

动态报告

石油天然气

成品油调价报告

推荐

(维持评级)

2010年04月14日

新定价机制不惧“80后”

分析师：严蓓娜

yanbn@guosen.com.cn 021-60933165

分析师：李晨

lichen@guosen.com.cn 021-60875160

事件：

国家发改委宣布从2010年4月14日起上调汽柴油成品油价格320元/吨，调整后的汽柴油出厂价格分别为每吨7420元和6680元。

评论：

调价幅度基本符合公式 时间延后未必是坏事

虽然此次调价时间略有推后，但调整幅度符合规定。按照4月12日的22日移动三地平均原油价格为79美元/桶，较上次调价时11月10日的74美元/桶高出5美元/桶，理论调价幅度为290元/吨，实际320元/吨基本与定价公式相符合，还略有改善。

近几次成品油调价都出现了延后，但是如果一超过4%的红线就调整成品油价格，调整幅度仅为上次调价时的价格的4%，以上次的调价的基准价格74美元计算，理论调整幅度仅为3美元/桶不到，折合每吨177元；但是由于石油价格近期涨势凶猛，调价后推两日成品油的基准价格上涨到了79美元，理论上调幅度就变成了290元/吨。虽然炼油企业损失了一周的价格调整不到位的盈利，但获得了真正的成本压力缓解。

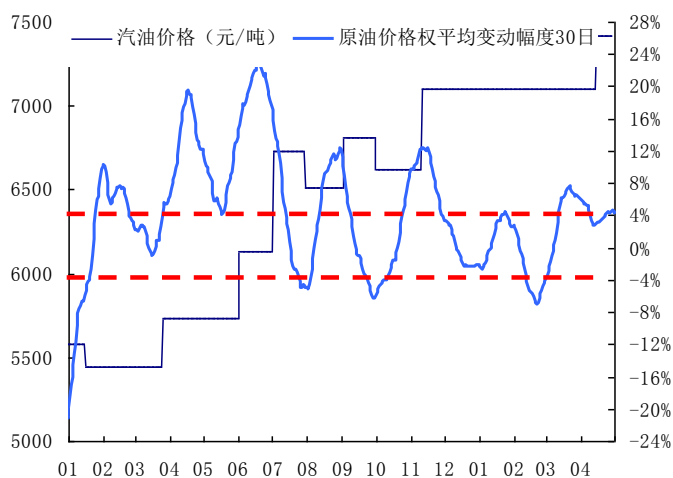
新定价机制不惧“80后”

本次上调成品油价格，是从2009年1月1日起实行新的成品油定价机制以来，油价稳定在80美元后的首次调价。打消了市场的“80后”恐惧症：原油价格超过80美元之后，成品油价格是否还会继续按照公式调整。

第一，3月的CPI预计为2.3的情况下，短期通胀压力尚不明显；4月和5月的CPI会预期超过3，原油价格踏上85美元的关口，远期通胀压力仍然严峻，上调幅度才可能略超常规，为未来的成品油价格上调留下余地。

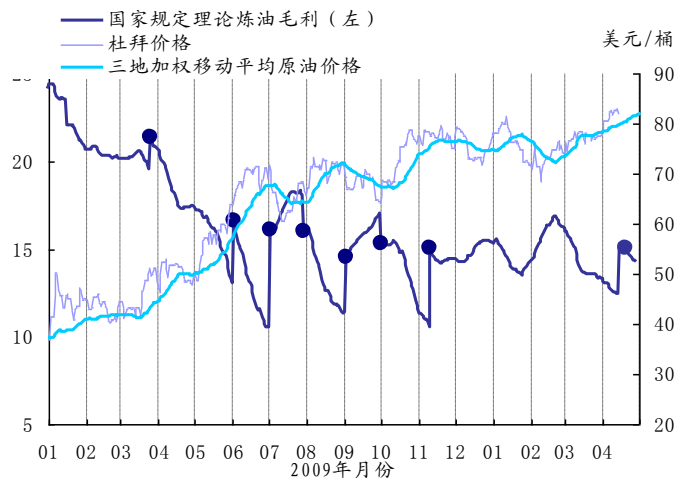
第二，调价也证明了国家对成品油定价机制仍然是守信的，炼油盈利不会压得太厉害，而且在有条件的恢复炼油盈利。给国家石油公司树立更好的市场形象，为国家石油公司海外收购创造条件。

图 1: 国内石油价格幅度方向基本符合规则



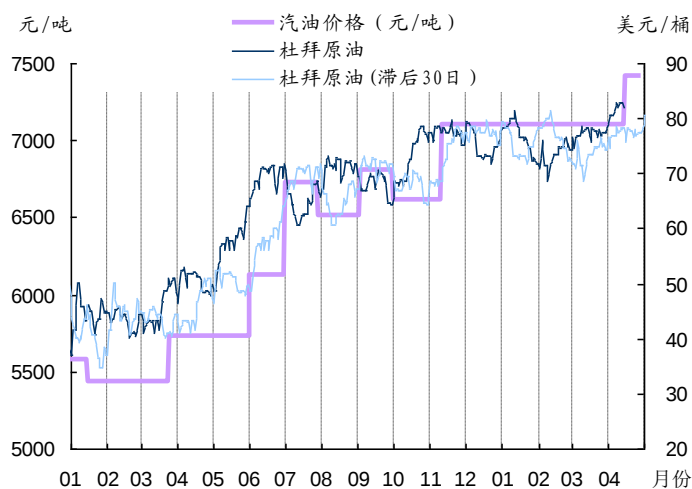
资料来源: 国信证券经济研究所

图 2: 理论炼油毛利基本持平



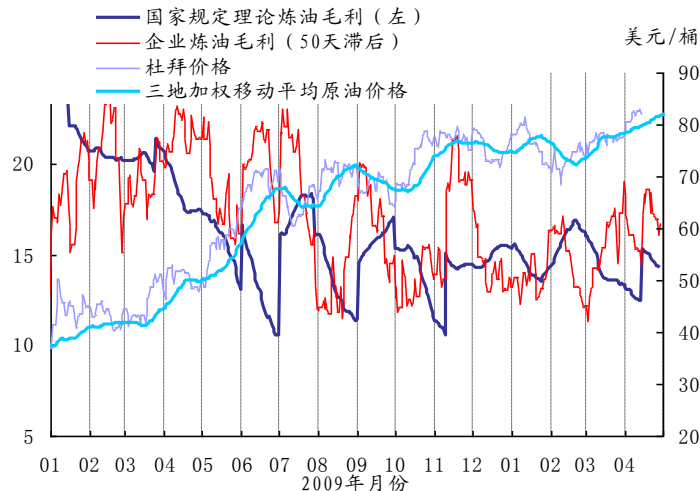
资料来源: 国信证券经济研究所

图 3: 国内成品油调价记录



资料来源: 国信证券经济研究所

图 4: 企业炼油毛利略有改善



资料来源: 国信证券经济研究所

炼油 5 月成本压力降低

上调成品油价格缓解了原油价格上升对炼油业务造成的成本压力,由于 3 月和 4 月份的炼油原油成本分别为 82 美元和 81 美元/桶,处于微亏和盈利之间。四月的成本压力虽然由于原油库存的滞后效应尚不明显,但也让炼油业务摆脱了从去年下半年的盈亏平衡状态,较 3 月份有明显改善。

而真正具有意义的是 5 月的炼油盈利状况,预计 5 月的炼油原油成本将大幅上升 3 美元/桶,此次上调成品油价格调整相当于提高了炼油毛利 3.31 美元/桶,使得 5 月炼油成本大幅降低,维持微利状况。

成品油调价对中石化是维持炼油毛利的“生命线”，对中石油则是多赚钱，不调价对中石化是利空，但调价仅仅是维持利润，对中石油来说却是实在的收入和利润上涨。

表 1：调价对中石油和中石化的每月业绩影响

		中石化	中石油
成品油加工量	百万桶	117	67
成品油产量	百万吨	9.6	5.9
1 吨成品油收入增加	人民币/吨	274	274
1 吨原油的收入增加	人民币/吨	164	164
1 吨原油利润增长	人民币/吨	164	164
	美元/桶	3.31	3.31
EBIT 增长	亿人民币	16	10
净利润增长	亿人民币	11.8	7.3
每股盈利影响	rmb/股	0.014	0.004

数据来源：国信证券经济研究所

但是否能把成品油调价的 320 元/吨的空间都化为一体化石油公司的盈利，最终还要看零售市场的接受程度，3 月在调价预期不强的情况下，成品油销售价格一直低于最高限价，因此预计调价之后的终端零售价格会出现冲高然后略有回落。国内的成品油需求一直萎靡不振，而 2010 年全国的炼油能力扩张预计将达到 2900 万吨，足够满足今年乙烯扩张 220 万吨的产能，但是国内的柴油供给供大于求的局面恐怕短期内难以改观，柴油的销售维持高毛利阴影难以散去。

石油石化：好雨知时节 当春乃发生

此次成品油价格上调如同一场春雨缓解了油价升腾的火炎，而这场春雨恰逢本周五（4 月 16 日）股指期货正式运行前 3 日，大盘股重燃复苏的冲动；随着股指期货参与者面逐步扩大，石油石化对指数的杠杆作用会日益明显（详见我们 2010 年 1 月 6 日的报告《石化蓝筹在股指期货中的杠杆效应》）。

中石化的业绩市场是比较认同的，但却因定价机制对业绩的确定性存在怀疑，此次调价打破新定价机制“80 后”恐惧症。我们维持石化行业“推荐”评级，维持中石化的推荐评级。

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

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款

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。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
				陈 玲	0755-82133400
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
		丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
		方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646		
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	陈 健	0755-82133476
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
				邵 达	0755- 82132098
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	刘舒宇	0755-82131822	戴 军	021-60933166
蔺晓熠	021-60933146	彭怡萍		林晓明	021-60933154
侯慧娣	021-60875161			秦国文	0755-82133528
				程景佳	021- 60933166
				赵斯尘	021- 60875174
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn		郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		焦骞	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	
甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		李锐	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021-60875176 13482495069				
			江智俊	021-60875175 15221772073				
			孔华强	021-60875170 13681669123				