

石油化工

再谈页岩油资本开支纪律

市场存在分歧：页岩油资本开支“赌性”改没改？

历史上，市场对于页岩公司的看法一直是具有很强的“赌性”，油价水平较好的时期倾向于“all in”。后来也在油价回落的时期吃了苦头。因而调整了资本开支，更具纪律性。

2018 年以来，WTI 均价在 60 美金/桶以上。市场仍有担忧，页岩公司会好好执行资本开支纪律吗？还是会回到 3 年前的“赌徒”模式？

油价 60 美金以上如何分配现金流？页岩公司年报指引给出了平稳的预期

根据 RBN 预测，2018 年，页岩公司（包括页岩油和页岩气）的经营现金流会增加 245 亿美金（+31%）。而根据页岩公司（包括页岩油和页岩气公司）披露的计划，2018 年资本开支仅增加 23 亿美金（+4%），剩余 222 亿美金则形成新增的自由现金流。

这 222 亿美金新增的自由现金流，其中 68 亿美金将用于股份回购，7 亿美金用于新增分红，还有一部分现金则用于偿还债务。

页岩油资本开支如何？2018 年增速仅 9%显著放缓，Permian 仍是热点

根据页岩油公司公布的资本开支计划，2018 年页岩油资本开支将增加 9%，达到 257 亿美金，增速显著放缓（2017 年的增幅为 57%）。

资本开支具体投向来看，Permian 仍然是热点区域。主要在 Permian 区域作业的 Diamondback 公司计划 2018 年资本开支增加 35%（在 2017 年已经翻倍的基础上），产量计划增加 41%。作业区域全部在 Permian 的公司 Energen，计划 2018 年资本开支增加 32%，产量增加 25%。

页岩油产量增速如何？2018 年快速增长，2019 年增速存隐忧

页岩油产量变化对资本开支变化有半年到一年的滞后效应。2015 年，尽管页岩油公司资本开支显著下降 40%，但受 2014 年资本开支高位支撑，产量仍录得 13% 增长。进入 2016 年，因连续两年资本开支巨幅下降，产量终于出现下滑。2017 年，在当年资本开支大幅增加 57% 的支撑下，当年产量出现一定恢复。

2018 年，尽管预计本年度资本开支增幅仅 9%，但受 2017 年资本开支大幅增加的滞后效应拉动，全年产量预计有 11% 的增幅（根据页岩油公司计划）。而 2018 年资本开支增速下滑对 2019 年页岩油产量增速的影响，仍然需要观察。

重申国际油价判断：看好 2018 年全球原油供需偏紧，Brent70-80 美金/桶新均衡目标，地缘政治风险溢价和宏观经济因素仍需紧密关注。

风险提示：美国页岩油资本开支超预期的风险

重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2018-04-13	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2016A	2017A/E	2018E	2019E	2016A	2017A/E	2018E	2019E
600028.SH	中国石化	6.83	买入	0.38	0.42	0.71	0.83	17.97	16.26	9.62	8.23
600346.SH	恒力股份	15.07	买入	0.26	0.38	0.75	2.41	57.96	39.66	20.09	6.25
000703.SZ	恒逸石化	21.61	买入	0.50	1.06	1.31	3.14	43.22	20.39	16.50	6.88
600256.SH	广汇能源	4.18	买入	0.03	0.10	0.25	0.32	139.33	41.80	16.72	13.06
601808.SH	中海油服	11.54	增持	-2.40	0.01	0.31	0.84	-4.81	1154.00	37.23	13.74
600583.SH	海油工程	6.26	买入	0.27	0.42	0.67		23.19	14.90	9.34	
603619.SH	中曼石油	39.67	增持	0.99	1.22	1.45	1.66	40.07	32.52	27.36	23.90

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明



证券研究报告

2018 年 04 月 15 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

张樨樨 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120003
zhangxixi@tfzq.com
刘子栋 联系人
liuzidong@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《石油化工-行业研究周报:对美进口征税清单，哪些化工品有望受益？》
2018-04-08
- 2 《石油化工-行业研究周报:业绩捷报频传，估值再逢低位，迎来配置时机》
2018-04-01
- 3 《石油化工-行业研究周报:“贸易战”与“贸易战”的解决，两重主线》
2018-03-25

1. 再谈页岩油资本开支纪律

从 2017 年以来，市场一直存在分歧：美国页岩油资本开支是否趋向谨慎，且更重视股东回报？近期页岩油公司财报公布，我们从中搜寻答案：

根据 RBN 统计，44 家页岩公司（包括页岩油和页岩气），经历了 2015 和 2016 年的巨亏之后，2017 年实现了不到 10 亿美金的税前利润，并录得 800 亿美金的经营现金流，根据预测 2018 年还会在此基础上增加 31%（245 亿美金）。然而，页岩公司的资本开支计划 2018 年仅增加 4%（23 亿美金）。页岩公司不再把所有经营现金流都投入生产，而是大部分用于回购股票、分红，以及还债以修复资产负债表。

1.1. 吃一堑长一智：油价大跌后页岩公司调整了资本开支策略

历史上，市场对于页岩公司的看法一直是具有很强的“赌性”，油价水平较好的时期倾向于“all in”。后来也在油价回落的时期吃了苦头。因而调整了资本开支，更具纪律性。

2014 和 2015 年油价大跌，对美国的页岩公司造成严重打击，因为这些公司习惯了 100 美金/桶的油价。尽管当时普遍预测会出现大范围的违约和破产，但是后来这些公司挺过了最困难的时期。主要得益于这些页岩公司当时执行的策略，包括限制资本开支，以及提高经营效率。2014 年，43 家主要页岩公司资本开支一度达到 1320 亿美金，到 2016 年下降到 390 亿美金，同期的钻井和作业费用夏季那个了 50% 左右。这些策略使得绝大多数页岩公司的财务平稳。

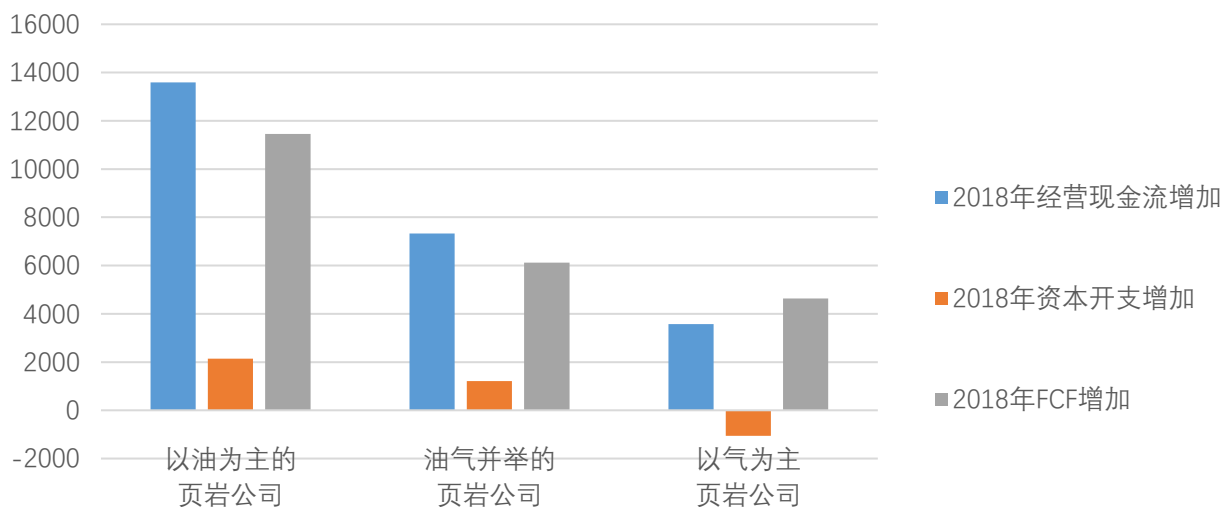
2017 年，页岩公司资本开支增加了 43%，达到 560 亿美金，尽管较 2016 年有所增长，但是相比 2014 年的高峰期仍然不到一半。资本开支转向更优质的区块，2/3 集中在 Permian, Eagle Ford, SCOOP/STACK, Bakken 和 Marcellus。

1.2. 油价 60 美金/桶以上如何分配现金流？指引给出了平稳的预期

2018 年以来，WTI 均价在 60 美金/桶以上。市场仍有担忧，页岩公司会好好执行资本开支纪律吗？还是会回到 3 年前的“赌徒”模式？

根据 RBN 预测，2018 年，页岩公司（包括页岩油和页岩气）的经营现金流会增加 245 亿美金（+31%）。而根据页岩公司披露的计划，2018 年资本开支仅增加 23 亿美金（+4%），剩余 222 亿美金则形成新增的自由现金流。

图 1：主要页岩公司 2018 年经营现金流、资本开支计划，以及自由现金流变化（百万美元）



资料来源：RBN，天风证券研究所

这 222 亿美金新增自由现金流用途将如何分配？

1) 68 亿美金将用于股份回购。康菲 (ConocoPhillips) 公布了 20 亿美金的回购。此外戴文 (Devon Energy)、赫斯 (Hess Corp)、诺布尔能源 (Noble Energy) 等也公布了回购方案。

2) 7 亿美金用于新增分红。阿纳达科将分红提高了 5 倍到 0.25 美金/股。先锋自然资源 (Pioneer Natural Resources) 也提高了分红。

3) 还有一部分现金则用于偿还债务。截至 2017 年底，这些页岩公司还有 1840 亿美金债务，尽管平均负债率 35% 的水平并不高，但仍有 10 家公司资产负债率超过 50%。

表 1：主要页岩公司公布的股票回购和现金分红方案（单位：百万美金）

公司	2018 年现金回购方案	2018 年现金分红方案
ConocoPhillips	2000	94
Devon Energy	1000	42
Hess Corp.	1000	
Noble Energy	750	
Cabot Oil & Gas	700	18
Anadarko Petroleum	500	425
Encana Corp.	400	
Laredo Petroleum	200	
Gulfport Energy	100	
Pioneer Natural Resources	100	41
Diamondback Energy		49
EOG Resources		40
Total	6750	710

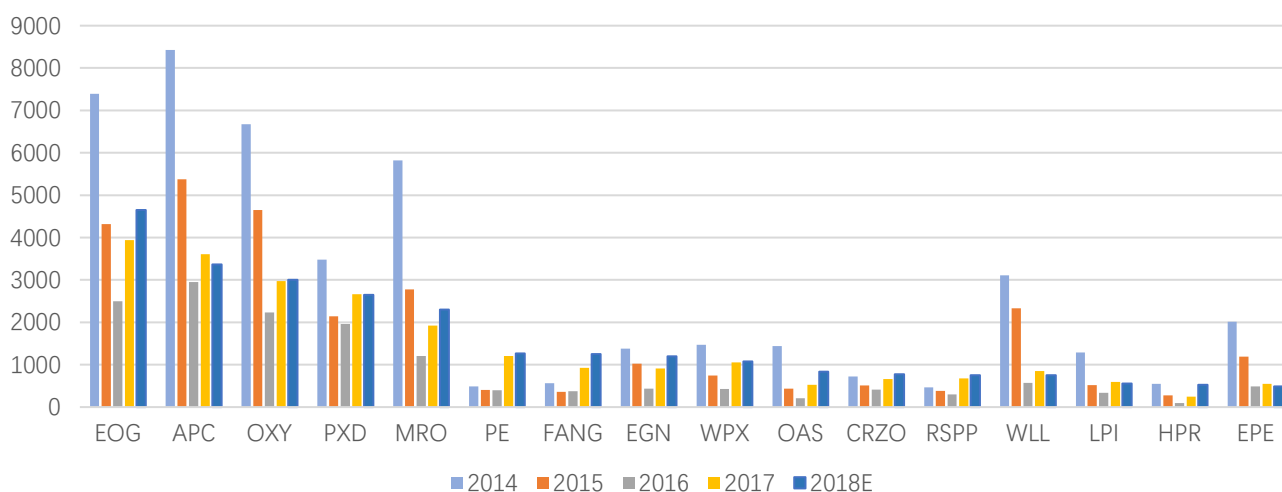
资料来源：RBN，天风证券研究所

1.3. 页岩油资本开支如何？ 2018 年增速仅 9% 显著放缓

根据页岩油公司公布的资本开支计划，2018 年页岩油资本开支将增加 9%，达到 257 亿美金，增速显著放缓（2017 年的增幅为 57%）。

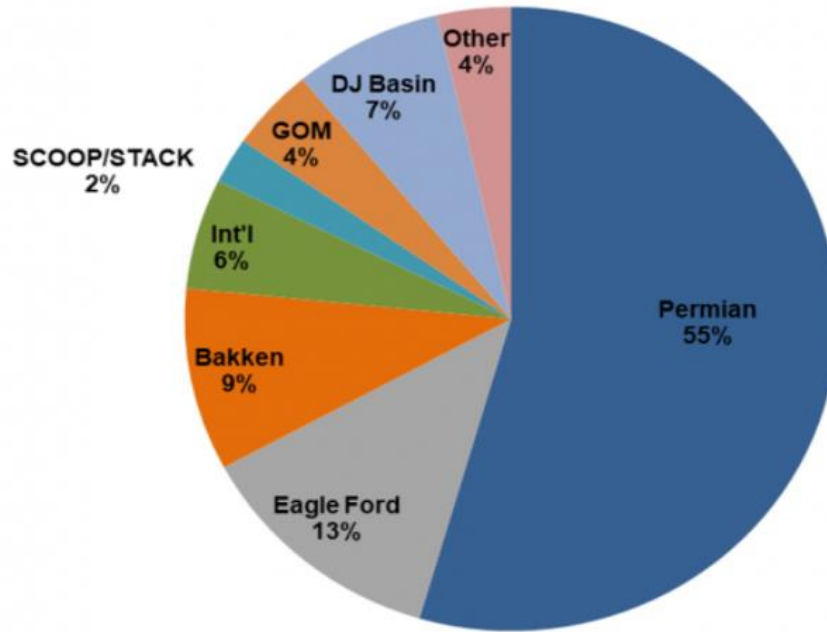
资本开支具体投向来看，Permian 仍然是热点区域。

图 2：主要页岩油公司资本开支 2018 年同比仅+9%（2017 年+57%）（百万美元）



资料来源：RBN，天风证券研究所

图 3：页岩油公司资本开支分布（2018 年）



资料来源：RBN，天风证券研究所

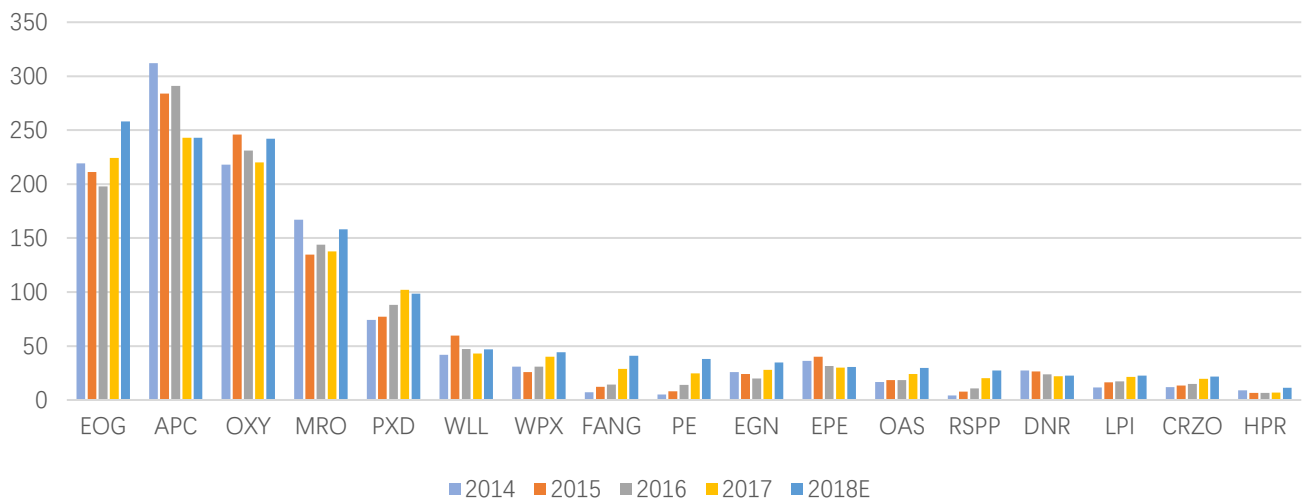
1.4. 页岩油产量增速如何？2018 年快速增长，2019 年增速存隐忧

页岩油产量变化对资本开支变化有半年到一年的滞后效应。2015 年，尽管页岩油公司资本开支显著下降 40%，但受 2014 年资本开支高位支撑，产量仍录得 13% 增长。进入 2016 年，因连续两年资本开支巨幅下降，产量终于出现下滑。2017 年，在当年资本开支大幅增加 57% 的支撑下，当年产量出现一定恢复。

2018 年，尽管预计本年度资本开支增幅仅 9%，但受 2017 年资本开支大幅增加的滞后效应拉动，全年产量预计有 11% 的增幅（根据页岩油公司计划）。

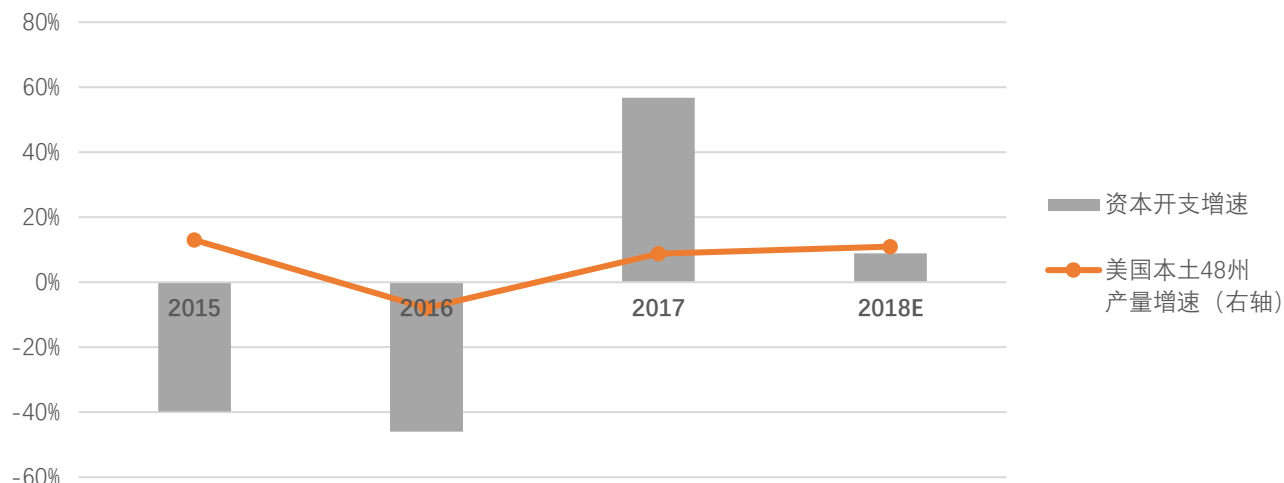
而 2018 年资本开支增速下滑对 2019 年页岩油产量增速的影响，仍然需要打一个问号。

图 4：主要页岩油公司产量（2018 年预计+11%）（万桶）



资料来源：RBN，天风证券研究所

图 5：主要页岩油公司资本开支增速与产量增速关系



资料来源：RBN，天风证券研究所

2. 重点公司年化利润估算

根据本周相关产品盈利水平，我们测算重点上市公司当前时点年化利润，结果如下：1）卫星石化时点年化利润 6.5 亿元，环比-0.2 亿；2）恒逸石化时点年化利润为 18.29 亿元，环比+0.66 亿；3）荣盛石化时点年化利润为 12.53 亿元，环比-0.17 亿；4）恒力股份时点年化利润为 29.54 亿元，环比+0.66 亿。

图 6：卫星石化时点年化利润（亿元）



资料来源：隆众石化，天风证券研究所

图 8：荣盛石化时点年化利润（亿元）



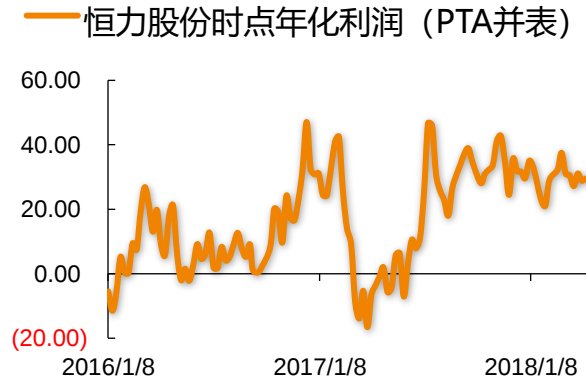
资料来源：中纤网，天风证券研究所

图 7：恒逸石化时点年化利润（亿元）



资料来源：中纤网，天风证券研究所

图 9：恒力股份时点年化利润（亿元）



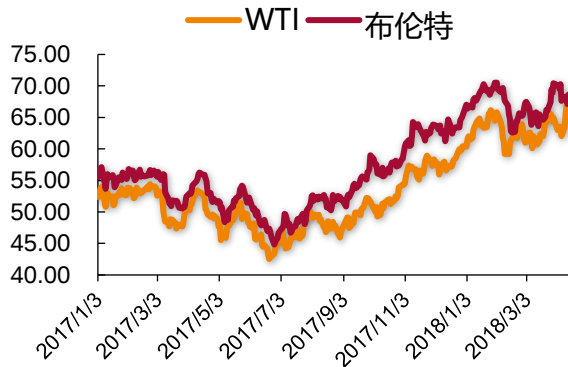
资料来源：中纤网，天风证券研究所

3. 原油行情回顾

3.1. 原油价格与钻机

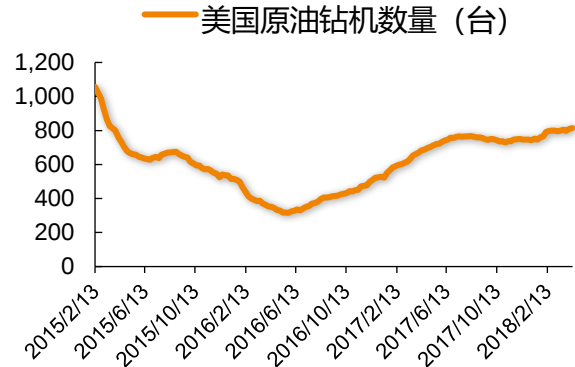
本周原油价格，WTI 67.39 美元/桶，环比+5.33 美元；布伦特 72.58 美元/桶，环比+5.47 美元。钻机方面，美国原油钻机台 815 台，环比+7 台。

图 10：国际原油价格（美元/桶）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：美国原油钻机数量（台）

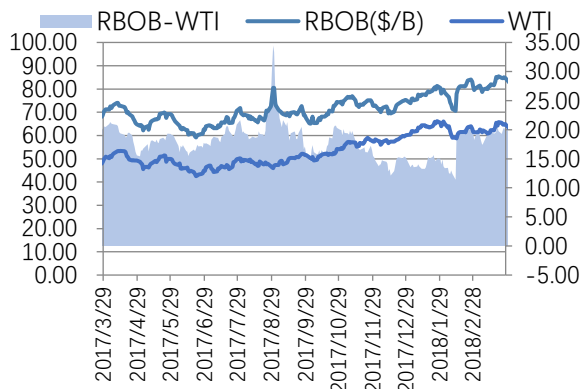


资料来源：贝克休斯，天风证券研究所

3.2. 原油裂解价差

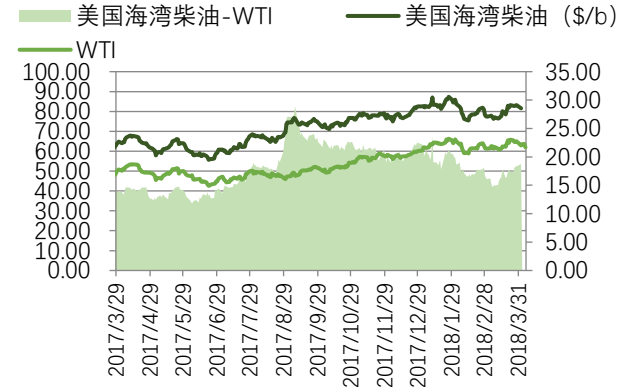
截止 4 月 6 日，国际裂解价差方面，RBOB 价差 19.91 美元，环比持平；美国海湾柴油价差 18.76 美元，环比+1.38 美金；鹿特丹汽油价差 23.12 美元，环比+2.44 美金；ICE 柴油价差 27.09 美元，环比-0.47 美金。

图 12：RBOB 裂解价差（美元/桶）



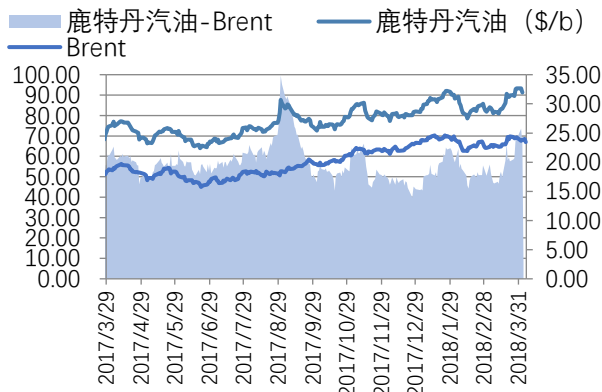
资料来源：bloomberg，天风证券研究所

图 13：美国海湾柴油裂解价差（美元/桶）



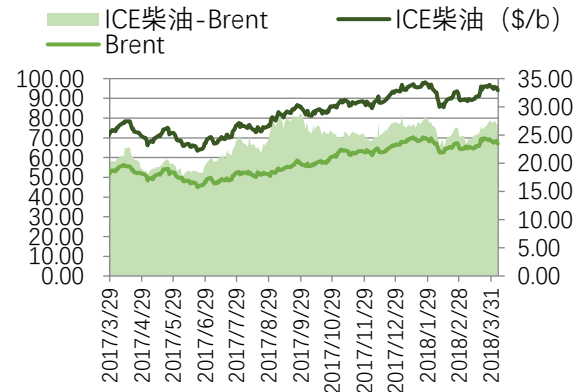
资料来源：bloomberg，天风证券研究所

图 14：鹿特丹汽油裂解价差（美元/桶）



资料来源：bloomberg，天风证券研究所

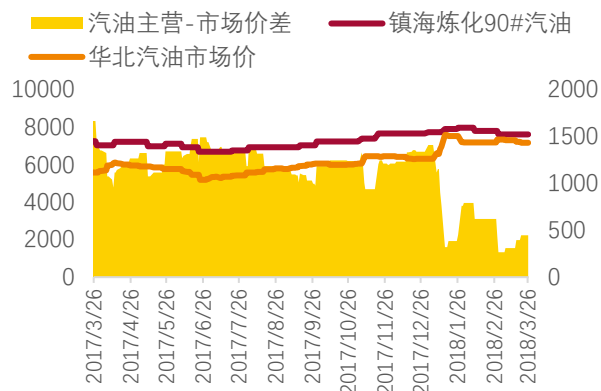
图 15：ICE 柴油裂解价差（美元/桶）



资料来源：bloomberg，天风证券研究所

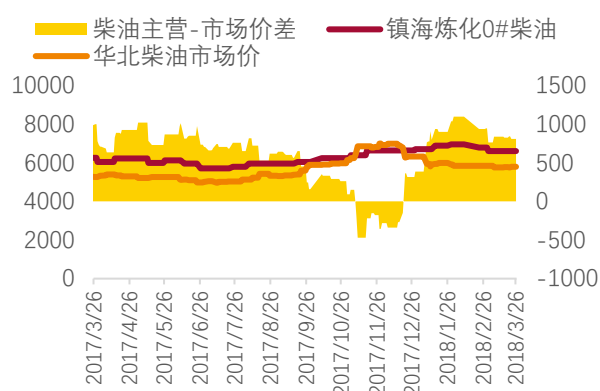
国内裂解价差方面，汽油裂解价差为 667 元/吨，环比+50 元；柴油裂解价差为 961 元/吨，环比-14 元。华北地区汽柴油裂解价差为 613 元/吨，环比+17 元。

图 16：汽油裂解价差（元/吨）



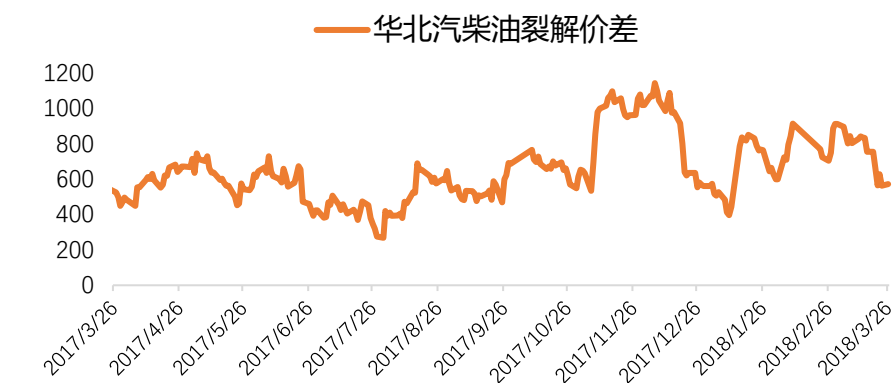
资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

图 17：柴油裂解价差（元/吨）



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

图 18：华北汽柴油裂解价差（元/吨）



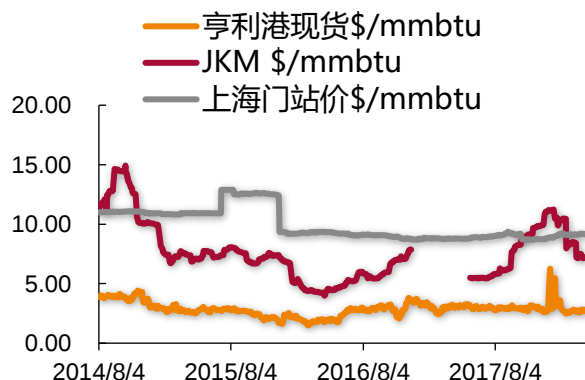
资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

4. 天然气行情回顾

4.1. 天然气价格与价差

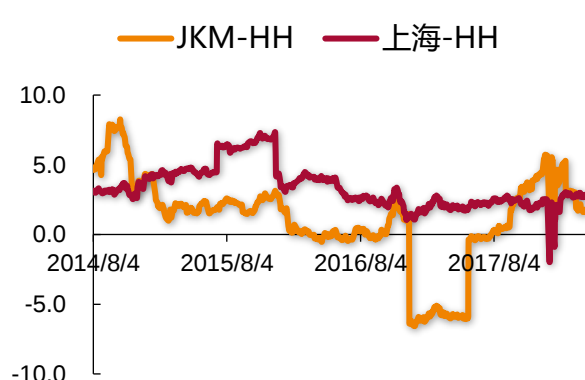
本周天然气现货价格，亨利港 2.71 美元/百万英热，环比+0.01 美元；JKM 7.18 美元/百万英热，环比+0.03 美元；上海门站价仍为 2.08 元/方。价差方面，JKM-HH 为 1.76 美元/百万英热，环比+0.02 美元；上海-HH 2.84 美元/百万英热，环比-0.01 美元。

图 19：天然气价格（美元/百万英热）



资料来源：bloomberg，天风证券研究所

图 20：天然气国际价差（美元/百万英热）

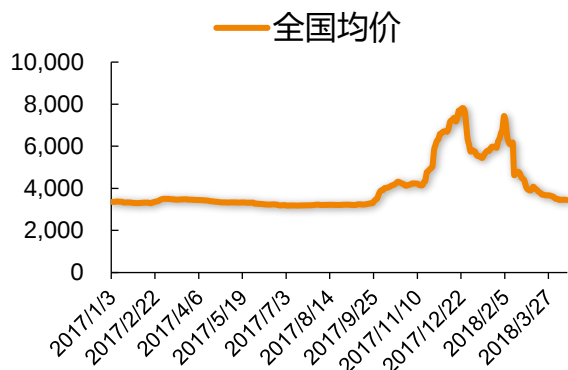


资料来源：bloomberg，天风证券研究所

4.2. 国内 LNG 价格与开工率

本周 LNG 出厂价方面,全国多数地区都有所下降,全国平均价为 3445.59 元/吨,环比-48.44 元;开工率方面,全国平均开工率为 40.05%,环比-0.17pct。

图 21: LNG 出厂均价 (元/吨)



资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

图 22: LNG 平均开工率



资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

5. 聚酯产业链行情回顾

5.1. 聚酯产品价格与价差

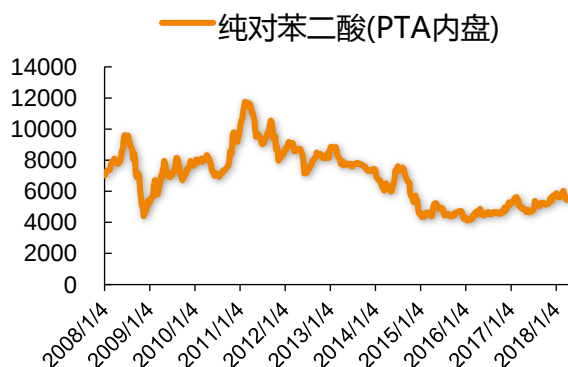
本周涤纶长纤均价为 9752 元/吨, 环比+182 元; 涤纶短纤价格 8725 元/吨, 环比持平; PTA 价格 5475 元/吨, 环比+30 元; PX 价格内盘 7500 元/吨, 环比持平, 外盘 959 美元/吨, 环比+3 美元。

图 23: 涤纶长丝均价 (元/吨)



资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

图 25: PTA 价格 (元/吨)



资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

图 24: 涤纶短纤价格 (元/吨)



资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

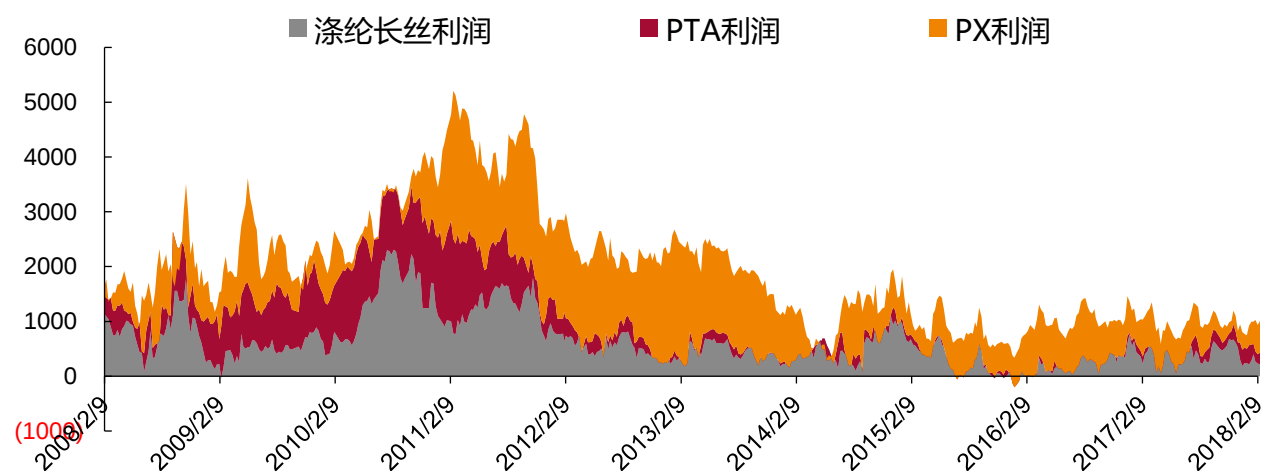
图 26: PX 价格 (元/吨)



资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

本周聚酯产品盈利情况，涤纶长丝单位盈利 488 元/吨，环比-58 元/吨；涤纶短纤单位盈利 129 元/吨，环比-174 元/吨；PTA 单位盈利 75 元/吨，环比+26 元/吨；PX 单位盈利 390 元/吨，环比+14 元。

图 27：聚酯单位盈利情况（元/吨）

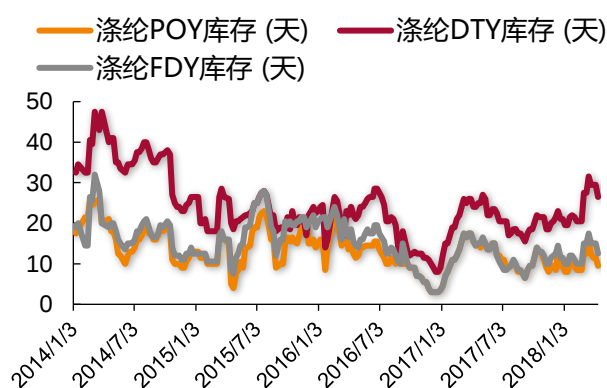


资料来源：中纤网，天风证券研究所

5.2. 聚酯产品库存与开工率

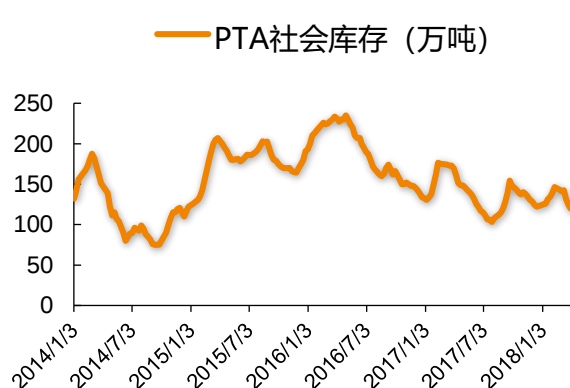
本周涤纶产品 POY 库存 9.5 天，环比-2 天；DTY 库存 26.5 天，环比-3 天；FDY 库存 12.5 天，环比-2.5 天。PTA 社会库存 118.8 万吨，环比-2.5 万吨。

图 28：涤纶库存（天）



资料来源：中纤网，天风证券研究所

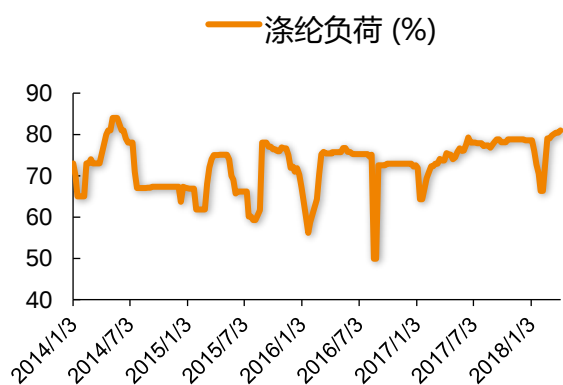
图 29：PTA 社会库存（万吨）



资料来源：中纤网，天风证券研究所

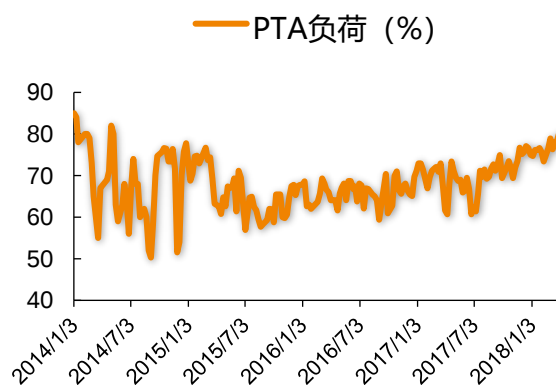
本周涤纶产品整体开工率 81%，环比+0.6pct；PTA 开工率 78.6%，环比-1.6pct。

图 30：涤纶开工率



资料来源：中纤网，天风证券研究所

图 31：PTA 开工率



资料来源：中纤网，天风证券研究所

5.石化产品价差

本周石化产品价差涨幅前三为：聚乙烯（53.3%）、顺丁橡胶（7%）、PTA（2.6%）。

表 2：石化产品价差（元/吨）

产品	2018/4/13	上周涨跌	本周涨跌	上月涨跌	本月涨跌
炼油景气指数（中信）	156,766	-1.8%	5.5%	0.6%	-36.1%
乙烯景气指数（中信）	755,009	0.8%	-1.6%	-6.8%	9.5%
PDH 价差	363	-25.4%	-42.1%	51.9%	115.2%
丁二烯与原料价差	2,310	44.4%	0.0%	-11.2%	-33.0%
聚乙烯与原料价差	725	0.1%	53.3%	401.7%	-24.5%
聚丙烯与原料价差	8,175	4.6%	4.5%	1.3%	-9.5%
PVC	-378	0.1%	-36.9%	-136.8%	-209.4%
ABS	8,844	1.1%	-0.3%	-1.7%	-3.9%
苯乙烯	11,750	0.0%	-2.9%	-1.9%	-0.9%
顺丁橡胶与原料价差	3,800	2.9%	7.0%	-12.1%	-15.6%
涤纶长丝与原料价差	7,975	0.3%	2.6%	-3.3%	-1.4%
PTA 与原料价差	-7,975	0.3%	2.6%	876.5%	-1.4%
锦纶长丝与原料价差	5,167	0.0%	-0.6%	2.3%	4.8%
己内酰胺	7,182	2.6%	-0.3%	-3.7%	-5.5%
氨纶与原料价差	29,800	-2.3%	1.7%	7.3%	-4.5%
丙烯酸与原料价差	4,960	-4.3%	1.6%	0.9%	12.2%
甲乙酮与原料价差	9,000	-1.1%	-4.3%	-6.9%	2.5%
己二酸	10,900	-3.4%	-5.2%	2.7%	-4.4%

资料来源：中纤网，隆众资讯，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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com