

# 石油化工

证券研究报告  
2018年05月27日

## 居民气价上调，今冬还会“气荒”吗？

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

### 1. 本周投资观点

1) 油价观点: 短期维持 Brent70~80 美金/桶判断, 全年继续看多。尽管市场对于 OPEC6 月会议是否延长减产有所担心, 但从沙特的利益出发点来看, 就算有退出减产的表示, 实际行动也会慢半拍。另外, 美国页岩油的管输瓶颈在 2019 年中期之前不会打开, 其对国际市场价格的影响难以显现。

2) 天然气政策趋势愈发明朗: 从降价扩需求, 到居民气并轨, 未来不排除冬季门站价上浮空间打开。这一政策过程, 从利好燃气公司, 到利好 LNG 产业链, 到利好以两桶油为代表的全体上游供应商。

### 2. 居民气价上调, 上游气源公司明显受益

国家发改委近日发出通知, 居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理, 价格水平与非居民用气基准门站价格水平相衔接。此次最大调整幅度原则上不超过 0.35 元/方, 剩余价差一年后适时理顺。

对上游公司业绩影响测算: 1) 中国石油: 公司 2017 年生产天然气 893 亿方, 国内销售量 1210 亿方。按照 0.35 元/方居民气提价幅度, 以及居民气在天然气总消费量比例 38% 测算, 对公司净利润增厚幅度在 120 亿, EPS 增厚 0.065 元。2) 中国石化: 公司 2017 年生产天然气 258 亿方, 销售进口 LNG80 亿方, 估算国内销售量约 338 亿方, 对公司净利润增厚 34 亿, EPS 增厚 0.028 元。3) 对广汇能源、新奥股份、中天能源等拥有气源的公司也有正面影响, 但幅度难以测算, 二是取决于对 LNG 价格判断。

### 3. 天然气 18/19 冬季供需仍紧张

需求方面, 根据国家能源局《2018 年能源工作指导意见》, 天然气消费比重提高到 7.5% 左右, 相当于天然气消费增速约 9%。居民气价上调对居民用气成本增加微乎其微, 因此气需求弹性可忽略。考虑到油价上涨带来的替代效应, 天然气消费增速有可能超预期。

供给方面, 预计 2018 年国产气增速 4%, 进口管道气几乎无增长。根据供需平衡表倒推, 2018 年需要进口 LNG670 亿方, 相当于同比+25%, 使用率要达到 82%。这意味着冬季 LNG 进口终端要严重超负荷。进口 LNG 终端使用率, 尤其是冬季使用率, 是供需是否紧张的核心指标。因此我们判断, 2018/2019 冬季国内天然气供给仍然紧张。

### 4. 天然气定价机制市场化改革方向, 将不断利好上游气源公司

我们认为, 目前天然气定价体制市场化程度仍然不够。解决气荒问题的核心, 应该在于提高冬季上浮空间。只有放大冬季上浮空间, 才能刺激储气库、LNG 接收站建设的积极性, 增强国有企业增加 LNG 进口量的积极性。持续推进的市场化改革趋势, 将进一步扩大上游气源公司在产业链上的话语权。

**风险提示:** 天然气市场化改革推进迟缓的风险, 天然气价格下跌风险。

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2018-05-25	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2016A	2017A	2018E	2019E	2016A	2017A	2018E	2019E
600028.SH	中国石化	6.96	买入	0.42	0.71	0.83	0.91	16.57	9.80	8.39	7.65
600346.SH	恒力股份	16.63	买入	0.38	0.75	2.41	2.64	43.76	22.17	6.90	6.30
000703.SZ	恒逸石化	17.33	买入	0.98	1.31	3.14	3.33	17.68	13.23	5.52	5.20
002493.SZ	荣盛石化	10.44	买入	0.52	0.68	2.04	2.07	20.08	15.35	5.12	5.04
600256.SH	广汇能源	4.43	买入	0.10	0.25	0.32	0.52	44.30	17.72	13.84	8.52
601808.SH	中海油服	11.08	增持	0.01	0.31	0.84		1108.00	35.74	13.19	
600583.SH	海油工程	6.29	买入	0.42	0.67			14.98	9.39		
603619.SH	中曼石油	39.28	增持	0.99	1.24	1.36	1.56	39.68	31.68	28.88	25.18
00857.HK	中国石油股份	6.05	买入	0.04	0.12	0.34	0.42	151.25	50.42	17.79	14.40

资料来源: 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS

### 行业走势图



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《石油化工-行业研究周报:中美能源合作前景分析》2018-05-20
- 《石油化工-行业研究周报: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?》2018-05-13
- 《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



## 1. 居民气价上调，今冬还会“气荒”吗？

### 1.1. 事件：居民气价上调，上游气源公司受益明显

国家发改委近日发出通知，自6月10日起理顺居民用气门站价格、完善价格机制。将居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理，价格水平与非居民用气基准门站价格水平相衔接。门站价格理顺后，门站环节不再区分居民和非居民用气价格。

此次最大调整幅度原则上不超过0.35元/方，剩余价差一年后适时理顺。并且，居民气门站价与非居民气并轨实施一年之后，同样适用“上浮不超过20%、下浮不限”的浮动限制。

对两大油公司业绩影响测算：

中国石油：公司2017年生产天然气893亿方，国内销售量1210亿方。按照0.35元/方居民气提价幅度，以及居民气在天然气总消费量比例38%测算，对公司净利润增厚幅度在120亿，EPS增厚0.065元。

中国石化：公司2017年生产天然气258亿方，销售进口LNG80亿方，估算国内销售量约338亿方，对公司净利润增厚34亿，EPS增厚0.028元。

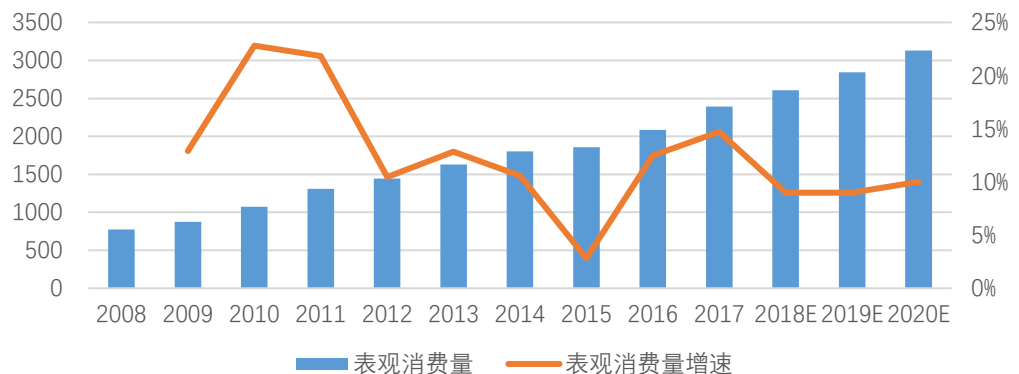
### 1.2. 天然气需求：居民天然气消费价格弹性低，需求保持较高增长

普通家庭月用天然气20-30方，按照北京居民天然气价格2.05元/方，相当于居民用气成本40-60块钱。如果上调0.35元/方，相当于居民用气成本增加了7-10元/月。对于居民生活成本压力不大，而且居民用气在烧饭、洗澡热水方面都是刚性需求，因此居民气提价对天然气消费的抑制作用几乎可以忽略。

自2017年以来，受煤改气政策驱动，天然气消费从之前的缓慢复苏变成迅猛增加态势。天然气消费量达到2394亿立方米，增长14.7%。

2018年，考虑国产气计划增速，以及进口管道气和进口LNG接受能力，预计供给增速上限是10%。根据国家能源局《2018年能源工作指导意见》，天然气消费比重提高到7.5%左右，相当于天然气消费增速约9%。

图1：中国天然气需求走势及预测（亿方）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.3. 天然气供给：增量有限，18/19 冬季供需仍紧张

国产气方面，根据中国石油、中国石化公告，两公司分别计划2018年天然气产量增速+3.3%、+6.8%（2017年增幅分别4.5%、19.1%）；2018Q1，两大公司天然气产量同比增速分别+2.1%、+0.6%。即，预计2018年国产气增速在4%左右。

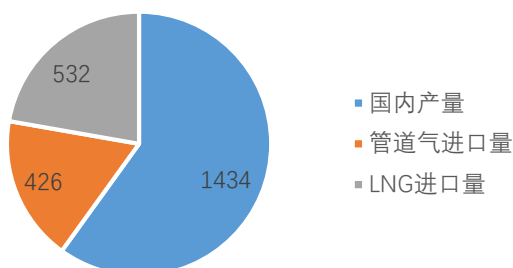
进口管道气方面，新增进口气源俄气东线，预计2019年才能投产。同时考虑到进口管道气上游气源方（主要是土库曼斯坦、哈萨克斯坦、缅甸）的供给能力，预计2018年内管

道气供给几乎无增量。

进口 LNG 方面，2017 年底 LNG 进口能力 5030 万吨/年（约 700 亿方/年），2017 年全年平均使用率 76%，冬季单月一度达到超负荷状态。2018 年，预计投产的 LNG 接收站包括中天能源、广汇能源扩能项目，一共 840 万吨/年接收能力，达到 5870 万吨/年（820 亿方/年）。

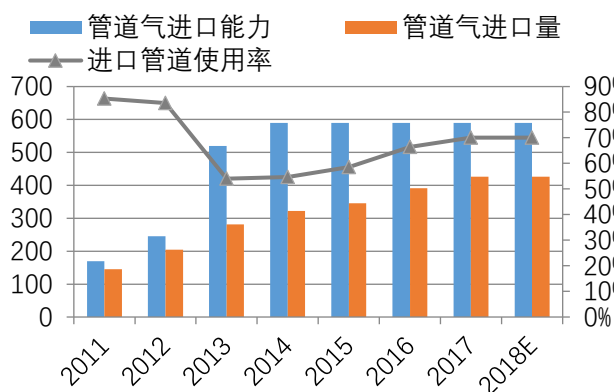
根据供需平衡表倒推，2018 年需要进口 LNG670 亿方，相当于同比+25%，使用率要达到 82%。这意味着冬季 LNG 进口终端要严重超负荷。进口 LNG 终端使用率，尤其是冬季使用率，是供需是否紧张的核心指标。因此我们判断，2018/2019 冬季国内天然气供给仍然紧张。

图 2：国内天然气供给结构（单位：亿方）



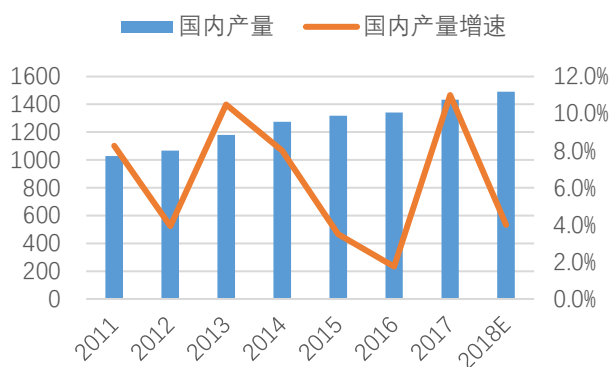
资料来源：国家发改委，海关，天风证券研究所

图 4：进口管道气量及增速（亿方）



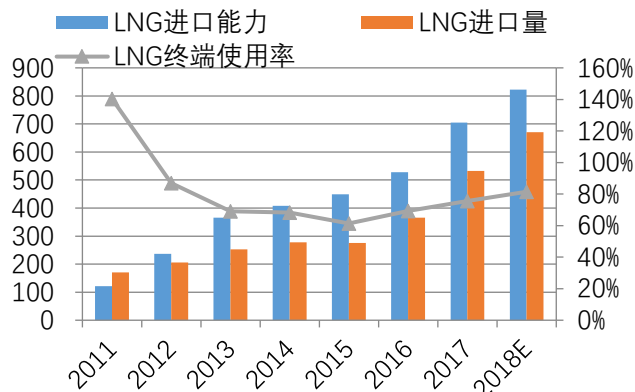
资料来源：海关，天风证券研究所

图 3：国产气产量（亿方）及增速



资料来源：国家发改委，上市公司公告，天风证券研究所

图 5：进口 LNG 量及增速（亿方）



资料来源：海关，天风证券研究所

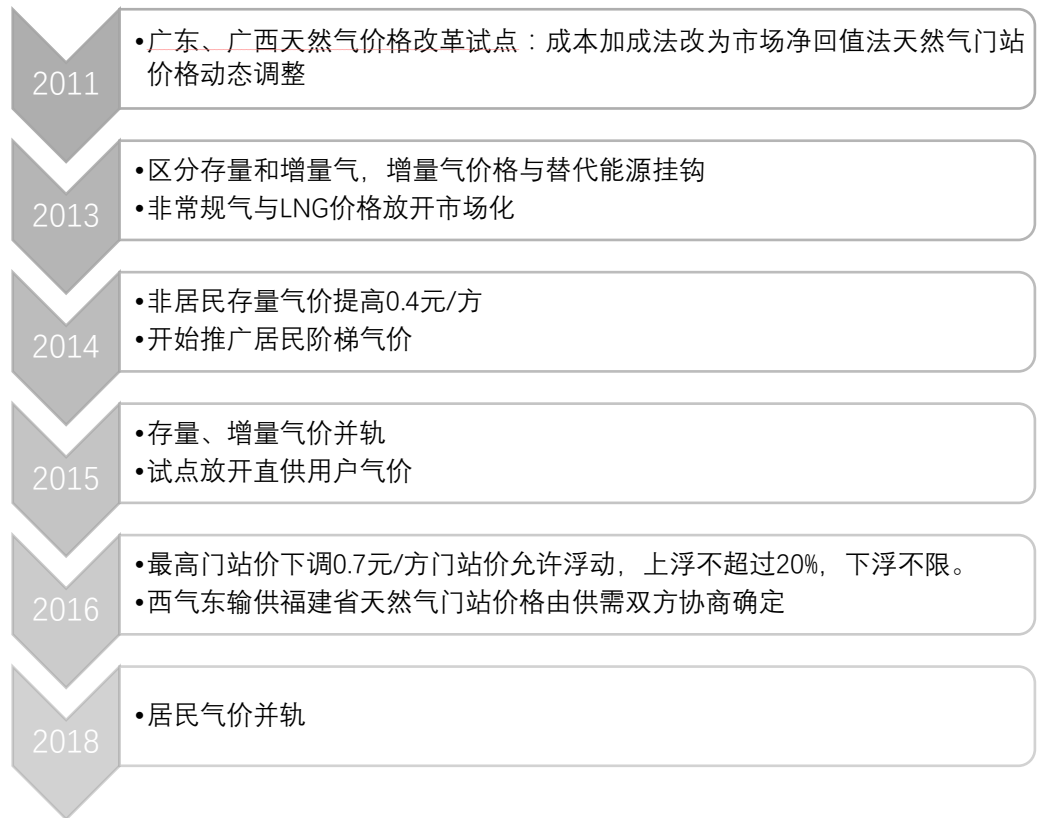
### 1.4. 天然气价格机制：有待进一步市场化

目前中国的天然气定价体系，市场化改革进程走了一半，可称之为“二元定价”体系。即，管道气仍以政策指导定价为主，有浮动空间但不大；LNG 则完全市场化定价。

天然气价格市场化思路已经明确：“管住中间、放开两头”。即，天然气销售价格由上游气价加管输费来形成，建立上、下游“两头”价格由市场决定，“中间”管输费由政府核定的价格机制。2016 年，发改委放开天然气门站价浮动空间，上浮不超过 20%。

我们认为，目前天然气定价体制市场化程度仍然不够。解决气荒问题的核心，应该在于提高冬季上浮空间。只有放大冬季上浮空间，才能刺激储气库、LNG 接收站建设的积极性，增强国有企业增加 LNG 进口量的积极性。

图 6：中国天然气市场化改革进程



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 重点公司年化利润估算

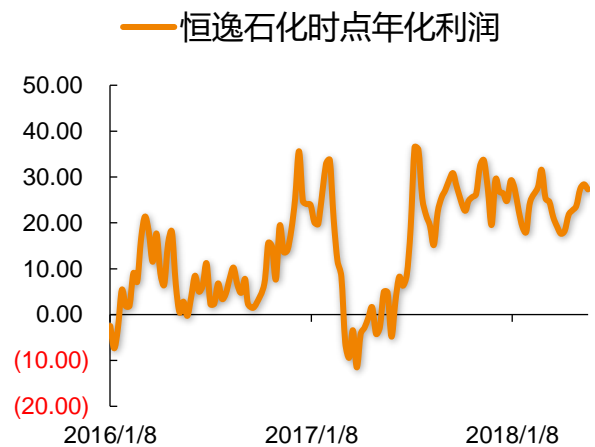
根据本周相关产品盈利水平，我们测算重点上市公司当前时点年化利润，结果如下：1) 卫星石化时点年化利润 5.0 亿元，环比+1.3 亿；2) 恒逸石化时点年化利润为 27.3 亿元，环比-1.1 亿；3) 荣盛石化时点年化利润为 17.9 亿元，环比-1.5 亿；4) 恒力股份时点年化利润为 42.1 亿元，环比-1.6 亿。

图 7：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：恒逸石化时点年化利润（亿元）



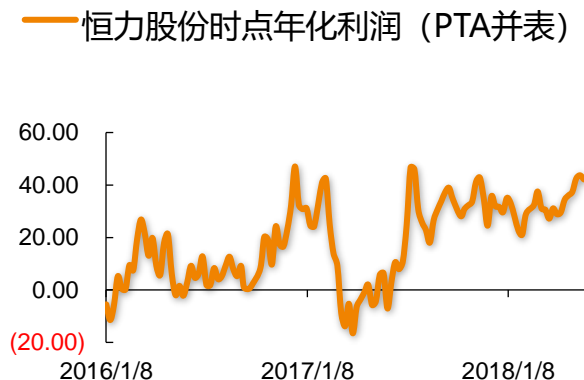
资料来源：中纤网，天风证券研究所

图 9：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 10：恒力股份时点年化利润（亿元）



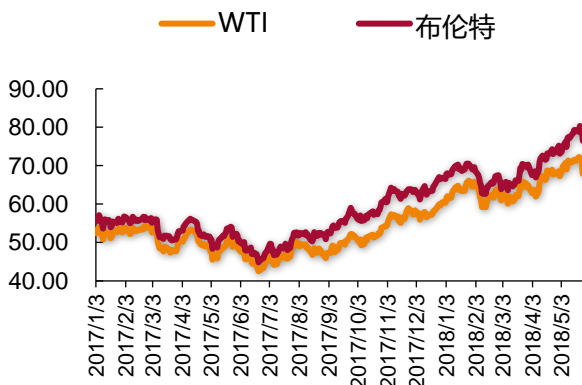
资料来源：中纤网，天风证券研究所

### 3. 原油行情回顾

#### 3.1. 原油价格与钻机

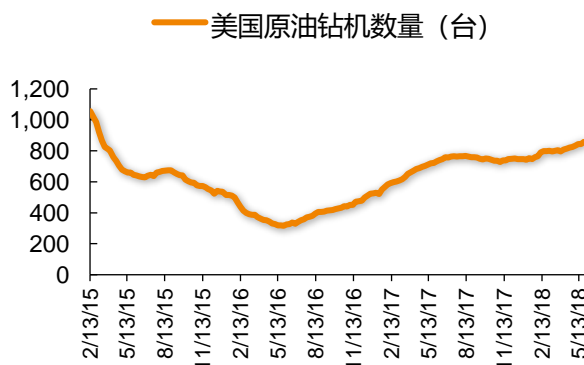
本周原油价格，WTI 67.88 美元/桶，环比-3.4 美元；布伦特 76.44 美元/桶，环比-2.79 美元。钻机方面，美国原油钻机台 859 台，环比+15 台。

图 11：国际原油价格（美元/桶）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：美国原油钻机数量（台）

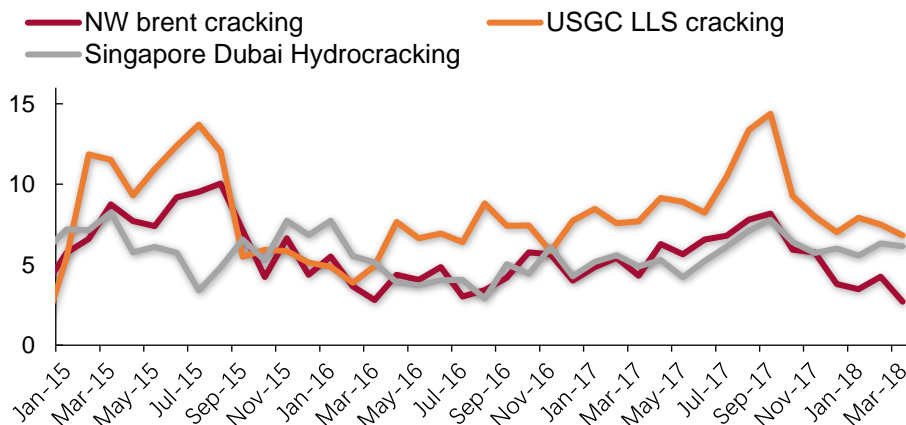


资料来源：贝克休斯，天风证券研究所

#### 3.2. 原油裂解价差

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 13：国际裂解价差（美元/桶）

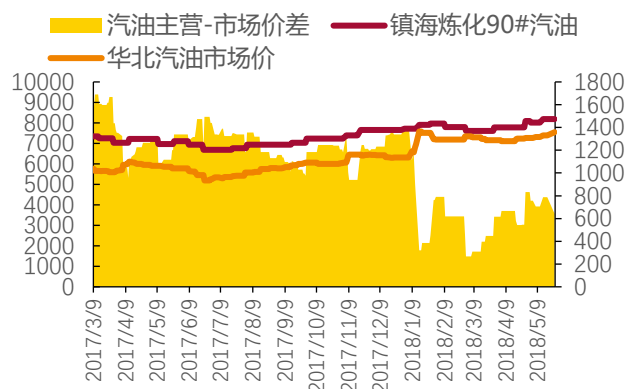


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所



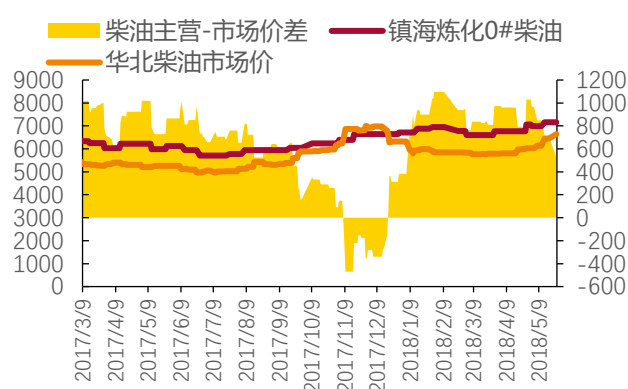
国内市场价差方面，汽油市场价差为 640 元/吨，环比-147 元；柴油裂解价差为 524 元/吨，环比-190 元。华北地区汽柴油裂解价差为 683 元/吨，环比+144 元。

图 14：汽油市场价差（元/吨）



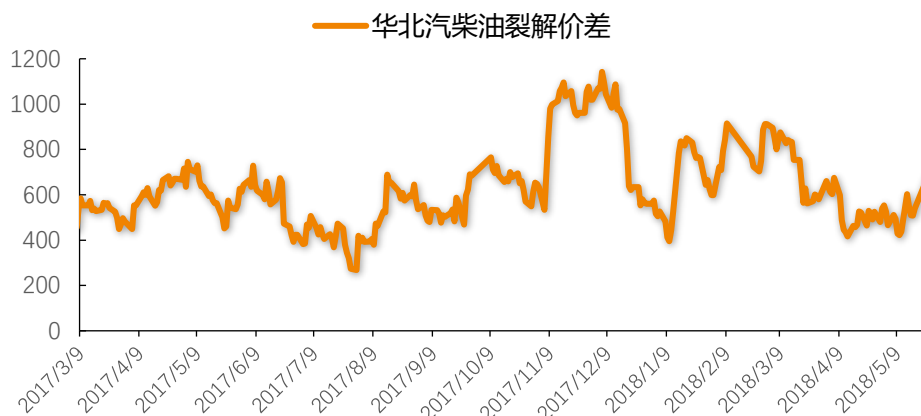
资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

图 15：柴油市场价差（元/吨）



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

图 16：华北汽柴油裂解价差（元/吨）



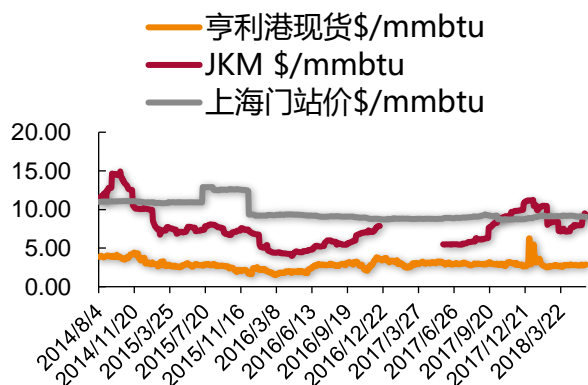
资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

## 4. 天然气行情回顾

### 4.1. 天然气价格与价差

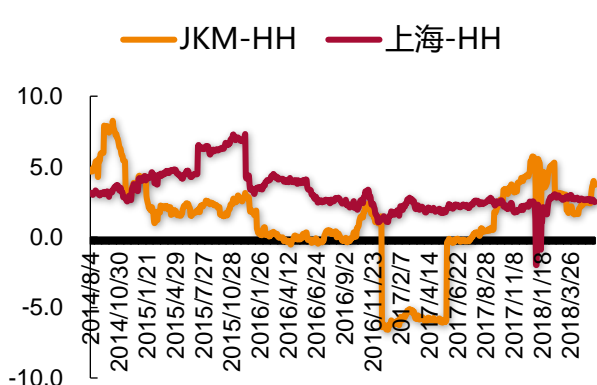
本周天然气现货价格，亨利港 2.87 美元/百万英热，环比+0.15 美元；JKM 9.29 美元/百万英热，环比+0.185 美元；上海门站价仍为 2.08 元/方。价差方面，JKM-HH 为 3.70 美元/百万英热，环比+0.06 美元；上海-HH 2.49 美元/百万英热，环比-0.16 美元。

图 17：天然气价格（美元/百万英热）



资料来源：bloomberg，天风证券研究所

图 18：天然气国际价差（美元/百万英热）

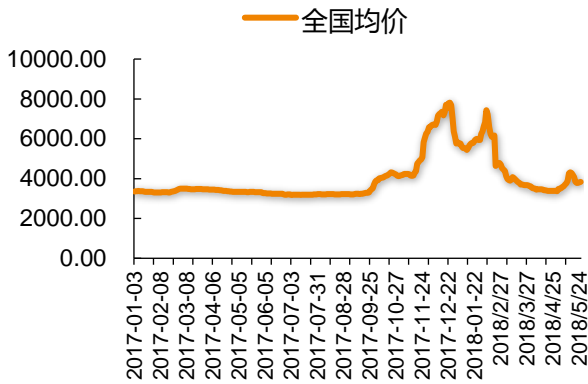


资料来源：bloomberg，天风证券研究所

## 4.2. 国内 LNG 价格与开工率

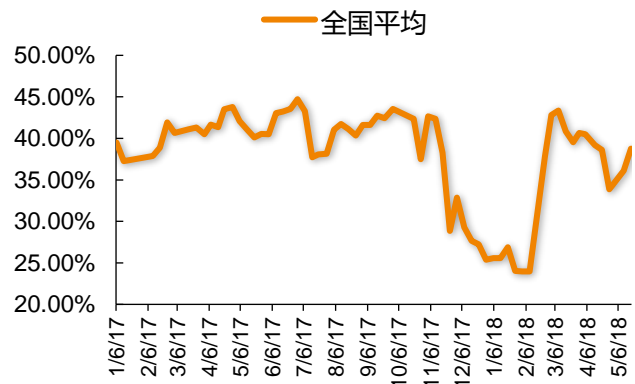
本周 LNG 出厂价方面，全国多数地区开始企稳向上，全国平均价为 3837.11 元/吨，环比 -235.93 元；开工率方面，全国平均开工率为 38.78%，环比+2.68pct。

图 19: LNG 出厂均价 (元/吨)



资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

图 20: 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 9828 元/吨，环比-190.00 元；涤纶短纤价格 8950 元/吨，环比-30 元；PTA 价格 5815 元/吨，环比-20 元；PX 价格内盘 7500 元/吨，环比持平，外盘 1023 美元/吨，环比+1 美元。

图 21: 涤纶长丝均价 (元/吨)



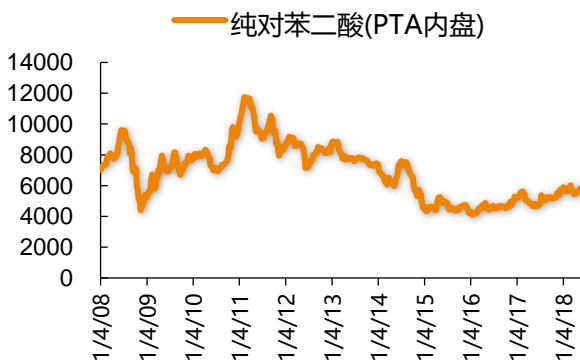
资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

图 22: 涤纶短纤价格 (元/吨)



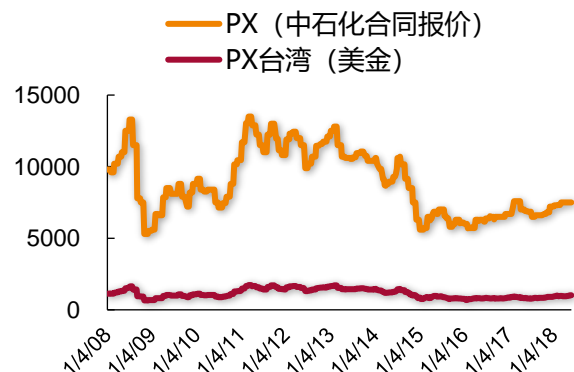
资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

图 23: PTA 价格 (元/吨)



资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

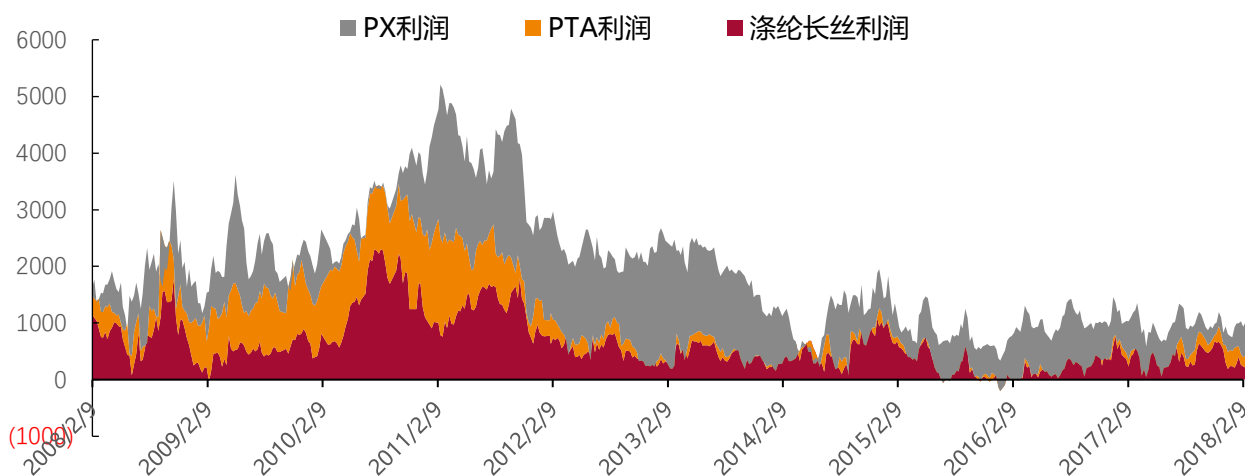
图 24: PX 价格 (元/吨)



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 665 元/吨，环比-24.94 元/吨；涤纶短纤单位盈利 402 元/吨，环比-77.63 元/吨；PTA 单位盈利 178 元/吨，环比-11.98 元/吨；PX 单位盈利 252 元/吨，环比-35 元。

图 25：聚酯单位盈利情况（元/吨）

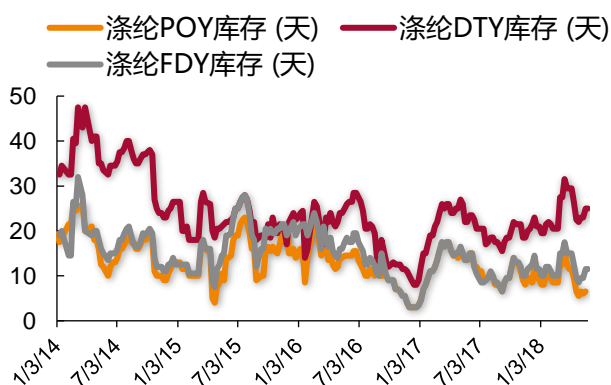


资料来源：中纤网，天风证券研究所

### 5.2. 聚酯产品库存与开工率

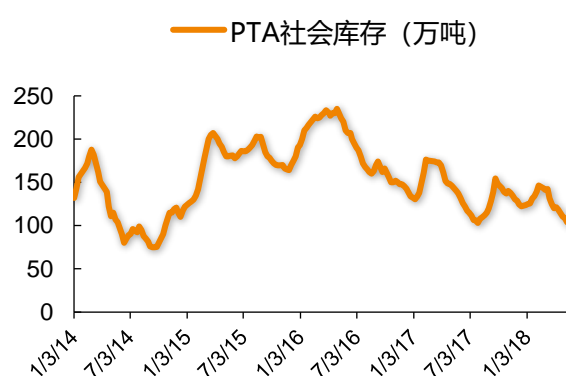
截止 5 月 25 日，涤纶产品 POY 库存 6.5 天，环比持平；DTY 库存 25 天，环比持平；FDY 库存 11.5 天，环比持平。PTA 流通库存 102.4 万吨，环比+0.03。

图 26：涤纶库存（天）



资料来源：中纤网，天风证券研究所

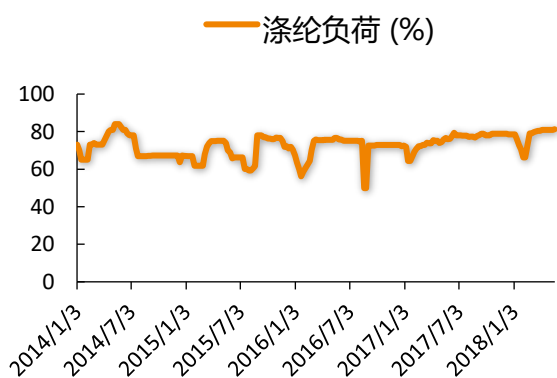
图 27：PTA 流通库存（万吨）



资料来源：中纤网，天风证券研究所

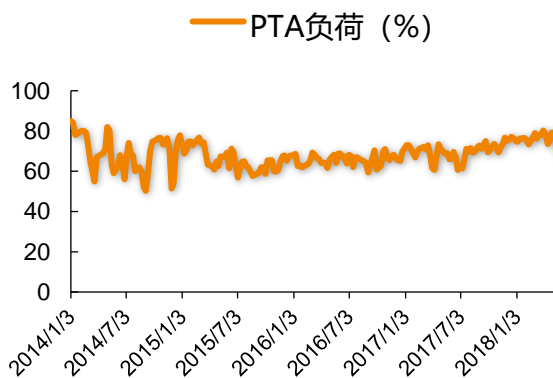
本周涤纶产品整体开工率 81%，环比持平；PTA 开工率 76.3%，环比-2.5pct。

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



## 6. 石化产品价差

本周石化产品价差涨幅前三为：己内酰胺（13.7%）、丁二烯（5.3%）、己二酸（1.8%）。

表 1：石化产品价差（元/吨）

产品	2018/5/25	上周涨跌	本周涨跌	上月涨跌	本月涨跌
炼油景气指数（中信）	193,972	8.0%	0.1%	12.5%	12.0%
乙烯景气指数（中信）	789,569	1.5%	-0.3%	67.6%	0.3%
PDH 价差	1,153	-1.0%	1.3%	40.1%	-7.1%
丁二烯与原料价差	7,800	4.2%	5.4%	22.9%	18.0%
聚乙烯与原料价差	-64	25.6%	-140.1%	-282.8%	-113.8%
聚丙烯与原料价差	16	-444.5%	-117.6%	-87.9%	-97.6%
PVC	3,581	-0.4%	-3.8%	71.5%	14.4%
ABS	6,976	-7.1%	1.0%	-10.7%	1.5%
苯乙烯	4,241	7.8%	-1.1%	-49.5%	23.1%
顺丁橡胶与原料价差	560	-34.7%	-27.1%	-0.7%	-49.1%
涤纶长丝与原料价差	665	-3.9%	-3.6%	-84.1%	23.9%
PTA 与原料价差	163	21.8%	-10.0%	-102.6%	72.5%
锦纶长丝与原料价差	5,433	-5.0%	-4.7%	27.0%	-12.2%
己内酰胺	1,731	-5.6%	13.7%	-38.1%	-51.2%
氨纶与原料价差	15,126	0.0%	0.0%	-31.8%	-5.3%
丙烯酸与原料价差	-43	-41.3%	-18.0%	-101.7%	149.0%
甲乙酮与原料价差	2,780	-9.3%	0.0%	-43.8%	-25.1%
己二酸	3,445	5.0%	1.8%	-44.5%	-32.7%

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