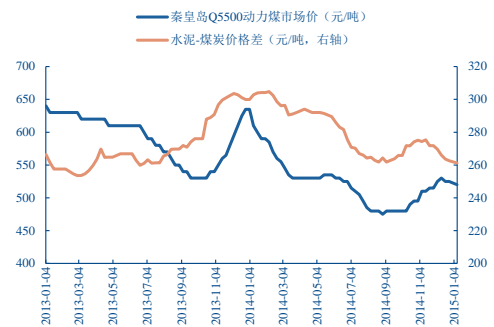
经过我们估算，水泥行业生产成本中煤炭和电力成本占比分别为 35%和 25%，可见水泥生产成本与煤炭价格关联度较高，而煤炭属于原油替代性能源。根据中信证券研究部煤炭研究团队预测，2015 年国内动力煤价格有望同比继续下降 5%左右，短期受油价暴跌影响有限。因此，我们预测油价暴跌亦对水泥行业盈利影响有限。

图 74：水泥行业生产成本拆分估算



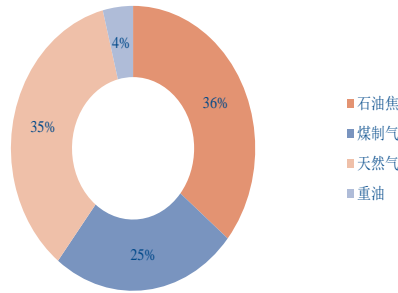
资料来源：中信证券研究部测算

图 75：2013 年以来水泥-煤炭价格差走势



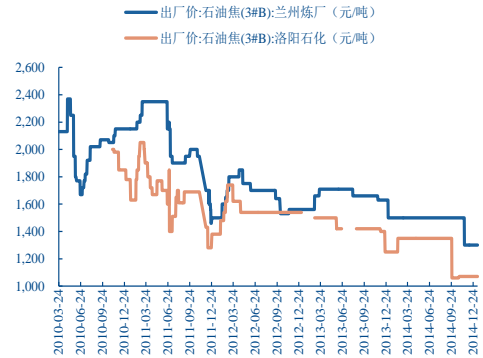
资料来源：Wind，数字水泥网，中信证券研究部 注：假设吨水泥耗煤 115kg

图 76：国内浮法玻璃行业生产中各燃料使用占比



资料来源：中信证券研究部估算 注：按产能加权占比

图 77：2010 以来石油焦价格趋势向下



资料来源：Wind，数字水泥网，中信证券研究部

国内浮法玻璃生产可使用石油焦、煤制气、天然气和重油等多种燃料，其中使用石油焦或煤制气作为燃料之生产线单位成本最低，我们测算其单位成本仅在 15-20 元/重量箱，而使用天然气作为燃料之生产线平均单位成本高达 30 元/重量箱左右。目前，我们估算国内使用石油焦/煤制气生产线占比（按产能加权）分别为 36%/25%，其中石油焦价格近年来受供需格局影响而呈下行趋势，后续价格下降空间较为有限。结合上述分析，我们认为浮法玻璃行业受益于油价暴跌程度亦相对有限。

### 新型建材部分子行业显著受益于油价下跌

我们认为，新型建材部分子行业有望充分受益于油价暴跌，如塑料管道、防水材料和减水剂等行业，上述行业生产成本中相当比例均与石化行业相关。综合分析上述各行业原材料行业供需和竞争格局，我们认为 PPR、PE 和沥青等材料价格将跟随油价下跌而明显回落，对应主要受益公司分别为伟星新材和东方雨虹等。结合销售模式及终端价格控制力等因素，我们优先推荐伟星新材。

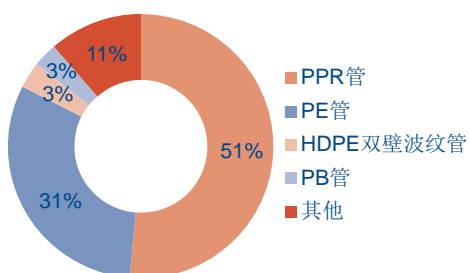
表 23：新型建材部分子行业预计将受益于油价暴跌

	2014 年前三季度归母净利润 (百万元)	主要原材料	石化相关原材料 成本占比
纳川股份	40.2	HDPE	39%
东方雨虹	428.9	沥青、聚酯胎基、SBS 改性剂、乳液、扩链剂、聚醚等	60%
顾地科技	65.2	PVC、PE 和 PPR	69%
永高股份	158.5	PVC、PE 和 PPR	85%
伟星新材	280.5	PPR 和 PE	73%
建研集团	168.6	工业萘、聚羧酸等	30%

资料来源：中信证券研究部测算

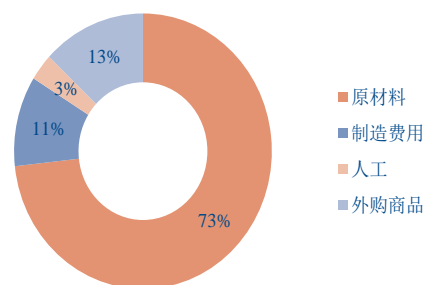
伟星新材是国内塑料管道行业龙头企业，公司在巩固华东区域优势地位基础上积极开拓华北和西南等市场。2014 年上半年，公司核心产品包括 PPR 管道和 PE 管道，收入占比分别达到 51%和 31%，此外 HDPE 和 PB 管道收入占比约为 6%左右。PPR、PE 和 PB 管道原材料均为石油下游产品，2013 年上述原材料占公司生产成本比例达到 73%。

图 78: 伟星新材 2014 年上半年产品收入占比



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 79: 2013 年伟星新材原材料成本占比达 73%

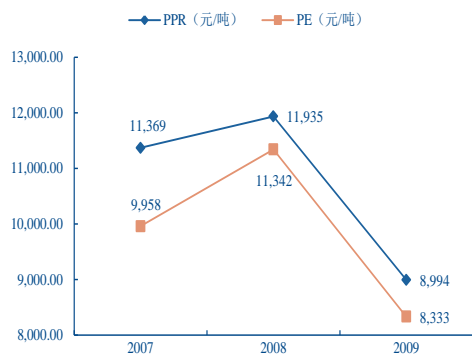


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

本轮国际原油价格下跌, 市场认同 PPR 和 PE 管料价格将跟随下跌, 但对跌幅持谨慎态度。诚然, PPR 和 PE 管料市场进口依赖度仍然偏高, 而国际市场基本由荷兰利安德巴塞尔、韩国晓星、北欧化工、美国陶氏和韩国 SK 等公司所垄断。然而近年来, 国内燕山石化、齐鲁石化、扬子石化和独山子石化投入巨资加强管料市场研发和产能建设, 虽然开工率依然相对不高, 但对进口市场产生一定冲击且进口替代将成长期趋势。

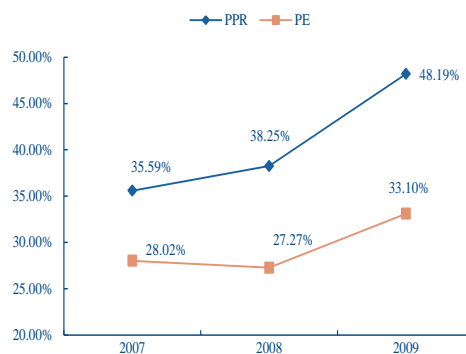
此外, 回溯 2008 年油价暴跌时代, 其间北海布伦特原油现货均价下降近 62%, 而 2009 年伟星新材 PPR 和 PE 采购均价同比分别下降 25%和 27%, PPR 和 PE 业务毛利率同比分别提升 9.9pct 和 5.8pct。2009 年公司收入同比仅增长 4%, 而归属于母公司净利润同比增长 39%, 主因便是销售毛利率同比提升 7.6pct。

图 80: 2009 年伟星新材 PPR 和 PE 采购价大幅回落



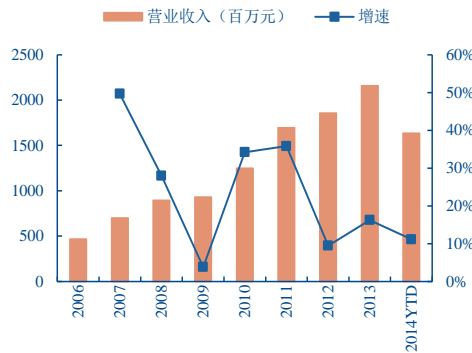
资料来源: 公司招股说明书, 中信证券研究部

图 81: 2009 年伟星新材 PPR 和 PE 毛利率显著提升



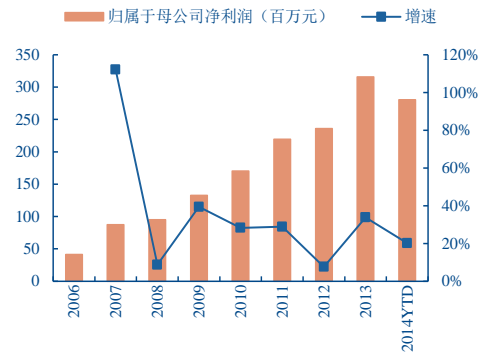
资料来源: 公司招股说明书, 中信证券研究部

图 82：伟星新材历年营业收入及增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部  
注：2014 年数据截至第三季度

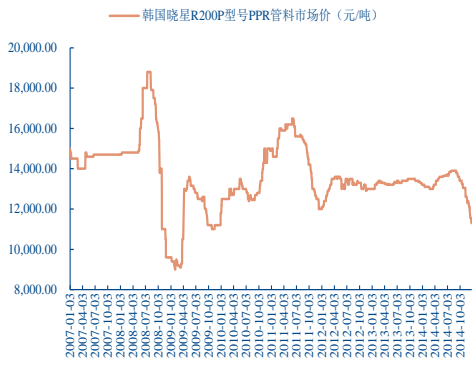
图 83：伟星新材历年归属于母公司净利润及增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部  
注：2014 年数据截至第三季度

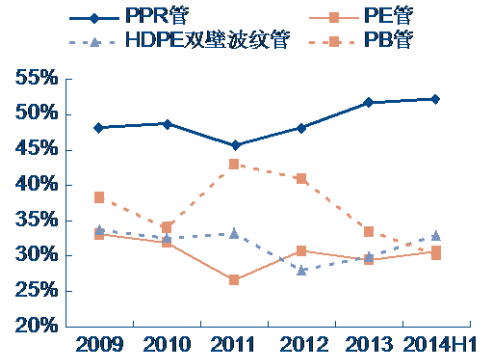
2014 年 9 月以来，部分进口 PPR 管料价格下跌趋势已经出现如韩国晓星 PPR 管料价格已回落 19%左右。考虑到 2014 年三季度末公司拥有 2-3 个月库存（存货 4 亿元左右，产成品占比 69%，原材料占比 31%），加之后续 PPR 管料价格有望继续下降，我们预计公司成本端有望于 2015Q1 开始受益。

图 84：近期 PPR 进口管料价格已现下降趋势



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 85：伟星新材各产品毛利率水平



资料来源：公司公告，中信证券研究部

我们对公司原材料价格跌幅和 PPR 销量指标对业绩影响进行敏感性分析，基于管料价格下降 20%和 PPR 管道销量同比增长 13%之假设前提下，伟星新材 2015 年 EPS 有望达到 1.21 元。

表 24：管料价格下跌及 PPR 销量对公司 2015 年业绩敏感性分析

		原材料价格下降幅度				
		-10%	-15%	-20%	-25%	-30%
PPR 销量增速	7%	1.06	1.07	1.08	1.09	1.10
	10%	1.13	1.14	1.15	1.16	1.17
	13%	1.19	1.20	1.21	1.22	1.23
	16%	1.26	1.27	1.28	1.29	1.30

资料来源：中信证券研究部测算

基于伟星新材短期将充分受益于油价暴跌之判断，我们维持公司 2014-2016 年摊薄后 EPS 分别为 0.87/1.20/1.43 元之预期。鉴于公司管理层优秀，品牌和渠道价值突出以及地下管网业务高业绩弹性，给予公司 2015 年 18 倍 PE，中短期目标价 22 元，继续维持“买入”评级。

## 油价下跌对基础化工板块产生结构性影响

**国际原油价格下跌**，有利于降低大部分化工产品的原料成本，但是由于化工行业位于中游行业，大部分子行业产能过剩，下游需求疲软，大部分化工产品的价格也会随之下滑，企业的盈利能力很难增加，加之库存的损失，**将会对当季的业绩带来一定的影响**。纵观上一次国际原油价格大幅下跌（2008.7 到 2009.3），中信基础化工指数也大幅下挫，并跑输上证综指 10 个点左右。

**长期看，国际原油价格下跌，将有利于整个化工行业**。低位的价格将会将油价下滑的红利向下游产业进行转移。按照目前原油价格计算，整个石化的下游行业将会增加利润近千亿元，这将会较大改善化工行业的部分子行业的盈利情况。

**但是对于部分化工子行业，在油价下跌带动原材料价格下跌的背景下，产品价格仍能够维持或仅小幅下跌的产品，产品价差将拉大，企业盈利能力将得以改善。**

1) 产品竞争格局好，石油基原材料占比高，产品在下游成本中占比不大的子行业。我们认为高端涂料、油漆、染料产品龙头企业，凭借其技术、品质不断提升，逐步参与到国外寡头垄断的产品市场。而下游客户对产品认证周期长，产品切换难度大，成本占比低，在原料价格下跌的大背景下，产品价格调整幅度较小，毛利率将稳步提升。继续强烈看好车用水性环保涂料龙头金力泰。

2) 产品竞争能力强，下游对产品价格不敏感、承受力强的产品和子行业。我们认为在染料行业竞争格局良好，龙头企业意见能力强，原料价格下跌将直接利好此类企业；农药中一些原料新品种由于目前供给端仅有几家企业能够生产，在未来需求持续放量的过程中，产品的价格有望稳中有升，受益于成本下降，毛利率将提升；此外是农药制剂，由于直接面对消费者，价格具有一定的刚性，也将从中受益。建议关注染料行业龙头浙江龙盛和闰土股份，拥有麦草畏品种的扬农化工和长青股份，以及农药制剂龙头诺普信和辉丰股份。

3) 原料价格和油价相关性大，产品价格和其他抗跌性好的大宗产品相关性大的产品。我们认为化工大部分产品原料价格都与原油价格密切相关，但是其下游有部分产品价格和油价的相关性弱，与其他产品的相关性更强。比如合成橡胶产品，其原料主要是 C4 原料，其价格和原油基本上走势相同，但是合成橡胶由于无法完全替代天然橡胶，其价格受到和天然橡胶价格支撑。在目前天然橡胶由于受到割胶成本的刚性支撑，价格大幅下行空间有限，也会对合成橡胶价格起到支撑。在目前油价大幅下滑的趋势下，合成橡胶装置的盈利能力将大幅改善；炭黑行业的主要原料煤焦油和油价相关度很高，但是产品价格和天然橡胶价格存在较强关联度，盈利能力有望改善；改性塑料领域原料均为合成材料，和油价相关性高，下游主要应用在多种不同的领域，尤其一些高端产品议价能力将强，产品价差有望进一步拉大。建议关注拥有合成橡胶产能的传化股份、改性塑料龙头金发科技和国内炭黑行业龙头企业。

## 油价下跌对石化板块产生负面影响

油价的大幅下跌一定程度提升了原油相对其他能源的价格优势；国内天然气价格定价虽然滞后油价，但预期也会跟随油价向下，进而刺激终端需求的提升。但是，油价在下跌过程中，由于下游石化产品多以成本加成作为主要定价模式，辅助考虑行业供需格局。因此从逻辑上讲，油价下跌对石化产品将带来负面影响。

- 1) 油价下跌拖累石化产品价格下跌，企业库存减值将导致盈利下滑；只有当油价企稳或反弹初期时，下游需求才会得到明确刺激。
- 2) 国内石化产品供给大多数过剩，在原油价格，即成本下跌的背景下，终端产品价格由于供给过剩跌幅可能高于油价，造成盈利下滑。

3) 我国炼油和营销行业盈利受益于成品油定价机制，油价下跌主要通过库存减值影响企业的盈利。不考虑库存影响，炼油和营销板块盈利更多取决于其自身的供需，相对稳定。

油价变动对上游勘探开发企业影响较大且直接；对中游炼化企业盈利影响较间接，但对石化产品盈利影响较大；对下游营销而言，行业自身的供需格局决定盈利走势，油价波动仅在短期影响企业心态。从盈利分析看，油价变动对上游勘探开发影响最直接，油价的下跌将直接反应为企业的收入下降，造成盈利下降；油价波动对炼化行业业绩的影响也较明显，主要的传导机制油价下跌带动产品价格下跌，以及原料和产成品库存的减值，导致盈利下降；对于下游营销环节，油价下跌的影响相对较小，主要通过对未来价格的心理预期影响企业的定价和采购（库存减值），进而导致盈利的波动。

表 25：油价变动对石化相关行业的盈利影响

	最新		油价 50-70		油价 70-90		油价 90-110	
	毛利率	盈利增速	毛利率预测 2015	盈利增速预测 2015	毛利率预测 2015	盈利增速预测 2015	毛利率预测 2015	盈利增速预测 2015
上游勘探开发	0%	下降 100%	15%-25%	下降 70%-80%	25%-40%	下降 20%-40%	40%-60%	持平
中游炼化	5%-10%	下降 10%	8%-15%	持平	8-20%	增长 5%-10%	5%-10%	持平
下游营销	3%-6%	持平	5%-8%	增长 3%-5%	5%-8%	增长 3%-5%	3%-8%	持平

资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部预测

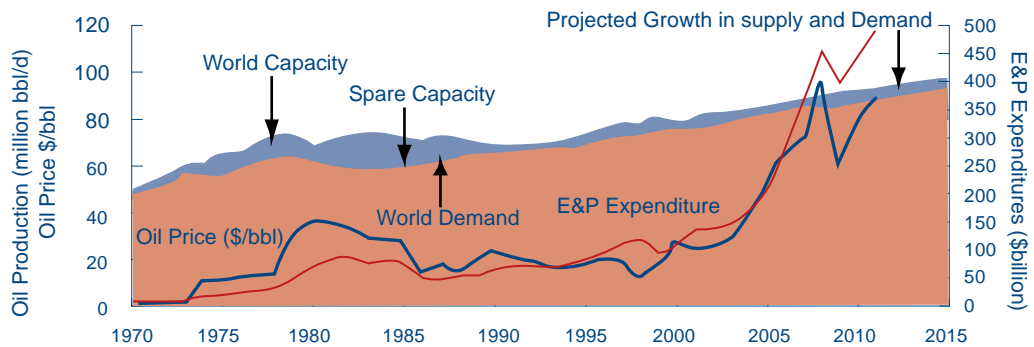
按照我们推算，如果油价长期维持在 70 美元/桶以下的水平，上游勘探开发盈利能力将较差；炼油化工盈利相对稳定；而下游营销盈利可能有所提升，主要受到低价刺激需求。

长期低油价（不继续下跌）利好下游营销泰山石油、炼化企业上海石化、华锦股份、沈阳化工。上海石化主要从事炼油和聚酯、合成树脂石化产品的生产，是典型的石化中游加工制造企业，原油成本占公司总成本的比例超过 70%。华锦股份从事炼油和石化原料加工制造，同时是东北地区最大的化肥生产企业，原油成本占公司总成本也超过 60%。

### 油价下跌利空油服与油气设备

从历史上看，油价和全球油气勘探开发支出显著正相关，油价作为决定全球油公司资本开支的最重要因素，是全球油服行业及油气装备行业的先行指标。

图 86：全球石油价格、供需及石油开发资本开支变化历史及发展趋势预测

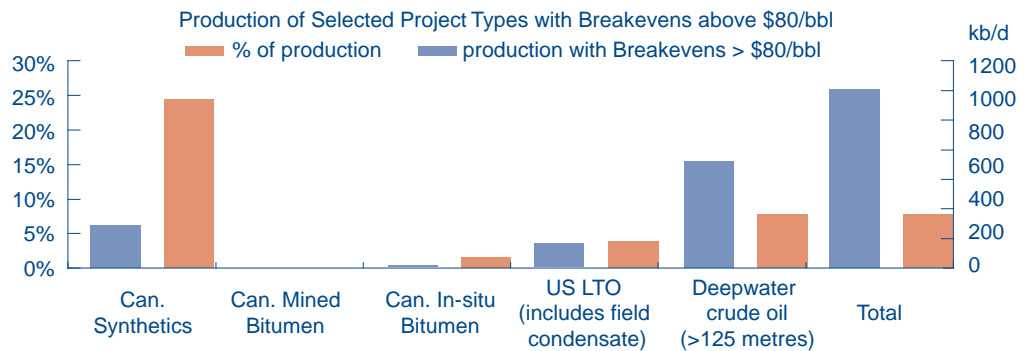


资料来源：SLB，中信证券研究部整理

油价持续低迷将影响全球石油公司的勘探开发投资计划和油服公司对油气装备的采购，全球油服及油气装备行业有可能进入阶段性调整期。从产业链角度，我们认为油价对全球油服行业传导过程已经开始，油服及油气装备景气通常滞后于油价 3-6 个月，公司削减勘探开发支出后油服公司将面临价格和开工率的双重考验，油服公司开工率下滑盈利前景黯淡后降

低资本开支，从而导致油气装备行业景气下滑；从油气品类看，我们认为高成本的油气区块将面临考验，以深海石油为代表的高成本区块进入亏损状态，美国页岩油也进入成本线下的阶段，加上非常规油的衰减率很高，我们认为对于海洋油气以及陆地非常规油开发的相关油服及装备都会形成负面影响；从区域上看，美国的活跃钻机数将进入持续下行阶段，加拿大的活跃钻机数也出现同比大幅下滑，我们认为北美非常规油气开采将进入一个调整期，而主权石油国家油气开发则处于平稳期受整体影响相对较小。全球油气勘探开发的景气度也将随之分化，IOC 投资区域和市场化程度高的北美区域景气会出现较大调整，NOC 主导的对石油产业严重依赖的国家地区投资预计平稳或略有下降。

图 87：加拿大油砂、美国致密油、深水原油盈亏平衡高于 80 美元/桶的产量及比例



资料来源：EIA，中信证券研究部

我们认为油价下行及保持低位将对油服及油气装备产生负面影响，能够受益的主要是具备多产品开发能力的成长型公司，我们推荐杰瑞股份。基于杰瑞股份在 2008-09 年油价周期中对于新产品布局的表现以及其在手 40 亿左右的充裕现金，公司具备强大的内含和外延式扩张能力，我们认为低油价给予公司良好的行业整合的国内外环境，看好公司中长期发展。

## 油价下跌对焦化与煤化工负面影响较大

油价的大幅下跌拉低了国际市场对大宗商品的价格预期，煤炭在一定程度上作为石油的替代品，价格上相对有一定的联动性，因此从逻辑上讲，油价下跌对国际煤价也由一定的影响。但我们认为这种负面冲击短期很难看到：

- 1) 油价和煤价长期趋势有一定的联动性，但短期而言，煤炭产品金融属性较弱，煤价短期与国际油价及其它大宗商品的金融衍生产品价格变化不会特别敏感。
- 2) 国际煤价已于 2012 年开始下跌，目前已连续下跌三年，供需经过几年调整，已基本回到了重新平衡的状态。从油煤价格的比值看，过去 15 年油煤价格比的均值约在 4x 左右，近几年高点出现在 2014 年 6 月左右，达到 6x；低点出现在 2008 年四季度，仅有 1.9x。目前比价区间仍维持在 3x 以上，仍处合理区间。
- 3) 就国内煤价而言，更大程度上还是受国内政策和供需基本面的影响，与国际煤价有一定的联动性，受国际油价影响就更加间接。

油价变动对焦化及煤化工盈利影响较大，对煤炭开采业务影响较小。从盈利分析看，油价变动对煤价影响并不直接，因此对煤炭开采业务影响相对较小，更多的是煤炭基本面本身及煤价决定了煤炭开采企业的业绩。但是对焦化和煤化工行业的业绩影响较为明显，主要的传导机制都是油价下跌，压低相关行业产品价格，如甲醇、烯烃及油品等等，造成盈利下降。

表 26：油价变动对煤炭相关行业的盈利影响

	最新 毛利率	最新盈利 增速	油价 50-70		油价 70-90		油价 90-110	
			毛利率 预测 2015	盈利增速 预测 2015	毛利率 预测 2015	盈利增速 预测 2015	毛利率 预测 2015	盈利增速 预测 2015
煤炭开采	15%	-20%	15%	-20%	20%	30%	20%	30%
焦化	6%	亏损	6%	亏损	8%	盈亏平衡	10%	50%
煤制烯烃/ 煤制油	25%	-50%	25%	-50%	40%	100%	40%	100%

资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部预测

按照我们推算，如果油价长期维持在 70 美元/桶以下的水平，焦化产业链很难盈利；同时，煤制烯烃等产业链业绩也将大幅缩水。

**低油价或利好露天煤业（002128）。**露天煤业所拥有矿井均为露天矿，开采方式决定了其原材料中油品占比较大，油品成本约占开采成本的 30%，约占完全生产成本的 15%。因此，如果油价长期维持低水平，吨煤成本将节约 4~5 元，吨煤净利约增加 3.5 元左右，增厚目前吨煤盈利 35%。

## 有色金属受油价下跌负面影响

原油与有色金属行业的企业盈利水平变化的逻辑：

分为四个阶段：

第一阶段：能源成本下降幅度要大于产成品下降幅度，产业链上矿工、冶炼商和加工商均因成本下降带来盈利水平上升，高能耗的矿工与冶炼商将获益最大；

第二阶段，原油价格下跌一定幅度后，终端产成品价格下跌幅度将大于能源成本下跌幅度，企业盈利水平因单位销售收入下降而出现下滑，中间产成品价格下跌而有益于终端加工商；

第三阶段，假设油价维持在底部，而企业因盈利水平收窄逼近成本线，上游将出现减产，矿石价格将率先出现反弹；

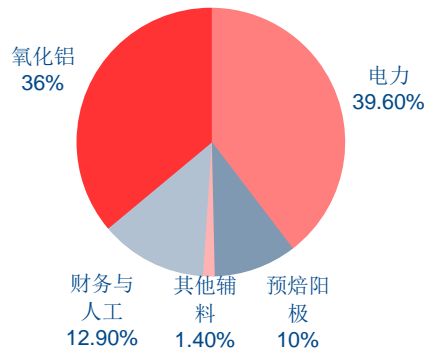
第四阶段，油价反弹，企业成本上升，中下游受到成本传导因素影响产成品价格上涨，企业从盈利收缩逐步转向扩张。

逻辑上，铝受油价下跌影响最大；实际上，油价下跌短期受到影响最明显的是铜。

逻辑上，所占成本比重越大，能源价格波动对应金属的波动越大。有色金属生产成本中，能源成本占比最大的是铝（铜能源成本约为 15%，镍约为 18%，金约为 23%）约 40%来自于电价，原油价格波动间接反映煤炭价格波动的预期，进而间接反映了电价波动的预期，铝价与原油现货价格之间也表现出一定的相关性。

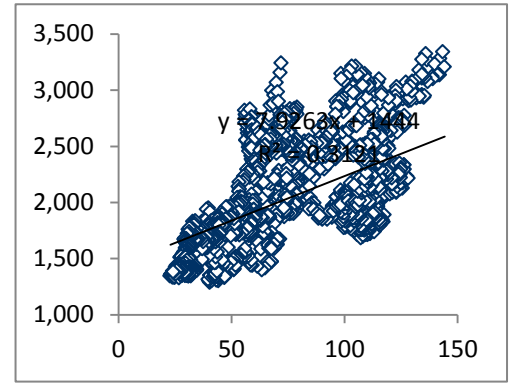


图 88: 铝成本组成



资料来源: SMM, 中信证券研究部

图 89: LME 铝价与 Brent 现货原油相关性



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

铜与原油作为大宗商品中最具典型的金属与能源类商品, 当市场风险偏好出现调整时, 价格将出现同向的涨跌, 短期铜价受到原油价格拖累进入“下跌”模式, 虽然基本面并无实质性改变, 但价格比例之间形成一定预期差, 使得铜价下跌回补。我们判断, 铜价的下跌将影响到冶炼商的利润, 预计 2015 年铜价整体仍将下滑 5%-10%, 企业营业收入上下下降 5-10%, 也反映到利润的减薄。

图 90: LME 铜价与原油价格之间关系

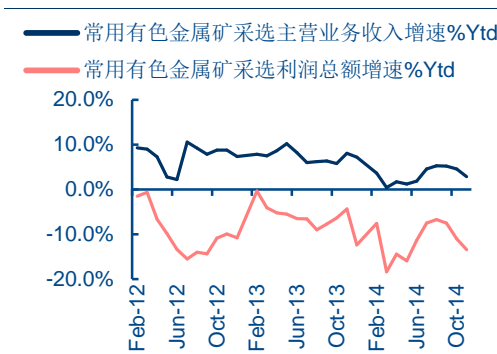


资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

### 有色产业链利润从上游向下游传导

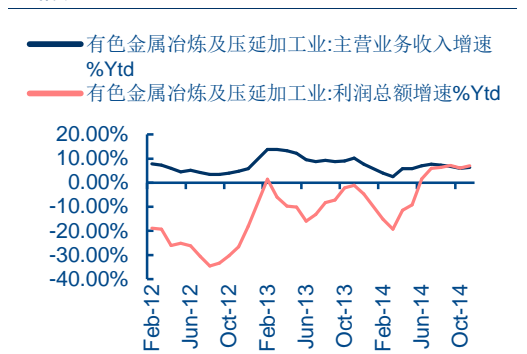
随成本因素和供需因素影响, 有色金属上游利润正在向下游转移, 2014 年 1-11 月, 上游采矿主营业务收入(调整值)增长为 2.8%, 而冶炼压延加工收入(调整值)增长 6.33%; 采矿利润总额(调整值)下降 13.4%, 而下游利润总额(调整值)上升 7.03%。下游利润增速明显, 而上游采矿行业正因矿石价格下跌幅度上升而出现增速下滑。假设原油价格幅度出现收缩, 那么成本下滑将更有利于下游加工行业, 上游有色矿石可能进一步回落, 冶炼与深加工将受益; 如果原油价格反弹至 55 美元/桶, 对于上游采矿行业利润将进一步挤压, 利润率与增速将双双下降。

图 91: 采矿主营业务收入与利润总额增长情况



资料来源: SMM, 中信证券研究部

图 92: 冶炼压延加工业务收入与利润总额增长情况



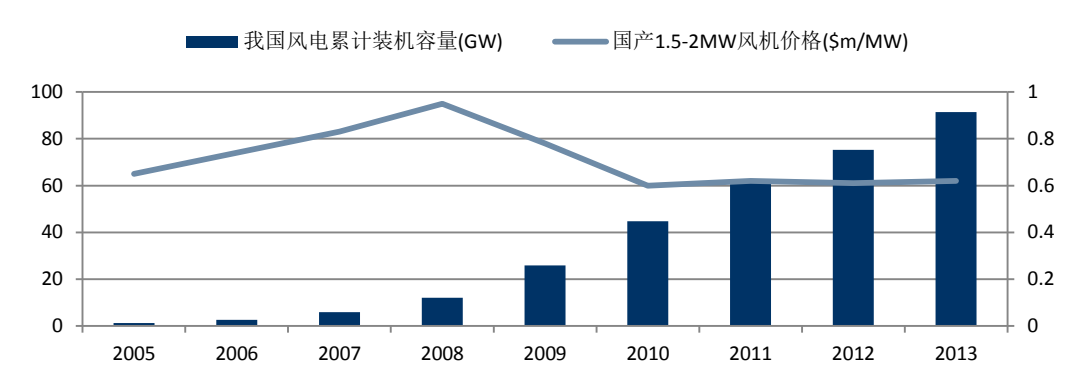
资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

### 新能源受影响较少, 但生物质供热和生物质燃油或面临挑战

石油和新能源在发电领域不直接竞争。根据 IEA 报告, 目前全球电力系统中, 柴油和基于石油燃料的发电仅占 5%左右。我们认为, 我国的新能源市场受原油价格影响很小, 主要受以下几个驱动因素影响:

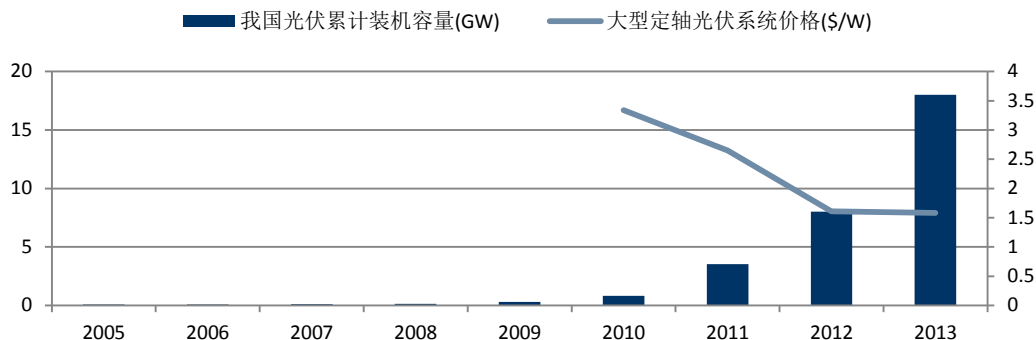
1) 发电成本不断降低。我国乃至全球的新能源补贴政策都旨在提高产业规模, 进而加速新能源发电实现平价上网的过程。五年来, 风电项目建设造价下降超过 15%, 在我国刚刚发布陆上风电上网价格下调通知之后, 风电标杆上网电价在四类资源区分别为每千瓦时 0.49 元、0.52 元、0.56 元、0.61 元。在此情形下风电运营商仍可获得 10%以上的 IRR 收益。光伏标杆上网电价在四类资源区分别为每千瓦时 0.75 元、0.85 元、0.95 元、1 元。由此可见, 随着风光发电的成本不断下降, 我们认为新能源发电规模会迅速扩大。

图 93: 我国风电累计装机容量与国产风机价格趋势



资料来源: 北极星、彭博新能源财经, 中信证券研究部整理

图 94：我国光伏累计装机容量与大型定轴光伏系统价格趋势



资料来源：北极星，彭博新能源财经，中信证券研究部整理

2) 环境压力倒逼新能源占比。2014 年 11 月 12 日，中美两国在北京共同发表《中美气候变化联合声明》，中美两国“第一次”将气候变化视为“人类面临的巨大威胁”，并将气候变化与国家安全和国际安全紧密联系在一起。中国计划 2030 年左右二氧化碳排放达到峰值且将努力早日达峰，并计划到 2030 年非化石能源占一次能源消费比重提高到 20% 左右。在能源安全和气候变化的环境压力下，新能源占总发电量比必然会收到实质性的推动而提高。

3) 各类政府补贴、碳交易全球交易平台等因素的推动。我国对风光发电都给予各种形式的电价补贴，装机成本补贴、税收补贴，其中分布式发电另外附加 0.35 元/千瓦时补贴，显示了我国推广新能源建设的决心。市场上越来越兴起的碳交易也越来越活跃，在我国交易量也不断放大，这都将推动石油等化石能源占比不断缩小。

表 27：国内碳交易试点成交情况（截至 2014 年 5 月 14 日）

上线日期	交易机构	累计成交额 (元)
2013.6.8	深圳排放权交易所	22,075,582
2013.11.26	上海环境能源交易所	12,664,957
2013.11.28	北京环境交易所	6,213,107
2013.12.19	广州碳排放权交易所	7,591,918
2013.12.26	天津排放权交易所	4,284,535
2014.4.2	湖北碳排放权交易所	62,740,501

资料来源：低碳工业网，中信证券研究部整理

**生物质供热和生物质燃油或面临挑战。**在新能源品类中，生物质燃油由于与原油利用存在直接竞争关系，且市场化程度更高，因此我们认为其受到的冲击相对于其他新能源更大。以生物质供热为例，生物质成型燃料锅炉蒸汽成本在 256 元/蒸吨左右（对应 BMF 价格为 1000 元/吨）；重油价格为 4500 元/吨时，对应的蒸汽成本为 360 元/蒸吨。如果重油价格跌至 3000 元/吨左右，BMF 的经济性优势将受到极大挑战。

汽车充电桩、储能设备、锂电池指数都与原油价格无相关性。

## 对汽车行业整体影响中性，新能源乘用车估值承压

油价下跌对于汽车行业中长期影响：

- 1) 成本端：整体影响不大，轮胎价格下降，轮胎公司承压，整车公司成本小幅降低；
- 2) 需求端：整体影响不大，结构上对大排量车辆使用成本敏感度下降，进一步提升消费升级趋势；
- 3) 新能源汽车：市场认为，油价下跌将对我国新能源汽车行业带来较大负面影响，我们认为，在我国石油对外依存度超过 60% 的背景下，考虑国家能源安全，发展新能源汽车的

战略方向不会改变，但私家车经济性面临较大挑战。全球来看，将对新能源汽车行业产生战略性影响，削弱新能源汽车成本优势，从而压制产业需求和市场估值。

### 投资逻辑：

**汽车行业：影响整体偏中性**，有助于传统汽车行业估值提升、投资人信心提振，但新能源乘用车估值承压。

#### 新能源汽车：

**1) 新能源商用车：新能源客车推广确定性依旧**。新能源客车主要应用于示范城市公交车领域，且主要依托政府采购，推广确定性强。推荐新能源客车行业投资机会，重点推荐：宇通客车，建议关注：金龙汽车、中通客车等。

**2) 新能源乘用车：私家车经济性面临较大挑战**。若油价持续低位运行，则对私家车成本优势构成压力，而且当前新能源乘用车推广集中于北京、上海等限购城市，主要得益于号牌资源优势，实际推广效果仍有待跟踪。

## 钢铁行业受油价影响偏中性

我们聚焦在矿山——钢厂——终端这个三点一线的产业链，简要分析各个环节所受影响。

### 1) 原材料端成本下行，运费小幅受挫

在原材料生产端，由于海运外矿石市场占比在 2014 年接近 8 成，因此我们以外矿成本变动为主要分析样本。首先，在矿石离岸前（FOB），我们判断，原油成本的下行必定会降低原矿的生产成本和至船舷的运输成本。因此我们先分析原油对一般矿山的坑口价的成本影响。

在这里，考虑到四大矿山超过 6 成的全市场占比，我们以四大矿山的露天开采成本结构为主要分析对象。我们给定燃料在矿山运营成本中整体占比 8%，那么在油价-10%~20%的波动范围内，相应 FOB 价格可能的波动情况如下表。综合最终变化，我们可以看到，在钢厂的原料端采购中（普氏结算），受石油波动影响所造成的成本变化十分有限。

表 28：油价对钢厂实际原材料采购端影响

	-10%	-5%	原油价格 维持现状	10%	15%	20%
矿石价格（FOB）	-0.80%	-0.40%	0.00%	0.80%	1.20%	1.60%
C5 运费	-10%	-5%	0%	10%	15%	20%
<b>普氏 CFR（93%FOB+7%C5）</b>	<b>-1.4%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>0.0%</b>	<b>1.4%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.9%</b>

资料来源：Wind，中信证券研究部整理

### 2) 钢材制造端与成品销售端波动有限

在钢材成品制造端看，由于石油在生产过程中基本没有明显占比，因此钢材的出厂价基本不受石油波动的影响。因此钢厂在出货端整体盈利变化将主要受上游成本影响。

而对于钢材成品销售端，流通成本占比总成本在 12%左右。考虑到汽运是中小型钢材贸易流通的主要方式，我们假定成本关联高度相关，因此流通领域的钢贸商受影响如下，可以看到，盈利所受波动影响十分有限。

表 29：油价对钢贸影响

	-10%	-5%	原油价格维持现状	10%	15%	20%
钢贸流通成本变化	-10%	-5%	0%	10%	15%	20%
钢贸总成本变化	-1.2%	-0.6%	0.0%	1.2%	1.8%	2.4%

资料来源：Wind，中信证券研究部整理

考虑到钢铁环节整体供过于求的大环境，钢材价格整体走跌趋势还是十分明显。因此，成本端由石油下跌释放的微量空间，恐难对钢材的整体盈利有提振作用，影响趋于中性。

表 30：油价对钢铁行业影响

	最新的 毛利率	最新盈利 增速	油价 50-70		油价 70-90		油价 90-110	
			毛利率 预测 2015	盈利增速 预测 2015	毛利率 预测 2015	盈利增速 预测 2015	毛利率 预测 2015	盈利增速 预测 2015
钢铁	7.60%	23.53%	7.49%	23.20%	7.30%	22.59%	6.99%	21.65%

资料来源：Wind，中信证券研究部整理

## 中信证券研究部 宏观、策略、石油化工、电力设备、煤炭、交运、基础化工、公用事业、建材、有色钢铁、机械、汽车研究团队

### 诸建芳

电话: 010-60838756  
 邮件: zhujf@citics.com  
 执业证书编号: S1010510120003

### 吴玉立

电话: 010-60838230  
 邮件: wuyli@citics.com  
 执业证书编号: S1010511080003

### 秦培景

电话: 021-20262130  
 邮件: qinpeijing@citics.com  
 执业证书编号: S1010512050004

### 黄莉莉

电话: 010-60838728  
 邮件: hll@citics.com  
 执业证书编号: S1010510120048

### 王鹏

电话: 021-20262127  
 邮件: wangpeng@citics.com  
 执业证书编号: S1010513080003

### 周俊

电话: 0755-23835299  
 邮件: zhou\_jun@citics.com  
 执业证书编号: S1010513060001

### 许英博

电话: 010-60838704  
 邮件: xuyb@citics.com  
 执业证书编号: S1010510120041

### 高登

电话: 010-60836729  
 邮件: gaodeng@citics.com  
 执业证书编号: S1010514070004

### 联系人: 韩益平

电话: 010-60838094  
 邮件: hanyiping@citics.com

### 孙稳存

电话: 010-60838015  
 邮件: sunwc@citics.com  
 执业证书编号: S1010510120052

### 郭廓

电话: 010-60836734  
 邮件: guokuo@citics.com  
 执业证书编号: S1010513080006

### 陈乐天

电话: 010-60836741  
 邮件: chenletian@citics.com  
 执业证书编号: S1010514030002

### 张樾樾

电话: 0755-23835419  
 邮件: zhangxx@citics.com  
 执业证书编号: S1010512080002

### 祖国鹏

电话: 010-60836712  
 邮件: zgp@citics.com  
 执业证书编号: S1010512080004

### 王海旭

电话: 021-20262112  
 邮件: wanghx@citics.com  
 执业证书编号: S1010510120063

### 刘海博

电话: 021-20262129  
 邮件: liuhaibo@citics.com  
 执业证书编号: S1010512080011

### 陈俊斌

电话: 010-60836703  
 邮件: chenjb@citics.com  
 执业证书编号: S1010512070001

### 联系人: 刘建义

电话: 021-20262138  
 邮件: liujianyi@citics.com

### 董利

电话: 010-60838405  
 邮件: dongli@citics.com  
 执业证书编号: S1010511080001

### 笪笑竹

电话: 010-60836721  
 邮件: daxiaozhu@citics.com  
 执业证书编号: S1010514080003

### 杨昕

电话: 010-60836755  
 邮件: xiny@citics.com  
 执业证书编号: S1010512060002

### 王喆

电话: 010-60836706  
 邮件: zhew@citics.com  
 执业证书编号: S1010513110001

### 刘正

电话: 021-20262119  
 邮件: zhengliu@citics.com  
 执业证书编号: S1010511080004

### 崔霖

电话: 021-20262124  
 邮件: cuil@citics.com  
 执业证书编号: S1010513080002

### 朱颖

电话: 010-60836723  
 邮件: zhuying@citics.com  
 执业证书编号: S1010514080006

### 联系人: 卢博森

电话: 010-60836751  
 邮件: lubosen@citics.com

### 刘霖林

电话: 010-60838023  
 邮件: liull@citics.com  
 执业证书编号: S1010511080002

### 张群

电话: 010-60838299  
 邮件: zhangqun@citics.com  
 执业证书编号: S1010511090003

### 刘方

电话: 010-60836736  
 邮件: fangliu@citics.com  
 执业证书编号: S1010513080004

### 王祥麒

电话: 021-20262117  
 邮件: wangxq@citics.com  
 执业证书编号: S1010513080001

### 苏宝亮

电话: 010-60838727  
 邮件: subl@citics.com  
 执业证书编号: S1010512050002

### 曾豪

电话: 021-20262107  
 邮件: zenghao@citics.com  
 执业证书编号: S1010511020001

### 刘芷冰

电话: 021-20262126  
 邮件: liuzhibing@citics.com  
 执业证书编号: S1010514070001

### 联系人: 罗鼎

电话: 0755-23835046  
 邮件: luoding@citics.com

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。