



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态
研究报告

2010 年 4 月 14 日

石油天然气

研究部

关滨

分析员, SAC 执业证书编号: S0080210030004

guanbin@cicc.com.cn

林益欣

联系人

linyixin@cicc.com.cn

发改委上调汽柴油价格 320 元/吨

行业近况:

发改委宣布, 4 月 14 日零时起汽柴油价格每吨上调 320 元, 汽油每升上调 0.24 元, 柴油每升上调 0.27 元。汽油含税出厂价从 7100 元/吨上调 320 元/吨至 7420 元/吨, 上调 4.5%。柴油含税出厂价从 6360 元/吨上调 320 元/吨至 6680 元/吨, 上调 5%, 煤油含税出厂价从 5190 元/吨上调 500 元/吨至 5690 元/吨, 上调 9.6%。

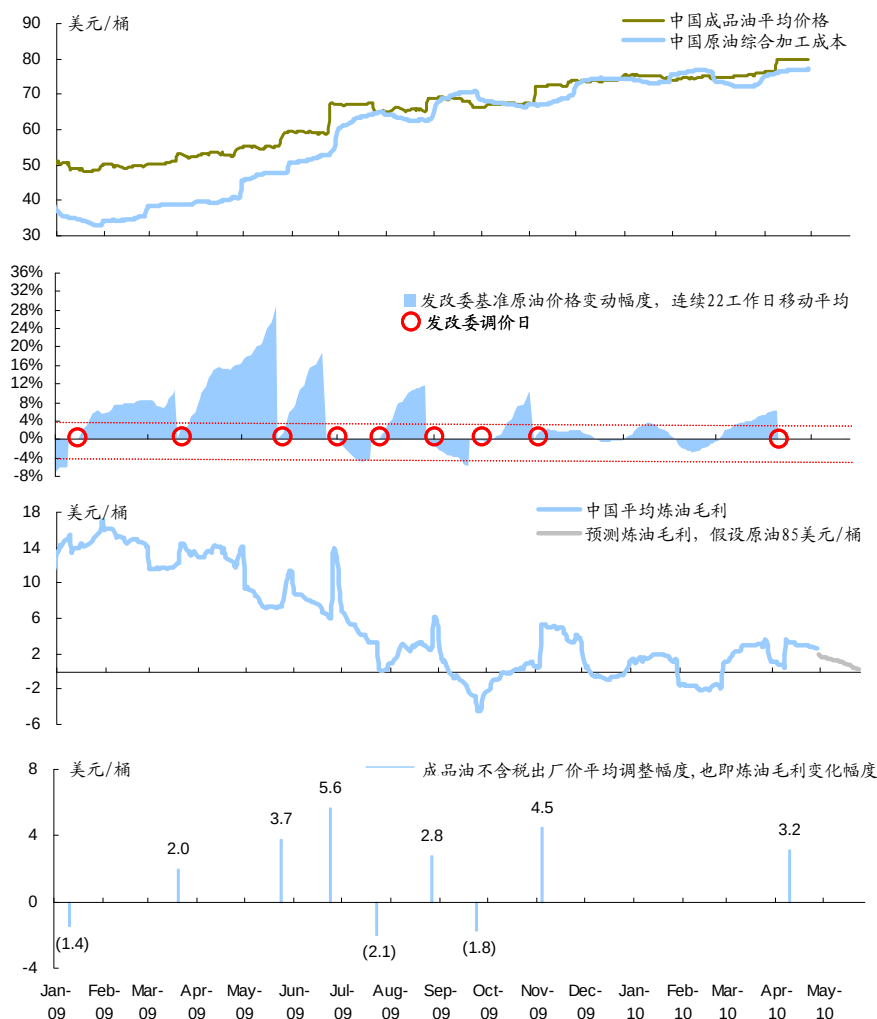
评论:

- 涨价实质上只是对国内价格给出更高的上浮空间。炼厂和经销商能否推价到位还取决于国内需求。
- 3 月初以来批发商已将汽柴油批发价上推 158-185 元/吨, 营造涨价氛围。但批零综合毛利没有大幅度提高, 市场消化涨价的能力可能有限。
- 从调价幅度来看, 过去一个计价期 Brent、Dubai、和 Cinto 均价从 74.9 美元/桶上涨 4.7 美元/桶至 79.6 美元/桶, 上涨 6.3%。原油价格上涨 4.7 美元/桶, 汽柴油含税出厂价上涨 320 元/吨, 符合我们预期。我们预计调价后炼油毛利约为 3.6 美元/桶。但必须指出, 随四、五月份 80 美元/桶以上的高价原油开始影响我国, 国内炼油毛利仍将面临逐步向下的压力(见下页图 1)。
- 从调价时间点来看, 此次调价将增强对成品油新定价机制的信心。尽管从 3 月 29 日达到 4%涨价条件以来, 发改委调价推迟了两周, 但仍早于过去的情形, 定将增强市场信心。同时, 这次涨价也反映出政府在当前经济形势下试图遏制经济过热势头的意图, 通胀担忧尚在其次。

盈利影响与建议:

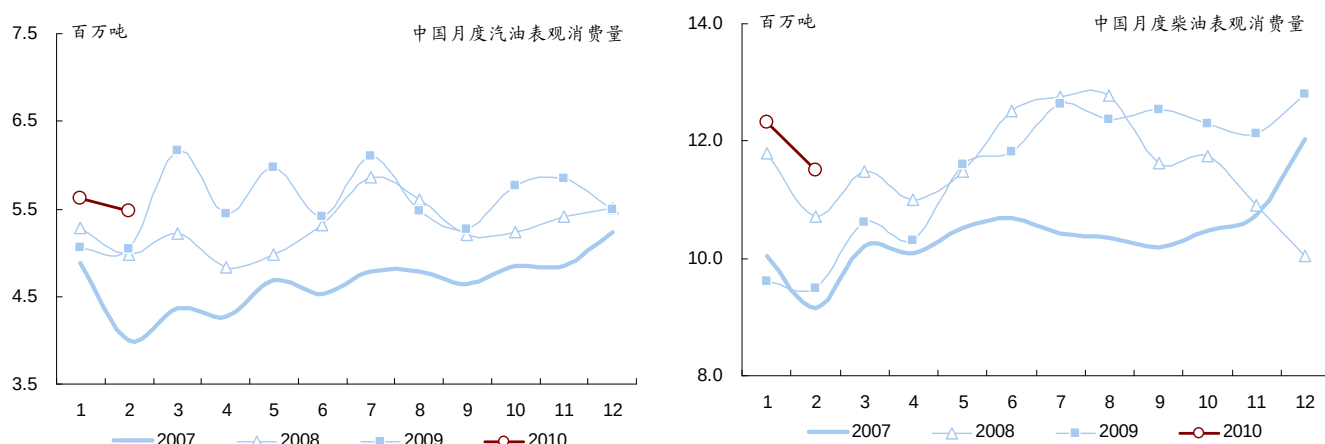
- 我们模型已考虑今年成品油涨价 300 元/吨。
- 如果原油价格在今明两年逐步上升到 90 美元以上, 我们认为发改委将缓慢上调国内成品油价格, 幅度将不足以抵消原油价格上涨对炼油销售板块利润的挤压。
- 中石化盈利新高点将在今年出现, 每股盈利同比增长 15%至 0.82 元。但 2011 年盈利趋势的不确定性仍然较大。维持 A 股中性, H 股“审慎推荐”的评级。
- 中石油的盈利可能逐年小幅提高, 但成本上升难以避免, 到达目前市场预测的利润水平可能性较小。维持 2010 年 0.68 元的盈利预测, 以及在两市“中性”的投资评级。

图表 1：中金监测：中国成品油平均价格、原油综合加工成本、发改委基准原油价格、国内炼油毛利及调价幅度



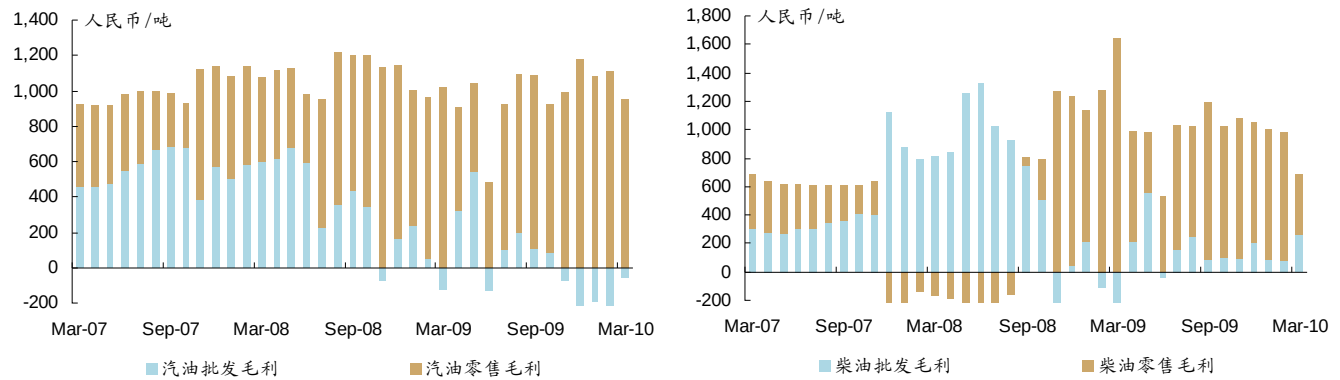
资料来源：彭博资讯、发改委、公司数据、中金公司研究部

图表 2：目前消费从金融危机底部恢复，2 月汽柴油表观消费量相对 07 年 2 月 CAGR 分别为 11% 和 8% (01 年以来汽柴油消费量年均 CAGR 为 8.3% 和 8.1%)



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 3: 3 月国内汽柴油批发价已经上推 158-185 元/吨



资料来源: 隆重石化商务网、中金公司研究部

图表 4: 当前不存在成品油进口套利机会, 国内炼厂出口有利可图

	汽油			柴油		
	国内90号含税 出厂价	新加坡92号进 口到岸价(*)	价差	国内0号含税 出厂价	新加坡0.25%S 进 口到岸价(*)	价差
人民币/吨						
过去一个月	7,015	8,172	(1,158)	6,275	6,949	(674)
调价后	7,320	8,317	(997)	6,580	7,243	(663)
美元/桶						
过去一个月	120	140	(20)	123	136	(13)
调价后	126	143	(17)	129	142	(13)

资料来源: 隆重石化商务网、彭博资讯、中金公司研究部 注释*: 正规进口渠道, 交关税、消费税和增值税

图表 5：一体化可比石油公司估值

彭博代码	货币	股价	一年内股价			市值 (十亿美元)	股价变化(%)			日均交易量(百万股)			市盈率(倍)			市现率(倍)			EV/EBITDA (x)			市净率		收益率(09A)	
		2010-4-13	最高	最低	周		季	年	周	季	年	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A(倍)	股息	股权		
国际大公司																									
ExxonMobil	XOM US	美元	68.71	76.5	63.6	324.4	0.8	-1.4	1.0	21.5	27.2	25.0	17.2	12.0	9.5	11.7	7.9	6.9	8.6	5.0	4.3	2.9	2.4%	17.0%	
Royal Dutch Shell	RDSA LN	英镑	19.72	19.9	14.0	186.7	1.3	5.9	34.9	3.0	3.7	3.6	14.9	10.6	8.4	8.9	5.9	4.9	7.3	4.8	4.1	1.4	5.5%	10.0%	
BP	BP/ LN	英镑	6.41	6.5	4.3	185.7	-0.8	2.3	43.7	24.7	35.9	36.7	11.2	9.6	8.3	6.7	6.1	5.4	6.4	4.9	4.3	1.8	5.7%	15.2%	
Chevron Texaco	CVX US	美元	80.43	81.1	60.9	161.5	3.6	0.8	18.3	8.5	10.5	10.4	15.3	10.0	8.0	8.3	5.6	4.8	6.2	3.6	3.2	1.8	3.3%	11.0%	
TotalFinaElf	FP FP	欧元	43.77	46.7	34.7	139.7	-1.4	-3.1	18.1	6.0	6.4	6.6	11.5	9.9	8.7	7.9	5.6	5.1	5.3	4.3	3.9	1.9	5.2%	16.0%	
平均值													14.0	10.4	8.6	8.7	6.2	5.4	6.8	4.5	4.0	1.9	4.4%	13.9%	
国际大公司																									
ENI	ENI IM	欧元	17.71	18.8	14.3	96.4	0.2	-2.9	20.0	15.7	15.8	25.4	14.6	9.9	8.4	5.8	4.2	3.8	4.7	4.0	3.6	1.4	5.6%	11.4%	
ConocoPhillips	COP US	美元	55.96	56.2	37.5	85.4	5.0	6.1	39.7	12.4	10.7	11.9	17.2	9.5	7.5	6.7	4.7	4.3	6.5	4.1	3.6	1.3	3.4%	9.8%	
Occidental	OXY US	美元	86.79	88.8	51.5	70.5	-1.8	9.0	47.8	5.6	5.9	5.8	24.2	14.4	11.3	12.1	8.4	7.2	9.0	5.9	4.9	2.6	1.5%	10.1%	
Repsol YPF	REP SM	欧元	18.66	19.3	13.4	31.0	2.5	0.3	28.9	7.2	8.4	11.4	14.5	11.1	9.1	5.7	3.9	3.6	6.6	5.5	4.8	1.4	4.6%	7.5%	
Marathon	MRO US	美元	32.20	35.7	27.5	22.8	-0.7	0.2	11.6	6.9	6.5	6.3	15.6	9.9	6.4	4.3	3.5	3.5	5.3	4.0	3.0	1.0	3.0%	5.7%	
平均值													17.2	11.0	8.5	6.9	5.0	4.5	6.4	4.7	4.0	1.6	3.6%	8.9%	
新兴市场公司																									
ONGC	ONGC IN	卢比	1,040.35	1,277.7	802.0	50.0	-4.1	-13.0	16.1	0.6	0.9	1.7	10.8	9.9	9.3	6.3	5.8	5.6	4.8	4.6	4.3	2.2	3.3%	24.2%	
PTT	PTT TB	泰铢	256.00	285.0	160.5	22.4	-5.5	4.1	54.7	12.1	7.0	7.9	12.2	10.0	8.2	8.2	5.7	5.6	8.1	6.6	5.6	1.7	1.6%	14.5%	
Gazprom	GAZP RM	卢布	175.48	385.4	1.6	142.9	-1.1	-7.3	23.0	245.4	213.9	190.8	6.2	5.4	4.5	4.3	3.7	3.5	5.6	4.6	3.9	0.8	1.2%	12.9%	
Petrobras	PETR4 BZ	里尔	34.39	40.1	28.2	184.0	-4.5	-5.3	11.7	18.1	19.4	18.3	9.6	8.6	7.6	6.1	5.3	n.a.	6.1	5.5	5.0	1.6	2.8%	18.9%	
中海油	883 HK	港币	13.72	14.3	8.2	79.0	4.9	9.6	68.3	98.9	77.7	91.2	18.3	11.4	9.7	10.2	7.2	6.8	9.5	6.5	5.7	3.1	1.5%	17.6%	
中国石油H股	857 HK	港币	9.39	10.6	6.4	335.1	1.6	-3.7	43.4	103.6	102.6	119.1	14.6	11.7	9.9	5.8	6.1	4.8	7.0	5.8	5.1	1.8	3.1%	11.8%	
中国石化H股	386 HK	港币	6.70	7.3	5.5	151.5	2.0	0.6	20.5	141.5	107.0	152.9	8.3	6.8	7.4	3.4	3.0	3.5	5.3	4.5	4.8	1.4	3.0%	16.5%	
平均值													11.4	9.1	8.1	6.3	5.3	5.0	6.6	5.4	4.9	1.8	2.4%	16.6%	
中国A股市场																									
中国石油A股	601857 CH	人民币	13.05	16.6	11.4	335.1	0.5	-5.6	9.3	18.3	26.1	50.4	23.1	19.3	16.4	9.1	10.1	7.9	11.0	9.1	7.9	2.8	1.9%	11.8%	
中国石化A股	600028 CH	人民币	11.59	15.6	9.0	133.2	-2.2	-9.8	22.4	66.0	70.9	93.1	16.3	14.1	15.7	6.6	6.2	7.5	9.2	7.7	8.3	2.7	1.6%	16.5%	
环球市场汇总																									
最高值(不包括A股市场)						335.1	5.0	9.6	68.3				24.2	14.4	11.3	12.1	8.4	7.2	9.5	6.6	5.7	3.1	5.7%	24.2%	
最高值						335.1	5.0	9.6	68.3				24.2	19.3	16.4	12.1	10.1	7.9	11.0	9.1	8.3	3.1	5.7%	24.2%	
最低值						22.4	-5.5	-13.0	1.0				6.2	5.4	4.5	3.4	3.0	3.5	4.7	3.6	3.0	0.8	1.2%	5.7%	
平均值												14.5	10.7	9.2	7.3	5.7	5.3	7.0	5.3	4.8	1.9	3.2%	13.6%		
平均值(不包括A股市场)												13.9	10.0	8.4	7.2	5.5	5.0	6.6	4.9	4.4	1.8	3.3%	13.6%		

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 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、发表或引用。