



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

行业动态
证券研究报告

2011 年 10 月 9 日

石油天然气

研究部

关滨¹

分析师，SAC 执业证书编号：

S0080511080005

guanbin@cicc.com.cn

发改委及时下调汽柴油价格

行业近况：

自 10 月 9 日零时起，国内汽、柴油含税最高出厂限价下调 300 元/吨，下调幅度达 3-4%，汽油和柴油的最高零售限价也相应分别下调 0.22 元/升和 0.26 元/升。

评论：

一、降价预期已久。从四月初调价以来，国际原油价格经历了几番涨落后，从五月初时的最高点已经回落了约 18 美元/桶，在不断强化成品油价格下调的市场预期。调价前，部分地区独立加油站汽油零售价格已经出现 3-4% 的折扣，与本次调价幅度相当。本次政府调价，顺乎这一预期和消费者的愿望，对投资者也非意外。

二、降价虽然负面，但对行业盈利趋势不构成超预期的打压。如果不调价，四季度汽柴油的炼油销售一体化毛利可望达到甚至超过每桶 30 美元。下调后，一体化毛利将下降到 25 美元/桶左右。但是，和二、三季度的实际情况相比，本次调价后的一体化毛利仍高于三季度 23 美元/桶的平均水平，更远高于二季度受压最大时仅 15 美元/桶的一体化毛利水平。

从季度环比角度来看，降价后毛利得以维持甚至提高的原因，除去原油进口成本下降外，人民币升值因素也非常客观。由于过去两个季度人民币兑美元升值幅度达 3%，带来接近每桶 3 美元左右的额外缓冲。

基于上面的计算和分析，我们维持目前对业内主要上市公司的全年盈利预测。

三、最高零售限价下调，独立零售商承受的压力可能较一体化公司更大。近期，由于炼厂检修导致资源量偏紧，以及预期农业用油需求增加，国内柴油批发价格已经连续上涨。本次调价后，如果柴油批发价格因供需紧张维持高位或者持续上升，独立零售商的利润空间将可能受到压制。

四、发改委措辞显新动向。表面上，发改委主动承认，降价将导致炼油板块不能扭亏。这可能令多数投资者失望，甚至对未来定价改革失去信心。但我们始终认为，炼油板块仅是一体化产业链的一环，在现有结构中实际扮演着成本中心的角色。这一环节能否盈利，既不是改革的目标，也不反映市场化定价程度的高低。政府在调价后，仍能保持行业每桶近 25 美元的一体化毛利，既表明防止过高利润出现的用意，也同时体现了维护和补偿行业合理利润的态度。

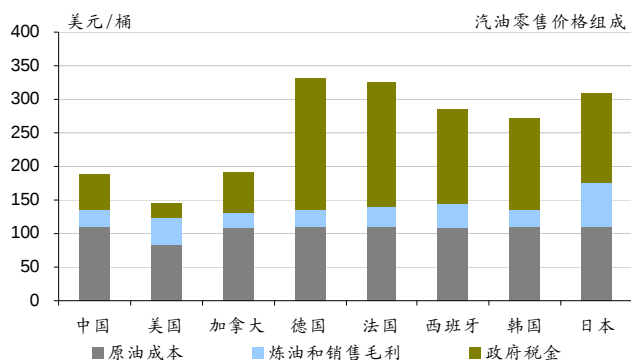
未来政策变换的一个新动向是可能调整定价公式中选用的国际原油品种。鉴于持续存在的地区间高额价差，我们认为这种调整和更新十分有必要，能更真切地反映中国的实际原油进口成本，为下一步更有效地改革定价机制做准备。

风险提示：

能源和石化产品需求增速放缓；国际油价波动；定价机制改革延后，新定价方法限制行业利润或低于预期；人民币升值速度放慢；行业上游勘探、开发和生产成本不断上升；资源税改革全国推广的细则不利于石油公司；石油特别收益金起征点上调推迟或不能如愿发生。

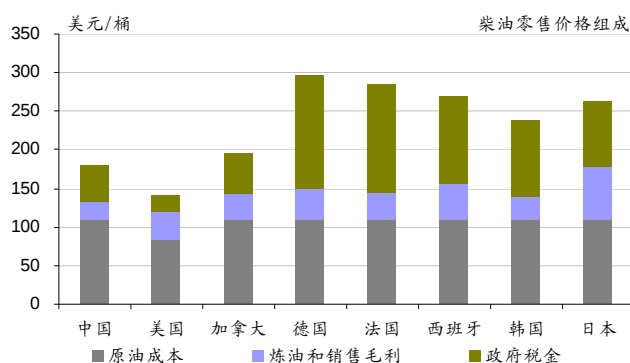
¹ 报告贡献人：何帅

图表 1：全球不同国家汽油零售价格组成



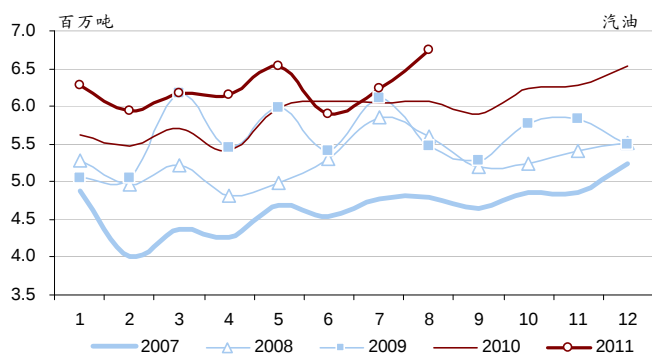
资料来源：彭博资讯、CEIC，行业新闻、中金公司研究部

图表 2：全球不同国家柴油零售价格组成



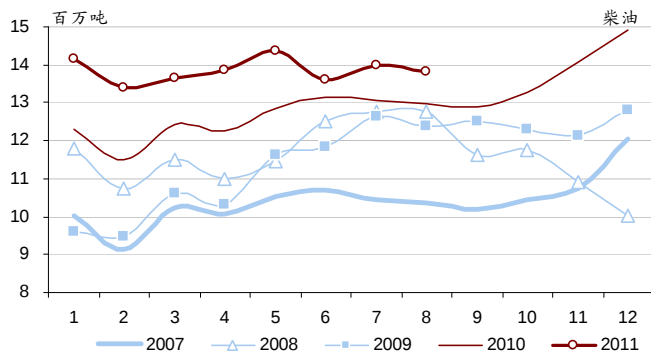
资料来源：彭博资讯、CEIC，行业新闻、中金公司研究部

图表 3：中国汽油月度表观消费量



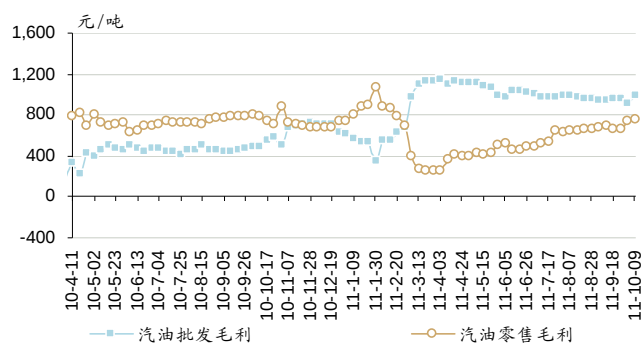
资料来源：CEIC、万得资讯、中金公司研究部

图表 4：中国柴油月度表观消费量



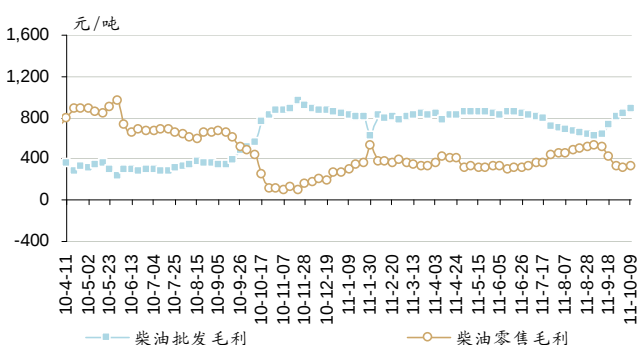
资料来源：CEIC、万得资讯、中金公司研究部

图表 5：国内汽油批发和零售毛利



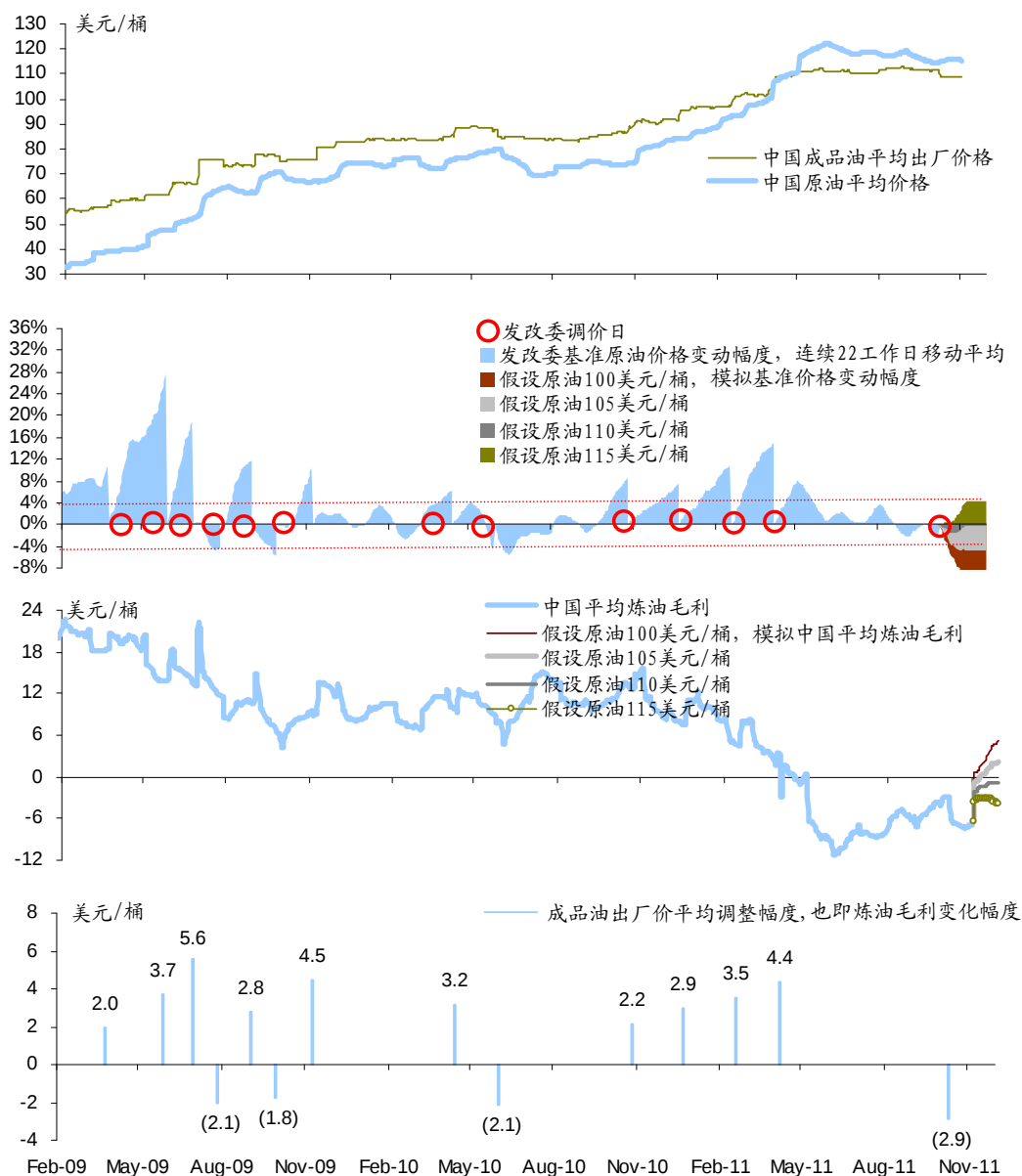
资料来源：隆重石化商务网、中金公司研究部

图表 6：国内柴油批发和零售毛利



资料来源：隆重石化商务网、中金公司研究部

图表7：中金监测：中国成品油平均出厂价、原油平均价格、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 8: 一体化可比公司估值

	彭博代码	货币	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 (10A(倍)	收益率(10A) 股息 股权					
			最高	最低		周	季	周	季	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E							
国际大公司																									
	ExxonMobil	XOM US	美元	73.56	88.2	63.6	357.7	1.3	-10.7	14.3	28.8	27.2	22.0	11.8	8.6	8.4	7.4	6.0	5.8	6.7	4.1	3.9	2.5	2.4%	23.7%
	Royal Dutch Shell	RDSA LN	英镑	20.69	23.5	17.6	204.0	3.5	-8.3	5.3	3.4	3.5	2.9	9.8	7.6	7.0	7.5	4.7	4.3	5.5	3.7	3.5	1.3	5.2%	14.2%
	BP	BPI LN	英镑	3.94	5.2	3.6	116.1	1.3	-14.2	-9.7	39.2	40.6	36.1	n.m.	5.3	5.3	8.5	3.8	3.5	n.m.	3.1	3.1	1.2	3.4%	-3.8%
	Chevron Texaco	CVX US	美元	94.40	109.9	80.4	189.1	2.0	-10.9	12.5	12.1	11.1	9.0	9.9	7.0	7.1	6.0	4.7	4.7	4.9	3.1	3.1	1.8	3.0%	19.3%
	TotalFinaElf	FP FP	欧元	35.33	44.6	29.4	111.7	6.3	-11.6	-8.2	7.7	10.1	7.0	7.5	6.6	6.5	4.3	3.8	3.7	3.7	3.2	3.1	1.3	6.5%	16.7%
平均数														9.7	7.0	6.9	6.7	4.6	4.4	5.2	3.4	3.3	1.6	4.1%	14.4%
国际大公司																									
	ENI	ENI IM	欧元	14.54	18.7	11.8	77.9	10.0	-8.8	-10.2	26.4	31.4	21.7	8.4	6.9	6.4	3.6	3.1	2.8	3.6	3.2	2.9	1.0	6.9%	13.0%
	ConocoPhillips	COP US	美元	64.16	81.8	58.4	88.1	1.3	-15.5	7.6	11.1	12.2	9.7	8.4	7.8	7.5	5.6	4.6	4.3	4.6	3.4	3.3	1.3	3.4%	17.4%
	Occidental	OXY US	美元	77.25	117.9	66.4	62.8	8.0	-27.3	-7.1	7.8	6.1	4.9	13.9	9.6	8.8	6.7	5.9	5.5	6.0	4.5	4.0	2.1	1.9%	14.7%
	Repsol YPF	REP SM	欧元	21.74	24.9	17.3	35.5	8.8	-3.0	7.8	11.9	13.8	14.7	5.7	11.5	9.3	5.7	4.3	3.6	3.7	5.0	4.3	1.1	4.8%	23.4%
	Marathon	MRO US	美元	22.53	35.0	19.1	16.1	4.4	-31.0	4.6	10.5	10.4	8.1	6.2	5.9	6.1	2.7	2.9	3.0	2.2	2.0	2.0	0.7	4.4%	11.2%
	Hess Corp	HES US	美元	53.20	87.4	46.7	18.1	1.4	-28.8	-14.9	4.8	5.0	3.7	8.2	7.8	7.2	3.8	3.4	3.3	3.7	2.9	2.7	1.1	0.8%	14.1%
	Lukoil	LUKOY US	美元	49.50	76.0	43.7	42.1	-1.4	-24.2	-15.8	0.3	0.2	0.1	4.5	3.7	3.9	3.0	2.8	2.7	2.6	2.3	2.3	0.7	3.7%	15.6%
平均数														7.9	7.6	7.0	4.4	3.8	3.6	3.8	3.3	3.1	1.1	3.1%	15.6%
新兴市场公司																									
	ONGC	ONGC IN	卢比	264.45	349.0	248.0	46.0	0.7	-4.6	-22.4	4.1	4.7	4.7	11.7	9.3	8.5	7.2	5.5	4.9	6.0	4.1	3.7	2.2	3.1%	20.0%
	PTT	PTT TB	泰铢	274.00	387.0	236.0	25.3	5.4	-18.2	-9.3	11.8	6.9	5.9	9.4	7.6	6.9	5.2	4.8	4.3	7.0	5.8	5.1	1.6	3.7%	18.1%
	Gazprom	GAZP RM	卢布	151.00	247.5	70.0	110.5	-3.2	-26.4	-7.4	88.4	77.7	77.6	3.6	2.8	3.0	n.m.	2.4	2.4	n.m.	2.5	2.6	0.6	1.7%	15.7%
	PetraBR	PETRA BZ	里尔	18.30	29.3	17.9	141.5	-4.2	-21.9	-29.6	25.8	21.5	22.2	9.4	11.3	10.9	n.a.	n.a.	n.a.	5.7	5.0	4.5	1.3	2.8%	14.7%
	Petrobras	中石油(*)	港币	12.84	21.3	11.2	73.7	-3.5	-30.6	-20.1	127.5	90.7	71.9	10.5	6.8	6.3	6.8	4.5	4.0	4.3	3.2	3.0	2.7	3.3%	27.9%
	中海油(*)	883 HK	港币	9.31	12.5	8.6	275.8	-4.2	-21.0	-1.4	130.6	96.6	96.1	12.3	9.9	8.0	5.4	4.2	3.9	6.7	6.0	5.1	1.8	4.4%	15.7%
	中国石化H股	386 HK	港币	7.49	8.9	6.2	112.7	-1.6	-5.5	10.5	131.7	89.1	95.5	9.0	8.5	7.9	3.9	4.3	3.8	4.8	4.7	4.4	1.5	3.2%	16.0%
平均数														9.4	8.0	7.4	5.7	4.3	3.9	5.8	4.5	4.1	1.7	3.2%	18.6%
中国A股市场																									
	中国石化A股(*)	601857 CH	人民币	9.87	13.3	9.5	276.6	3.1	-9.3	-5.7	16.9	17.0	31.6	13.0	12.7	10.4	5.8	5.4	5.1	6.7	6.0	5.1	1.9	3.5%	15.7%
	中国石化A股	600028 CH	人民币	6.93	9.9	6.9	92.4	-1.1	-14.3	-17.9	18.2	24.7	53.9	8.4	7.8	7.2	3.6	3.8	3.5	4.8	4.7	4.4	1.4	3.0%	16.0%
全球市场汇总																									
最高值(不包括A股市场)							357.7	10.0	-3.0	14.3				13.9	11.5	10.9	8.5	6.0	5.8	7.0	6.0	5.1	2.7	6.9%	27.9%
最低值							357.7	10.0	-3.0	14.3				13.9	12.7	10.9	8.5	6.0	5.8	7.0	6.0	5.1	2.7	6.9%	27.9%
平均值							16.1	-4.2	-31.0	-29.6				9.1	7.9	7.3	5.4	4.2	3.9	4.9	3.9	3.6	1.5	3.6%	16.4%
平均值(不包括A股市场)														8.9	7.6	7.1	5.5	4.2	3.9	4.8	3.8	3.5	1.5	3.6%	16.4%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部 注: *使用中金公司盈利预测, 其他使用市场一直预期盈利预测

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》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，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

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: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)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

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: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

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: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



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