

成品油新机制显著有利于炼油行业

推荐 维持评级

分析师：袁孝锋 ✉: qiu Xiaofeng@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511050001

王 强 ✉: wangqiang_yj@chinastock.com.cn

1. 事件

(1)、发改委发布了关于 2011 年深化经济体制改革重点工作意见的通知，通知中提到：推进资源性产品价格改革。积极推进成品油价格市场化改革。建立反映资源稀缺程度和市场供求关系的天然气价格形成机制，进一步理顺天然气与可替代能源的比价关系。

(2)、近日诸多媒体纷纷报道，新的成品油定价机制正在拟定，其中可能包括：成品油调价间隔从目前的一个月缩短至 10 天，将成品油定价权下放给三大石油巨头。此外，作为成品油调价标准的三地变化率 4% 左右的幅度也有可能缩小。

2. 我们的分析与判断

(一)、09 年年初的成品油改革方案有不少弊端

09 年年初，国家推出了基于原油成本加成的成品油定价方案，主要的内容包括如下：一、原油价格参照国际价格定价；二、汽柴油价格按照原油成本加成法定价，当三地原油价格 22 日移动平均平均变化 4% 时，国内考虑调整成品油价格；三、三地原油均价在 80 美元以下时，给予 5 个点的利润率，当高于 80 美元时，每上升 5 美元，扣减利润率 1 个点，直至为 0，高于 130 美元时，成品油价格基本不动，采取补贴形式；四、零售价格在不高于最高限价自主决定，对批零价差做了规定，为民营批发和加油站留下了生存空间。其中，“三地原油均价”为布伦特、辛塔与迪拜三地原油。

成品油出厂价格 = “三地原油均价” + “加工成本” + “适当利润”

其中：“三地原油均价”为布伦特、辛塔与迪拜三地原油均价。“加工成本”为全国炼厂平均加工完全成本。“适当利润”的计算按照下述方法：

一、当三地原油均价在 80 美元/桶以下，给予 5 个点的利润率；当三地原油均价在 80 美元/桶以上开始扣减加工环节的利润，每上涨 5 美元，则扣减 1 个百分点的利润率，直至为 0；

二、当三地均价超过 130 美元，国内成品油价格另行确定；

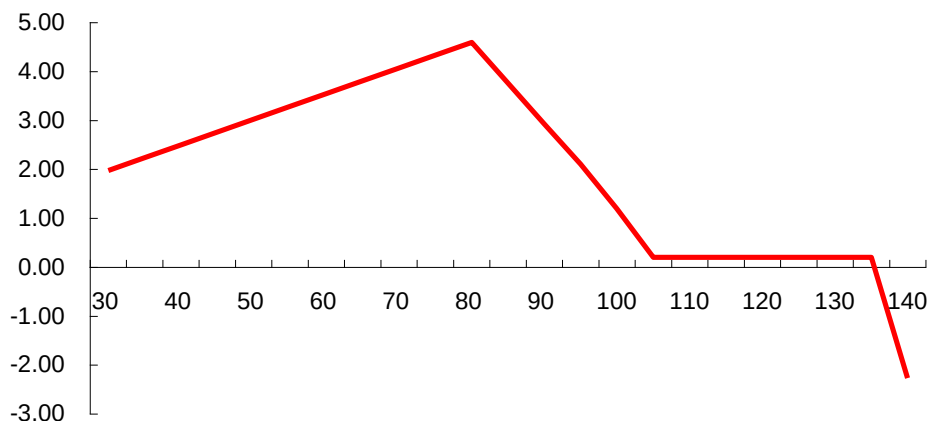
09 年的成品油改革方案经过一年半的运行，总的来说还比较成功，但存在如下的问题：第一，成品油价格调整时间过长，使得中间商存在囤货，扰乱正常市场供求的问题；第二，价格调整不及时，往上调整的时候往往不到位，往下调整的时候必须到位，因为社会舆论的压力。

(二)、拟议中的改革解决了如上的弊端，对炼油形成实质性利好

拟议中对成品油定价方案进一步改革包括如下二方面：第一，缩短调价时间，成品油调价间隔从目前的一个月缩短至 10 天，同时与之配套的是，作为成品油调价标准的三地变化率 4%左右的幅度也有可能缩小；第二，三地原油均价在 130 美元以下，成品油的价格调整将不需要报发改委批准，按照定价公式，两大石油公司自主调整成品油价格，但调价幅度往上不得超过公式计算的幅度。

如果实施如上的改革，将对炼油企业形成实质性的利好：一方面，长期由于炼油不确定性导致的估值折价将出现明显的消失；第二，业绩层面也将有所保障。我们初步按照已有信息估计，得出如下的图：**即炼油 EBIT 在三地均价 80 美元/桶以下，随国际原油价格上升而上升，80 美元/桶至 100 美元/桶之间降为零，100 - 130 美元/桶接近为 0，而到 130 美元/桶以后则更陡峭的下降。同时需要指出的是，这个炼油 EBIT 可以看作相应油价的盈利上限，形状是对的，但数据不一定是真实的描述。**

图1：中国石化炼油桶油EBIT（可以看作为对应油价的炼油盈利上限）



数据来源：中国银河证券研究部

(三)、各方面条件配合的话，下半年有望推出

在 5 月 25 日，国家大幅上调了航煤的价格 800 元每吨，按照调整完的价格，国内的航煤价格已经基本跟国际接轨，而且航煤价格将在此次调整完之后，与国际航煤价格接轨，一月一调整，航煤价格已经率先市场化。当然航煤率先市场化的原因，跟航煤是的两个属性有关：第一，体量较小，只占产量的 5%；第二，航煤对应的是高端客户，价格承受能力强。

从航煤的情况来看，国家推行价格改革的决心和动力是有的，而且总体来说，从 09 年年年初以来，价格调整还是比较及时的。如果下半年通胀能够有所回落的话，下半年推出修改后的成品油定价机制可能性是很大的。

3. 投资建议

国内航煤价格已经率先市场化，此外国内原油对外的依存度越来越高，如果下半年通胀能够有所回落的话，下半年推出修改后的成品油定价机制可能性是很大的。将对中国石化、中国石油、上海石化、辽通化工和沈阳化工形成实

质性的利好，本来上述公司的石化业务已经相当景气，如果炼油亏损的担忧能够接触，将极大的提升上述公司的业绩和估值。

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

袁孝锋，证券分析师。以上 2 人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。

覆盖股票范围：

A 股：中国石油（601857.SH）、中国石化（600028.SH）、S 上石化（600688.SH）、辽通化工（000059.SZ）、沈阳化工（000698.SZ）、中海油服（601808.SH）、海油工程（600583.SH）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908