

能源（石油及天然气）亚太  
地区特别报告

# 亚太地区石油及天然气行业

## 2009 年评级展望

### 分析师

#### Australia

Gavin Madson  
+61 7 3222 8612  
gavin.madson@fitchratings.com

Janet Willoughby

+61 7 3222 8614  
janet.willoughby@fitchratings.com

#### China, Taiwan

Simon Wong  
+65 6796 7235  
simon.wong@fitchratings.com

#### India

Abhinav Goel  
+91 11 4165 7230  
abhinav.goel@fitchratings.com

#### Malaysia

Gavin Madson  
+61 7 3222 8612  
gavin.madson@fitchratings.com

#### Republic of Korea

Wan Hee Yoo  
+822 3278 8370  
wanhee.yoo@fitchratings.com

#### Thailand

Lertchai Kochareonrattanakul  
+66 2 655 4760  
lertchai.kochareonrattanakul@fitchratings.com

#### Head of Energy & Utilities, Asia-Pacific

Steve Durose  
+61 2 8256 0307  
steve.durose@fitchratings.com

### Related Research

- *US & Canada Oil & Gas: Credit Metrics to Fall in 2009 as Commodity Bubble Bursts (11 Dec 08)*
- *European Integrated Oil & Gas Entities - 2009 Outlook (12 Dec 08)*
- *Central European Oil, Gas and Power Sectors - 2009 Outlook (16 Dec 08)*
- *Russian and CIS Oil & Gas Companies - 2009 Outlook (15 Dec 08)*

### 概述/总览

尽管对有些炼油企业的评级展望是负面的，惠誉评级（Fitch Ratings）对亚太油气行业的总体评级展望基本持稳。

虽然需求将会减少——这是本地区 GDP 增长下滑的结果——但绝大部分亚太国家都会尽力避免全面衰退。

惠誉预测由于油价的降低，2009 年各油气勘探与生产企业的盈利空间和信用计量会在 2008 年的基础上下调。不过，在此子行业运营的公司在过去几年的商品价格飚涨时期累积的强大现金流使其足以对抗经济风暴。惠誉以经济周期为评级区间，意即评级机构既不会在高油价时期调高评级，也不会油价下降时调低评级。因此油气勘探与生产子行业总体上没有评级压力。

除了不利因素对油气勘探与生产子行业的影响，惠誉预计澳大利亚公司的投资依然会持续加大，同时一些中国、印度及马来西亚公司也会增加收购海外储备。拥有优良资产负债表的公司以及具有较强资金取得能力的公司会抓住现阶段价格相对较低的时机增加储备。

该区域内（尤其是中国、印度和台湾地区）许多石油下游和综合性企业的资信水平，由于承担成品油消费价格补贴义务而继续受到限制。不过，由于 2008 年下半年（H208）油价的下调，预计这些公司的盈利压力会得到缓解。

炼油企业的盈利空间明显降低，但过去几年经济活动增长导致许多国家求过于供，因此获利水平整体较强。评级机构相信，由于产能扩张和经济下滑导致的需求降低，2009 年那些产品价格不受调控的炼油企业盈利空间较弱。然而，所有炼油企业都将从低油价所致的更有效的资金周转中获益。

许多石油与天然气企业与其国家政府具有紧密的法律，业务与战略上的联系，因此对评级十分有利。惠誉预期 2009 年政府不会减少对该行业给予或明或暗的支持。

惠誉对未来原油（纽约商业期货交易所-西德克萨斯中质原油）底价的预测为，2009 年 40 美元/桶，2010 年 42.5 美元/桶，长期价格为 45 美元/桶。而其对未来天然气（美国 Henry Hub 天然气）底价的预测则为 2009 年 5.5 美元/千立方英尺，2010 年 5 美元/千立方英尺，长期价格为 4.5 美元/千立方英尺。

惠誉油气底价预测是在 08 年第四季度做出的，主要作为风险建模和评级之用。目前，惠誉正在根据快速演变的市场情况的重新评审该价格预测。由于全球经济条件继续恶化导致需求不振，预计 2009 年油价还将走低。惠誉相信这些大环境因素和产能过剩会限制 OPEC 成员和其他产油国提升价格的能力。

## 澳大利亚

### 继续发展液化天然气和煤层气项目

尽管面对全球经济条件的挑战，惠誉对 2009 年澳大利亚石油和天然气工业评级展望维持为稳定。

在 2008 年的大部分时间，受创纪录高油价的刺激，澳大利亚油气勘探与生产企业纷纷打算开发液化天然气和煤层气项目；但由于全球商品价格指数飞涨导致油气藏开发成本走高，试行碳污染减量方案导致回报率不确定，信用危机导致融资困难；开发计划受到很大的考验。

不过，尽管经历了油价从 7 月份创纪录的 145 美元/桶跌至 2008 年底的 40 美元/桶，形势也并非全部是悲观与灾难。2008 年澳大利亚煤气生产商通过合资企业从多个国家和国家石油公司取得了资金得以扩大固定资产投资（在市场价格的顶点）。由于全球商品经济繁荣，合资企业各方持有充足的现金和信用评级。这些企业包括：由澳大利亚桑托斯石油公司和马来西亚国家石油公司（A/稳定）建立的合资公司，由昆士兰天然气公司和英国天然气公司（英国能源控股有限公司，A+/稳定）建立的合资公司；由澳大利亚Origin能源公司（BBB+/评级展望正面）和康菲石油公司（A/稳定）建立的合资公司。

虽然资本市场和银行借款市场目前仍然借贷困难，惠誉注意到澳大利亚液化天然气已通过长期运输合同销售给具有高信用评级的亚洲公用事业部门，因此对于银行与债券投资人来说，与借款给液化天然气项目相比，由低需求和价格因素引起的风险将大大降低。另外，澳大利亚相对较低的地缘政治风险也对其进行国际融资有利。

澳大利亚伍德尼德石油公司 2009 年的投资决策应该是继续推进其 54600 亿立方英尺 Sunrise 和 170000 亿立方英尺 Brownse 液化天然气项目。其已从其主要海外借款人，日本海外发展银行（代表日本政府）获得 PLUTO 项目融资。Pluto 项目应在 2009 年内完成。尽管其拥有强大的客户群，但由于需求减少，且其未经套期保值的石油产品价格（部分被澳元的贬值所抵消）走低，伍德尼德 2009 年的信用计量可能会遭到削弱。液化天然气的销售应继续为其赢取稳定的现金流。

桑托斯全年会继续专注于格莱斯登（昆士兰）液化天然气项目和巴布亚新几内亚液化天然气项目。巴新液化天然气项目的最终投资决定应在今年作出。第一批天然气预计 2014 年将在格莱斯登出产。

澳大利亚联邦政府于 12 月公布了 CPRS 的最终细节，使石气勘探与生产企业投资开发液化天然气项目成本的确定性有所增强。液化天然气项目料会获得一些政府援助，因为该行业与能源型贸易紧密相依。

## 中国

### 信用评级面临压力——政府支持仍将继续

对中国的石油和天然气行业的评级展望为稳定。

2008 年中国原油进口增幅下滑，2009 年对 GDP 增长的较低预测只有 6%，种种迹象表明，中国对成品油和石化产品的国内需求将会减弱。不过，国际油价的下跌和新产品油定价机制的执行将大大有利于下游生产企业——例如中国石油化工集团公司（中石化，A-/稳定）。惠誉预期中国政府会继续支持这一重要经济部门，依据是中国最近的一些政策调整、对石化工业的振兴刺激方案以及对中石化 08 年 9 月高额炼油亏损做出的 420 亿财政补助。

2008 年 12 月 19 日生效的新的成本加成定价机制，是以成品油价（与国际油价挂钩）为基础，再加上平均（加工）成本、适用税费以及“合理”的利润构成。不过，预计中

国政府还将继续控制零售价格，而且会在必要时实行价格上限。

虽然新的定价机制旨在使炼油企业能够在一定程度上将变幻不定的油价成本转嫁给最终用户，但下游企业的盈利空间也会随着 2009 年 1 月 1 日起燃油消费税征收方案的实施而降低。而且，国内需求下滑以及 2009 年新增投产的炼油企业也将对炼油行业的利润和效率构成进一步打压。

尽管如此，惠誉预期 2009 年炼油子行业的资金周转状况会得到好转，从而可以缓解一些综合性油企在油气勘探与生产子行业以及化工子行业的资金周转压力。

近年来，象其他行业一项，油气的勘探与生产成本，如采油和勘探成本，一直不断上涨。惠誉预计，如果原油价格持续徘徊在目前的低水平线上，上游企业还会面临入不敷出（不能收回其勘探与生产成本及资金成本）的窘境。2009 年，企业资本支出的管理仍然是决定其信用水平的重要因素之一。惠誉预测，中国会趁此波原油价格大跌的时机加速其海外上游企业的资产收购，故各种并购活动将会增加。

由于内需不振，中国预计将增加成品油的出口，这将对区域内其他炼油企业将构成一定压力。

## 印度

### 喜忧参半

惠誉对印度油气勘探与生产子行业的评级展望维持稳定，但同时，对印度下游（炼油与销售）子行业的展望既有负面，也有稳定。对国有企业的展望是负面，而对私营企业的展望为稳定。

鉴于油气行业在印度政府的社会经济政策中占有举足轻重的地位，以及国有企业在印度油气行业中占有主导地位，印度油气行业中国有企业的信用状况保持良好。但由于存在油品定价和补助分担的专断性，以及缺乏石油债券发行和清算的良好机制，印度国有油气行业下游部门的评级展望为负面。由于印度政府对一些油品进行限价，相关补贴随之产生。<sup>1</sup>

印度国有油气行业下游部门在过去 5 年多来，由于一些油品的限价销售而一直蒙受亏损（入不敷出），2008 财政年度和 2009 财年的上半年由于原油价格的空前上涨，亏损更加突出。此后由于原油价格的剧烈下滑，止住了入不敷出状况。但展望为负面，因为国有油气行业下游部门仍处于流动性严重不足、债台高筑的局面（从印度政府采取的补贴分担和发行石油债券的特别决定即可见端倪）。最重要的是，国有油气行业下游部门在 2009 年将会承受多大的财务冲击，取决于原油价格的走势和印度政府燃油定价决策。

印度炼油生产能力大于国内需求，因此，印度成为原油的主要进口国和成品油的净出口国。由于国有油气企业和私营企业都在规划加大生产能力，在相当时期内这一趋势仍将维持。私营企业由于不能享受印度政府补助分担机制，在国内市场上无法与销售补贴燃油的国有企业竞争，因此在出口市场占据了主导地位。随着 2008 年 12 月 Reliance 石油有限公司（RPL）日产 58 万桶炼油项目的试运行，2009 年成品油的出口将会大幅增长。

由于私营炼油企业过于依赖出口，随着全球需求的下降，燃油销售、原油精炼效率以及炼油的毛利润率也将下滑，因此下游企业短期内生意前景黯淡。

在目前的架构下，印度所有的上游石油产品均由国有企业生产，但这些企业须同下游的国有企业一起分担补贴的负担。随着原油价格下滑，上游国有企业所能承担的补贴额也将大幅减少。这些上游国有企业能够取得稳定展望的重要原因是其极其保守的资产负债

<sup>1</sup> 印度政府对汽油、柴油、液化石油气（国内使用的）和煤油（通过公共行销系统销售的）。

表。虽然上游石油产品的生产仍集中于国有企业，但 2009 年将是私营企业启动其某些重要生产项目的一年：Reliance 工业公司（BBB/稳定）KG-D6 区块天然气项目（2008 年 9 月已经开始原油生产），和凯恩印度有限公司拉亚斯汗区块的原油项目。

## 马来西亚

### 良好的现金状况提供了并购机遇

尽管 2008 年第四季度商品价格急剧下降，惠誉对马来西亚油气行业的评级展望仍为稳定。原因是马来西亚国家石油公司（马石油，A/稳定）为 100% 国有，有良好的现金盈余平和信用计量状况。

马来西亚国家石油公司被赋予该国所有油气资源的开采权，并通过产量分成合同（PSCs）来行使这些权利。而马来西亚的油气项目（尤其是新兴的深海开发项目）由独立的石油公司来测评，就像评估该国在全球的各种资本项目一样。产量分成合同制为马石油的信用状况提供了安全保障。

近年来，马石油注意使其投资的地域多样化，这一策略预计将持续下去。目前由于商品价格较低，许多上游企业的股价也相对偏低，持有大量现金（08 年年底余额为 800 亿林吉特）的马石油有机会进行上游产业的并购活动，不过惠誉预计这种行为不会对其评级造成不利影响。

## 韩国

### 炼油企业面临利润压力；资金周转需求降低将缓解财务压力

惠誉 2009 年对韩国油气行业的评级展望为稳定偏负面。炼油企业预期将面临来自全球需求下滑和炼油产能增加的双重压力。对石化产品的需求疲软会对盈利空间带来负面影响，因为大多数国内下游企业的相当一部分营业收入来自石化业务。

该国高度依赖能源进口使油气行业不得不面临外汇风险。2008 年韩元对美元贬值了 34%，因而引起外汇损失和高额的资金周转需求。

惠誉预期国内炼油公司由于设备升级，资本支出将创历史新高。不过，2009 年的低油价也降低了对周转资金的需求，净负债也相对降低，这在一定程度上缓和了 2009 年惠誉对于炼油行业盈利空间降低和收入贬值的关切。

惠誉预计 2009 年大韩能源有限公司（大韩能源，BBB/负面）会继续积极寻求出口机会，随着 08 年下半年新的裂解装置的投产使用，该公司高附加值产品的生产能力得以提升，这也有助于提高其盈利空间。产量增长带来的公司中期现金流的增加对大韩能源的油气勘探与生产部门也十分有利。

由于对周转资本的需求降低，2009 年大韩能源的净负债预计将低于 2008 年的平均水平。2009 年该公司到期债务有限，34 亿美元左右的授信额度与充足的现金余额可保证其 2009 年的流动性需求高枕无忧。

## 台湾地区

### 充满挑战的一年

台湾中油公司的评级展望（A+/稳定），与台湾地区的主权评级一致。

由于工业生产和出口订单减少使得能源需求降低，台湾石油产品的消费在 08 年下半年持续降低。2009 年 GDP 增长预计只有 -2.1%（基于惠誉的预测），势必导致能源需求继续疲软。

2008 年实际税前亏损约为 1362 亿新台币，高于此前预期。不过台湾政府原则上同意向中油注资 550 亿新台币，并对中油的获利分红的上游企业保持灵活政策，以缓解中油现

金流短缺状况。

同时，惠誉预期中油公司将继续加深与中石油，中石化和中海油在海外的上游固定资产投资与离岸油气开采发展等领域的合作。尽管国际原油价格大跌，但 2009 年中油公司仍将面临下游炼油行业利润和效率双双下跌的挑战。

尽管如此，惠誉预期中油公司仍将继续取得来自政府的有力支持，能够在国有银行和国内资本市场上取得融资的便利。

## 泰国

### 综合型油气企业抗击危机能力更强

惠誉对泰国国家石油公司（PTT）这家综合型油气公司的评级展望为负面，反映出其主权评级展望负面带来的影响。尽管商品价格下跌使行业的经济环境更加恶化，不考虑 PTT 的国有因素，其信用展望仍为稳定。泰国国内的天然气需求持续增长，08 年 9 月天然气消费同比增长 8%，预期 2008 年至 2012 年的年增长率可达到 7% 左右。

由于天然气输配管网采取固定收费机制，具有相对稳定的现金流，故同属该公司旗下的天然气输配业务可以减轻其油气勘探与生产业务因油价低迷而遭受的损失。另外，这家综合型油气公司资产负债状况很好，负债比例很低，可以抵御目前的危机。

尽管持续的大规模投资计划（尤其在油气勘探与生产和天然气相关业务方面）令人忧虑，并可能使当前的不景气状况加剧，但惠誉相信，如果经济环境比预期恶劣，该公司可以灵活调整投资规模。如果 2009 年和 2010 年商品价格继续下跌，惠誉将重新审视其稳定的展望评级。

2009 年泰国炼油公司的评级展望仍然不佳，其信用计量恶化的原因主要有三：一是生产能力大幅度增加，使利润和效率遭受打压；二是目前发达国家与新兴经济体同时出现经济疲软，造成需求衰退；三是 2008 年 7 月起油价剧烈下跌，使炼油企业蒙受了因大量高价原油囤积而带来的亏损。

2008 年亚太区域炼油行业的冗余生产能力为每天 160 万桶，2009 年则可能会达到 100 万桶，大大超出了预期的需求增长。因此惠誉预测 2009 年炼油的盈利空间还会减少（因高价原油囤积而带来的亏损）。尽管如此，具有较佳成本竞争力的泰国炼油企业仍可能维持高生产率，受经济危机影响不大。

另外，在不景气时期维持其信用计量的重要因素是灵活调整资本支出并减少有利于股东的行为。从正面来看，低油价可以降低周转资金的需求并减轻需求萎缩的压力。

## 地区评级

惠誉对下列亚太石油及天然气公司的评级结果（2009 年 2 月 11 日公布）：

### 国际外币发行人违约评级

- 伍德赛斯石油公司（BBB+/稳定）
- 中国石油有限公司（A+/稳定）
- 中国石油化学集团公司（A-/稳定）
- 中海油有限公司（A/稳定）
- 台湾中油集团公司（A+/稳定）
- 大韩能源有限公司（BBB/负面）
- Reliance 工业有限公司（BBB-/稳定）
- 印度石油集团公司（BBB-/负面）

- 泰国国家石油公司 (BBB+/负面)
- 马来西亚国家石油公司 (马石油) (A/稳定)

### 国家长期评级

#### 印度

- Reliance 工业有限公司 (AAA (印) /稳定)
- 印度石油集团公司 (AAA (印) /负面)
- 印度 Petronet LNG 公司 (AA (印) /稳定)
- 金达钻探工业公司 (A- (印) /稳定)

#### 泰国

- 联合炼化有限公司 (A- (泰) /稳定)
- 泰国国家石油公司 (AAA (泰) /稳定)
- 泰国芳烃有限公司 (A- (泰) /稳定)
- 泰石油有限公司 (AA- (泰) /稳定)

惠誉的国家评级为有评级需要、而所在国主权评级相对较低的受评单位的信用状况的提供一种相对计量。将某一国家内的最佳风险评级定为“AAA”，其他信用评级则以次为参照得出。

国家评级主要为国内市场的国内投资者提供参考，在标识上加注相关国家代码，如“AAA (印)”代表印度国家评级，“AAA (泰)”代表泰国国家评级，字母所标示等级并非国际比较通用。

Copyright © 2009 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. All of the information contained herein is based on information obtained from issuers, other obligors, underwriters, and other sources which Fitch believes to be reliable. Fitch does not audit or verify the truth or accuracy of any such information. As a result, the information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed, suspended, or withdrawn at anytime for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from US\$1,000 to US\$750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from US\$10,000 to US\$1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of Great Britain, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.