

2018-8-1

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

## 石油化工行业

## 大炼化系列报告之五：民营大炼化成品油何去何从

## 报告要点

### ■ 全球成品油供需相对平衡，需求持续增长

20世纪90年代前，全球炼油开工率仅有七成左右的水平。进入90年代后，全球成品油市场逐渐走向供需平衡。2006-2009年期间，以中国为代表的亚太地区炼能迅速扩充，2010年以后全球炼能增速放缓，且以亚太为首的全球需求再度进入增长区间，2017年全球炼厂开工率回升至83.47%，供需基本平衡。至2020年，全球成品油需求增速有望提升至2.64%，而供给层面，至2020年中国新增炼能8,600万吨/年左右，全球总炼能将超过50亿吨/年，需求增量依旧可以将其容纳，全球市场仍旧具备空间。

### ■ 我国成品油出口持续增加，国内小产能加速出清

2017年我国总炼能约7.88亿吨，年平均开工率却不足八成。成品油出口成为我国缓解过剩炼能的重要路径之一，2017年我国成品油出口总量高达5,126万吨。同时，自2014年国家欲调整石化产业结构，淘汰落后小产能的政策不断出台后，国内小炼厂得到加速出清，2017年不完全统计就有近8,665万吨/年的小产能被淘汰，且在原油“双权”的放开下，小产能的出清有望持续加速进行。

### ■ 国内油品过剩不足为惧，三大民营炼化项目油品销售各显神通

在成品油定价逐渐市场化后，加油站资源及成品油出口资质的价值愈发凸显。未来国内民营大炼化建成投产后短期内成品油销售路径主要有三：1) 以一定的折价卖给“三桶油”等有加油站资源的央企；2) 借助有出口资质的企业进行成品油出口；3) 打通民营加油站渠道，将成品油交由民营加油站销售。而从中长期来看，在获得政府的审批后，可申请自建加油站，从根本上解决油品销售问题。

**浙江石化：**浙江省每年有近800万吨的汽柴油供应缺口，为浙石化提供较好的市场环境。项目投产初期或需要借助浙能集团，尤其是“三桶油”及中化的销售渠道，不过从中长期来看，若获得审批后，浙江石油的加油站建设速度可期。

**恒力股份：**公司将依托与中化及“三桶油”的合作，另外也可通过自己的销售团队将成品油销往一些民营加油站，三管齐下，全方位推动共同助力油品销售。

**恒逸石化：**文莱当地可以消化一部分油品，另外东南亚及澳洲将是主要吸纳地。

### ■ 投资建议：持续看好“民营大炼化”后续走势

持续推荐**荣盛石化**、**恒逸石化**及**恒力股份**，另外建议关注**中国石化**。

**风险提示：**

1. 原油价格大幅波动风险；
2. 民营炼化项目建设进度不及预期风险。

分析师 叶如祯

☎ (8621) 61118772

✉ yerz@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517070008

联系人 魏凯

☎ (8621) 61118718

✉ weikai1@cjsc.com.cn

联系人 卜丹丹

☎ (8621) 61118718

✉ budd@cjsc.com.cn

联系人 陈林

☎ (8621) 61118718

✉ chenlin9@cjsc.com.cn

## 行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
000703	恒逸石化	买入
002493	荣盛石化	买入
600346	恒力股份	买入
600803	新奥股份	买入
002648	卫星石化	买入

## 市场表现对比图（近12个月）



资料来源：Wind

## 相关研究

《淡季不淡，涤纶长丝量价齐升》2018-7-29

## 目录

全球成品油供需相对平衡，需求持续增长.....	4
全球成品油供需紧平衡.....	4
亚太地区为全球成品油消费及增长主力.....	5
全球成品油需求将保持稳定增长态势.....	6
我国成品油出口持续增加，国内小产能加速出清.....	8
出口持续增加以消化国内过剩油品.....	9
炼能结构持续优化，小产能加速出清.....	10
我国成品油定价逐步迈向市场化，销售渠道价值凸显.....	12
从政府定价逐渐走向高度市场化.....	12
加油站和成品油出口资质价值愈发凸显.....	13
国内油品过剩不足为惧，三大民营炼化项目油品销售各显神通.....	15
浙江石化：坐拥广阔市场空间，后续加油站建设可期.....	15
恒力股份：多种方式齐头并进，充分发挥民企灵活性.....	18
恒逸石化：地理位置优越，东南亚为油品主要目标地.....	20
投资建议：持续看好“民营大炼化”后续走势.....	22

## 图表目录

图 1：20 世纪 90 年代前全球炼油开工率只有七成左右.....	4
图 2：2010 年后全球炼厂开工率持续回升，成品油需求再度实现增长.....	5
图 3：2006-2009 年期间，以中国为代表的亚太地区炼能迅速扩充.....	5
图 4：2010 年亚太地区首次超过北美，成为全球成品油需求量最大的地区.....	6
图 5：2008 年后亚太地区成品油需求增速领跑全球其他地区.....	6
图 6：中国和印度为亚太地区成品油需求贡献主要增量.....	6
图 7：2018-2020 年，全球成品油需求将加速提升，此后将保持稳定增长.....	7
图 8：2020 年全球炼能预计达到 100 百万桶/天.....	7
图 9：2000-2010 年我国炼能快速增长，2015-2016 有所下滑，2017 年重回增长.....	8
图 10：2017 年底我国炼能结构.....	9
图 11：我国炼厂整体开工率不高.....	9
图 12：2015 年后我国炼厂开工率加速提升.....	9
图 13：2015 年后我国成品油出口大幅攀升.....	9
图 14：近年来我国成品油净出口量保持高速增长.....	9
图 15：2014 年以来政策层面自上而下欲推动我国炼化产业结构升级.....	10
图 16：截至 2017.10“三桶油”及中化等国企淘汰装置数量及炼能.....	11
图 17：截至 2017.4 地炼企业淘汰装置数量及炼能.....	11
图 18：我国成品油调价发展史.....	13
图 19：两桶油所持加油站数量占比超过半成.....	13

图 20: 浙江省汽油供给缺口持续攀升 .....	15
图 21: 2016 年浙江省柴油供给缺口达 317 万吨左右 .....	15
图 22: 浙江省汽柴油产量较少 .....	16
图 23: 浙江省煤油过剩 .....	17
图 24: 2016 辽宁汽油产量超过 1,200 万吨, 消费量仅有不足 800 万吨 .....	18
图 25: 辽宁省汽油过剩产量逐年攀升, 出口是消化过剩产能主要渠道 .....	18
图 26: 东北三省整体汽油供给过剩 .....	19
图 27: 辽宁省柴油过剩, 且 2016 年消费量有所下滑 .....	19
图 28: 辽宁省柴油出口量总体而言不多 .....	19
图 29: 东三省柴油总体而言处于过剩状态 .....	19
图 30: 恒力股份有望“三管齐下”解决油品销售问题 .....	19
图 31: 文莱地处东南亚, 大摩拉岛位于其国土东北角 .....	20
图 32: 澳大利亚成品油净进口量持续攀升 .....	21
表 1: 2018-2020 年我国新增炼化项目情况 .....	7
表 2: 2018 年中国第一批成品油一般贸易出口配额表 .....	14
表 3: 浙石化项目基本情况梳理 .....	16
表 4: “十三五”期间浙江省新增运输目标对应成品油需求的增量测算 .....	18
表 5: 文莱汽油及柴油自给率较低 .....	20

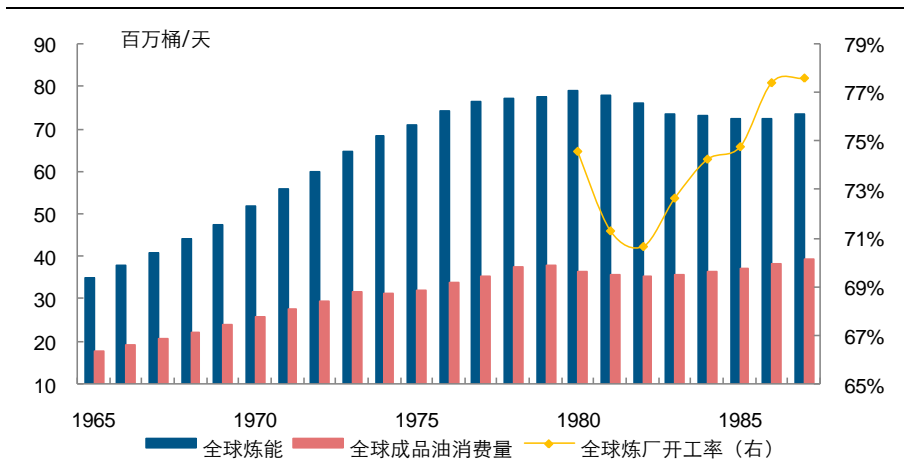
## 全球成品油供需相对平衡，需求持续增长

原油贯穿整个国民经济的衣食住行，也被喻为“工业的血液”，其重要性无须赘述。而其中一点重要的体现就是其经裂解而成的成品油在现代社会动力燃料方面所作出的巨大贡献。经过若干年的发展，2017 年底全球炼能规模已经超过 98 百万桶/天，整个行业也已经进入到一个相对稳态。我国成品油发展起步较晚，但后来居上，近年来无论是需求还是炼油能力均迅速提升。国内市场逐渐饱和直至过剩的情况下，未来新增炼能油品何去何从？几大民营炼化项目成品油销售问题要如何落地？

### 全球成品油供需紧平衡

**20 世纪 90 年代前全球成品油市场过剩。**全球第一座炼油厂诞生于 1861 年，位于阿塞拜疆共和国首都巴库，此后成品油<sup>1</sup>市场不断发展壮大。1911~1945 年期间，汽油便已进入千家万户，成为主要的石油产品。二战以后，炼化行业加速发展，这也造成在 20 世纪 90 年代前，全球炼油开工率仅有七成左右的水平。

图 1：20 世纪 90 年代前全球炼油开工率只有七成左右

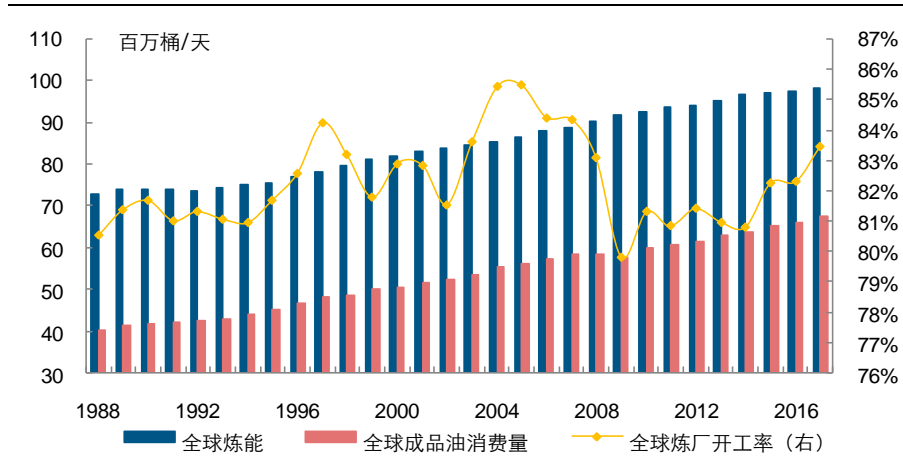


资料来源：BP，长江证券研究所

**90 年代后供需逐渐走向平衡。**进入 90 年代后，全球成品油市场逐渐走向供需平衡，炼厂开工率长期保持在八成以上，且持续攀升。2006-2009 年期间，以中国为代表的亚太地区炼能迅速扩充，这也导致行业开工率从 2005 年的高点 85.48% 一直下滑至 79.82%。2010 年以后，全球炼能增速放缓，且需求再度进入增长区间，开工率也持续回升。2017 年，全球炼厂开工率回升至 83.47%，供需基本平衡。

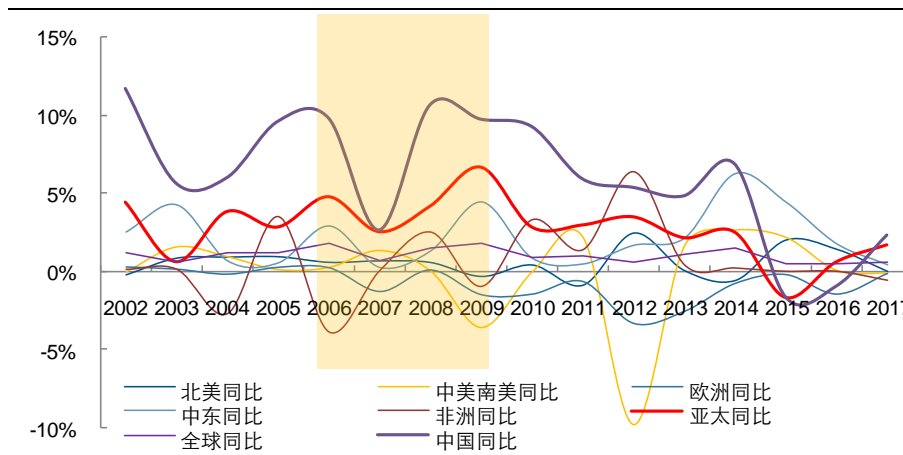
<sup>1</sup> 本文所有成品油需求及消费量均指：汽柴煤（航煤）+石脑油

图 2：2010 年后全球炼厂开工率持续回升，成品油需求再度实现增长



资料来源：BP，长江证券研究所

图 3：2006-2009 年期间，以中国为代表的亚太地区炼能迅速扩充

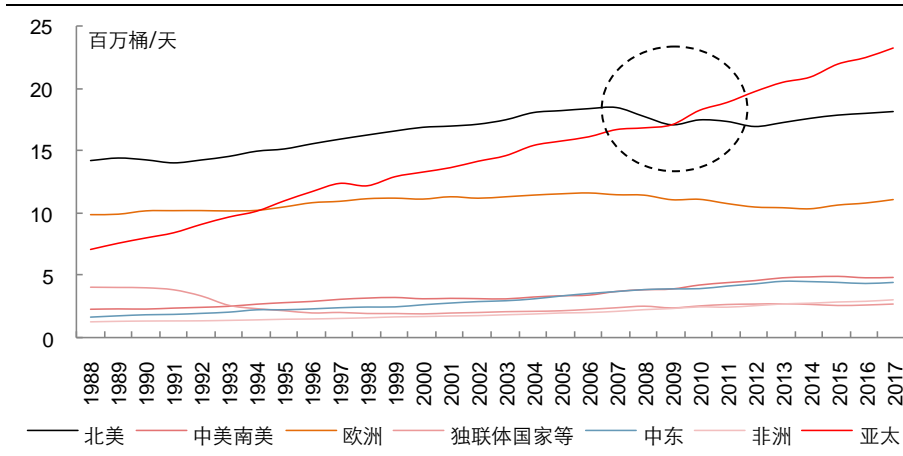


资料来源：BP，长江证券研究所

## 亚太地区为全球成品油消费及增长主力

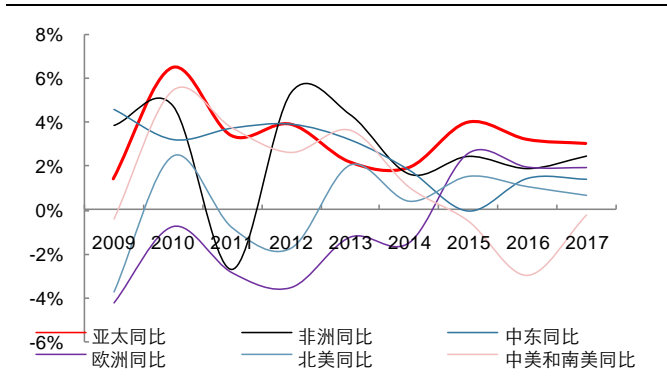
成品油市场规模及需求变化与经济发展高度正相关。2010 年之前，北美洲为全球成品油需求量最大的地区，2010 年，亚太地区成品油需求量首次超过北美地区，成为全球成品油需求最大的地区。尤其是在 2008 年全球金融危机之后，亚太地区成品油市场增速领跑全球，其中中国、印度等国家的崛起为亚太地区成品油发展贡献了较大的增量。

图 4：2010 年亚太地区首次超过北美，成为全球成品油需求量最大的地区



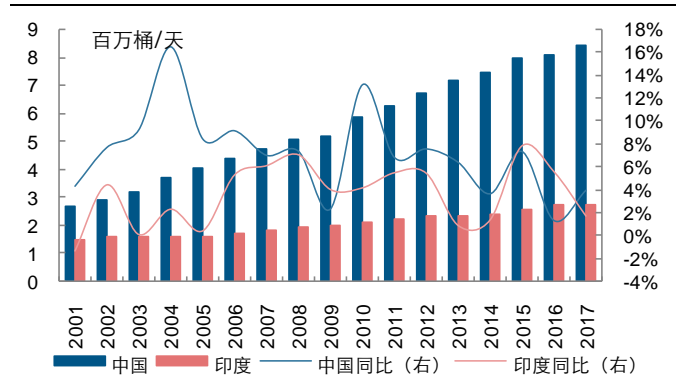
资料来源：BP，长江证券研究所

图 5：2008 年后亚太地区成品油需求增速领跑全球其他地区



资料来源：BP，长江证券研究所

图 6：中国和印度为亚太地区成品油需求贡献主要增量

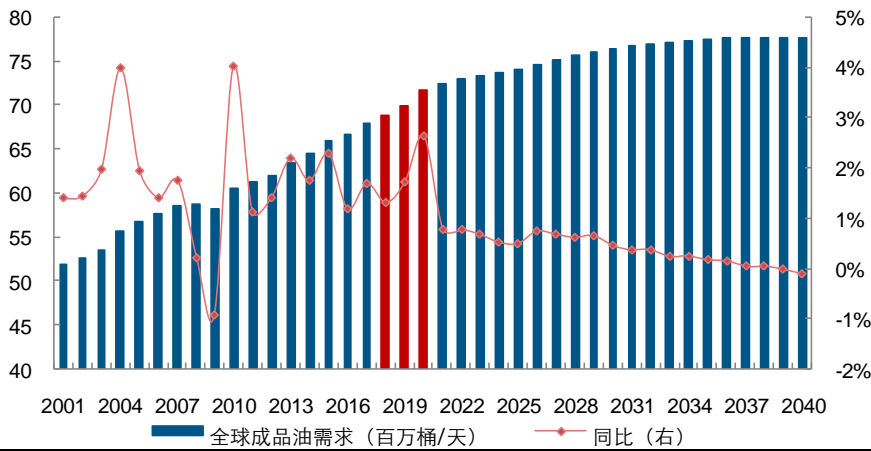


资料来源：BP，长江证券研究所

## 全球成品油需求将保持稳定增长态势

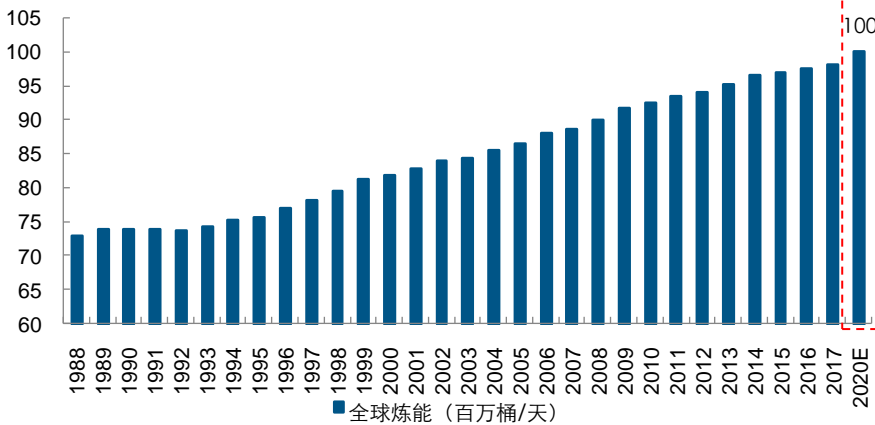
全球经济稳步增长的同时，也带动了成品油需求的持续提升。根据 IHS 预测，至 2020 年，全球成品油需求增速有望提升至 2.64%，2021 年后保持着稳中有升的局面。而供给层面，未来全球范围内炼能增量主要来自中国，至 2020 年我国预计新增炼能 8,600 万吨/年左右，但是此统计中仍有部分项目存在较大的不确定性；全球至 2020 年，炼油能力突破 50 亿吨/年。所以总体来看，未来全球成品油市场的需求依旧足够囊括近年全球新增的产能。

图 7：2018-2020 年，全球成品油需求将加速提升，此后将保持稳定增长



资料来源：IHS，长江证券研究所

图 8：2020 年全球炼能预计达到 100 百万桶/天



资料来源：BP，石油商报，长江证券研究所

表 1：2018-2020 年我国新增炼化项目情况

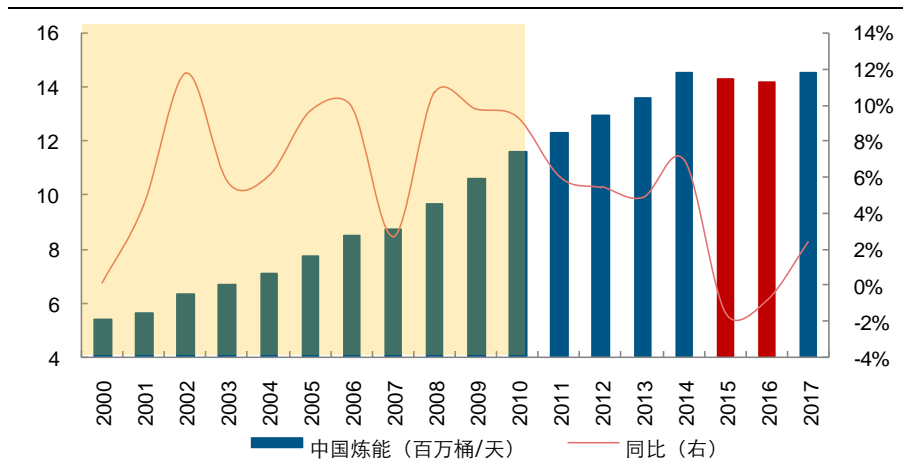
序号	项目名称	企业名称	地点	炼油能力 (万吨/年)	总投资 (亿元)	项目进展	预计投产时间
1	恒力炼化一期	恒力集团	大连长兴岛	2,000	115	在建	2018 年 10 月
2	浙石化一期	浙江石化	舟山岱山县	2,000	1,731	在建	2018 年底
3	中科合资广东炼化一体化项目一期	中石化科威特石油公司	广东湛江经济技术开发区东海岛新区	1000	380	在建	2019 年底
4	古雷石化大炼化项目	古雷石化	福建漳州	1600	355	在建	2020 年
6	揭阳南海炼油项目	中委广东石化	广东揭阳	2000	573	拟建	2020 年
<b>总计</b>				<b>8,600</b>			

资料来源：流程工业，公司官网等，长江证券研究所

## 我国成品油出口持续增加，国内小产能加速出清

**我国炼能持续增长。**当一国的需求表现亮眼时，往往其自身的供给也将加速投放。亚太近些年贡献了全球需求增量的大头，供给端也类似，其炼能增速在全球范围内都是较为突出的。21 世纪的第一个 10 年，我国炼能迅速增长，总量翻倍；2011-2014 年间，炼能亦保持较快的增长；2015 年后，我国炼能整体有所出清，处于下降状态。2017 年，炼能再度实现增长。

图 9：2000-2010 年我国炼能快速增长，2015-2016 有所下滑，2017 年重回增长

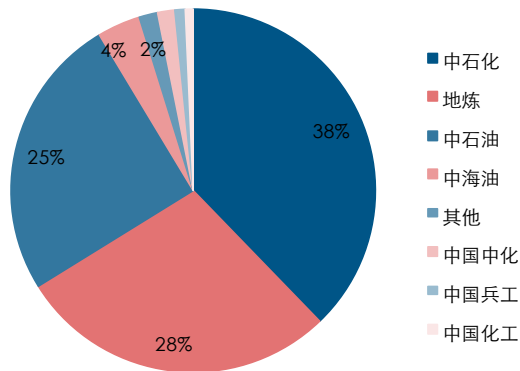


资料来源：BP，长江证券研究所

**我国炼能整体过剩，但小炼能居多。**1998 年，我国整个石化行业经历了一轮结构性调整，“两桶油”进行重组，小炼厂区别性关停并转，100 万吨/年以下的小炼厂保留了不到 100 家，成为“地炼”。经过近些年地炼的顽强发展，其产能不断提升，且地炼在快速发展的同时，国有炼能也在不断扩张。据卓创资讯数据显示，2017 年底我国总炼能 7.88 亿吨/年左右，其中地炼炼能（约 2.23 亿吨/年）占比高达 28.30%，仅次于中国石化（约 2.98 亿吨/年）的 37.82%；“三桶油”<sup>2</sup>炼能合计约 5.26 亿吨/年，合计占比 66.75%。整体而言，我国炼能是过剩的，年平均开工率不足八成，山东地炼因为原料匮乏等原因开工率更低，这也是拉低整体开工率的一个重要原因。另外，据卓创资讯数据显示，炼能在 300 万吨/年以下的总计便有近 1 亿吨/年，500 万吨/年及以上的炼能有近 2.4 亿吨/年，我国整体炼油水平偏低。

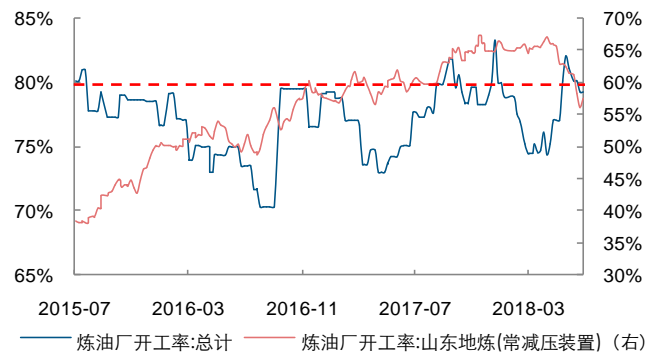
<sup>2</sup> 本文中所有“三桶油”均指中国石油、中国石化和中国海洋石油

图 10: 2017 年底我国炼能结构



资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究所

图 11: 我国炼厂整体开工率不高

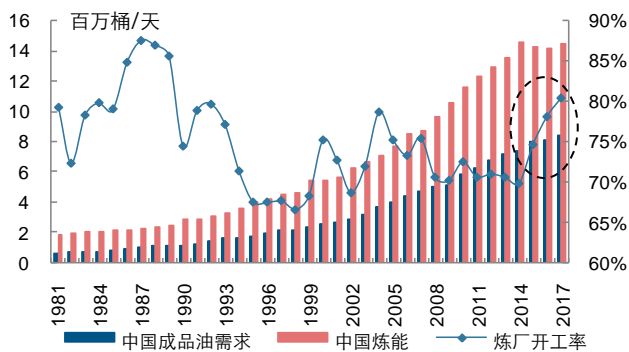


资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 出口持续增加以消化国内过剩油品

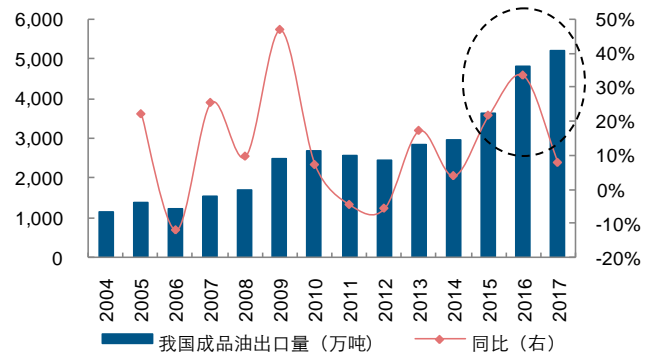
行业持续处于过剩的情况下, 成品油出口成为我国缓解过剩炼能的重要路径之一。“十三五”期间, 随着我国原油“双权”的逐渐放开, 一些民营炼厂原料短缺和来源的问题得以解决, 在此之后行业的开工率加速提升。这也是自 2015 年后我国成品油出口量大攀升的主要原因。

图 12: 2015 年后我国炼厂开工率加速提升



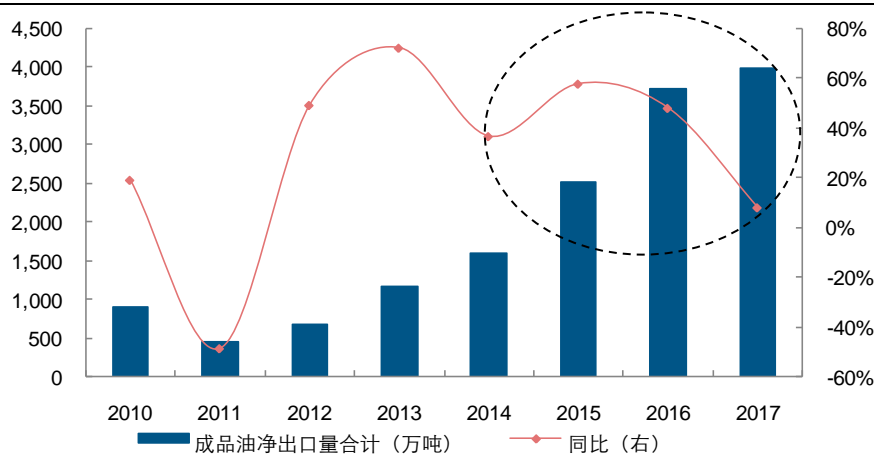
资料来源: BP, 长江证券研究所

图 13: 2015 年后我国成品油出口大幅攀升



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 14: 近年来我国成品油净出口量保持高速增长

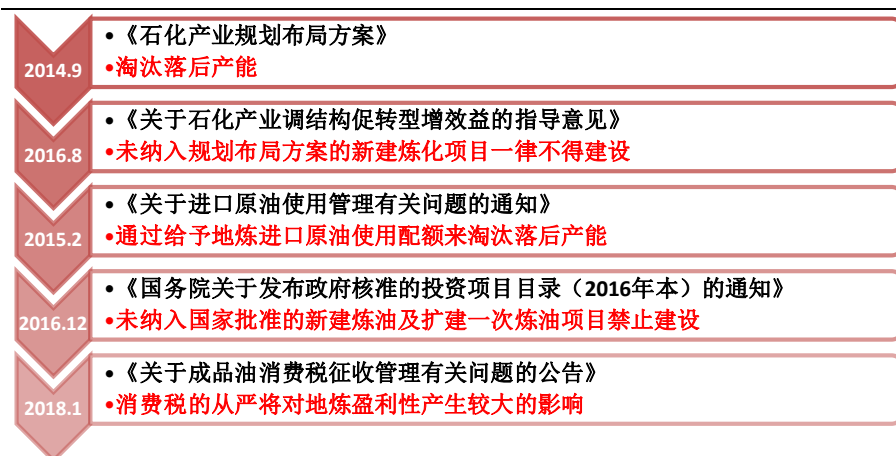


资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 炼能结构持续优化，小产能加速出清

**政策自上而下促进产业结构升级。**早在 2014 年 9 月，经国务院同意印发的《石化产业规划布局方案》（发改产业[2014]2208 号）便提出，“严格控制炼油能力和成品油生产规模，淘汰落后产能，发展精深加工石化产品，促进产业提质增效升级”；2016 年 8 月，《关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》（国办发[2016]57 号）要求，“未纳入《石化产业规划布局方案》的新建炼化项目一律不得建设”；2016 年 12 月，《国务院关于发布政府核准的投资项目目录（2016 年本）的通知》（国发[2016]72 号）明确，“未纳入国家批准的相关规划的新建炼油及扩建一次炼油项目，禁止建设”。此外在 2015 年 2 月份，发改委印发《关于进口原油使用管理有关问题的通知》，允许符合有关条件的企业，在承担相应责任的前提下使用进口原油，此举也是坚持优化结构，严格淘汰落后产能，促进炼油产业结构升级。2018 年 1 月，国家税务总局下发《关于成品油消费税征收管理有关问题的公告》，指出从 3 月起，所有成品油发票均须通过增值税发票管理新系统中成品油发票开具模块开具；外购、进口和委托加工收回的汽油、柴油、石脑油、燃料油、润滑油用于连续生产应税成品油的，应凭通过增值税发票选择确认平台确认的成品油专用发票、海关进口消费税专用缴款书，其他凭证不得作为消费税扣除凭证。

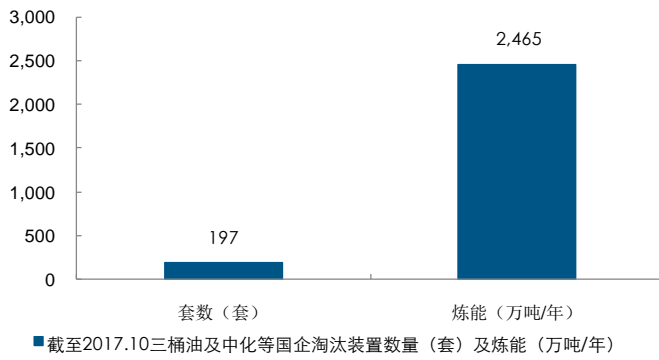
图 15：2014 年以来政策层面自上而下推动我国炼化产业结构升级



资料来源：国家发改委，国家能源局，长江证券研究所

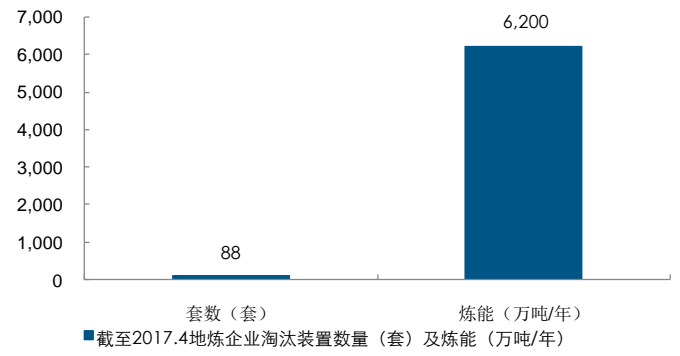
**小产能淘汰显著。**自 2014 年政策面欲调整炼化产业结构后，国内的很多小炼能面临着被淘汰的命运。很多三桶油旗下的小产能直接被关停；不少地炼在 2015 年国家放开进口原油使用权后，主动淘汰和关停 200 万吨/年以下的小的炼能以换取配额；另外还有一部分本身产能就非常小的小炼厂在今年成品油税收从严后由于竞争力大幅减弱而直接面临被淘汰。截至 2017 年 4 月，我国获取进口原油使用权的地方炼油企业已淘汰落后装置 88 套，合计 6,200 万吨/年；截至 2017 年 10 月，中石油、中石化、中海油、中国化工等主要炼油企业已相继淘汰落后装置 197 套，合计产能 2,465 万吨/年，加总共计 8,665 万吨/年左右。所以在持续优化我国炼能结构的大背景下，小产能的出清有望加速推进。

图 16: 截至 2017.10 “三桶油”及中化等国企淘汰装置数量及炼能



资料来源: 国家能源局, 长江证券研究所

图 17: 截至 2017.4 地炼企业淘汰装置数量及炼能



资料来源: 国家能源局, 长江证券研究所

## 我国成品油定价逐步迈向市场化，销售渠道价值凸显

### 从政府定价逐渐走向高度市场化

石油属于全球性的流通商品，在发达经济体中，成品油价格往往和原油价格之间有良好的挂钩，市场化程度较高。我国成品油定价经历了较长的发展历程，也恰好反应了我国经济体制的发展阶段。

**1998年，放松政府管制，走向市场化的开端。**1998年以前，我国原油及成品油价格完全由政府控制，包括直接制定各个重要城市的成品油零售价格。1998年，我国对成品油定价机制进行了改革，改革后，汽、柴油实行政府指导价，由国家计委按进口完税成本为基础加国内合理流通费用确定零售中准价，石油、石化集团公司在此基础上在上下浮动5%的幅度内确定具体零售价。这次改革的实质是基本确立了与国际油价变化相适应，在政府调控下以市场形成价格为主的石油价格形成机制。

**2000年，成品油价格与国际市场挂钩。**2000年5月，国务院决定国内成品油价格随国际市场变化每月调整一次，且主要参考新加坡成品油市场价格。但是由于价格透明度较高，所以2001年，国家将价格参照体系改为新加坡、鹿特丹、纽约的三地价格，且将成品油调价对应的国际原油价格波动幅度由5%调整至8%。

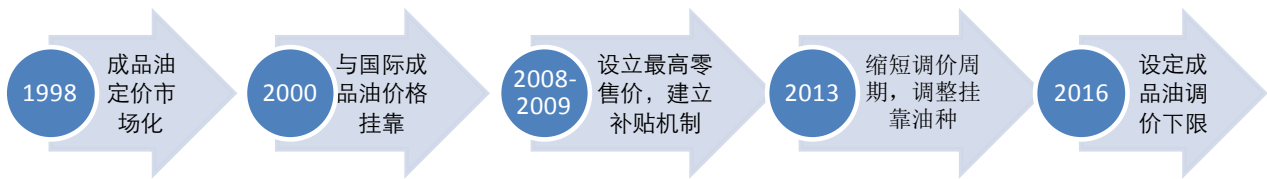
**2008-2009年，成品油补贴和税费机制出台。**2008年12月，定价机制进一步完善，将汽、柴油零售基准价允许上下浮动改为实行最高零售价格，并适当缩小流通环节差价，成品油零售企业可在不超过汽、柴油最高零售价格的前提下，自主制定具体零售价格。

2009年5月，发改委规定当国际市场原油连续22个工作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。由于成品油价格波动对通胀及国民经济等影响较大，此次还规定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；高于每桶130美元时，按照兼顾生产者、消费者利益，保持国民经济平稳运行的原则，采取适当财税政策保证成品油生产和供应，汽、柴油价格原则上不提或少提。

**2013年，缩短调价周期，调整国内成品油价格挂靠油种。**2013年3月，发改委继续对调价机制进行完善：1) 将成品油计价和调价周期由现行22个工作日缩短至10个工作日，并取消上下4%的幅度限制；2) 根据进口原油结构及国际市场原油贸易变化，相应调整了国内成品油价格挂靠油种；3) 当国内价格总水平出现显著上涨或发生重大突发事件时，由国家发展改革委报请国务院批准后，可以暂停、延迟调价，或缩小调价幅度。

**2016年，设定成品油调价下限。**鉴于2014年后油价大幅下跌，发改委将国内成品油价格调节下限定为40美元/桶，即当国内成品油价格挂靠的国际市场原油价格低于每桶40美元时，国内成品油价格不再下调。当国际市场原油价格低于40美元调控下限时，成品油价格未调金额全部纳入风险准备金，设立专项账户存储，经国家批准后使用，主要用于节能减排、提升油品质量及保障石油供应安全等方面。

图 18：我国成品油调价发展史



资料来源：国家发改委，商务部等，长江证券研究所

在成品油定价市场化逐步加强后，当前成品油价格已经能够良好并及时的反映出国内成品油的供需关系以及原油价格的波动，因此从发改委制定的最高零售价角度来看，国内所有炼厂均处于相同起点。

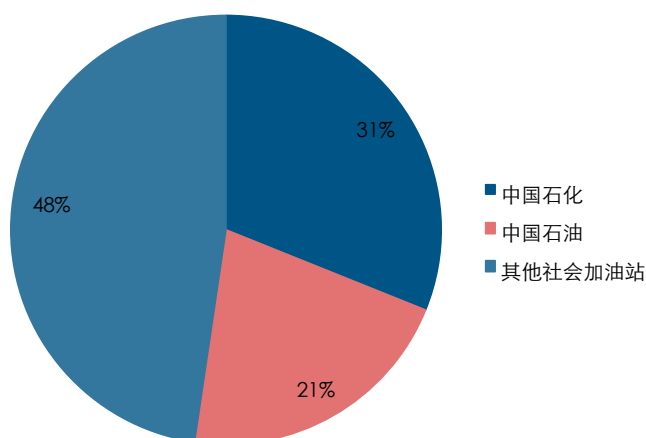
### 加油站和成品油出口资质价值愈发凸显

在定价机制的不断完善下，可以说目前我国成品油市场化程度已经较高。因此在国内炼能总体过剩，国际市场紧平衡可以吸收出口原油的趋势下，加油站资源以及成品油出口资质的价值则愈发凸显。

**两桶油掌控国内绝大部分加油站资源。**2016 年底，我国拥有加油站总数约 98,400 座，其中中国石化 2016 年拥有加油站总数约 30,603 座，占比达 31.10%；中国石油加油站总数约 20,895 座，占比约 21.23%；其他社会加油站数量约为 46,902 座，占比约 47.66%。两桶油所掌控的加油站占据半壁江山，渠道优势较为显著，不过民营及合资等其他社会加油站占比也相对较高。

所以在未来成品油竞争逐渐加剧的过程中，具备拥有加油站资源能力的企业理应享受到溢价。

图 19：两桶油所持加油站数量占比超过半成



资料来源：中国市场调研在线，公司公告，长江证券研究所

**成品油出口资质价值凸显。**除竞争国内市场资源外，向海外出口成为国内没有加油站渠道的炼厂解决油品销售问题的重要途径。目前我国具备成品油出口资质的企业主要有“三桶油”+中化国际，没有出口资质的企业想要出口成品油只能借助前述公司的渠道。成品油出口贸易主要分为两种，一种是一般贸易出口，另一种是加工贸易出口。原油大

进大出的方式政府不会鼓励，因此近年来，我国一般贸易出口配额逐年攀升，以 2018 年第一批成品油出口配额为例，一般贸易出口配额共 1,624 万吨，较 2017 年第一批一般贸易配额 60 万吨增加近 1,564 万吨，大幅增长 2,234%，与 2017 年的一般贸易出口配额总量 1,623 万吨极为接近。可见，一般贸易出口配额在不断增加，而加工贸易出口方式在逐渐被淡化，且配额总量有上升趋势。

表 2：2018 年中国第一批成品油一般贸易出口配额表

获得配额企业	总计/万吨	汽油/万吨	柴油/万吨	煤油/万吨
中石化	674	126	348	200
中石油	575	356	185	34
中化	200	97	102	1
中海油	175	76	64	35
总计	1624	655	699	270
占比	100.00%	40.33%	43.04%	16.63%

资料来源：金联创，长江证券研究所

## 国内油品过剩不足为惧，三大民营炼化项目油品销售各显神通

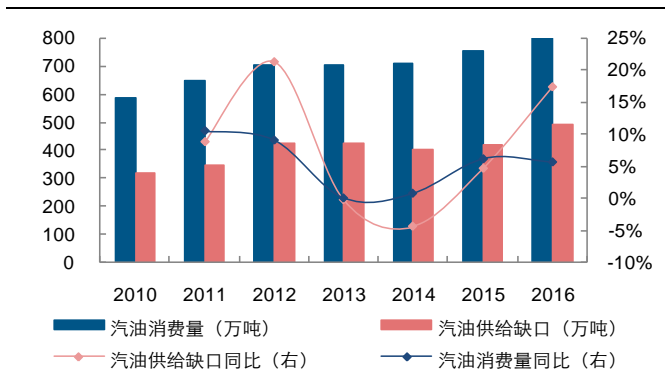
**民营炼厂成品油销售中短期解决路径。**经过上文分析，未来国内民营大炼化建成投产后短期内想要解决成品油销售问题，路径主要有三：1) 将成品油以一定的折价卖给“三桶油”等有加油站资源的央企；2) 借助有出口资质的企业进行成品油出口；3) 打通民营加油站渠道，将成品油交由民营加油站销售。而中长期来看，还有一种解决思路，就是申请自建加油站，不过这需要政府的大力支持和配合。

虽然国内成品油市场竞争加剧，炼能整体过剩，但正在建设中的三大民营大炼化项目成品油销售解决路径将各显神通，我们认为这三个项目最终成品油销售均不成问题，区别只在于利润的增减。

### 浙江石化：坐拥广阔市场空间，后续加油站建设可期

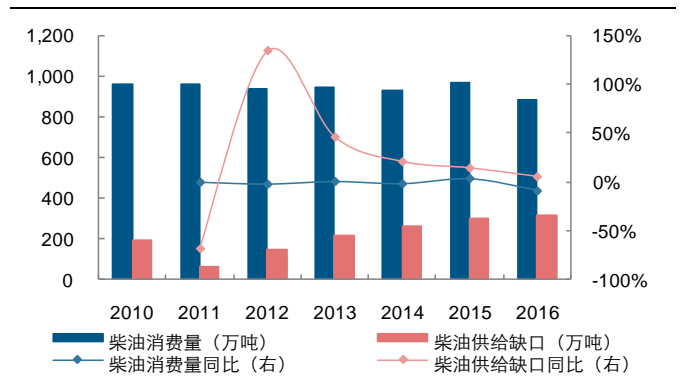
**浙江省汽柴油缺口显著。**作为民营经济大省，浙江一直是中国市场经济的先行者，因此对于油品的需求也较为旺盛。2016年，浙江省汽油年消费量高达797万吨，柴油表现消费量高达882万吨。不过浙江省内炼能有限，主要有镇海炼化一座2,300万吨/年的大型炼厂。2016年，浙江省汽油年产量仅有308万吨，柴油产量仅有631万吨。2017年产量有所增加，不过汽柴油也分别仅有352万吨和672万吨。因此，浙江省内每年需要从外省调配大量的汽柴油，2016年汽柴油的供给缺口分别为493万吨和317万吨，占消费总量的比例分别高达61.91%和35.97%。

图 20：浙江省汽油供给缺口持续攀升



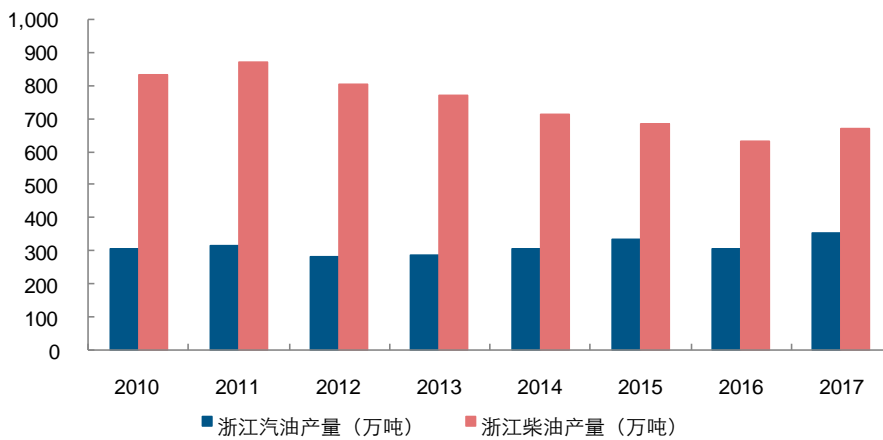
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 21：2016年浙江省柴油供给缺口达317万吨左右



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 22: 浙江省汽柴油产量较少



资料来源: Wind, 长江证券研究所

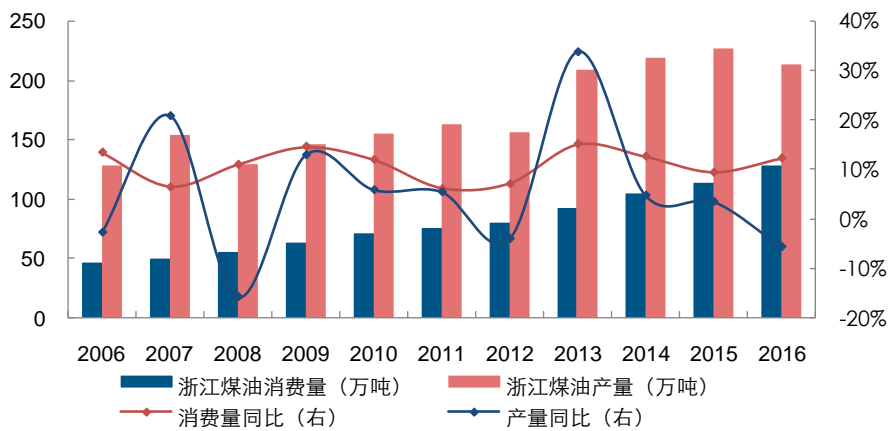
**浙石化所产汽柴油有望弥补浙江省供给缺口。**随着浙江省经济的快速发展, 每年成品油的供给缺口将持续扩大。而供给端, 目前新增炼能仅有浙石化一期项目, 其汽柴油产量总计 550 万吨左右。因此随着浙石化一期的建成投产后, 浙江省内的成品油供给缺口有望被部分填充。而煤油方面, 浙江省每年煤油总量是过剩的, 浙石化一期所产的 280 多万吨航煤大概率释放到其他市场。

表 3: 浙石化项目基本情况梳理

项目	浙江石化炼化一体化项目
规模 (万吨)	2*2000
地点	浙江舟山绿色石化基地
投资方	荣盛石化 (51%) 巨化集团 (20%) 桐昆投资 (20%) 舟山海洋开发投资 (9%)
总投资	一期: 901.6 亿元 二期: 829.3 亿元
主要炼油装置 (万吨/年)	4,000 常减压蒸馏装置 1,040 芳烃装置 1,600 柴油加氢裂化装置 760 蜡油加氢裂化装置 300 航煤加氢装置 1,000 渣油加氢装置
主要产品 (万吨/年)	400*2 PX 140*2 乙烯 一期: 836 汽柴煤油 二期: 824 汽柴煤油

资料来源: 公司公告, 公司官网, 化工在线, 长江证券研究所

图 23：浙江省煤油过剩



资料来源：Wind，长江证券研究所

### 短期借助“三桶油”渠道，中长期加油站将成为核心解决路径。

**借助浙能集团，成立浙江石油。**2017年9月28日，浙江石化与浙江能源集团有限公司（以下简称“浙能集团”）共同投资设立浙江省石油股份有限公司（以下简称“浙江石油”），主要从事原油、成品油、燃料油进出口，参与国内原油、船供油、成品油市场开发与加工利用，参与境外石油资源开发开采，并围绕海上燃料油加注、油品储运贸易、油品零售“三大”发展方向。浙江石油计划在五年内投资逾600亿元，构建1,000万吨的原油储备设施、1,500万方能力的成品油储存中转设施、1,000公里的油品运输管道、100万吨能力的燃油加注设施以及700座综合能源供应站。

鉴于目前建设加油站还未看到新的进展，预计在浙石化一期项目建成投产初期还是要借助浙能集团以及“三桶油”和中化的销售渠道，进行国内的销售甚至是成品油出口。不过从中长期来看，只要在获得审批启动后，加油站的建设速度是较快的。而浙江石油建设加油站的计划也正好符合浙江省“十三五”发展规划中到2020年的交通运输相关发展目标：

**公路：**建成高速公路1000公里，新改建国道2000公里。到2020年，公路总里程达到12.3万公里，其中高速公路里程4800公里，国道二级以上公路占比达到80%，实现陆域县县通高速公路、农村公路等级化。

**水路：**新增沿海港口总吞吐能力3亿吨，新增高等级内河航道里程150公里。到2020年，沿海港口总吞吐能力达到13亿吨，高等级内河航道里程达到1600公里。

**枢纽：**新增综合客运枢纽8个、交通物流基地28个。到2020年，综合客运枢纽达到18个，交通物流基地达到145个。

经测算，“十三五”期间浙江省新增交通运输目标的完成对应大约500万吨以上的成品油需求量（不完全计算，未包括例如浙江省“十三五”期间农村公路“四个一万”工程改造等）。而浙江石油的控股股东浙能集团（持有浙江石油60%股权）是浙江省国资委旗下重要的能源集团，“十三五”期间新建高速公路对应的成品油需求有望由浙能集团来承担。

表 4：“十三五”期间浙江省新增运输目标对应成品油需求的增量测算

	里程数 (公里)	加油站间隔 (公里)	所需加油站数量 (个)	每个加油站油品消耗能力 (吨/天)	对应年度油品消耗能力 (万吨)
新建高速	1,000	25	40	20	29.2
国道+省道	2,947	8	354	20	258.2
新增交通枢纽(个)			36		157.7
新增航运吞吐能力(亿吨)			3		57.2
合计					502.3

资料来源：浙江省政府办公厅，长江证券研究所

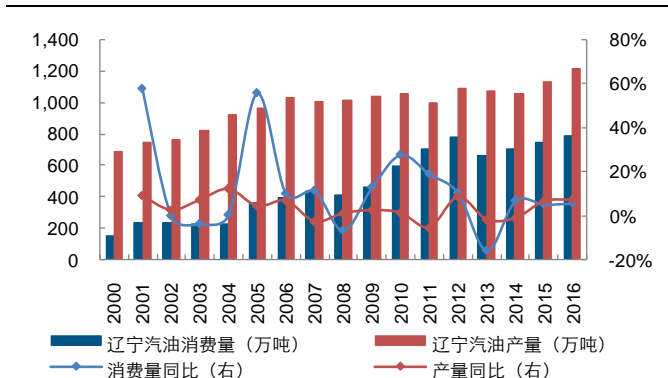
此外，无论是借助“三桶油”的销售渠道还是通过新建加油站解决油品销售问题，浙石化所处的舟山自贸区均是我国首个以海洋经济为主题的国家级新区，其重要职能之一便是建设国际油品储运基地和东北亚保税燃料油交易中心，推进成品油现货交易市场发展、油品全产业链投资便利化和贸易自由化。所以无论是运输还是便利方面，均能为浙石化一期项目成品油的销售提供较大的便利。

### 恒力股份：多种方式齐头并进，充分发挥民企灵活性

恒力股份 2,000 万吨/年炼化项目位于我国七大石化基地之一的大连长兴岛，拥有良好的港口、水运和政策等优势，项目本身在设备、税收等方面也都具备一定的优势，成品油共计 993 万吨左右。对于项目本身油品的销售问题，除将自身的民营企业销售能力发挥到极致，尽可能的多和民营加油站谈合作之外，更多的则需要借助“三桶油”及中化的力量。

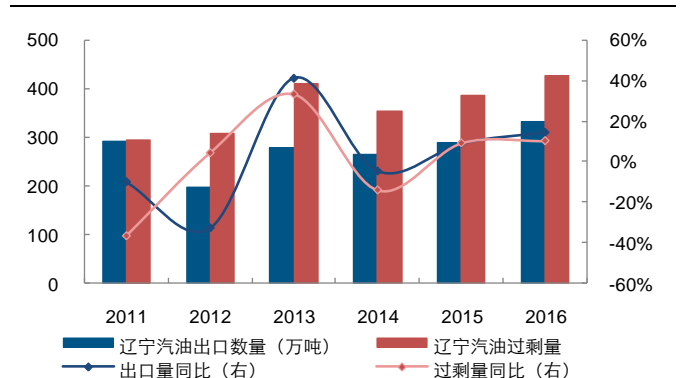
**辽宁及东三省成品油过剩。**东北是我国重要的资源地区，因此炼厂发展的较早，所以产能均处于过剩的状态，2016 年仅辽宁省汽油的过剩量就高达 426 万吨，不仅是辽宁省，整个东北三省都面临着同样的问题。

图 24：2016 辽宁汽油产量超过 1,200 万吨，消费量仅有不足 800 万吨



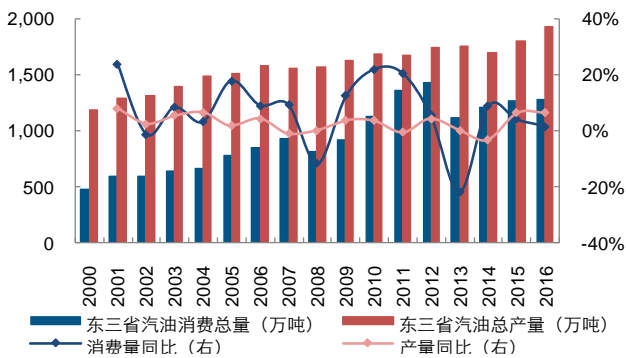
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 25：辽宁省汽油过剩产量逐年攀升，出口是消化过剩产能主要渠道



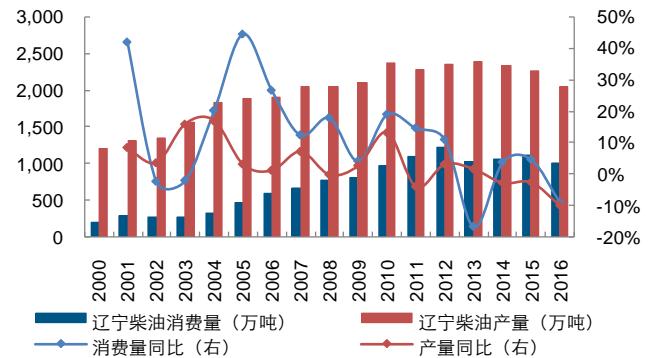
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 26: 东北三省整体汽油供给过剩



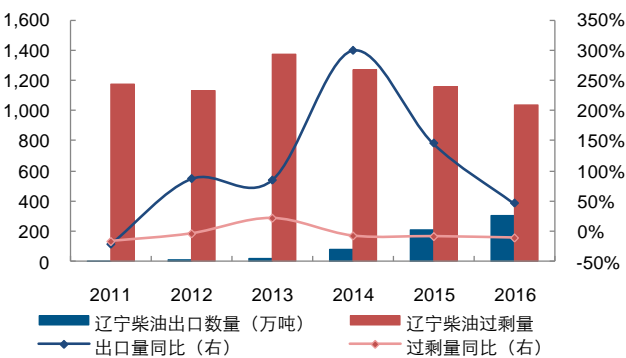
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 27: 辽宁省柴油过剩, 且 2016 年消费量有所下滑



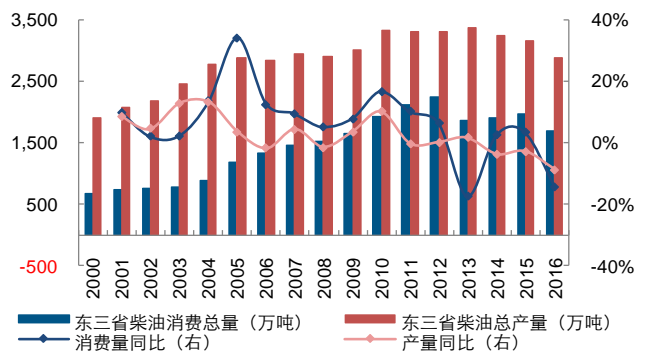
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 28: 辽宁省柴油出口量总体而言不多



资料来源: Wind, 长江证券研究所

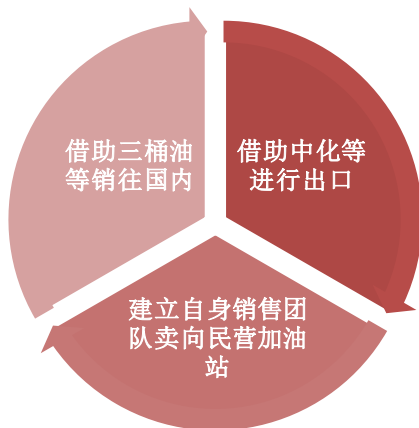
图 29: 东三省柴油总体而言处于过剩状态



资料来源: Wind, 长江证券研究所

**“三桶油”+中化+自身销售团队, 共同助力成品油销售。**在项目建成投产之初, 位于国内的两个炼化项目或均需借助“三桶油”及中化的渠道国内的销售和国外的出口。对于恒力大连的项目而言, 此种方式或将一直持续, 即借助“三桶油”和中化等进行国内外的销售。除此之外, 恒力也可通过自己的销售团队将成品油销往一些民营加油站, 从而打开新的渠道, 解决油品的销售问题。所以“三管齐下”, 公司将充分发挥其在销售管理方面的优势, 同时与“三桶油”及中化形成良好的合作, 共同解决油品的销售问题。

图 30: 恒力股份有望“三管齐下”解决油品销售问题



资料来源: 长江证券研究所

## 恒逸石化：地理位置优越，东南亚为油品主要目标地

辐射东南亚及澳洲市场，海运优势尽显。恒逸石化文莱 PMB 项目地处文莱大摩拉岛。文莱北濒中国南海，西临马六甲海峡，南至澳大利亚，地处中东-新加坡-东北亚原油运输航线附近，地理位置优越。

图 31：文莱地处东南亚，大摩拉岛位于其国土东北角



资料来源：Embassy of Brunei Darussalam to the USA, 长江证券研究所

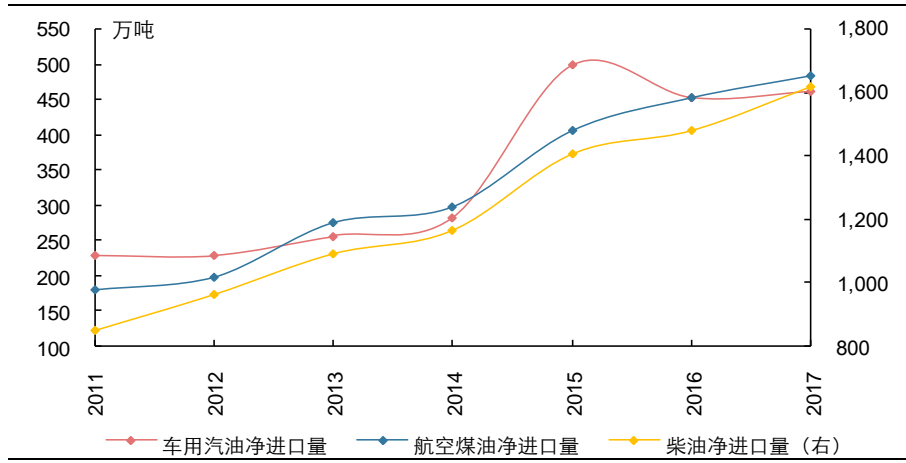
**PX 可供公司国内自用，成品油主要面向东南亚及澳大利亚。**PMB 一期项目将建设 800 万吨/年常减压蒸馏装置，并配置 150 万吨/年芳烃联合装置。项目主要产品中，对二甲苯（PX）将运送到公司沿海 PTA 工厂进行自用，成品油将主要面对海外（主要为东南亚及澳大利亚国家）及文莱国内市场销售。截至 2015 年，文莱的汽柴油年产量合计只有不到 30 万吨，消费量超过 55 万吨/年，缺口不到 30 万吨/年。就汽柴油而言，2015 年文莱周边国家中马来西亚净进口 602 万吨、澳大利亚净进口 1,903 万吨、新加坡净出口 1,773 万吨、泰国净出口 556 万吨，同时应考虑到的是东南亚成品油市场每年稳定的需求增量，其中 2017 年澳大利亚柴油及车用汽油净进口量增长至 2,077 万吨。

表 5：文莱汽油及柴油自给率较低

千立方米	2012	2013	2014	2015
汽油消费量	340.1	346.1	355.9	361.3
柴油消费量	343.2	320.2	306.1	328.7
航空煤油消费量	106.9	110.6	94.3	96.0
汽油产量	187.7	214.7	152.5	200.6
柴油产量	117.6	161.2	132.0	164.8
航空煤油产量	61.0	88.5	78.0	86.7
汽油自给率	55.2%	62.0%	42.9%	55.5%
柴油自给率	34.3%	50.3%	43.1%	50.1%
航空煤油自给率	57.1%	80.0%	82.8%	90.3%

资料来源：Brunei Darussalam Statistical Yearbook 2015, 长江证券研究所

图 32：澳大利亚成品油净进口量持续攀升



资料来源：澳大利亚政府环境能源部，长江证券研究所

## 投资建议：持续看好“民营大炼化”后续走势

通过对全球成品油供需的梳理可知，未来对于国内新增炼能对应的成品油出口量的增加，全球市场是完全有能力进行消化的。恒逸借助区域优势，成品油消化优势显著，而对于国内的两个民营炼厂而言，在自身渠道没有完全搭建好时，借助“三桶油”及中化的渠道成为解决销售问题的必须途径，最终商谈的折价无非是对利润的边际影响，成品油的全部销售不会成为几大项目的阻碍。而中长期来看，荣盛石化加油站的建设以及恒力自身销售能力的发挥依旧可期。在基于对下半年 PTA 存较好改善的预期下，我们仍然看好下半年民营大炼化板块的再一波行情，持续推荐：**荣盛石化、恒逸石化及恒力股份**，另外建议关注存量炼化龙头**中国石化**；煤制气投产在即的**新奥股份**以及 C3 龙头进军 C2 的**卫星石化**。

## 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。