

石油化工

证券研究报告
2019年10月12日

运价等外部因素剧烈变化，对炼油行业影响不容忽视

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

张樾樾 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517120003
zhangxixi@tfzq.com

贾广博 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519010002
jiaguangbo@tfzq.com

刘子栋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519090001
liuzidong@tfzq.com

郑小兵 联系人
zhengxiaobing@tfzq.com

对于国内炼油行业而言，近期急剧变化的外部因素不容忽视。国内成品油定价公式采用国际原油移动平均变化率，10 个工作日作为调整周期，未考虑海运运费波动（离岸价和到岸价差异）、官价贴水变化（作价基准和炼厂实际成本差异）。运费、官价升贴水因素对成品油盈利短期影响已超过 10 美金/桶，中长期看应趋于缓和。

风险提示：运费、官价升水维持高位时间较长，持续挤压炼油盈利的风险

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《石油化工-行业点评:19Q3 业绩预测：关注外部压力下的内生动力》 2019-10-06
- 《石油化工-行业点评:关注沙特遇袭对化工品市场的影响》 2019-09-18
- 《石油化工-行业点评:烯烃原料轻质化，老逻辑的新演绎》 2019-08-11



外部因素比较平稳的时期，我们习惯于用简单的“成品油-原油”价差跟踪炼油行业盈利变化。国内成品油定价公式采用国际原油移动平均变化率，10个工作作为调整周期，未考虑海运波动（离岸价和到岸价差）、官价贴水变化（作价基准和炼厂实际成本差异）。近期急剧变化的外部因素不容忽视。

1) 运费：多重因素导致油市场趋紧，在美国出口持续增长拉长平均运距的大背景下，2019Q3 以来，IMO 低硫燃料油执行临近安装脱硫塔影响运力，9 月份中远海运受制裁影响运力。VLCC 运价（中东-中国标准航线）从正常的 2~3 万美金/天涨到目前 32 万美金/天。对应中东-中国油运价从不到 1 美金涨到接近 10 美金/桶。

2) 官价升贴水：沙特出口的月度合约价，在 Oman 油价基础上升贴水。因 OPEC 持续减产导致区域性供给相对紧张，以及近期沙特油田遇袭事件。以沙特重质油给亚太客户贴水为例，历史长期处于贴水状态，平均贴水 2-3 美金/桶。然而从 2019 年 6 月开始转为升水，当前升水近 1 美金。

3) 汇率因素：成品油定价文件中并未明确公式是否包含汇率因素，从发改委个别调价表述来看，应该对汇率有所考虑，但并不清楚是否每次调整都考虑，以及是否完全考虑。

综上，运费、官价贴水因素对成品油盈利短期影响已超过 10 美金/桶，中长期看应趋于缓和；人民币汇率因素对成品油利润影响不大。

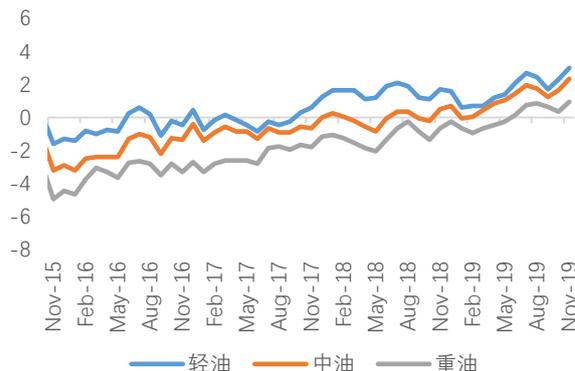
我们将“旧价差公式=成品油-原油*汇率”调整为“新价差公式=成品油-（原油+贴水）*汇率-运费”。新公式适用于进口沙特的炼厂，具体个别炼厂的情况，还需根据进口原油比例，以及进口来源地差异而调整。比如，中石油用国产油比例高，则受运费因素、升贴水因素的负面影响小。

图 1：运费：VLCC 中东至中国运价（美元/桶）



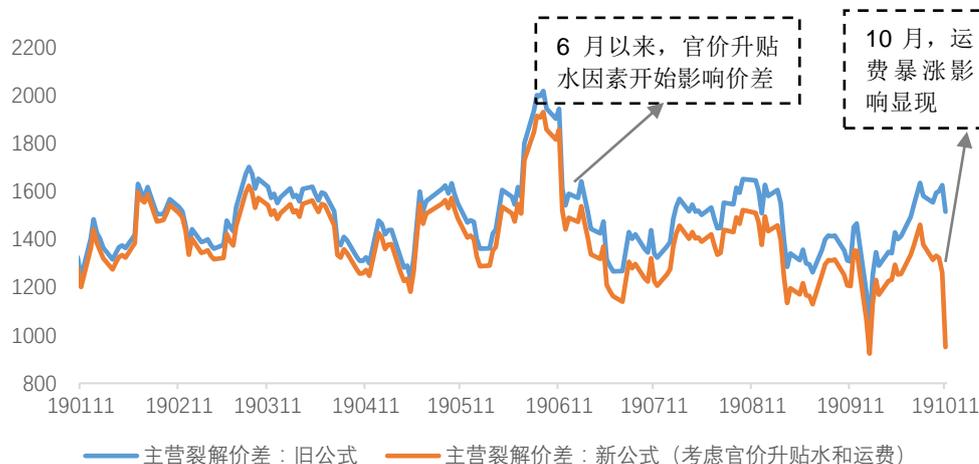
资料来源：bloomberg，天风证券研究所

图 2：官价：沙特官价贴水（美元/桶）



资料来源：bloomberg，天风证券研究所

图 3：国内主营成品油价差：旧公式 vs. 新公式（考虑运费和原油升贴水）



资料来源：bloomberg，wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/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，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com