

行业动态

石化业

发改委上调成品油价格

2009年3月25日

小幅上调成品油价 提升公司盈利预期

✎ 石化行业首席分析师：李晨 石化行业助理分析师：严蓓娜

事件：

鉴于近期国际市场原油价格持续上升，国家发展改革委决定自3月25日零时起将汽、柴油价格每吨分别提高290元和180元。

评论：

■ 原油价格上涨事实和预期推动成品油价格上调

此次上调价格虽然幅度较小，但表明了政府对维护成品油定价机制的决心。按理说原油价格是一月一调，但2月并没有上调，是因为调价的基准原油价格变动幅度较小。由于2月不同油品的价差较大，WTI出现了下调，而Brent和Dubai都上涨了1美元/桶以上，加权三地原油价格都出现了小幅上涨，但上涨幅度过小，不足以推动价格上调。本月上调成品油价格的原因在于WTI上涨幅度较大，带动加权价格上涨达到了1.6-2.4美元/桶。另外原油价格的上涨预期可能也是推动此次成品油价格上调的因素之一。

表 1：基准原油价格的变化趋势

		原油价格(\$/bbl)			三地加权平均价格 (\$/bbl)		环比变动(\$/bbl)		
		WTI	Brent	Dubai	2: 1: 1	1: 1: 1	WTI	2: 1: 1	1: 1: 1
3月	2009.2.20-2009.3.20	44.8	44.4	43.2	44.3	44.1	4.87	2.44	1.62
2月	2009.1.20-2009.2.19	39.9	43.8	43.8	41.9	42.5	-0.49	0.38	0.67
1月	2008.12.22-2009.1.13	40.4	42.5	42.6	41.5	41.8			

注：三地加权平均价格：2: 1: 1表示，WTI、Brent、Dubai的权重分别为2、1、1。

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

■ 小幅上调价格保证定价机制实施，有利于改善预期

此次成品油价格上涨幅度有限，汽柴油仅为290元/吨和180元/吨，折合每升分别为0.22元和0.16元，基本上覆盖了原油价格过去一个月的上涨幅度。三地原油加权价格从1月至3月的涨幅为110-140元/吨。2008年的汽柴比达到了历史高位，09年受柴油需求相对萎靡的影响，汽柴比会下降。我们根据2009年的炼厂预期收率计算，此次调价能增加收入126元/吨，基本可以保持现阶段8-10美元/桶的炼油毛利不变。

近期原油价格从45美元冲上50美元大关，我们认为美国需求逐步回暖，通胀预期逐步加大推动金融属性恢复也是没有可能，油价稳定在50美元以上是比较确定的，但短期内猛烈上涨，会进一步打击美国经济复苏进程，因此上

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

半年油价可能会面临比较温和的上涨振荡态势。在这种情况下，我们短期内认为定价机制还能较为稳定的运行，将油价温和回暖的成果转换为中石油和中石化的实际盈利。而且此次调价也属于政府默认了现有合理的成品油毛利，对改善中石油和中石化的盈利预期有十分正面的作用。

表 2：调价保证理论炼油毛利不变

原油成本提高（元/吨）	WTI	三地原油加权价格 1: 1: 1	三地原油加权价格 2: 1: 1
3 月较 2 月原油基准价提高	242	81	121
2 月较 1 月原油基准价提高	-24	33	19
实际：3 月较 1 月原油基准价提高	218	114	140
提价带来收入提高（元/吨）	汽油	柴油	收入提高
提价前价格	5440	4810	
提价后价格	5730	4990	
提价幅度	290	180	
收率（2008）的情况	0.18	0.40	124.2
收率（2009E）的情况	0.20	0.38	126.4

资料来源：Bloomberg，国家发改委，国信证券经济研究所

■ 弱势市场调价执行力度可能将会打折

发改委规定的成品油出厂价格较高，但地炼释放库存打击批发价格，以及柴油需求不振和走私增多，导致实际出厂价格与中准价的价差扩大。如果这一局面不改观，实际此次小幅调价的执行力度可能会被折扣。

同时随着成品油终端零售价更加市场化，今年以来成品油终端零售价的波动也更加频繁，为刺激销量和减少库存，实际零售价格的波动在 0.3 元/升以上也并不少见。（折合汽油每吨 390 元）。即使执行效果有所打折，但油价上行和调价必然会导致成品油零售终端价上行，而且买涨不买跌的情绪会加大社会库存水平，带动需求增长，并缩小零售价实际上下浮区间。

■ 调价提升整体盈利，维持行业谨慎推荐的评级。

原油价格温和回暖的情况下，政策风险已经较小，此次价格微调表明了新定价机制对理论炼油毛利的认可。但需求维持弱势，批发价和零售价都会在政策区间下部运行，提价政策的执行力度可能会打折扣，炼油毛利可能持平。此次调价一方面稳定市场对成品油定价机制和炼油毛利的预期，另一方面间，从一体化经营角度看，即使炼油略有下降，但上游盈利有所增加，提价即使执行打折，也能部分或全部将原油价格上涨真正转化为利润提升，对两大石油公司具有积极意义，维持石油石化行业“谨慎推荐”的评级。

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。