

# 石油化工

证券研究报告  
2018年05月13日

## 上游+油服：美国制裁伊朗打响发令枪，如何选择最合适的标的？

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  
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

- 《石油化工-行业专题研究:伊朗石油禁运回顾：改变历史油价走向的大事件》2018-05-01
- 《石油化工-行业研究周报:市场的矛盾点：油价与炼油博弈，乙烯与丙烯分化》2018-05-01
- 《石油化工-行业点评:看好2季度PTA盈利改善!》2018-04-19

### 1. 投资观点

70~80 美金/桶油价水平 (Brent) 已经成为基准情形。美国单方面制裁伊朗的影响虽不及全面制裁，但仍有可能影响国际油公司在伊朗的勘探开发活动。虽然英法德政府极力反对美国退核，但欧洲企业必须考虑现实问题。考虑到沙特对高油价的诉求，其短期内退出减产的可能性比较小。在 70~80 美金/桶区间，如果发生局部冲突有可能会出现 80 美金/桶以上情形。

三条投资主线：1) 上游公司，中国石化、中国石油股份 (H)、中国海洋石油 (H)；2) 化工领域的替代路线，包括 PDH、乙烷裂解、煤化工，卫星石化、东华能源等；3) 油服公司，中海油服、海油工程、中曼石油等。

油公司的投资逻辑优于油服公司，因为油服公司的业绩恢复需要更苛刻的油价环境 (长时间维持高位)。而三家国有石油公司各有不同特征，根据对油价弹性的需求，对现金分红的偏好，以及对超出油价弹性的 $\alpha$ 的需求，选择最合适的标的。

### 2. 重点公司跟踪

1) **中国石化： $\alpha$ +油价弹性+现金牛。**中国石化独立于油价弹性以外的两个亮点：一是上游原油降成本，目前原油成本 62~63 美金 (挂钩迪拜)，DDA 同比下降了 3-4 美金。利用国资委要求“企业职能转变”的契机进行挖潜，预计到 2020 年成本仍有进一步下降空间。二是销售上市持续推进，未来有望形成重估价值。现金分红方面，公司经营现金流有望维持高位，资本开支不会大幅增长，未来的分红潜力仍然很好。虽然可能达不到 2017 年度 118% 的分红比例，我们判断，未来 500 亿左右的分红水平仍有望达到。

2) **中国石油：高油价弹性。**公司原油成本 52-53 美金/桶，上游已经实现较好盈利。考虑到未来难动用储量的动用，成本可能跟随油价小幅上升。公司业绩对油价弹性，1 美金/桶的油价上升，对应 30~40 亿人民币的利润增厚。

3) **中国海洋石油 (H)：油价弹性+现金牛。**公司上游完全成本 32 美金/桶当量 (包含天然气)，是三家国有石油公司中成本最低的。主要得益于过去三年的降成本努力，包括增加储量、资产减值带来的 DDA 下降，以及挖潜和降低油服成本带来的现金成本下降。未来预计公司上游成本有望维持低位。公司经营现金流将随油价上升而大幅改善，即使扣除掉资本开支的增加，仍有良好的自由现金流和分红潜力。

4) **中海油服：后周期标的。**目前公司钻井平台使用率接近 60%。按照一般经验，钻井平台达到 80%使用率，油服公司会有一定议价能力。预计在 2018 年内，中海油的资本开支增加仍然主要对应公司工作量的增加，日费涨幅可能有限。油田技术服务和船舶板块，因油公司稳产需求，有望进一步向好。

风险提示：油价大跌风险；地缘政治风险。

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2018-05-11	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A/E	2018E	2019E	2020E	2017A/E	2018E	2019E	2020E
600028.SH	中国石化	7.25	买入	0.42	0.71	0.83	0.91	17.26	10.21	8.73	7.97
600346.SH	恒力股份	16.51	买入	0.38	0.75	2.41	2.64	43.45	22.01	6.85	6.25
000703.SZ	恒逸石化	23.20	买入	0.98	1.31	3.14	3.33	23.67	17.71	7.39	6.97
002493.SZ	荣盛石化	10.39	买入	0.52	0.68	2.04	2.07	19.98	15.28	5.09	5.02
600256.SH	广汇能源	4.33	买入	0.10	0.25	0.32	0.52	43.30	17.32	13.53	8.33
601808.SH	中海油服	10.84	增持	0.01	0.31	0.84		1084.00	34.97	12.90	
600583.SH	海油工程	5.82	买入	0.42	0.67			13.86	8.69		
603619.SH	中曼石油	37.43	增持	0.99	1.24	1.36	1.56	37.81	30.19	27.52	23.99

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS



## 1. 美国制裁伊朗事件及对油价影响分析

### 1.1. 事件始末及推演

历史背景：关于伊核问题最早可以追溯到上世纪 50 年代，在美德等西方国家的资金支持下，伊朗开始进行核技术的研发。1979 年伊朗爆发了伊斯兰革命，此后美国与伊朗断绝了外交关系，使得伊朗在核技术研发方面缺少了资金支持，进入沉默期，从此伊朗的核技术在相当长的一段时间内处于秘密状态，鲜为人知。直到 2003 年，伊朗宣布在浓缩铀方面取得了重大突破，世界开始重视伊朗核问题，担心其会挑战现有的核不扩散体系。

事件发展：从 2006 年开始，美俄中法英德六国与伊朗的多边国际会谈逐步形成，虽然伊朗曾有一段时间主动停止了核武器的开发，并且进行过公开的表态，也得到了国际组织的认可，但是仍然需要一个协议来约束伊朗的核技术。经过多年努力，2015 年正式达成了伊核问题协议。2018 年 5 月 8 日，美国单方面宣布退出伊核协议，并重启对伊核协议而豁免的对伊朗制裁。

各国态度：伊朗暂时没有表现出针锋相对的态度，希望维持在伊核协议内，等待与欧盟以及俄罗斯、中国等国进行磋商以后，再做出表态。沙特的态度比较明显，明确支持美国退出伊核协议。以英法德为代表的欧盟，在美国表态退出伊核协议以后，也发表了联合声明指出欧盟会选择继续维持在协议内，不希望进一步发生过激表现。

相关推测：1) 中东是否会引发战争？针对中东局势，伊朗与沙特的关系将进一步恶化，此外以色列也是强烈主张对伊朗进行制裁，因为以色列很担心伊朗的核武器将来会针对自己，历史上曾出现过以色列对伊拉克、叙利亚的核设施打击行动，未来不排除以色列对伊朗的军事打击可能性，因此未来有可能出现中东局部性战争，但是大规模战役可能不会出现，大国的战争欲望不强，西方国家也不希望将自己卷入战争之中。2) 与伊朗的能源合作能否持续？针对伊朗的能源合作，2015 年签订伊核协议以后，许多跨国能源公司与伊朗开始进行能源开发合作，美国退出协议后，有能源公司已经表态要暂停合作或者转让在伊朗能源开发上的股份权益，虽然很多国家需要大量从伊朗进口原油，但是同时合作风险提高对伊朗石油开采上将产生不利影响。3) 中国在伊朗国内的业务是否会受影响？针对中国在伊朗油气开采的影响，目前还不十分明确，一方面中国前期已经签订的能源合作是否可以顺利执行尚不明确，另一方面不能确定中国在伊朗开采回国销售的石油算不算伊朗的出口。4) 制裁是否会出现极端情况？封锁原油管道、对伊朗全面禁运等极端情况不太可能出现，对其他国家也可能产生不利影响，而且伊核协议签订之前，对于伊朗的制裁主要表现在金融领域和军事技术领域，没有出现过十分极端的情况。

### 1.2. 当前全球原油供需平衡情况，及伊朗潜在供给影响

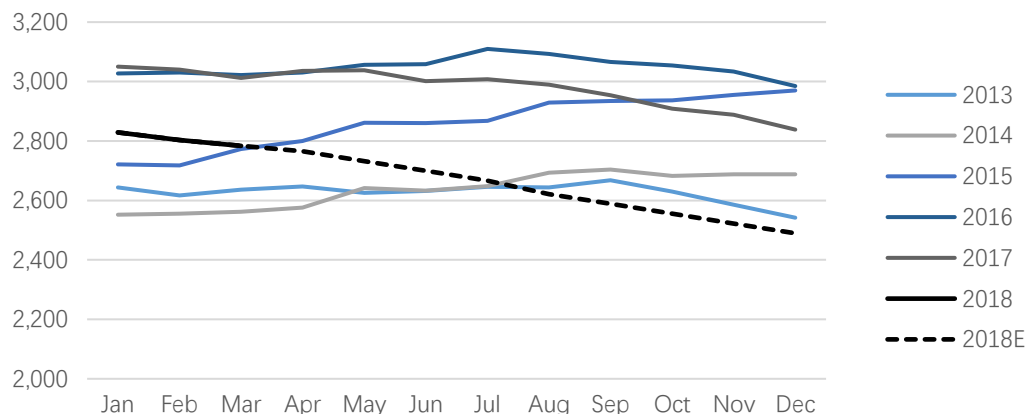
涉及不同行业和领域，美方分别设置 90 天、180 天两种过渡期，制裁措施将在过渡期结束后正式恢复。

90 天过渡期 8 月 6 日截至。90 天过渡期结束后，美国将重新禁止伊朗政府购买美元；制裁伊朗黄金和贵金属交易；禁止与伊朗之间涉及石墨、金属矿产或半成品、煤、与工业相关软件的贸易活动。

180 天过渡期 11 月 4 日截止，主要适用于能源领域和保险行业。美方将恢复制裁伊朗国家石油公司以及其他多家能源企业，禁止购买伊朗石油、石油制品和石化产品。伊朗航运业和造船业将重新遭受美方制裁。外国金融机构如果与伊朗中央银行有业务往来，或者与美方 2012 年一份“黑名单”列出的伊朗其他金融机构有业务往来，将受到美方制裁。

参照 2011 年，美国单独制裁伊朗（欧盟进口禁令执行之前），对伊朗原油产量影响约在 40 万桶/天。如果 OPEC 不放松减产，则预计到 2018 年底，全球原油库存有可能降至低于 5 年区间下限的水平。

图 1：全球原油库存变化预测（百万桶）



资料来源：IEA，天风证券研究所

### 1. 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 4.8 亿元，环比-0.2 亿；2) 恒逸石化时点年化利润为 27.4 亿元，环比+3.7 亿；3) 荣盛石化时点年化利润为 19.5 亿元，环比+3 亿；4) 恒力股份时点年化利润为 42.4 亿元，环比+5 亿。

图 2：卫星石化时点年化利润（亿元）



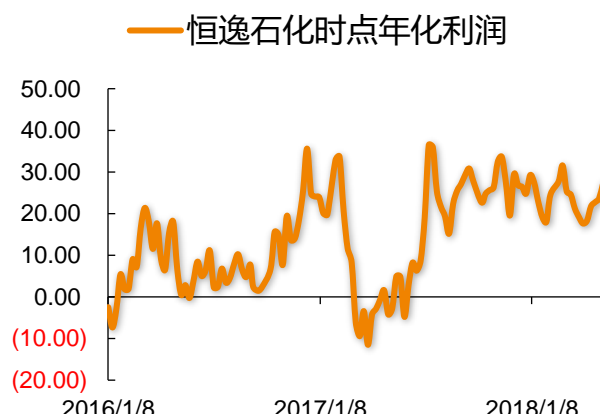
资料来源：隆众石化，天风证券研究所

图 4：荣盛石化时点年化利润（亿元）



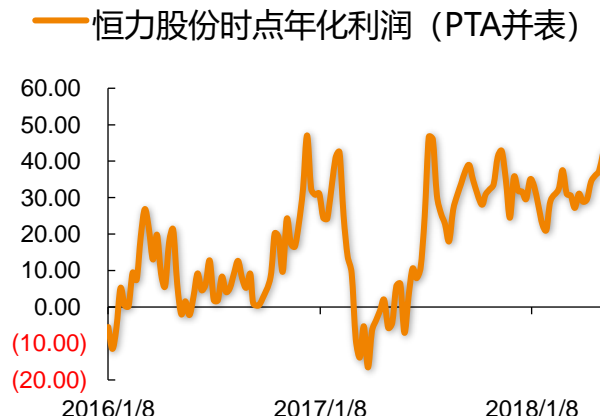
资料来源：中纤网，天风证券研究所

图 3：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 5：恒力股份时点年化利润（亿元）



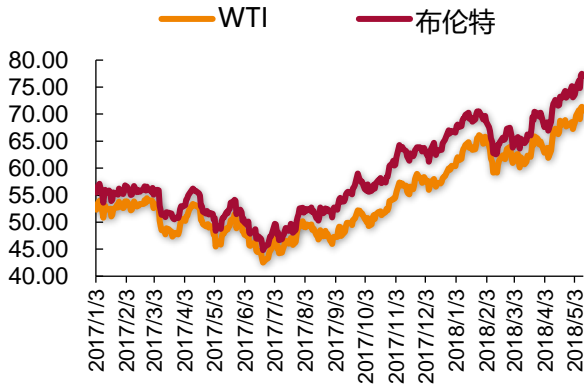
资料来源：中纤网，天风证券研究所

## 2. 原油行情回顾

### 2.1. 原油价格与钻机

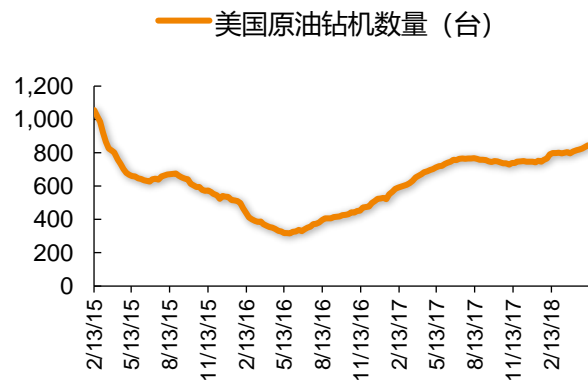
本周原油价格，WTI 70.7 美元/桶，环比+0.98 美元；布伦特 77.12 美元/桶，环比+2.25 美元。钻机方面，美国原油钻机台 815 台，环比+10 台。

图 6：国际原油价格（美元/桶）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：美国原油钻机数量（台）

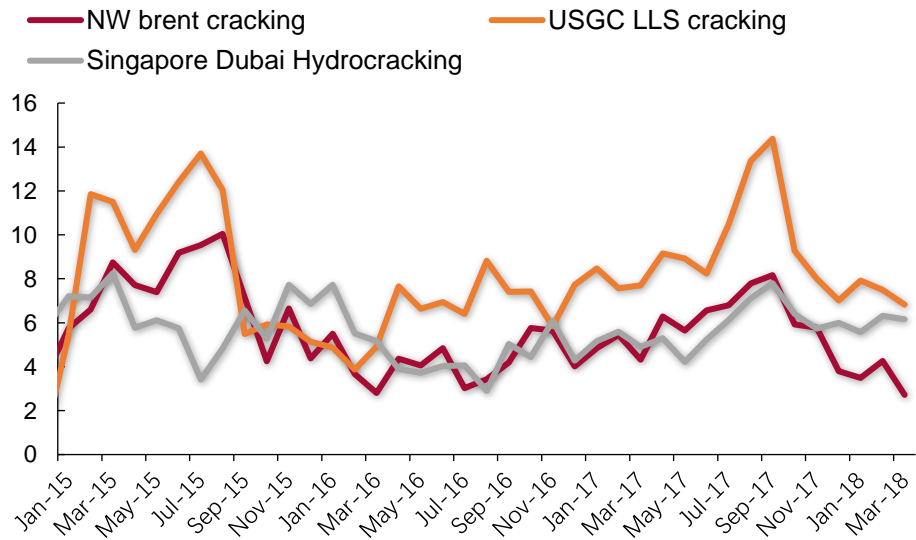


资料来源：贝克休斯，天风证券研究所

### 2.2. 原油裂解价差

3 月国际裂解价差，NW-brent 价差 2.71 美元，环比-1.55 美元；USGC-LLS 价差 6.82 美元，环比-0.68 美元；Singapore-Dubai 价差 6.15 美元，环比-0.17 美元。

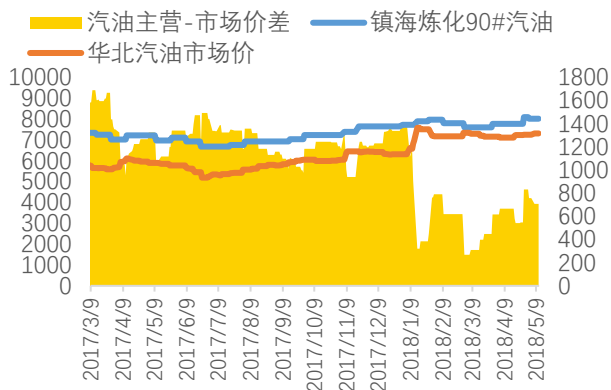
图 8：国际裂解价差（美元/桶）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

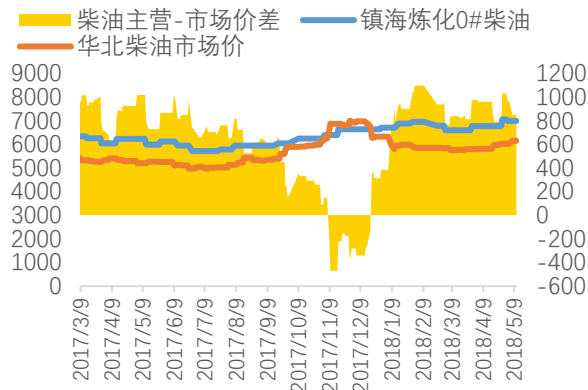
国内市场价差方面，汽油市场价差为 707 元/吨，环比-50 元；柴油裂解价差为 849 元/吨，环比-116 元。华北地区汽柴油裂解价差为 438 元/吨，环比-28 元。

图 9：汽油市场价差（元/吨）



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

图 10：柴油市场价差（元/吨）



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

图 11：华北汽柴油裂解价差（元/吨）



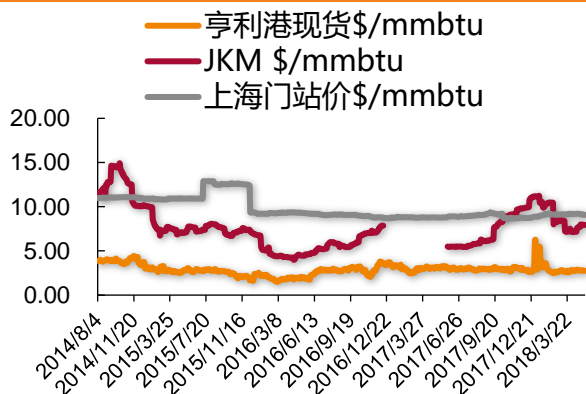
资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

### 3. 天然气行情回顾

#### 3.1. 天然气价格与价差

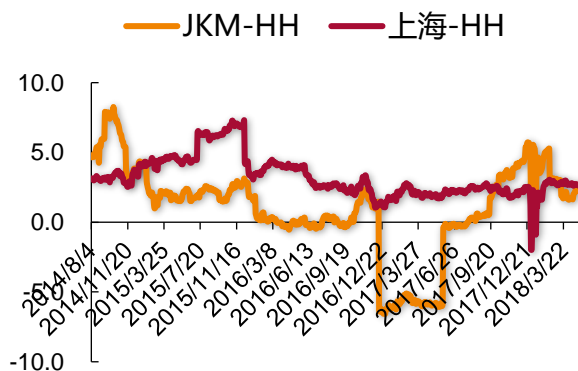
本周天然气现货价格，亨利港 2.74 美元/百万英热，环比-0.03 美元；JKM 7.97 美元/百万英热，环比+0.03 美元；上海门站价仍为 2.08 元/方。价差方面，JKM-HH 为 2.49 美元/百万英热，环比持平；上海-HH 2.68 美元/百万英热，环比+0.03 美元。

图 12：天然气价格（美元/百万英热）



资料来源：bloomberg，天风证券研究所

图 13：天然气国际价差（美元/百万英热）

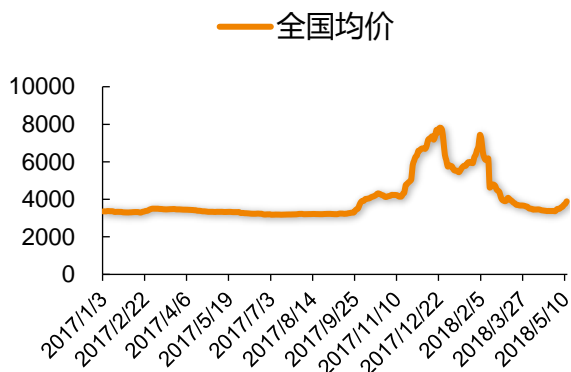


资料来源：bloomberg，天风证券研究所

### 3.2. 国内 LNG 价格与开工率

本周 LNG 出厂价方面，全国多数地区开始企稳向上，全国平均价为 2892 元/吨，环比+388 元；开工率方面，全国平均开工率为 33.85%，环比-4.76pct。

图 14: LNG 出厂均价 (元/吨)



资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

图 15: LNG 平均开工率



资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

## 4. 聚酯产业链行情回顾

### 4.1. 聚酯产品价格与价差

本周涤纶长纤均价为 10022 元/吨，环比+68 元；涤纶短纤价格 8960 元/吨，环比+135 元；PTA 价格 5780 元/吨，环比+190 元；PX 价格内盘 7500 元/吨，环比持平，外盘 1025 美元/吨，环比+46 美元。

图 16: 涤纶长丝均价 (元/吨)



资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

图 17: 涤纶短纤价格 (元/吨)



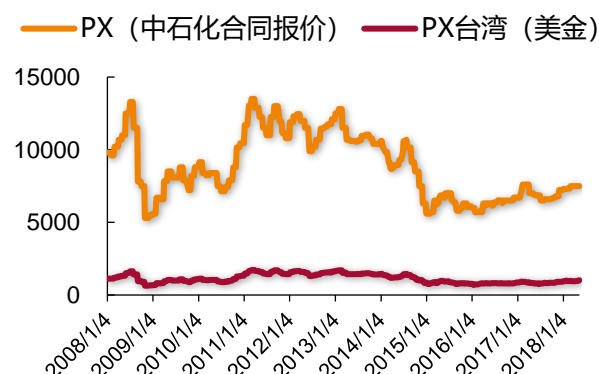
资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

图 18: PTA 价格 (元/吨)



资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

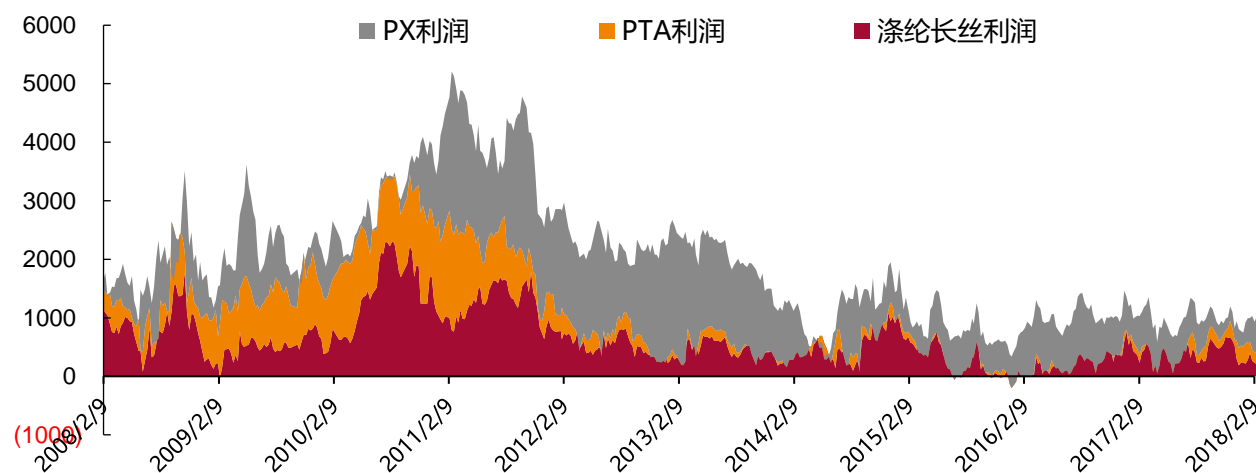
图 19: PX 价格 (元/吨)



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 718 元/吨，环比+43 元/吨；涤纶短纤单位盈利 337 元/吨，环比+85 元/吨；PTA 单位盈利 165 元/吨，环比+50 元/吨；PX 单位盈利 365 元/吨，环比-17 元。

图 20：聚酯单位盈利情况（元/吨）

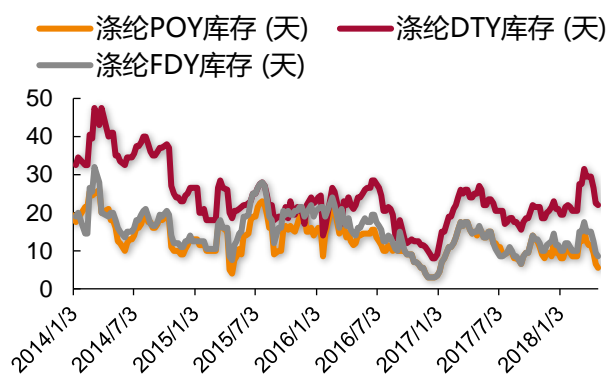


资料来源：中纤网，天风证券研究所

#### 4.2. 聚酯产品库存与开工率

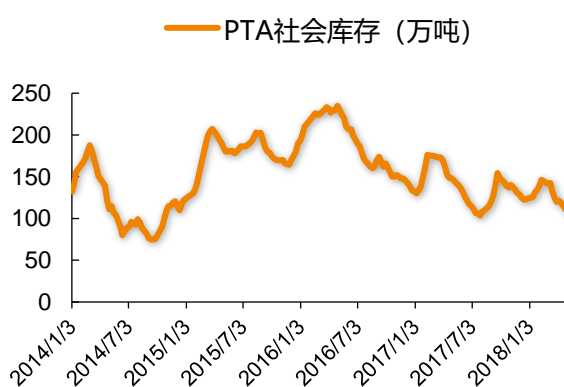
截止 4 月 27 日，涤纶产品 POY 库存 5.5 天，环比-1 天；DTY 库存 22 天，环比-0.5 天；FDY 库存 8.5 天，环比-1 天。PTA 流通库存 118.8 万吨，环比-4.7 万吨。

图 21：涤纶库存（天）



资料来源：中纤网，天风证券研究所

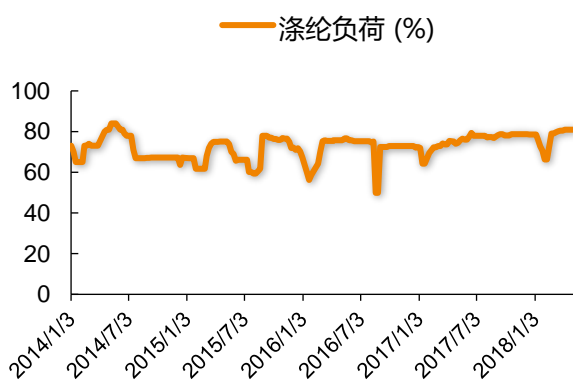
图 22：PTA 流通库存（万吨）



资料来源：中纤网，天风证券研究所

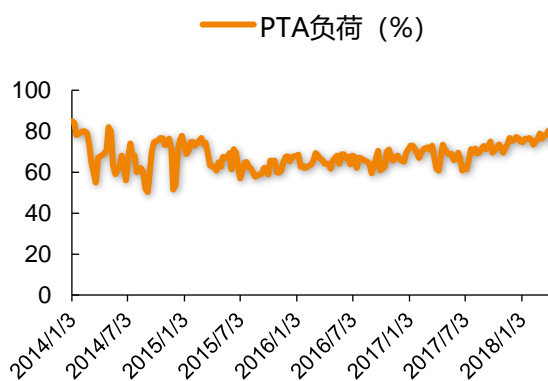
本周涤纶产品整体开工率 81%，环比持平；PTA 开工率 78.8%，环比-0.4pct。

图 23：涤纶开工率



资料来源：中纤网，天风证券研究所

图 24：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（26.4%）、己内酰胺（2.4%）、ABS（2.3%）。

表 1：石化产品价差（元/吨）

产品	2018/5/11	上周涨跌	本周涨跌	上月涨跌	本月涨跌
炼油景气指数（中信）	175,557	-7.4%	-2.5%	12.5%	6.6%
乙烯景气指数（中信）	758,716	0.0%	-2.0%	67.6%	-1.7%
PDH 价差	26	-62.0%	-72.9%	-50.5%	-86.5%
丁二烯与原料价差	1,176	-27.0%	-14.8%	50.6%	-41.3%
聚乙烯与原料价差	1,366	3.2%	26.4%	-9.6%	66.6%
聚丙烯与原料价差	8,315	3.9%	0.9%	4.7%	3.5%
PVC	127	0.2%	-199.9%	85.4%	-100.0%
ABS	9,396	4.6%	2.3%	-2.6%	5.4%
苯乙烯	11,550	-0.4%	-3.8%	-2.2%	-1.8%
顺丁橡胶与原料价差	4,100	2.6%	2.5%	8.2%	7.3%
涤纶长丝与原料价差	8,200	-0.6%	0.6%	2.2%	1.8%
PTA 与原料价差	-8,200	-0.6%	0.6%	2.2%	1.8%
锦纶长丝与原料价差	4,400	-6.7%	-13.7%	9.8%	-10.5%
己内酰胺	7,436	4.6%	2.4%	-1.2%	3.6%
氨纶与原料价差	29,800	-0.3%	1.0%	-6.1%	0.3%
丙烯酸与原料价差	5,240	1.2%	4.0%	-1.9%	3.8%
甲基酮与原料价差	8,050	0.6%	0.6%	-10.8%	-7.6%
己二酸	8,850	-6.8%	-7.8%	-16.5%	-14.4%

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	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