

石油化工 (072201)

油价延续弱势，石化产业链景气度下滑

评级：增持（维持）

分析师：商艾华

执业证书编号：S0740518070002

Email: shangah@r.qlzq.com.cn

重点公司基本状况

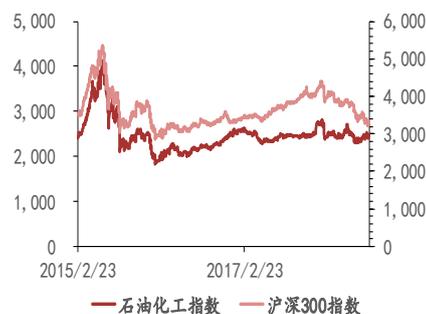
简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020		
中国石油	7.64	0.12	0.33	0.38	0.43	64	23	20	18	0.13	买入
中国石化	5.84	0.42	0.62	0.66	0.73	14	9	9	8	0.20	买入
中油工程	4.03	0.12	0.26	0.37	0.49	34	16	11	8	0.13	增持
新奥股份	10.5	0.64	1.17	1.42	1.60	16	9	7	7	0.11	买入
广汇能源	4.08	0.13	0.26	0.38	0.48	31	16	11	9	0.16	买入
桐昆股份	11.0	1.35	1.38	2.14	2.41	8	8	5	5	3.59	买入
恒力股份	13.0	0.61	0.7	1.8	2.2	21	19	7	6	1.26	买入

备注：中油工程和新奥股份 EPS 来自 wind 一致预期

基本状况

上市公司数	47
行业总市值(百万元)	3027317
行业流通市值(百万元)	2563317

行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- 油价大幅回调。**11月24日BRENT原油期货价格为58.80美元/桶，较之前一周下跌7.96美元/桶；11月24日WTI原油期货价格为50.42美元/桶，较之前一周下跌6.04美元/桶。布油价格自10月初高点已下跌27.65美元/桶，下跌31.87%；WTI原油自十月高点下跌24.77美元/桶，下跌32.29%。当前油价较年初价格已大幅回调，布油年初至今跌幅为11.30%，WTI原油年初至今跌幅为10.68%和美油价格年初至今跌幅为16.16%。当前油价已经跌破OPEC国家财政平衡成本均值，已接近美国页岩油生产商成本均值。
- 美国产量持续增加，商业原油库存持续累积。**美国采油钻机数增加明显，美国原油产量维持高位。11月21日美国采油钻机数为885台，较之前一周的数量减少3台，较年初增加142台，已创2015年以来最高水平。美国采油钻机数的持续增加，导致美国原油产量大幅增长。11月16日美国原油产量为1170万桶/天，与之前一周持平，较年初增加220.8万桶/日，产量增幅为23.6%。美国产量相交于10月初原油价格高点的1110万桶/日增产60万桶/日，美国原油产量短期增加的主要原因是由于11月份美国Sunrise管线投产，促使Permian地区管道运输瓶颈得到缓解，也是推动本轮原油价格大跌的因素之一。根据EIA11月6日发布的短期能源展望，预计美国2018年和2019年原油产量分别为1090万桶/日和1210万桶/日（2017年为940万桶/日），美国产量将持续增加。随着夏季需求高峰的结束，美国原油需求自9月下半月开始不断边际趋弱，而供给的增加导致美国商业原油库存持续累积。根据EIA数据，11月16日美国商业原油库存为44690.8万桶，较之前一周增加485.1万桶；美国库欣地区原油库存为3534.6万桶，较之前一周减少11.6万桶；美国汽油库存减少129.5万桶，预期减少19.8万桶，前值为减少141.1万桶；精炼油库存减少7.7万桶，预期减少275.4万桶，前值为减少358.9万桶。美国商业原油库存已经持续增加9周，达到17年12月份以来的最高水平。
- OPEC国家产量持续增加。**根据OPEC数据，10月OPEC产量为3290万桶/日，比9月增加12.7万桶。产量增加国主要是沙特、阿联酋和利比亚，其中沙特环比增加12.8万桶/日、阿联酋环比增产14.2万桶/日、利比亚环比增产6.0万桶/日。产量减少国主要是伊朗和委内瑞拉，其中伊朗环比减少15.6万桶/日、委内瑞拉环比减少4.0万桶/日。虽然OPEC增产国已覆盖当前伊朗和委内瑞拉下滑量。
- 沙特持续增产，且预期产量将增加。**根据OPEC月报数据，10月沙特产量为1063万桶/日。根据智通财经获悉，11月22日沙特能源大臣法利赫称，今年11月，国内产油超过1070万桶/日，将接近2016年减产之前的1072万桶/日的历史最高位。由于当前沙特正配合美国增产，预期短期产量可能还会增加。但考虑到历史上沙特从来没有产量达到1200万桶/天的高位，即使是接近1100万桶/天也只能持续数月，我们预计沙特未来可增产空间有限。至于后续是否会考虑减产，12月6日OPEC维也纳会议将重新讨论减产计划。根据此前沙特官员称，该欧佩克大会上提议至多减产140万桶/日，我们需持续关注该会议达到的减产决议。如果OPEC的减产符合预期，油价可能获得支撑。
- 伊朗产量或持续下滑。**根据伊朗官方公布的数据，2017年伊朗平均每天出口220万桶石油以及40万桶冷凝油，其中欧洲和亚洲主要经济体是其主要的原油出口国。2018年10月伊朗出口下滑至160万桶/日，自4月以来，伊朗的原油出口量已经减少110万桶/日，降幅达到39%。2018年10月，伊

朗产量为 329.6 万桶/日，较今年 1 月下降 52.0 万桶/日。

- **价格多回调，价差多回落。**上周中泰化工持续跟踪的 121 个化工产品中，本周产品价格上涨有 10 个品种，下跌的有 76 个品种。价格涨幅前五：现货价：天然气：亨利中心交割，上涨 8.14%；合成氨（江苏新沂出厂价），上涨 4.89%；纯 MDI（华东），上涨 3.45%；乙烯（CFR 东南亚），上涨 2.13%；氨纶（华海 40D 干纺），上涨 1.49%；上周化工产品价格跌幅前五：BRENT 原油（期货），下跌 11.92%；甲醇（CFR 东南亚），下跌 11.83%；PTA（中石化结算价），下跌 10.83%；WTI 原油（期货），下跌 10.70%；蒽油（华东），下跌 10.69%。上周石化产品价差涨幅前五：价格涨幅前五：聚酯切片 -0.86*PTA-0.34*MEG，上涨 905.58%；PTA-0.66*PX（国内），上涨 51.76%；锦纶切片-己内酰胺，上涨 36.84%；涤纶短纤-0.86*PTA-0.34*MEG，上涨 33.56%；纯苯-石脑油；上涨 32.35 上周化工产品价格跌幅前五：上周化工产品价格跌幅前五：LLDPE-乙烯，下跌 39.47%；PX-石脑油（国内），下跌 20.90%；PP-丙烯，下跌 12.47%；PTA-0.66*PX（国外），下跌 7.24%；己内酰胺-苯，下跌 4.49%。
- **天然气板块仍值得关注。**近期油价大幅回调，市场担忧天然气会随油价下跌而导致景气下行。天然气国际价格和油价呈现正相关关系，但是也存在季节性和区域性特征。比如近期美国天然气在油价大跌之势下反而逆势大涨，就是区域性和季节性的体现。我们认为我国天然气需求仍然呈现出高增长态势，未来几年有望维持 10% 以上增速。天然气的需求的高增使我国天然气仍然处于供需偏紧的态势，季节性涨价态势仍在。我国汇总了近期天然气价格变动情况。1、全球气价：近期美国取暖需求助天然气创逾八年最大单日涨幅。NYMEX 12 月天然气期货收涨 18%，创 2010 年 10 月份以来收盘新高，盘中一度上涨 20%。2、非居民门站价：我国进入采暖季需求旺季，部分地区根据供需上调门站价。（1）北京：11.13 宣布，价格上浮 0.23 元/立方米；（2）浙江：11.7，将非居民天然气门站价由 2.19 元/方上调至 2.85 元/方，居民门站价不做调整；（3）苏州：市区非居民用、其他（公用事业）用天然气销售价格每立方米统一上调 0.56 元；（4）宜兴：非居民用天然气实施阶段性价格疏导，每立方米上调 0.50 元，为 3.61 元/立方米。3、居民用气：部分地区上调价格。（1）西安：一阶居民气价，上调 0.086 元/立方米；（2）成都：民用气第一阶梯气价每立方米将由 1.89 元调整为 2.03 元；（3）孝感：拟定居民用气基准销售价格由现行 2.68 元/m³ 提高为 2.80 元，上调 0.12 元/m³，幅度 4.48%；（4）保定：主城区居民销售价格上调 0.28 元/立方米；（5）邯郸：主城区居民管道天然气销售价格拟由 2.40 元/立方米调整为 2.68 元/立方米等。4、LNG 价格：根据百川资讯，近期宁夏、内蒙、山西、陕西、河南、河北、山东等地区，涨价 50-300 元/吨（华东地区目前市场价为 4600 元/吨附近）。此外，此前发改委发布天然气运行简况，前三季度，天然气产量 1156 亿立方米，同比增长 6.3%；天然气进口量 886 亿立方米，同比增长 37.6%；天然气表观消费量 2017 亿立方米，同比增长 18.2%。解读如下：（1）国内产量持续低增速。今年前三个季度，天然气产量增速仅 6.3%，远低于需求增速。其中 2018Q3 产量为 377 亿立方米，产量同比增速 11.5%。增速相较于前两个季度有提升。由于 2017Q4 产量基数较高，预计产量增速仍维持较低水平。（2）天然气需求高增。2018 年前三个季度，需求增速为 18.2%，仍趋于高增长态势。其中 2018Q3 需求量为 669 亿立方米，同比增长高达 26.0%，远高于产量增速。需求高增长的原因主要是受益于煤改气政策的推行，导致居民用气、工业用气等领域的需求提升，且气价比的提升也推升了发电领域的需求。此外，三季度补库存的需求也推升了需求增速。（4）推荐标的：建议关注广汇能源、新奥股份、蓝焰控股等。
- **投资建议：油价下行，石化行业盈利下滑，关注民营大炼化和农化板块。**建议关注民营大炼化：恒力股份，桐昆股份，荣盛石化等。虽然行业处于下行周期，但如果成本管控得当，叠加量的上行，业绩有望稳健增加。以聚酯产业链为例，当前民营大炼化公司（桐昆、恒逸、荣盛、恒力等）正抓紧完善上游布局，形成 PX-PTA-聚酯产业链一体化布局，民营大炼化公司的产品结构将更加合理，未来业绩增量更具爆发力。建议布局农化优质龙头：当前农产品价格弱复苏，且预期将持续趋于复苏态势，农产品价格的复苏有望推动磷肥、尿素、钾肥、复合肥、农药等产品需求稳健。此外，供给端的收缩助力行业复苏。以我国磷肥行业为例，由于我国磷肥行业长期产能过剩，受益供给侧改革，行业不但没有新增产能，反而正处于去产能周期。2015 年至 2017 年，磷酸一铵产能增速分别为 8.1%、18.4%、-8.4%，2017 年产能增速录得首次下降，产能正处于去化过程中。由于供需两端持续向好，磷肥、尿素、钾肥等价格持续上涨，行业已经逐步走出底部。当前尿素、磷肥等价格持续上涨，有望推动相关公司业绩向上。建议重点关注：华鲁恒升、新洋丰、金正大、诺普信、藏格控股、扬农化工、利尔化学等。

- 风险提示事件：下游需求萎靡的风险；产品价格下行的风险。

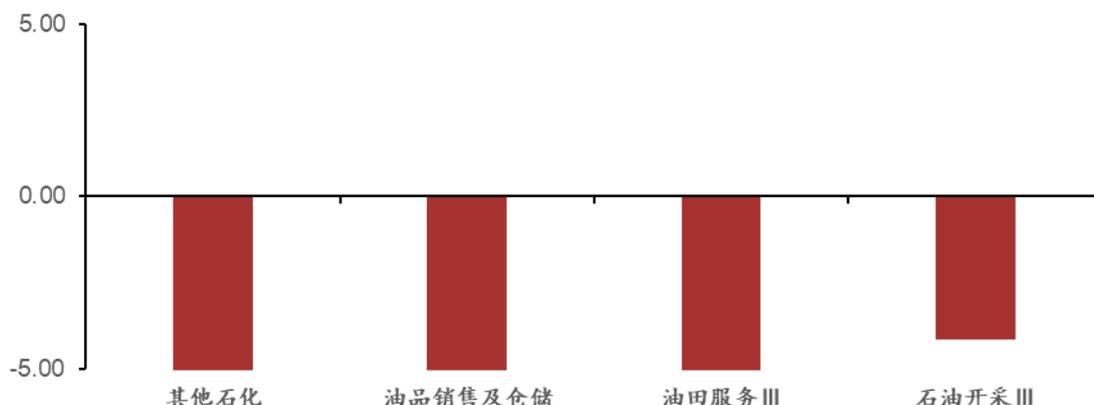
内容目录

石油石化行业市场复盘.....	- 5 -
上周石油石化行业数据回顾	- 5 -
原油期货价格.....	- 5 -
钻机数变化情况	- 6 -
原油期货价格美国原油库存及产量	- 7 -
原油期货持仓情况	- 10 -
石化产品价格与价差	- 11 -
石化产品价格	- 11 -
石化产品价差	- 13 -
投资建议.....	- 15 -
重点关注天然气产业链投资机会（中油工程、新奥股份和广汇能源）	- 15 -
持续看好民营大炼化（恒力股份、桐昆股份、荣盛石化）	- 16 -
持续看好煤化工板块（华鲁恒升、华谊集团）	- 17 -
风险提示.....	- 17 -

石油石化行业市场复盘

- 上周（2018.11.19-2018.11.25）石油石化指数（中信）下跌 6.07%，沪深 300 指数下跌 3.51%，石油化工板块弱于大盘。上周石油化工作子行业中，其他石化（-7.72%）、油品销售及仓储（7.51%）、油田服务Ⅲ（-5.45%）、石油开采Ⅲ（-4.14%）、炼油（-3.67%）均下跌。

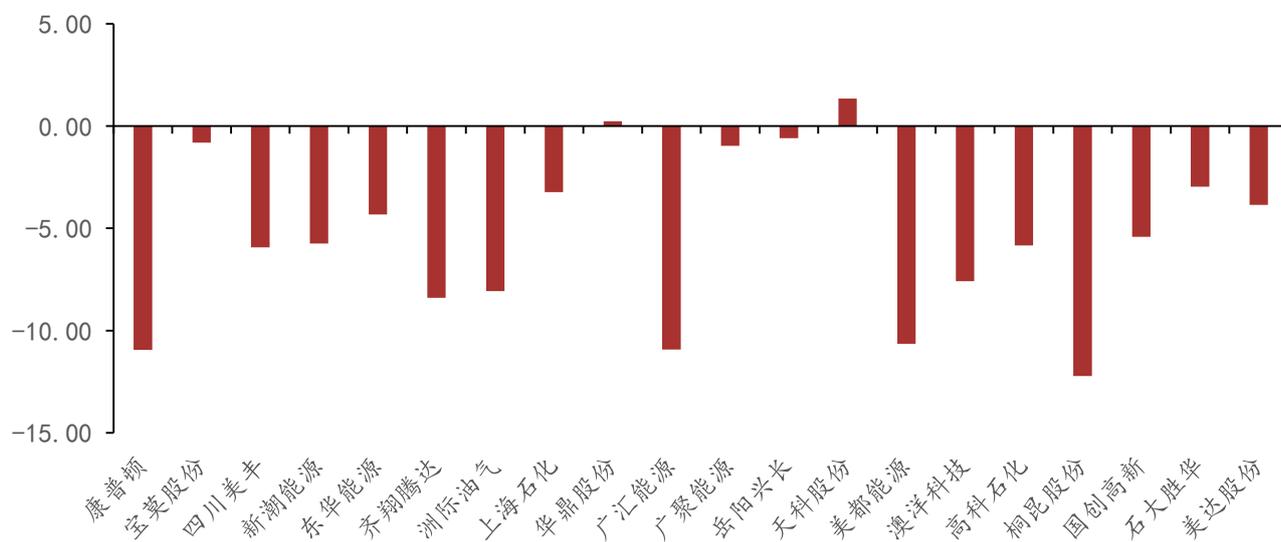
图表 1：本周石油化工表现



来源：Wind、中泰证券研究所

- 石油石化：上周石油化工板块领涨个股为天科股份（1.35%）、华鼎股份（0.24%）；石油化工板块领跌个股为国际实业（-17.71%）、茂化实华（-12.78%）、恒力股份（-12.52%）、海越股份（-12.49%）和桐昆股份（-12.21%）。

图表 2：本周石油化工股票表现



来源：Wind、中泰证券研究所

上周石油石化行业数据回顾

原油期货价格

- 期货价格：11月24日 BRENT 原油期货价格为 58.80 美元/桶，较之前一周下跌 7.96 美元/桶；11月24日 WTI 原油期货价格为 50.42 美元/桶，较之

前一周下跌 6.04 美元/桶。

图表 3: WTI 原油期货价格



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 4: BRENT 原油期货价格

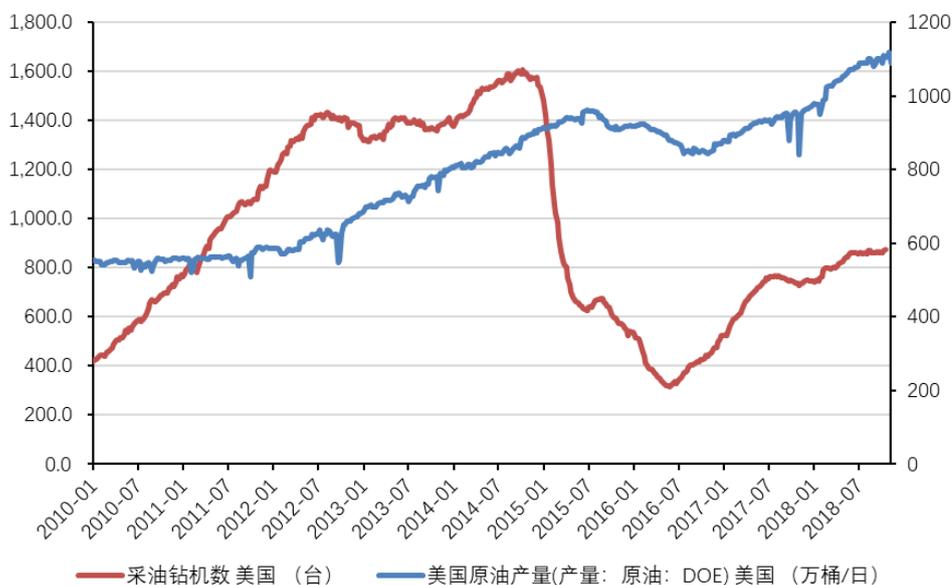


来源: Wind、中泰证券研究所

钻机数变化情况

- 采油钻机数: 11月21日美国采油钻机数为885台,较之前一周的数量减少3台。11月21日美国天然气钻机数为194台,与之前一周持平。

图表 5: 美国采油钻机数



来源: Wind、中泰证券研究所

- 北美地区钻机数: 本周北美钻机数为1283台,较上周数量增加4台。

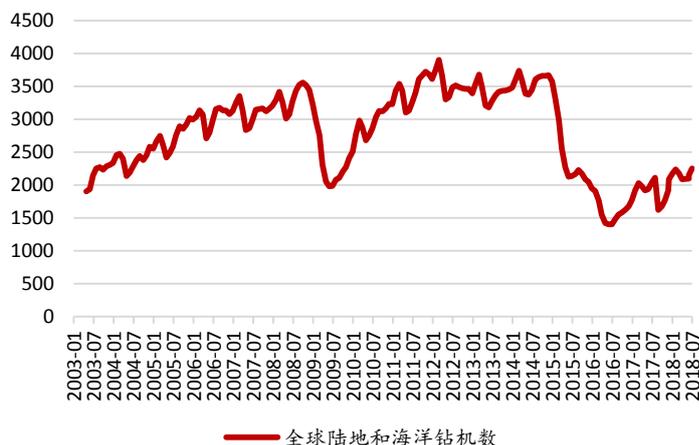
图表 6: 北美采油钻机数

国家	本周	上周环比变化	去年同比变化
美国	1079	-3	156
加拿大	204	7	-11
北美	1283	4	145
美国钻机数量	本周	上周环比变化	去年同比变化
采油钻机	885	-3	138
天然气钻机	194	0	18
其他钻机	0	0	0
定向钻机	73	2	2
水平钻机	929	-10	143
垂直钻机	77	5	11
美国主要区块钻机数	本周	上周环比变化	去年同比变化
Ardmore Woodford	3	0	2
Arkoma Woodford	7	0	-1
Barnett	1	0	-4
Cana Woodford	55	-3	-18
DJ-Niobrara	29	0	3
Eagle Ford	78	-1	11
Granite Wash	15	-1	5
Haynesville	51	0	11
Marcellus	58	0	16
Mississippian	7	0	2
Permian	493	0	100
Utica	17	0	-13
Williston	56	-1	9

来源: Wind、中泰证券研究所

- 全球钻机数: 7月全球采油钻机数为 2251 台, 较之前一月增加 99 台。

图表 7: 全球采油钻机数

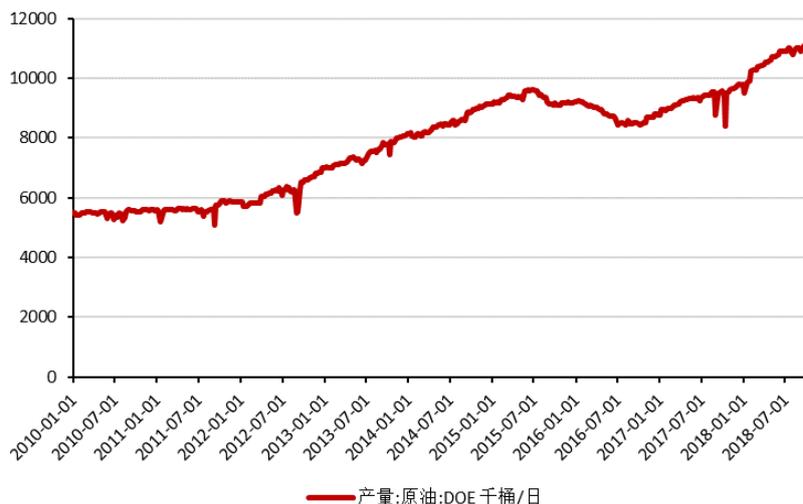


来源: Wind、中泰证券研究所

原油期货价格美国原油库存及产量

- 美国原油产量: 11月16日美国原油产量为 1170 万桶/天, 与之前一周持平。

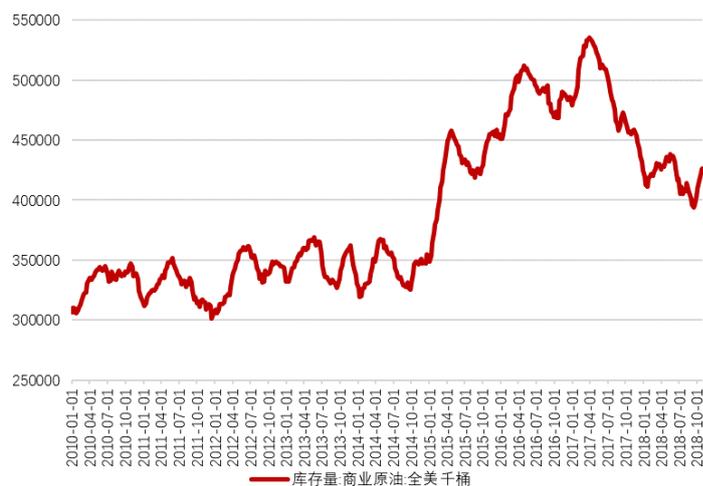
图表 8: 美国原油产量



来源: Wind、中泰证券研究所

- 美国商业原油库存: 11月16日美国商业原油库存为44690.8万桶,较之前一周增加485.1万桶。

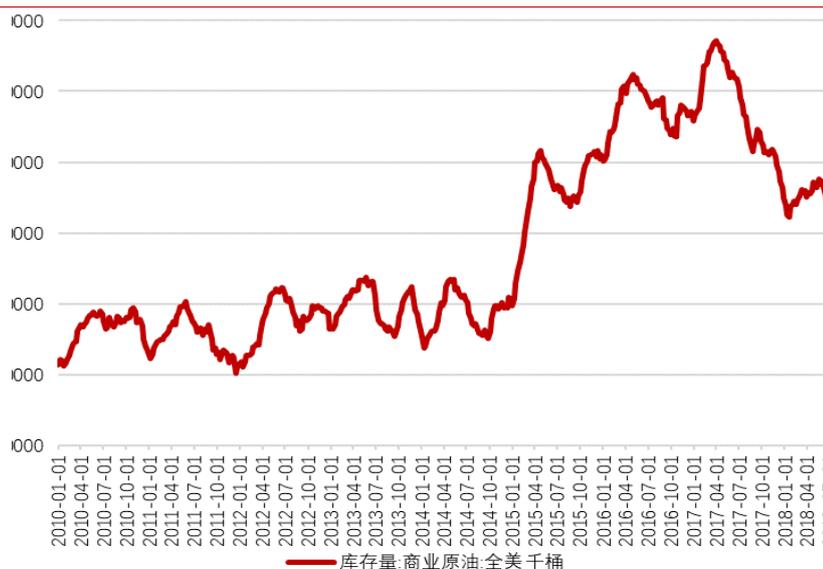
图表 9: 美国商业原油库存



来源: Wind、中泰证券研究所

- 美国库欣地区原油库存: 11月6日美国库欣地区原油库存3534.6万桶,较之前一周减少11.6万桶

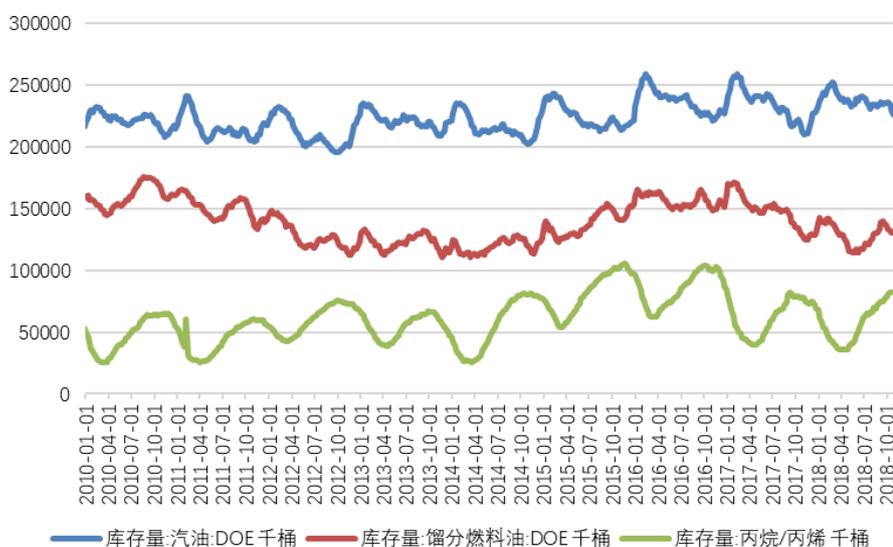
图表 10: 美国库欣地区商业原油库存



来源: Wind、中泰证券研究所

- 美国汽油、馏分油和丙烷/丙烯库存:11月16日美国汽油库存为22531.5万桶,较之前一周减少76万桶;11月16日美国馏分油库存为11919.1万桶,较之前一周减少了52.6万桶;11月16日美国丙烷/丙烯库存为8177.6万桶,较之前一周减少了198.4万桶。

图表 11: 美国汽油、馏分油和丙烷/丙烯库存



来源: Wind、中泰证券研究所

- 美国汽油和柴油产量及炼厂开工率:11月16日美国汽油产量为1003.6万桶/天,较之前一周减少2万桶/天;11月16日美国柴油产量为498万桶/天,较之前一周增加12.9万桶/天;11月16日美国产能利用率为93%,较之前一周上涨2.6%。

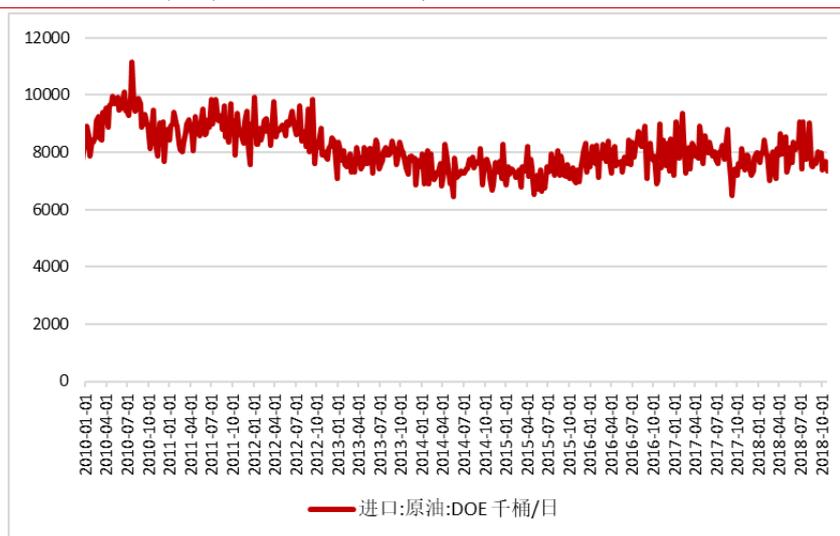
图表 12: 美国汽油和柴油产量及炼厂开工率



来源：Wind、中泰证券研究所

- 美国原油进口量：11月13日美国原油进口量为755.4万桶/天，较之前一周上涨10.2万桶/天。

图表 13：美国汽油和柴油产量及炼厂开工率

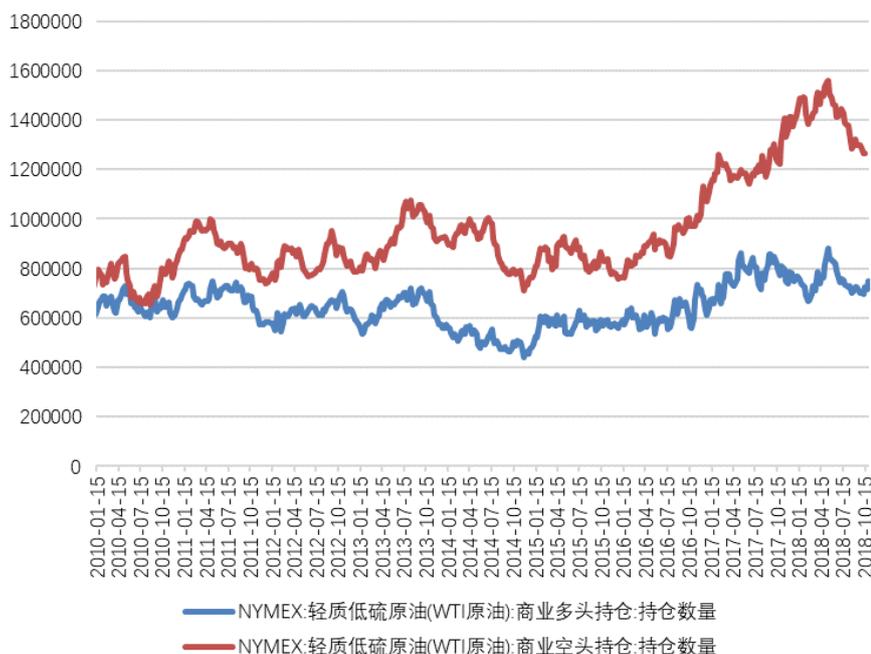


来源：Wind、中泰证券研究所

原油期货持仓情况

- 11月13日NYMEX轻质低硫原油(WTI原油)的商业多头持仓数量为810757份，较之前一周增加5.07%；11月13日NYMEX轻质低硫原油(WTI原油)的非商业多头持仓数量为561445份，较之前一周增加1.24%。

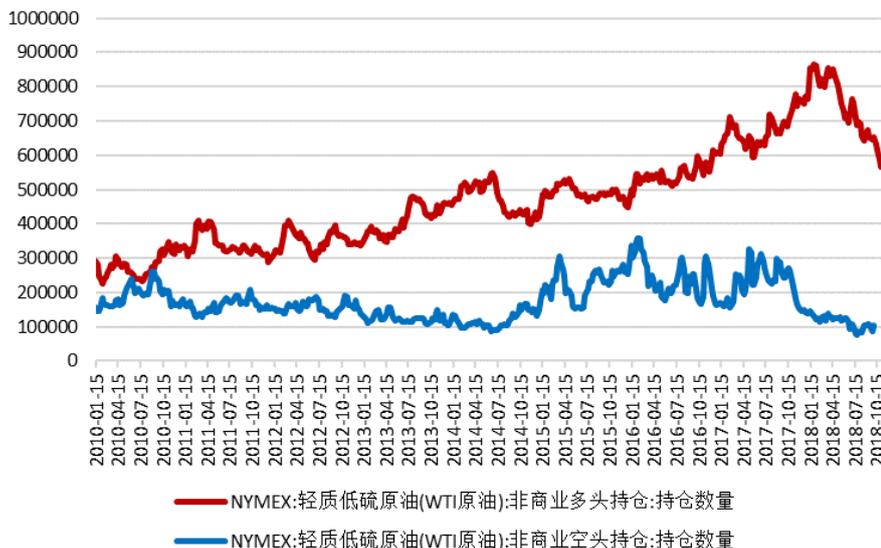
图表 14：商业多空头持仓



来源: Wind、中泰证券研究所

- 11月13日 NYMEX 轻质低硫原油(WTI原油)的商业空头持仓数量为1230284份,较之前一周增加0.99%;11月13日 NYMEX 轻质低硫原油(WTI原油)的非商业空头持仓数量为180247份,较之前一周增加19.54%。

图表 15: 非商业多空头持仓



来源: Wind、中泰证券研究所

石化产品价格与价差

石化产品价格

- 上周中泰化工持续跟踪的121个化工产品中,价格涨幅前五:现货价:天然气:亨利中心交割,上涨8.14%;合成氨(江苏新沂出厂价),上涨4.89%;纯MDI(华东),上涨3.45%;乙烯(CFR东南亚),上涨2.13%;氨纶(华海40D千纺),上涨1.49%;上周化工产品价格跌幅前五:BRENT原油(期货),

下跌 11.92%；甲醇（CFR 东南亚），下跌 11.83%；PTA（中石化结算价），下跌 10.83%；WTI 原油（期货），下跌 10.70%；葱油（华东），下跌 10.69%。

图表 16: NYMEX 天然气价格



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 17: 石脑油价格



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 18: 丙烯价格



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 19: 乙烯价格



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 20: PX 价格



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 21: PTA 价格



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 22: 涤纶 POY 价格

图表 23: 聚酯切片价格

涤纶POY (CCFEI) (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

聚酯切片 (CCFEI) (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

石化产品价格差

- 上周石化产品价格涨幅前五: 价格涨幅前五: 聚酯切片-0.86*PTA-0.34*MEG, 上涨 905.58%; PTA-0.66*PX (国内), 上涨 51.76%; 锦纶切片-己内酰胺, 上涨 36.84%; 涤纶短纤-0.86*PTA-0.34*MEG, 上涨 33.56%; 纯苯-石脑油; 上涨 32.35 上周化工产品价格跌幅前五: 上周化工产品价格跌幅前五: LLDPE-乙烯, 下跌 39.47%; PX-石脑油 (国内), 下跌 20.90%; PP-丙烯, 下跌 12.47%; PTA-0.66*PX (国外), 下跌 7.24%; 己内酰胺-苯, 下跌 4.49%;

图表 24: 乙烯价差

乙烯-石脑油 (美元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 25: 丙烯价差

丙烯-石脑油 (美元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 26: PX-石脑油价差

PX-石脑油 (国内) (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 27: PTA 价差

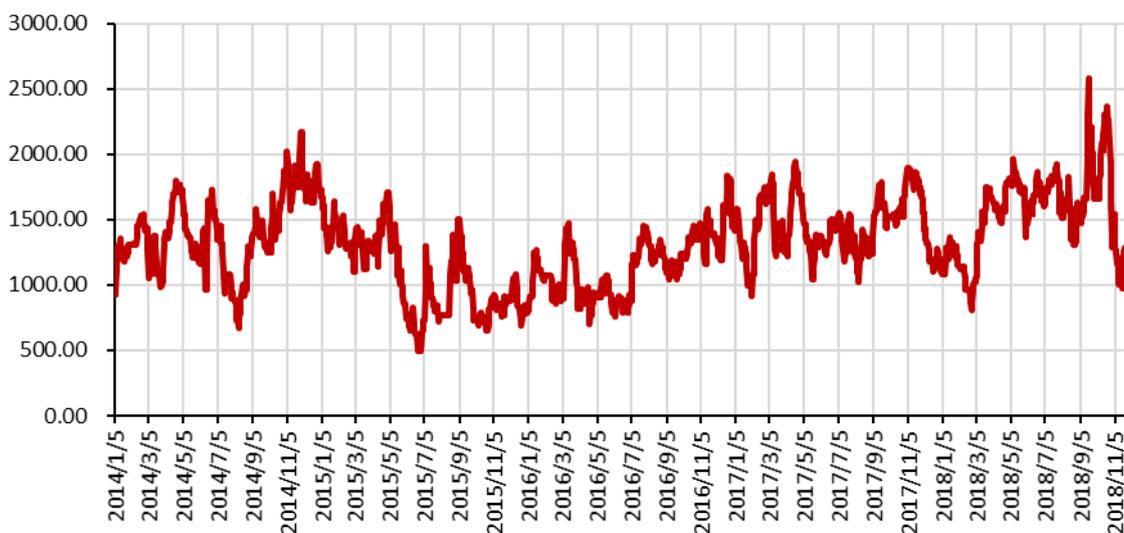
PTA-0.66*PX (国内) (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 28: 涤纶长丝价差

POY-0.86*PTA-0.34*MEG (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

投资建议

重点关注天然气产业链投资机会（中油工程、新奥股份和广汇能源）

- 国家能源安全，政策要求三桶油扩大资本开支，重点关注油气产业链投资机会。9月5日，国务院发布《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，旨在加快天然气产供储销体系建设。为应对天然气的需求高增，我们预计相应的天然气“保供”政策后续仍会出台。主要解读如下：
 - （1）加大国内勘探开发力度。根据意见第三条，力争到2020年，国内产量达2000亿立方米，17-20复合增速高达11%，而当前我国产量增速仅为5.5%，增速远低于规划产量增速。我们预计国内将加大勘探开发力

度，加大企业资本开支，利好上游和设备公司。

- (2) “保供”政策出台印证供需缺口仍存。根据我们测算，18-19 年采暖季供需缺口达 95 亿立方米，缺口最大是 12 月份。当前产量增速远低于规划产量增速，加大国内天然气产量侧面印证天然气供给不足，我们预计今年采暖季仍可能出现“气荒”。
- (3) 多元化保供将带动基础设施建设加速。主要分为健全海外供应体系和构建多层次储备体系。其中要求供气企业到 2020 年形成不低于其年合同销售量 10% 的储气能力和城镇燃气企业到 2020 年形成不低于其年用气量 5% 的储气能力。我们预计政策指引下，LNG 的进口量将进一步增加，同时储气库、管道运输等基础设施建设有望加速。
- 油气板块投资建议：我们建议关注中油工程、博迈科、新奥股份和广汇能源。

持续看好民营大炼化（恒力股份、桐昆股份、荣盛石化）

- 当前油价水平下，炼化景气度高企。自 2014 年起炼化景气度逐步攀升，乙烯裂解价差是炼化景气度的关键指标。油价在 80 美元/桶以下是炼化企业盈利最好的阶段，炼化企业将在这个时期完成资产负债表和估值的双重修复。
- 民营大炼化将塑造千亿市值行业龙头，看好聚酯产业链。据我们预计，2018 年底之后将迎来几大民营炼化投产高峰，此轮民营炼化扩产具备独一无二的优势：
 - 1) 技术先进、规模大、成本低、竞争力极强。据石油与化工园区网数据显示，荣盛石化和桐昆股份参股的浙江石化炼化项目一期和二期均为 2000 万吨产能，恒力集团在大连长兴岛的炼化项目也是 2000 万吨规模，恒逸在文莱规划的炼化项目一期和二期分别为 800 万吨和 1400 万吨，合计 2200 万吨。这些炼化装置的规模均是世界一流的，目前全球 2000 万吨炼化规模的企业仅有 20 余家，国内仅有中石化的镇海炼化（2300 万吨）和中石油的大连石化（2050 万吨），民营大炼化将跻身全球最具竞争力的炼化企业行列，并且由于采用了最先进的生产工艺和更加合理的产品方案，盈利能力胜过已有产能。
 - 2) 产品结构更加合理。民营大炼化的核心产品的对二甲苯（PX），目前我国 PX 对外依赖度达到 59%，2017 年进口量为 1444 万吨，目前在我国整个聚酯产业链中，PX 最为短缺，长期受制于人（韩国、日本、新加坡等），产业链盈利很大一部分被海外截留。浙江石化一期 PX400 万吨，恒力炼化 PX450 万吨，恒逸文莱炼化 PX150 万吨，他们投产之后将有效降低我国 PX 对外依赖度，并将整个产业链的利润点均掌握在自己手中。与国内炼化企业相比，这几个民营大炼化尽量降低成品油的产量，增加具备高附加值的化工品的产量，从而可以有效规避成品油过剩带来的威胁，保证项目盈利能力。
 - 3) 实现真正的一体化配套，掌握全产业链利润。这几个民营大炼化将进一步提升我国聚酯行业龙头的全球竞争能力，实现“原油—PX—PTA—聚酯”的一体化布局。荣盛和恒逸目前具备强大的中游 PTA 能力，因此他们在积极布局上游炼化和下游聚酯长丝的能力；桐昆具备独一无二的下游长丝产能，因此正在努力补齐上游 PX 和中游 PTA 的能力。

持续看好煤化工板块（华鲁恒升、华谊集团）

- 在当前原油处于紧平衡状态下，油价中枢持续上涨，当前布伦特油价为 75 美元/桶，油价已进入中高油价时代。在中高油价时代下，煤化工竞争优势已逐步显现。我们建议持续关注优质煤化工龙头，推荐华鲁恒升、华谊集团等。
- **华鲁恒升（600426）：抓住煤化工黄金时期下的龙头溢价。**
- **煤化工黄金时期已至，龙头有望充分受益。**在当前原油处于紧平衡状态下，油价中枢持续上涨，当前布伦特油价在 70-80 美元/桶震荡，油价已进入中高油价时代。在油价持续走强的态势下，煤化工竞争优势已逐步显现。公司作为煤化工一体化平台，是我国优质煤化工龙头企业，拥有 250 万吨尿素（100 万吨二季度投产）、16 万吨己二酸、50 万吨醋酸、5 万吨乙二醇、25 万吨 DMF 和 170 万吨甲醇等产能。以乙二醇为例，在原油价格 50~60 美元/桶区间，我国煤制乙二醇与石脑油路线相比已经具备竞争力。当前油价已逼近 80 美元/桶，煤制乙二醇竞争优势已非常明显。此外，公司的尿素、复合肥、甲醇等产品同样受益于油价上涨。我们预计未来几年油价将处于上行趋势，新一轮煤化工高景气周期已开启，公司有望充分受益。
- **醋酸高盈利时期，持续看好三年长牛周期。**（1）供给端几乎无弹性：行业新增产能有限，装置检修常态化。2018 年全球新增产能仅有 10 万吨，我国产能增速仅 1.2%，且大规模规划产能投放多在 2020 年左右；此外，行业装置停车较为普遍，行业装置检修常态化造成行业开工率向上弹性有限。（2）需求端景气度向上：内需向好，出口高增。内需持续向好，预计醋酸行业 2018 年需求整体增速达 5.1%，其中预计 PTA 将贡献醋酸的主要需求增量。出口有望超预期，2018 年 1 季度我国醋酸出口量达 12.7 万吨，同比增长 157.8%，在海外装置检修常态化之下，预计今年出口有望持续增长。（3）库存端历史低位：当前库存处于历史低位。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。
- **乙二醇投产将带来巨大业绩增量。**我国乙二醇需求严重依赖进口，随着人民币贬值导致进口价格上涨，且聚酯产业链高景气带动乙二醇需求高增，乙二醇价格中枢持续上移。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，预计于 2018 年三季度新增 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，完全投产后吨成本有望低至 3500 元/吨。根据卓创资讯，2017H1、2017H2 和 2018H1 乙二醇均价（华东宁波，含税价）分别为 6866 元/吨、7414 元/吨和 7607 元/吨，价格处于上行趋势。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。
- **盈利预测和投资建议：**我们预计 2018-2020 年公司实现归属于母公司净利润为 31.48、40.64、46.86 亿元，同比增长 157.58%、29.11%、15.32%；对应 EPS 为 1.94、2.51、2.89 元，对应 PE 分别为 10 倍、7 倍和 7 倍。
- **风险提示事件：**产品价格大幅下行的风险、项目投产不达预期的风险、煤化工景气下滑的风险。

风险提示

- 下游需求萎靡的风险；
- 地缘政治冲突的风险；
- 商品价格下行的风险；
- 项目建设不达预期的风险。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。