

# 石油化工

## 三论页岩油——资本开支超预期，产量增速却下降

**引言：**我们在4月份出具报告《再谈页岩油资本开支纪律》，就页岩油公司的财务数据，讨论了资本开支纪律的可能性。目前页岩油公司2018年中报均已公布，我们就上半年的财务数据，审视一下资本开支的实际情况。

### 1. 页岩公司出现两大趋势

1) 页岩公司的管理层都将重心转向了长期发展，抑制了将现金流投入短期增长的冲动，在适度的资本开支增长、还债和股东回报中寻求平衡；2) 行业并购整合加速。BP 赤字 105 亿美金收购了 BHP 公司在 Permian 等主要区域的资产。国际石油公司开始重视页岩开发。

### 2. 页岩油资本开支超年初预期，但仍理性

2018 年上半年，美国 44 家上游页岩公司实现了 210 亿美金的经营利润(2017 年上半年只有 62 亿美金)；实现了 500 亿经营现金流(2017 上半年是 390 亿)；实现了 300 亿自由现金流。其中，93 亿用于现金分红和股票回购，80 亿用于还债，其余用于资本开支。

截至中报，页岩公司整体 2018 年资本开支计划 681 亿，同比+10%，比年初计划上调了 5%。其中，页岩油公司 2018 年资本开支计划 281 亿美金，同比+19%，比年初计划上调了 10%。上调的主要原因是油价表现好于预期。

### 3. 2019 年页岩油产量增速将下滑

页岩油公司对 2018 年产量增速的预期仍维持在 11%，与年初预测相比变化不大。对 2019 年，页岩油公司尚未给出产量增速预估。

受制于管输及各种储运瓶颈，页岩油产量增速下滑(详见报告《Brent-WTI 价差拉大，重温 2011》)。根据我们对 EIA 月报预期的跟踪，其对美国 2019 年原油产量增速的预测从 2018 年 6 月月报开始持续下调。EIA 对美国本土 48 州的产量预测，2019 年将同比增加 71 万桶/天，远低于 2018 年的增幅(133 万桶/天)。

**风险提示：**国际油价大幅下跌的风险；后期页岩油企业资本开支低于预期的风险

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2018-09-21	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A/E	2018E	2019E	2020E	2017A/E	2018E	2019E	2020E
600028.SH	中国石化	6.95	买入	0.42	0.71	0.83	0.91	16.55	9.79	8.37	7.64
00857.HK	中国石油股份	6.10	买入								
002648.SZ	卫星石化	11.28	买入	0.88	0.79	1.24	1.70	12.82	14.28	9.10	6.64
002493.SZ	荣盛石化	11.22	买入	0.32	0.41	1.24	1.25	35.06	27.37	9.05	8.98
000703.SZ	恒逸石化	16.87	买入	0.98	1.31	3.14	3.33	17.21	12.88	5.37	5.07
600346.SH	恒力股份	16.27	买入	0.34	0.80	2.17	2.38	47.85	20.34	7.50	6.84
600623.SH	华谊集团	8.59	买入	0.29	1.08	1.35	1.42	29.62	7.95	6.36	6.05
600256.SH	广汇能源	4.78	买入	0.10	0.25	0.40	0.60	47.80	19.12	11.95	7.97
601808.SH	中海油服	11.38	增持	0.01	0.31	0.84	0.89	1138.00	36.71	13.55	12.79
603619.SH	中曼石油	24.26	增持	0.99	1.24	1.36	1.56	24.51	19.56	17.84	15.55
600583.SH	海油工程	6.75	买入	0.42	0.67			16.07	10.07		

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

证券研究报告

2018 年 09 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

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:石油石化行业，我们这样看》2018-09-09
- 《石油化工-行业专题研究:美国 NGL 产业链——页岩新力量，烯烃革命者》2018-09-02
- 《石油化工-行业研究周报:贸易战第二回合，中美油气行业互相伤害》2018-08-26

## 1. 页岩公司出现两大趋势

我们4月份出具报告《再谈页岩油资本开支纪律》，就页岩油公司的财务数据，讨论了资本开支纪律的可能性。目前页岩油公司2018年中报均已公布，我们就上半年的财务数据，审视资本开支的实际情况，以及2019年产量展望。

2018年以来，页岩公司的经营目标和行业结构出现两大趋势：

- 1) 页岩公司的管理层都将重心转向了长期发展，抑制了将现金流投入短期增长的冲动，在适度的资本开支增长、还债和股东回报中寻求平衡。
- 2) 行业并购整合加速。BP赤字105亿美金收购了BHP公司在Permian等主要区域的资产。国际石油公司开始重视页岩开发。

图1：EOG 能源强调长期股东回报



资料来源：EOG 官网，天风证券研究所

图3：Devon 能源强调现金流和资本回报率



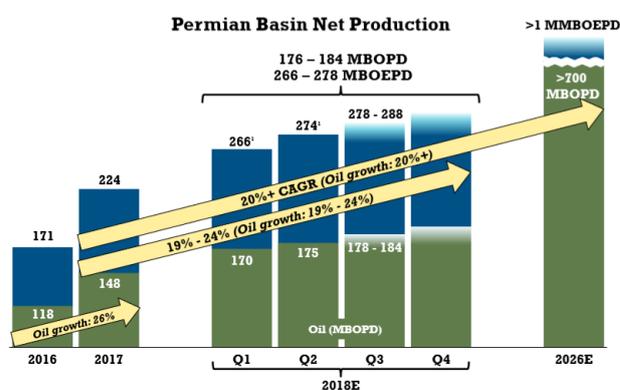
资料来源：Devon 官网，天风证券研究所

图2：Anadarko 公司重视股东回报和降低负债



资料来源：Anadarko 官网，天风证券研究所对原油假设进行了调整

图4：PXD（先锋自然资源）仍强调增长



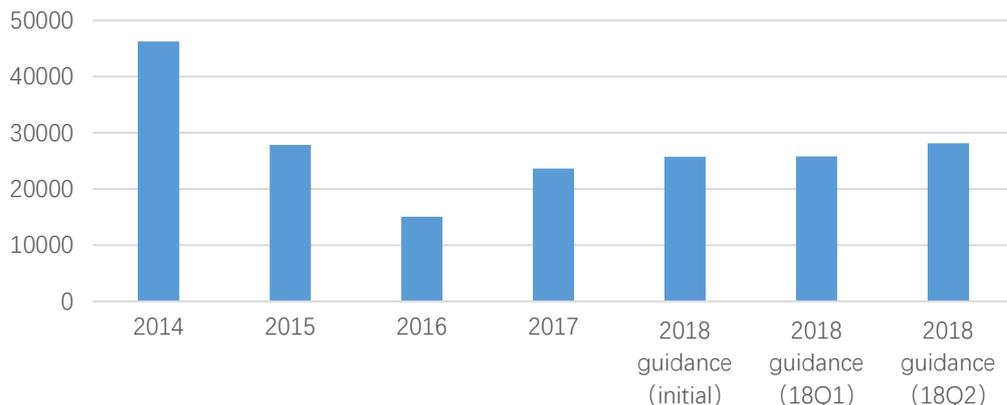
资料来源：PXD 官网，天风证券研究所

## 2. 页岩油资本开支超年初预期，但仍理性

2018年上半年，美国44家上游页岩公司实现了210亿美金的经营利润（2017年上半年只有62亿美金）；实现了500亿经营现金流（2017上半年是390亿）；实现了300亿自由现金流。其中，93亿用于现金分红和股票回购，80亿用于还债，其余用于资本开支。

截至中报，页岩公司整体2018年资本开支计划681亿，同比+10%，比年初计划上调了5%。其中，页岩油公司2018年资本开支计划281亿美金，同比+19%，比年初计划上调了10%。上调的主要原因是油价表现好于预期。

图 5：页岩油公司 2018 年资本开支上修（百万美元）



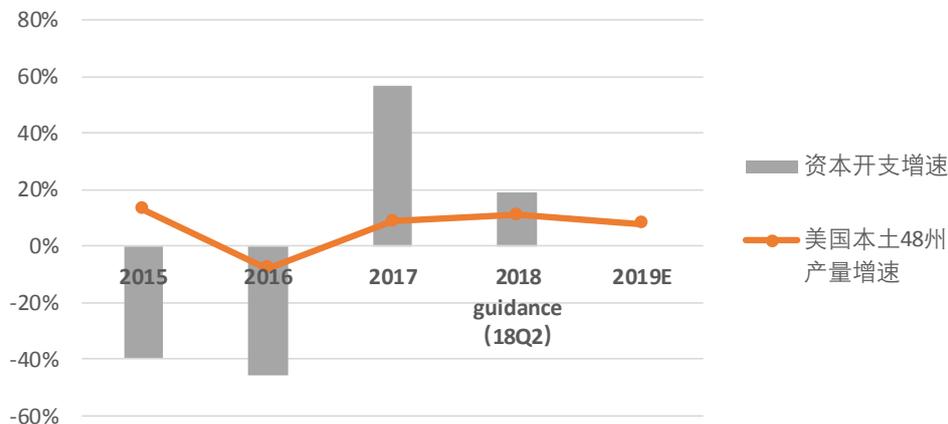
资料来源：RBN，天风证券研究所

### 3. 2019 年页岩油产量增速将下滑

页岩油公司对 2018 年产量增速的预期仍维持在 11%，与年初预测相比变化不大。对 2019 年，页岩油公司尚未给出产量增速预估。

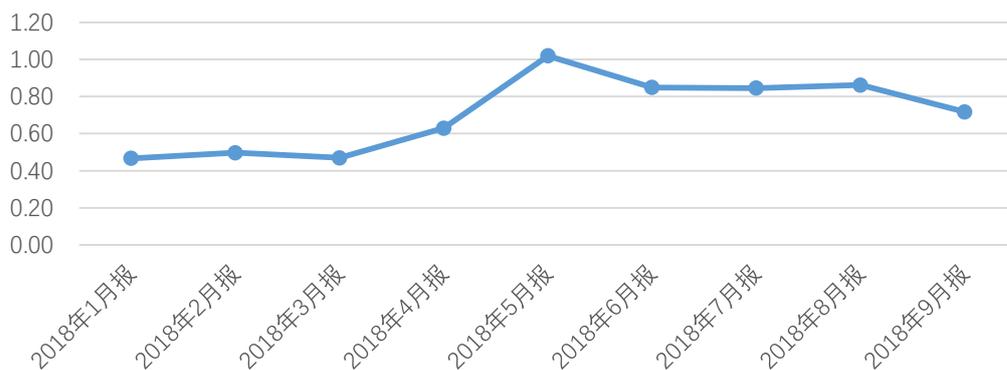
受制于管输及各种储运瓶颈，页岩油产量增速下滑（详见报告《Brent-WTI 价差拉大，重温 2011》）。根据我们对 EIA 月报预期的跟踪，其对美国 2019 年原油产量增速的预测从 2018 年 6 月月报开始持续下调。EIA 对美国本土 48 州的产量预测，2019 年将同比增加 71 万桶/天，远低于 2018 年的增幅（133 万桶/天）。

图 6：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

图 7：EIA 月报下修 2019 年美国原油产量预期（百万桶）



资料来源：EIA，天风证券研究所

## 4. 周度数据回顾

### 4.1. 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 5.4 亿元，环比-0.4 亿；2) 恒逸石化时点年化利润为 34.67 亿元，环比-38.07 亿；3) 荣盛石化时点年化利润为 48.72 亿元，环比-41.06 亿；4) 恒力股份时点年化利润为 46.33 亿元，环比-43.13 亿。

图 8：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 10：荣盛石化时点年化利润（亿元）



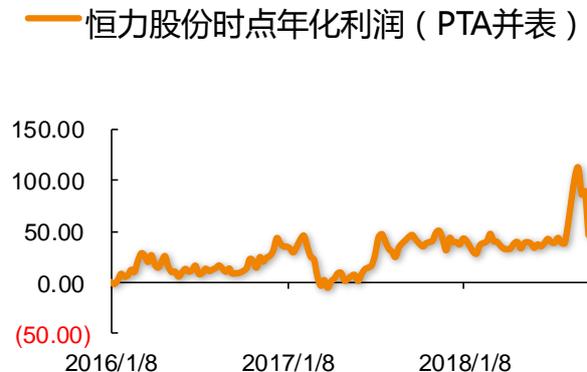
资料来源：中纤网，天风证券研究所

图 9：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 11：恒力股份时点年化利润（PTA并表）（亿元）



资料来源：中纤网，天风证券研究所

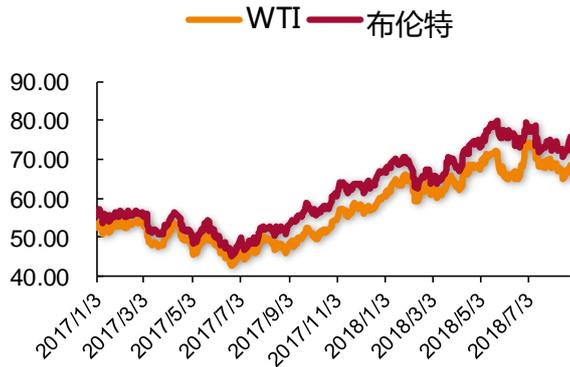
### 4.2. 原油行情回顾

#### 4.2.1. 原油价格与钻机

本周原油价格，WTI 70.8 美元/桶，环比+2.21 美元；布伦特 78.8 美元/桶，环比+0.62 美

元。钻机方面，美国原油钻机台 866 台，环比-1 台。

图 12：国际原油价格（美元/桶）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：美国原油钻机数量（台）

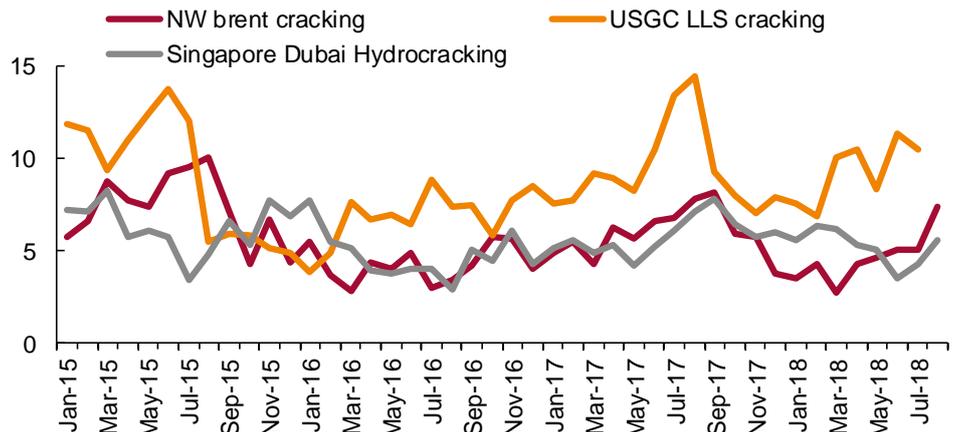


资料来源：贝克休斯，天风证券研究所

### 4.2.2. 原油裂解价差

8 月国际裂解价差，NW-brent 价差 7.39 美元，环比+2.33 美元；USGC-LLS 价差 10.45 美元，环比-0.89 美元；Singapore-Dubai 价差 5.55 美元，环比+1.3 美元。

图 14：国际裂解价差（美元/桶）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

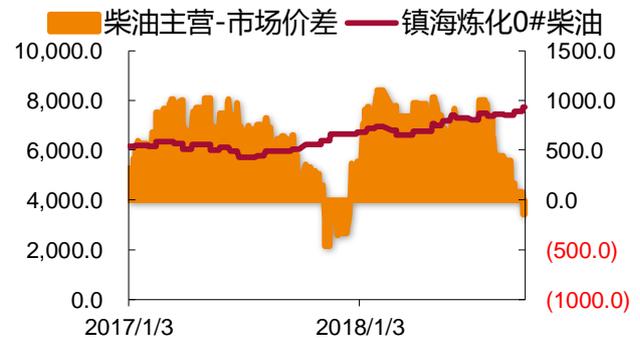
国内市场价差方面，汽油市场价差为-136 元/吨，环比-85 元；柴油市场价差为-143 元/吨，环比-227 元。华北地区汽柴油裂解价差为 1587 元/吨，环比+230 元。

图 15：汽油市场价差（元/吨）



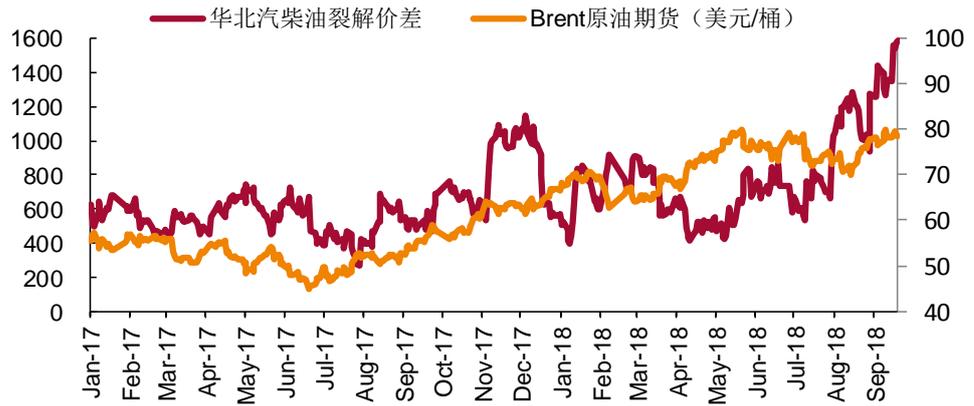
资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

图 16：柴油市场价差（元/吨）



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

图 17：华北汽柴油裂解价差（元/吨）



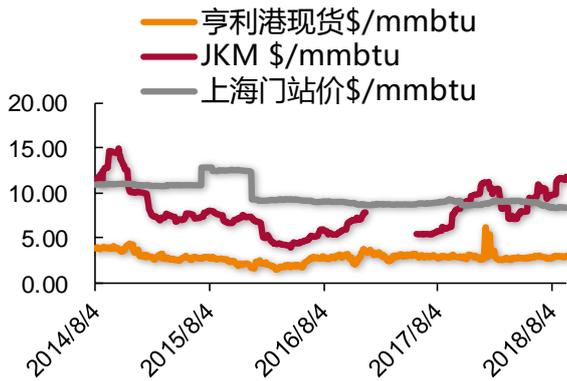
资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

### 4.3. 天然气行情回顾

#### 4.3.1. 天然气价格与价差

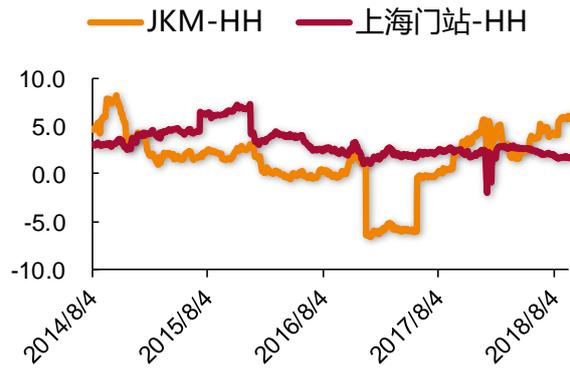
本周天然气现货价格，亨利港 3.01 美元/百万英热，环比 0.07 美元；JKM 11.61 美元/百万英热，环比+0.14 美元；上海门站价仍为 2.08 元/方。价差方面，JKM-HH 为 5.84 美元/百万英热，环比+0.06 美元；上海-HH 1.69 美元/百万英热，环比-0.09 元。

图 18：天然气价格（美元/百万英热）



资料来源：bloomberg，天风证券研究所

图 19：天然气国际价差（美元/百万英热）

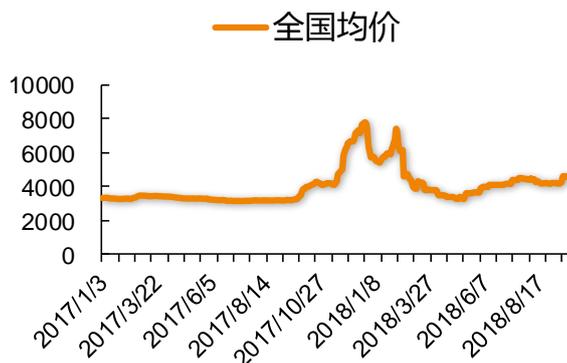


资料来源：bloomberg，天风证券研究所

#### 4.3.2. 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 4600.41 元/吨，环比 +286.93 元；开工率方面，全国平均开工率为 46.31%，环比+6.41pct。

图 20：LNG 出厂均价（元/吨）



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

图 21：LNG 平均开工率



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

## 4.4. 聚酯产业链行情回顾

### 4.4.1. 聚酯产品价格与价差

本周涤纶长纤均价为 12093 元/吨，环比-577 元；涤纶短纤价格 11060 元/吨，环比-372 元；PTA 价格 8014 元/吨，环比-1229 元；PX 价格内盘 11000 元/吨，环比持平，外盘 1306 美元/吨，环比-29 美元。

图 22：涤纶长丝均价（元/吨）



资料来源：中纤网，天风证券研究所

图 24：PTA 价格（元/吨）



资料来源：中纤网，天风证券研究所

图 23：涤纶短纤价格（元/吨）



资料来源：中纤网，天风证券研究所

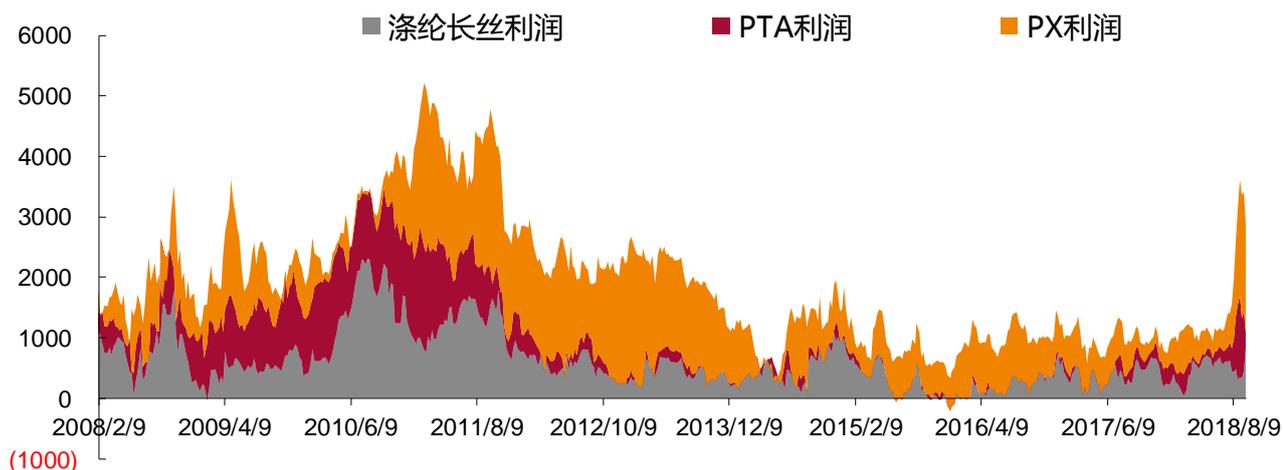
图 25：PX 价格（元/吨）



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 833 元/吨，环比+386 元/吨；涤纶短纤单位盈利 471 元/吨，环比+518 元/吨；PTA 单位盈利 256 元/吨，环比-738 元/吨；PX 单位盈利 1791 元/吨，环比-181 元。

图 26：聚酯单位盈利情况（元/吨）

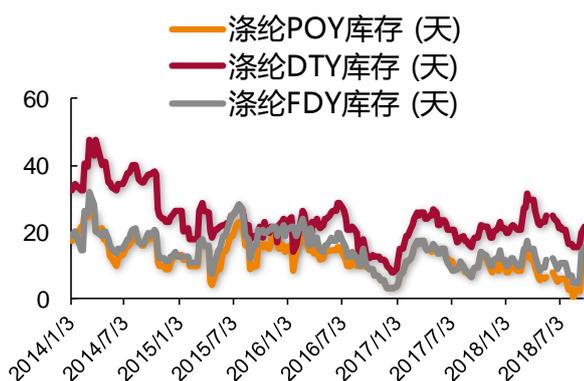


资料来源：中纤网，天风证券研究所

#### 4.4.2. 聚酯产品库存与开工率

涤纶产品 POY 库存 12.5 天，环比+5 天；DTY 库存 21.5 天，环比+2 天；FDY 库存 15.5 天，环比+2 天。PTA 流通库存 80.5 万吨，环比+4.9 万吨。

图 27: 涤纶库存 (天)



资料来源：中纤网，天风证券研究所

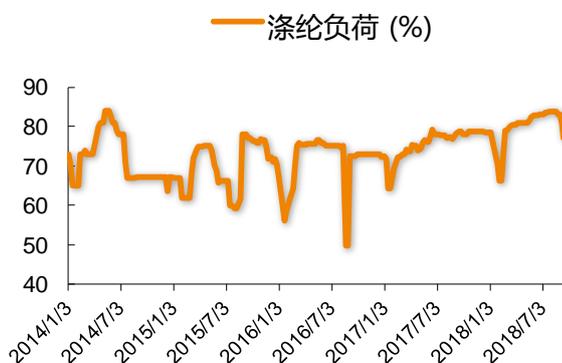
图 28: PTA 流通库存 (万吨)



资料来源：中纤网，天风证券研究所

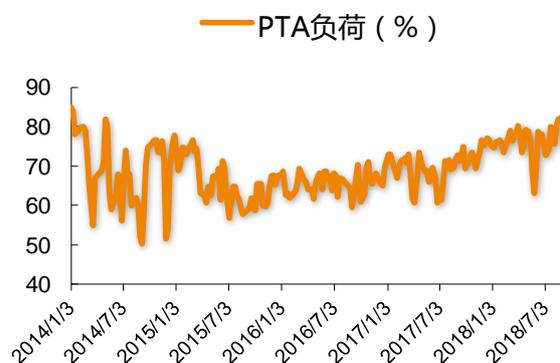
本周涤纶产品整体开工率 77.2%，环比-3.8pct；PTA 开工率 75.1%，环比-3.2pct。

图 29: 涤纶开工率



资料来源：中纤网，天风证券研究所

图 30: PTA 开工率



资料来源：中纤网，天风证券研究所

#### 4.5. 石化产品价差

本周石化产品价格涨幅前三为：聚丙烯与原料（217.8%）、涤纶长丝与原料（84.4%）、顺丁橡胶与原料（61.0%）。

表 1：石化产品价格差（元/吨）

产品价格差	2018/9/20	本周涨跌	上周涨跌	本月涨跌	上月涨跌
聚丙烯与原料价差	-239	217.8%	-21.7%	-135.8%	10.1%
涤纶长丝与原料价差	864	84.4%	43.9%	-30.5%	2.9%
顺丁橡胶与原料价差	1346	61.0%	57.7%	-46.1%	89.4%
己内酰胺	3630	15.6%	4.5%	-7.2%	9.6%
PDH 价差	964	11.0%	-4.7%	83.5%	-26.1%
甲乙酮与原料价差	2140	10.3%	-4.2%	30.1%	-33.2%
苯乙烯	4011	6.5%	0.6%	0.4%	-18.1%
PVC	3608	0.8%	-0.9%	10.5%	-7.0%
氨纶与原料价差	15008	0.6%	-0.5%	-2.3%	-0.7%
ABS	5694	0.4%	0.9%	-5.7%	-1.2%
己二酸	4400	-0.2%	0.8%	1.3%	1.7%
锦纶长丝与原料价差	5500	-4.9%	2.1%	-3.6%	-0.8%
丁二烯与原料价差	7100	-6.6%	-5.0%	11.5%	-2.7%
丙烯酸与原料价差	316	-26.5%	17.5%	-63.4%	104.6%
聚乙烯与原料价差	-343	-40.8%	-10.8%	12.8%	99.0%
PTA 与原料价差	199	-79.1%	-8.3%	366.4%	29.9%

资料来源：中纤网，隆众资讯，天风证券研究所

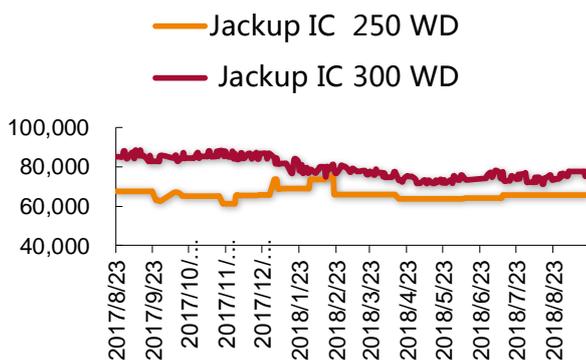
#### 4.6. 油田服务

本周海上钻井日费率方面，自升式钻井平台（250 米）日费率 65734.2 美元/天，环比持平。自升式钻井平台（300 米）日费率 77467.6 美元/天，环比持平；半潜式钻井平台（<1500 米）日费率 116060.0 美元/天，环比-10720.0。半潜式钻井平台（1500+米）日费率 267414.2 美元/天，环比+1543.2。半潜式钻井平台（4000+米）日费率 255595.3 美元/天，环比+414.5。

使用率方面，自升式钻井平台（250 米）使用率 56.5%，环比持平。自升式钻井平台（300 米）使用率 56.8%，环比+0.9pct；半潜式钻井平台（<1500 米）使用率 50.0%，环比持平。半潜式钻井平台（1500+米）使用率 66.7%，环比-2.4pct。半潜式钻井平台（4000+米）使用率 43.5%，环比-2.4pct。

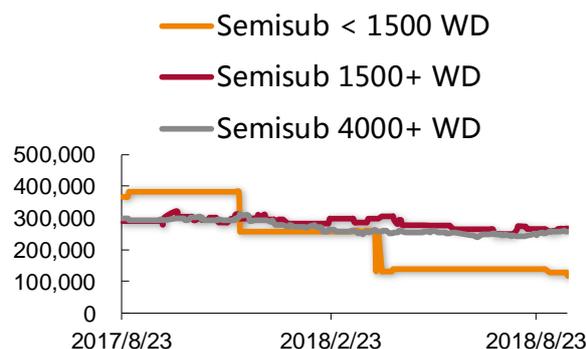
图 31：自升式钻井平台日费率（美元/天）

图 32：半潜式钻井平台日费率（美元/天）



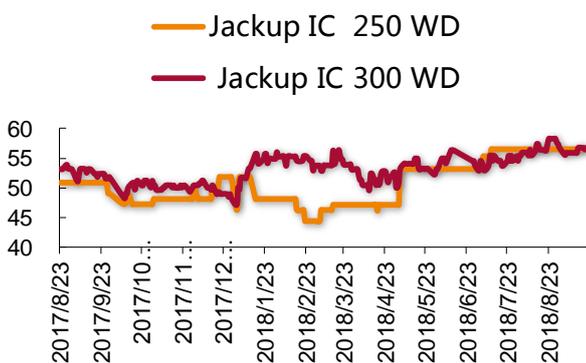
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 33: 自升式钻井平台使用率 (%)

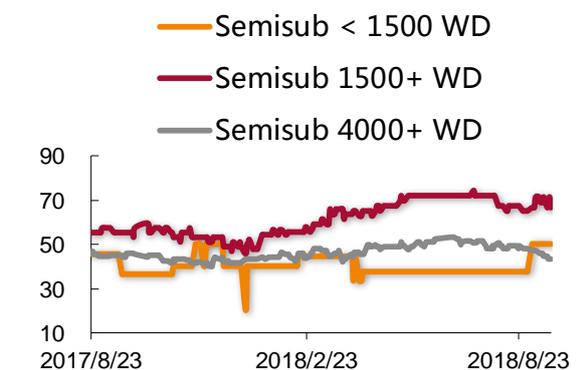


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 34: 半潜式钻井平台使用率 (%)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所



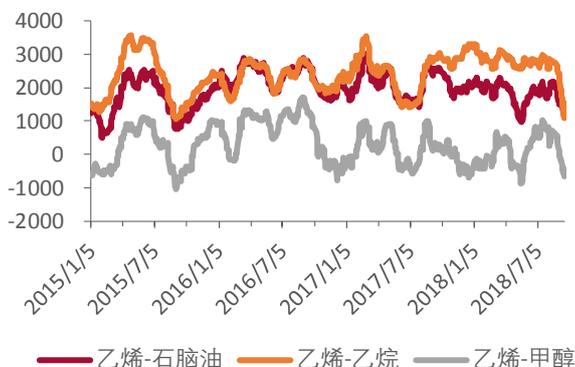
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

### 4.7. 烯烃价差

本周乙烯与上游价差, 乙烯-石脑油 1296.6 元/吨, 环比-129 元/吨, 乙烯-乙烷 1529.2 元/吨, 环比-15 元/吨, 乙烯-甲醇-458.1 元/吨, 环比-18 元/吨; 乙烯与下游价差, LDPE-乙烯-1346.4 元/吨, 环比+25 元/吨, MEG-乙烯 78.8 元/吨, 环比-188 元/吨。

本周丙烯与上游价差, 丙烯-石脑油 1449.7 元/吨, 环比+110 元/吨, 丙烯-丙烷 994.5 元/吨, 环比+188 元/吨, 丙烯-甲醇-966.7 元/吨, 环比+214 元/吨; 丙烯与下游价差, PP-丙烯-158.5 元/吨, 环比-164 元/吨, 丙烯酸-丙烯 373.2 元/吨, 环比-114 元/吨, PO-丙烯 1793.4 元/吨, 环比+56 元/吨。

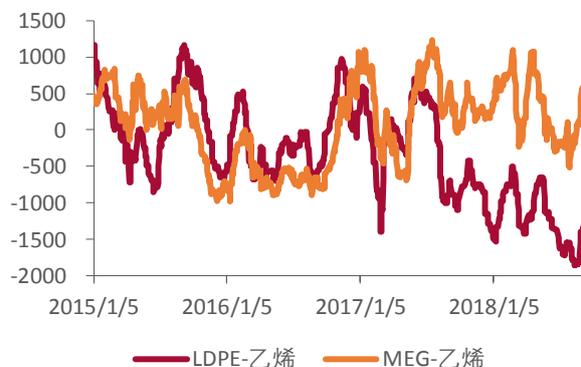
图 35: 乙烯与上游价差 (元/吨)



资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

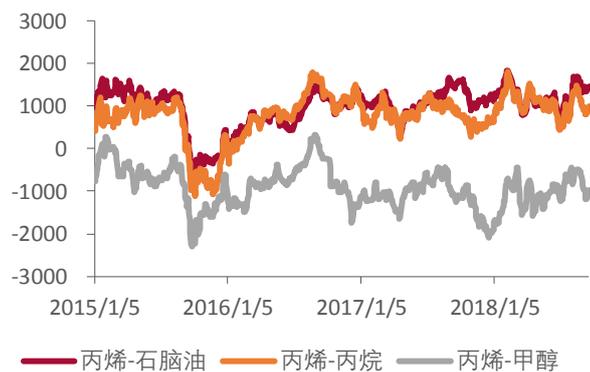
图 37: 丙烯与上游价差 (元/吨)

图 36: 乙烯与下游价差 (元/吨)

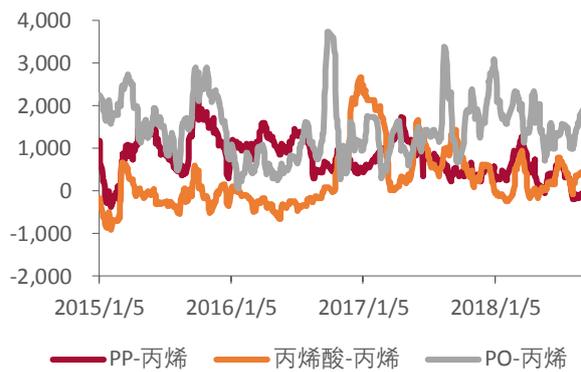


资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

图 38: 丙烯与下游价差 (元/吨)



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所



资料来源：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