

## 地缘政治风险加剧，油价创三年新高

### 投资要点

- **地缘政治短期将持续主导油价，油价已创近三年新高，短期或向上突破。**1) 2018年4月14日美国联合英法攻击叙利亚，动荡不安的局势或影响伊朗、沙特以及伊拉克原油的开采和运输，原油供给有望下降，短期油价或上涨。2) 沙特暗示希望实现80美元/桶油价水平，以助沙特阿美IPO计划顺利实施。目前沙特1月至3月原油产量分别为999万桶/天、998万桶/天、993万桶/天，总体呈下降趋势，沙特能否与俄罗斯达成新的长期减产协议值得关注。3) 短期油价大幅上行。ICE布油自4月9日至今上涨8.6%至72.62美元/桶，WTI原油自4月9日至今上涨6.9%至63.98美元/桶，油价已创近三年新高。
- **2018年供需仍将处于紧平衡状态，长期维持中油价时代观点，布伦特油价中枢有望上移至65美元/桶。**我们预计2018年原油供给有望增加155万桶/天，需求有望增加170万桶/天，库存有望进一步下降。供给端的增量中美国原油增量有望达130万桶/天，目前美国石油活跃钻机数已达815台，库存井数量创新高至15202台，由于美国原油产量上行使油价承受一定下行压力。OPEC减产国1月和2月减产执行率分别为138%和147%，3月OPEC原油产量下降至3196万桶/天，环比减产20万桶/天，OPEC减产执行较好将有效消化部分美国产量增量。叙利亚战火蔓延或导致周边产油国原油供给下降；沙特阿美IPO或导致OPEC国家进一步减产；委内瑞拉国内经济恶化或导致原油供给断裂；伊朗核协议存在被废除风险，可能导致伊朗出口大幅减少，预计将减少100万桶/日的出口量；俄罗斯产量或继续小幅增加，成为影响减产协议的一大不确定因素。综合来看，在不发生大规模的地缘政治冲突的情况下，2018年原油市场供需仍偏紧，下游新增需求有望覆盖供给增量，库存进一步下降，油价中枢较2017年有望上移至65美元/桶；如果考虑地缘政治风险持续发酵，油价中枢可能会被进一步推高。
- **投资建议：中油价时代，炼化板块将继续保持高度景气+油价上涨，煤化工比较优势显现。**在油价低于80美元/桶的情况下，我们建议三条投资主线：
  - 主线1：以**中国石化(600028.SH)**为首的综合性油气公司，一方面油价回暖，将带来上游勘探开采板块的盈利持续改善，为公司带来业绩增量；另一方面，中油价将保证炼油和化工板块持续保持高度景气，炼化毛利保持稳定，公司的ROE水平将得到明显提升。
  - 主线2：中油价时代下，民营大炼化板块同样将高度收益。这些大型的炼化一体化项目预计18年和19年初陆续投产，将为公司带来巨大的利润增量，当前时点下，我们重点推荐低估的**恒逸石化(000703.SZ)**和**桐昆股份(601233.SH)**，建议关注**荣盛石化(002493.SZ)**。
  - 主线3：油价上行将提升煤化工成本比较优势，提升煤化工竞争力，建议关注优质煤化工公司：**鲁西化工(000830.SZ)**、**华鲁恒升(600426.SH)**、**阳煤化工(600691.SH)**、**华谊集团(600623.SH)**、**新奥股份(600803.SH)**、**广汇能源(600256.SH)**、**中国化学(601117.SH)**等。
- **风险提示。**全球宏观经济下滑的风险；原油价格大幅波动的风险；炼化项目建设不及预期的风险。

### 西南证券研究发展中心

分析师：商艾华  
执业证号：S1250513070003  
电话：021-50755259  
邮箱：shah@swsc.com.cn

分析师：黄景文  
执业证号：S1250517070002  
邮箱：hjjw@swsc.com.cn

### 行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

股票家数	322
行业总市值(亿元)	35,340.82
流通市值(亿元)	33,247.84
行业市盈率TTM	22.26
沪深300市盈率TTM	13.3

### 相关研究

1. 纯碱行业动态跟踪报告：供需利好叠加，价格弹性爆发 (2018-04-10)
2. 石化板块动态跟踪报告：中油价时代，炼化板块将继续保持高度景气度 (2018-03-12)
3. 醋酸行业动态跟踪报告：行业否极泰来，长牛周期已在途 (2018-03-01)
4. 石油石化行业周报(1.29-2.4)：关注三桶油18年资本开支，LNG价格暴涨 (2018-02-05)
5. 石油石化行业周报(1.15-1.21)：中国原油期货即将上线，利好国内炼化企业 (2018-01-22)

## 目 录

<b>1 地缘政治短期持续主导油价</b> .....	<b>1</b>
1.1 叙利亚战火蔓延，或助推油价短期大幅上涨 .....	1
1.2 沙特阿美上市在即，油价或向上抬头 .....	2
<b>2 供给端：OPEC 减产 VS 美国原油供给创新高</b> .....	<b>4</b>
2.1 OPEC：减产执行率创新高，原油产量持续下滑 .....	4
2.2 非 OPEC：美国供给创新高，俄罗斯产量平稳 .....	7
<b>3 需求端：经济复苏强劲，需求上调频繁</b> .....	<b>10</b>
<b>4 库存端：库存仍处去化周期，对油价形成有力支撑</b> .....	<b>11</b>
<b>5 供需格局：紧平衡市场预期不变</b> .....	<b>11</b>
<b>6 投资建议：中油价时代，炼化板块将继续保持高景气度，油价上涨提升煤化工比较优势</b> .....	<b>12</b>
6.1 中国石化（600028.SH）：上游板块提供业绩弹性，炼化板块维持高景气度 .....	12
6.2 恒逸石化（000703.SZ）：炼化+化纤一体化龙头企业迅速崛起 .....	13
6.3 桐昆股份（601233.SH）：涤纶长丝绝对龙头，向上游 PTA 和炼化延伸 .....	13
6.4 鲁西化工（000830.SZ）：产品价格中枢上移，高成长属性不改 .....	14
6.5 华鲁恒升（600426.SH）：一体化优势显著，煤化工平台茁壮成长 .....	14
<b>7 风险提示</b> .....	<b>15</b>

## 图 目 录

图 1: 叙利亚低原油产量 .....	1
图 2: 叙利亚紧邻中东主要产油国 .....	1
图 3: 原油期货价格攀升 .....	2
图 4: 沙特阿拉伯原油产量低位运行 .....	2
图 5: 沙特经济和财政对原油依赖程度高 .....	3
图 6: 沙特阿美上市舆论时间轴 .....	4
图 7: 2018 年以来 OPEC 原油产量延续下滑态势 .....	5
图 8: 伊朗伊斯兰共和国原油产量高位平稳运行 .....	6
图 9: 伊拉克原油产量高位平稳运行 .....	6
图 10: 利比亚原油供给持续增长 .....	6
图 11: 尼日利亚原油供给呈增长态势 .....	6
图 12: 委内瑞拉原油产量创新低至 149 万桶/天 .....	7
图 13: 美国原油供给创新高至 1014 万桶/天 .....	7
图 14: 美国 7 大页岩油产区分布情况 .....	8
图 15: 美国页岩油产量 (万桶/天) .....	8
图 16: 美国原油产量 (万桶/天) 和采油钻机数 (台) .....	8
图 17: 美国页岩油钻井数 (口) 与完井数 (口) .....	9
图 18: 美国页岩油库存井数 (口) .....	9
图 19: 完井数、库存井数与油价关系 .....	9
图 20: WTI 原油商业空头持仓量突破 150 万张 .....	10
图 21: 俄罗斯原油供给低速增加 .....	10
图 22: OECD 原油库存 (亿桶) .....	11
图 23: 美国商业原油库存 (亿桶) .....	11
图 24: EIA 预计 2018 年原油市场供过于求 .....	12
图 25: IEA 预计 2018 年原油市场供不应求 .....	12

## 表 目 录

表 1: 2011 年至今叙利亚战火纷飞 .....	1
表 2: 原油减产国减产执行率 .....	4
表 3: 三大机构对原油需求预测 .....	11

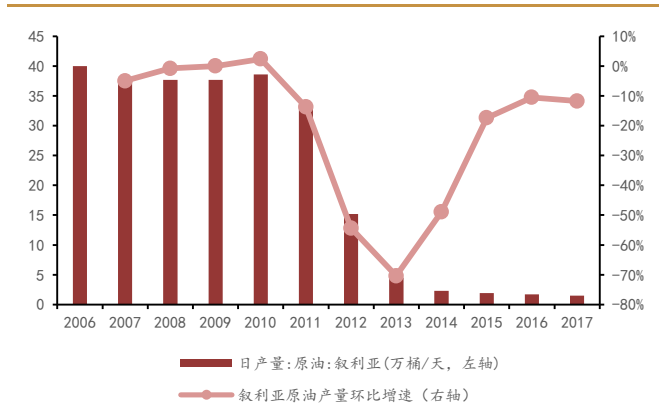
# 1 地缘政治短期持续主导油价

## 1.1 叙利亚战火蔓延，或助推油价短期大幅上涨

2018年4月14日，美国联合英法对叙利亚进行精准打击以对其使用化学武器进行制裁。叙利亚局势的恶化或将导致短期内油价大幅上涨；从行业基本面出发，我们认为在地缘政治风险缓解后，油价可能面临回调。长期来看，我们维持中油价时代观点，2018年布伦特油价中枢有望上移至65美元/桶。

**攻击叙利亚不会对全球原油产量造成重大的影响。**由于叙利亚不是重要的产油国，据彭博数据显示，叙利亚目前原油产量为1.5万桶/天，只占据全球原油日产量的1.6%左右。但是叙利亚战火背后应当关注到，第一，叙利亚地理位置极为重要，它临近伊拉克、沙特阿拉伯、伊朗等中东重要产油国，同时也接近重要的原油运输管道。若叙利亚局势不断恶化，中东动荡的局势或对原油开采以及运输产生不利的影响，短期内中东原油供给有望下降。第二，叙利亚战争背后是美俄两国的政治军事博弈，美俄两国自2011年开始在叙利亚问题上互不相让，因此叙利亚局势难以通过欧美的联合打击在短期内快速平定。第三，虽然地缘政治风险有望导致油价短期大幅上涨，但是如果地缘政治风险解除后，从行业基本面出发，原油价格可能面临回调风险。

图 1：叙利亚低原油产量



数据来源：OPEC, Bloomberg, 西南证券整理

图 2：叙利亚紧邻中东主要产油国



数据来源：Bloomberg, FX168 财经网, 西南证券整理

表 1：2011 年至今叙利亚战火纷飞

时间	事件
2011年3月	反政府武装抗议引发骚乱。
2011年8月	奥巴马要求叙利亚总统阿萨德下台。
2012年5月	美国开始向叙利亚反政府武装在紧急情况下提供非“致命”援助。
2012年8月	奥巴马称使用化学武器将会是“红线”。
2013年8月	巴沙尔政府在大马士革周边使用沙林毒气，导致 1400 人丧生。奥巴马请求国会批准使用有限军事力量作为回应。
2013年9月	叙利亚同意放弃使用化学武器。
2014年9月	美国开始空袭叙利亚，国会批准“Syria Train and Equip program”。
2015年9月	俄罗斯开始空袭叙利亚。

时间	事件
2016年8月	土耳其开始在叙利亚北部展开反击IS的军事行动。
2016年12月	叙利亚政府从反政府武装那里重新夺回最大城市 Aleppo。
2017年4月	KhanSheikhoun 发生沙林毒气袭击，导致 80-100 人丧生。美国从 AlShayrat 发射了 59 枚导弹作为回应。
2017年5月	俄罗斯、伊朗和土耳其宣布叙利亚的非冲突地区。
2017年7月	美国、俄罗斯和约旦在叙利亚西南部建立停火区域。
2018年4月	Douma 地区对平民使用化学武器袭击事件，致数十人死亡。

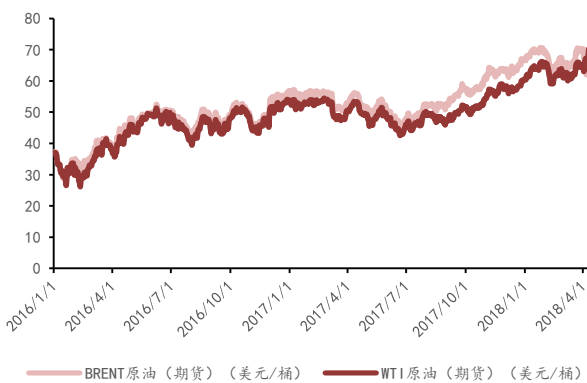
数据来源：USCRS，西南证券整理

## 1.2 沙特阿美上市在即，油价或向上抬头

阿美上市助推油价短线上涨。2018年4月11日，据彭博社报道，沙特暗示希望实现80美元/桶的油价水平，以便支持该国政府的政策议程以及能源巨头沙特阿美的IPO计划。受该消息影响，油价短线上涨。当日，WTI5月原油期货上涨至65.51美元/桶，收涨2.09美元，涨幅3.3%；布伦特6月原油期货上涨至71.04美元/桶，收涨2.39美元，涨幅3.48%。

2018年以来，沙特原油产量延续了2017年低位运行的态势。较2016年1039万桶/天的产量水平，目前沙特阿拉伯原油产量低位运行，2018年1月、2月、3月其原油产量分别为999万桶/天、998万桶/天、993万桶/天。沙特意图通过维持低产量水平以减少原油供给，从而促使在沙特阿美上市前，油价得以进一步回升，以提升其整体估值。

图3：原油期货价格攀升



数据来源：Wind，西南证券整理

图4：沙特阿拉伯原油产量低位运行



数据来源：OPEC，西南证券整理

沙特国家石油公司的全称为 Saudi Arabian American Oil Company 简称 Saudi Aramco (沙特阿美)。沙特政府将出售沙特阿美不超过5%股份用于首次公开发行IPO，据估计沙特阿美公司估值高达2万亿美元，因此其IPO或将募集1000亿美元的资金。

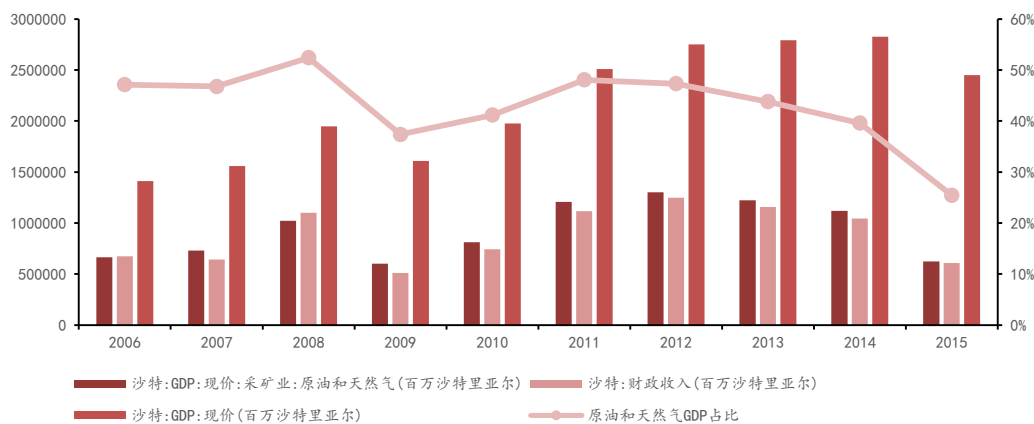
为实现国家经济多元化，沙特启动沙特阿美上市计划。2016年4月25日，沙特阿拉伯公布了名为“沙特2030愿景”的改革计划，以破除国家经济结构单一、对国际政治严重依赖的困境，实现国家经济多元化的改革目的。沙特阿美上市计划是该改革计划的一部分。

1) 沙特阿拉伯经济和财政对石油经济的依赖程度高。由于沙特拥有丰富的石油资源，且据 Reistad Energy 测算其桶油成本约为9美元/桶，在50美元/桶的油价水平下，石油行业

的暴利导致其他产业发展动力不足，国家经济和财政对与石油经济依赖程度高。据 IMF 统计，石油收入约占沙特阿拉伯国家财政收入的 60%，石油化工品出口额约占其总出口额的 75%。

**2) 油价下行叠加 OPEC 限产协议，国家财政面临巨额赤字且外汇储备不足。**一方面，沙特阿拉伯的国家财政预算是基于特定的油价和产量测算的，2014 年油价暴跌，受投资能力、原油开采周期以及国际油价博弈的限制，加之 OPEC 限产协议，沙特阿拉伯原油产量短期内难以增加以消除油价暴跌的影响。另一方面，国家财政支出并未同比例缩减，因此，国家出现巨额的财政赤字。此外，根据美林银行的预测，按照沙特阿拉伯目前外汇储备的消耗速度，沙特剩余的 4889 亿美元的外汇储备将在 5 年内耗尽。

**图 5：沙特经济和财政对原油依赖程度高**

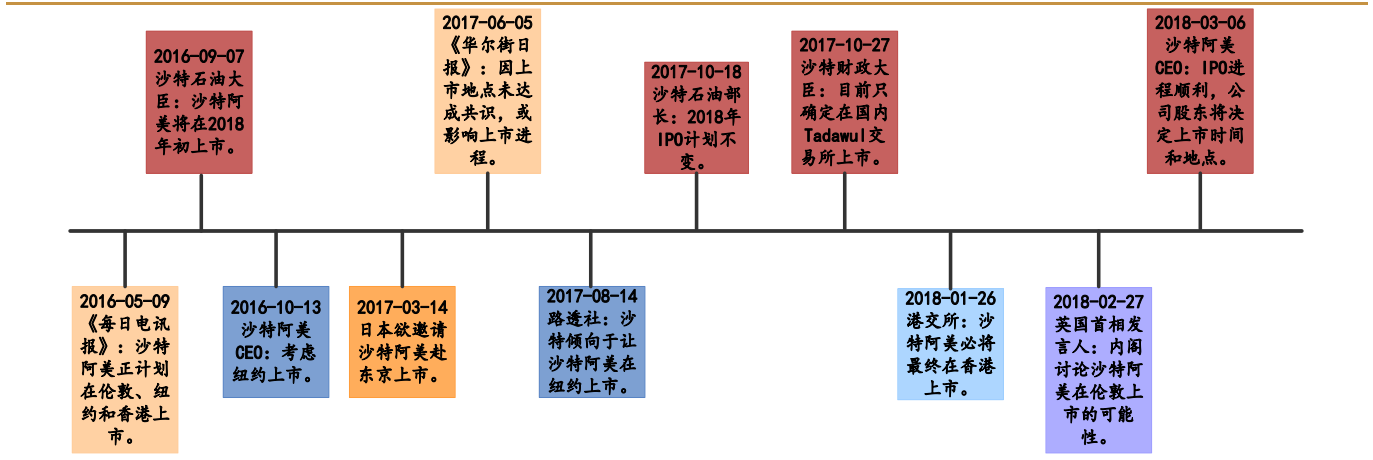


数据来源：沙特统计局，西南证券整理

**沙特阿美上市或改变原油市场格局。**沙特阿拉伯原油储量 2664.5 亿桶，位列全球第 2，仅次于委内瑞拉；天然气储量 294.3 万亿标准立方英尺，居全球第 6。沙特阿拉伯油气资源极为丰富，而沙特阿美拥有沙特阿拉伯国内所有原油以及天然气勘探及开采权。

**1) 在沙特阿美上市之前，油价或有所提升。**为提升公司在资本市场的估值，2017 年沙特阿拉伯已经通过减少石油产量，让出部分市场份额，通过限产减少供给端的量促使油价上升。2018 年 1 月和 2 月沙特原油产量持续低位运行，目前虽尚无迹象表明沙特准备加大减产力度以达到 80 美元/桶的目标，但是我们预计在沙特阿美上市之前，沙特有望继续采取目前的减产措施，油价进一步回暖的概率较大。

**2) 在沙特阿美上市之后，需密切关注沙特阿拉伯对减产的态度。**通过首次发行 IPO，沙特阿美有望吸引大量海外资金投资当地海上和非常规油气项目，沙特阿拉伯原油供应能力会大幅上升。在高油价的刺激下，未来沙特阿拉伯是否严格执行减产协议，甚至增加产量都会对整个原油市场的供需格局造成影响。沙特王储在访美时，称 OPEC 有望在未来 10 年至 20 年内就原油供应与俄罗斯达成进一步的合作，正在计划将每年都要重新续订的协议转换成一个持续 10 年到 20 年的长期协议。因此，主要原油生产国之间能否达成新的协议框架对未来原油市场的供需格局将产生重要影响。

**图 6：沙特阿美上市舆论时间轴**


数据来源：西南证券整理

**原油市场供需格局决定油价长期走势。**受沙特对油价 80 美元/桶预期水平的刺激，油价短线上涨，我们认为短期来看，地缘政治因素对油价会有所刺激；但长期来看，油价中枢是否上移，最终取决于原油市场供需格局的变化，包括 OPEC 产量、美国页岩油产量、钻机活动情况、以及全球经济增速带来的需求预期变化等。

## 2 供给端：OPEC 减产 VS 美国原油供给创新高

### 2.1 OPEC：减产执行率创新高，原油产量持续下滑

自 2018 年以来，OPEC 减产执行率屡创新高，相较于 2017 年 OPEC 整体 95% 的减产执行率，2018 年 1 月和 2 月，OPEC 减产执行率分别为 138% 和 147%。在高减产执行率下，OPEC 原油产量持续下降，2018 年 1 月、2 月、3 月 OPEC 原油产量分别为 3227 万桶/天、3216 万桶/天、3196 万桶/天。

非 OPEC 国家中，目前，墨西哥、阿曼苏丹共和国、俄罗斯的减产执行率较高，分别为 260%、106%、87%。

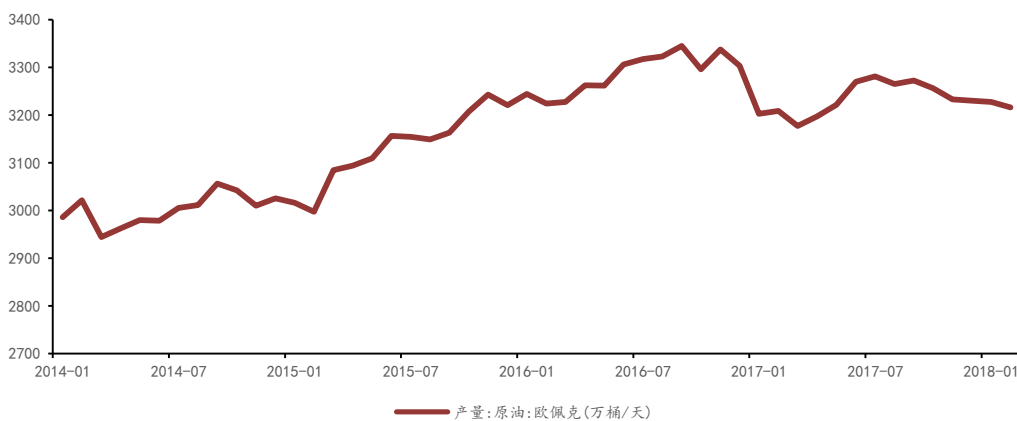
**表 2：原油减产国减产执行率**

OPEC 减产国	2017 年减产执行率	2018 年 1 月减产执行率	2018 年 2 月减产执行率
委内瑞拉	106%	481%	544%
安哥拉	137%	232%	232%
卡塔尔	129%	93%	160%
阿拉伯联合酋长国	58%	117%	153%
厄瓜多尔	66%	108%	146%
伊朗伊斯兰共和国	104%	103%	126%
沙特阿拉伯	121%	116%	116%
科威特	100%	105%	105%
阿尔及利亚	83%	138%	98%

OPEC 减产国	2017 年减产执行率	2018 年 1 月减产执行率	2018 年 2 月减产执行率
赤道几内亚	109%	83%	83%
伊拉克	43%	39%	39%
加蓬	8%	-89%	22%
<b>OPEC 合计 (注 1)</b>	<b>95%</b>	<b>138%</b>	<b>147%</b>
墨西哥	160%	213%	260%
阿曼苏丹国	95%	100%	106%
俄罗斯	80%	88%	87%
其他 (注 2)	25%	54%	25%
阿塞拜疆共和国	90%	-3%	22%
哈萨克斯坦	-176%	-520%	-604%
<b>非 OPEC 合计</b>	<b>82%</b>	<b>81%</b>	<b>86%</b>

数据来源：IEA，西南证券整理。注 1：OPEC 减产国家包括 12 个国家，利比亚和尼日利亚受国内战乱影响，获得减产豁免权。注 2：包括巴林王国、文莱、马来西亚、苏丹共和国、南苏丹共和国。

**图 7：2018 年以来 OPEC 原油产量延续下滑态势**



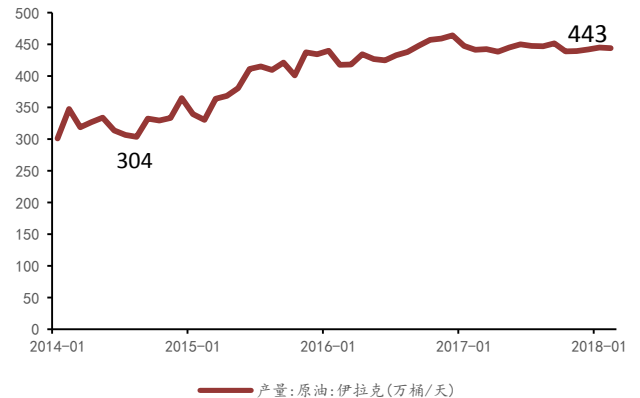
数据来源：OPEC，西南证券整理

**1) 主要原油供应国产量高位运行，低速下降。**2016 年以来，伊朗伊斯兰共和国原油产量由 294 万桶/天逐步上升至 373 万桶/天，且产量水平日趋平稳。2017 年其原油产量为 381 万桶/天，2018 年 1 月至 3 月，其原油产量分别为 382 万桶/天、381 万桶/天、381 万桶/天。与伊朗相似，自 2018 年以来，伊拉克原油产量高位平稳运行，但产量略有下滑，1 月至 3 月其产量水平分别为 445 万桶/天、444 万桶/天和 443 万桶/天。



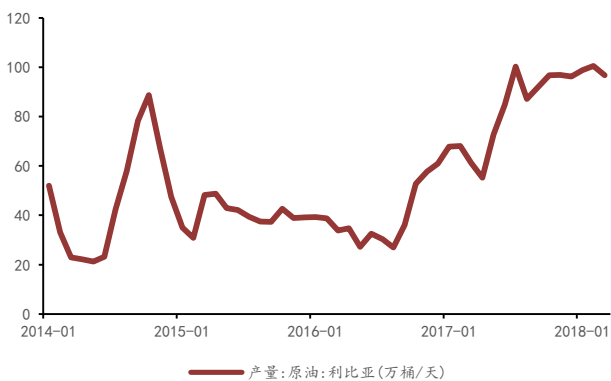
**图 8：伊朗伊斯兰共和国原油产量高位平稳运行**


数据来源：OPEC，西南证券整理

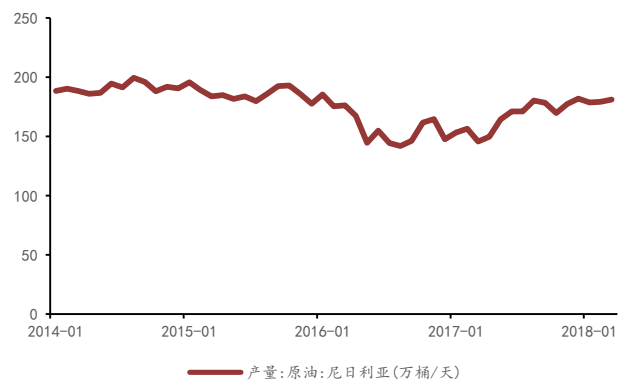
**图 9：伊拉克原油产量高位平稳运行**


数据来源：OPEC，西南证券整理

**2) 减产豁免国原油产量高位运行，低速增长。**利比亚和尼日利亚因国内战乱和经济萧条，享有原油减产豁免权。自 2016 年 7 月以来，其原油产量增幅明显，截至 2017 年 12 月，利比亚原油产量由 27 万桶/天增加至 96 万桶/天，增幅 255.6%；尼日利亚原油产量由 144 万桶/天增加至 182 万桶/天，增幅 26.4%。自 2018 年以来，两国原油产量均保持低速增长，其中，利比亚 1 月至 3 月原油产量分别为 99 万桶/天、101 万桶/天和 97 万桶/天。同期，尼日利亚原油产量分别为 179 万桶/天、179 万桶/天和 181 万桶/天。其中，据彭博社报道，利比亚国内第一大油田沙拉拉油田已于 3 月初暂停生产，因此，利比亚 3 月份原油产量环比下降 3.7%。

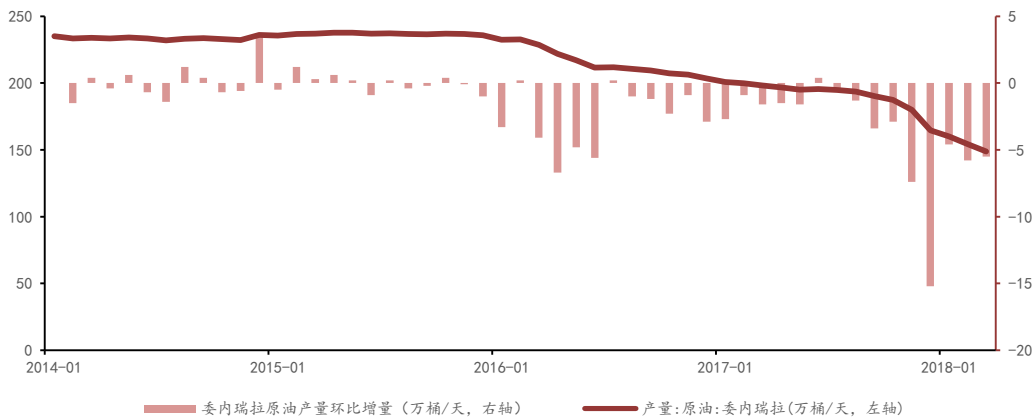
**图 10：利比亚原油供给持续增长**


数据来源：OPEC，西南证券整理

**图 11：尼日利亚原油供给呈增长态势**


数据来源：OPEC，西南证券整理

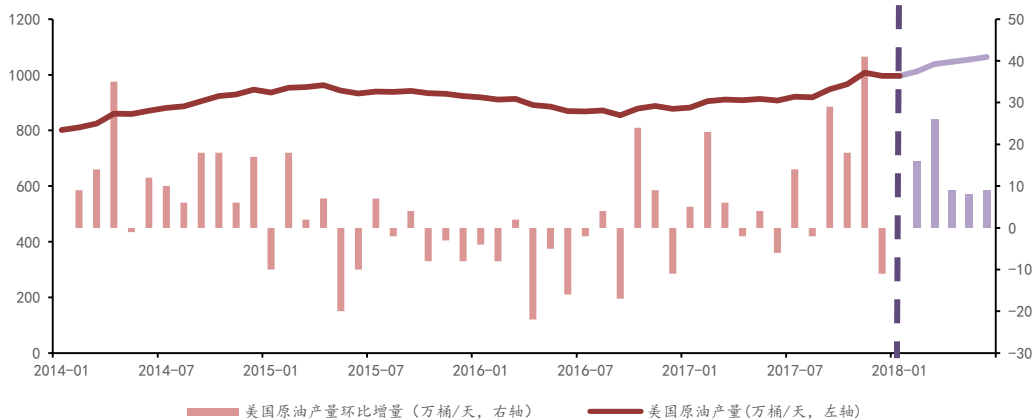
**3) 委内瑞拉原油产量创新低。**因国内经济危机不断加重，以及债务违约风险不断攀升，目前委内瑞拉国内石油网络不断恶化，主要表现为投资匮乏和石油钻机数量不足。IEA 在最新的月报中称，随着其国内经济环境的恶化，委内瑞拉极有可能触发原油供应中断危机。截至 2018 年 3 月，其原油产量已由 2014 年初 235 万桶/天的水平下降至 149 万桶/天，降幅达 37%。

**图 12: 委内瑞拉原油产量创新低至 149 万桶/天**


数据来源: OPEC, 西南证券整理

## 2.2 非 OPEC: 美国供给创新高, 俄罗斯产量平稳

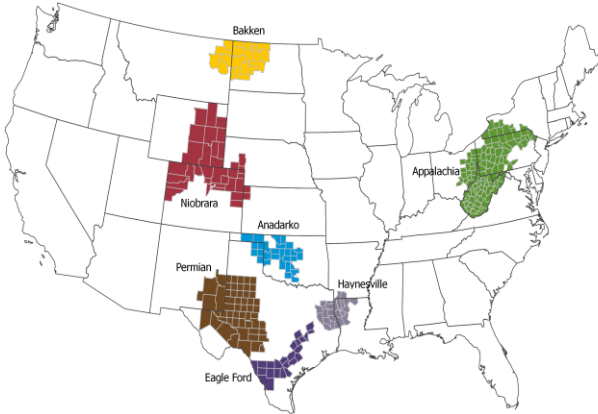
**1) 美国原油供给创新高。**截至 2018 年 2 月, 美国原油产量达 1014 万桶/天, 且据 EIA 最新月报估计, 3 月美国原油供给有望达 1040 万桶/天, 环比增加 26 万桶/天, 其预计 2018 年美国原油供给将达 1070 万桶/天, 有望创下历史最高年均原油产量, 2019 年原油供给将进一步增加至 1140 万桶/天。

**图 13: 美国原油供给创新高至 1014 万桶/天**


数据来源: EIA, 西南证券整理

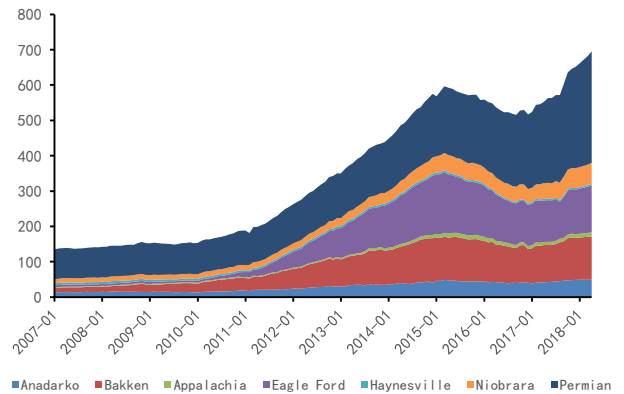
**美国页岩油供给增速加快, 助推原油产量创新高。**自 2018 年以来, 美国页岩油供给持续增长, 其中 1 月、2 月、3 月页岩油产量分别为 662 万桶/天、672 万桶/天、682 万桶/天, 环比增速为 1.5%、1.6%、1.6%。据 EIA 估计, 4 月美国页岩油产量有望达 695 万桶/天, 环比增速为 1.9%。较 2017 年 581 万桶/天的产量水平, 美国页岩油产量目前正高位向上运行。

图 14: 美国 7 大页岩油产区分布情况



数据来源: EIA, 西南证券整理

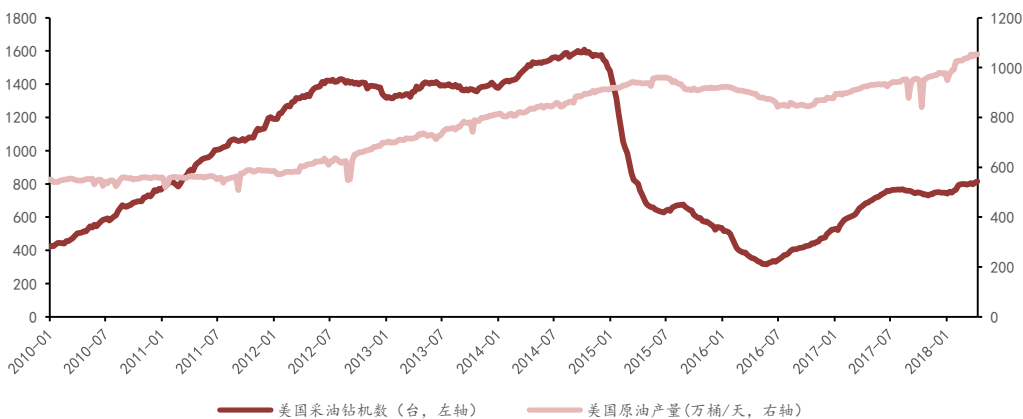
图 15: 美国页岩油产量 (万桶/天)



数据来源: EIA, 西南证券整理

页岩油钻机数量已达 815 台, 创历史新高。自 2016 年 5 月以来, 美国页岩油钻机数由 316 台持续高速增长, 尽管 2017 年下半年以来, 钻机数量增速出现滞涨, 但是 2017 年末钻机数量已至 747 台。2018 年以来, 钻机数量继续向上突破 800 台, 截止 2018 年 4 月 13 日, 美国原油钻机数已达 815 台, 创历史新高。

图 16: 美国原油产量 (万桶/天) 和采油钻机数 (台)



数据来源: EIA, 贝克休斯, 西南证券整理

钻井增量持续领先完井增量, 积压大量库存井。钻井数、完井数以及库存井数之间存在如下关系: 钻井数=完井数+新增库存井。自 2018 年以来, 钻井数和完井数均一路攀升, 但是每月钻井数均大于完井数, 即每月都会有新增的库存井出现, 导致库存井不断积压, 截止 2018 年 2 月, 美国库存井已达 15202 口, 较 1 月增加 220 口。

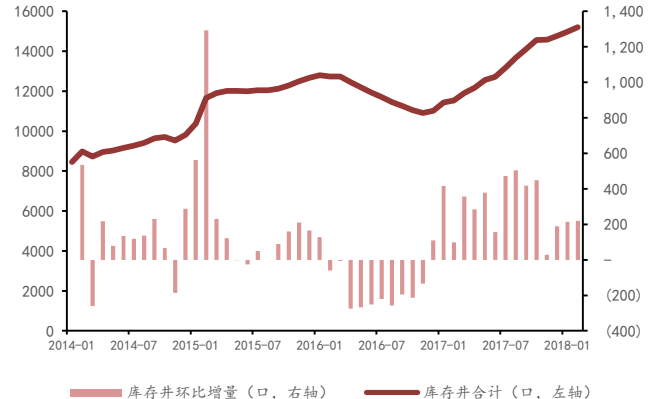
美国页岩油开采成本适中, 开采便利, 对油价反映灵敏。一方面, 完井数影响短期油价, 完井数的增多会直接导致原油供给量的增多, 短期油价有望下移。另一方面, 库存井数影响中长期油价, 库存井代表着未来的产油能力, 在高油价的刺激下, 库存井可随时完井, 长期来看页岩油供给能力有望增多, 油价将承受下行压力。

图 17: 美国页岩油钻井数 (口) 与完井数 (口)



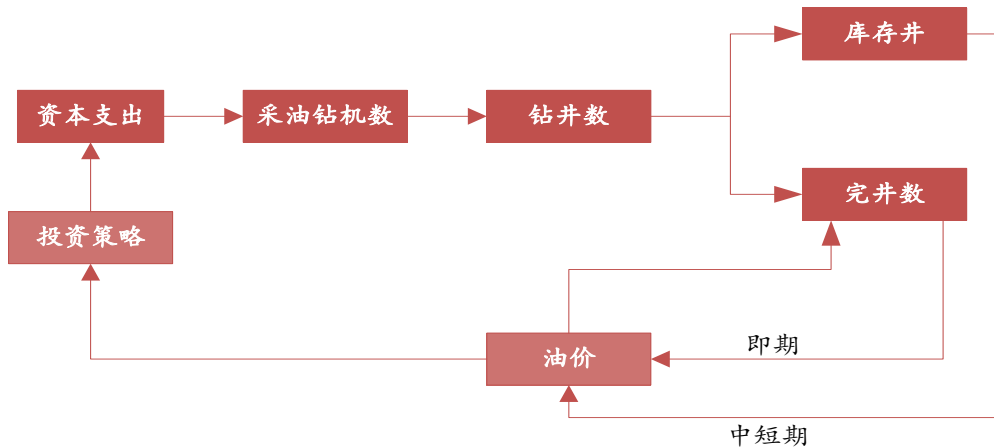
数据来源: EIA, 西南证券整理

图 18: 美国页岩油库存井数 (口)



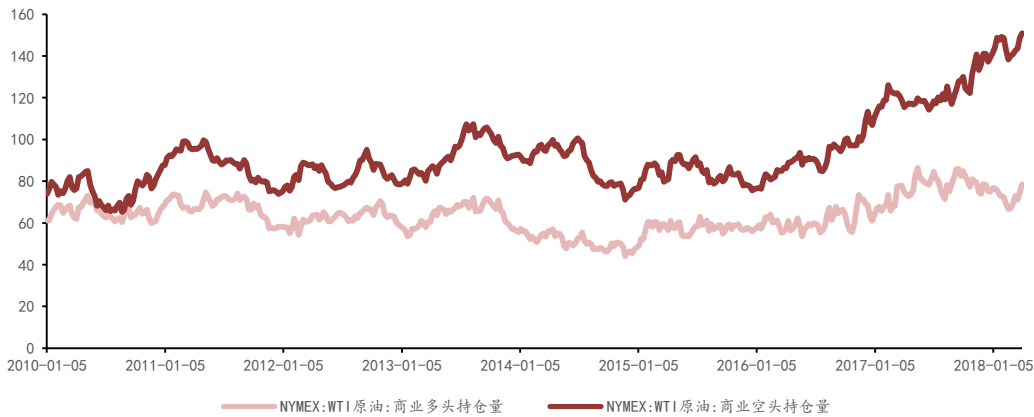
数据来源: EIA, 西南证券整理

图 19: 完井数、库存井数与油价关系



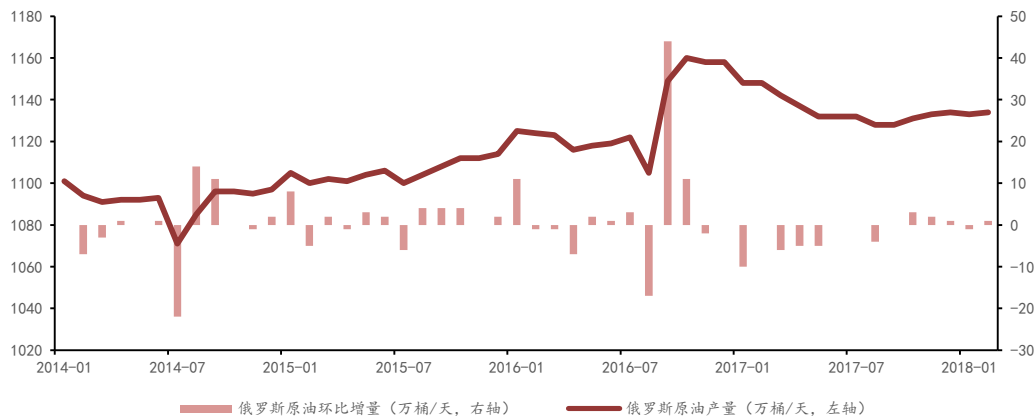
数据来源: 西南证券

**原油期货空头热情高涨, 原油供给能力有望增加。**从原油的金融属性角度, 分析未来原油市场供给的变化, 我们主要关注原油期货商业空头持仓量的变化。因为商业持仓是指到期需要进行真实商品交割的交易, 而非商业持仓主要是指投机者持仓, 其持仓到期后交易所会强制平仓, 不发生真实的商品交割。在 2010 年-2016 年年中, WTI 原油期货商业空头持仓量一直在 80 万张至 100 万张之间波动, 偶尔突破区间上下限。但是自 2016 年下半年开始, 商业空头持仓数量一举突破 100 万张的上限, 并一路上升, 截止 2018 年 4 月 3 日已达 150 万张。空头数量急剧增多反映了在油价回暖的刺激下, 越来越多的供应商愿意以可接受的价格交割 WTI 原油。因为 WIT 原油只是众多原油品种中的一种, 且并非所有的原油供应商都会通过期货交割套期保值, 所以 WIT 原油期货商业空头的增多只能说明 2018 年原油供给有望进一步增加。

**图 20: WTI 原油商业空头持仓量突破 150 万张**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**俄罗斯原油产量平稳运行。**自 2018 年以来,俄罗斯原油产量平稳运行,其中 1 月和 2 月其原油产量分别为 1133 万桶/天和 1134 万桶/天,环比增加 1 万桶/天。俄罗斯原油部长称,目前原油市场供需再平衡进展顺利,因减产协议的有效执行,油价回暖,目前的油价水平是可以接受的。此前他曾表示,退出减产协议的时机尚未到达。

**图 21: 俄罗斯原油供给低速增加**


数据来源: IEA, 西南证券整理

### 3 需求端: 经济复苏强劲, 需求上调频繁

OPEC、EIA 和 IEA 在最新报告中均上调 2018 年全球原油总需求的预期。其中 OPEC 自 2018 年以来,已经连续 2 个月上调原油需求预期,其最新报告中预计 2018 年原油需求增速为 160 万桶/天,总需求有望达 9863 万桶/天。较之前的估计,总需求上调了 3 万桶/天,需求增速上调 1 万桶/天。其中,需求增速主要来自中国,其次是印度和经合组织美洲国家。

EIA 在最新的报告中也上调其需求增速,2018 年原油需求增速上调至 179 万桶/天,总需求有望达 10030 万桶/天。较之前的估计,总需求上调 8 万桶/天,总需求增速上调 7 万桶/天。

IEA 在最新报告中提及 2018 年世界经济增速有望达 3.9%，较 2017 年 3.7% 的增速水平增加 0.2%。在经济增速强劲的预期下，预计 2018 年原油需求增速为 148 万桶/天，总需求为 9930 万桶/天。其中，一方面，OECD 组织的需求上调了 24 万桶/天，主要是因为修正了美国 1 月和 2 月低温对原油需求增加的预期，此外，日本原油需求也强于之前的预期。另一方面，非 OECD 组织需求下调了 15 万桶/天。

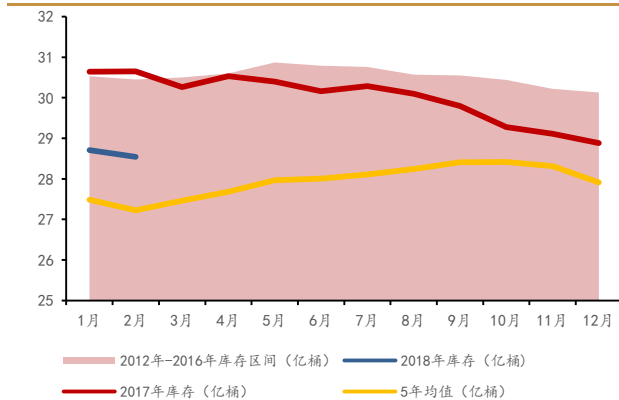
**表 3：三大机构对原油需求预测**

机构名称	2017 年原油总需求 (万桶/天)	2017 年原油需求增量 (万桶/天)	2018 年原油总需求 (万桶/天)	2018 年原油需求增量 (万桶/天)	总需求上调 (万桶/天)	总需求增速上调 (万桶/天)
OPEC	9863	162	9863	160	3	1
EIA	9851	165	10030	179	8	7
IEA	9782	164	9930	148	9	9

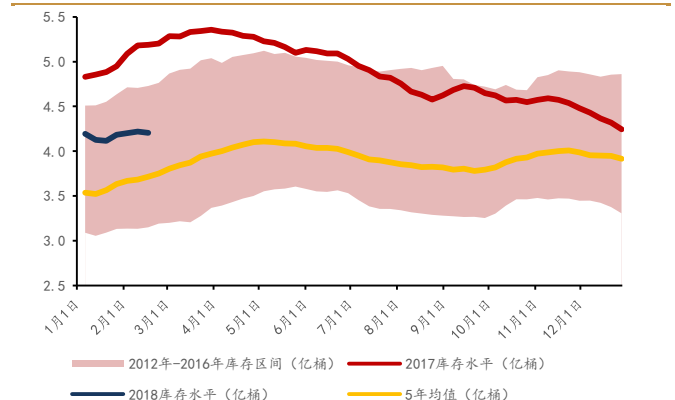
数据来源：OPEC, EIA, IEA, 西南证券整理

## 4 库存端：库存仍处去化周期，对油价形成有力支撑

根据 OPEC 最新月报数据显示，2018 年 1 月和 2 月 OECD 国家原油库存分别为 28.7 亿桶和 28.5 亿桶，环比和同比均有所下降。自 2018 年起，受国内页岩油产量快速增长的影响，美国商业原油库存自年初 4.1 亿桶增加至目前 4.3 亿桶的水平，但仍然低于 2017 同期水平，且向 5 年均值不断靠近。库存的不断下降，为油价回暖提供有利支撑。

**图 22：OECD 原油库存（亿桶）**


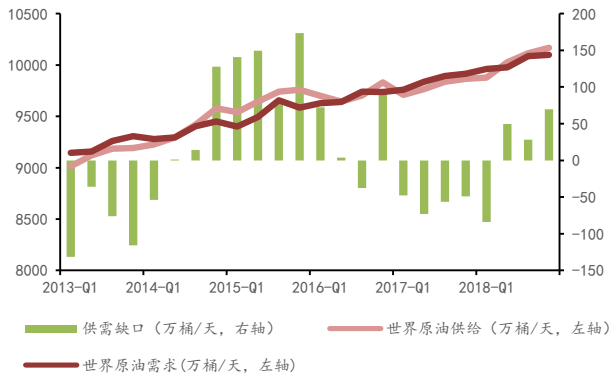
数据来源：OPEC, 西南证券整理

**图 23：美国商业原油库存（亿桶）**


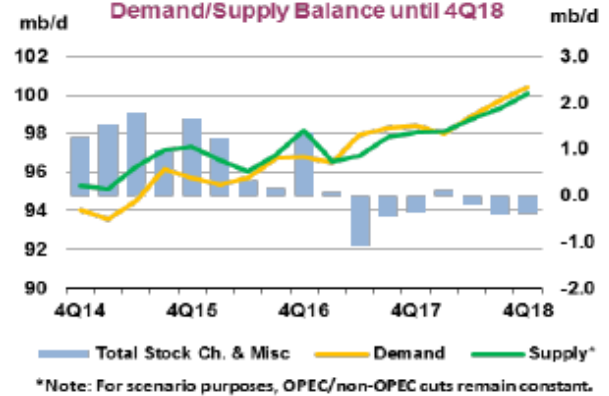
数据来源：EIA, 西南证券整理

## 5 供需格局：紧平衡市场预期不变

在供需格局方面，EIA 和 IEA 继续保持各自之前的预期。其中，EIA 预计 2018 年原油市场总体供过于求，其中，第一季度供小于求，第二、三、四季度供过于求。而 IEA 预测结果与 EIA 截然相反，其预计 2018 年原油市场供不应求，其中，第一季度总体供过于求，第二、三、四季度均供小于求。尽管 EIA 与 IEA 对于原油市场的预期相反，但是，两者均认为市场整体仍将处于紧平衡状态，出现明显地供过于求或者供不应求的概率较小。

**图 24: EIA 预计 2018 年原油市场供过于求**


数据来源: EIA, 西南证券整理

**图 25: IEA 预计 2018 年原油市场供不应求**


数据来源: IEA, 西南证券整理

在不发生极端地缘政治冲突的情况下, 我们预计 2018 年原油市场将处于紧平衡状态。在供给端, 尽管美国页岩油产量屡创新高, 但是考虑到 OPEC 国家对减产协议的执行力度超预期, 我们预计 2018 年原油供给增速为 155 万桶/天。在需求端, 基于对经济复苏强劲的预期, 我们预计需求为 170 万桶/天。从供需格局来看, 需求增速有望覆盖供给增速, 我们预计 2018 年原油市场将出现缺口, 布伦特原油价格有望从 55 美元的中枢上移至 65 美元。我们预计油价波动区间在 60 美元/桶-75 美元/桶之间, 不排除在发生极端地缘政治冲突的情况下, 原油价格突破 75 美元/桶上限的可能。

## 6 投资建议: 中油价时代, 炼化板块将继续保持高景气度, 油价上涨提升煤化工比较优势

### 6.1 中国石化 (600028.SH): 上游板块提供业绩弹性, 炼化板块维持高景气度

上游勘探和开采板块业绩弹性极大。据测算, 目前上游板块油气整体成本大约 61 美元/桶油当量, 原油业务单独的成本大约 66 美元/桶, 随着油价逐步回暖, 2018 年上游板块有望彻底扭亏为盈。另外, 随着油价回暖, 上游经济可开采储量有望上调, 按照目前油价估算, 我们预计上游储量有望从 15.5 亿桶上调至 22 亿桶左右, 因此, 折旧、折耗和资产减值等对应的单桶成本将明显下降, 整体来看, 上游原油生产成本有望降低 2~4 美元/桶。公司目前上游大约 3 亿桶原油产量, 油价每上涨 10 美元, 对应净利润增加 140 亿元, 另外再考虑成本下降 2~4 美元将增加净利润大约 40 亿元, 因此总的净利润有望增加 180 亿元。

中石化 ROE 将逐步提升, 并成为中油价受益者。中石化的资产结构更偏向于中游炼化, 因此在高油价时代 (高油价不利于炼化装置的盈利), 中石化的 ROE 与国内外同类公司相比不具备优势。而在目前的中油价时代, 炼化企业盈利将大幅好转, 中石化 ROE 得到明显提升, 并且与同类公司相比具备较强优势。虽然公司 ROE 正在逐步改善至 10% 附近, 但是 PB 与同类公司相比仍处于低位。纵观公司过去 ROE 与 PB 的历史, PB 与 ROE 成正相关关系, 当 ROE 提升至 10% 以上, 我们认为合理 PB 在 1.4 倍以上。

**盈利预测与投资建议:** 预计 2018-2019 年 EPS 分别为 0.61 元和 0.63 元, 给予公司 2018 年 15 倍估值, 对应目标价 9.3 元, 维持“买入”评级。

## 6.2 恒逸石化 (000703.SZ): 炼化+化纤一体化龙头企业迅速崛起

**PTA 行业格局逐步改善, 公司作为行业龙头将直接受益。**下游聚酯行业的快速发展带动了 PTA 行业供需格局的好转, 公司拥有 612 万吨 PTA 权益产能, 并且生产成本处于行业最低水平, 业绩弹性巨大。虽然翔鹭和远东 PTA 装置复产在短期内会给市场带来波动, 但是 PTA 行业供需关系的改善不可逆转: 1) 近几年 PTA 表观消费量年平均增速接近 9%, 下游消费旺盛, 社会库存持续下降, PTA 盈利显著提升; 2) 再生聚酯进口禁令有望带来 250 万吨以上 PTA 需求增量; 3) PX 产能的持续投放有望将产业链盈利点拉向 PTA 端。

**公司积极拓展下游涤纶业务和己内酰胺业务。**公司目前拥有涤纶长丝产能 165 万吨, 是目前全国为数不多的超过百万吨产能的长丝企业, 拥有较强的规模优势。公司通过新建生产装置和收购行业内优质产能的方式持续做大下游涤纶长丝业务, 目前, 恒逸集团已经收购三处优质产能, 合计约 120 万吨, 待盈利稳定后有望优先注入上市公司。公司己内酰胺权益产能将从目前的 10 万吨扩充至 20 万吨, 成本将进一步降低, 盈利能力将大为改善。

**文莱 PMB 项目助力公司打通产业链一体化布局。**PMB 炼化项目有望在 2019 年初投产, 届时公司将彻底实现“原油—PX—PTA—聚酯”和“原油—苯—己内酰胺—锦纶”的双产业链布局, 有效提升公司的整体竞争力, 使公司成为具有国际竞争力的石化化纤龙头企业。

**盈利预测与投资建议。**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.12 元、1.57 元、2.79 元, 归母净利润未来三年将保持 77% 的复合增长率, 给予“买入”评级。

## 6.3 桐昆股份 (601233.SH): 涤纶长丝绝对龙头, 向上游 PTA 和炼化延伸

**涤纶长丝行业绝对龙头, 受益于长丝景气度提升。**公司目前长丝产能 460 万吨, 行业内绝对龙头, 未来几年仍有差异化产能投放, 市占率进一步提高。公司在原有 2019 年 600 万吨产能目标的基础上进一步加码产能建设, 2018 年 2 月 26 日公司公告启动 (恒邦四期) 年产 30 万吨绿色智能化纤维项目和恒优化纤年产 30 万吨差别化 POY 技改项目。涤纶长丝行业进入景气周期, 未来行业产能投放增速基本和下游需求增速匹配, 公司作为行业龙头具备规模优势和成本优势, 将享受行业高景气红利。

**PTA 行业供需改善, 公司 PTA 产能投放恰逢其时。**公司 PTA 二期项目采用了更加先进的技术, 在成本端具备很强优势, 项目投产后实际 PTA 有效产量将达到 400 万吨/年。下游聚酯行业进入需求和投产高峰, 进一步提高 PTA 新增需求, PTA 行业进入高景气周期。2017 年 PTA 国内表观需求大约 3524 万吨, 同比增速大约 10%。2018 年国内下游聚酯进入新一轮需求和投产高峰, 这将进一步增加 PTA 需求。我们预计 18 年 PTA 下游新增需求的主要来源包括: 1) 聚酯新增刚性需求大约 8%。17 年国内聚酯产能大约 4835 万吨, 产量大约 4050 万吨, 8% 的需求增速对应 324 万吨聚酯产量, 即总产量 4374 万吨, 对应大约 280 万吨 PTA 新增需求; 2) 2018 年再生聚酯禁止进口, 这部分再生聚酯将采用原生聚酯进行替代, 预计新增聚酯需求 200 万吨, 对应 PTA 新增需求 170 万吨; 3) 目前库存处于历史低位, 预计存在补库存需求大约 40~60 万吨。这三项相加大约新增 PTA 需求 500 万吨左右, 那么 2018 年 PTA 表观需求大约 4024 万吨。目前 PTA 行业有效产能大约 4510 万吨, 对应有效开工率接近 90%, 处于很高水平, 所以我们预计 2018 年 PTA 供需格局继续保持良好。

**参股浙江石化炼化一体化项目, 实现产业链一体化大跨越。**公司拥有浙江石化 4000 万



吨炼化一体化项目 20% 股权，项目稳步推进，一期 2000 万吨预计于 2018 年底建成，2019 年上半年出产品。按照 2017 年全年市场均价测算，一期项目盈利达到 140 亿元，按照 20% 股权，将为公司带来 28 亿元的投资收益。

**盈利预测与投资建议。**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.92 元、3.27 元、3.73 元，未来三年归母净利润将保持 40% 的复合增长率。给予公司 2019 年 10 倍估值，对应目标价 32.7 元，维持“买入”评级。

## 6.4 鲁西化工 (000830.SZ): 产品价格中枢上移, 高成长属性不改

**产业一体化优势显著, 多产品盈利中枢提升。**公司目前拥有煤化工、盐化工、氟硅化工、化肥、石油化工和新材料业务等循环产业业务, 拥有显著成本优势。目前公司拥有 90 万吨尿素、170 万吨复合肥、5 万吨三聚氰胺、10 万吨甲酸钠、20 万吨甲酸、40 万吨烧碱、54 万吨双氧水、3 万吨 DMC、20 万吨己内酰胺、7 万吨尼龙 6 和 6.5 万吨聚碳酸酯等产能。受益供给侧改革、需求稳健提升等因素影响, 公司多产品盈利中枢逐步上移, 盈利能力持续强劲。**1) 尿素、三聚氰胺和复合肥价格中枢有望持续上移。**受益农产品价格提升和玉米等种植面积增加, 叠加供给端受煤改气和环保等因素影响, 化肥和三聚氰胺业务价格中枢有望于 2018 年持续上移。我们预计 2018 年尿素、复合肥和三聚氰胺价格中枢将上移 100 元/吨以上, 从而使其盈利能力大幅提升。**2) 甲酸有望量价齐升。**由于甲酸供给收缩而需求旺盛, 导致甲酸供不应求, 价格快速上涨。2018Q1 甲酸均价 (国内现货价) 为 1 万元/吨, 同比增长高达 61%, 促使甲酸盈利能力大幅提升。此外, 2018 年公司有 20 万吨甲酸新增产能, 随着公司和阿斯德的产能释放, 甲酸价格有望回归合理, 但价格中枢同比提升, 公司甲酸有望享受“量价齐升”逻辑, 盈利能力有望持续提升。**3) 烧碱、双氧水、聚碳酸酯和 DMC 盈利能力持续强劲。**公司具备 40 万吨烧碱、36 万吨双氧水、6.5 万吨聚碳酸酯和 3 万吨 DMC 的产能, 2018 年公司新增 36 万吨双氧水产能、13.5 万吨聚碳酸酯产能, 产能大幅扩张。2018Q1 烧碱均价为 4551 元/吨, 同比上涨 20%; 2018Q1 双氧水均价为 1419 元/吨, 同比上涨 132%; 2018Q1 聚碳酸酯均价为 28026 元/吨, 同比上涨 32%; 2018Q1 DMC 均价为 28759 元/吨, 同比上涨 57%。公司多产品价格中枢上移叠加产能的持续投放为公司业绩快速增长提供保障。

**己内酰胺-PA6 产业链持续布局。**2017 年公司拥有 10 万吨己内酰胺和 7 万吨 PA6 产能, 公司新增 10 万吨己内酰胺已投产, 还有 13 万吨 PA6 于 18 年投产, 产业规模化持续提升。此外, 受贸易战升级, PA6 进口将征收 25% 关税, 利好 PA6 价格提升和国内企业实现进口替代。

**盈利预测与投资建议。**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.33 元、2.37 元、2.84 元, 维持“买入”评级。

## 6.5 华鲁恒升 (600426.SH): 一体化优势显著, 煤化工平台茁壮成长

**多产品价格上涨, 2017 年业绩大增。**2017 年由于环保趋严常态化和供给侧改革的不断推进, 造成供给端收缩明显, 同时叠加需求端向好, 公司多个产品价格上涨。其中 2017 年 (卓创数据, 含税价格), 正丁醇均价为 6851 元/吨 (涨幅 27%)、DMF 均价为 5879 元/吨

(涨幅 34%)、己二酸均价为 10131 元/吨 (33%)、醋酸均价 3134 元/吨 (涨幅 45%)、尿素均价 1627 元/吨 (涨幅 22%)、甲醇均价 2819 元/吨 (涨幅 35%)。公司多产品价格出现上涨, 导致公司多产品毛利率大幅增加, 盈利能力大幅提升, 业绩高增长。

**乙二醇投产提升业绩, 醋酸处于高景气周期。** 1) **乙二醇极大提升业绩。** 我国乙二醇需求严重依赖进口。公司现有乙二醇产能 5 万吨, 依托多年在乙二醇生产积累经验, 将于 2018 年中期新增 50 万吨乙二醇产能。公司依托现有煤化工平台, 成本优势明显, 完全投产后吨成本低至 3500 元/吨, 完全成本可有效控制在 5000 元/吨, 按照目前乙二醇价格 7500 元/吨 (市场价, 含税价), 净利润有望高达 7.7 亿。我们预计未来油价将趋于震荡上行, 考虑油价上行带来煤制乙二醇经济性提升和助推乙二醇价格上涨, 公司业绩弹性巨大。 2) **醋酸高景气周期。** 由于醋酸行业供需格局优异, 我们判断醋酸景气周期有望维持至 2020 年。根据我们的模型测算, 按照当前醋酸价格 4700 元/吨 (华东市场价), 假设满产满销, 公司醋酸业绩有望高达 8.97 亿, 助使公司业绩有望达到上市以来最高点。

**产业升级+降本增效+新增产能投产, 进一步提升公司成长性。** 1) **降本增效。** 报告期内, 传统产业升级及清洁生产综合利用项目试车成功, 新煤气化平台已形成, 共折合氨醇生产能力 100 万吨, 其正式投产后公司的合成气平台总生能力达 320 万吨。公司作为国内领先的煤化工企业, 水煤浆气化技术促使公司较国内竞争对手具有 200-300 元/吨成本优势, 新煤气化平台的建成, 将进一步降低公司的产品成本, 增强公司的成本优势, 提升公司成长性。 2) **新增产能投产。** 2018 年公司将新增 50 万吨复合肥、70 万吨尿素和 50 万吨乙二醇, 新项目的投产将为公司带来较大业绩增量。

**盈利预测与投资建议。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.25 元、1.55 元、1.64 元, 维持“买入”评级。

## 7 风险提示

全球宏观经济下滑的风险; 原油价格大幅波动的风险; 在建项目建设不及预期的风险; 产品价格大幅波动的风险。

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

**西南证券研究发展中心****上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

**重庆**

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

**西南证券机构销售团队**

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn