

石油化工

证券研究报告
2019年06月02日

成品油专题：柴油消费真的很差吗？

投资评级
行业评级 中性(维持评级)
上次评级 中性

作者

张樨樨 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 联系人
liuzidong@tfzq.com
郑小兵 联系人
zhengxiaobing@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《石油化工-行业专题研究:管道专题三：美国管道公司比较研究》
2019-05-26
- 《石油化工-行业专题研究:原油：美国原油价格持续回落，国际油价上行空间有限》

1. 两组数据：国家统计局 vs. 发改委，柴油数据都很差

国家统计局数据：1-4月，国内成品油表观消费量同比-6%。其中，汽油、柴油分别+3%、-13%；发改委数据：1-4月，国内成品油表观消费量同比-0.3%。其中，汽油柴油分别+3.6%、-5.9%。尽管二者对柴油下降幅度的存在差异，但两个数据来源总体趋势一致，即汽油消费尚可、柴油消费大幅下滑。

2. 成品油出口：延续高增态势

根据国家统计局数据，1-4月原油加工量同比+4.7%。根据发改委数据，1-4月原油加工量同比+1.6%，成品油产量同比+2.2%。二者虽有差距，但是均为同比增加。原油加工量、成品油产量的增加，和成品油消费量的下降，二者差异来自出口量的大幅增加。这是从2015年以来就已经出现的趋势延续。

3. 实际消费和表观消费的差异：今年去库存 vs. 去年加库存

由于国内成品油数据从2018年开始停止公布，我们使用隆众石化数据。2019年2月为库存高点，3月、4月汽柴煤油库存分别环比下跌0.8%、4.30%，累计去库存100万吨左右。2018年1月为库存低点，2-4月成品油库存累计增加约200万吨。因此，表观消费量中，库存因素同比约影响300万吨。

4. 柴油实际消费如何？偏弱，但没那么弱

考虑以上成品油库存变化因素约300万吨，因柴油库存变化幅度显著大于汽油库存变化。假定库存变化中80%来自柴油，则调整后的数据：1-4月份，实际成品油消费量增速应为+2.6%（原为-0.3%）；其中，汽油、柴油分别+6.5%（原为+3.2%）、-1.3%（原为-8.1%）。柴油仍然是小幅负增长。（以上均以发改委数据为基础）

5. 价差不会说谎：汽柴油盈利都不好，近期柴油有所恢复

地炼调整比较灵活，可以根据汽油、柴油盈利动态变化，快速调整柴汽比。从年初以来数据可以看出，1-3月份，汽油利润好于柴油，导致地炼柴汽比持续下降。供给的调整导致进入4月以后，柴油盈利逐渐恢复，近期转正，反而汽油进入亏损。预计6月份之后，柴汽比有望重新上升。

风险提示：柴油实际需求持续下行的风险；继续去库存导致表观消费低迷的风险；更多炼化项目投产持续压力盈利的风险。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601808.SH	中海油服	9.54	增持	0.01	0.24	0.75	0.83	954.00	39.75	12.72	11.49
600339.SH	中油工程	4.28	增持	0.17	0.29	0.38	0.46	25.18	14.76	11.26	9.30

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 两组数据：国家统计局 vs.发改委，柴油数据都很差.....	3
2. 成品油出口：延续高增态势	3
3. 实际消费和表观消费的差异：今年去库存 vs.去年加库存.....	3
4. 柴油实际消费如何？偏弱，但没那么弱.....	4
5. 价差不会说谎：汽柴油盈利都不好，近期柴油有所恢复.....	4

图表目录

图 1：国内成品油累计表观消费增速（国家统计局）	3
图 2：国内成品油累计表观消费增速（发改委）	3
图 3：国内原油加工量增速（%）	3
图 4：国内成品油出口量（万吨）	3
图 5：国内成品油库存	4
图 6：华北市场汽柴油加工利润（元/吨）	4
图 7：地炼加工利润（左轴，元/吨） vs. 柴汽比变化（右轴）	4

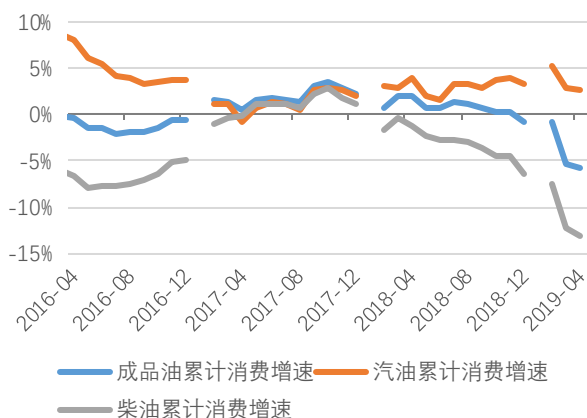
1. 两组数据：国家统计局 vs. 发改委，柴油数据都很差

国家统计局数据：1-4月，国内成品油表观消费量同比-6%。其中，汽油、柴油分别+3%、-13%。4月份单月，国内成品油表观消费量同比-7%。其中，汽油、柴油分别+2%、-16%。

发改委数据：1-4月，国内成品油表观消费量同比-0.3%。其中，汽油柴油分别+3.6%、-5.9%。4月单月，国内成品油表观消费量同比-2.4%。其中，汽油、柴油分别+3.2%、-8.1%。

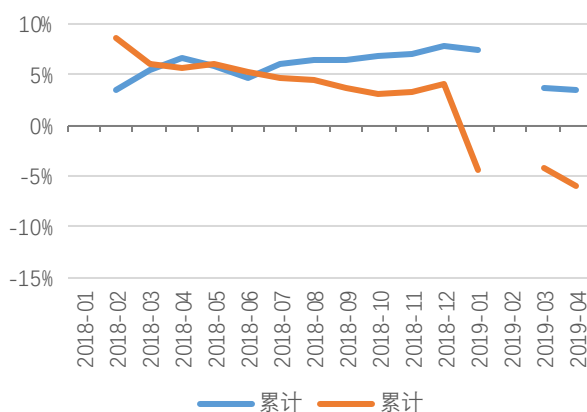
尽管二者对柴油下降幅度的存在差异，但两个数据来源总体趋势一致，即汽油消费尚可、柴油消费大幅下滑。

图 1：国内成品油累计表观消费增速（国家统计局）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：国内成品油累计表观消费增速（发改委）



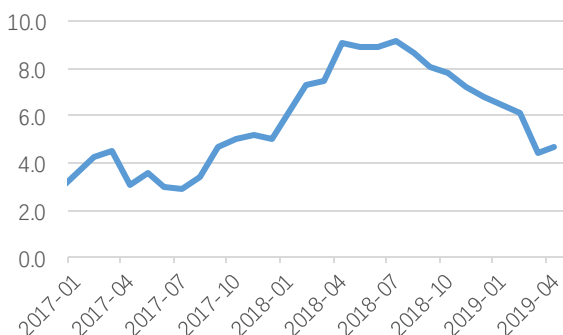
资料来源：发改委，天风证券研究所

2. 成品油出口：延续高增态势

根据国家统计局数据，1-4月原油加工量同比+4.7%。根据发改委数据，1-4月原油加工量同比+1.6%，成品油产量同比+2.2%。二者虽有差距，但是均为同比增加。

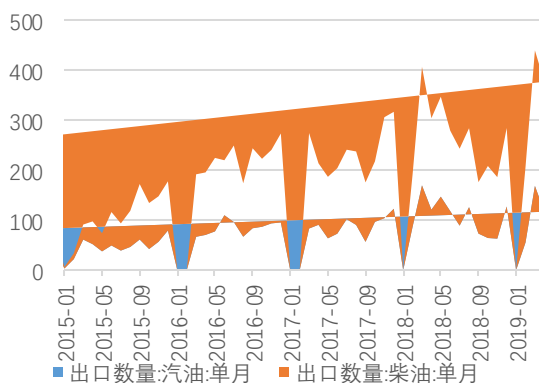
原油加工量、成品油产量的增加，和成品油消费量的下降，二者差异来自出口量的大幅增加。这是从 2015 年以来就已经出现的趋势延续。

图 3：国内原油加工量增速（%）



资料来源：wind，国家统计局，天风证券研究所

图 4：国内成品油出口量（万吨）



资料来源：发改委，天风证券研究所

3. 实际消费和表观消费的差异：今年去库存 vs. 去年加库存

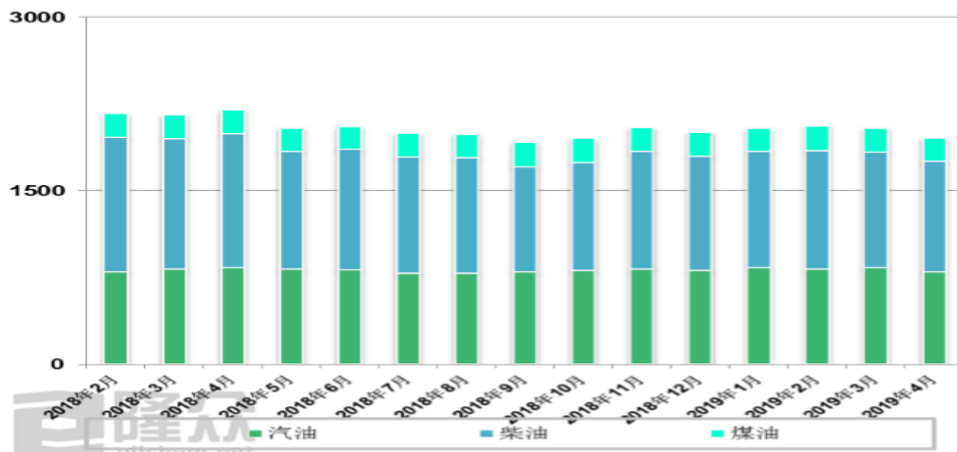
由于国内成品油数据从 2018 年开始停止公布，我们使用隆众石化数据。

2019年2月为库存高点，3月、4月，汽柴煤油库存分别环比下跌0.8%、4.30%，累计去库存100万吨左右。

2018年1月为库存低点，2~4月成品油库存累计增加约200万吨。

因此，表观消费量中，库存因素同比约影响300万吨。

图5：国内成品油库存



资料来源：隆众石化，天风证券研究所

4. 柴油实际消费如何？偏弱，但没那么弱

考虑以上成品油库存变化因素约300万吨，

因柴油库存变化幅度显著大于汽油库存变化。假定库存变化中80%来自柴油，则调整后的数据：1~4月份，实际成品油消费量增速应为+2.6%（原为-0.3%）；其中，汽油、柴油分别+6.5%（原为+3.2%）、-1.3%（原为-8.1%）。柴油仍然是小幅负增长。

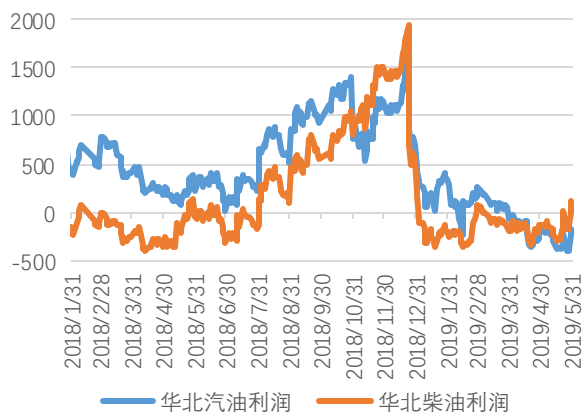
（以上均以发改委数据为基础）

5. 价差不会说谎：汽柴油盈利都不好，近期柴油有所恢复

地炼调整比较灵活，可以根据汽油、柴油盈利动态变化，快速调整柴汽比。

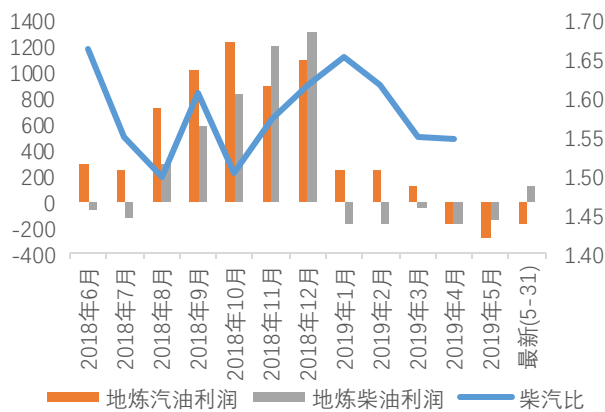
从年初以来数据可以看出，1-3月份，汽油利润好于柴油，导致地炼柴汽比持续下降。供给的调整导致进入4月以后，柴油盈利逐渐恢复，近期转正，反而汽油进入亏损。预计6月份之后，柴汽比有望重新上升。

图6：华北市场汽柴油加工利润（元/吨）



资料来源：隆众石化，天风证券研究所

图7：地炼加工利润（左轴，元/吨）vs. 柴汽比变化（右轴）



资料来源：隆众石化，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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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