

湘财证券研究所

石油和化工研究小组

王 强

Tel: 021-68634518-8221

Email: wq2835@xcsc.com

高 为

Tel: 021-68634518-8608

Email: gw2603@xcsc.com

相关研究报告:

《新疆油气资源税改革影响较小，利空已消化，未来关注石油特别收益金上调》(2010.05.25)

《石化双雄估值优势显现，战略建仓时机到来》(2010.05.13)

《公司季报点评-中国石化(600028):油气量价齐升、化工毛利恢复，1季增长符合预期》(2010.04.29)

《公司季报点评-中国石油(601857):一季度业绩同比大幅增长主要是低基数效应》(2010.04.28)

《成品油5个月来终调价，提升炼油毛利3.8美元，价差缩小1.5美元》(2010.04.14)

《年报点评-中国石化(600028):上游资产注入提升业绩、成品油定价机制望调整》(2010.03.29)

《年报点评-中国石油(601857):业绩低于预期，上游仍将是业绩支柱》(2010.03.26)

《中国石化(600028.SH)大消费中的估值洼地，行权到期临近、资产注入预期催化大涨》(2009.12.14)

《成品油价格上调扭转炼油板块8月以来亏损线临界状态，中石化受益最大》(2009.11.10)

事件描述:

5月以来受欧洲债务危机蔓延以及美国原油库存超预期的影响，大幅暴跌，最低至67美元/桶左右，三地原油22日移动平均变化幅度由5月初的最高接近6%迅速下滑并转负，截至5月27日为-2.66%，很快就将越过-4%的红线。

事件点评:

□ 原油大跌后相对低位徘徊，三地原油22日变化率“正”转“负”

上周受到美国原油消费上升等因素刺激，国际油价在接连下挫后大幅反弹；由于需求旺季即将来临，短期内做空动能得到很大程度的释放，美国经济数据强劲，欧元汇率的影响在未来一段时间可能会逐步减弱，这些因素将给油价带来支撑。按照以往的规律，只要宏观经济不出现大规模的危机，进入7月开始的夏季用油高峰，原油价格会保持升势。

但短期内，由于美国石油市场处于5-6月的调整期，原油价格以盘整为主的可能性较大，我们预计将在75美元/桶上下震荡。如果本周WTI原油价格在75美元/桶左右、三地平均原油价格在72美元/桶左右的话，三地原油22日移动平均变化幅度将滑向-4%~-5%的区间。

□ 本周成品油调价可能性较大，下调300元/吨左右，最快周三

成品油定价机制实施以来，发改委调价一向“追跌不追涨”，因短期内原油大幅反弹的可能性小，再加上国内通胀压力较大、国内自然灾害频繁以及目前成品油价格处于高位一定程度上抑制了成品油需求等因素，我们认为发改委本周下调的可能性较大。

预计本周三地原油22日均价变化率在-5%左右，因此我们认为汽柴油下调幅度在300元/吨左右。成品油价格下调，预计将静态降低炼油毛利约3.2美元/桶，但由于5月份原油成本较低从而对6月份炼油毛利影响不大，因此二季度炼油业务中估计5月份业绩最差。

□ 成品油价格下调的短期压力，不改石化双雄近5年来估值低位凸显的价值优势

从横向比较来看，目前全球前20大国际石油一体化公司2010年的平均PE为11倍，历史平均波动区间大体上是10-15倍，中石化目前的估值已处于国际可比平均水平的相对低位；油气储量充足、油气接替率高的埃克森美孚公司享受的PE略高，历史平均在15倍左右，而相比之下，油气储量与埃克森美孚公司相当、下游市场增长更快的中石油目前的估值也具有一定的估值优势。从纵向比较来看，中石化近十年来估值最低是约10倍，目前11倍PE已经接近近十年来最低水平；中石油A股上市以来PE很少在15倍以下，目前13倍PE也处于A股上市以来的低位。

□ 投资建议:

我们预计中石化2010-2012年EPS分别为0.83/0.86/0.95元，对应PE分别为11/10/9倍(当前股价8.86元)，维持买入评级；中石油2010-2012年EPS分别为0.78/0.94/0.96元，对应PE分别为13/12/11倍(当前股价10.96元)，维持增持评级。近期除成品油调价之外，石化双雄没有别的刺激股价的催化剂；但对于长期投资者，战略投资机会已现；未来关注天然气价改和成品油定价机制微调。

表 1：新的成品油定价机制执行以来的历次调价

调价时间	1-15	3-24	6-1	6-30	7-29	9-2	9-30	11-10	4-14
基准油价（美元/桶）	41.6	44.9	56.3	67.6	64.1	71.5	67.9	74.6	79.4
基准油价变化幅度	/	3.3	11.4	11.3	-3.5	7.4	-3.6	6.7	4.8
基准油价变化（+/-%）	-3.00%	7.90%	25.40%	20.10%	-5.20%	11.80%	-5.05%	9.87%	6.06%
汽油价格（元/吨）	5440	5730	6130	6730	6510	6810	6620	7100	7420
汽油调价幅度	-140	290	400	600	-220	300	-190	480	320
汽油调价变化（+/-%）	-2.50%	5.30%	7.00%	9.80%	-3.30%	4.60%	-2.87%	6.76%	4.31%
柴油价格（元/吨）	4810	4990	5390	5990	5770	6070	5880	6360	6680
柴油调价幅度	-160	180	400	600	-220	300	-190	480	320
柴油调价变化（+/-%）	-3.20%	3.70%	8.00%	11.10%	-3.70%	5.20%	-3.23%	7.55%	4.79%
成品油调价提升炼油毛利				6.1	-2.25	3.1	-1.95	4.9	3.8
国家口径成品油对应原油	41	44.1	50	60	56	61.5	58	67	73.5
成品油对应原油价与国际原油价格的差距			6	8	8	10	10	7.5	6
间隔工作日				22	22	25	22	26 除国庆	

资料来源：息旺能源，WIND 资讯，湘财证券研究所

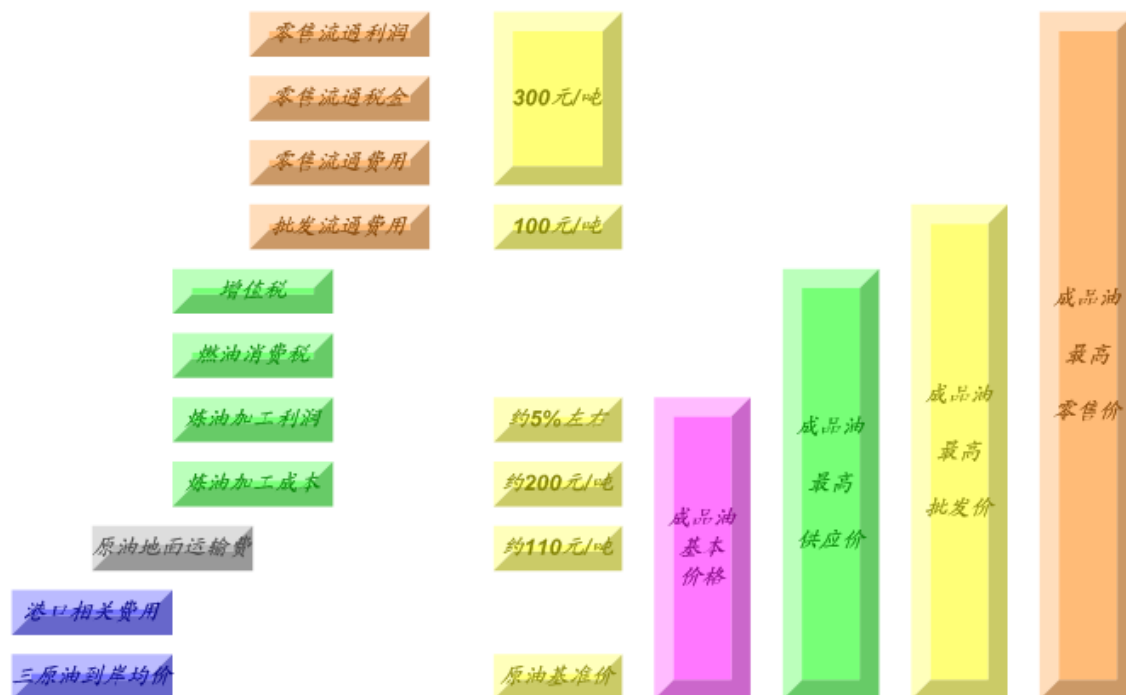
图 1：中国石化炼油毛利情况

单位：元/吨



资料来源：公司各期报告，湘财证券研究所

图 2：成品油调价机制示意图



资料来源：湘财证券研究所整理

附录：国家发展改革委关于提高成品油价格的通知

发电单位 国家发展和改革委员会

发改电[2010]165号

国家发展改革委关于提高成品油价格的通知

各省、自治区、直辖市人民政府、新疆生产建设兵团，中国石油天然气集团公司、中国石油化工集团公司、中国海洋石油总公司：

根据现行成品油价格形成机制，结合近一段时间国际市场油价变化情况，决定提高成品油价格。现就有关事项通知如下：

一、调整国内成品油价格

（一）成品油生产经营企业供军队及新疆生产建设兵团、国家储备用汽、柴油（标准品，下同）供应价格每吨均提高 320 元，调整后的汽、柴油供应价格分别为每吨 7420 元和 6680 元。其他成品油价格相应调整。调整后的成品油标准品价格见附表一。非标准品价格由成品油生产经营企业按照国家规定的品质比率确定。

(二) 供交通、民航等专项用户汽、柴油最高供应价格等额提高。调整后的汽、柴油标准品最高供应价格每吨分别为 7820 元和 7080 元。非标准品最高供应价格由成品油生产经营企业按照国家规定的品质比率确定。其中, 供铁道、渔业、林业、农垦用汽、柴油供应价格暂按供军队用油价格执行。

对符合资质的民营批发企业最高供应价格, 按最高零售价格扣减 400 元确定。当市场零售价格降低时, 对民营批发企业的供应价格也要相应降低, 保持价差不少于 400 元。

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。

(三) 各地汽、柴油最高零售价格等额提高。调整后各省(区、市)和中心城市汽、柴油最高零售价格水平见附表二。各省(区、市)价格主管部门按规定的品质比率调整汽、柴油非标准品最高零售价格。

成品油零售企业可在不超过最高零售价格的前提下, 自主制定具体零售价格。

(四) 汽、柴油最高批发价格等额提高。合同约定由供方配送到零售企业的, 最高批发价格按最高零售价格倒扣 300 元确定; 合同未约定配送的, 最高批发价格由各省(区、市)价格主管部门在 300 元的基础上, 再考虑运杂费因素确定。当市场零售价格降低时, 批发价格也要相应降低, 保持批零价差不少于 300 元。各省(区、市)价格主管部门按规定的品质比率制定非标准品最高批发价格。

成品油批发企业可在不超过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。

(五) 液化气最高出厂价格按照与供军队等部门用 90 号汽油供应价格保持 0.92: 1 的比价关系确定, 供需双方可在不超过最高出厂价格的前提下协商确定具体价格。

(六) 调整后的价格自 2010 年 4 月 14 日零时起执行。

二、做好相关配套工作

(一) 严格控制成品油调价连锁反应。

1、这次成品油调价后, 铁路客货运、城市公交、农村道路客运(含岛际和农村水路客运)价格一律不作调整。

2、成品油价格调整对出租车行业的影响, 各地可采取调整出租车运输价格或收取燃油附加的方式进行疏导, 在此之前继续采取发放临时补贴的方式稳定出租车从业人员的收入水平。

3、各地要根据油运价格联动机制和此次成品油价格调整幅度, 综合考虑市场供求情况和承受能力, 从严制定公路客运价格调整方案。同时要继续加大减免政府规费工作力度, 减轻经营者负担。

4、对已经实行市场调节价的公路货运和水运价格, 各地要加强监测, 防止不

合理涨价。

(二) 落实好各项补贴措施, 妥善安排低收入群体生活。这次成品油价格调整后, 对种粮农民、渔业、林业、城市公交、农村道路客运、出租车等部分困难群体和公益性行业, 按既定补贴机制由中央财政继续给予补贴, 具体补贴方案由财政部另行下达。

各地要统筹考虑成品油、液化气等调价对市场物价的影响, 继续做好城乡低保对象等困难群体基本生活保障工作。

(三) 组织好成品油市场供应和价格监督检查工作。

1、中石油、中石化集团公司要做好成品油生产和调运的衔接, 优化产品结构, 保证市场供应。要加强综合协调和应急调度, 保证农业春耕、西南地区抗旱、上海世博会等重点需求。同时, 要督促所属企业严格执行国家价格政策。

2、各级价格主管部门要加强成品油价格监督检查, 严厉打击利用价格调整之际抢购、囤积的行为, 打击造谣惑众、扰乱市场价格秩序的行为, 维护成品油市场稳定。要加强市场价格的巡查和监测, 坚决制止搭车涨价行为, 努力稳定粮食、食用油、猪肉、蔬菜等副食品价格。

3、各地人民政府和有关部门要加强成品油市场及交通运输等相关行业的监测分析工作, 及时协调解决出现的矛盾和问题。各省(市、区)价格主管部门及中石油、中石化集团公司要在4月14日18:00前将调价方案的执行情况、市场价格情况和存在问题报告我委价格司(传真电话: 010-68502194)

附: 一、成品油供应价格调整表

二、各省区市和中心城市汽、柴油最高零售价格表

国家发展改革委

二〇一〇年四月十三日

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。