

袁孝锋
 021-68407559
 qiuxf@cmschina.com.cn

2009年3月25日

成品油定价新机制确立的真正标志！

发改委上调成品油价格点评

能源

石油石化

推荐（维持）

上证指数

2338

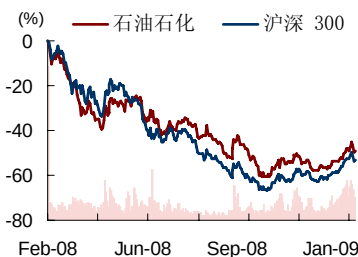
事件：发改委宣布，自3月25日起上调汽、柴油价格290元和180元/吨。

行业规模

		占比%
股票家数（只）	19	1.2
总市值（亿元）	25641	16.4
流通市值（亿元）	2195	3.8

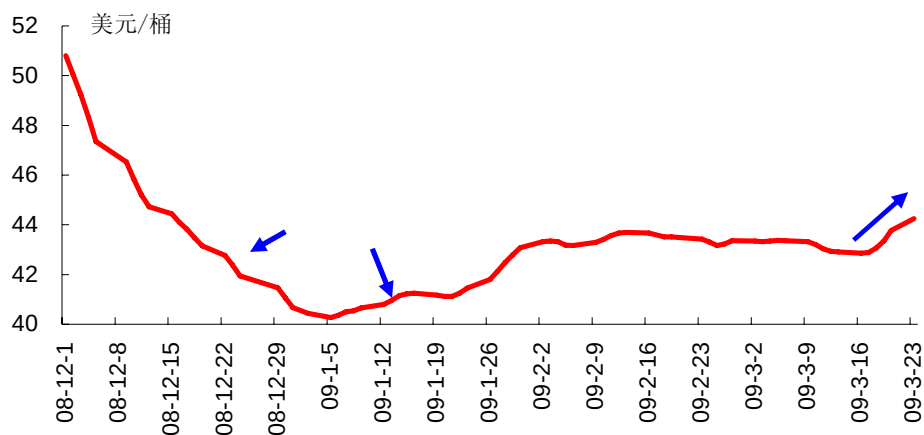
行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	10.3	-12.2	-49.5
相对表现	-3.9	-10.0	4.7

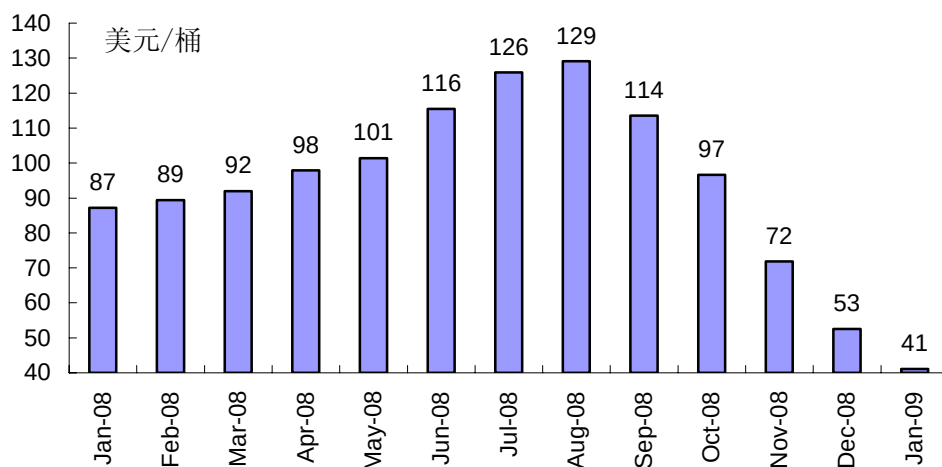


相关报告

- **此次成品油价格上调是成品油定价新机制确立的真正标志** 自1月份国家宣布出台新的成品油定价机制以后，国内下调过一次成品油价格，但没有上调过一次成品油价格，这一次成品油价格上调，是新机制确立的真正标志。之前市场从2月份开始担心国内成品油价格下调，而近期随着国际原油价格又担心国内成品油价格不会上调。这次产品价格上调，是成品油定价新机制确立的真正标志！**压制中国石化股价表现的最大石头已经搬开。**
- **此次调价的影响** 这次调价的核心意义在于表明国家确实是按照原油成本加成法来操作的，确立了国际油价在80美元以下，中国石化和中国石油业绩跟国际原油价格之间的正相关性。炼油行业的反转从制度上得到了确立。对于中国石化和中国石油的估值和业绩都将有显著的提升。而从短期的财务影响来看，中国石化是炼油盈利基本不变，但自产原油的业绩得到提升，中国石油是自产自销，基本上提价能够转为利润。
- **具体的测算** 此次汽柴油价格分别上调为290和180元/吨，按照中国炼厂的汽柴比为1:2，综合成品油价格上调216元/吨。按照我们的计算，当前的三地原油均价比1月13日下调时涨了3.3个美元，成本平均上升194元/吨，基本能够解释此次调价的幅度。业绩影响的话，对于中国石油来说，目前原油价格下还不要收石油特别收益金，只需考虑成品油涨价带来收入，此次调价业绩净增加0.055元。中国石化不考虑原油成本上升的话，全年净增加0.16元，仅考虑自产原油的话，则全年净增加0.045元。
- **预期4月份还会继续上调一次成品油价格** 国际原油价格反弹至50美元以上，从OPEC3月的产量情况来看，还在进一步的减产，到3月份其420万桶的配额减产兑现率将达到90%以上，乐观到95%。所以油价在50以上至少维持一个月应该问题不大。这样来看，在4月份国内成品油价格再上调一次应该是大概率事件。
- **投资建议** 我们维持中国石化09和2010年的业绩为0.62、0.82元，对中国石油09年的业绩预测下调为0.60元（一季度业绩可能不到1毛钱）。对中国石化都推荐，但首推中国石化，目标价从9.5-10元上调为10-11元。
- **风险因素** 当前最大的风险因素是下游需求问题，困扰中国石油和中国石化的库存较高（主要是中国石油）可能会很快解决，在看涨预期下库存从两大公司转移至社会企业和终端消费者，我们预期三月份以后国内需求会有所好转。

图1：三地均价22日移动平均


资料来源：招商证券

图2：中国进口原油价格


资料来源：招商证券

表 1：中国石化业绩简易查询表

国际原油 价格	上游 EBIT	销售板块 EBIT	销售板块 EBIT	化工 EBIT	公司 EBIT	EPS
美元/桶	亿元	亿元	亿元	亿元	亿元	元/股
60	340.0	300	240	0	880.0	0.75
55	285.0	300	240	0	825.0	0.70
50	220.0	300	240	0	760.0	0.64
45	148.0	300	240	0	688.0	0.58
40	64.0	300	240	0	604.0	0.50
35	-19.0	300	240	0	521.0	0.43

数据来源：招商证券 注：均是近似

分析师简介

袁孝锋，复旦大学理学学士、管理学硕士，现为招商证券石油化工行业分析师，获《新财富》2008、2007 年最佳分析师石油化工第二名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。