

石油化工

行业蓄势待变，细看地炼企业的困境与破局

受新冠肺炎疫情影响，近期汽、柴、航煤需求骤降，炼厂普遍承受较大的库存压力，大面积降负荷乃至停车成为常态。我们注意到不同地炼主体生产经营状态有明显的差别，即便没有疫情部分地炼企业也已经停产，哪些因素导致地炼深陷困境；而在疫情爆发后依然有不少地炼能够维持较高的开工率，优势地炼强在哪里。炼化行业蓄势待变，蕴含哪些投资机会，具体分析如下：

地炼困境：周期下行、融资困难、税收从严、销售不畅

2019年以来，地炼企业效益欠佳、开工率下降，2020年年初的疫情则让地炼企业处境雪上加霜，地炼企业所面临的困境主要体现在：1) 炼化步入景气下行周期，现金流或将恶化；2) 发债融资渠道受阻；3) 消费税从严征收，税收缴纳逐步正规化；4) 央企外采规模萎缩，地炼销售面临压力。

优势地炼企业竞争力在哪里？如何应对破局

炼化行业蓄势待变，困境之中增强企业自身竞争力是立足之本。市场传统印象中的山东地炼普遍规模偏小、管理偏粗放，而据我们了解实际上地炼企业强弱分化明显、部分地炼企业综合竞争力趋于强大，主要体现在：1) 切入化工领域转型升级；2) 积极布局加油站终端；3) 修起从港口直通炼厂的原油输油管道，自建成品油物流配送网络；4) 少数地炼企业已经开始谋求上市，实现与资本市场对接，股权融资走上崛起之路。而山东省地炼行业原油一次加工能力 1.3 亿吨/年，占全国地炼行业的 70%、全国炼化能力的 17%，每一轮行业周期底部都注定要有一批企业被出清整合，接受整合也是一种选择。

投资机会分析

从长期来看，低竞争力地炼企业出清大势所趋，而本次疫情则有望加速地炼出清的进程。民营一体化炼化项目投资手笔极大，均采用现阶段全球先进的工艺与装置，单套规模居于国际前列，竞争力远在国内存量炼化装置之上，地炼出清对民营炼化企业形成长期利好。相关公司包括荣盛石化（浙江石化 51%权益）、恒力石化（恒力炼化 100%权益）、恒逸石化（恒逸文莱 70%权益），维持“买入”评级。

另外建议关注化工型炼厂挤出燃料型炼厂这一产业趋势变化带来的结构性机会，伴随成品油副产的化工产品将可能出现供需失衡的局面，例如丙烯、石油焦，相关标的卫星石化、华锦股份。

风险提示：疫情对经济负面影响超预期，导致成品油、化工品长期过剩；原油、丙烷等资源品价格大幅波动，对公司业绩造成负面影响。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2020-02-21	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002648.SZ	卫星石化	17.23	买入	0.88	1.28	1.66	2.82	19.58	13.46	10.38	6.11
000703.SZ	恒逸石化	13.21	买入	0.69	1.13	1.87	1.90	19.14	11.69	7.06	6.95
600346.SH	恒力石化	16.03	买入	0.47	1.17	1.56	1.63	34.11	13.70	10.28	9.83
002493.SZ	荣盛石化	10.92	买入	0.26	0.67	1.25	1.42	42.00	16.30	8.74	7.69

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

证券研究报告

2020年02月23日

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

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:疫情对石化行业影响及展望》 2020-02-12
- 《石油化工-行业投资策略:上调行业评级至“强于大市”》 2020-02-09
- 《石油化工-行业专题研究:卫星石化推荐专题一:疫情结构性影响丙烯供给,PDH价差将修复》 2020-02-05



内容目录

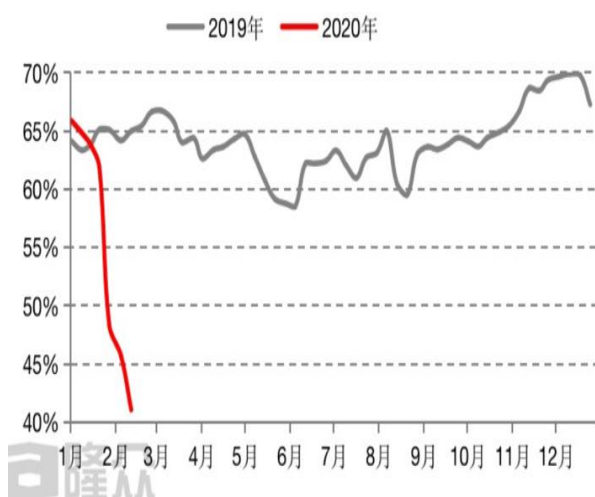
1. 引言	3
2. 地炼困境：周期下行、融资困难、税收从严、销售不畅	5
2.1. 景气下行，低竞争力企业现金流或将进一步吃紧	5
2.2. 发债融资渠道受阻	5
2.3. 消费税从严征收，税收缴纳逐步正规化	6
2.4. 央企外采规模萎缩，地炼销售面临压力	7
3. 优势地炼企业竞争力在哪里？如何应对破局	8
3.1. 地炼企业向化工领域延伸	8
3.2. 积极布局加油站终端	10
3.3. 以管道运输降低物流成本	11
3.4. 少数地炼企业谋求实现与资本市场对接	12
3.5. 接受整合也是一种选择	13
4. 投资机会分析	14
4.1. 部分地炼出清行业格局有望改善，长期利好民营炼化	14
4.2. 化工型炼厂挤占燃料型炼厂市场，关注结构性机会	14
5. 风险提示	16

1. 引言

受新冠肺炎疫情疫情影响，严格的隔离管制导致人口流动受限，加之一季度工业生产延后，近期汽、柴、航煤需求骤降，而成品油为液体仓储成本极高，炼厂普遍承受较大的库存压力，大面积降负荷乃至停车成为常态。

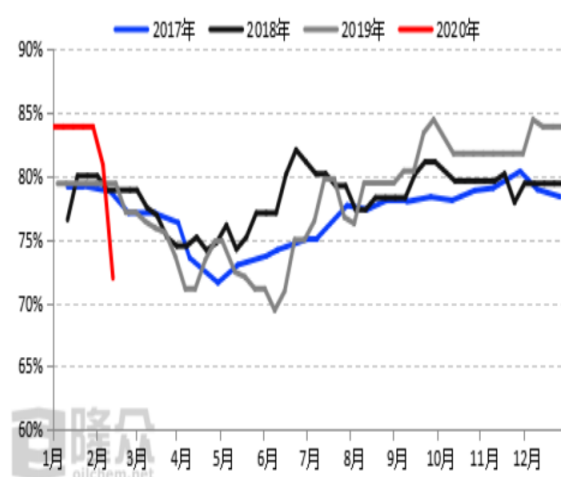
据隆众资讯，山东地炼常减压开工率骤降至 41.10%，环比下跌 10.07%，同比下跌 36.74%（图 1）；主营炼厂常减压装置开工负荷为 71.96%，较节前下降 11.88%，较去年同期下滑 8%，虽受冲击，但主营炼厂装置开工率降幅小于地炼（图 2）。

图 1：山东地炼常减压装置开工率走势



资料来源：隆众资讯，风证券研究所

图 2：主营炼厂常减压装置开工率走势



资料来源：隆众资讯，风证券研究所

具体到各地炼主体，安邦、海右、万通、海化、岚桥、天弘等炼厂在疫情开始前已经陆续检修；昌邑、正和、华星、神驰、玉皇等炼厂则是在疫情爆发后续选择停工；东明、京博、海科、富海、汇丰等炼厂选择降低负荷应对（表 1）。

表 1：部分地炼企业装置运营情况

企业名称	生产状态	产能	开始时间	结束时间	地址
安邦石化	全厂停工	240	2019年4月	/	青岛
海右石化	全厂停工	510	2019年9月	/	日照
万通石化	全厂停工	1250	2019年9月	/	东营
潍坊海化	全厂停工	620	2019年12月	/	潍坊
岚桥石化	全厂停工	690	2020年1月	/	日照
万达天弘	全厂停工	1460	2020年1月	/	东营
华星石化	全厂停工	1570	2020年2月	/	东营
昌邑石化	全厂停工	1300	2020年2月	/	潍坊
正和石化	全厂停工	1240	2020年2月	/	东营
神驰化工	全厂停工	810	2020年2月	/	东营
滨阳燃化	全厂停工	910	2020年2月	/	滨州
玉皇化工	全厂停工	670	2020年2月	/	菏泽
尚能石化	全厂停工	460	2020年2月	/	东营
富宇化工	全厂停工	340	2020年2月	/	东营
东方华龙	降量	65%	2020年2月	/	东营
海科石化	降量	60%	2020年2月	/	东营
亚通石化	降量	60%	2020年2月	/	东营
富海石化	降量	60%	2020年2月	/	东营

东明石化	降量	60%	2020年2月	/	菏泽
中海外能源	降量	60%	2020年2月	/	日照
中海精细	降量	60%	2020年2月	/	滨州
鲁清石化	降量	55%	2020年2月	/	潍坊
京博石化	降量	50%	2020年2月	/	滨州
金诚石化	降量	50%	2020年2月	/	东营
鑫泰石化	降量	50%	2020年2月	/	东营
汇丰石化	降量	50%	2020年2月	/	淄博
垦利石化	降量	40%	2020年2月	/	东营

资料来源：中国石化联合会，天风证券研究所

我们注意到不同地炼主体生产经营状态有明显的差别，即便没有疫情部分地炼企业也已经停产，哪些因素导致地炼深陷困境；而在疫情爆发后依然有不少地炼能够维持较高的开工率，优势地炼强在哪里。炼化行业蓄势待变，蕴含哪些投资机会，我们具体分析如下：

2. 地炼困境：周期下行、融资困难、税收从严、销售不畅

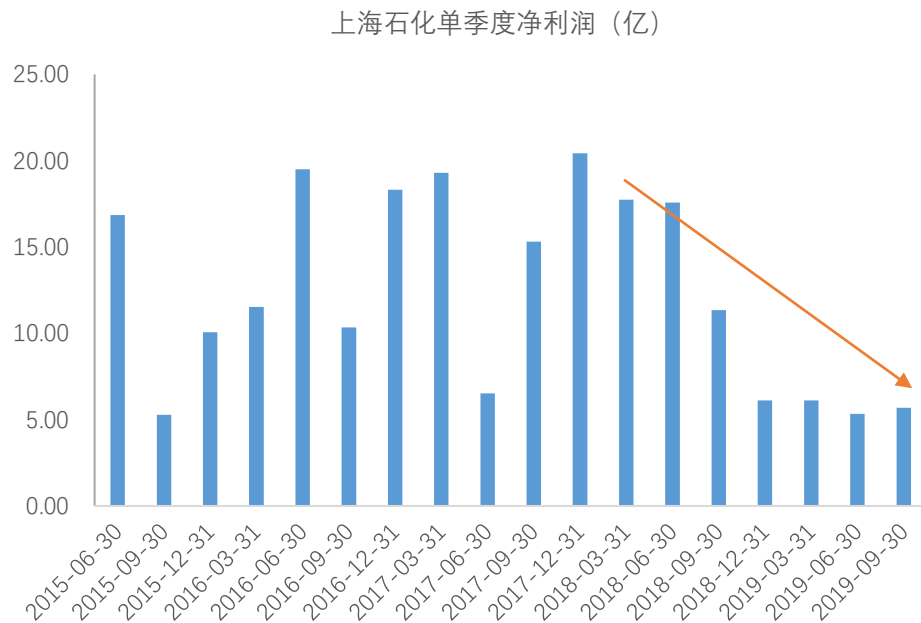
2019 年以来，地炼企业效益欠佳、开工率下降，2020 年年初的疫情则让地炼企业处境雪上加霜，地炼企业所面临的困境主要体现在：

- 1) 炼化步入景气下行周期，低竞争力地炼企业现金流承压；
- 2) 发债融资渠道受阻；
- 3) 消费税从严征收，税收缴纳逐步正规化；
- 4) 央企外采规模萎缩，地炼销售面临压力。

2.1. 景气下行，低竞争力企业现金流或将进一步吃紧

炼化行业上一轮景气高点出现在 2016-2018 年，随着新一轮炼能扩张逐步释放，行业景气步入下行周期。据上海石化报表，其单季度盈利已从景气高点的 20 亿下降至 5 亿左右（图 3）。展望 2020 年，随着恒力石化乙烯装置投料，浙江石化油品、化工品形成有效供给，而无论成品油还是化工品需求，都在一季度遭到重挫，2020 年炼化企业所面临的竞争料将更加激烈，低竞争力的地炼企业盈利承压，现金流或将进一步吃紧。

图 3：上海石化 2015 至今单季度盈利（亿）



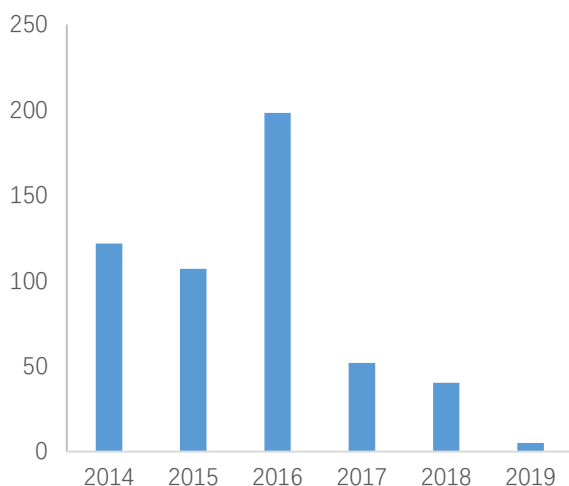
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 发债融资渠道受阻

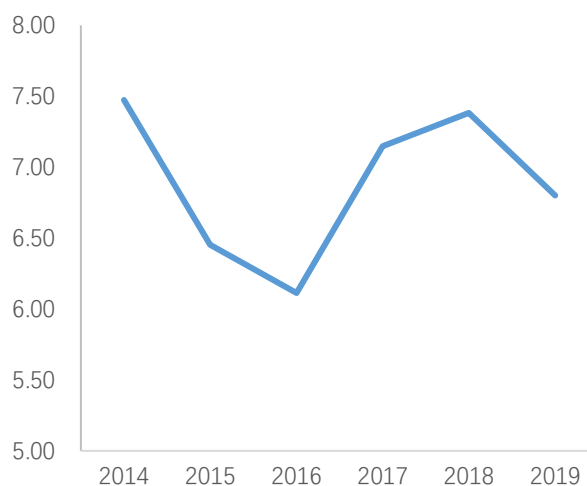
发行债券融资是地炼企业除银行信贷外的一种有效融资渠道，据我们统计 2016 年地炼企业发债规模高达 198 亿，平均发债成本 6.1%；17/18 年发债规模分别为 52/40 亿，发债成本分别为 7.2/7.4%，融资成本较 16 年相比大幅提升；在银行信贷收紧、流动性紧张的大背景之下，一些地炼企业资金方面出现问题，债券无法兑付甚至破产，例如整体破产的晨曦集团、深陷东营连环担保圈的胜通集团，19 年全年度仅有京博石化、清源石化 2 家竞争力较强的地炼企业先后发债成功，合计发债规模仅 5 亿，较此前几年的发债规模严重缩水，地炼企业债券的融资渠道受阻。

图 4：地炼企业债券发行规模（亿）

图 5：地炼企业发展平均票面利率（%）



资料来源：Wind，风证券研究所



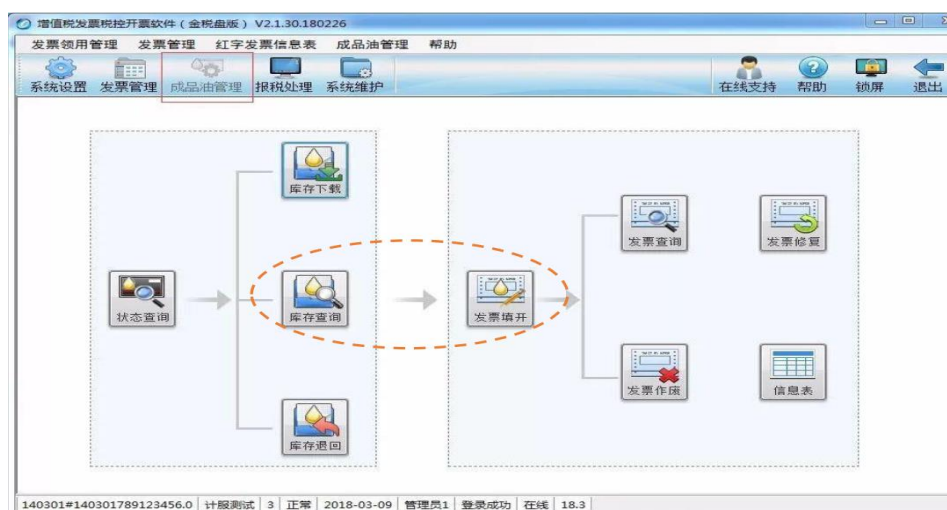
资料来源：Wind，风证券研究所

2.3. 消费税从严征收，税收缴纳逐步正规化

在我国税收体系下，消费税是继增值税、所得税和营业税后的第四大税种。成品油需缴纳消费税，应税油种包括汽油、柴油、石脑油、溶剂油、航空煤油、润滑油、燃料油等，现阶段汽油消费税 1.52 元/升（约 2100 元/吨），柴油消费税 1.20 元/升（约 1500 元/吨）。长期以来，一些地方炼油企业成品油消费税缴纳并不规范，地炼通常采取的避税手段主要有两种：一是利用汽柴油消费税 500/吨左右的差异和汽柴油生产没有明确界限的特点，调节汽柴油生产比率，二是把应当诸如燃料油应缴纳税收的油品，以化工产品的名义销售给成品油经销贸易企业，成品油经销企业再将这些“化工产品”变换名称改为应税油品，销售给用油企业，通过“变票”逃避生产环节消费税，这也已成为行业内公开的秘密。

国家税务总局公告 2018 年 1 号公告对地炼企业税收问题是一个关键变化。此前消费税征收仅针对炼厂（即生产企业），消费税完税信息不畅通，对非炼化企业的行为缺乏有效监管，流通企业变票行为无能为力。18 年 1 号文件，税务部门开始针对油品实施生产、批发、零售全流程的税收监控，升级成品油消费税发票系统，成品油贸易商虚开发票，进口变票的漏洞从技术上被堵死，消费税抵扣形成封闭链条，尽管或许消费税税收依旧存在少量的灰色地带，消费税环节的偷漏得以最大程度上的遏制。

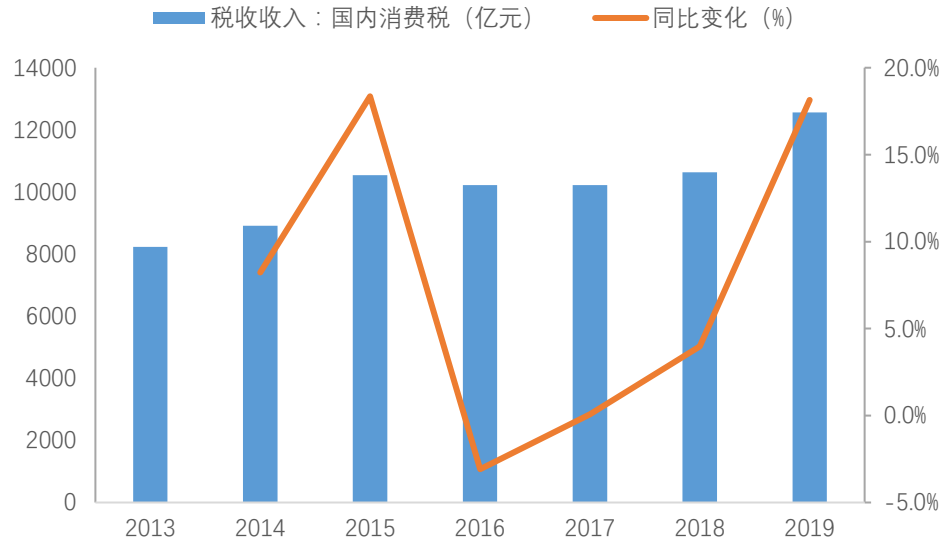
图 6：成品油新开票系统



资料来源：搜狐网，风证券研究所

消费税从严征收政策已落地近 2 年时间,从结果上看 19 年国内消费税税收收入合计 12562 亿元,同比大幅增长 18%,较 18 年大增 1930 亿元(图 7)。尽管无法获悉消费税增量有多少来自成品油领域,我们判断地炼消费税缴纳已被动正规化,地炼预期未来原有的利益模式将面临困难。

图 7: 2013-2019 年国内消费税总额及同比变化(亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

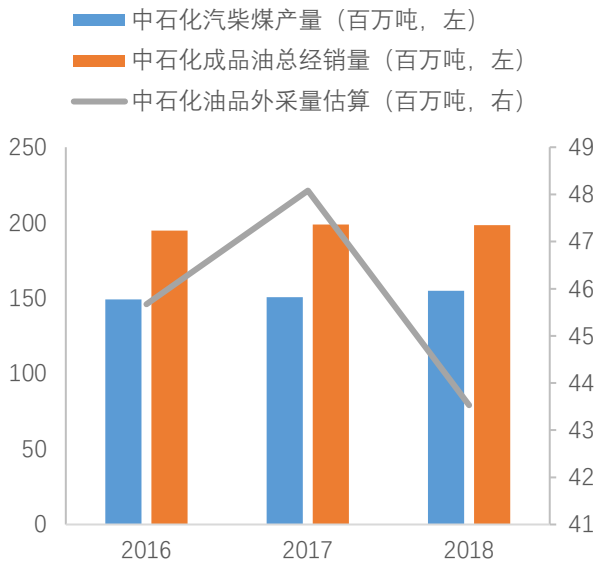
2.4. 央企外采规模萎缩, 地炼销售面临压力

山东地炼由于不具有成品油出口资质,油品只能在国内组织销售,一直以来是直销与石化央企外采相结合。直销是指通过自己的销售人员业务能力将油品销售给终端加油站或贸易商,外采是指将成品油销售给石化央企。从两桶油报表所披露情况来看,炼油板块会披露汽柴煤油产量,营销板块会披露成品油总经销量,由此可估算其成品油外采量,2018 年中石化外采量为 43.53 百万吨,较 2017 年 48.08 百万吨有一定程度的减少(图 8);2018 年中石油外采量 72.16 百万吨,同样较 2017 年 76.75 百万吨同比减少(图 9),从两桶油所披露数据也印证了央企外采规模萎缩这一行业趋势。

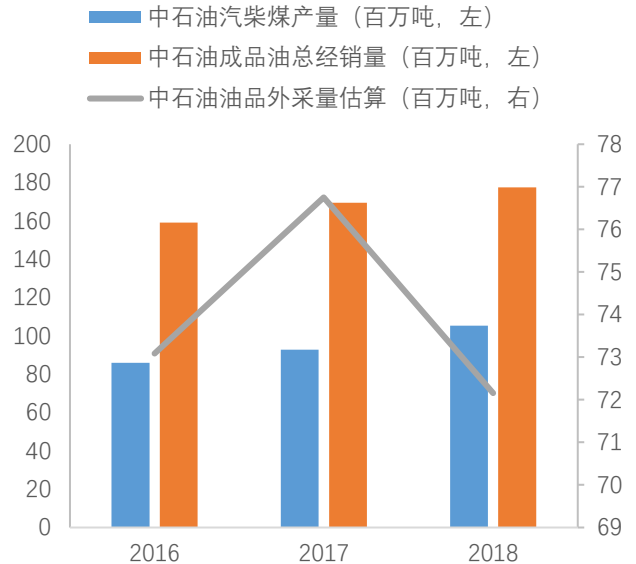
年初的疫情抑制了当季的成品油消费,央企炼厂也面临着较大的成品油库存压力,疫情过后央企会优先销售自产油品,预计外采规模会进一步收缩,缺少加油站渠道的地炼企业将面临更加严峻的销售压力。

图 8: 中石化油品外采量估算

图 9: 中石油油品外采量估算



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 优势地炼企业竞争力在哪里？如何应对破局

炼化行业蓄势待变，困境之中增强企业自身竞争力是立足之本。市场传统印象中的山东地炼普遍规模偏小、管理偏粗放，而据我们了解实际上地炼企业强弱分化明显、部分地炼企业综合竞争力趋于强大，主要体现在：

- 1) 切入化工领域转型升级；
- 2) 积极布局加油站终端；
- 3) 修起从港口直通炼厂的原油输油管道，自建成品油物流配送网络；
- 4) 少数地炼企业已经开始谋求上市，实现与资本市场对接，股权融资走上崛起之路。

3.1. 地炼企业向化工领域延伸

地炼企业陆续完成国六油品升级工作，原油配额制度下整个山东地炼原料方面都能吃上细粮，昔日只能炼制劣质原油的日子不再，但使用进口原油也有其代价，在允许使用进口原油的有关文件中，早已写明了这些企业未经核准“一律不得再新建、改扩建炼油装置”，地炼企业扩大规模之路几乎已不可能。在新旧动能转换的背景下，山东部分炼厂有继续扩张的想法，由于炼油投资不受鼓励，新装置发展的主要方向为化工产线。

积极转型化工的地炼主体包括科利达、神驰、利华益等，而地方政府也大力推进向化工升级的转型力度，典型代表是东营港经济开发区。

表 2：部分地炼企业向化工领域延伸情况

主体	项目
科利达	<ul style="list-style-type: none"> 上马 160 万吨芳烃联产装置、30 万吨工业异辛烷装置、40 万吨芳构化装置 远期 45 亿元投资化工转型升级，届时科利达化工品率将达到 65%，实现转型升级
转型化工的地炼企业	<ul style="list-style-type: none"> 神驰化工计划投资 80 亿建设渣油油浆深度加氢制烯芳烃项目，项目分两期开工，一期工程预计 2020 年 6 月中投产 高性能聚丙烯、C4 法 MMA、PS 工程塑料等高端化工项目也在论证实施中
利华益	<ul style="list-style-type: none"> 550 万吨/年原油一次性加工能力，并拥有国家进口原油使用资质、原油非国营贸易进口资质及配额 Ø 拟采用美国 KBR 公司工艺技术的 100 万吨/年烯芳烃联合项目

大力度招商
引资转型化
工的园区

东营港经济开发区

•2003 年上马当时全国最大规模的丁辛醇装置, 现已覆盖增塑剂产业链、石油苯延伸以及制药和化纤产业链

•东营港开发区着力引进一批国内外知名化工企业入驻园区, 围绕大型炼化一体化、乙烯、丙烯、芳烃、碳四产业链条填空式招商选商

•引进龙头项目, 完善链条, 打造具有国际影响力的高端石化产业基地

Ø 拟采用共氧化法环氧丙烷工艺技术的 20 万吨/年环氧丙烷联产 45 万吨/年苯乙烯项目

Ø 总投资 66 亿, 打造产值超千亿元的炼化精细一体化大型石化产业基地

Ø 天弘化学 45 万吨/年丙烷脱氢项目在建

Ø 日科化学 33 万吨新材料项目 (PMMA、ABS 工程塑料等) 在建

Ø 东营威联化学年产 200 万吨/年 PX 项目在建

资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

3.2. 积极布局加油站终端

随着国内成品油供应过剩，原本看重地炼低价油品进行外采的三桶油也在逐年降低外采量；恒力、浙江石化等新炼化项目投产后，央企的外采渠道将会进一步增多。得终端者得天下，在成品油日趋过剩的背景下，布局加油站终端是地炼企业强化竞争力的重要手段。

在山东省境内中石化、中石油分别拥有加油站 2600 余座、1000 余座，民营加油站约 6000 座。地炼加油站布局方面，自建加油站需要经过安监、环保、消防、规划需要许多政府部门审批；审批通过后，土地购置、土地平整、油站建设、地下管道、储罐加油机和配套设施等单站投资高，如果是核心区域总价更高。尽管建设加油站困难重重，山东地区有实力的地炼企业在布局加油站方面手笔极大。京博石化已拥有加油站 205 座，东明石化、万通石化分别拥有加油站 70 座；加油站运营方面，海科小海豚加油站很有特色。

图 10：地炼地区加油站分布情况

中石化	中石油	民营	京博石化	东明石化	万通石化
2600	1000	6000	205	70	70

资料来源：和讯网，天风证券研究所

以前多数车主倾向于相信中石油和中石化的品牌保证，对选择民营加油站或多或少存有一定的顾虑，但近几年因为国内成品油升级迅速，地炼也可以加工轻质原油，市场劣质成品油非常少，普遍都能达到国标，在油品相同的情况下，民营加油站服务更好。未来加油站要想长久立于不败之地，必须更重视服务及营销。海科的小海豚加油站非常有特色，斥重资升级硬件设备和软性服务，不仅在整站装修风格上独具一格，有高度体验式服务的油站服务生态，顺应了消费升级的趋势，现已经异地扩张至湖南长沙，深受年轻消费者群体青睐。

图 11：海科小海豚加油站



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 12：海科小海豚加油站零售商店



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.3. 以管道运输降低物流成本

山东地炼企业大部分地处内陆，远离港口没有码头配套，原油到厂和成品油出厂的物流问题，一定程度上会拉开各家地炼企业的综合成本。

原油到厂方面，地方炼油企业原油采购物流运输数量小而分散，缺乏接卸、到港协同，成本较高，山东地区仅烟台西港、黄岛港(董家口)、日照港等少数港口具有 VLCC 接卸专用的 30 万吨级原油码头，其他大部分港口只能靠泊 5 万吨级油轮，而小型油轮相对 VLCC 级油轮运输成本更高；各家企业无序竞争码头、仓储、物流车辆现象普遍存在，进一步推高了物流成本。

成品油出厂方面，拥有原油输油管线的地炼企业可将原油从码头直通厂区，以铁路、汽运的方式运输原油效率低下、成本较高。

据隆众资讯，距离港口 300 公里的鲁中炼厂，如果没有自有码头、自有库区、自有管道，其原油运输成本要比沿海新炼厂高 105 元/吨。

表 3：炼厂物流运输成本对比

	距港口距离	自有码头	自有库区	自有管道	国内储运成本
沿海新炼厂	10KM	有	有	有	40 元/吨
鲁中炼厂	300KM	有	有	有	70 元/吨
鲁中炼厂	300KM	有	有	无	105 元/吨
鲁中炼厂	300KM	有	无	无	120 元/吨
鲁中炼厂	300KM	无	无	无	145 元/吨

资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

在此背景下，有实力的地炼企业纷纷与港口合资合作建设输油管道，山东地炼迎来了大管输时代。已经建成的管道有，日照港-东明管线（使用企业东明石化），黄口港-潍坊管线（使用企业弘润化工等炼厂），莱州港-昌邑管线（使用企业昌邑石化），烟台港-淄博管线（使用企业华星、正和、金诚石化等）；在建管道有，董家口-潍坊-鲁中鲁北管道，下游包括齐成石化、正和石化、东方华龙、尚能石化、科力达石化五家炼化厂，潍坊青州管道；日照-滨州沾化管道，下游包括海右石化、中海精细；潍坊-青州管道，下游包括鲁清石化和弘润石化。管道项目建成后，可实现将油品直接从码头输送至炼油厂，为沿线炼厂大幅节约运输费用，相比过去的汽运模式，‘港口-管道-炼厂’的费用至少降低 30%。管线沿途各市也将成为日照港油品货源的直接腹地，对完善山东炼油企业上、下游产业链，缓解原料运输压力，减少危化品运输车辆事故。

表 4：山东原油管线与使用企业情况

	管线	使用企业
已建成	日照港-东明管线	东明石化
	黄口港-潍坊管线	弘润化工等炼厂
	莱州港-昌邑管线	昌邑石化
	烟台港-淄博管线	华星、正和、金诚石化等
在建	董家口-潍坊-鲁中鲁北管道	齐成石化、正和石化、东方华龙、尚能石化、科力达石化
	日照-滨州沾化管道	海右石化、中海精细
	潍坊-青州管道	鲁清石化、弘润石化

资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

图 13：山东地炼迎来大管输时代

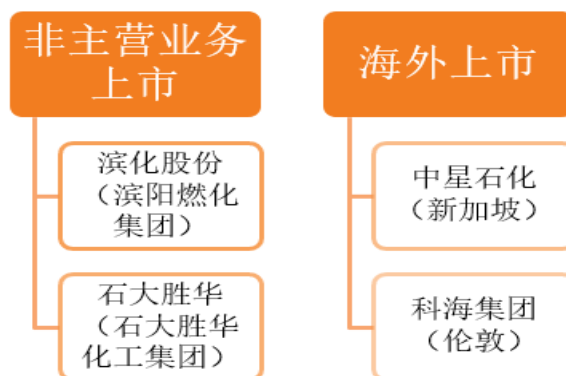


资料来源：国际化工网，天风证券研究所

3.4. 少数地炼企业谋求实现与资本市场对接

地炼企业资金方面主要靠企业利润存留、发债券融资及银行贷款。通过股权融资的地炼企业很少，主要原因是炼化是属于过剩的传统行业，不在政策鼓励上市范畴，且一旦上市财务报表需审计。少数地炼企业有成功上市的案例，一类是非主营业务上市，如滨化股份（滨阳炼化集团）、石大胜华（石大胜华化工集团），另一类是海外上市，如中星石化（新加坡）、海科集团（伦敦）。

图 14：少数地炼企业已登录资本市场

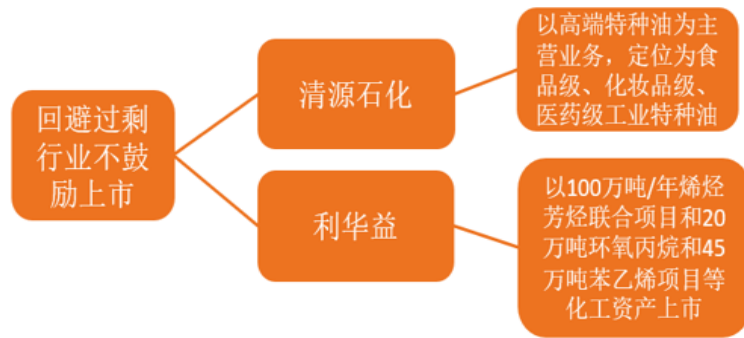


资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

在税收日趋规范，地炼外部经营压力加大，银行信贷收紧的背景下，对想要发展的地炼企业来说，登陆资本市场股权融资，是一个有吸引力的选择。国家鼓励资金进入实体经济，但当前地炼直接上市的障碍在于，炼油属于过剩行业，不在鼓励上市的范围之列，另外股东问题、国资转让中有关历史沿革问题。

目前山东地炼有两家企业在上市方面进度较快，一个是清源石化，以高端特种油为主营业务，业务以食品级、化妆品级、医药级工业油，回避了炼化过剩的问题，已经在 IPO 辅导阶段；另一个是利华益，100 万吨/年烯炔芳烃联合项目和 20 万吨环氧丙烷和 45 万吨苯乙烯项目，是新旧动能转换升级的重点工程，利华益维远以化工资产上市，回避过剩行业不鼓励上市的问题，是地炼企业上市的另一种思路。另外地炼的一些企业在做炼油的同时，也在加油站、物流运输、化工领域有不小的投资投入，这些资产都可以单独上市，近期以加油站为主业的和顺石油 IPO 上市成功过会，实现与资本市场对接，值得谋求上市的地炼企业学习借鉴。

图 15：部分地炼企业谋求与资本市场对接



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

3.5. 接受整合也是一种选择

山东省地炼行业原油一次加工能力 1.3 亿吨/年，占全国地炼行业的 70%、全国炼化能力的 17%，每一轮行业周期底部都注定要有一批企业被出清整合，考虑到很多地炼装置兴建于 2003-2005 年左右，理论上大部分设备已经折旧完毕，经济上也能承受。

山东政府近期出台了地炼整合的明确时间表，对位于城市人口密集区和炼油能力在 300 万吨及以下未实现炼化一体化的地炼企业，2022 年年底前完成产能分批整合转移；同时山东省政府成立了山东裕龙石化产业园，推进规划建设 2000 万吨/年裕龙岛石油炼化一体化项目，南山集团、万华实业、山东发展投资控股集团所占权益比例分别为 71%/20%/9%（图 16）。该项目是山东省石化行业新旧动能转换、推进高质量发展的标志性工程，按照 1:1.25 的比例进行产能替代，替代地炼规模 合计 2500 万吨/年，有助于山东省过剩炼化产能的整合。

图 16：山东裕龙石化有限公司股权结构



资料来源：天眼查，天风证券研究所

4. 投资机会分析

4.1. 部分地炼出清行业格局有望改善，长期利好民营炼化

从长期来看，随着恒力石化、浙江石化、裕龙石化、盛虹石化等大型炼化一体化项目的崛起，在民营大炼化与石化央企的夹击之下，部分低竞争力地炼企业出清大势所趋，而本次疫情则有望加速地炼出清的进程。民营一体化炼化项目投资手笔极大，均采用现阶段全球先进的工艺与装置，单套规模居于国际前列，竞争力远在国内存量炼化装置之上，地炼出清对民营炼化企业形成长期利好。涉足炼化项目的上市公司主要包括荣盛石化（浙江石化 51%权益）、恒力石化（恒力炼化 100%权益）、恒逸石化（恒逸文莱 70%权益），维持“买入”评级。

重点推荐恒逸石化。公司最重要的看点 800 万吨/年文莱炼化项目已于 19 年四季度投产，项目生产经营完全不受国内疫情影响，产品主要辐射东南亚市场，目前产销率达到 100%。该项目技术优势（渣油处理采用灵活焦化工艺，液相柴油加氢技术）、经营优势（原油进口便利，成品油文莱及东南亚市场就地消化，化工品配套消化）和政策优势（税收减免）明显，预期经济效益较好，有望为 2020 年一季度业绩产生积极贡献。

详细内容请参见我们此前报告《[恒逸石化：深度报告 1，公司价值被低估，向上空间值得关注](#)》。

4.2. 化工型炼厂挤占燃料型炼厂市场，关注结构性机会

另外建议关注化工型炼厂挤出燃料型炼厂这一产业趋势变化带来的结构性机会。地炼企业主要炼厂构型为催化裂化型炼厂（图 17）和焦化型炼厂（图 18），产品以成品油为主，油品收率超过 70%，而据各项目环评文件，恒力、浙石化等一体化项目深加工程度高，主要产品为芳烃、烯烃及下游产品，油品收率 40%左右。以上三大项目合计 6000 万吨/年产能，简单假设挤出 6000 万吨地炼企业的生存空间，那么伴随成品油副产的化工产品将可能出现供需失衡的局面。

1. 丙烯

炼厂催化裂化装置（FCC）主产品是汽油组分，副产丙烯，国内丙烯产能结构中，炼厂副产丙烯产能 1135 万吨/年，占比 31.4%。地炼市场空间被一体化炼化项目挤出，有望带动丙烯供给被动收缩，利好 PDH 盈利，卫星石化具有 PDH 产能 90 万吨/年，重点推荐。

详细内容请参见我们此前报告《[卫星石化推荐专题一：疫情结构性影响丙烯供给，PDH 价差将修复](#)》。

图 17：炼厂催化裂化（FCC）装置示意图，丙烯伴随汽油副产

5. 风险提示

1. 若疫情未能及时得以控制，或将对经济造成超预期负面影响，成品油、化工品或将面临长期过剩的局面；
2. 若原油、丙烷等资源品价格大幅波动，将会对炼化、PDH 企业业绩造成负面影响。

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