

推荐 (维持)

聚酯产业链高景气，助推行业盈利创高峰

2018 年 11 月 09 日

石油化工行业 2018 三季度报总结

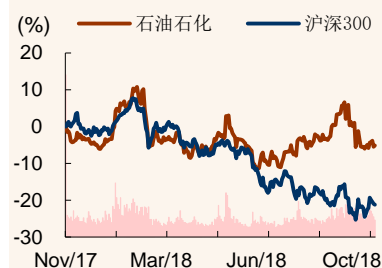
上证指数 2636

行业规模

	占比%
股票家数 (只)	47 1.3
总市值 (亿元)	24229 5.4
流通市值 (亿元)	23422 6.4

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10.6	-0.2	-4.1
相对表现	-4.3	15.8	16.4



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《原油周观点 20181104—伊朗制裁重启，油价回调符合我们预期》2018-11-05
- 2、《石化周观点 20181028—化工品弱势运行，PTA 盈利有望反弹》2018-10-29
- 3、《原油周观点 20181028—沙特“神助攻”，果真要“全力增产”？》2018-10-28

王强

wangqiang4@cmschina.com.cn  
S1090517030001

石亮

shiliang1@cmschina.com.cn  
S1090517070001

李舜

lishun2@cmschina.com.cn  
S1090518070001

王亮

wangliang4@cmschina.com.cn  
S1090517080005

敬请阅读末页的重要说明

## 2018Q3 石化行业盈利迎来高峰

我们整理了 50 家石化上市公司的 2018 年三季度报情况。前三季度行业内上市公司实现总营收 4.42 万亿元，同比增长 19.5%；实现净利润 1702 亿元，同比增长 70%，实现归属于上市公司股东的净利润 1367 亿元，同比增长 87.5%。

剔除体量庞大的中石油和中石化两家公司，2018 前三季度其他 48 家上市公司实现营业收入 6344 亿元，同比增长 28.3%，实现净利润 311 亿元，同比增长 68.8%，实现归属于上市公司股东的净利润为 286 亿元，同比增长 66.4%。

在剔除中石油和中石化后，其他 48 家上市公司的整体表现更为亮眼。无论是营收规模还是利润水平均创下历年新高。盈利大幅增长主要归功于涤纶化纤板块几家上市公司的好表现。一方面这几家上市企业的规模和行业影响力相较上一轮景气周期明显扩大，另一方面，这一轮景气周期持续的时间更长，龙头企业充分受益。

## 子行业板块表现分化，涤纶化纤板块表现最突出，油气板块业绩增长快

营收方面，除天然气板块外，其它 6 个子行业营收同比均有所增长，其中油气子行业营收增长 136%，化纤和 C3C4 子行业增长均超过 40%。大石化、煤化工、油服子行业营收同比分别增长 18%、11.5%和 14.8%。

净利润方面，天然气板块下降明显；油气子行业直接受益油价上涨，利润增幅达到 9 倍之多（有并表范围因素）；油服板块因 17 年同期基数低，利润增长也有 150%之多；大石化和化纤子行业的利润增速均超过 80%，主要原因则是油价上涨叠加行业景气；C3C4 和煤化工的利润增速分别为 24%和 35%。

## 当前油价已经系统性进入中高油价区间。即使近期回调较多也无须过度担忧。油价涨幅斜率是影响 CPI 指标的关键因素，过快上涨易导致经济陷入滞涨陷阱，但同时也需要维持适度通胀，基于此判断，我们认为美国既有意愿也有能力影响油价；中期看，未来 1 年内美国对伊朗制裁的决心和委内瑞拉等产油国局势的演变将与油价紧密相关，但若伊朗制裁失控，油价仍将面临大涨风险。我们判断整体中枢上移将是大概率事件，一旦站上 80 美元大关，“控制斜率”向上推升最符合各方利益。

## 投资方面应持续关注四条主线：一是低估值、高股息率的一体化油气公司；二是价格传导弹性兼具成长的民营大炼化标的；三是油气上游业绩释放；四是 PDH 类气头原料套利。此外，四季度天然气供应预计仍将偏紧，19 年油公司上游资本支出计划预计将落地，可关注天然气和油服相关上市公司的投资窗口。

## 风险提示：地缘政治局势失控导致油价大幅波动；行业产能扩张导致景气下滑。

## 正文目录

一、2018Q3 石化行业盈利迎来高峰 .....	5
1、2018 前三季度石化行业营收规模创近 10 年同期新高 .....	5
2、剔除两桶油后，前三季度上市公司利润表现创历史新高 .....	7
二、2018 前三季度涤纶化纤板块表现最为突出 .....	9
1、大石化板块：上游板块减亏，炼油 Q3 库存收益环比回落 .....	10
2、涤纶化纤板块：整体景气创高峰 .....	12
3、C3C4 板块：旺季效应明显，但价差承压 .....	14
(1) C3 板块受中美贸易战影响较大 .....	15
(2) C4 板块价差承压，顺酐和和甲乙酮表现回落 .....	15
4、天然气板块：整体表现一般，业绩压力较大 .....	17
5、煤化工：煤炭及甲醇价格环比保持稳定，关注上市公司天然气战略 .....	17
6、油服板块：盈利释放仍需时日，但 19 年存在大幅改善预期 .....	19
7、油气板块：油价进入中高区间，经营风险释放利好油气标的 .....	20
三、期间费用率环比上行，行业估值仍有一定上升空间 .....	25
四、覆盖上市公司一览 .....	27

## 图表目录

图 1：石化行业营业收入及增速情况（亿元） .....	6
图 2：石化行业净利润及增速情况（亿元） .....	6
图 3：石化行业营业收入及增速情况（亿元）（剔除中石油和中石化） .....	7
图 4：石化行业净利润及增速情况（亿元）（剔除中石油和中石化） .....	8
图 5：布伦特和 WTI 原油价格走势 .....	10
图 6：成品油价格走势 .....	10
图 7：中国石化季度单桶炼油 EBIT .....	10
图 8：中国石化炼化季度单吨乙烯 EBIT .....	10
图 9：中国石油五大板块季度 EBIT 情况（亿元） .....	11
图 10：中国石化四大板块季度 EBIT 情况（亿元） .....	11
图 11：PX-石脑油价差（美元/吨） .....	14
图 12：PTA-PX 价差情况（元/吨） .....	14
图 13：涤纶 POY 价差情况 .....	14

图 14: 涤纶 FDY 价差情况.....	14
图 15: 涤纶 DTY 价差情况.....	14
图 16: 丙烯-丙烷价格走势及价差情况 .....	16
图 17: 聚丙烯-丙烷价格走势及价差情况 .....	16
图 18: 顺酐价差情况.....	16
图 19: 甲乙酮价差情况 .....	16
图 20: 近三年布伦特原油价格走势及 17 年 B-W 价差（美元/桶） .....	21
图 21: 大石化行业营收及同比（亿元） .....	22
图 22: 大石化行业净利润及同比（亿元） .....	22
图 23: C3C4 产业链营收及同比（亿元） .....	22
图 24: C3C4 产业链净利润及同比（亿元） .....	22
图 25: 天然气行业营收及同比（亿元） .....	22
图 26: 天然气行业净利润及同比（亿元） .....	22
图 27: 煤化工行业营收及同比（亿元） .....	23
图 28: 煤化工行业净利润及同比（亿元） .....	23
图 29: 油服行业营收及同比（亿元） .....	23
图 30: 油服行业净利润及同比（亿元） .....	23
图 31: 化纤行业营收及同比（亿元） .....	23
图 32: 化纤行业净利润及同比（亿元） .....	23
图 33: 油气行业营收及同比（亿元） .....	24
图 34: 油气行业净利润及同比（亿元） .....	24
图 35: 石油化工行业季度毛利率和净利率 .....	25
图 36: 石油化工行业季度三项费用率变化情况.....	26
图 37: 石油化工行业动态 PE（TTM，整体法）情况 .....	26
图 38: 石油化工行业动态 PB（整体法）情况 .....	26
图 39: 石油石化行业历史 PE Band .....	27
图 40: 石油石化行业历史 PB Band .....	27
表 1: 石化行业上市公司分类 .....	5
表 2: 2018Q1-3 及 2018Q3 单季的石化行业整体盈利情况（亿元） .....	6
表 3: 2018Q1-3 及 2018Q3 单季的石化行业整体盈利情况（亿元，剔除两桶油） ....	7

表 4: 各子版块 2018Q1-3 营业收入、净利润和增速 (亿元) .....	9
表 5: 各子版块 2018Q3 营业收入、净利润和环比增速 (亿元) .....	9
表 6: 主要石化产品的价差情况.....	11
表 7: 大石化板块各公司 2018Q1-3 营收及净利情况 (亿元) .....	12
表 8: 大石化板块各公司 2018Q3 营收及净利情况 (亿元) .....	12
表 9: 近年分季度涤纶长丝产业链主要价差情况 .....	12
表 10: 涤纶化纤板块各公司 2018Q1-3 营收及净利情况 (亿元) .....	13
表 11: 涤纶化纤板块各公司 2018Q3 营收及净利情况 (亿元) .....	13
表 12: C3C4 板块各公司 2018Q1-3 营收及净利情况 (亿元) .....	16
表 13: C3C4 板块各公司 2018Q3 营收及净利情况 (亿元) .....	16
表 14: 天然气板块各公司 2018Q1-3 营收及净利情况 (亿元) .....	17
表 15: 天然气板块各公司 2018Q3 营收及净利情况 (亿元) .....	17
表 16: 近期煤炭、甲醇价格情况 (元/吨) .....	18
表 17: 煤化工板块各公司 2018Q1-3 营收及净利情况 (亿元) .....	18
表 18: 煤化工板块各公司 2018Q3 营收及净利情况 (亿元) .....	18
表 19: 油服板块各公司 2018Q1-3 营收及净利情况 (亿元) .....	20
表 20: 油服板块各公司 2018Q3 营收及净利情况 (亿元) .....	20
表 21: 油气板块各公司 2018Q1-3 营收及净利情况 (亿元) .....	21
表 22: 油气板块各公司 2018Q3 营收及净利情况 (亿元) .....	21
表 23: 招商石化覆盖公司一览 .....	27

## 一、2018Q3 石化行业盈利迎来高峰

我们选取了石油化工行业 50 家上市公司作为样本，并将其分为 7 个子板块，具体划分如下表。

据此，我们整理了石化行业上市公司 2018 三季报情况。从板块整体表现来看，考虑两桶油在内，板块前三季度的营收规模创下了 2010 年以来的新高；而剔除两桶油后，行业其他上市公司的营收的利润表现也创下了历年之最。

表 1：石化行业上市公司分类

分类	公司代码	公司简称	分类	公司代码	公司简称
大石化	601857.SH	中国石油	油服	601808.SH	中海油服
	600028.SH	中国石化		600583.SH	海油工程
	600688.SH	上海石化		600871.SH	*ST 油服
	000059.SZ	华锦股份		300084.SZ	海默科技
	000698.SZ	沈阳化工		002554.SZ	惠博普
	603906.SH	龙蟠科技		603619.SH	中曼石油
	002778.SZ	高科石化		002828.SZ	贝肯能源
	603798.SH	康普顿		300191.SZ	潜能恒信
	000554.SZ	泰山石油		002353.SZ	杰瑞股份
	000985.SZ	大庆华科		603727.SH	博迈科
	000637.SZ	茂化实华		600339.SH	中油工程
天然气	600500.SH	中化国际	化纤	000703.SZ	恒逸石化
	600856.SH	中天能源		601233.SH	桐昆股份
	002053.SZ	云南能投		002493.SZ	荣盛石化
煤化工	000407.SZ	胜利股份		600346.SH	恒力股份
	600256.SH	广汇能源		601113.SH	华鼎股份
	000990.SZ	诚志股份		002064.SZ	华峰氨纶
	600803.SH	新奥股份		002254.SZ	泰和新材
	601011.SH	宝泰隆		600844.SH	丹化科技
	002274.SZ	华昌化工		600527.SH	江南高纤
C3C4	300072.SZ	三聚环保		603225.SH	新凤鸣
	002221.SZ	东华能源		000301.SZ	东方盛虹
	600387.SH	海越能源	油气	300384.SZ	三联虹普
	002648.SZ	卫星石化		600759.SH	洲际油气
	002408.SZ	齐翔腾达		600777.SH	新潮能源

资料来源：Wind，招商证券

### 1、2018 前三季度石化行业营收规模创近 10 年同期新高

2018 年前三季度我们跟踪的 50 家上市公司实现总营收 4.42 万亿元，同比增长 19.5%；实现净利润 1702 亿元，同比增长 70%，实现归属于上市公司股东的净利润 1367 亿元，同比增长 87.5%，表现抢眼。其中 2018Q3 单季石化上市公司营收 1.61 万亿元，同比增长 30%，环比增长 10%，实现净利润 601 亿元，同比大涨 88.5%，但环比下降 2.6%；实现归属于上市公司净利润 501 亿元，同比增长 120.2%，环比小幅上涨 0.4%。

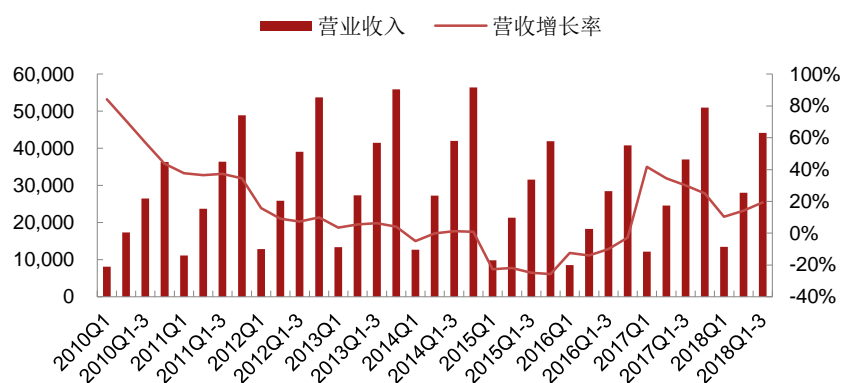
从营收角度横向比较，石化行业整体营收规模创近 10 年以来的同期新高。如果考虑油价因素，我们认为主要还是归功于为数众多的民营企业在过去几年中的发展壮大。

表 2: 2018Q1-3 及 2018Q3 单季的石化行业整体盈利情况 (亿元)

	2018Q1-3	同比 YOY	2018Q3	同比 YOY	环比 YOY
营业收入	44,173	19.5%	16,111	30.0%	10.0%
营业成本	35,735	19.6%	13,082	31.7%	10.9%
营业税金及附加	3,570	6.3%	1,258	8.2%	5.5%
销售费用	971	5.9%	345	6.4%	7.9%
管理费用	1,206	-7.0%	421	-9.3%	17.8%
财务费用	224	-16.5%	72	-23.1%	23.4%
资产减值损失	28	-68.5%	18	-49.3%	147.1%
投资净收益	192	4.3%	69	13.7%	21.8%
营业利润	2,515	85.9%	941	112.5%	7.3%
利润总额	2,382	84.0%	847	103.3%	-2.0%
所得税	680	132.0%	247	151.3%	-0.5%
净利润	1,702	70.0%	601	88.5%	-2.6%
归属于上市公司股东的净利润	1,367	87.5%	501	120.2%	0.4%

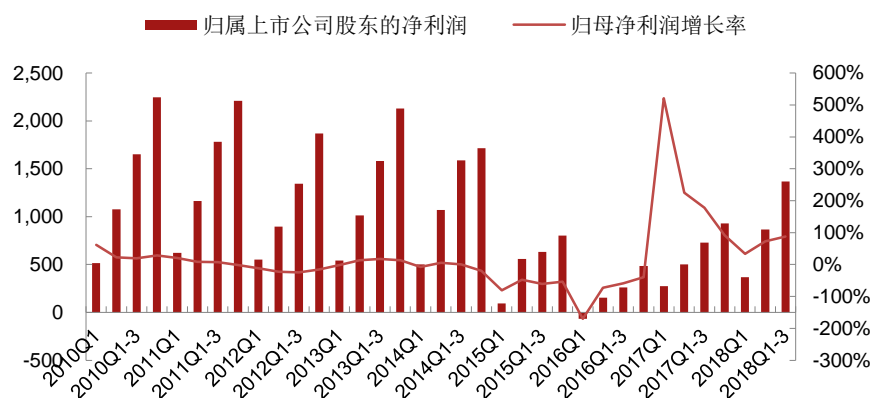
资料来源: Wind、招商证券

图 1: 石化行业营业收入及增速情况 (亿元)



资料来源: Wind 招商证券

图 2: 石化行业净利润及增速情况 (亿元)





资料来源: Wind 招商证券

## 2、剔除两桶油后，前三季度上市公司利润表现创历史新高

考虑到中石化和中石油体量庞大，为更好的体现其他石化上市公司的情况，我们对剔除中石油和中石化后的 48 家石化上市公司的情况进行了分析。

2018 前三季度上述公司共实现营业收入 6344 亿元，同比增长 28.3%，实现净利润 311 亿元，同比增长 68.8%，实现归属于上市公司股东的净利润为 286 亿元，同比增长 66.4%；其中 2018Q3 单季实现营业收入 2372 亿元，同比增长 33.1%，环比增长 8.3%，实现净利润 116 亿元，同比增长 60.5%，环比增长 7.3%，实现归属于上市公司股东的净利润 106 亿元，同比增长 57.4%，环比增长 5.3%。

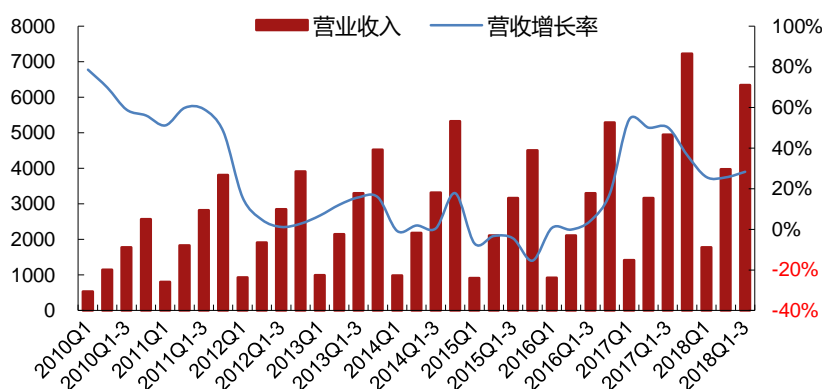
剔除中石油和中石化后，其他 48 家上市公司的整体表现更为亮眼。无论是营收规模还是利润水平均创下历年新高。具体板块来看，盈利大幅增长主要归功于涤纶化纤板块几家上市公司的美好表现。一方面这几家上市企业的规模和行业影响力相较上一轮景气周期明显扩大，另一方面，这一轮景气周期持续的时间更长，龙头企业充分受益。

表 3: 2018Q1-3 及 2018Q3 单季的石化行业整体盈利情况（亿元，剔除两桶油）

	2018Q1-3	同比 YOY	2018Q3	同比 YOY	环比 YOY
营业收入	6,344	28.3%	2,372	33.1%	8.3%
营业成本	5,499	28.2%	2,062	34.0%	8.4%
营业税金及附加	133	-1.5%	44	-10.6%	1.4%
销售费用	65	32.5%	25	48.3%	6.9%
管理费用	186	3.9%	56	-15.0%	-17.4%
财务费用	75	-3.9%	23	-23.2%	-3.0%
资产减值损失	19	33.5%	11	148.2%	87.1%
投资净收益	41	56.2%	17	75.3%	20.5%
营业利润	396	68.5%	147	67.0%	5.8%
利润总额	400	65.4%	148	59.8%	5.7%
所得税	89	54.5%	32	57.3%	0.4%
净利润	311	68.8%	116	60.5%	7.3%
归属于上市公司股东的净利润	286	66.4%	106	57.4%	5.3%

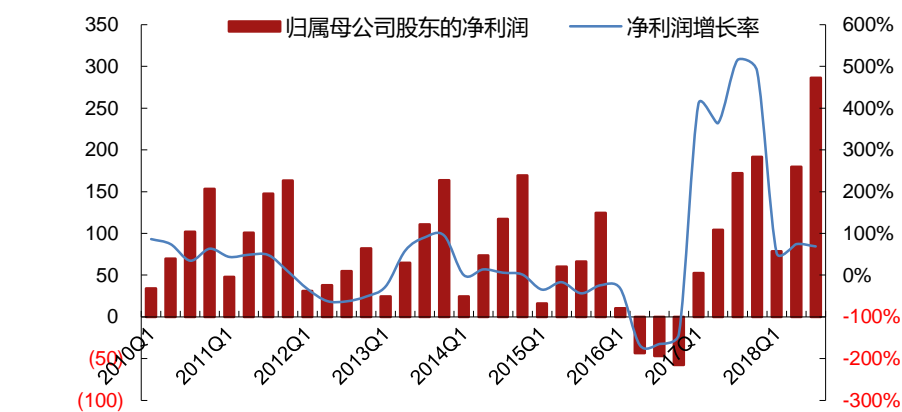
资料来源: Wind、招商证券

图 3: 石化行业营业收入及增速情况（亿元）（剔除中石油和中石化）



资料来源: Wind 招商证券

图 4: 石化行业净利润及增速情况 (亿元) (剔除中石油和中石化)



资料来源: Wind 招商证券



## 二、2018 前三季度涤纶化纤板块表现最为突出

2018 前三季度我们跟踪的石化行业 50 家上市公司整体营收和净利润水平同比大幅增长，其中油价因素功不可没。但净利润水平的环比表现略有下降，主要是受大石化板块三季度业绩环比有所下滑之影响。其他几个子行业的表现各有千秋，其中最为突出的是涤纶化纤板块。

**营收方面：**除天然气板块上市公司营收下降 3.1%以外，其它 6 个子行业营收同比均有所增长。其中油气子行业营收增长 136%，化纤和 C3C4 子行业增长均超过 40%。大石化、煤化工、油服子行业营收同比分别增长 18%、11.5%和 14.8%。

**归属上市公司股东净利润方面：**依然是天然气板块有所下降，降幅达到 47%左右，主要原因是上市公司治理层面出现一定风险因素。其他子行业中，油气子行业的利润增幅最高达到 9 倍之多，主要因素是新潮能源的并表范围有所差异；油服板块利润增长也有 150%之多，主要是 17 年部分公司仍陷入巨额亏损，基数较低。大石化和化纤子行业的利润增速均超过 80%，主要原因则是油价上涨叠加行业景气的因素。C3C4 和煤化工子行业的利润增速则分别为 24%和 35%。

单季度来看，2018Q3 行业营收环比增长 10%，归属上市公司股东净利润环比基本持平，利润方面油气和化纤子行业净利润环比大幅增长，其他子行业均有所下降。

**营收方面：**2018Q3 所有子行业中，天然气和煤化工板块营收分别环比下滑 10%和 19.6%，增速最快的则是 C3C4 和涤纶化纤子行业，营收环比分别增长 25.7%和 15.1%。

**净利润方面：**7 个子行业环比表现分化。油气和化纤子行业净利润实现环比增长，分别增长 172.3%和 64.8%，天然气、油服、煤化工和 C3C4 板块的净利润环比下滑较大，分为下滑 41%、34%、21%和 19%，大石化板块盈利环比也略有下滑，达 3%。行业整体盈利环比基本持平主要依赖化纤板块的正向贡献。

表 4：各子版块 2018Q1-3 营业收入、净利润和增速（亿元）

子行业名称	营业收入	同比 YOY	净利润	同比 YOY
大石化	39,499	18.01%	1,149	85.45%
C3C4	736	48.05%	25	24.13%
天然气	81	-3.07%	4	-43.29%
油气	62	136.47%	8	901.66%
煤化工	433	11.52%	47	35.41%
油服	981	14.81%	10	149.62%
化纤	2,380	44.17%	125	82.03%
合计	44,173	19.47%	1,367	87.45%

资料来源：Wind、招商证券

表 5：各子版块 2018Q3 营业收入、净利润和环比增速（亿元）

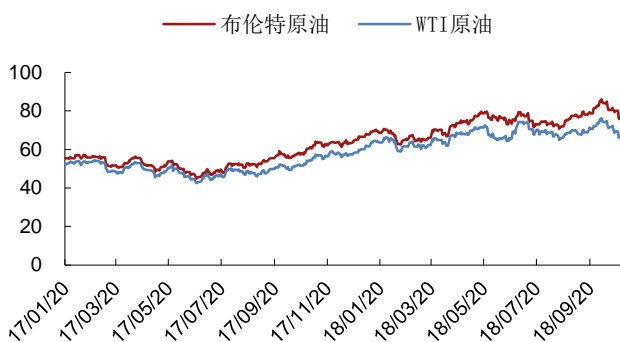
子行业名称	营业收入	环比 YOY	净利润	环比 YOY
大石化	14,314	9.98%	410.28	-3.18%
C3C4	301	25.67%	7.62	-19.26%
天然气	24	-10.01%	0.55	-40.94%
油气	22	-0.51%	4.71	172.34%
煤化工	130	-19.56%	13.41	-21.06%
油服	376	5.27%	7.73	-33.94%
化纤	943	15.12%	56.27	64.77%
合计	16,111	10.03%	500.57	0.38%

资料来源: Wind、招商证券

## 1、大石化板块：上游板块减亏，炼油 Q3 库存收益环比回落

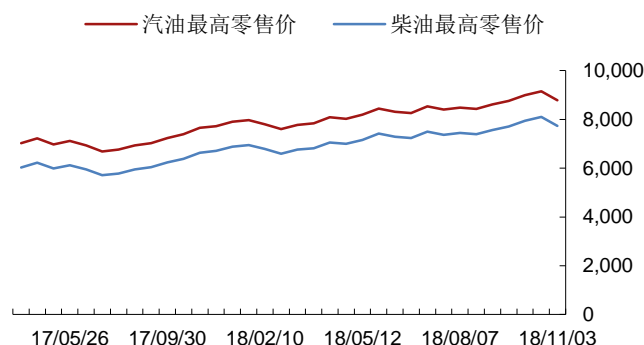
2018 前三季度大石化板块营收同比增长 18%，净利润同比增长 85%，总体表现优异；但 2018Q3 营收和净利润环比增速有所下滑，分别环比增长 10%和下降 3.2%。

图 5：布伦特和 WTI 原油价格走势



资料来源: Wind、招商证券

图 6：成品油价格走势

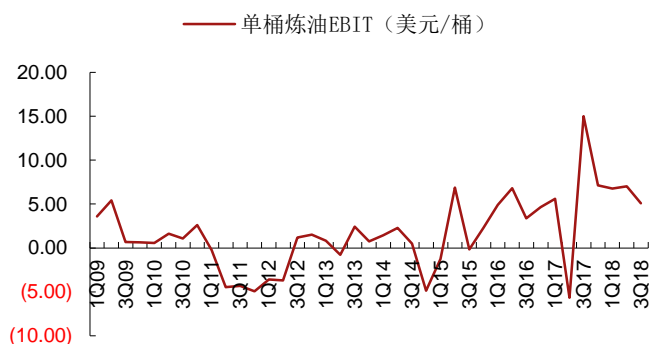


资料来源: Wind、招商证券

**勘探开发板块：**该板块业绩表现与国际油价正相关，2018 前三季度布伦特原油均价 72.7 美元/桶，同比上涨 38.2%。18 年前三季度国际原油价格整体上行，一季度油价前高后低，尤其在进入 5 月份后，油价迅猛上涨，6-8 月油价高位震荡回落，进入 9 月-10 月后再次冲高，高点触碰 86 美元/桶。油价虽有反复，但整体已经进入中高区间，利好上游板块盈利。其中，前三季度中石油上游板块实现 EBIT 578.84 亿元，中石化 EBIT 亏损 20.17 亿元，中石油同比增盈近 470 亿元，而中石化则同比减亏 250 亿元。

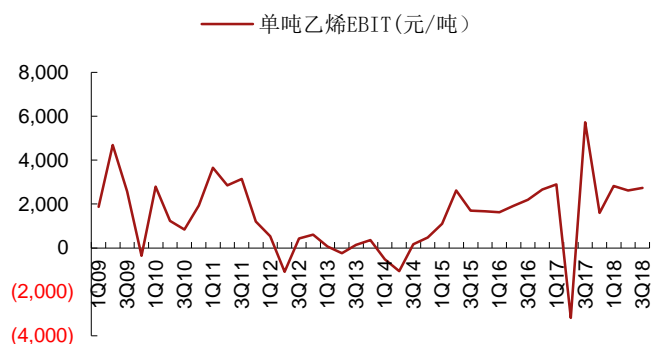
**炼油板块：**前三季度国际油价在 70-85 美元/桶范围内波动，均价区间则基本位于 70-80 美元/桶区间，对于炼油业务来说，整体依然处于较好的盈利区间。2018 年前三季度中石化炼油业务实现 EBIT 536.75 亿元，同比上升 26.7%，中石油炼油与化工板块则实现 EBIT 366.31 亿元，同比上升 32.1%。但从单季度环比来看，中石化 18Q3 单季炼油业务 EBIT 下滑 26%，中石油则环比下降约 9%，主因是三季度炼油的库存收益环比大幅减少。

图 7：中国石化季度单桶炼油 EBIT



资料来源: Wind、招商证券

图 8：中国石化炼化季度单吨乙烯 EBIT



资料来源: Wind、招商证券

**炼化板块：**2018Q3 烯烃芳烃依然较为景气。国内乙烯供给一直较为偏紧，聚乙烯和乙二醇等下游衍生物表现良好；丙烯的主要下游衍生物聚丙烯、环氧丙烷等利润表现较好。但由于油价走高，油头烯烃的竞争路线的经济性明显改善，盈利存在一定压力；当前芳烃链条整体的需求良好，尤其是 PX 下游的聚酯涤纶链条表现优异，利润水平明显修复。2018 年前三季度中石化炼化板块实现 EBIT 232.8 亿元，同比增长 41%，其中 Q3 单季度炼化盈利 75.16 亿元，同比增长 74.6%，环比也略有增长。

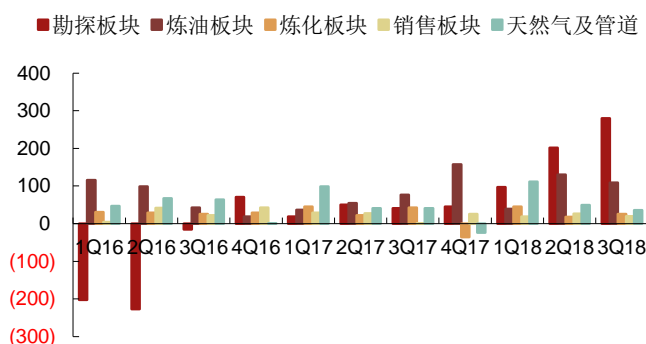
表 6：主要石化产品的价差情况

时间	乙烯-石脑油	丙烯-石脑油	丁二烯-石脑油	苯-石脑油	甲苯-石脑油	PX-石脑油	苯乙烯-石脑油
单位	美元/吨	美元/吨	美元/吨	美元/吨	美元/吨	美元/吨	美元/吨
2016Q1	685	252	514	231	229	408	638
2016Q2	733	286	595	221	187	397	614
2016Q3	763	378	673	260	183	426	636
2016Q4	621	358	1,099	270	191	367	660
2017Q1	614	415	953	336	181	383	722
2017Q2	588	396	536	321	179	372	657
2017Q3	691	414	704	297	161	357	749
2017Q4	740	378	624	251	104	322	679
2018Q1	741	450	780	291	127	376	765
2018Q2	675	403	909	192	103	331	709
2018Q3	687	414	974	186	118	508	720

资料来源：Wind 招商证券

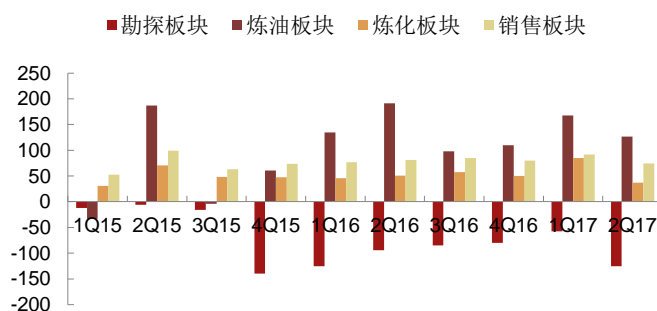
**销售板块：**2018 前三季度成品油销售板块同比表现基本稳定，中石化 2018 前三季度销售板块实现 EBIT 237.8 亿元，同比增长 3.1%，中石油销售板块实现 EBIT 64.2 亿元，同比增长 12%，其中 2018Q3 中石化和中石油销售板块实现 EBIT 分别为 66 亿元和 19.4 亿元，环比均有所下滑，关键因素还是国内成品油销售市场竞争日趋激烈，降价促销活动成为常态。

图 9：中国石油五大板块季度 EBIT 情况（亿元）



资料来源：Wind、招商证券

图 10：中国石化四大板块季度 EBIT 情况（亿元）



资料来源：Wind、招商证券

我们认为在目前的原油价格水平下，两桶油的上游勘探开发业务压力基本解除，中石油上游板块盈利能力大幅好转、中石化上游板块压力明显减小。

2018 年烯烃整体依然保持较好景气程度，未来 1-2 年整体预计呈现下行趋势。乙烯方

面要关注国内民营炼化项目和美国乙烷裂解制乙烯的产能投放进展,以及煤制烯烃项目的投产情况。丙烯压力也相对较大,除了民营炼化项目的贡献以外,未来几年国内存在较大量的煤制烯烃和丙烷脱氢项目投产计划,虽然消费端的需求增长稳定,但伴随着产业新一轮的产能扩张期到来,景气情况预计将有所下降。

表 7: 大石化板块各公司 2018Q1-3 营收及净利情况 (亿元)

公司代码	公司简称	营业收入	同比 YOY	净利润	同比 YOY
601857.SH	中国石油	17,099.3	17.3%	481.2	177.2%
600028.SH	中国石化	20,729.7	18.8%	599.8	56.3%
600688.SH	上海石化	808.2	18.6%	46.6	13.6%
000059.SZ	华锦股份	253.7	7.4%	10.6	-13.9%
000698.SZ	沈阳化工	71.6	-22.9%	1.0	-42.5%
002778.SZ	高科石化	4.9	15.1%	0.2	-7.4%
603798.SH	康普顿	6.6	-4.7%	0.6	-33.9%
603906.SH	龙蟠科技	10.5	13.9%	0.6	-21.7%
000985.SZ	大庆华科	11.1	1.9%	-0.1	-125.1%
000554.SZ	泰山石油	23.0	14.7%	0.0	-28.4%
000637.SZ	茂化实华	31.2	-5.7%	0.2	-67.1%
600500.SH	中化国际	448.8	28.3%	7.7	100.6%

资料来源: Wind、招商证券

表 8: 大石化板块各公司 2018Q3 营收及净利情况 (亿元)

公司代码	公司简称	营业收入	同比 YOY	净利润	净利润环比 YOY
601857.SH	中国石油	6,011.1	24.76%	210.35	24.20%
600028.SH	中国石化	7,727.2	33.43%	183.80	-19.49%
600688.SH	上海石化	286.3	14.30%	11.36	-35.17%
000059.SZ	华锦股份	90.9	13.54%	2.96	-34.43%
000698.SZ	沈阳化工	24.8	-21.93%	0.34	9.59%
000554.SZ	泰山石油	1.8	28.08%	0.06	-30.43%
000159.SZ	国际实业	1.8	-12.70%	0.06	-41.77%
002778.SZ	高科石化	3.7	23.92%	0.11	-33.65%
603798.SH	康普顿	1.8	-54.42%	-0.05	-261.94%
000985.SZ	大庆华科	8.5	34.25%	0.00	-62.68%
000637.SZ	茂化实华	11.4	2.98%	0.02	-78.59%
600500.SH	中化国际	144.6	43.34%	1.26	-61.48%

资料来源: Wind、招商证券

## 2、涤纶化纤板块: 整体景气创新高

2018 年前三季度化纤产业链 12 家上市公司合计实现营收 2380 亿元, 营收同比增长 44.2%, 实现净利润 125 亿元, 同比增长 82%; 其中 2018Q3 实现营业收入 943 亿元, 同比增长 58.7%, 环比增长 15.12%, 实现净利润 56.3 亿元, 同比增长 111%, 环比增长 64.8%。

表 9: 近年分季度涤纶长丝产业链主要价差情况

单位: 元/吨	PX 价差 (美元/吨)	PTA 价差	POY 价差	FDY 价差	DTY 价差
2016Q1	408	472	1,060	1,511	2,336
2016Q2	397	523	1,020	1,692	2,593
2016Q3	426	373	1,294	1,906	2,856

2016Q4	367	513	1,402	2,037	3,056
2017Q1	383	349	1,481	1,907	3,094
2017Q2	372	265	1,397	1,825	3,034
2017Q3	357	819	1,453	2,070	2,918
2017Q4	322	745	1,521	1,967	3,084
2018Q1	376	810	1,360	1,844	2,842
2018Q2	331	671	1,717	2,195	3,306
2018Q3	508	1,389	1,682	1,842	3,142

资料来源: Wind、招商证券

**聚酯涤纶产业链:** 恒逸石化、桐昆股份、荣盛石化、恒力股份、新凤鸣和东方盛虹六大涤纶产业链公司 2018Q1-3 的净利润分别同比增长 63%、118.2%、13.8%、231.5%、56.3%和 224.7%。三季度是传统的聚酯和涤纶生产消费的旺季, 加之上游原料 PTA 和 PX 在下游需求、行业自身供需反转、油价上涨以及期货助推等因素的共同作用下盈利得以明显修复, 上述企业的业绩弹性也得以充分释放。相较之下, 三季度产业链各环节中, PTA 的盈利表现最好, 由于 PTA 表现强势也挤压了下游的部分利润, 因此各环节中具备较大 PTA 产能的上市公司表现更为出色。其中, 恒逸石化、桐昆股份以及新凤鸣的单季度业绩接近或创下上市以来新高; 恒力股份的 PTA 业绩释放充分, 大超市场预期。

表 10: 涤纶化纤板块各公司 2018Q1-3 营收及净利情况 (亿元)

公司代码	公司简称	营业收入	营收 YOY	净利润	净利润 YOY
000703.SZ	恒逸石化	608.3	29.2%	22.0	63.2%
601233.SH	桐昆股份	308.6	32.4%	25.0	118.2%
002493.SZ	荣盛石化	616.8	17.8%	17.7	13.8%
600346.SH	恒力股份	438.3	168.9%	36.5	231.5%
002206.SZ	海利得	26.7	14.7%	2.9	13.1%
601113.SH	华鼎股份	44.2	120.8%	2.4	308.0%
600844.SH	丹化科技	10.1	19.8%	0.0	-96.1%
002064.SZ	华峰氨纶	33.6	10.8%	3.6	27.8%
002254.SZ	泰和新材	15.7	24.8%	1.4	103.8%
600527.SH	江南高纤	9.8	-1.5%	0.5	53.2%
603225.SH	新凤鸣	235.8	39.8%	14.6	56.3%
000301.SZ	东方盛虹	134.0	1525.0%	6.5	224.7%

资料来源: Wind

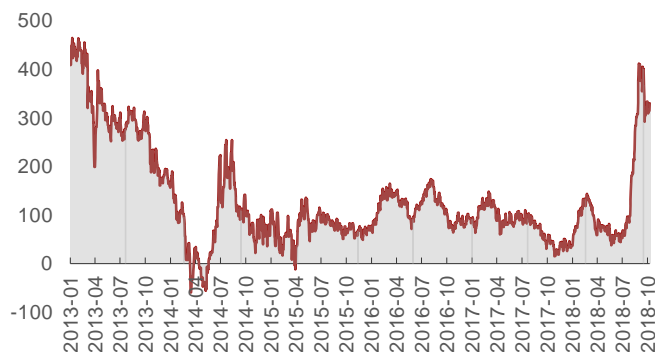
表 11: 涤纶化纤板块各公司 2018Q3 营收及净利情况 (亿元)

公司代码	公司简称	营业收入	营收环比 YOY	净利润	净利润环比 YOY
000703.SZ	恒逸石化	210.5	13.03%	11.04	176.39%
601233.SH	桐昆股份	121.9	40.08%	11.42	32.86%
002493.SZ	荣盛石化	249.9	45.62%	6.55	37.04%
600346.SH	恒力股份	173.8	221.31%	17.70	127.30%
002206.SZ	海利得	9.1	9.50%	1.06	4.28%
601113.SH	华鼎股份	19.4	151.59%	1.08	6.85%
600844.SH	丹化科技	4.0	40.23%	0.41	-192.19%
002064.SZ	华峰氨纶	11.6	-2.67%	1.11	-19.65%
002254.SZ	泰和新材	5.7	37.04%	0.41	-36.40%
600527.SH	江南高纤	3.6	-21.40%	0.23	60.04%
603225.SH	新凤鸣	91.7	50.67%	6.44	17.25%
000301.SZ	东方盛虹	49.6	1578.82%	-0.39	-206.06%

资料来源: Wind

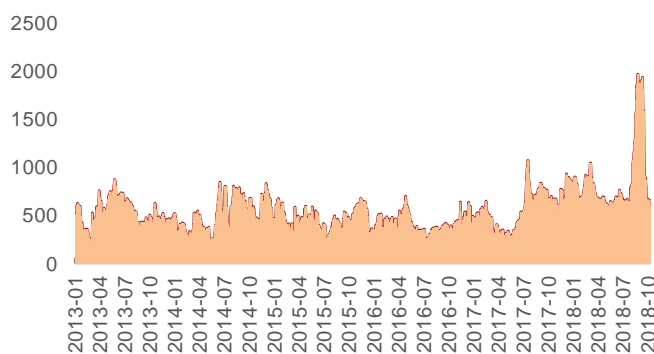


图 11: PX-石脑油价差 (美元/吨)



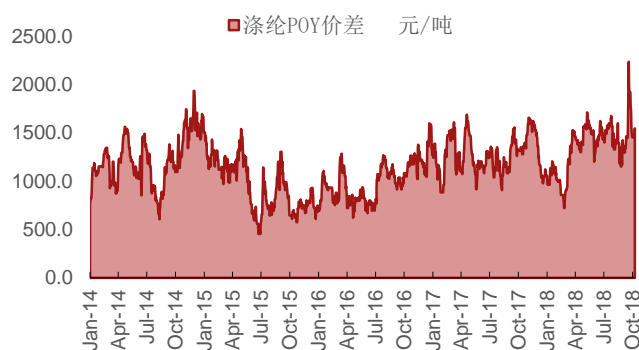
资料来源: Wind

图 12: PTA-PX 价差情况 (元/吨)



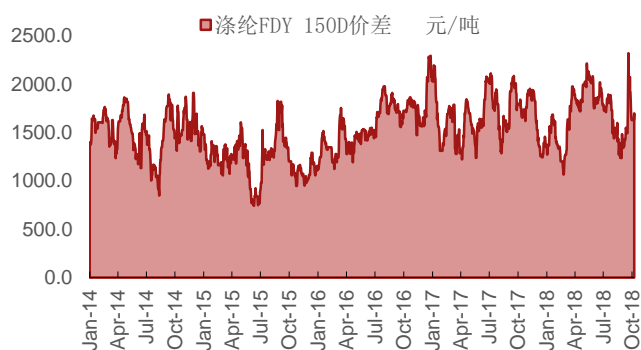
资料来源: Wind、招商证券

图 13: 涤纶 POY 价差情况



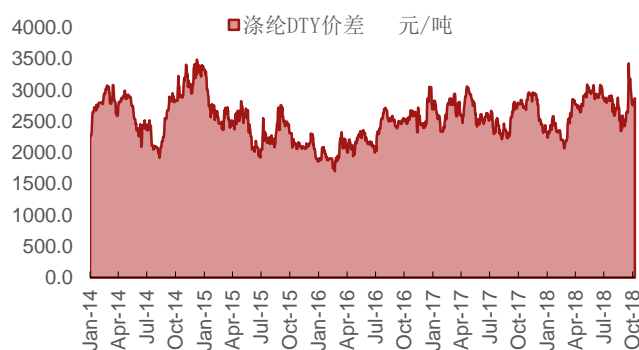
资料来源: Wind、招商证券

图 14: 涤纶 FDY 价差情况



资料来源: Wind、招商证券

图 15: 涤纶 DTY 价差情况



资料来源: Wind、招商证券

### 3、C3C4 板块: 旺季效应明显, 但价差承压

C3C4 四家上市公司 2018Q1-Q3 实现营业收入 736 亿元, 同比增长 48%, 实现净利润 25 亿元, 同比增长 24%; 其中 2018Q3 实现营业收入 301 亿元, 同比增长 38.8%, 环比增长 25.7%, 实现净利润 7.7 亿元, 同比增长 14.1%, 环比下降 22.8%。



### (1) C3 板块受中美贸易战影响较大

在原油进入中高油价区间后，丙烷脱氢行业的理论价差水平应明显增长。然而中美贸易战对市场的影响逐步显现，丙烷价格逆势上涨，加之人民币贬值明显，原料进口成本明显抬升，蚕食了丙烷脱氢环节的利润空间。

前三季度丙烷的价格走势一波三折。一季度丙烷价格在去年下半年价格涨幅超预期之后呈现疲软态势，在冬季末期超预期提前下跌，致使一季度丙烷脱氢整体的盈利空间拉大。然而进入二季度后，行情则主要受到中美贸易战预期影响。进入三季度后，丙烷价格依然坚挺，始终在 600-700 美元/吨区间内波动，并有小幅上涨。

由于对美方液化丙烷产品征收 25% 惩罚性关税后，其经济性优势将荡然无存。国内采购方为规避潜在风险，逐步减少甚至停止对美国货源的采购，转而加大对中东及其他地区货源的采购力度，进而导致丙烷价格水涨船高。往年的冬季价格高、夏季价格低的波动规律已经被打破。今冬丙烷价格我们预计不会有明显的涨价趋势。

第三季度的丙烯和聚丙烯行情走势整体符合我们预期，既体现了上游原油价格上涨的趋势，也反应了下游消费端的良好表现。

丙烯酸及酯的表现则相对较好，由于成本支撑和密集检修等因素支撑下，在二季度走出了明显的上涨行情，三季度下游传统旺季，尤其是胶粘剂领域需求良好带动丁酯行情上涨，价差环比表现突出。

**东华能源：**公司前三季度实现归属于上市公司股东净利润 9.03 亿元，同比增长 10.7%，其中三季度单季净利润 2.09 亿元，表现基本符合预期。业绩环比下降的主要原因是丙烷价格超预期上涨导致 PDH 价差承压，此外宁波福基石化装置在三季度检修 45 天也对业绩造成一定影响。结合三季度情况和价差走势分析，公司 18 年业绩中枢估计为 12 亿元左右。

**海越股份：**公司前三季度实现归属于上市公司股东净利润 2.9 亿元，同比大幅上升近 6 倍，其中三季度单季实现净利润 6400 万元，环比下滑较多。主因是三季度 PDH 价差环比下降，对业绩的负面影响比较明显。

**卫星石化：**前三季度公司实现归属于上市公司股东净利润 6.23 亿元，其中 Q3 单季近 3 亿元，业绩表现良好。前三季度业绩下滑主要是受一季度嘉兴基地停产事件的拖累，从公司第三季度的业绩表现来看，整体经营情况非常稳健。公司年底 PDH 项目二期将要建成投入试车运行，19 年还有 36 万吨丙烯酸及酯以及 SAP 新项目投产，业绩成长性较好，值得关注。

### (2) C4 板块价差承压，顺酐和和甲乙酮表现回落

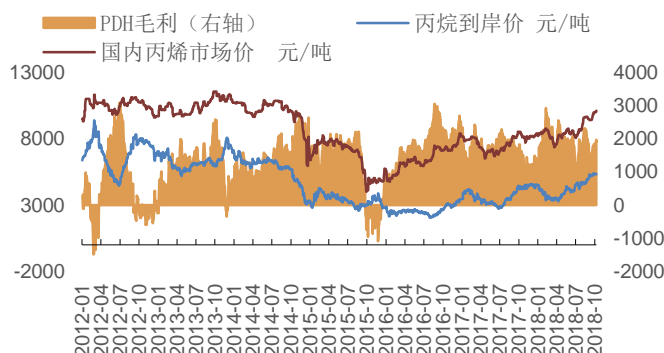
甲乙酮在第三季度的价差表现主要受到行业供需基本面的影响，由于美国对中国出口产品征税，甲乙酮受到一定波及，对国内市场的压力不容小觑。加上上游醚后碳四资源量有限，在油价上涨的带动下超预期上涨，也对其价差回落造成了不小的影响。

顺酐方面则主要受到醚后碳四价格上涨之影响，由于下游 UPR 行业受到环保限制进而影响需求，因此三季度顺酐的价格传导并不顺畅。

**齐翔腾达：**公司前三季度实现归属于上市公司股东的净利润近 7 亿元，同比上升 21.7%，其中三季度单季实现净利润 1.93 亿元，环比下降较为明显，考虑到主要产品的价差表

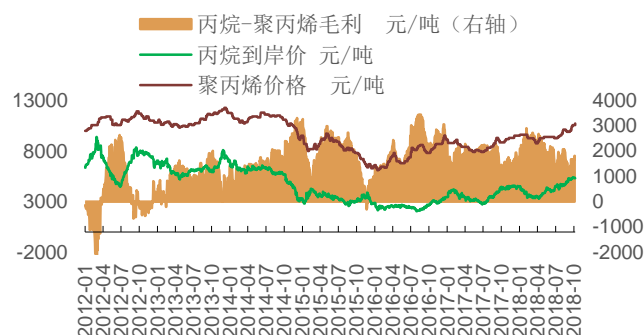
现, 业绩表现基本符合我们预期。公司是国内 C4 利用龙头企业。其 C3/C4 混合脱氢项目建成后, 公司 C4 综合利用的闭环已经形成。加之公司具备园区化优势, 顺酐副产蒸汽利用程度为同业最佳。目前公司正在实施重大资产重组, 拟收购 MMA 资产并新(扩)建 PDH 和 MMA 项目, 为公司的长期业绩成长打下铺垫。

图 16: 丙烯-丙烷价格走势及价差情况



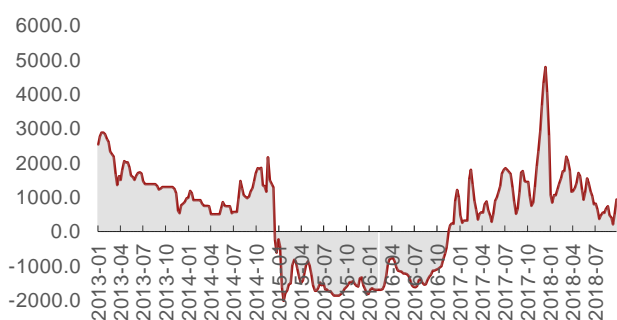
资料来源: Wind、招商证券

图 17: 聚丙烯-丙烷价格走势及价差情况



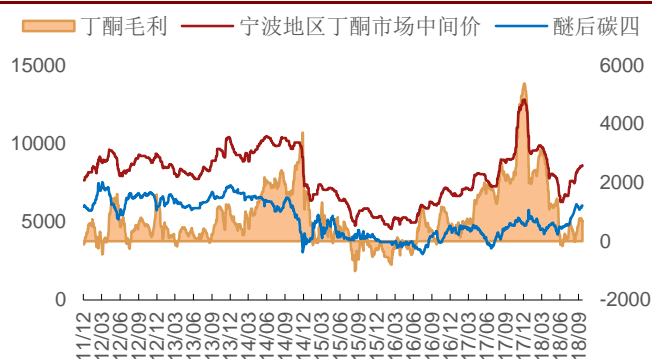
资料来源: Wind、招商证券

图 18: 顺酐价差情况



资料来源: Wind、招商证券

图 19: 甲乙酮价差情况



资料来源: Wind、招商证券

表 12: C3C4 板块各公司 2018Q1-3 营收及净利情况 (亿元)

公司代码	公司简称	营业收入	同比 YOY	净利润	同比 YOY
002221.SZ	东华能源	344.9	47.8%	9.0	10.7%
600387.SH	海越股份	166.0	121.5%	2.9	594.8%
002648.SZ	卫星石化	69.3	13.1%	6.2	-10.5%
002408.SZ	齐翔腾达	156.1	22.2%	6.97	21.7%

资料来源: Wind、招商证券

表 13: C3C4 板块各公司 2018Q3 营收及净利情况 (亿元)

公司代码	公司简称	营业收入	同比 YOY	净利润	净利润环比 YOY
002221.SZ	东华能源	132.6	47.77%	2.09	-40.50%
600387.SH	海越股份	63.2	146.05%	0.64	-48.62%
002648.SZ	卫星石化	25.7	22.96%	2.96	38.71%
002408.SZ	齐翔腾达	79.9	-1.10%	1.93	-24.12%

资料来源: Wind、招商证券

#### 4、天然气板块：整体表现一般，业绩压力较大

2018Q1-Q3 天然气板块 3 家上市公司共实现营业收入 81.4 亿元，同比下降 3.1%，实现净利润 3.5 亿元，同比下降 43.3%；其中 2018Q3 实现营业收入 24.3 亿元，同比下降 5.6%，环比下降 10%；实现净利润 0.55 亿元，同比下降 73.7%，环比下滑 40.1%。

分公司看，板块内的 3 家上市公司业绩均有不同程度下滑。营收方面则只有胜利股份同比有所上涨，其他两家企业同比环比均有所下滑。

**中天能源：**三季报显示公司前三季度实现营业收入 40.3 亿元，同比下降 15.6%，实现归属于上市公司股东的净利润为 1.83 亿元，同比下降 55.7%；其中 Q3 实现营业收入 11 亿元，同比下降 18%，环比下降 14.7%，Q3 实现归属于上市公司股东的净利润为 0.19 亿元，同比下降 86.8%，环比下降 40.2%。公司前三季度营收下降的原因是天然气业务板块的收入有所下降，直接导致主营业务的利润承压。近期公司主要的业绩增长点在于其江阴天然气接收站的建成投产，鉴于公司目前资金面较为紧张，相关项目的建设进展存在一定不确定性。

**云南能投：**前三季度公司实现营业收入 9.6 亿元，同比下降 14.3%，实现净利润 0.78 亿元，同比下降 37.9%，其中 2018Q3 实现营业收入 3.1 亿元，同比下降 17.5%，实现净利润 0.18 亿元，同比下降 39.4%，整体表现一般。我们认为公司业绩表现一般主要是受盐改冲击，公司食盐销量较上年同期下降 32.44%，收入和毛利降幅较大；虽然工业盐销量增长，但产品的价格和毛利率较低，对公司整体利润的贡献有限。天然气业务目前仍处于建设阶段，较去年同期相比 LNG 销量也有所下滑。云南省整体气化率有较大的提升空间，背靠中缅管道，具备难以复制的平台和资源优势。目前公司正在进行重大资产重组，拟置入包括云南能投新能源投资旗下风电资产在内的多项资产，应密切关注该事项进展情况。

表 14：天然气板块各公司 2018Q1-3 营收及净利情况（亿元）

公司代码	公司简称	营业收入	同比 YOY	净利润	同比 YOY
600856.SH	中天能源	40.3	-15.6%	1.83	-55.7%
002053.SZ	云南能投	9.6	-14.3%	0.78	-37.9%
000407.SZ	胜利股份	31.5	25.9%	0.9	12.3%

资料来源：Wind、招商证券

表 15：天然气板块各公司 2018Q3 营收及净利情况（亿元）

公司代码	公司简称	营业收入	营收环比 YOY	净利润	净利润环比 YOY
600856.SH	中天能源	11.0	-18.12%	0.19	-40.18%
002053.SZ	云南能投	3.1	-17.54%	0.18	-21.29%
000407.SZ	胜利股份	10.2	19.29%	0.18	-53.00%

资料来源：Wind、招商证券

#### 5、煤化工：煤炭及甲醇价格环比保持稳定，关注上市公司天然气战略

2018Q1-Q3 煤化工子板块 6 家上市公司合计实现营业收入 432.7 亿元，同比增长 11.5%，实现净利润 46.9 亿元，同比增长 35.4%；其中 2018Q3 实现营业收入 129.8 亿元，同比增长 2%，环比下降 19.6%；实现净利润 13.4 亿元，同比下降 13.6%，环比下降 21%。

虽然板块营收和业绩表现一般，但主要上市公司如新奥股份和广汇能源的业绩表现非常突出。

**新奥股份:**公司前三季度实现归属于上市公司股东的净利润3.29亿元,同比增长15.3%,环比则略有下滑。公司盈利好转的主要原因是 Santos 投资收益和煤炭甲醇主业持续稳定贡献业绩,其中公司三季度投资收益1.94亿元,其中 Santos 贡献1.67亿元。前三季度财务费用较高,主要受美元人民币汇率波动影响。前三季度公司煤炭板块产销平稳增长,甲醇板块销量和价格分别提升15.8%和18.3%,工程板块预计受季节性波动有所下滑,农兽药板块环比收入明显减少。公司目前拟剥离农兽药业务板块,聚焦天然气业务。煤制轻烃示范项目目前正平稳运行,经济性仍有待进一步观察。此外,公司一直存在置入大股东旗下舟山 LNG 接收站资产预期,值得重点关注。

**广汇能源:**公司前三季度实现归属于上市公司股东的净利润13.6亿元,同比增长451.4%;其中Q3实现归母净利润4.94亿元,环比大增46.4%,业绩表现超市场预期。主因是产品产销量和相关能源产品价格的持续上涨。公司天然气和甲醇产品量价齐升,销量分别上涨12.6%和4%,市场价格分别上涨34.9%和23.6%。公司已经打造能源化工的完整产业链,实现煤、油、气的协同发展。天然气板块的江苏启东 LNG 码头投运,成为新的盈利点,二期预计年底投运;煤化工板块的清洁炼化技改工作已经收尾,未来将持续贡献业绩增量。

表 16: 近期煤炭、甲醇价格情况 (元/吨)

月份	秦皇岛港山西优混平仓价	甲醇:华东地区	甲醇:华北地区
2017Q1	616.75	2,790.19	2,471.46
2017Q2	608.85	2,372.08	2,199.76
2017Q3	626.31	2,431.76	2,201.23
2017Q4	693.11	3,028.37	2,846.95
2018Q1	707.85	2,971.12	2,621.11
2018Q2	622.62	2,938.43	2,693.05
2018Q3	635.88	3,048.35	2,787.78
18Q3/17Q3	1.53%	25.36%	26.65%
18Q3/18Q2	2.13%	3.74%	3.52%

资料来源: Wind、招商证券

表 17: 煤化工板块各公司 2018Q1-3 营收及净利情况 (亿元)

公司代码	公司简称	营业收入	同比 YOY	净利润	同比 YOY
600256.SH	广汇能源	92.9	100.0%	13.6	448.6%
000990.SZ	诚志股份	43.6	3.9%	6.5	-2.8%
600803.SH	新奥股份	98.0	39.7%	10.3	169.3%
601011.SH	宝泰隆	26.0	28.8%	2.8	88.0%
300072.SZ	三聚环保	126.6	-26.1%	12.4	-37.7%
002274.SZ	华昌化工	45.5	20.4%	1.2	558.8%

资料来源: Wind、招商证券

表 18: 煤化工板块各公司 2018Q3 营收及净利情况 (亿元)

公司代码	公司简称	营业收入	同比 YOY	净利润	净利润环比 YOY
600256.SH	广汇能源	33.1	64.81%	4.94	46.40%
000990.SZ	诚志股份	15.9	14.06%	3.24	54.90%
600803.SH	新奥股份	31.5	31.42%	3.29	-9.13%
601011.SH	宝泰隆	9.5	24.62%	1.22	30.30%
300072.SZ	三聚环保	24.3	-51.94%	0.29	-95.25%



公司代码	公司简称	营业收入	同比 YOY	净利润	净利润环比 YOY
002274.SZ	华昌化工	15.5	39.24%	0.43	-43.73%

资料来源：Wind、招商证券

## 6、油服板块：盈利释放仍需时日，但 19 年存在大幅改善预期

2018 前三季度油服板块 11 家上市公司共实现营业收入 981.4 亿元，同比增长 14.81%，实现净利润 10.2 亿元，同比增长 149.62%；其中 Q3 单季实现营业收入 376 亿元，同比增长 19.2%，环比增长 5.3%；实现净利润 7.73 亿元，同比增长 234.3%，环比下降 39.4%。环比下降的主要原因是海工两大标的的业务承揽仍有压力，作业量环比略有回升但整体的作业价格依然承压，毛利率有待提高。

2018 年国际油价走势超市场预期。17 年底，国际主要投行、研究机构以及大型油公司对于 2018 年油价水平的预测，大多以 60-65 美元/桶为中枢，较 2017 年均价上移 5-10 美元/桶。市场认为主导油价走势的核心因素依然是 OPEC 减产力度与美国页岩油增产速度之间的动态博弈。但进入 18 年后，由于地缘政治因素，尤其是美国重启对伊制裁的影响，加之低油价时期的低资本支出滞后效应逐步显现，国际原油供需情况逐步发生逆转，库存下降，整体进入易涨难跌的上升通道。

目前油服行业，尤其是大型一体化油服公司整体依然在消化低油价时期带来的订单下滑、收入下降、固定成本摊薄等问题。在减员增效，压缩开支，提高设备利用率和增加海外市场开拓方面着力良多，取得了比较明显的效果。但核心问题依然在于主业的盈利能力偏弱，毛利水平依然处于低位。

由于油服板块的业绩修复相对油价来说，后周期特征非常明显。一般需要油价绝对水平达到 80 美元/桶后，油服企业的业绩表现能够得到明显提振。总之，我们认为当下油服产业链依然压力较大。一方面体现在绝对油价水平依然不高，上游资本支出触底有所回升，但属于恢复性增长；另一方面体现在油服行业经历了高油价时期后，当下富余能力较多，溢价能力不强，这一阶段容易表现出“涨收入却不涨利润”的现象。

在油服板块上市公司中，**中海油服**和**海油工程**所在的海洋油田服务领域的滞后效应依然比较明显，虽然作业量同比明显恢复，有助于企业摊薄固定成本，但业务的毛利水平依然在低位徘徊，可喜的是两家企业的在手现金较为充足，抗风险能力较强，且各自在拓展新市场方面取得了积极成效，鉴于两家企业的 PB 估值处于相对较低位置，我们调高了投资评级至“审慎推荐”；**石化油服**前三季度业绩表现基本恢复正常，实现归属于上市公司股东净利润 4.4 亿元。进入 18 年后，公司一方面实施定增补充流动性并降低负债水平，另一方面中石化上游板块情况明显好转，有利于石化油服业务环境明显改善，公司全年预计将成功扭亏。**中油工程**于今年 2 月正式完成借壳上市并更名，中石油旗下工程建设、设计相关的经营实体整体进入上市公司。相对来说，这类资产整体属于工程服务类，资产较轻，盈利能力好。公司前三季度实现 5.2 亿元净利润，同比基本持平，其中三季度单季实现净利润 4 亿元，业绩表现非常突出。我们认为随国内炼化一体化、PTA 以及天然气相关项目和基础设施建设步入快车道，公司利润情况将再上台阶。

其他民营油服企业业绩表现相对平稳，鉴于估值水平较贵，暂不推荐。

表 19: 油服板块各公司 2018Q1-3 营收及净利情况 (亿元)

公司代码	公司简称	营业收入	营收 YOY	净利润	净利润 YOY
601808.SH	中海油服	137.2	16.7%	-2.8	89.1%
600583.SH	海油工程	66.5	-2.9%	-1.4	-146.2%
600871.SH	*ST 油服	371.8	23.8%	4.4	-113.3%
300084.SZ	海默科技	3.3	30.4%	-0.2	-1100.2%
002353.SZ	杰瑞股份	29.1	41.9%	3.6	643.6%
002554.SZ	惠博普	11.6	7.5%	0.3	-62.5%
002828.SZ	贝肯能源	5.5	40.9%	0.5	11.3%
300157.SZ	恒泰艾普	10.8	-57.4%	0.3	-59.2%
300191.SZ	潜能恒信	0.9	84.1%	0.1	-152.6%
603727.SH	博迈科	1.8	-54.5%	-0.3	-138.5%
600339.SH	中油工程	343.5	9.8%	5.19	-0.5%

资料来源: Wind、招商证券

表 20: 油服板块各公司 2018Q3 营收及净利情况 (亿元)

公司代码	公司简称	营业收入	营收环比 YOY	净利润	净利润环比 YOY
601808.SH	中海油服	55.8	19.83%	0.98	-64.42%
600583.SH	海油工程	30.8	15.19%	0.43	-75.95%
600871.SH	*ST 油服	135.3	32.83%	0.39	-89.48%
300084.SZ	海默科技	1.3	55.04%	0.03	-134.04%
002353.SZ	杰瑞股份	11.8	57.23%	1.77	16.42%
002554.SZ	惠博普	4.0	76.69%	-0.29	-230.10%
002828.SZ	贝肯能源	3.1	65.64%	0.34	24.19%
300157.SZ	恒泰艾普	2.4	-75.78%	-0.11	-129.94%
300191.SZ	潜能恒信	0.2	-2.26%	0.02	-63.39%
603727.SH	博迈科	1.3	-574.54%	0.34	-239.81%
600339.SH	中油工程	129.5	5.58%	4.00	170.05%

资料来源: Wind、招商证券

## 7、油气板块：油价进入中高区间，经营风险释放利好油气标的

18 年以来的国际油价走势整体表现亮眼，价格水平超年初预期。

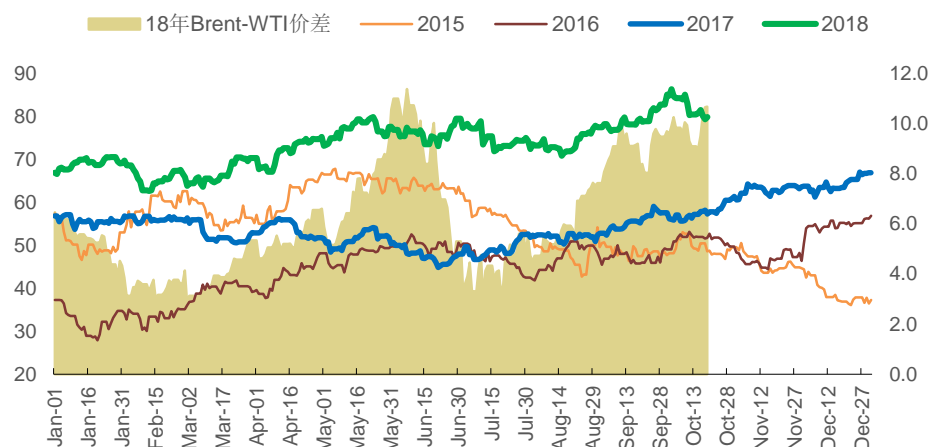
一季度布伦特原油走势呈现 V 字反转，下跌主要是受美国原油产量突破千万桶大关的心理作用之影响，随后市场在地缘政治风险因素频繁扰动下开始反弹，平均价格约为 67.3 美元/桶。

进入二季度后，地缘政治因素进一步发酵，加之 OPEC 减产效果明显，去库存进展良好，油价水平持续上移。4 月-5 月布伦特均价分别为 71.8 美元/桶和 76.9 美元/桶，其中 5 月中下旬布伦特原油盘中曾触及 80 美元/桶大关，创近 3 年半以来新高。6 月国际油价受 OPEC 放松减产力度消息影响较 5 月中下旬水平有所回调，但由于基本面表现存在较强支撑，整体波动区间依然维持在 76 美元/桶中枢附近。

三季度国际油价走势整体先抑后扬，核心因素在于随美国重启对伊制裁时间窗口临近，有关各方博弈进入关键期。迫于美国方面在金融领域施加的压力，不少国际大企业确定性地退出了伊朗市场，导致其出口量和产量纷纷下滑，加之委内瑞拉等国产量持续下降，供需平衡整体偏紧。布伦特油价在 10 月 4 日盘中冲高至 85 美元/桶，创近 5 年新高。



图 20: 近三年布伦特原油价格走势及 17 年 B-W 价差 (美元/桶)



资料来源: Wind

油价反弹对油气板块的业绩改善驱动力最为直接。中国石油和中国石化上游业务板块因此直接受益，从两家半年报情况看，上游板块已经基本实现扭亏为盈。

其他民营油气公司方面，我们相对看好低成本并购美国页岩油核心区块的新潮能源，关注洲际油气。

**新潮能源：**公司前三季度实现归属于上市公司股东的净利润 6.5 亿元，其中 Q3 单季实现净利润 4.1 亿元，若不考虑公司三季度未计提减值，业绩表现基本符合我们的预期。而这一业绩是在井口实现价格折价较多的情况下实现的。

目前，影响公司业绩释放的主要因素有两点：一是美国主要页岩产区的价格相对 WTI 的折价水平较高，尤其是三季度，我们估计平均折价水平在 10-12 美元/桶，这将直接影响公司油气产品的实现价格；从公司的产量情况来看，在打井速度相对较慢的情况下，现有生产井的生产效率提升速度超出了我们此前的预期，按照现有产量分析，如果 WTI 折价回归 4-5 美元/桶的正常水平，公司单季业绩还有 1-2 亿元的提升空间。二是公司此前经营管理层遗留的坏账问题尚未完全计提减值，存在一定减值风险。目前关于公司控制权的更迭已经告一段落，新管理层将重归正轨，聚焦美国核心页岩区块运营的主业，业绩释放值得期待。

表 21: 油气板块各公司 2018Q1-3 营收及净利情况 (亿元)

公司代码	公司简称	营业收入	同比 YOY	净利润	同比 YOY
600759.SH	洲际油气	26.4	29.7%	1.2	392.3%
600777.SH	新潮能源	35.6	506.7%	6.5	455.0%

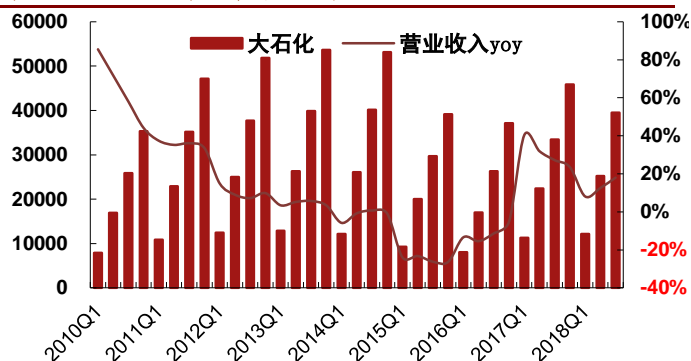
资料来源: Wind、招商证券

表 22: 油气板块各公司 2018Q3 营收及净利情况 (亿元)

公司代码	公司简称	营业收入	同比 YOY	净利润	净利润环比 YOY
600759.SH	洲际油气	7.8	16.17%	0.61	264.51%
600777.SH	新潮能源	14.1	200.18%	4.10	162.42%

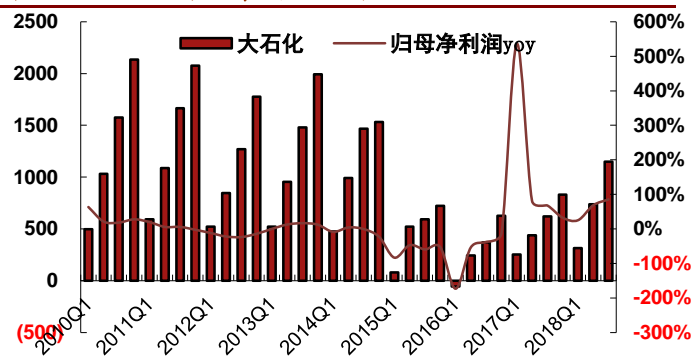
资料来源: Wind、招商证券

图 21: 大石化行业营收及同比 (亿元)



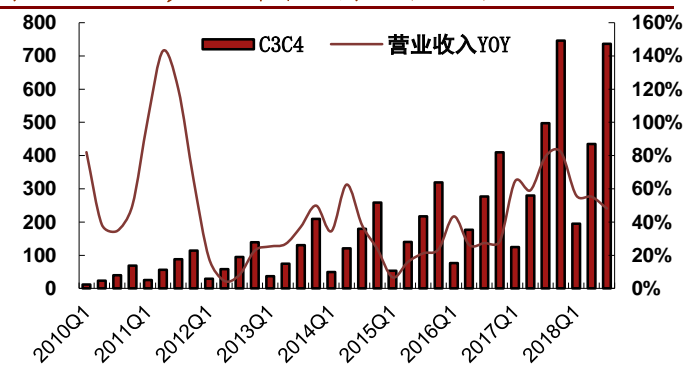
资料来源: Wind、招商证券

图 22: 大石化行业净利润及同比 (亿元)



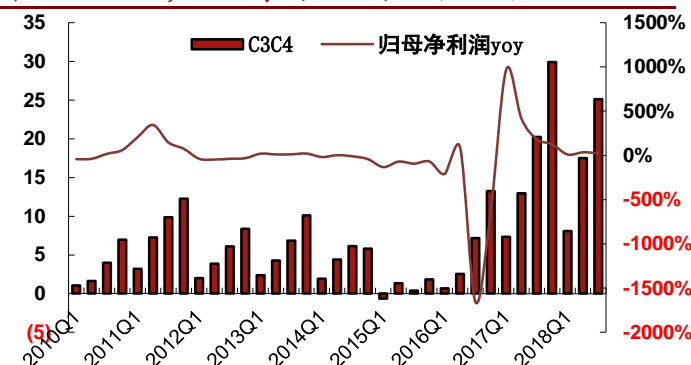
资料来源: Wind、招商证券

图 23: C3C4 产业链营收及同比 (亿元)



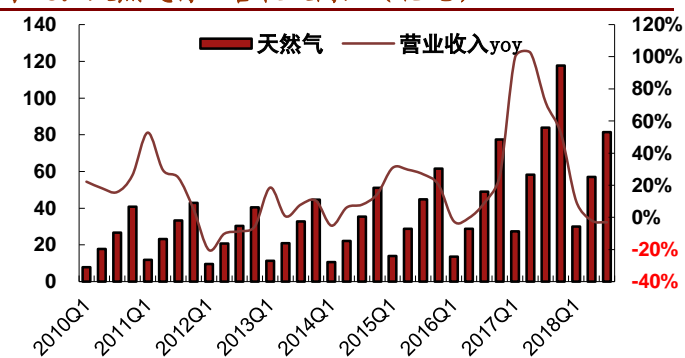
资料来源: Wind、招商证券

图 24: C3C4 产业链净利润及同比 (亿元)



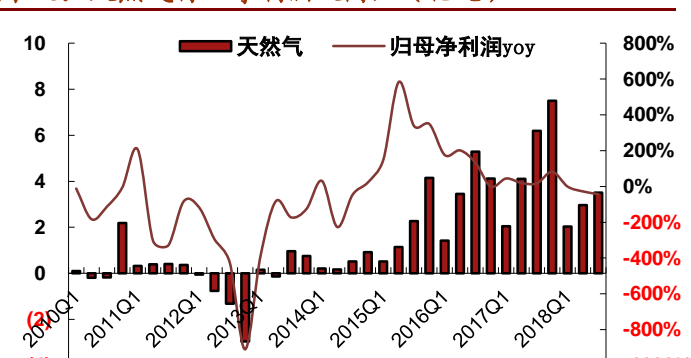
资料来源: Wind、招商证券

图 25: 天然气行业营收及同比 (亿元)



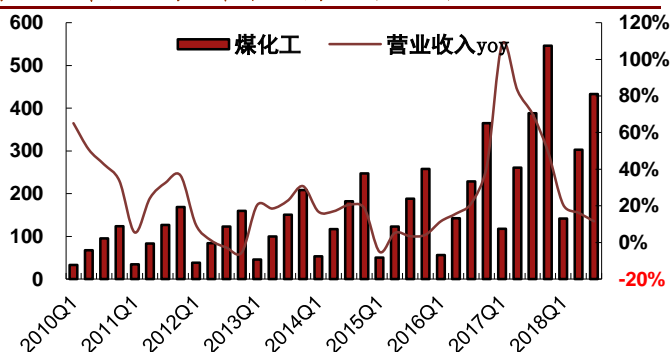
资料来源: Wind、招商证券

图 26: 天然气行业净利润及同比 (亿元)



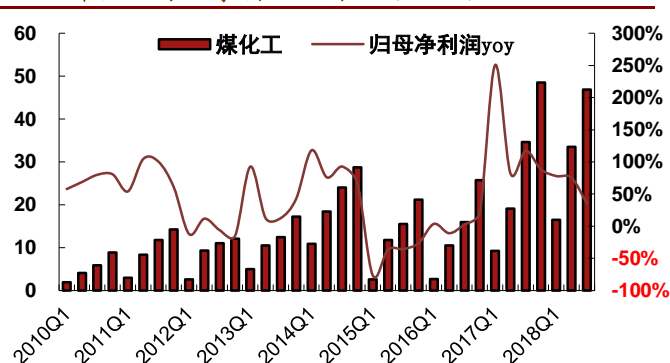
资料来源: Wind、招商证券

图 27: 煤化工行业营收及同比 (亿元)



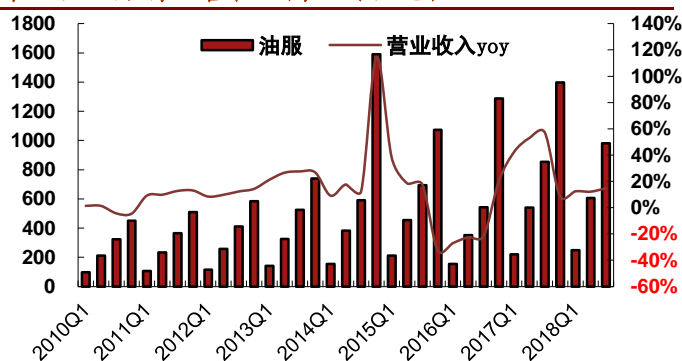
资料来源: Wind、招商证券

图 28: 煤化工行业净利润及同比 (亿元)



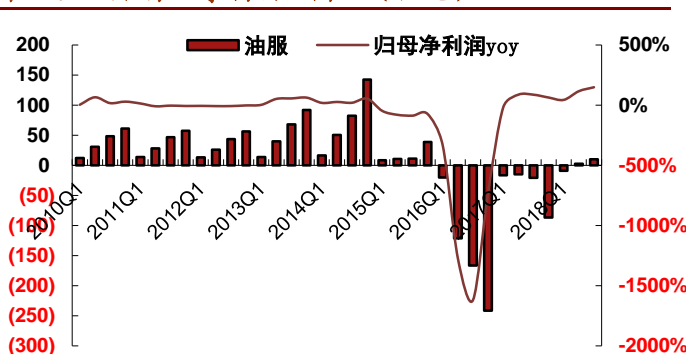
资料来源: Wind、招商证券

图 29: 油服行业营收及同比 (亿元)



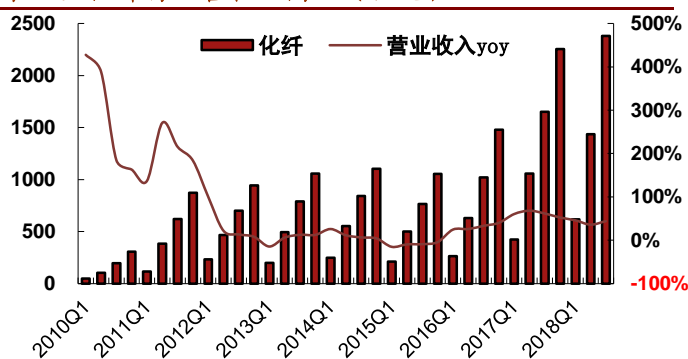
资料来源: Wind、招商证券

图 30: 油服行业净利润及同比 (亿元)



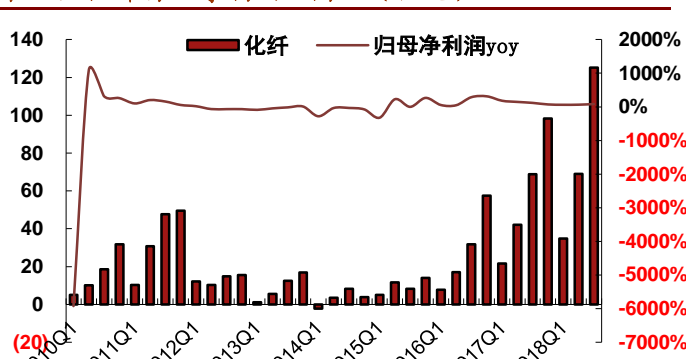
资料来源: Wind、招商证券

图 31: 化纤行业营收及同比 (亿元)



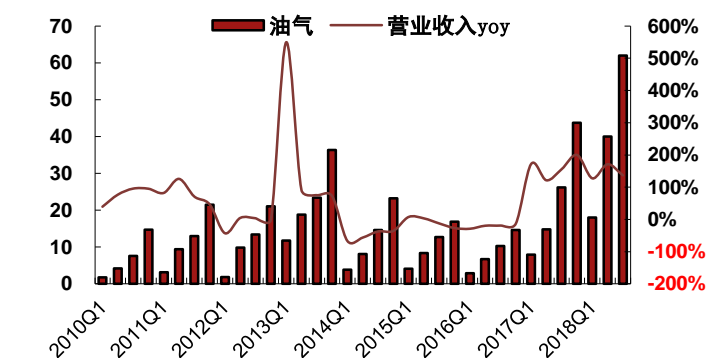
资料来源: Wind、招商证券

图 32: 化纤行业净利润及同比 (亿元)



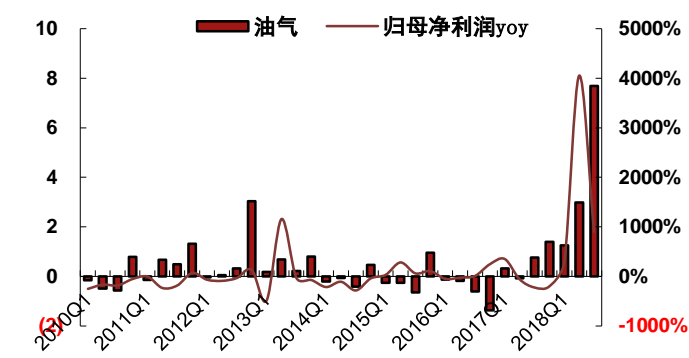
资料来源: Wind、招商证券

图 33: 油气行业营收及同比 (亿元)



资料来源: Wind、招商证券

图 34: 油气行业净利润及同比 (亿元)



资料来源: Wind、招商证券

### 三、期间费用率环比上行，行业估值仍有一定上升空间

**毛利率方面：**2018 前三季度石化行业整体的销售毛利率 19.10%，同比小幅下降 0.1pct，其中 Q2 毛利率为年内最高，为 19.8%，Q3 则环比回落至 18.8%。剔除中石油和中石化后，行业的整体毛利率为 13.31%，同比上升 0.06pct，其中 Q1 为年内最高，为 13.85%，Q2、Q3 分别为 13.12%和 13.08%。

今年国际油价整体处于上升通道，尤其是二季度中后期和三季度中后期，炼油业务随着油价走高毛利率会逐步下降，这一效应主要反映在 18Q3 的毛利率下降之上，同时 18Q1 的库存收益不明显，也对毛利率有负面影响。总体看，今年的乙烯、丙烯等产品景气度依然较好，2014-2016 年化工品价格下跌幅度普遍比油价小，因此在油价低位时，炼化业务毛利率较高，随着油价上涨，炼化毛利率呈现下降的趋势；成品油销售毛利率随着成品油价格的上涨，毛利率会逐步下降；上游勘探开发业务毛利率随着油价上涨而改善。

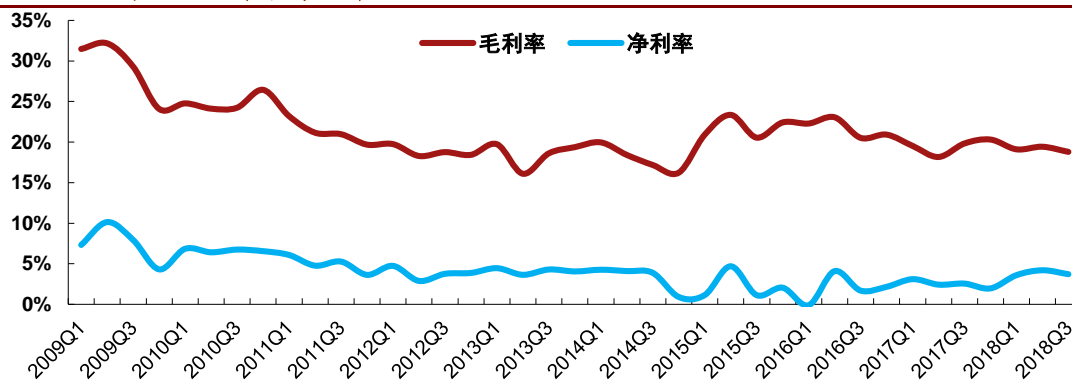
**净利率方面：**2018Q1-Q3 石化行业整体净利率为 4.9%，同比提升 1.17pct；其中 Q1、Q2 和 Q3 分别为 4.89%、4.92%和 4.90%。行业净利率同比提升主要得益于主营业务的毛利水平升高和期间费用率的下降，前三季度净利率环比来看基本保持平稳，同比表现则相对较好，主要有两方面的原因，一是 Q3 行业整体盈利仍有明显改善，尤其是剔除两桶油后，行业整体盈利表现无论是同比还是环比均明显改善，对冲了油价升高带来的毛利率下滑，二是期间费用依然保持了较为稳定的规模，并未随规模增加而显著上行。

**期间费用率方面：**自 2016 年一季度以来，行业管理费用率显著降低，我们认为在低油价下，企业盈利压力大，积极降本增效、收缩战线，降低杠杆率取得积极成效。管理费用方面，在 18Q2 见底后 Q3 有明显反弹，我们分析一方面是部分企业加大了研发投入，另一方面则是人员工资等费用受行业进入扩产能周期的影响而水涨船高。横向比较仍处于历史较低的水平。

销售费用率整体与产品销售价格成负相关关系，随着产品价格的提高，费用率稳中有降。

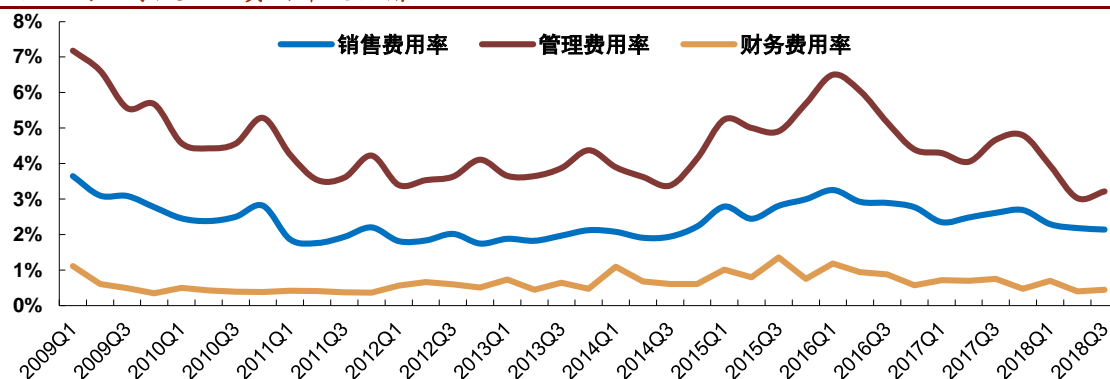
财务费用率略有提升，主要是由于行业进入扩张期，典型的是民营大炼化项目进入建设高峰期，提款速度加快，这部分杠杆资金的运用必然带来整体财务费用水平的提升，横向比较，当前的财务费用比率也处于中间偏下区间。

图 35：石油化工行业季度毛利率和净利率



资料来源：Wind、招商证券

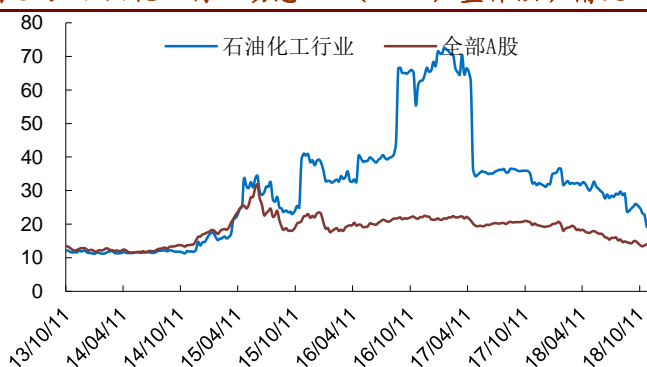
图 36: 石油化工行业季度三项费用率变化情况



资料来源: Wind、招商证券

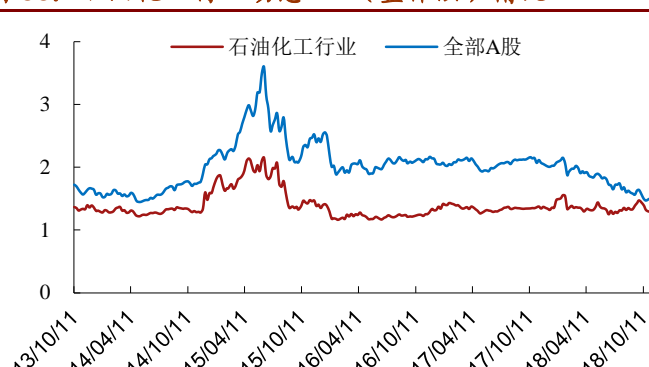
**PE 方面:** 截止 2018 年 11 月 8 日, 石化行业整体 PE (TTM, 整体法) 为 19.06 倍, 整体处于下行的态势, 随着原油价格上行, 行业盈利从低谷逐步回升, 整体 PE 呈现下降态势; 但目前油价整体并不处于高位, 中石油的 PE 估值依然较高。一定程度上影响了板块的整体 PE 水平, 且油服板块业绩有待复苏, 因此整体估值较历史均值水平偏高。

图 37: 石油化工行业动态 PE (TTM, 整体法) 情况



资料来源: Wind、招商证券

图 38: 石油化工行业动态 PB (整体法) 情况



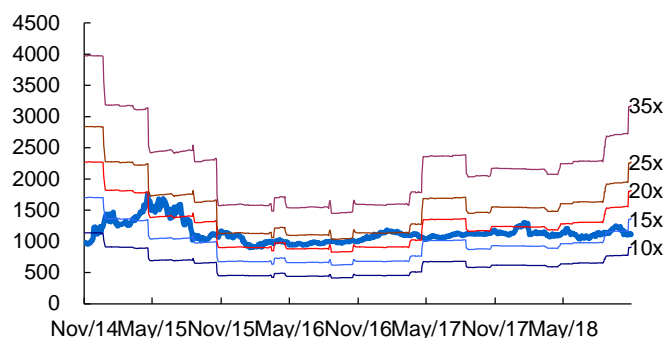
资料来源: Wind、招商证券

**PB 方面:** 石化行业属于重资产行业, 周期性较强, PE 估值有时候不能体现其资产的价值, 因此 PB 估值是一个很好的参考指标, 截止 2018 年 11 月 8 日, 石化行业的整体 PB (TTM, 整体法) 为 1.28 倍, 低于近 5 年的均值 1.39 倍, 同时低于上证 A 股的 1.63 倍的 5 年均值, 从 PB 看具备投资价值。

考虑到中石油、中石化体量太大, 对行业 PB 的估值影响太大, 剔除中石油和中石化后, 石化行业最新的 PB (TTM, 整体法) 为 2.6 倍, 同样低于近 5 年历史均值 2.98 倍。

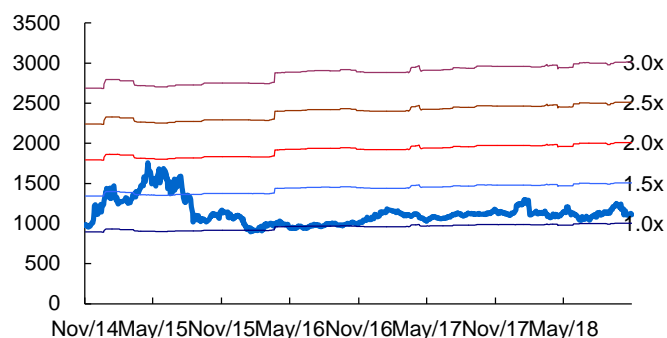


图 39: 石油石化行业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 40: 石油石化行业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

## 四、覆盖上市公司一览

表 23: 招商石化覆盖公司一览

公司代码	公司简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE		投资评级
				17A	18E	19E	18E	19E	
000703.SZ	恒逸石化	289	12.52	0.70	1.18	1.83	10.61	6.8	强烈推荐-A
002221.SZ	东华能源	141	8.52	0.64	0.73	1.10	11.67	7.7	强烈推荐-A
600777.SH	新潮能源	163	2.40	0.05	0.11	0.28	21.82	8.6	强烈推荐-A
000407.SZ	胜利股份	34	3.87	0.07	0.15	0.21	25.80	18.4	强烈推荐-A
002648.SZ	卫星石化	112	10.49	0.88	0.88	1.37	11.92	7.7	强烈推荐-A
000301.SZ	东方盛虹	228	5.65	0.06	0.26	0.45	21.73	12.6	强烈推荐-A
603225.SH	新凤鸣	183	21.76	1.78	2.25	2.71	9.67	8.0	强烈推荐-A
002493.SZ	荣盛石化	671	10.67	0.32	0.37	0.76	28.84	14.0	审慎推荐-A
600500.SH	中化国际	146	7.00	0.31	0.44	0.52	15.91	13.5	审慎推荐-A
600803.SH	新奥股份	141	11.45	0.51	1.09	1.24	10.50	9.2	审慎推荐-A
600346.SH	恒力股份	745	14.75	0.34	0.90	1.85	16.39	8.0	审慎推荐-A
002408.SZ	齐翔腾达	218	12.28	0.48	0.51	0.61	24.08	20.1	审慎推荐-A
600583.SH	海油工程	259	5.85	0.11	0.01	0.14	585.00	41.8	审慎推荐-A
601808.SH	中海油服	424	10.08	0.01	-0.01	0.14	-	72.0	审慎推荐-A
600688.SH	上海石化	498	5.25	0.57	0.55	0.53	9.55	9.9	审慎推荐-B
000059.SZ	华锦股份	100	6.25	1.15	0.88	1.00	7.10	6.3	审慎推荐-B

资料来源：Wind、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**王 强**，招商证券研发中心董事，石化行业首席分析师。浙江大学工学学士、硕士，意大利管理硕士；2 年石化企业运营经验、7 年证券研究经验。曾就职于湘财证券、银河证券、中信建投证券研究部，2017 年 2 月加入招商证券。所在团队 2011-2016 年获得新财富石油化工行业 3 年第 1 名、3 年第 2 名，2017 年新财富石油化工第 4 名；2012-2015 年连续 4 年获得水晶球石油化工行业第 1 名。

**石 亮**，石化行业分析师。复旦大学理学学士，上海财经大学金融学硕士，4 年化工实业经验，4 年证券研究经验，曾就职于国联证券、中信建投证券研究所。2017 年 6 月加入招商证券，从事石油化工行业研究，2017 年新财富石油化工第 4 名。

**李 舜**，石化行业分析师。清华大学工程管理硕士。6 年石化化工实业经验，曾经在多个石化化工市场信息咨询机构任职。2016 年 5 月加入招商证券，从事石油化工领域行业研究。

**王 亮**，石化行业分析师，硕士、高工。清华大学、中科院 6 年能源化工实业经验，2 年证券研究经验，曾就职于太平洋证券研究院，2017 年 8 月加入招商证券，从事石油化工行业研究。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。