

## 惠誉评级 2019 年信用前景展望:亚太地区石油和天然气

油价支持上游基本面; 资本支出上升

### 惠誉行业展望: 稳定

惠誉评级预计, 2019 年油价相对有利, 同时, 由于计划新增炼化产能导致下游供需变化, 产品价差将收窄, 导致炼油毛利率回落。预计勘探与生产业务会产生稳定现金流, 而下游业务的现金流将小幅走弱。惠誉预计, 中国国有石油公司运营现金流虽然将得到改善, 但资本支出和派息会增加, 因而仅能实现小幅去杠杆。

由于利润率放缓、资本支出高企和股东派息增加, 印度国有石油天然气公司的信用指标可能走弱, 但其独立信用评级仍有一定缓冲空间。东南亚国有石油公司的信用指标有望保持稳定, 但 PT Pertamina (Persero) (Pertamina, BBB/稳定) 由于资本支出带动的债务融资和盈利能力下降, 杠杆率可能小幅上升。

### 评级展望: 稳定

国有石油公司与主权之间存在强劲的关联性, 且大多数亚洲主权展望为“稳定”, 因此评级变化可能很小。中国 MIE 能源控股有限公司(MIE)的‘CC’评级反映了在境内流动性紧张和境外波动加剧的情况下, 其未偿美元债券存在再融资风险。印度尼西亚 PT Medco Energi Internasional Tbk (Medco, B) 的“正面”评级展望反映了该公司的去杠杆能力可能受到监管变化影响, 但如果监管规定、认股权证配售及/或物业销售情况进一步明晰, 依然有望实现去杠杆。

### 评级分布权重: 大部分为投资级

大部分评级反映出与政府的关联性强, 政府提供支持的意愿较高。Medco 和安东油田服务集团(安东石油, B/稳定)的经营规模较小, MIE 在 2019 年初面临较大的流动性/再融资风险, 受该等因素影响, 这些公司的评级处于末端。

### 需关注因素

- 中国和东南亚上游资本支出上升
- 印度下游和上游资本支出庞大
- 印度面临零售燃料价格相关的监管风险
- 马来西亚和印度尼西亚存在监管不确定性

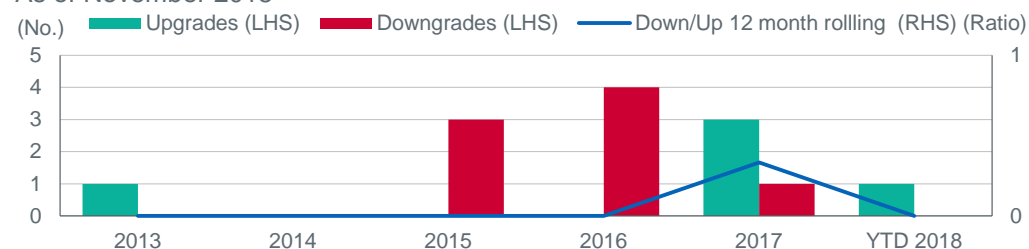
### Muralidharan Ramakrishnan, 企业评级董事

“惠誉预计, 在油价相对具有支持性、过去几年储量补充迟滞以及石油产品消费增长预期稳定的背景下, 上游和下游资本支出将上升。若干东南亚和印度公司的独立信用状况近期受监管风险因素影响, 但大多数公司的评级将保持稳定, 反映出其与各自主权评级之间的强关联性。”



### APAC Energy (Oil & Gas) - Rating Changes - International

As of November 2018

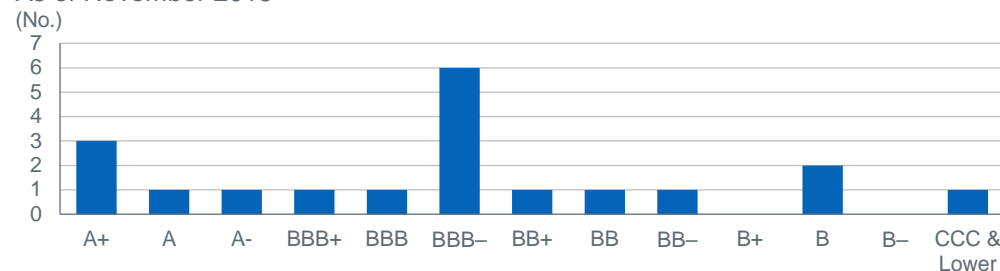


Note: Multiple rating action on each entity during an year are counted separately

Source: Fitch Ratings

### APAC Energy (Oil & Gas) - Rating Distribution - International

As of November 2018



Source: Fitch Ratings

惠誉评级 2019 年信用前景展望: 亚太地区石油和天然气

2018 年 12 月 13 日

Learn More at our Outlooks Site:



行业预测

杠杆率：稳定

惠誉预测，运营现金流调整后净杠杆率和总杠杆率中值将分别大致稳定在 2.5 倍和 3.0 倍左右（2018 财年为 2.2 倍和 3.3 倍）。大多数受评级企业的杠杆率将保持稳定，但少数几家公司由于债务融资本支出和下游盈利能力减弱，杠杆率可能略有上升，包括：Indian Oil Corporation Ltd (IOCL, BBB-/稳定)、Bharat Petroleum Corporation Limited (BPCL, BBB-/稳定)、Hindustan Petroleum Corporation Limited (HPCL, BBB-/稳定)、Oil India Limited (OIL, BBB-/稳定)、HPCL-Mittal Energy Limited (HMEL, BB/稳定) 以及 Pertamina。

现金流生成能力：强劲

资本支出中值可能从 2018 年的 10 亿美元增加到 12 亿美元。运营现金流生成能力提升将足以抵消资本支出的增长。得益于强劲的油价，尽管产量增长缓慢，运营现金流中值仍将从 8 亿美元上至 10 亿美元左右。

运营现金流增长主要由上游/综合石油公司带动，而下游现金流可能会略有下降。惠誉预计，资本支出强度（按资本支出与运营现金流的比率衡量）约为 1.2 倍（2018 财年为 1.3 倍，2017 年为 0.5 倍），再加上派息小幅上升，将导致自由现金流趋于平衡。

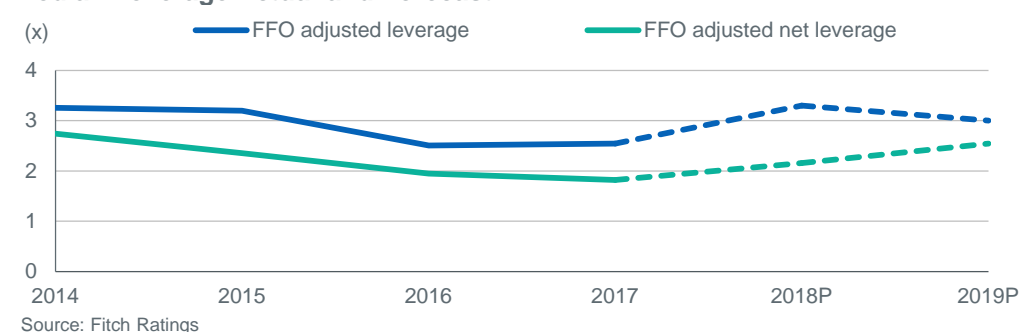
流动性和保障倍数

惠誉预计，基于利率上升和债务增加，运营现金流固定费用保障倍数中值将从 2018 财年的 6 倍小幅下降至 5.5 倍。由于市场地位强大和/或归国家所有，除 MIE 外，大多数受评级企业的流动性仍将保持充足。

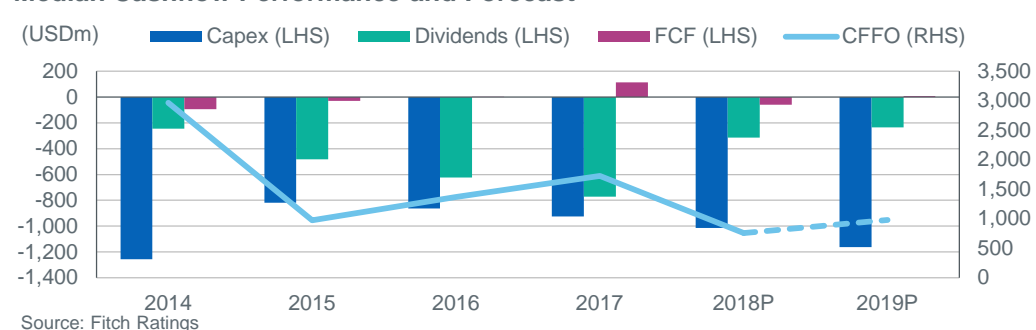
潜在干扰因素：储量补充承压

一些拥有成熟油田的国有石油公司，包括 PTT Public Company Limited (PTT, BBB+/稳定)、Petroleum Nasional Berhad (PETRONAS) (A-/稳定) 和中国海洋石油集团有限公司（中国海油, A+/稳定）过去几年的勘探成功率低（因油价疲软时投资有限），已开发储量年限较短，需要更高的资本支出、投资或并购来维持产量增长。因此，惠誉预计，尽管运营现金流因油价稳定而有所改善，但资本支出与运营现金流的比率仍将上升。尽管如此，资本支出强度中值可能低于油价峰值时期的历史水平。企业在执行资本支出计划和竞购标的方面采取谨慎的策略将是关键因素，但惠誉预计，这些企业的独立信用状况不会在评级范围内出现严重恶化。

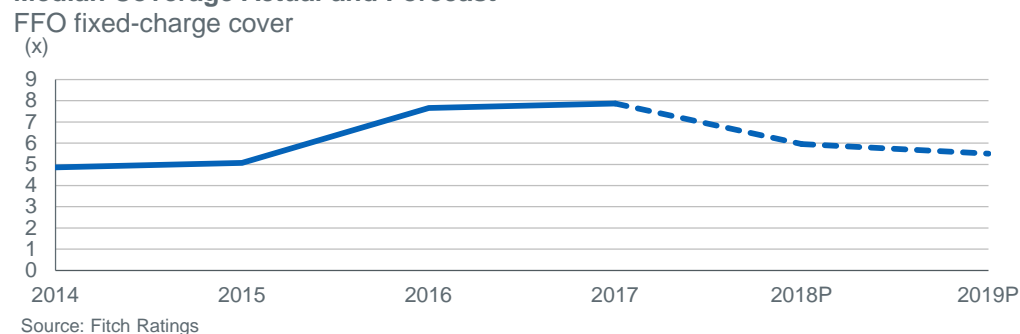
Median Leverage Actual and Forecast



Median Cashflow Performance and Forecast



Median Coverage Actual and Forecast



## 中国石油和天然气 - 行业展望稳定

## 预测

## 中国国有石油公司的信用指标稳定

惠誉预计，中国三大国有石油公司自由现金流将得益于油价坚挺、收益改善和适中的资本支出，在 2018-2019 年实现一定程度的去杠杆。但去杠杆的幅度不太可能媲美过去两三年油价大幅回调使支出大幅削减时的水平。惠誉还预计，国有石油公司的派息支出将增加，但这些公司仍受到强劲资产负债表和流动性的有力支撑。

## 日费率低限制油服企业利润率复苏

勘探、开发和生产活动的增加有助于油服企业获得稳定的订单量和提高利用率。但是，低日费率及项目执行速度慢仍使利润率和现金流回升受到限制。2018 年前 9 个月，中国国有石油公司的上游支出同比增长，但速度低于目标值。中海油田服务股份有限公司（中海油服，A/稳定）的利润率回升可能会因日费率低和中国海油的资本支出慢于预期而被推迟。

## 行业基本面

## 上游资本支出增加，专注于国内支出

惠誉预计，得益于稳定的价格和补充储量需求，以及加快的订单交付，2019 年国有石油公司的上游资本支出将继续保持上升趋势。在政府发出保障国内能源安全的呼吁后，国内支出将成为重点。

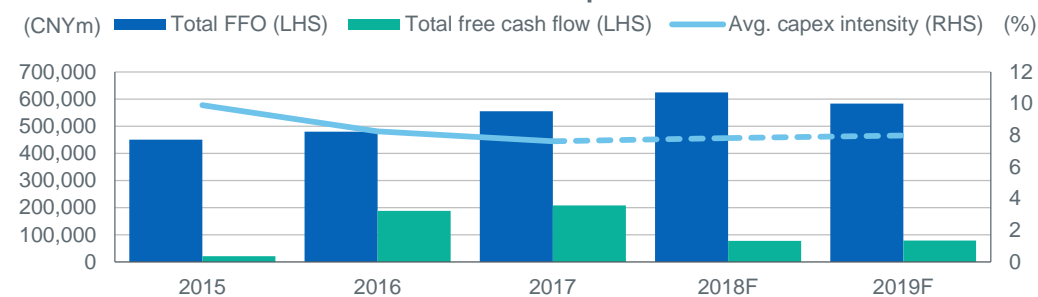
## 产量小幅增长

惠誉预计，2019 年国有石油公司的产量增长将保持在低个位数（2018 年前 9 个月为 1.4%），因为资本支出在 2018 年才有所回升。天然气产量增速将继续超过石油，到 2020 年天然气占总产量的比例将接近 40%（2018 年前 9 个月为 35%），以响应中国能源结构煤改气的号召。

## 炼油利润率小幅回落

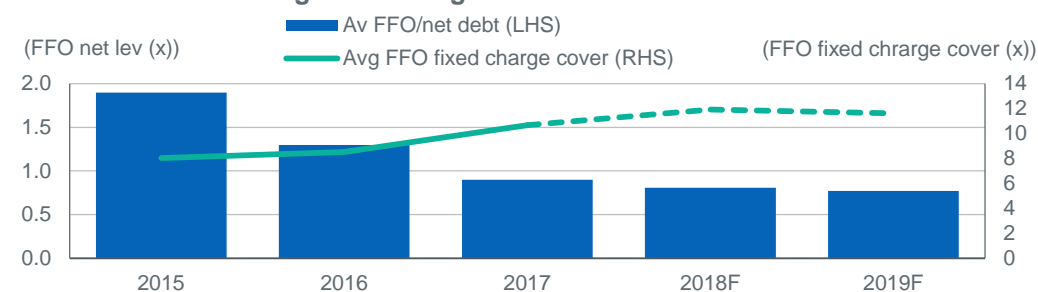
惠誉预计未来两三年内，下游需求将走弱，竞争持续激烈，新产能将持续大幅增加。炼化厂面临的压力会上升，但在惠誉的油价基准情形假设下，该压力预计会保持温和。像中国石油天然气股份有限公司（中国石油，A+/稳定）和中国石油化工股份有限公司（中国石化）（A+/稳定）这样的同时具有上游业务且有能力改变产品组合的综合企业将有能力部分缓解上述影响。

## Chinese NOCs Cash Flow Generation and Capex Trend



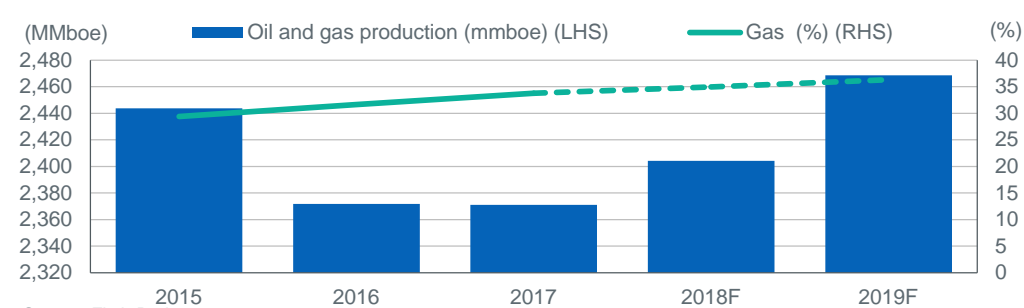
Source: Fitch Ratings

## Chinese NOCs Leverage &amp; Coverage



Source: Fitch Ratings

## Chinese NOCs O&amp;G Production



Source: Fitch Ratings

## 印度石油和天然气 - 行业展望稳定

## 预测

## 信用指标和炼油毛利走弱

惠誉预计，印度政府降低零售燃料价格的举措将令 IOCL、BPCL、HPCL 在 2019 财年（截至 2019 年 3 月）的盈利能力受创，2020 财年才会出现好转。由于零售和炼油利润率降低，以及持续庞大的资本支出，这三家公司的信用指标可能在 2019 年小幅走弱。资本支出强度下降应有利于 BPCL 从 2020 财年起改善杠杆，但可能会因莫桑比克的上游投资尚未落实而推迟。

惠誉预计，HMEL 的大额石化资本支出将削弱其信用指标，而 OIL 的独立信用状况将受不断上升的上游投资和派息支出驱动。惠誉预计，受益于对石化炼油业务的投资，Reliance Industries Ltd (RIL, BBB-/稳定) 的信用指标将在近期至中期内得到改善。但是，对电信业务的进一步大规模投资可能限制其财务状况的上行空间。

## 行业基本面

## 监管风险：差价上升

因原油价格上涨和卢比走弱，特别是考虑到 2019 年大选在即以及持续到 2020 财年的利润率压力，燃料价格下调凸显印度石油营销公司面临的监管风险。惠誉预计，在原油价格高企的推动下，2019 财年的成品油政府指导价格和 market 价格的差价将急剧上升。国家继续承担全额差价，并没有给上游公司带来负担。但是惠誉预计，上游公司将增加派息，从而削弱原油价格上涨带来的益处。

## 资本支出继续高企

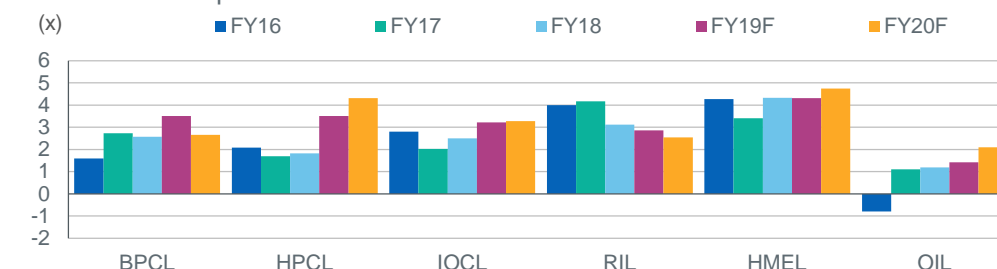
产能扩张及为达到 2020 年新排放标准进行的炼化厂升级将是下游公司资本支出计划的重要驱动因素。三家石油营销公司和 HMEL 可能在未来五年内共将为此投资约 350 亿至 400 亿美元。惠誉预计，鉴于原油价格强劲以及需要遏制国内产量和储量的进一步下降，上游投资也将继续高企。

## 需求增长稳定；城市天然气分销规模扩大

预期未来两年强劲的 GDP 增长应能支持石油产品消费增长 4%-5% 左右。对清洁燃料的关注，加上城市天然气分销的强劲增长计划，有望支撑天然气消费的稳定增长。（详情请参阅惠誉评级的报告《印度 2018 年下半年油气行业观察》）

## FFO Adjusted Net Leverage

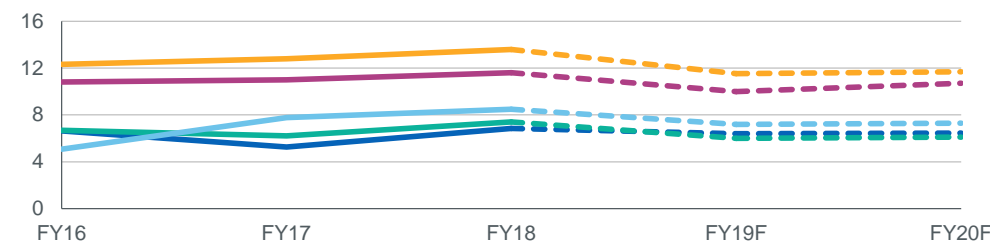
Includes Fitch expectations



Source: Fitch Ratings, Company reports

## Gross Refining Margins

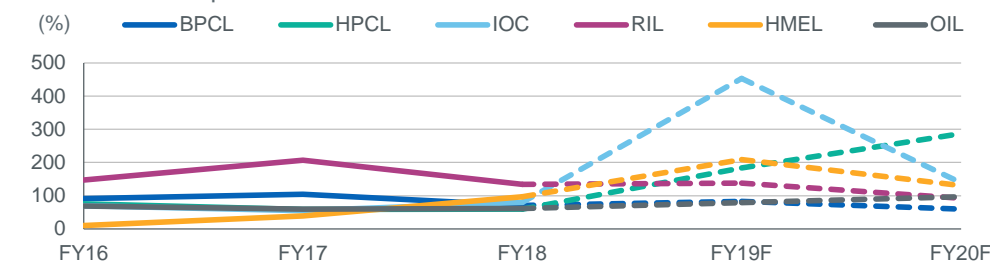
(USD per barrel) — BPCL — HPCL — IOC — RIL — HMEL - stand alone



Source: Fitch Ratings, Company reports

## Capex/CFFO

Includes Fitch expectations



Source: Fitch Ratings, Company reports

## 东南亚石油和天然气 - 行业展望稳定

## 预测

## 信用指标稳定

惠誉预计，PETRONAS 和 PTT 的信用指标将基本保持稳定。由于石油/天然气价格较 2017 年有所上升，PT Saka Energi Indonesia (BB+/稳定) 的信用指标应会得到改善。下游业务的预期损失可能令 Pertamina 的信用指标走弱。

Pertamina 上游部门由于油价走强带来的业绩改善不可能完全抵消下游损失。Pertamina 的大多数受监管燃料都是以亏本的零售价销售，自 2016 年以来零售价一直没有变化，远低于市场价格。最近政府试图调高价格的尝试受挫，只有在 2019 年底大选之后才有涨价的可能（[惠誉评级：固定燃料价格令印度尼西亚公司 Pertamina 面临压力](#)（2018 年 10 月 16 日））。

## 行业基本面

## 监管不确定性 - 印度尼西亚和马来西亚

惠誉对 Medco 的“正面”评级展望反映出该公司仍存去杠杆的空间。然而需要进一步澄清的是，公司仍需与印度尼西亚政府就其一个新天然气田对 Pertamina 的售气价格降低的补偿进行谈判，以及该公司旨在抵消降价影响的财务计划取得进展。

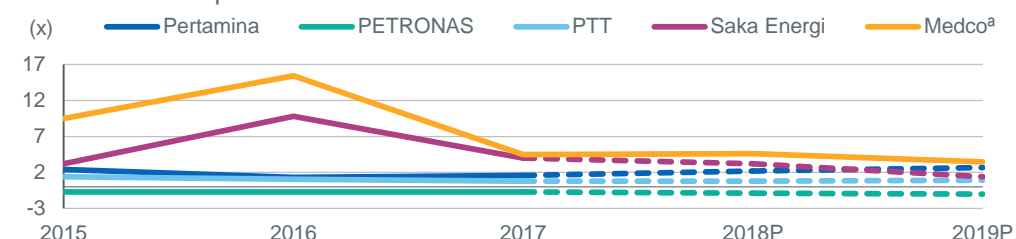
沙撈越州对授予 PETRONAS 马来西亚所有石油和天然气资产独家特许使用权的规定提出质疑。惠誉将这一法律纠纷的结果视为事件风险。即使特许使用费被调高，PETRONAS 强劲的财务状况仍足以应对巨大压力。

## PTT 储量薄弱；产量下降

惠誉预计，如果不进行收购，PTT 储量将继续削弱，导致 2020-2022 年产量下降。PTT 还面临续约风险，因为其占上游销售额约 24% 的特许使用权之一将于 2022-2023 年到期。这一损失将削弱已经薄弱的储量状况。然而，续约招标的竞争并不激烈，包括 PTT 在内只有三家公司竞标。PTT 强大的财务状况为支持上游业务并购（如有）和更高的资本支出提供了足够的空间。

## FFO Adjusted Net Leverage

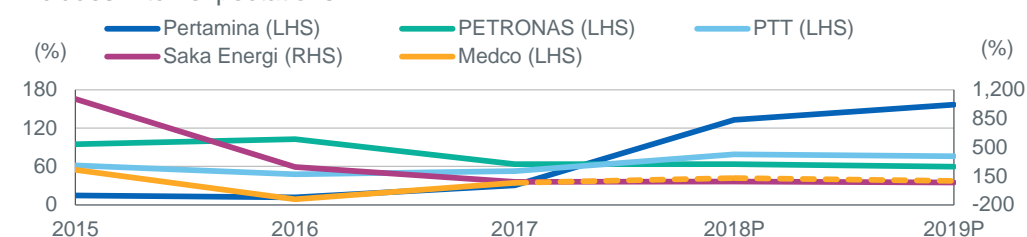
includes Fitch expectations



<sup>a</sup> Excluding Medco Power  
Source: Fitch Ratings, Company data

## Capex/CFFO

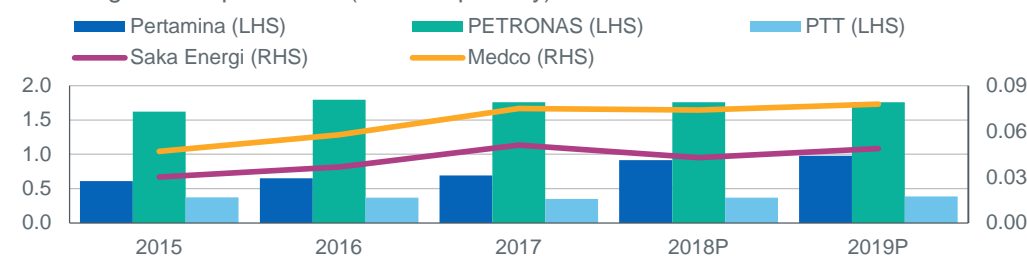
Includes Fitch expectations



Note: Medco data excludes Medco Power  
Source: Fitch Ratings, Company data

## Oil &amp; Gas Production

Including Fitch expectations (in mboe per day)



Source: Fitch Ratings, company data



## 甄选发行人的关键评级触发因素

发行人	发行人违约评级 <sup>c</sup>	展望/观察	独立信用状况 (SCP) <sup>d</sup>	2019 年预计覆盖率 (倍) <sup>a</sup>	2019 年预计净杠杆率 (倍) <sup>b</sup>	评级下调关键触发因素	评级上调关键触发因素
MIE Holdings Corporation	CCC			5.1	4.0	如果违约或类似违约流程开始	除非 MIE 的流动性状况和资本结构显著改善, 否则不会采取正面评级行动
安东油田服务集团	B	稳定		3.4	2.9	交易业绩恶化, 包括订单量缩水、项目执行放缓或利润率收窄; 流动性显著减弱; 持续存在大量负自由现金流; 运营资金净杠杆率持续高于 5 倍	鉴于安东石油对伊拉克的高度依赖和债务到期日集中, 预计不会采取正面评级行动
PT Medco Energi Internasional Tbk	B	正面		3.2	3.3	如果 Medco 无法按照惠誉预期降低净杠杆率, 惠誉可能会将展望调整为“稳定”	如果 Medco 能够将运营资金流调整后净杠杆率维持在持续低于 4.5 倍的水平
PT Pertamina (Persero)	BBB	稳定	BBB-	3.9	2.7	<b>IDR:</b> 对主权采取负面评级行动; 政府提供支持的可能性减弱。 <b>SCP:</b> 如果 Pertamina 运营资金流调整后净杠杆率持续高于 3.5 倍, 惠誉将下调其独立信用状况评估	<b>IDR:</b> 对主权采取正面评级行动, 且 Pertamina 与政府的关联性没有明显弱化。 <b>SCP:</b> 中期内对 Pertamina 的独立信用状况不会采取正面评级行动
Hindustan Petroleum Corporation Limited (HPCL)	BBB-	稳定	BB	4.8	3.8	<b>IDR:</b> ONGC 的信用状况弱化; HPCL 和 ONGC 之间关联性出现任何弱化 <b>SCP:</b> 不利的政策或监管环境或 HPCL 财务状况弱化, 导致净杠杆率 (调整后净债务与运营 EBITDAR 的比率, 含按比例合并 HMEL 的部分) 持续高于 4.0 倍	<b>IDR:</b> ONGC 的信用状况增强, 且 HPCL 和 ONGC 之间关联性不受影响 <b>SCP:</b> 炼油资产质量改善或整合度提高令 HPCL 业务状况提升, 同时净杠杆率保持在 3.0 倍以下
HPCL-Mittal Energy Limited (HMEL)	BB	稳定	BB-	4.0	4.0	<b>IDR:</b> HPCL 与 HMEL 之间的关联性减弱 <b>SCP:</b> 调整后净债务与运营 EBITDAR 的比率持续高于 5 倍, 且在资本支出周期高峰时高于 6 倍, 可能导致其独立信用状况评估被下调至‘B+’。但是, 在 HMEL 和 HPCL 之间关联性保持不变的前提下, 如果因与 HPCL 的关联性支持提高一个子级, HMEL 的独立信用状况被下调一个子级, 其 IDR 也将保持不变	<b>IDR:</b> HPCL 的独立信用状况改善, 且与母公司的关联性保持不变 <b>SCP:</b> 鉴于目前惠誉预计资本支出庞大将导致杠杆率攀升, 中期内不太可能采取正面评级行动

<sup>a</sup> 使用运营资金流固定费用保障倍数: HPCL 和 HMEL 使用 EBITDAR 固定费用保障倍数  
<sup>b</sup> 使用运营资金流调整后净杠杆率: HPCL 和 HMEL 使用调整后净债务与运营 EBITDAR 的比率  
<sup>c</sup> IDR – 发行人违约评级  
<sup>d</sup> SCP – 独立信用状况  
来源: 惠誉评级

## 前景展望及相关研究

### 2019 年前景展望

全球经济前景展望 (2018 年 9 月)

惠誉评级: 固定燃料价格令印度尼西亚公司 Pertamina 面临压力 (2018 年 10 月)

2018 年下半年印度油气行业观察 (2018 年 11 月)

## 分析师

Muralidharan Ramakrishnan

+65 6796 7236

[muralidharan.r@fitchratings.com](mailto:muralidharan.r@fitchratings.com)

梁淑雯

+852 2263 9611

[Michelle.leong@fitchratings.com](mailto:Michelle.leong@fitchratings.com)

Shahim Zubair

+65 6796 7243

[shahim.zubair@fitchratings.com](mailto:shahim.zubair@fitchratings.com)

Mohit Soni

+91 22 6796 7236

[mohit.soni@fitchratings.com](mailto:mohit.soni@fitchratings.com)



ALL FITCH CREDIT RATINGS ARE SUBJECT TO CERTAIN LIMITATIONS AND DISCLAIMERS. PLEASE READ THESE LIMITATIONS AND DISCLAIMERS BY FOLLOWING THIS LINK: [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandingcreditratings) IN ADDITION, RATING DEFINITIONS AND THE TERMS OF USE OF SUCH RATINGS ARE AVAILABLE ON THE AGENCY'S PUBLIC WEB SITE AT [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). PUBLISHED RATINGS, CRITERIA, AND METHODOLOGIES ARE AVAILABLE FROM THIS SITE AT ALL TIMES. FITCH'S CODE OF CONDUCT, CONFIDENTIALITY, CONFLICTS OF INTEREST, AFFILIATE FIREWALL, COMPLIANCE, AND OTHER RELEVANT POLICIES AND PROCEDURES ARE ALSO AVAILABLE FROM THE CODE OF CONDUCT SECTION OF THIS SITE. FITCH MAY HAVE PROVIDED ANOTHER PERMISSIBLE SERVICE TO THE RATED ENTITY OR ITS RELATED THIRD PARTIES. DETAILS OF THIS SERVICE FOR RATINGS FOR WHICH THE LEAD ANALYST IS BASED IN AN EU-REGISTERED ENTITY CAN BE FOUND ON THE ENTITY SUMMARY PAGE FOR THIS ISSUER ON THE FITCH WEBSITE.

Copyright © 2018 by Fitch Ratings, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. 33 Whitehall Street, 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. In issuing and maintaining its ratings and in making other reports (including forecast information), Fitch relies on factual information it receives from issuers and underwriters and from other sources Fitch believes to be credible. Fitch conducts a reasonable investigation of the factual information relied upon by it in accordance with its ratings methodology, and obtains reasonable verification of that information from independent sources, to the extent such sources are available for a given security or in a given jurisdiction. The manner of Fitch's factual investigation and the scope of the third-party verification it obtains will vary depending on the nature of the rated security and its issuer, the requirements and practices in the jurisdiction in which the rated security is offered and sold and/or the issuer is located, the availability and nature of relevant public information, access to the management of the issuer and its advisers, the availability of pre-existing third-party verifications such as audit reports, agreed-upon procedures letters, appraisals, actuarial reports, engineering reports, legal opinions and other reports provided by third parties, the availability of independent and competent third-party verification sources with respect to the particular security or in the particular jurisdiction of the issuer, and a variety of other factors. Users of Fitch's ratings and reports should understand that neither an enhanced factual investigation nor any third-party verification can ensure that all of the information Fitch relies on in connection with a rating or a report will be accurate and complete. Ultimately, the issuer and its advisers are responsible for the accuracy of the information they provide to Fitch and to the market in offering documents and other reports. In issuing its ratings and its reports, Fitch must rely on the work of experts, including independent auditors with respect to financial statements and attorneys with respect to legal and tax matters. Further, ratings and forecasts of financial and other information are inherently forward-looking and embody assumptions and predictions about future events that by their nature cannot be verified as facts. As a result, despite any verification of current facts, ratings and forecasts can be affected by future events or conditions that were not anticipated at the time a rating or forecast was issued or affirmed.

The information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind, and Fitch does not represent or warrant that the report or any of its contents will meet any of the requirements of a recipient of the report. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. This opinion and reports made by Fitch are based on established criteria and methodologies that Fitch is continuously evaluating and updating. Therefore, ratings and reports are the collective work product of Fitch and no individual, or group of individuals, is solely responsible for a rating or a report. 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. All Fitch reports have shared authorship. Individuals identified in a Fitch report were involved in, but are not solely responsible for, the opinions stated therein. The individuals are named for contact purposes only. 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 or withdrawn at any time 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 the United Kingdom, 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.

For Australia, New Zealand, Taiwan and South Korea only: Fitch Australia Pty Ltd holds an Australian financial services license (AFS license no. 337123) which authorizes it to provide credit ratings to wholesale clients only. Credit ratings information published by Fitch is not intended to be used by persons who are retail clients within the meaning of the Corporations Act 2001.

