

方正证券研究中心

石化行业分析师：李广赞

电话：(86571)87782603

电邮：liguangzan@foundersc.com

联系人：吴佳蕾

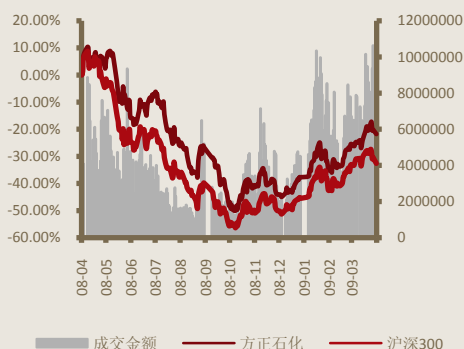
电话：(86571)87782600

电邮：wujialei@foundersc.com

重要数据

上市公司总家数	79
总股本（亿股）	3081.65
销售收入（亿元）	27167.64
利润总额（亿元）	1775.4
行业平均 PE	23.50
平均股价（元）	8.90

化工行业相对指数表现



相关研究

《低油价的回归》

《甲醇汽油国标呼之欲出》

请务必阅读最后特别声明与免责条款

信心回升提振油价

定价机制日渐透明

石油价格管理办法与近期油价点评

石油石化·要闻点评
2009.05.11 中性

事件：

国家发展和改革委员会 5 月 8 日发布《石油价格管理办法(试行)》，原油价格由企业参照国际市场价格自主定制；成品油价格区别情况，实行政府指导价或政府定价。国内成品油价格以国际市场原油价格为基础，加国内平均加工成本、税金、合理流通费用和适当利润确定。当国际市场原油连续 22 个工作日移动平均价格变化超过 4% 时，可相应调整国内汽、柴油价格。

在全球经济回暖预期下，近期原油价格大幅上升。4 月下旬以来，美原油期货在前期探底后逐渐上扬，从 4 月 21 日最低价 46.73 美元反弹至 58 美元以上。

※ 《办法》出台，但关键点仍然模糊

《办法》没有明确“基准原油参照物”、“加工利润率”、“调价时机”三要点。我们认为“基准原油参照物”采用“迪拜、布伦特、辛塔”加权平均的可能性较大；“加工利润率”应该是一个“每桶毛利”的概念，而非比例数据。未来原油加工每桶毛利在 5 美元/桶左右可能性较大。《办法》中 22 天可能只是一个大概的约数，“4%+22 个工作日”是一个调价参考值，既非必要条件也非充分条件，成品油价格调整时机将在参考这两个条件的基础上进行灵活把握。

※ 油价上涨来自“信心”，基本面依然严峻

近期原油价格上涨动力主要来自于投资者对全球经济信心的改善。美国夏季的用油高峰一般在 5 月中旬开始显现，因此下游的消费情况并不是本波油价反弹的主要因素，支撑本轮油价反弹的重要原因是一系列好于预期的经济数据。另外周边股市向好，美元指数持续萎靡也给原油市场提供了良好的市场氛围。从供需角度看原油基本面并未发生明显改善。我们预计本次原油价格反弹高度在 65 美元/桶左右，维持 2 季度原油均价 50-55 美元/桶的判断。

※ 油价上涨与“炼油”利润锁定提升估值空间

原油价格上涨为中石化、中石油勘探业务带来盈利增长空间。同时未来国内炼化业务毛利还有改善的空间，定价机制的规范化、制度化对中国石化、中国石油是长期利好。

※ 相关公司与评级

《办法》中对成品油价格调整方案在我们预期之内，我们维持二季度原油价格均价 50-55 美元判断。我们维持对中国石化（600028）“增持”、中国石油（601857）“中性”的投资评级。

正文目录

一、	油价上涨倒逼发改委披露石油价格管理办法.....	3
1.	近期国际原油价格大幅上涨	3
2.	发改委披露石油价格管理办法	3
二、	《办法》出台，关键点仍然模糊	4
1.	原油价格跟踪基准模糊	4
2.	加工利润率没有确定	4
3.	调价时机不明确	4
三、	市场影响与油价展望	5
1.	油价上涨来自信心，基本面依然严峻	5
2.	油价上涨带来盈利增长	6
3.	“合理利润”锁定炼油业务盈利空间	7
4.	相关公司与评级	7
附件：	石油价格管理办法（试行）	8

图表目录

图表 1	近期国际主要市场原油价格变动	3
图表 2	近期美国石油加工与库存数据	5
图表 3	美国最新石油库存数据	6
图表 4	中石化、中石油勘探业务对原油价格敏感性分析.....	7

一、油价上涨倒逼发改委披露石油价格管理办法

1. 近期国际原油价格大幅上涨

受到全球经济回暖预期的影响，近期国际原油价格大幅上涨。4月下旬以来，美原油期货逐渐上扬，从4月21日最低价46.73美元反弹至58美元以上。

图表 1 近期国际主要市场原油价格变动

日期	WTI	布伦特	米纳斯	塔皮斯
2009-04-01	48.39	48.44	51.26	52.86
2009-04-02	52.64	52.75	54.48	56.38
2009-04-03	52.51	53.47	54.45	56.30
2009-04-06	51.05	52.24	55.42	57.27
2009-04-07	49.15	51.22	53.72	55.57
2009-04-08	49.38	51.59	53.00	54.90
2009-04-09	52.24	54.06	54.21	56.31
2009-04-10	-	-	55.75	57.85
2009-04-13	50.05	52.14	54.04	56.14
2009-04-14	49.41	51.96	54.57	56.67
2009-04-15	49.25	51.79	53.37	55.57
2009-04-16	49.98	53.06	53.58	55.78
2009-04-17	50.33	53.35	54.35	56.55
2009-04-20	45.88	49.86	53.15	55.35
2009-04-21	46.51	49.82	51.89	54.69
2009-04-22	48.85	49.81	51.37	54.17
2009-04-23	49.62	50.11	51.63	54.43
2009-04-24	51.55	51.67	51.44	54.24
2009-04-27	50.14	50.32	49.95	52.75
2009-04-28	49.92	49.99	49.98	52.78
2009-04-29	50.97	50.78	52.32	54.12
2009-04-30	51.12	50.80	52.83	55.11
2009-05-01	53.20	52.85	53.31	55.11
2009-05-04	54.47	54.58	55.57	57.37
2009-05-05	53.84	54.12	57.20	59.00
2009-05-06	56.34	56.15	56.90	58.70
2009-05-07	56.71	56.47	60.24	62.04

资料来源：百川资讯，方正证券研究中心

2. 发改委披露石油价格管理办法

近期原油价格的大幅上涨早已突破发改委曾经给出的“20天”、“4%”的调价临界点，市场对成品油调价有强烈预期。在此背景下，发改委于5月8日正式公布《石油价格管理办法（试行）》。主要内容见附录。

二、《办法》出台，关键点仍然模糊

成品油定价的机制中指出：当国际市场原油连续 22 个工作日移动平均价格变化超过 4% 时，可相应调整国内成品油价格。当国际市场原油价格低于每桶 80 美元时，按正常加工利润率计算成品油价格；高于每桶 80 美元时，开始扣减加工利润率，直至按加工零利润计算成品油价格；国际油价高于每桶 130 美元时，油价原则上不提或少提。但《办法》对成品油定价机制中几个关键点仍然含糊不清。

1. 原油价格跟踪基准模糊

常见的原油品种就有 WTI、布伦特、米纳斯、辛塔、杜里、塔皮斯、新加坡原油市场价格等指标，《办法》并没有透露我国的成品油调价参考了哪些国际原油价格。我们认为最终的价格基准采用“迪拜、布伦特、辛塔”加权平均的可能性较大。

2. 加工利润率没有确定

《办法》第一次明确地将成品油与国际油价联动的范围限制在每桶 130 美元以内。根据《办法》，当国际油价低于每桶 80 美元时，国内成品油价将以国际油价为基础，加国内平均加工成本、税收和合理利润确定。当国际油价高于每桶 80 美元时，开始扣减加工利润率，直至按加工零利润计算成品油价格。若国际油价重新冲上每桶 130 美元高位或以上，成品油价格“原则上不提或少提”。但办法中并未给出“加工利润率”明确数额。

我们认为：《办法》中提及的“加工利润率”应该是一个“每桶毛利”的概念，而非比例数据。未来原油加工每桶毛利在 5 美元/桶左右可能性较大，油价下跌时候利润率提高，油价上涨时利润率下降。

3. 调价时机不明确

《办法》强调：“国际市场原油连续 22 个工作日移动平均价格变化超过 4% 时，可相应调整国内汽、柴油价格”，这里用的是一个“可”字。在稍后董秀成关于此《办法》解释中也提到：成品油价格调整具体时间“只能是选择一个区间，在这个区间之内进行调整，这个区间至于是多少，没有一个非常合理的说法，比如说一个月，还是 15 天，还是 20 天，还是一个星期？”

我们认为：《办法》中 22 天可能只是一个大概的约数，“4%+22 个工作日”是一个调价参考值，既非必要条件也非充分条件，成品油价格调整时机将在参考这两个条件的基础上进行灵活把握。

三、市场影响与油价展望

1. 油价上涨来自信心，基本面依然严峻

我们认为原油价格上涨动力主要来自于投资者对全球经济信心的改善。美国夏季的用油高峰一般在 5 月中旬开始显现，因此下游的消费情况并不是本波油价反弹的主要因素，支撑本轮油价反弹的重要原因则是一系列好于预期的经济数据，这让市场增强了对经济复苏的信心，只要经济转好，需求的跟进只是时间问题。另外就是周边股市向好，美元指数持续萎靡这也给原油市场提供了良好的市场氛围。与此同时，原油基本面并未发生明显改善。

图表 2 近期美国石油加工与库存数据

单位：万桶	美国石油学会					美国能源信息署				
截至日	4-3	4-10	4-17	4-24	5-1	4-3	4-10	4-17	4-24	5-1
原油加工量	1449.6	1412.6	1451.4	1439.8	1472.5	1446.5	1420.5	1474.8	1461.2	1507.7
生产能力	1767.6	1767.6	1767.6	1767.6	1767.6	1767.5	1767.5	1767.5	1767.5	1767.2
装置运转率(%)	82	79.9	82.1	81.5	83.3	81.8	80.4	83.4	82.7	85.3
汽油产量	942.7	915.8	941.6	897.1	891.7	896.6	891.3	908.8	879	891.8
汽油库存总量	21905.5	21844.2	21854.9	21598.9	21308.9	21740	21650	21730	21260	21240
精制汽油库存	9051.3	9099.5	8962.2	8702	8623.3	8730	8860	8830	8590	8630
调和组分库存	12854.2	12744.7	12892.7	12896.9	12685.6	13010	12790	12900	12670	12620
航空煤油产量	142.8	148.5	143.7	145.4	138.6	134.5	140	142.5	144.2	143.2
航空煤油库存	3943.9	4016.5	3952.1	4036.5	4082.5	3910	3930	3970	4020	4070
馏份油产量	401.5	396.8	414.5	408.3	423.8	391.8	395.1	413.6	415.3	420.7
馏份油库存	14223.6	14232.3	14278.1	14436.2	14537.2	14080	13960	14230	14410	14650
重燃料油产量	57.9	48.7	41.2	48.5	40.4	58.2	47.9	50.4	47.6	42.1
重燃料油库存	3821.3	3594.4	3657.8	3725.3	3633.2	3620	3620	3630	3630	3590
原油进口量	924.4	843.3	1024.7	972.2	970.8	933.2	939.1	985.5	982.4	992
产品进口量	274.8	304.9	278.6	283.3	228.5	299.1	287	294	262	252.6
原油库存量	36473.8	37124.7	37023.9	37482.3	37381.9	36110	36670	37060	37470	37530

资料来源：EIA, API, 方正证券研究中心

美国能源信息署统计数据显示，截至 5 月 1 日的四周内汽油需求处于自 1999 年 5 月份以来的最低水平。同时石油库存也在不断增加，美国能源信息署最新公布的库存数据显示，美国商业原油库存(不含石油战略储备)3.753 亿桶，比前一周增长 60 万桶。美国原油库存已经升至 1990 年以来的最高水平。同时，OPEC 不会在于 5 月 28 日召开的会议上作出新的减产决定的可能性似乎不断增加。

图表 3 美国最新石油库存数据

日期	4-3	4-10	4-17	4-24	5-1
原油库存（战略储备除外）	361072	366743	370600	374653	375258
汽油总库存	217449	216505	217307	212612	212445
重整汽油	1415	1695	1781	1963	1887
常规汽油	85916	86904	86535	83915	84363
调和汽油	130118	127906	128991	126734	126195
航空煤油	39061	39338	39704	40188	40668
馏分油	140799	139629	142311	144105	146533
含硫量<15 ppm	83453	82741	85117	85960	86933
含硫量 15-500ppm	20376	20577	20968	20448	21015
含硫量>500ppm	36970	36311	36226	37697	38585
燃料油	36235	36170	36332	36282	35927
丙烷和丙烯	39736	40826	41414	43119	45497
半成品油	87974	88982	90758	89194	89415
其它原油终产品	132100	134398	135503	139200	141600
原油与石化产品库存（战略储备除外）	1054426	1062591	1073929	1079353	1087343
原油战略储备	712887	714150	715448	716673	718737
原油与石化产品总库存	1767313	1776741	1789377	1796026	1806080

资料来源：EIA，方正证券研究中心 注：单位（千桶）

沙特阿拉伯石油部长纳伊米表示：担心投机商可能正在返回石油市场，最近一些基金正在操作，而当前石油市场明显超供。国际能源署执行主席田中伸男也有这样的看法，他表示担心石油市场投机和动荡。

我们认为：目前油价回升更多是出于投资者预期的改变，同时发达国家信贷市场的逐步解冻也导致部分投机资金开始进入原油市场。在经济指标改善的前提下，我们预计本次原油价格反弹高度在 65 美元/桶左右，维持 2 季度原油均价 50-55 美元/桶的判断。

2. 油价上涨带来盈利增长

原油价格上涨为中石化、中石油勘探业务带来盈利增长空间。原油价格每上涨 5 美元/桶分别增厚中石化、中石油 EPS 0.053 元、0.072 元。

图表 4 中石化、中石油勘探业务对原油价格敏感性分析

	中国石化	中国石油
总股本（亿股）	867	1830
08 年原油产量（百万桶）	298	857
每股原油产量	0.344	0.468
汇率	6.8	6.8
原油价格上涨（\$/barrel）	5	5
特别收益金征收比例	40%	40%
勘探业务利润总额增加（亿元）	60.8	174.8
EPS 变化（元）	0.053	0.072

资料来源：公司公告 方正证券研究中心

3. “合理利润”锁定炼油业务盈利空间

在 2009 年石化行业年度投资策略中我们指出，2009 年成品油定价机制将逐步完善，中国炼化企业将实现创纪录收益。从中国石化、中国石油 2009 年一季度报告看，其一季度炼化业务每桶毛利在 3-4 美元，低于我们每桶 5 美元的判断，我们认为未来炼化业务毛利还有改善的空间。定价机制的规范化、制度化对中国石化、中国石油是长期利好。

4. 相关公司与评级

《办法》中对成品油价格调整方案在我们预期之内；同时我们维持二季度原油价格均价 50-55 美元判断。在假设前提不变情况下，我们维持中国石化（600028）“增持”、中国石油（601857）“中性”投资评级。

附件：石油价格管理办法（试行）

- 第一条 为完善我国石油价格形成机制，规范价格行为，根据《国务院关于实施成品油价格和税费改革的通知》（国发[2008]37号）的有关规定，制定本办法。
- 第二条 本办法所称石油包括原油以及由原油炼制的汽油、柴油、航空煤油和航空汽油等成品油。
- 第三条 在我国从事石油生产、批发和零售的企业，应遵守本办法。
- 第四条 原油价格由企业参照国际市场价格自主制定。中国石油化工集团公司（以下简称中石化）和中国石油天然气集团公司（以下简称中石油）之间互供原油价格由购销双方按国产陆上原油运达炼厂的成本与国际市场进口原油到厂成本相当的原则协商确定。中石化、中石油供地方炼厂的原油价格参照两个集团公司之间互供价格制定。中国海洋石油总公司及其他企业生产的原油价格参照国际市场价格由企业自主制定。
- 第五条 成品油价格区别情况，实行政府指导价或政府定价。
- （一）汽、柴油零售价格和批发价格，以及供应社会批发企业、铁路、交通等专项用户汽、柴油供应价格实行政府指导价；
- （二）国家储备和新疆生产建设兵团用汽、柴油供应价格，以及航空汽油、航空煤油出厂价格实行政府定价。
- 第六条 当国际市场原油连续 22 个工作日移动平均价格变化超过 4% 时，可相应调整国内成品油价格。
- 第七条 当国际市场原油价格低于每桶 80 美元时，按正常加工利润率计算成品油价格。高于每桶 80 美元时，开始扣减加工利润率，直至按加工零利润计算成品油价格。高于每桶 130 美元时，按照兼顾生产者、消费者利益，保持国民经济平稳运行的原则，采取适当财税政策保证成品油生产和供应，汽、柴油价格原则上不提或少提。
- 第八条 国家发展改革委制定各省（自治区、直辖市）或中心城市汽、柴油最高零售价格。汽、柴油最高零售价格以国际市场原油价格为基础，考虑国内平均加工成本、税金、合理流通环节费用和适当利润确定。国家发展改革委根据实际情况，适时调整有关成本费用参数。已实行全省统一价格的地区，执行国家发展改革委制定的全省统一最高零售价格。暂未实行全省统一价格的地区，由省级价格主管部门以国家发展改革委制定的中心城市最高零售价格为基础，考虑运杂费增减因素合理安排省内非中心城市最高零售价格。省内划分的价区原则上不超过 3 个，价区之间的价差原则上每吨不大于 100 元。省际之间价差较大的应适当衔接。省级价格主管部门要将省内价区具体安排报国家发展改革委备案。成品油零售企业可在不超过政府规定的汽、柴油最高零售价格的前提下，自主制定具体零售价格。
- 第九条 国家发展改革委制定汽、柴油吨升折算原则。省级价格主管部门会同有关部门依据国家确定的折算原则制定当地汽、柴油吨升折算系数。在此基础上，省级价格主管部门制定当地以升为单位的汽、柴油最高零售价格。
- 第十条 成品油批发企业销售给零售企业的汽、柴油最高批发价格，合同约定由供方配送到零售企业的，由省级价格主管部门按最高零售价格每吨扣减 300 元确定；合同未约定配送的，最高批发价格由省级价格主管部门在扣减 300 元的基础上，再考虑运杂费因素确定。成品油批发企业可在不超过汽、柴油最高批发价格的前提下，与零售企业协商确定具体批发价格。当市场零售价格降低时，批发价格也要相应降低，合同约定配送的，保持批零价差每吨不小于 300 元；合同未约定配送的，扣除运杂费后，保持批零价差每吨不小于 300 元。凡合同约定配送的，不得另外收取运杂费；未约定配送的，不得强制配送。成品油生产经营企业供给符合国家规定资质的社会批发企业汽、柴油最高供应价格，按最高零售价格扣减 400 元确定。当市场零售价格降低时，对社会批发企业供应价格相应降低，保持批零价差每吨不小于 400 元。
- 第十一条 铁路、交通等专项用户用汽、柴油最高供应价格，在全国平均最高零售价格基础上每吨扣减 400 元确定。具体供应价格可在不超过最高供应价格的前提下，由供需双方协商确定。当市场零售价格降低时，对专项用户供应价格相应降低。专项用户是指历史上已形成独立供油系统的大用户，具体名单由国家发展改革委确定。
- 第十二条 国家发展改革委制定国家储备、新疆生产建设兵团用汽、柴油供应价格以及航空汽油出厂价格。

- 第十三条 本办法第八至十二条汽油、柴油、航空汽油价格均指标准品价格。国家发展改革委制定成品油标准品与非标准品的品质比率。省级价格主管部门按规定的品质比率制定汽、柴油非标准品最高批发价格和最高零售价格;成品油生产企业按规定的品质比率制定国家储备、新疆生产建设兵团用汽、柴油非标准品供应价格,供应社会批发企业、铁道、交通等专项用户汽、柴油非标准品最高供应价格,以及航空汽油非标准品出厂价格。
- 第十四条 乙醇汽油价格政策按同一市场同标号普通汽油价格政策执行。
- 第十五条 国家发展改革委按与国际市场接轨的原则制定成品油生产企业销售的航空煤油标准品出厂价格。非标准品出厂价格由生产企业按标准品出厂价格和规定的品质比率自行确定。
- 第十六条 成品油批发、零售企业要在显著位置标识成品油的品名、规格、计价单位、价格等信息。销售企业在销售成品油时,不得以其它名目在国家规定的成品油价格之外加收或代收任何费用。
- 第十七条 国家发展改革委在门户网站公布按吨计算的汽、柴油标准品最高零售价格,国家储备、新疆生产建设兵团用汽、柴油供应价格,专项用户用汽、柴油最高供应价格;省级价格主管部门在指定网站公布本地区汽、柴油标准品和非标准品最高批发价格和最高零售价格;主要成品油生产经营企业通过所在地新闻媒体公布本公司的汽、柴油具体批发价格和零售价格。成品油生产经营企业调整汽、柴油出厂价格、供应价格、批发价格和零售价格的同时,将调价具体方案抄报国家发展改革委和有关省级价格主管部门。
- 第十八条 价格主管部门依法对成品油生产、批发和零售企业的价格活动进行检查,并依照法律法规规定对价格违法行为实施行政处罚。
- 第十九条 本办法由国家发展改革委负责解释。
- 第二十条 本办法自发文之日起试行。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%；
 中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；
 中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款：

本报告版权归“方正证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

	长沙	杭州
地址：	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼研究中心（410015）	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦（310006）
电话：	（86731）5832351	（86571）87782600
传真：	（86731）5832380	（86571）87782600
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com