

Companies

定价政策执行严格 国内炼油业得以稳定炼油毛利

- 此次调价时间符合我们的预期,但调价幅度超出我们的预期。
- 6月份两次调价表明了国内成品油定价政策得到了严格执行,国内炼油行业将获得稳定的炼油毛利。此次调价是为了保证国内炼油企业实现稳定的盈利,并不会给炼油企业带来超额收益。根据模型测算,6月份国内炼油业务 EBIT 为 3.5 美元/桶,本次调价后,7月份炼油业务 EBIT 有望保持在 3 美元/桶以上,处于正常水平。
- 中石油和中石化第二季度业绩环比将大幅增长,预计均在 0.20 元以上。我们预计中石油和中石化今年上半年的业绩分别为 0.35 元和 0.31 元。在油价上涨的趋势下,我们更为看好中国石油。

◎海通证券 邓勇

国家发改委日前决定,自 2009 年 6 月 30 日零时起,国内汽柴油价格上调 600 元/吨,上调幅度在 10%左右。

第二季度国际油价环比增幅达到 39%

在经过了 5 月份原油价格的大幅上涨后,6 月份油价继续维持稳步提升走势。今年第二季度,WTI 原油均价达到 59.70 美元/桶,环比提升 39%左右。

我们预计 2009 年原油均价在 55-60 美元/桶,并将呈现季度环比提升的走势。之前我们预计原油均价为 50-60 美元/桶,根据上半年的油价表现,我们提高今年的油价预测。虽然原油价格在经过连续上涨后,可能出现一定的回调,但在经济复苏迹象越来越明显,以及飓风、冬季取暖用油等因素的影响下,国际原油将呈现逐季走高的走势。另外,我们对中长期油价仍持乐观态度,预计 2012 年左右国际原油年均价有望回升至 80-90 美元/桶。

《石油价格管理办法》得到落实

今年 5 月 8 日,国家发改委出台了《石油价格管理办法》。《办法》规定,国家发改委制定各省市区或中心城市汽柴油最高零售价

格。汽柴油最高零售价格以国际市场原油价格为基础,考虑平均加工成本、税金、合理流通环节费用和适当利润确定。国家发改委根据实际情况,适时调整有关成本费用参数。当国际市场原油连续 22 个交易日移动平均价格变化超过 4%时,可相应调整国内成品油价格。也就是说,国内成品油价格两次调价之间的最短时间间隔为 1 个月的时间。

此次调价,是继 6 月 1 日上调成品油价格后,国内成品油价格在 1 个月内的再次提价,今年以来国内成品油价格已四次调整。今年以来,国内成品油调价频率明显加快,表明《成品油税费改革方案》以及《石油价格管理办法》得到了严格的贯彻落实。

国内炼油行业将获得稳定的炼油盈利

此次调价的时间符合预期,但调价幅度略高于预期。在 6 月 1 日调价后,国际原油价格继续保持了稳步提升走势,截至 6 月 29 日,国际原油移动平均价格已连续 19 个工作日较上次调价基准日上涨幅度超过 4%,因而国内成品油价格再次上调的条件已具备,本周调价在我们的预期之中。

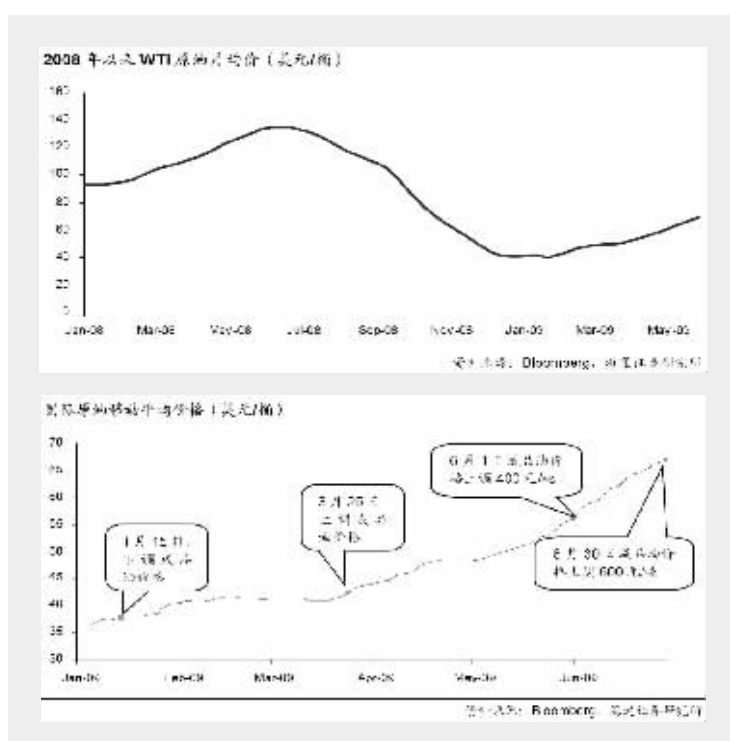
截至 6 月 29 日,国际油价较上次调价基准日上涨了 13%,要维持前期的稳定炼油毛利,此次调价幅度应该在 8%左右,但本次调价幅度接近 10%。我们认为,在目前

成品油消费淡季的情况下,大幅上调成品油价格是对上次调价幅度偏小的修正,既保证了国内成品油价格与国际原油的同向波动,又不会对下游构成大的不利影响。

上调成品油价格并不会增厚炼厂的盈利。我们还是坚持之前的判断,在原油价格上涨的驱使下,上调成品油价格并不是利好,但不调成品油价格却是利空。在本次调价前,国内炼油行业 6 月份的炼油业务 EBIT 在 3.5 美元/桶左右,我们预计上半年的炼油业务 EBIT 也基本维持在 3-4 美元/桶的正常水平。但由于 6 月份油价一直高位维持,月均价在 70 美元/桶左右,这将增加 7 月份炼油企业的用油成本,如果没有此次调价,7 月份国内炼油行业可能会再次出现亏损。根据我们的模型测算,此次成品油价格上涨上调 600 元/吨后,国内炼油行业的炼油业务 EBIT 将维持在 3 美元/桶以上,仍维持在正常范围内。

石化行业上半年业绩前瞻

油价的提升将带动中国石油和中国石化业绩的增长。在炼油业务实现稳定盈利后,前几年一直困扰石化行业的政策性亏损将消除,石化行业业绩与原油价格的相关性将进一步增强。今年第二季度国际原油价格环比涨幅达到 39%,将带动石化公司二季度业绩的大幅提升。我们预计中国石油和中国石



化第二季度业绩将在 0.20 元以上,环比将实现大幅增长(第一季度中石油和中石化的 EPS 分别为 0.10 元和 0.13 元)。

第二季度业绩的大幅提升将保证石化公司上半年获得不错的盈利。我们预计中国石油和中国石化上半年的 EPS 分别为 0.35 元和 0.31 元。

我们预计 2009 年原油均价为 55-60 美元/桶,油价仍处于相对低位。相对较低的价格使得石化行业整体的业绩同比难有大幅增长。

成品油价格调整渐入佳境 未来上调频率和幅度将放缓

◎山西证券 裴云鹏

本次油价上调基本到位

如果依据自 2009 年以来官方公布的价格调整依据,那么,在 5 月 31 日调整后的汽油 6130 元/吨、柴油 5390 元/吨,对应的可保证一定利润的完全成本的原油价格为 57-58 美元/桶,而这三、四周以来原油价格基本如我们所料的围绕 70 美元/桶进行盘整,计算得均价大致在 68-69 美元/桶,价格波动在 20%左右。

据中石化体系相关公司可以得到当前大致有 1 吨原油可得到 156kg 汽油,370kg 柴油,43kg 煤油,124kg 轻油,约 50kg-80kg 的石蜡和润滑油,约 145-180kg 的沥青,其他石油焦、尾气、硫磺等少许。按当前价格计算,大致吨原油平均炼制主要产品的价值为 5440.5-5830.5 元,如加上尾气、硫磺、蒸汽等,大致为 5500-6000 元。我国原油炼制由于设备所限,大多以轻质原油为原料,而且对外依存度高,需大量进口,同时份额油相对有限,现货贸易量比重较大,故我们以现货 OPEC 价格为准,核算近期 4-5 月份也就是 5 月底调整依据的原油价格大致在 2900 元/吨,而由于亚洲溢价的因素,具体价格可能在 3000-3200 元左右(当前经济低迷下,作为大客户的中国具有较强议价能力,这一溢价因素或不明显)。参考 6 月 26 日波斯湾至新加坡的运价,大致每吨海运成本在 75 元/吨左右。因此全进口模式下的到岸原油成本在 3150 元/吨,原油炼制操作成本大约为 130 元/吨,价差大致在 2500 元/吨-2600 元/吨左右。

三大石油公司中,只有中石化没有能力自给原油,当前对外依赖大致 65%-67%,原油高涨的前几年一度超过 70%,自给部分成本考虑到合理利润也仅有 50 美元/桶左右,这样考虑到合理利润条件下的自给的原油成本在 2360-2425 元/吨,但是它们产出也较低,大致吨产出价值在 5200 元/吨左右,价差在 2800 元/吨,这样以全进口价差为 2500 元/吨来计算,考虑到合理利润条件下的原油(产出-成本)的价差大致为 2600 元/吨。

同时三大石油公司几乎垄断中国原油生产,而中国石油生产商甚至进口商都是国字号,中国石油每年都会提供很大一部分原油给中国石化,如果将这部分考虑进去,那么最乐观的以国内行政力量干预调配,参考我国原油对外依存度,那么像中石化这样的公司平均来看也能满足自用的 50%,而如果认为在行政干预下,其他供油方也只能享受合理利润下的 50 美元/桶的油价,那么原油(产出-成本)的价差为 2650 元/吨左右,而这样的调配活动是不可能的,但是作为一个全社会的核算是有其价值的。

当然,这里放大油价最大程度保住收益,是任何一个正常企业的正常行为,因此我们认为至少在所谓成品油定价机制中,给予这些核算中最有利于生产商的核算模型,也就是采用的应该是考虑亚洲溢价的全进口模式下的到岸原油成本 3150 元/吨,对应的是 2500 元/吨左右的价差。这一价差也就是炼油业的营业利润,由于以上均是以发改委生成的对应的原油价格来计算,那么也就是说我们以上核算是在盈亏平衡点上的核算,因此这一营业利润也就是其他各项费用和税收的总和,从这一盈利的规模看,我们认为其应该是包含必要的盈利的,而不是纯粹的盈亏平衡点。这样原油价格上涨近 20%,带来的到岸原油成本增长 630 元/吨,在认为其他费用不变情况下,这一成本增长即为保证炼油至少不亏损而需要调节增长量。这一增长量为炼制产品价值的 10.96%。

这一次汽柴油调价 600 元/吨,航油上涨 1030 元/吨,如果认为其他石化产品未来价格提升量平均能在 12-15%,那么上涨幅度对炼制产品整体而言是上升 10%左右的。

因此本次上调可以说是基本到位的。

整体上,未来短期成品油上调频率和幅度仍将延续放缓;虽然本次上调可以说是基本到位,但仍有大致 50 元/吨左右的缺口,结合上次 5 月底的调控中降低幅度的行为,我们认为这是既要保增长,也就是保大企业,同时又要关注民生的必然之举。

通过以上分析,我们认为成品油调控机制将变得更加规范,同时也更加活跃。以官方认定的成品油对应的原油价格出发,我们认为本次成品油调整基本到位,但与上一次调整一样均有所保留;当前成品油价格仍偏高,未来调整价格的频率和幅度仍将放缓。

短期利好石化炼制企业

短期内这对石化炼制企业是一个绝对的利好,这必然带动石化炼制产品链上的其他炼制产品的价格抬升,而且成品油调节机制如我们一直声称的将在中长期利好石化企业,同时也支撑原油价格的盘整上升。但是在需求尤其是工业需求并没有真正转好的同时,也将对石化下游的企业,尤其是相关化工企业带来成本的抬升,可以说有需求的下游化工企业将跟随着保持毛利、扩大利润,比如 MDI 等苯下游企业,而需求不振的企业将面临利润的削弱、竞争的加剧,比如乙炔法的 PVC 企业。自然这再进一步的加强煤化工,尤其是直接与石油化工路线竞争的煤化工的景气度回升,这里主要就是煤化工和乙炔化工两大块;此外还有煤制油、新型煤制乙醇等;其他煤制合成气化工面临着的是来自世界尤其是中低成本天然气的竞争,基本上不占优势,只有少数拥有竞争实力。

这一成品油的提升,短期内半个月到一个月可能相关的汽车、运输、基建等不会带来实质影响,但一个月后,相关产业预计应该展现出一定的压抑,但这一压抑仍不足以反转入均 5000 美元的购车欲望和国家加大投资的力度,我们仍可以看好相关轮胎、民爆、沥青等行业。

但我们认为未来如果油价继续调整,当其对应的真实油价达到或超过 85-90 美元/桶时,以我们对油价和我国工业增加值之间联动关系看,极有可能压制经济复苏。综合考虑定价属性与当前定价系统、供需状况,整体来说,这次调价将有利支撑石化产业链估值水平,并提升煤化工产业链估值水平。

本版制图 郭晨凯

有助于坚定对新机制的信心

6 月 1 日的调价在时间上滞后,在幅度上低于预期,当时使得市场对成品油定价新机制产生了一定的疑虑。而此次调价,发生在原油价格在高位盘整,并且调价幅度达到了 600 元/吨,能够弥补 7 月份相对于 6 月份原油成本的上升,甚至有所超过,应该是新机制正常运作的证明。有助于坚定市场对新机制的信心,对石油石化均构成利好。

成品油定价在一个发展中国家始终是个复杂的经济和社会问题。经济不行,调价阻力大,通胀起来,调价阻力也大。我们分析这次国家能够这么迅速的大幅度调价,跟当前经济逐步复苏,而通胀没有起来是密切相关的,而且根据我们宏观的判断,今年下半年经济整体上都会呈现经济快速复苏和低通胀并存的局面。

此次汽柴油价格上调 600 元/吨,按照中国炼厂的汽柴油 60%的收率,提升炼油毛利 6.12 美元/桶。具体到业绩影响的话,对于中国石油来说,如果不考虑石油特别收益金增加的因素,只考虑成品油涨价带来收入,则此次调价业绩增加 0.165 元(年化)。中国石化不考虑原油成本上升的话,业绩增加 0.48 元(年化),仅考虑自产原油的话,则业绩增加 0.105 元(年化)。经过此次调价,中国石化炼油业的盈亏平衡点预计在 62、63 美元/桶左右(这个原油价格是指实际采购成本,而不是我们观察到的国际原油价格)。

(招商证券)

对中石油是实质性利好

汽柴油价格分别上调 600 元/吨后,相当于汽油每升上调 0.44 元,柴油每升上调 0.51 元。国内汽油价格相对纽约、鹿特丹、新加坡三地平均价格的溢价率由 14.33%上升至 22.61%,国内柴油价格相对纽约、鹿特丹、新加坡三地平均价格的溢价率由 21.40%上升至 34.62%。可以看到,成品油的提价提高了国内炼厂的安全边际,对中国石油和中国石化形成明显利好。

根据 2009 年 5 月 8 日国家发改委发布石油价格管理办法,当国际市场原油价格低于每桶 80 美元时,按正常加工利润率计算成品油价格。高于每桶 80 美元时,开始扣减加工利润率,直至按加工零利润计算成品油价格。我们认为原油价格挺上 80 美元/桶是大概率事件,届时炼厂的利润将受到挑战,综合来看,国内成品油跟随调价对中国石油是实质性利好,对中国石化是交易性机会;

(渤海证券)

缓释原油价格上涨的推力

原油价格在 6 月中基本走平,未来的几个月中可能会振荡并且逐渐走高,但下跌空间有限,这时国家利用这个调整期加紧调整成品油价格,一方面缓解了炼油企业 7 月面临原料价格上涨可能造成的炼油损失,另一方面也是为了备战 80 美元以上的高油价时代,为炼油企业保留实力。

同时,国内贸易商和批发商受到出货不利的影响,并没有大规模囤积成品油,也减少国家顾虑调价对二级市场的冲击。

从更长期看,国家节能减排的压力日益加大,对减排措施的执行力度超出预期,加快建立利用价格机制调节需求的市场机制也是重要的出发点。

虽然 6 月初的调价幅度没有完全弥补 4-5 月的原油

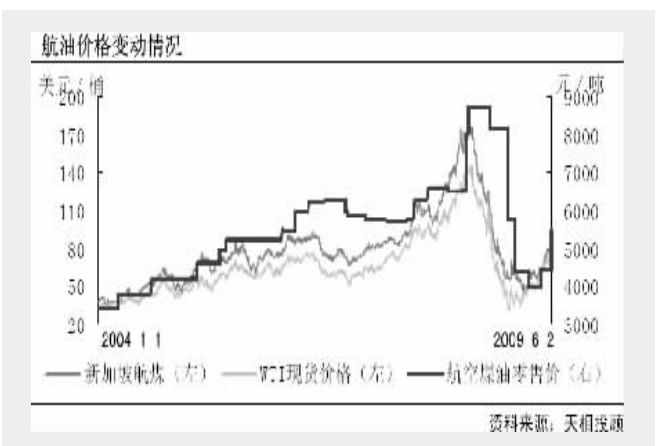
成本上升,但仍然能实现 6 美元的炼油毛利。7 月中石化的大庆原油原料含税价格较 6 月上升 600 元,7 月原油成本上升得到弥补之外,7 月的炼油毛利将与 6 月持平略有上升。

正因为炼油不再成为上游的拖累,石油公司的上游原油开采部门的盈利才能真正随国际原油价格上涨得以兑现,否则就变成炼油部门和原油部门之间的再次分配。中石油由于每股含的油气资产多于中石化,其盈利弹性也较高。

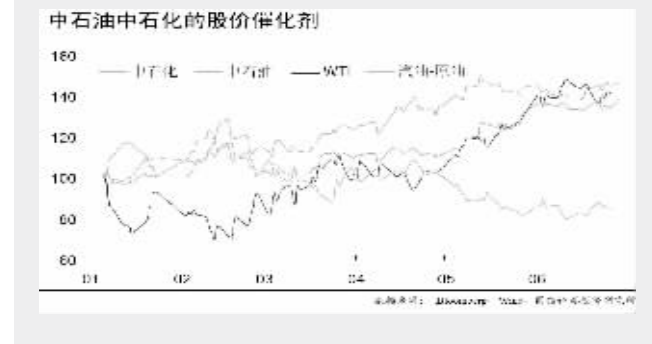
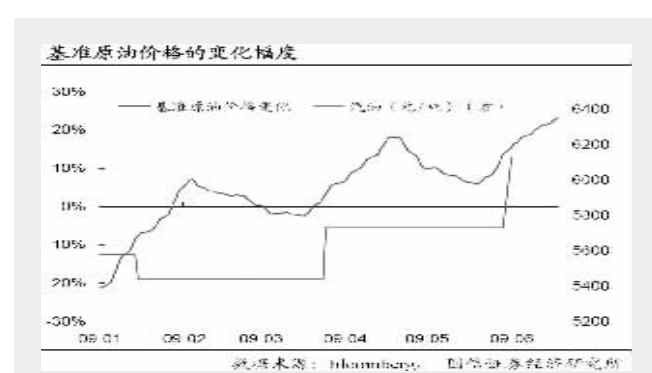
成品油定价机制是原油价格的“缓释胶囊”,通过 22 天移动平均线的方式减少了波动,也充分考虑了企业买入原油的时滞,再加上毛利的缓冲,将原油价格变动逐步缓释出来。

(国信证券)

航油价格上调 侵蚀航空公司 2009 年盈利



国家发展改革委发布通知,称根据近期国际市场油价变化情况,决定适当提高成品油出厂价格,其中汽、柴油供应价格每吨均提高 600 元,调整后的汽、柴油供应价格分别为



日零时起执行。

本次航油价格调整后,其出厂价格与今年 1 月份持平,零售价格约为 5470 元/吨,上调了 23.8%,但与去年三季度油价 8740 元/吨相比,仍然同比下降 37.4%。

二季度以来,国际原油 WTI 价格从 48.4 美元/桶上升至 71.5 美元/桶,上涨了 48%,是导致本次油价继续上调的主要原因。

从调价幅度来看,航空煤油价格调整幅度高于汽油、柴油,主要是对今年以来航空煤油价格相对汽油、柴油偏低的校正。以 6 月 29 日新加坡航空煤油收盘价计算,按照国内有关航油定价方法,国产航油出厂接轨价格应为 4952 元/吨,与本次调整后价格大致相

(天相投顾)