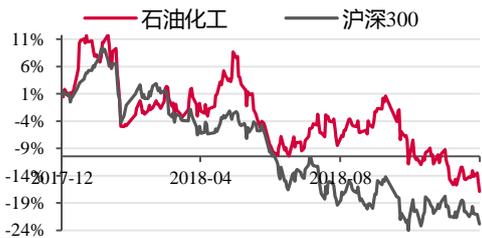


**行业定期策略**
**石油化工**
**油价高位震荡，挖掘行业龙头**

2018年12月20日

**评级**                      **同步大市**

评级变动:              维持

**行业涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
石油化工	-6.63	-14.99	-17.35
沪深300	-3.95	-6.62	-23.31

**龙靚**

 执业证书编号: S0530516040001  
 longliang@cfzq.com

**周策**

zhouce@cfzq.com

**分析师**

0731-84403365

**研究助理**

0731-84779582

**相关报告**

- 《石油化工：石化行业2018年10月月报：市场预期悲观，需求有待观察》 2018-11-09
- 《石油化工：石化行业10月月报：下游需求预期悲观，价格难有起色》 2018-10-19
- 《石油化工：需求旺季来临，关注库存低位的品种》 2018-09-14

重点股票	2017A		2018E		2019E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
桐昆股份	0.97	10.88	1.82	5.80	2.04	5.17	推荐
恒逸石化	0.70	17.00	1.35	8.81	1.92	6.20	谨慎推荐
中泰化学	1.12	6.76	1.24	6.10	1.31	5.78	推荐
鸿达兴业	0.39	7.51	0.37	7.92	0.49	5.98	谨慎推荐

资料来源: 财富证券

**投资要点:**

- 原油价格波动增大，明年大概率仍维持高位震荡。**2018年原油价格波动加大，一季度在美国页岩油产量恢复增长的背景下，油价在60-70美元/桶之间调整；随着美国政府重启对伊的制裁后，原油市场脆弱的供需平衡被打破了，原油价格震荡上行，布伦特原油价格最高达到86美元/桶；10月后，随着美国对伊朗的制裁态度有所放松，叠加全球经济预期变差，短期的供需紧张缓解，原油价格大幅回落。考虑到OPEC国家的财政诉求以及低油价对页岩油产业的不良影响，我们预计原油价格的下限在50-60美元/桶之间；另一方面，明年全球经济增长乏力可能难以消化美国页岩油的潜在增量，预计原油价格的上限在80-90美元/桶。综合考虑，我们认为明年的油价中枢将维持在70美元/桶。
- 炼化行业面临巨变，氯碱板块或存预期差。**在全球经济逐渐疲软的背景下，国内炼化行业的景气度大概率将见顶。随着炼化行业投产高峰期的来临，未来两年里行业的格局将发生巨大变化，油气改革带来的冲击将率先在炼化环节展开；涤纶行业在龙头企业初步掌握了议价能力后，价格和利润的波动将逐渐增大，小企业的生存条件愈发艰难，有利于未来行业集中度的快速上升；氯碱市场虽然面临需求增速下降的局面，但产业政策与环保压力下，供给端的弹性也十分有限。在产能的配套设施稀缺的背景下，行业一体化的龙头企业仍可在需求承压的情况下享受超额利润。
- 一体化龙头竞争优势凸显，看好涤纶和氯碱。**2019年，我们认为在行业门槛提升、环保要求趋严的背景下，传统化工行业站在了产业格局转变的拐点上，投资行业一体化程度高、成本控制好的龙头企业将是长期趋势。民营资本为主的涤纶企业通过上下游一体化延伸，龙头企业初步掌握了议价能力，未来市场份额有望快速向龙头企业集中。推荐涤纶龙头企业：桐昆股份、恒逸石化。氯碱产业当前集中度不高，仍有较大提升空间。随着环保标准的趋严，不具成本优势以及排放不达标的产能将逐渐失去生存空间。未来兼具成本优势和规范生产的西北地区龙头企业有望在竞争中脱颖而出，推荐关注：中泰化学、鸿达兴业。
- 风险提示：**原油价格跌幅超出预期；涤纶下游需求不及预期；氯碱新增产能超出预期。

## 内容目录

<b>1 油价中枢决定行业景气度</b> .....	<b>4</b>
1.1 全球经济放缓降低原油需求预期.....	4
1.2 供给成为价格函数的最大变量.....	6
1.2.1 减产协议的反复和不稳定.....	7
1.2.2 美国页岩油的运输瓶颈.....	8
1.2.3 伊朗的制裁走向何方.....	10
<b>2 炼化行业的景气高点或已出现</b> .....	<b>11</b>
2.1 石化品价差回落，需求周期向下.....	11
2.2 资本开支浪潮来临，供应将逐渐宽松.....	13
<b>3 涤纶产业利润或将重新分配</b> .....	<b>14</b>
3.1 原材料PX大量扩产，利润将向下游加工环节流动.....	15
3.2 产业链集中度提升，行业格局加速变化.....	15
3.3 2019年需求有待验证.....	16
<b>4 房地产周期下的PVC</b> .....	<b>18</b>
4.1 需求进入下行周期打压产品价格.....	18
4.2 供给弹性缺失或存市场预期差.....	19
<b>5 2019年石油化工行业投资策略</b> .....	<b>20</b>
5.1 行业估值整体偏低，股价体现透支悲观预期.....	20
5.2 竞争环境变化，优选成本优势龙头.....	22
5.2.1 桐昆股份（601233）.....	22
5.2.2 恒逸石化（000703）.....	23
5.2.3 中泰化学（002092）.....	23
5.2.4 鸿达兴业（002002）.....	23
<b>6 风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图表目录

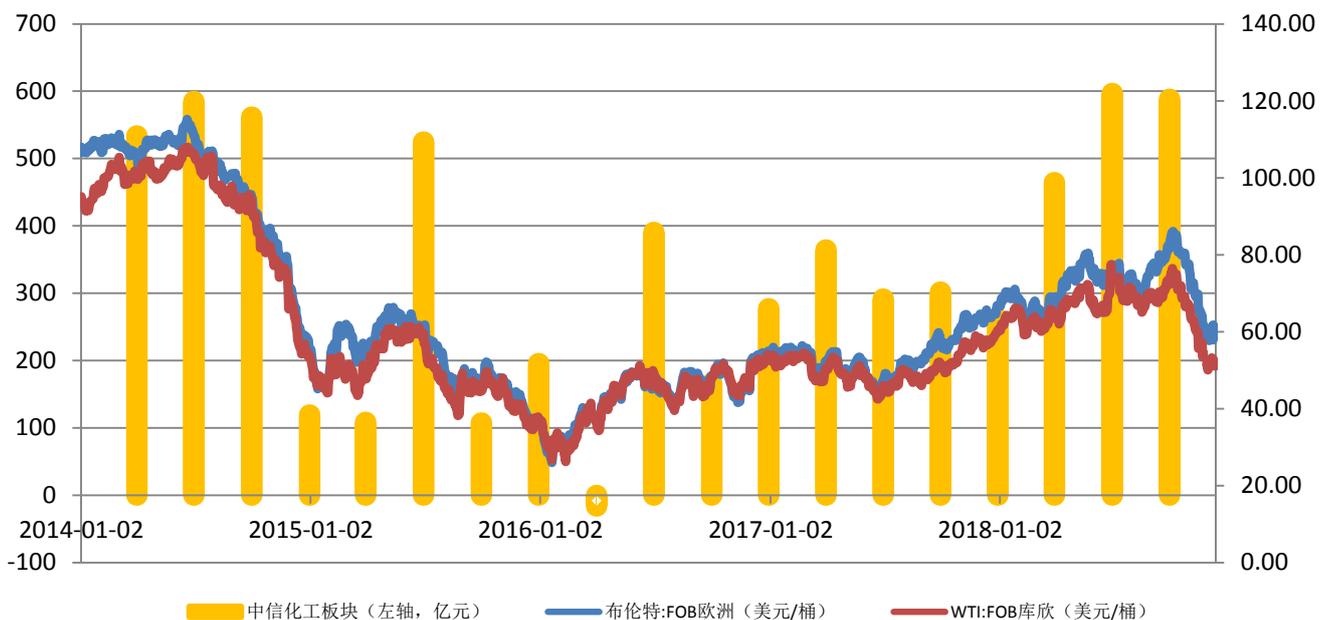
图 1：原油价格对石油化工板块单季度业绩影响.....	4
图 2：全球主要石油消费地区占比.....	5
图 3：全球主要石油消费地区增速.....	5
图 4：全球几大经济体 GDP 季度增速情况.....	5
图 5：EIA 短期展望中全球 2019 年石油消费同比增量的预测.....	6
图 6：全球原油月度产量情况（百万桶/日）.....	7
图 7：沙特阿拉伯财政收入和支出情况（十亿里亚尔）.....	7
图 8：美国原油产量及活跃钻机数量.....	9
图 9：美国主要页岩油产区产量情况（百万桶/日）.....	9
图 10：2009-2018 年伊朗原油产量数据（千桶/日）.....	10
图 11：2007-2017 年申万石化加工板块净利润数据.....	11
图 12：烯烃类与石脑油价差数据（美元/吨）.....	12
图 13：芳烃类与石脑油价差数据（美元/吨）.....	12
图 14：房地产销售面积同比增速（%）.....	12
图 15：乘用车月度产量和销量增速（%）.....	12
图 16：2010 年-2018 年空调产量及增速（万台）.....	13

图 17: 2010 年-2018 年冰箱产量及增速 (万台) .....	13
图 18: 2007 年-2017 年炼化产能增长情况.....	13
图 19: 2013-2018 年聚酯涤纶产量及增速 (万吨) .....	14
图 20: 20016-2018 年聚酯的社会库存天数.....	14
图 21: PX 与石脑油价差情况 (美元/吨) .....	15
图 22: PTA 与 PX 价差情况 (元/吨) .....	15
图 23: 2018 年涤纶产业链的价差波动显著增大 .....	16
图 24: 2016-2018 年涤纶产业开工率情况(%).....	17
图 25: 2016-2018 年坯布和化纤布产量增速.....	17
图 26: 服装鞋帽纺织品类零售额及增速 (亿元) .....	17
图 27: 申万纺织服装板块存货与收入之比.....	17
图 28: 2018 年申万纺织服装板块库存天数变化情况 .....	17
图 29: 2010-2018 年电石和 PVC 价格走势.....	18
图 30: PVC 社会库存数据 (万吨) .....	18
图 31: 2010-2018 年 PVC 消费量和产量数据.....	19
图 32: 房地产销售、新开工面积同比 (%) .....	19
图 33: 房地产开发投资完成额数据.....	19
图 34: 中信石油化工指数与市场主要指数的对比 .....	21
图 35: 近十年中信石油化工板块市盈率和市净率数据 .....	21
表 1: OPEC 国家季度产量情况 (千桶/日) .....	8
表 2: 2019-2021 年计划投产的新增炼化产能.....	14
表 3: 2019-2020 年计划投产在 PX 产能情况 .....	15
表 4: 未来两年内可能投产的新产能.....	20

## 1 油价中枢决定行业景气度

原油作为全球首要能源，牵动着各行业的神经，更是直接影响了石化产业的利润水平。自2014年国际原油价格从110美元暴跌后，石油化工板块的业绩跟随油价大幅下滑。油价水平在100美元以上时，中信石油化工板块单季度业绩稳定在500-600亿元；2017年期间，油价围绕50美元波动，板块业绩中枢处于300亿元左右；随着油价中枢在2018年提升到70美元以上，板块单季度的业绩回升到500-600亿元之间。毫不夸张的说，原油价格及其趋势决定了行业整体的盈利水平。

图1：原油价格对石油化工板块单季度业绩影响



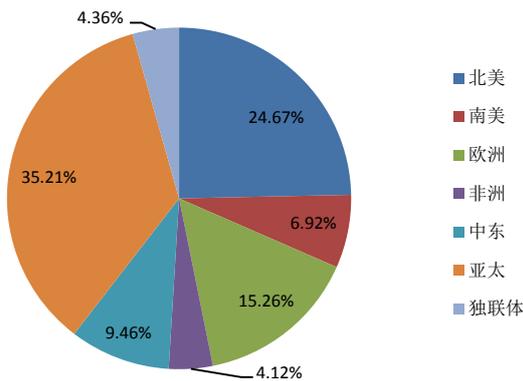
资料来源：wind，财富证券

2018年原油价格波动加大，1季度在美国页岩油产量恢复增长的背景下，原油价格在60-70美元/桶之间调整了一段时间；而进入2季度后，美国政府拒绝承认伊核协议并重启对伊制裁，对伊的制裁打破了原油市场脆弱的供需关系，原油价格开始震荡上行，布伦特原油价格最高达到86美元/桶；10月，美国对伊朗的制裁态度有所放松，叠加全球经济预期变差，短期的供需紧张缓解，原油价格大幅回落。

### 1.1 全球经济放缓降低原油需求预期

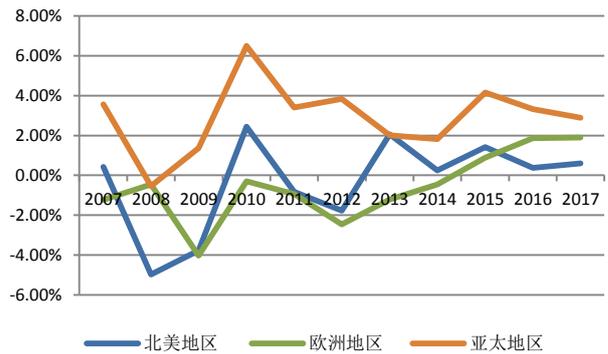
全球主要的石油消费地区包含：亚太、欧洲以及北美，其消费量占比分别为35.2%、15.3%、24.7%。其中亚太地区包含了消费大国中、日、韩，亚太地区的石油消费增速冠绝全球，中国的消费增量是亚太地区增长的主要动力。但随着经济增速的下滑，中国的石油消费增速也处于不断下滑的趋势中。而欧洲的消费增速在2016-2017年达到高点后，也出现了增速见顶的迹象。

图 2：全球主要石油消费地区占比



资料来源：BP 能源年鉴，财富证券

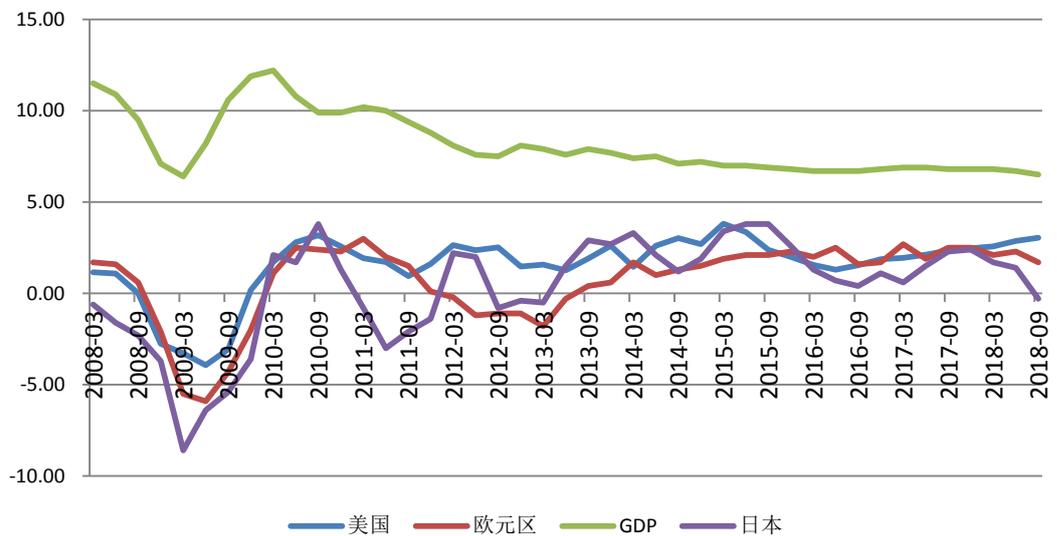
图 3：全球主要石油消费地区增速



资料来源：BP 能源年鉴，财富证券

全球经济动能趋缓已成事实，几大经济体均面临各自的问题。欧元区金融条件最先收紧加之政治事件频发，经济增速放缓的趋势已经在三季度体现出来，欧元区三季度 GDP 增速下降到 1.7%；社会就业率维持较低水平的背景下，日本三季度的 GDP 同比增速已经下降为-0.3%，体现出日本经济的增长动能也在下降。加之日本政府计划在 2019 年 10 月上调消费税税率，财政紧缩力度加大，对市场需求将产生较大冲击；美国的经济在 2018 年表现为一枝独秀，但中期选举之后积极的财政政策效果将边际递减，较低的失业率和紧张的人力市场也制约了经济增速的进一步上升，市场对 2019 年加息次数的预期反映出投资者偏保守的态度；我国经济也陷入了下行周期中，经济增速逐步下台阶已成为市场共识，三季度 GDP 的同比增速降至 6.5%，创了 2009 年以来的新低。

图 4：全球几大经济体 GDP 季度增速情况

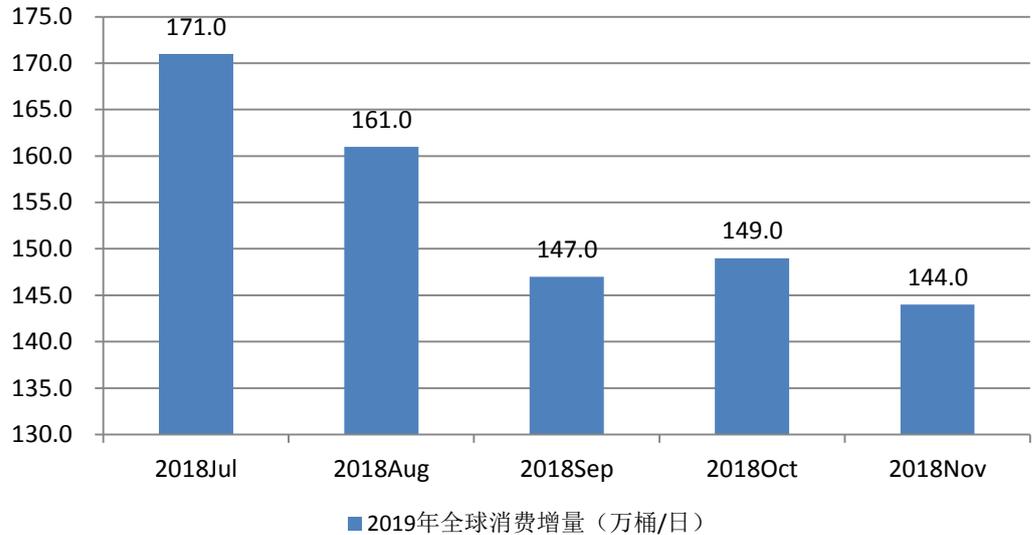


资料来源：wind，财富证券

国际各石油数据统计机构均纷纷下调对 2019 年世界石油消费增量的预期。在进入 2018 年下半年后，EIA（美国能源信息署）多次下调对 2019 年全球原油需求同比的增量预期，7 月份的短期能源展望中对全球 2019 年原油增量值的预测为 171 万桶/日，而根据 EIA 最新的能源短期展望报告，EIA 下调 2019 年增量预期 5 万桶/日，至同比增长 144 万

桶/日，较7月份的预期值下降了27万桶/日。

图5: EIA短期展望中全球2019年石油消费同比增量的预测



资料来源: EIA, 财富证券

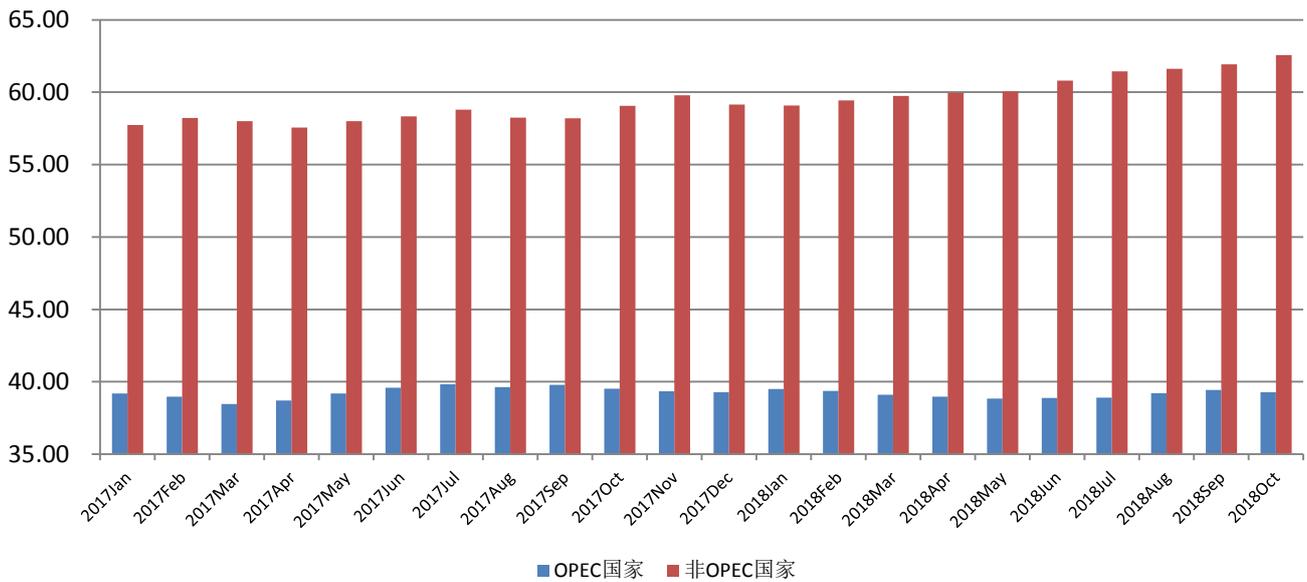
## 1.2 供给成为价格函数的最大变量

相比原油需求端的缓慢变动，供给端的变化要来的更为直接和剧烈。供给端的快速变化来源于各国和各地区为了己方的利益在供给端持续地进行博弈。在2017年1月OPEC的减产协议开始执行以后，由于利比亚和尼日利亚手握豁免权肆意增产，OPEC组织的产量不减反增，在2017年7月份最高达到3983万桶/日的水平。随后沙特作为OPEC产量的领头人，率先大幅下降原油产量并敦促利比亚和尼日利亚控制产量上限。此举挽救了减产协议，控制着OPEC组织的产量在3900万桶/日附近，并且开始推动原油市场的供需走向平衡。这成为2017年下半年国际原油价格脱离50美元/桶的中枢向60-70美元/桶的价格区间靠近的重要原因。

另一方面，在受到前期低油价的影响，其他非OPEC国家的原油产量增长保持了2-3年的低增长。在原油价格恢复到50美元/桶以上后，以美国为首的各地区开始恢复产量增速。2017-2018年期间，美国原油产量增长了265万桶/日，占非OPEC产量增长总量的54.8%。美国的快速增产抑制了原油价格的快速拉升，但OPEC和美国产量拉锯战的平衡被2018年8月美国重启对伊制裁打破了。

回顾过去两年原油市场的变动，每次影响价格中枢变动的主要原因均来自供给端，产油三巨头沙特、美国以及俄罗斯共同控制着原油的边际产量，从而影响了原油价格的走势。

图 6: 全球原油月度产量情况 (百万桶/日)



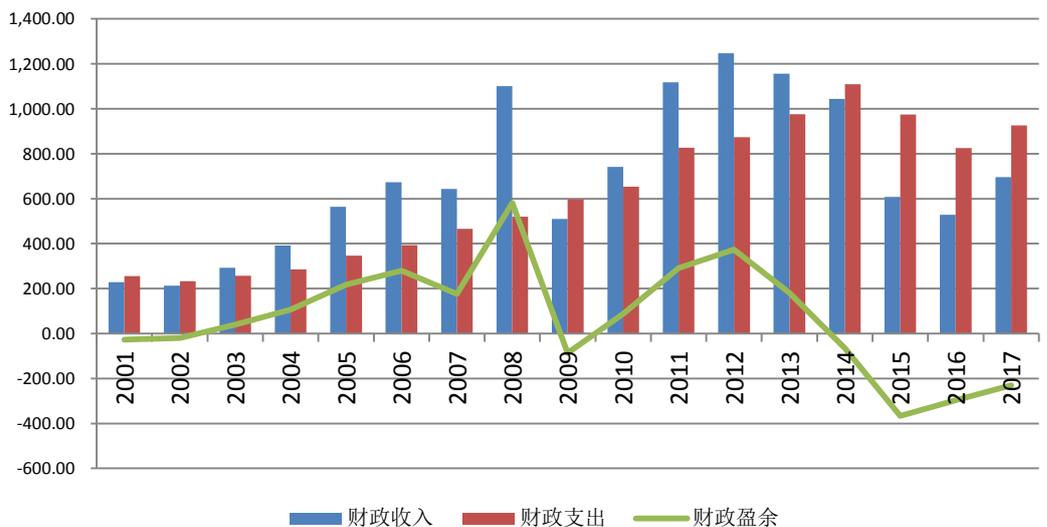
资料来源: EIA, 财富证券

### 1.2.1 减产协议的反复和不稳定

OPEC 施行减产至今已经接近两年时间, 谈判过程曲折, 各国态度反复。关键时刻, 沙特作为产量龙头做出了较大让步, 通过主动超额减产挽救了整个协议的实施。

作为 OPEC 产量最大的国家, 沙特最有动力也最具备能力促成减产协议。沙特的财政情况在 2014 年油价大幅下跌以后变得糟糕, 沙特的财政收支对原油的依赖度极高。2017 年沙特的财政收入 6960 亿里亚尔, 其中有约 70% 的收入来自石油。2014 年后沙特政府一直处于巨大的财政赤字中, 2017 年沙特政府财政赤字 2300 亿里亚尔, 占到全国 GDP 的 9%。

图 7: 沙特阿拉伯财政收入和支出情况 (十亿里亚尔)



资料来源: wind, 财富证券

OPEC 其他国家均有过度依赖石油收入的情况，但中东政局复杂，地缘冲突不断，内部矛盾重重。因此，OPEC 内部一方面都对高油价有诉求，但却都不愿在产量上做出过多的让步。加之减产盟友俄罗斯态度暧昧，时常拖延减产，使得整个减产计划变得反反复复，十分不稳定。在经历了限制利比亚、尼日利亚以及伊朗的增产、委内瑞拉受国内经济形势制约被动减产等事件后 OPEC 的减产协议跌跌撞撞走到 2018 年。2018 年上半年减产协议执行情况很好，前期增产的几个国家均稳住了产量，而委内瑞拉产量在继续下滑。2018 年二季度 OPEC 的产量降至了 3219 万桶/日，对油价起到了重要支撑。随着油价在三季度开始大幅上升，OPEC 的产量又快速的增加了 50 万桶，其中增量主要来自沙特。而四季度原油价格大幅下跌后，OPEC 与俄罗斯再次重新约定了 120 万桶/日的减产计划，大有在 2019 年延续减产的意思。

**表 1: OPEC 国家季度产量情况 (千桶/日)**

	2016	2017	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Sep	2018Oct	2018Nov	Nov/Oct
Algeria	1090	1043	1014	1026	1059	1057	1057	1052	-5
Angola	1718	1634	1562	1493	1472	1512	1518	1521	3
Congo	216	252	306	324	320	322	322	320	-2
Ecuador	545	530	515	519	528	528	523	525	1
Equatorial Guinea	160	133	134	127	124	123	124	125	2
Gabon	221	200	194	182	184	184	187	176	-11
Iran	3515	3813	3817	3818	3603	3451	3333	2954	-380
Iraq	4392	4446	4441	4480	4631	4657	4654	4631	-23
Kuwait	2853	2708	2704	2707	2797	2795	2764	2809	45
Libya	390	817	991	889	892	1054	1115	1104	-11
Nigeria	1556	1658	1780	1653	1705	1746	1765	1736	-30
Qatar	656	607	593	602	609	595	612	615	3
Saudi Arabia	10406	9954	9949	10114	10422	10502	10639	11016	377
UAE	2979	2915	2850	2873	2982	3018	3175	3246	71
Venezuela	2154	1911	1545	1388	1249	1218	1189	1137	-52
Total OPEC	32851	32621	32395	32195	32577	32762	32977	32967	-11

资料来源: OPEC 月报, 财富证券

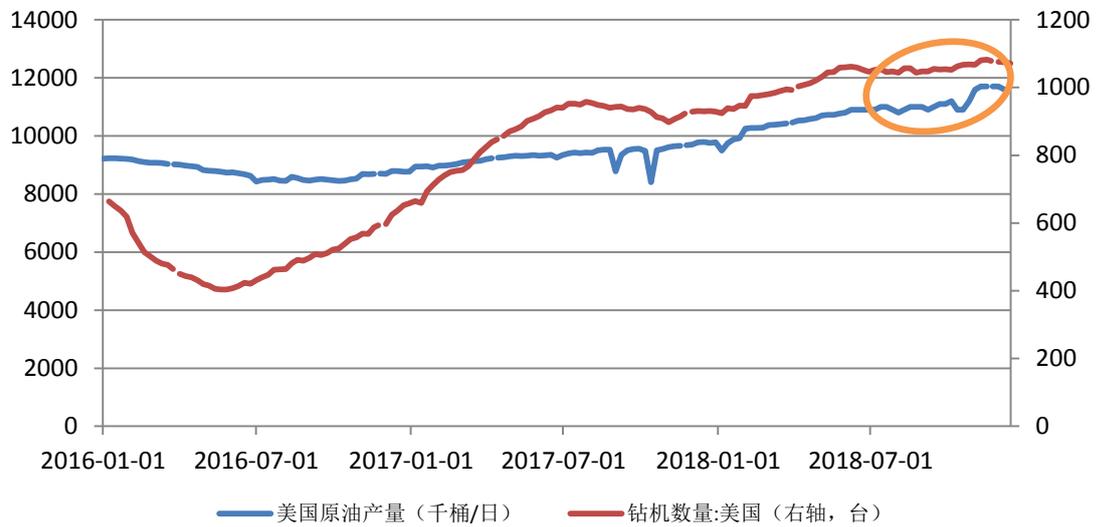
### 1.2.2 美国页岩油的运输瓶颈

美国是全球原油供给端增量的主力，其中又以美国中部的页岩油为增产主力军。在经历了 2014 年-2016 年低油价的洗礼后，页岩油产业通过重新洗牌保留下了开采技术领先、成本管控能力强的企业。随着油价的复苏，页岩油产业展现出了十分强劲的生命力，2017 年三季度美国页岩油的产量水平就超过了 2015 年产量高点。在进入 2018 年后，页岩油的增量基本代表了美国原油产量的增量，截至 12 月初，全年页岩油产量增长了 123 万桶/日。

页岩油的增量主要来自美国中部德克萨斯州，德州拥有全美三大页岩油产区中的 Eagle ford 和 Permian 两大产区。与快速发展的页岩油产业相比，德州中部的基础设施建

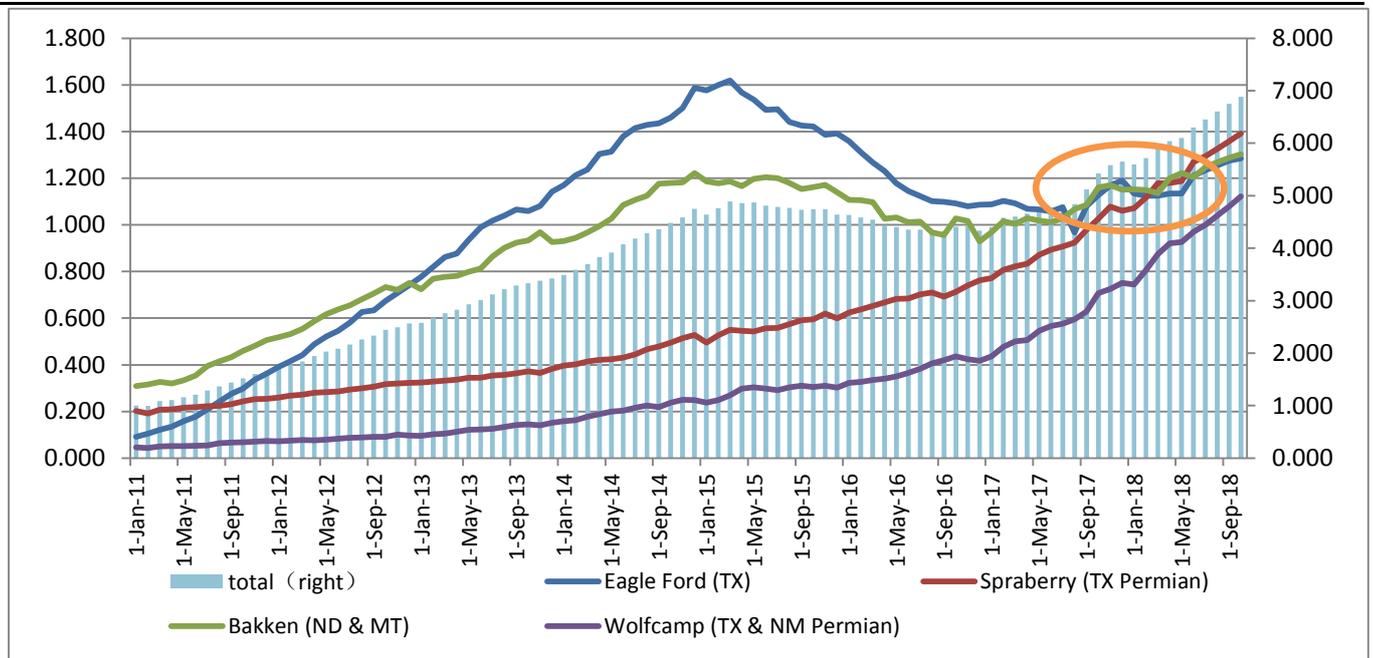
设相对落后，为了将产出的页岩油运往库欣和南部沿海，中部的陆运和管道运力均已经达到最大负荷。受到运力限制，美国原油产量和活跃钻机数量的增长进入三季度后停滞了很长一段时间，总产量维持在 1100 万桶/日附近。

图 8: 美国原油产量及活跃钻机数量



资料来源: EIA, 财富证券

图 9: 美国主要页岩油产区产量情况 (百万桶/日)



资料来源: EIA, 财富证券

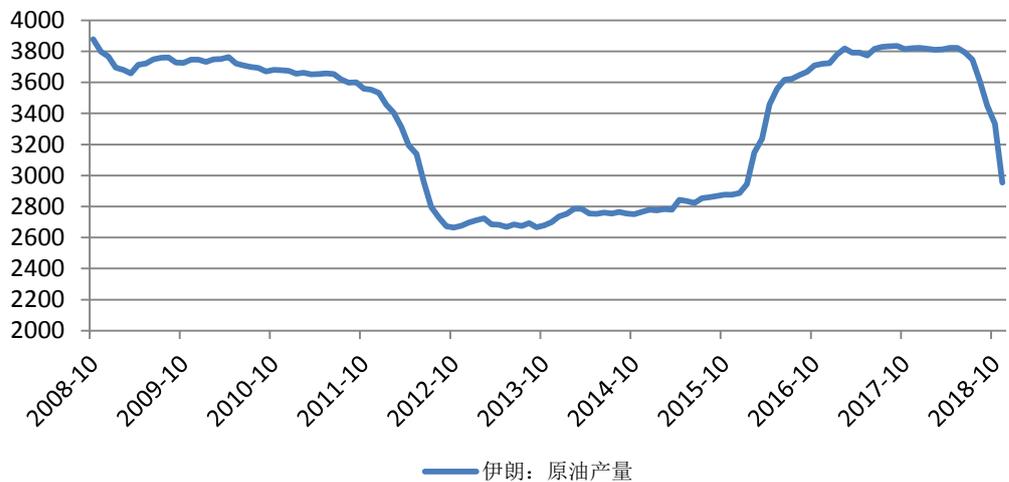
未来美国原油产量的增长情况将很大程度取决于德州陆运和管道运力建设的进度，根据外媒预计 2019 年 Permian 产区将有约 200 万桶/日的管道运输能力投入运营，目前运力紧张的情况可能将要到 2019 年下半年才会缓解。

### 1.2.3 伊朗的制裁走向何方

8 月美国宣布对伊朗的制裁致使各大进口贸易国取消对伊朗能源投资并不再从伊朗进口石油，伊朗原油产量和出口量显著下降，这成为原油价格在 8 月份后快速冲高的主要原因。本次美国对伊朗的制裁力度空前，不光重启了伊朗石油出口禁令，还将对伊朗国际投资、贸易、金融等多方面均采取制裁措施。

虽然 11 月份美国给予了包含中国在内的 8 个地区半年时间的豁免权，但从美国并没有将盟友国放入豁免名单来看，半年后美国将大概率将严格执行制裁。伊朗原油出口的对象主要为中国、印度以及日韩等亚洲国家，出于各自国家能源安全的考虑，各大进口国很可能会利用各种方式绕开美国的制裁。而伊朗作为被制裁国也试图通过各种方式阻挠制裁的实施，包括用武力封锁霍尔木兹海峡。

图 10：2009-2018 年伊朗原油产量数据（千桶/日）



资料来源：OPEC，财富证券

参考 2012 年美国 and 欧盟对伊朗实施的制裁情况来看，伊朗的原油产量从 370 万桶/日下降到 260 万桶/日的水平，下降幅度达到 110 万桶/日。上一轮制裁期间，伊朗基本保持了 100 万桶/日的原油出口量，而此次美国政府对待伊朗问题上更为鹰派，本次制裁的效果可能将超过上一轮制裁。假设伊朗原油出口下降到 50 万桶/日的水平，则国际原油市场未来还需要 70-80 万桶/日的原油供应来弥补这块缺口。

**油价观点：**我们认为 2019 年在需求减弱、对伊制裁临近的背景下，油价走势仍然掌握在 OPEC 和美国手中，我们需要积极关注 OPEC 各国的产量变化，同时也要跟踪美国德州地区原油运输能力的建设进展以及美国对伊朗的态度。

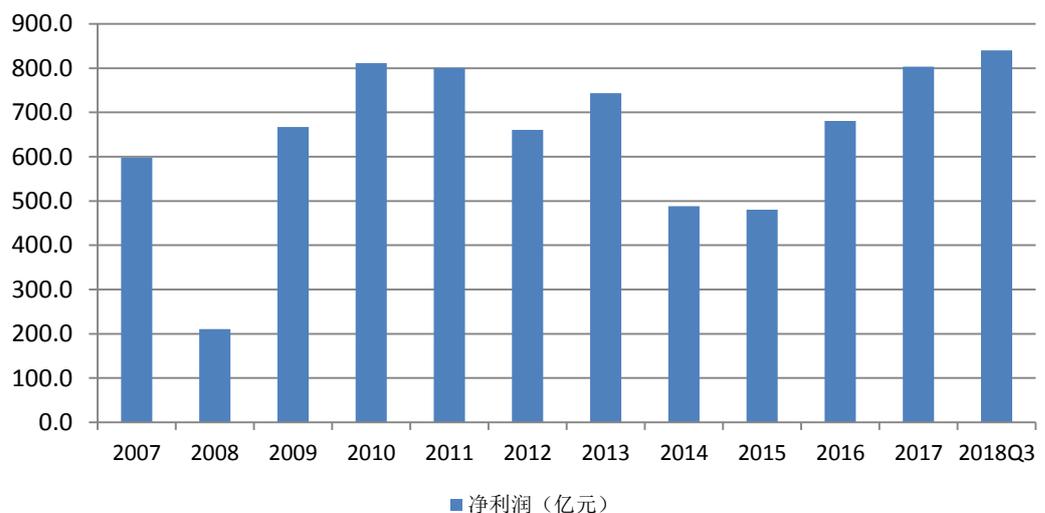
考虑到 OPEC 国家的财政诉求以及低油价对页岩油产业的不良影响，我们预计原油价格的下限在 50-60 美元/桶之间；另一方面，明年全球经济增长乏力可能难以消化美国页岩油的潜在增量，预计原油价格的上限在 80-90 美元/桶。综合考虑，我们认为 2019 年的油价中枢将维持在 70 美元/桶。

## 2 炼化行业的景气高点或已出现

石油炼化行业的利润水平有明显的周期性，上一轮周期开始于 2008 年，受到金融危机的影响全球需求下滑明显，整个行业利润大打折扣。根据申万石油加工板块的净利润统计显示，板块净利润仅为 210 亿元，为近十年以来最低水平。2009 年后，国家开启四万亿计划，大力拉动了社会投资需求，行业利润水平也在积极的财政和货币政策刺激下快速回升。

本次行业周期开始于 2015 年末原油价格触底回升，同时全球经济在 2016-2018 年间有明显的复苏。欧洲逐渐摆脱了之前债务危机的影响，经济增速回升；美国已经处于经济向好的阶段，随后的税改政策更是进一步刺激了美国经济；而国内经济在房地产周期和供给侧改革的带动下，工业品价格快速上升。但这些因素在 2018 年下半年均发生了变化，原油价格维持在 70 美元/桶附近震荡，全球几大经济体均在 2018 年下半年出现了增长疲软迹象。而与上次行业周期背景不同的是，当前行业还并未完全从产能过剩的泥潭中走出来，产能利用率仍然低于 80%。随着石油石化产业的改革深入，未来产业的竞争将愈加激烈，行业的盈利水平可能面临重大考验。

图 11：2007-2017 年申万石化加工板块净利润数据



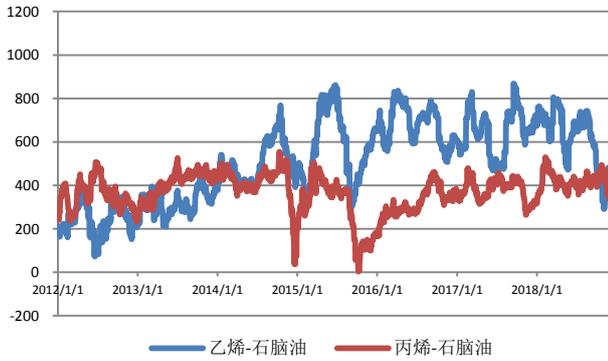
资料来源：wind，财富证券

### 2.1 石化品价差回落，需求周期向下

石化品价差是衡量炼化行业景气度的重要指标，从 2018 年一季度起，芳烃类的石化品价差已经率先收窄。相比于烯烃类产品，苯系物更多用于工业溶剂、染料涂料等，对下游汽车、建造类需求的波动更为敏感。而二甲苯的价差出现大幅波动的原因在于，二甲苯下游主要用于纺织类领域，并且受到沙特阿美对二甲苯装置意外停车、日韩多个装置集中检修的影响，价差在三季度意外大幅扩大。烯烃类产品的价差也在 2018 年三季度逐渐收窄，烯烃类产品下游的用途更偏向于生活消费领域，需求的波动相对较缓。

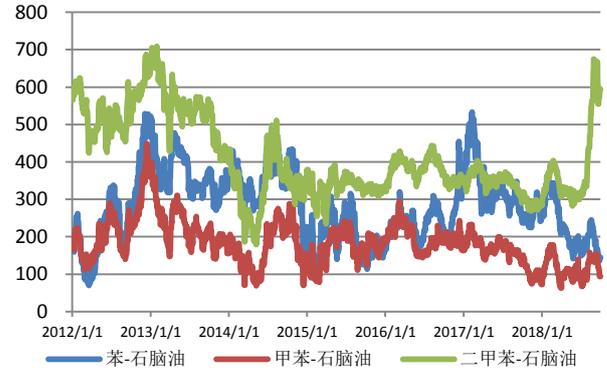
2015年油气改革实施以来，国家基本放开了原油进口的管制，绝大部分民营炼厂均可实现原料油的自由采购。加之国内成品油由发改委定价，基本保障了炼化企业的利润率，因此炼化行业供给端的变化有限，石化产品价差的集体收窄更多的体现了下游需求面临疲软。

图 12: 烯烃类与石脑油价差数据 (美元/吨)



资料来源: wind, 财富证券

图 13: 芳烃类与石脑油价差数据 (美元/吨)



资料来源: wind, 财富证券

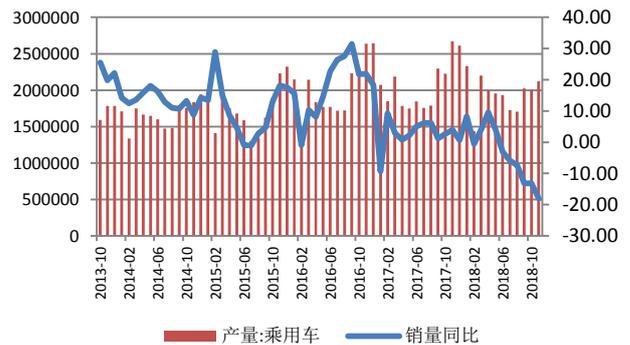
从下游汽车、家电产量以及房地产销售情况来看，2018年下游各类消费均处于下降的过程之中。商品房销售面积增速仍在0以上徘徊，而根据历史经验此前的房地产周期中，商品房销售面积增速均会下降到0以下。汽车消费领域也出现明显下滑，乘用车单月销量同比增速在2018年6月由正转负并一路下探，11月份单月销量同比降幅扩大到-18%。家电消费中耗材量大的空调和冰箱产量也处于同比增速下降的趋势之中，截至11月份空调和冰箱产量的累积同比增速分别为10.3%和2.9%。

图 14: 房地产销售面积同比增速 (%)



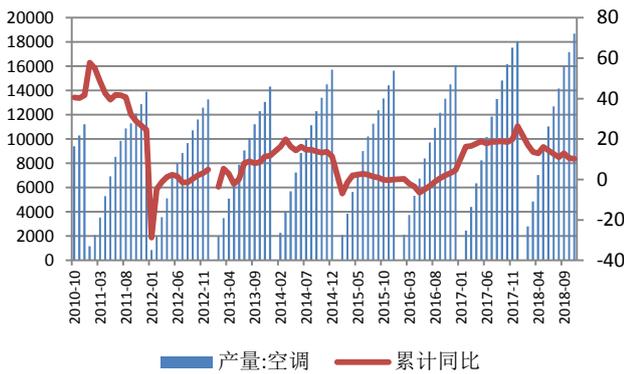
资料来源: wind, 财富证券

图 15: 乘用车月度产量和销量增速 (%)



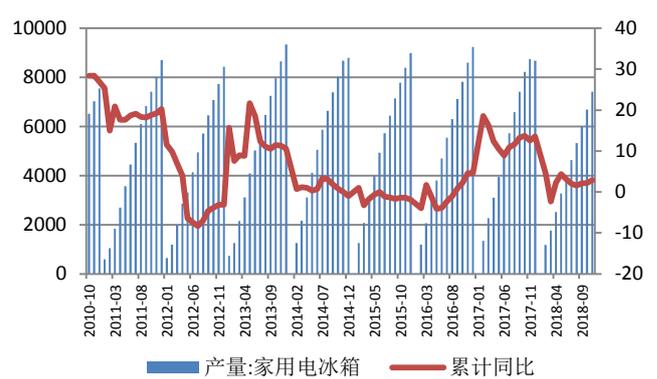
资料来源: wind, 财富证券

图 16: 2010 年-2018 年空调产量及增速 (万台)



资料来源: wind, 财富证券

图 17: 2010 年-2018 年冰箱产量及增速 (万台)

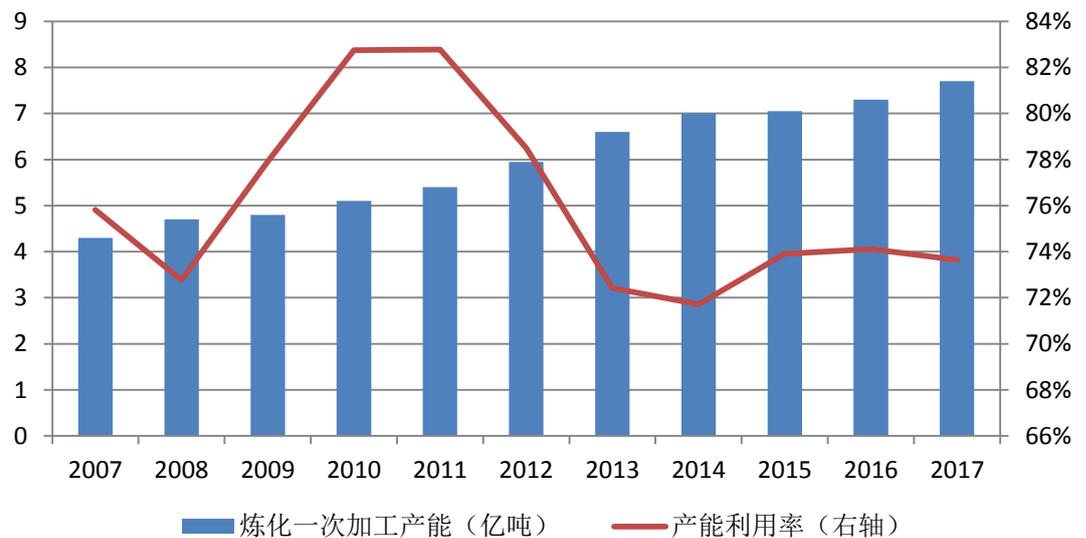


资料来源: wind, 财富证券

## 2.2 资本开支浪潮来临, 供应将逐渐宽松

近两年以来炼化行业迎来高景气, 成品油和石化品利润均达到了 2010 年以来的高点。国内行业巨头中石化也将资本开支从 2016 年低谷的 764 亿元提升到了 2018 年 1170 亿元 (预算), 提升幅度达到 53%。从行业产能增速来看, 2017 年新增产能约为 4000 万吨/年, 产能增速达到 5.4%, 超过实际消费增速 1 个百分点。

图 18: 2007 年-2017 年炼化产能增长情况



资料来源: wind, 财富证券

2015 年实施油气改革方案以后, 石油产业链各个环节逐渐放开。其中放开原油进口权和进口油使用权极大的促进了民营炼化企业的发展, 截至 9 月国内共有 37 家民营炼厂获得了 1.15 亿吨进口油使用权。另一方面, 通过逐步规范行业产品流通的监管、严打偷税漏税, 使得行业对民营资本的吸引力越来越大。据统计, 2019-2020 年共有 1.74 亿吨/年的炼化产能计划投产, 其中 1.04 亿吨/年的产能来自民营资本, 占比达到 60%。

**表 2：2019-2021 年计划投产的新增炼化产能**

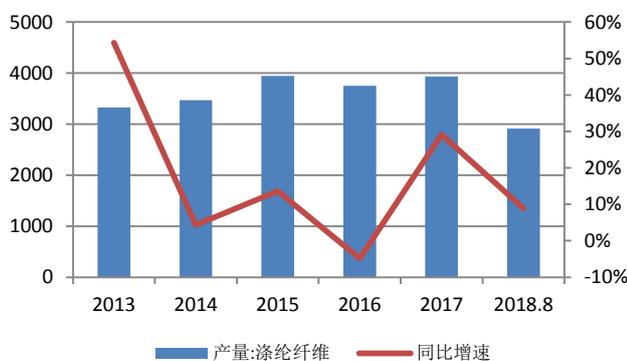
新增炼化产能	设计产能	投产时间	地点
恒力石化	2000 万吨	2019Q1	大连
浙江石化一期	2000 万吨	2019Q1	舟山
中海油惠州炼化二期	1000 万吨	2019H2	惠州
恒逸文莱炼化一期	800 万吨	2019Q3	文莱
浙江石化二期	2000 万吨	2020	舟山
盛虹石化	1600 万吨	2020	连云港
中石化“十三五”计划	4000 万吨	2020	茂港、镇海、上海和南京
锦江石化（永荣控股）	2000 万吨	2020	漳州
曹妃甸石化（中化集团）	2000 万吨	2020	唐山
恒逸文莱炼化二期	1400 万吨	2021	文莱
总计	18800 万吨		

资料来源：公司公告，财富证券

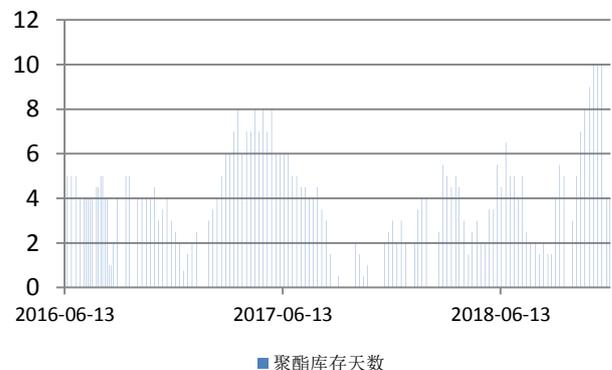
未来两年是炼化行业产能的投产高峰期，年均的产能增速高达 11.3%，将远超下游需求的增长。产能利用率预计将进一步下行，带来的是行业激烈的竞争与行业格局的巨变。面对行业的激烈竞争，山东的 7 家老牌地炼企业在 2017 年 10 月成立采购联盟，迈出了抱团竞争的第一步。未来只有拥有明显成本优势和竞争优势的企业才能在行业的激烈竞争中存活下来，其中“两桶油”依仗着销售端的先发优势，稳稳的掌握了全国绝大部分的销售渠道，竞争优势不言而喻；行业新晋者们均为一体化炼化产能，在生产成本和抗风险能力方面将更具优势；而老的产能以及规模不大的地炼企业将在激烈的竞争中面临巨大的挑战。

### 3 涤纶产业利润或将重新分配

2018 年涤纶行业延续了 2017 年的火爆，在其他石化品需求走弱的背景下，涤纶的需求表现得一枝独秀。从产量增速来看，2018 年 1-8 月聚酯涤纶的产量增速达到 8.9%，远超下游坯布的产量增速。2018 年上半年聚酯新增产能达到 350 万吨，产能扩展速度达到 8.7%。

**图 19：2013-2018 年聚酯涤纶产量及增速（万吨）**


资料来源：百川资讯，财富证券

**图 20：20016-2018 年聚酯的社会库存天数**


资料来源：wind，财富证券

### 3.1 原材料PX大量扩产，利润将向下游加工环节流动

涤纶纤维的主要原材料PX目前依然需要大量从韩国进口，2018年1-10月，国内PX进口约1302万吨，国内产量922万吨，对外依存度达到58%。而未来2-3年内，国内PX产能将进入集中投产期，2019年、2020年计划投产产能分别为1229万吨、1300万吨，产能增速达到130%。庞大的新增产能将很快实现国内PX的自给自足并产生近1000万吨的出口压力。

表 3：2019-2020 年计划投产在 PX 产能情况

项目	产能	计划投产时间	项目	产能	计划投产时间
惠州炼化 2 期	85	2019	中金石化 2 期	160	2020
中化弘润	60	2019	浙江石化 2 期	400	2020
恒逸石化 1 期	150	2019	陕西华电	100	2020
浙江石化 1 期	400	2019	兵器集团	140	2020
恒力石化	434	2019	镇海炼化 2 期	100	2020
海南炼化 2 期	100	2019	澄星石化	160	2020 以后
中化泉州	80	2020	盛虹炼化	280	2020 以后
中科大炼油	120	2020	新华联和	425	2020 以后
恒逸石化 2 期	200	2020	东营威联	200	2020 以后

资料来源：公司公告，财富证券

由于前期国内PX产能的短缺，进口的PX长期吞噬了产业链上的大部分利润。石脑油加工到PX环节的价差空间长期维持在300-400美元/吨，而PX到PTA环节的价差被长期压缩在500-1000元/吨的水平。随着国内巨量的PX产能相继投产，原材料PX环节的利润必然向下游PTA和涤纶长丝环节流动，将有利于国内PTA和涤纶企业利润的增长。

图 21：PX 与石脑油价差情况（美元/吨）



资料来源：wind，财富证券

图 22：PTA 与 PX 价差情况（元/吨）



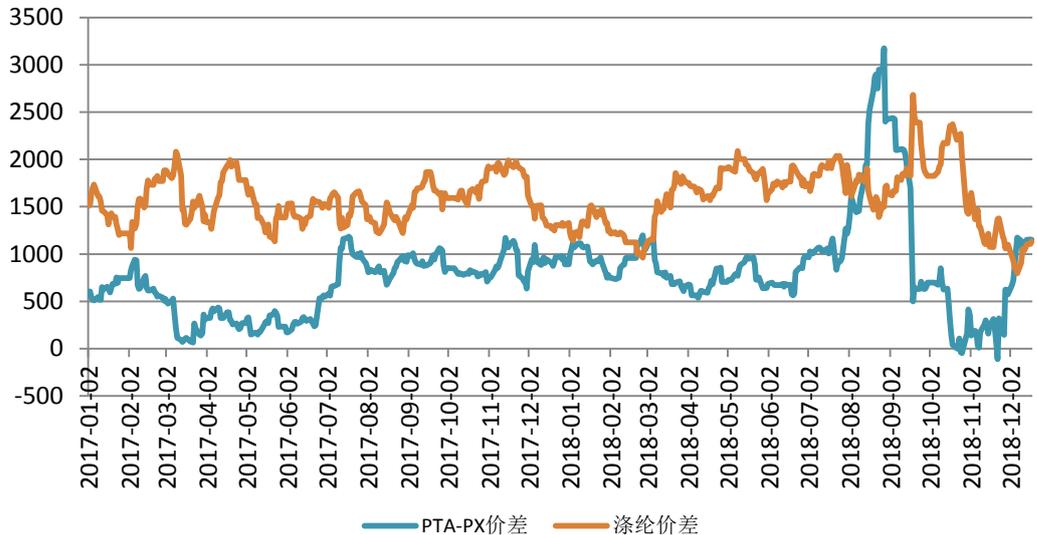
资料来源：wind，财富证券

### 3.2 产业链集中度提升，行业格局加速变化

近年来国内涤纶产业链发展迅速，在几大民营集团的整合下，产业基本进入了产能集中度提升阶段。2018年，PTA前4大企业的产能规模占到全行业70%，而涤纶环节的

集中度稍有落后，但市场份额也在不断的向龙头企业集中。同时，涤纶企业和PTA企业相互渗透和延伸，龙头企业基本都涉及了两个生产环节，使得产业链一体化程度在不断的加深。一体化程度更高的龙头企业一方面对产品价格的影响力更强，另一方面对抗单产品利润波动风险的能力也越强。

**图 23：2018 年涤纶产业链的价差波动显著增大（元/吨）**



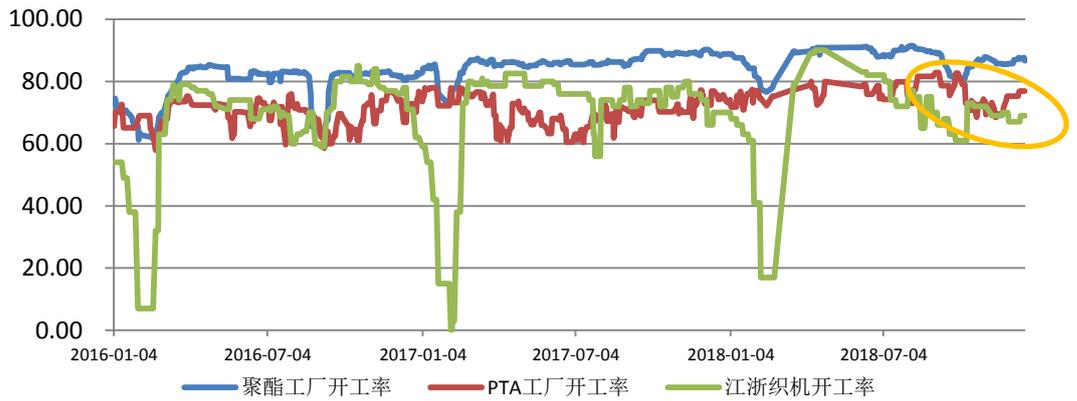
资料来源：wind，财富证券

在此背景下单产品的利润波动在逐渐变大，大幅的价格和价差波动考验着行业内企业的抗风险能力。2018 年三季度 PTA 加工的利润空间最高达到 3100 元/吨，偏离利润中枢区间 2500 元/吨，证实了 PTA 环节的波动在加大。在此期间大量的织坊企业被高价的原材料逼的停产停工，我们认为利润空间波动的加大将是未来行业的常态，不具备规模优势和成本优势的小企业将面临被市场洗牌淘汰的风险。

### 3.3 2019 年需求有待验证

从 2016 年以来下游织机的开工率可以看出，涤纶产业利润快速增长主要来自下游需求旺盛的拉动。以行业龙头业桐昆股份为例，2017 年、2018 年第三季度的净利润增速分别达到 54.9%、117.3%。2016 年以来下游织机的开工率一直维持 70-80% 的高水平，但需求情况在 2018 年三季度出现细微变化——在 7 月份以后织机的开工率中枢降到 70% 以下，与往年 9-11 月份旺季的特征表现不符。

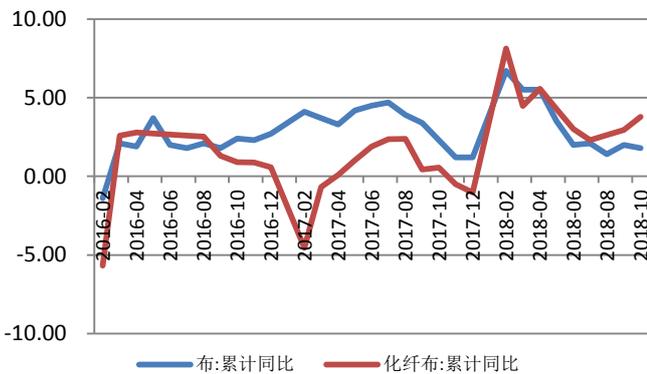
图 24：2016-2018 年涤纶产业开工率情况(%)



资料来源：wind，财富证券

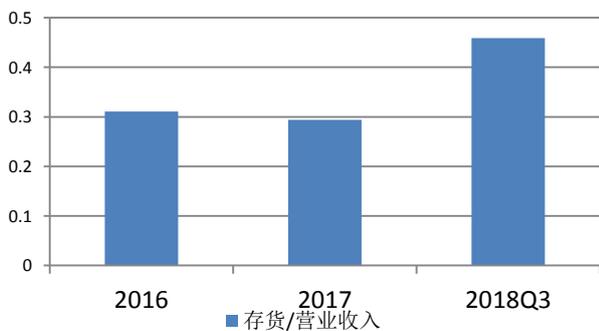
纺织服装产品是涤纶纤维的下游，从近两年坯布的产量和纺织服装零售额来看，下游的纺织服装行业的需求增速并不高。2016-2018 年，我国坯布的产量增速仅维持在 2%-6% 之间，而纺织品零售增速仅为 7%-8%，相比于涤纶产量 10% 以上的增速而言相去甚远。我们认为增速的剪刀差可能来自两方面，一方面是涤纶纤维对其他化纤材料的替代提高了涤纶的需求量；另一方面源于纺织服装企业近两年的补库行为，阶段性增加了涤纶纤维的需求。

图 25：2016-2018 年坯布和化纤布产量增速 (%)



资料来源：wind，财富证券

图 27：申万纺织服装板块存货与收入之比



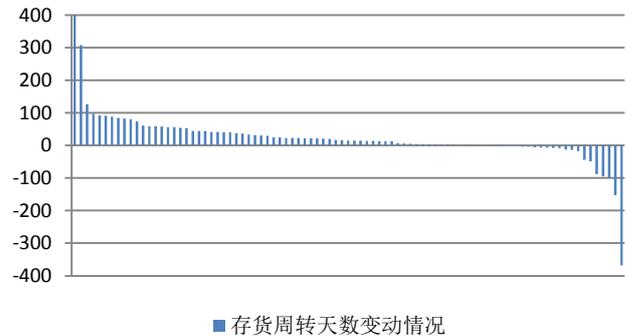
资料来源：wind，财富证券

图 26：服装鞋帽纺织品类零售额及增速 (亿元)



资料来源：wind，财富证券

图 28：2018 年申万纺织服装板块库存天数变化情况



资料来源：wind，财富证券

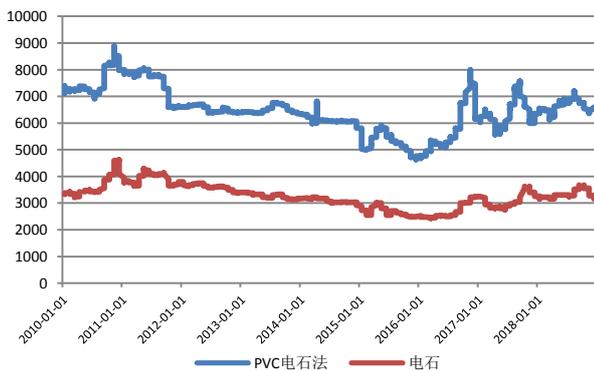
申万纺织服装板块的存货与营收比例在2018年大幅上升,库存占收入比例达到46%。并且从89家上市公司的变动情况来看,65家企业的库存天数在增加,占比达到73%。由于下游纺服行业的库存天数可达100-150天,相比上游涤纶企业的库存水平要高很多,因此纺服行业的补库需求可对上游企业产生十分大的需求影响。这也侧面验证了下游补库行为对上下游产量增速形成剪刀差的判断。

目前下游纺服行业的存货水平已经达到2013年以来的最高位,未来纺服企业的补库动力大概率下降。我们认为在市场一片看好化纤需求的情况下,对于涤纶纤维明年的需求应当保持一份冷静。

## 4 房地产周期下的 PVC

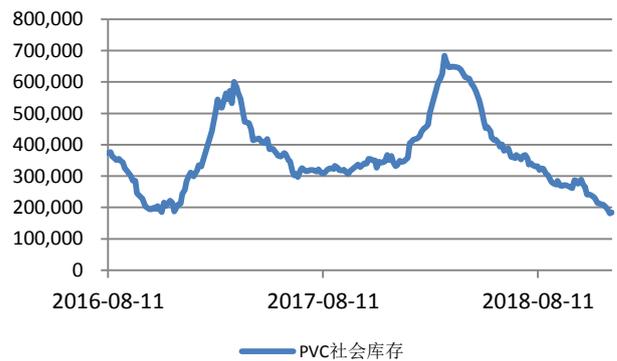
PVC在产业政策和环保的双重调控下,产量一直维持低增长,2018年1-8月份全国PVC产量1239万吨,较去年同期增长0.8%。从2018年PVC的社会库存可以看到,全年的平均库存水平显著低于去年,12月11日,PVC社会库存降至18.1万吨,创了2016年以来的新低。在供需结构不断改善的背景下,2018年PVC的价格处于震荡上行的趋势中。

图 29: 2010-2018 年电石和 PVC 价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 财富证券

图 30: PVC 社会库存数据 (万吨)



资料来源: wind, 财富证券

### 4.1 需求进入下行周期打压产品价格

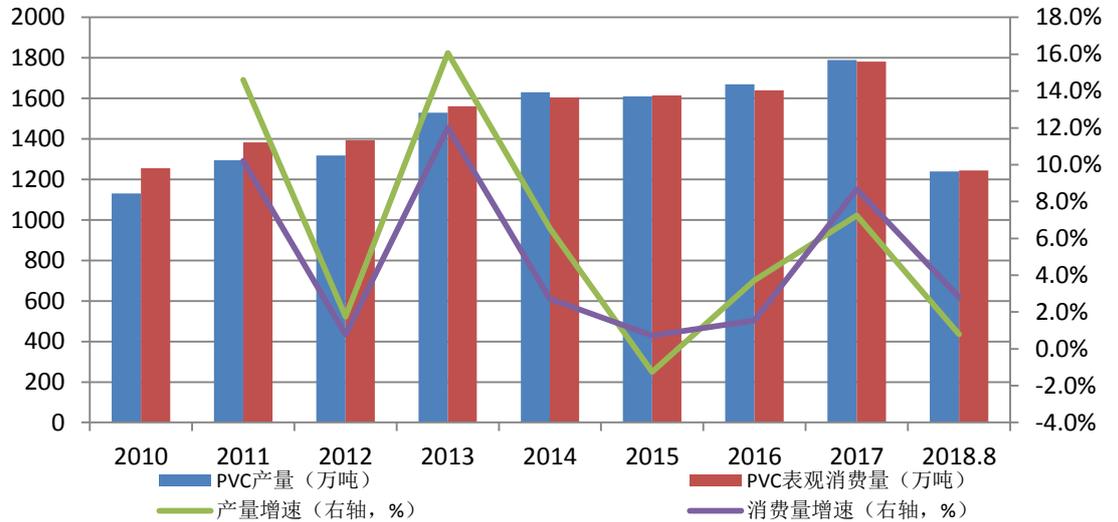
2017年-2018年8月,PVC的累计产量增速始终低于消费量增速,促使社会库存在开春之后一降再降,供需格局向好的背景下,PVC的价格表现得有些疲软。究其原因,与下游房地产周期脱不开关系。

进入2018年后,在国家的政策调控下,房地产行业各项数据均出现快速下降的趋势。作为行业领先指标的销售面积增速在4月份降至1.3%,市场一致对房地产后市看空。与此同时,国家去杠杆的措施波及到了对资金依赖度极高的房地产业。为了回笼资金,地产企业加快新开工、拖延施工进度为自己的资金流回血。三季度后,房地产行业数据有所起色,销售面积增速回升到4%以上,而新开工面积增速也越走越高,达到16%。虽然

房地产数据在三季度有明显的改观，但市场将数据的改善归结为企业为回笼资金而提前赶工，对于房地产及上游原料市场的需求仍然不看好。

在下游需求看空以及贸易战打响的背景下，华南和华北地区的制塑企业均调降了PVC的库存水平，造成了下半年PVC价格的疲软。

图 31：2010-2018 年 PVC 消费量和产量数据



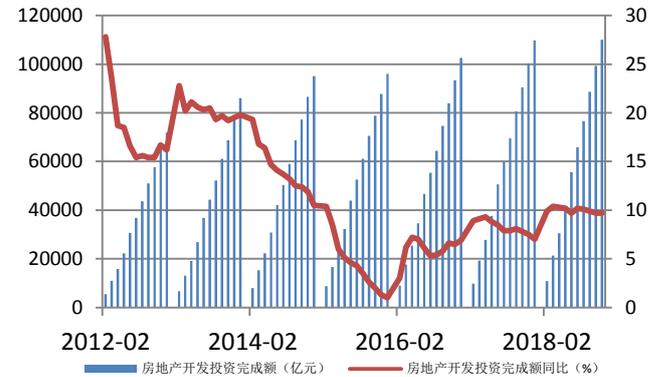
资料来源: wind, 财富证券

图 32：房地产销售、新开工面积同比 (%)



资料来源: wind, 财富证券

图 33：房地产开发投资完成额数据



资料来源: wind, 财富证券

#### 4.2 供给弹性缺失或存市场预期差

2014 年以来，PVC 供给端经历了 4 年的低速增长，2018 年行业新增产能仅为 60 万吨/年，在国家限制审批新增产能之后，行业的供给弹性十分有限。不仅 PVC 产能遭到限制，生产 PVC 所需的电石以及配套的自备电厂均已不再新建，这使得部分华北和华南地区的 PVC 产能不具有成本优势，新项目的建设动力将减弱。

**表 4：未来两年内可能投产的新产能**

企业	工艺	产能(万吨)	投产时间	企业	工艺	产能(万吨)	投产时间
山西瑞恒	电石法	40	2018	河北盛华	电石法	20	2019
山东信发	电石法	10	2018	安徽华塑	电石法	16	2019
山西榆社	电石法	10	2018	宁夏金昱元	电石法	20	2019
山东朗晖(糊)	电石法	1	2018	中盐吉兰泰(糊)	电石法	7	2019
新疆宜化	电石法	30	2019	唐山三友(糊)	电石法	2	2019
鲁泰化学	电石法	12	2019	乌海中联	电石法	50	2019
陕西北元	电石法	15	2019	聚隆化工	乙烯法	40	2019
德州实华	姜中法	10	2019	青岛海晶	乙烯法	40	2019
河北金牛	乙烯法	23	2019	泰州联成	乙烯法	15	2019
鄂尔多斯氯碱	电石法	40	2019	烟台万华	乙烯法	40	2020
中泰化学	电石法	50	2019	金晖灶丰	电石法	50	2020
中泰化学(糊)	电石法	6	2019	总计		547	

资料来源：中信期货，财富证券

我国电石法 PVC 产能在 1925 万吨左右，其中仅有 912.5 万吨的 PVC 产能有配套的电石供应，剩余 1000 万吨的 PVC 企业需要外购电石。就目前 3200 元/吨的电石价格测算，外购电石企业的生产成本在 6150 元/吨左右，较高的生产成本不利于行业新增产能的投放；同时，地处华南和华北的老产能只能勉强维系生产，难以再做规模扩张。因此，未来新产能的释放是否符合计划值得存疑。

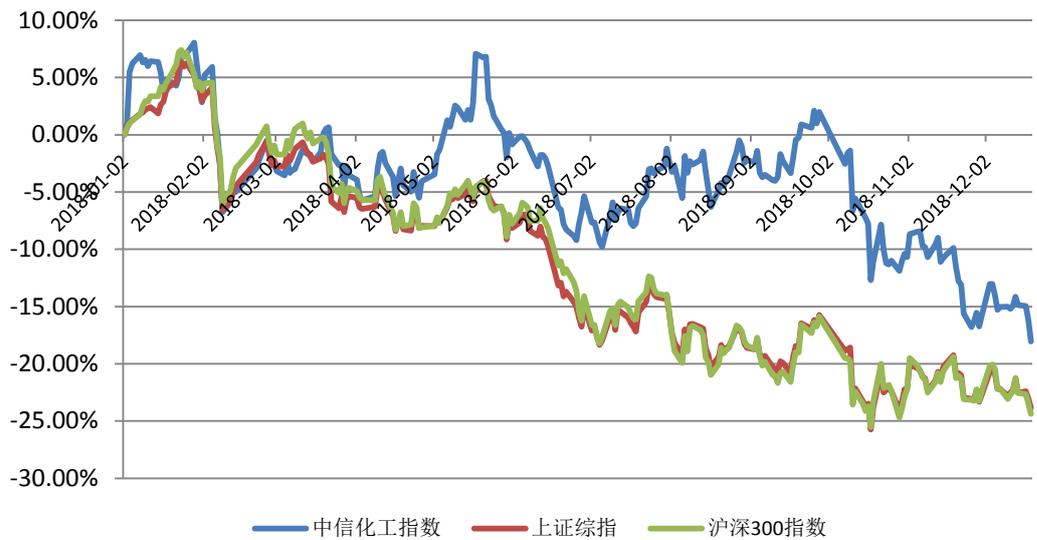
我们认为未来两年时间里，虽然下游需求增速有放缓的趋势，但产能增速大概率也将低于市场预期。在没有配套设施的前提下，新产能投产的回报率较低，投产的意愿并不强烈；而西北地区的龙头企业有望依仗着廉价原材料为企业带来的成本优势维持高于行业平均的利润水平。

## 5 2019 年石油化工行业投资策略

### 5.1 行业估值整体偏低，股价体现透支悲观预期

中信石油化工指数 2018 年(截至 12 月 19 日)下跌 18.5%，跌幅小于市场主要指数。板块相对收益为正的原因一方面源于原油价格在 10 月份创出新高，支撑了市场对石油化工产业的信心；另一方面，石化板块高景气的盈利情况降低了板块估值水平，为板块提供了安全边际。

图 34：中信石油化工指数与市场主要指数的对比



资料来源：wind，财富证券

从市盈率和市净率两方面来看，板块的估值均以处于近十年来的历史低位。截至 12 月 19 日，中信石油化工板块的市盈率(TTM、中值、剔除负值)为 31.9X，处于历史的后 11.6%分位；市净率（TTM、中值、剔除 0-50 以外的值）为 2.3X，处于历史的后 3.9%分位。

我们认为板块估值偏离历史中枢，一方面受到市场整体流动性减少、风险偏好下降的影响；另一方面也包含了市场对周期板块的悲观预期。在估值触及历史底部的当前，板块的配置价值也凸显出来。即使板块的盈利水平有向下修复的风险，以目前估值水平测算，整体股价仍有 50%左右的安全边际。

图 35：近十年中信石油化工板块市盈率和市净率数据



资料来源：wind，财富证券

## 5.2 竞争环境变化，优选成本优势龙头

在经历了 3 年的供给侧改革和环保督察后，行业的竞争规则发生了本质变化。高污染、高投入的生产模式已经不可持续，环保门槛上升成为了不可逆的趋势；油气改革带来了市场开放的同时也规范了行业的税收。这都让规范经营的龙头企业竞争优势真正体现出来，未来优质龙头企业不断扩大产能、向产业链上下游延伸的发展趋势将愈来愈明显。只有通过这个过程提升行业的集中度，龙头企业拿回市场的议价能力，行业的盈利水平才能逐步回升。

2019 年，我们认为在行业门槛提升、环保要求趋严的背景下，传统化工行业站在了产业格局转变的拐点上，投资行业一体化程度高、成本控制好的龙头企业将是长期趋势。

民营资本为主的涤纶企业通过上下游一体化延伸，龙头企业初步掌握了议价能力。在上游炼化领域延伸过程中，可实现部分产品自我消化，抗风险能力强。龙头企业受益于一体化程度高，对产业链利润波动的容忍度更高；而小企业抵抗价格波动的能力较弱。随着产品价格波动的增强，未来市场份额有望快速向龙头企业集中。推荐涤纶龙头企业：桐昆股份、恒逸石化。

氯碱产业当前集中度不高，仍有较大提升空间。一方面在产业政策的限制下，行业门槛提升，供给的弹性有限；并且无配套设施的新增产能受盈利水平限制，投产意愿不强。另一方面，随着环保标准的趋严，不具成本优势以及排放不达标的产能将逐渐失去生存空间。未来兼具成本优势和规范生产的西北地区龙头企业有望在竞争中脱颖而出，推荐关注：中泰化学、鸿达兴业。

### 5.2.1 桐昆股份（601233）

公司是涤纶产业龙头公司，拥有从 PTA-聚酯-涤纶纤维的完整产业链布局。目前公司涤纶长丝产能达到 580 万吨，2019 年预计新增产能 60 万吨，市场占有率达到 16%。配套有 420 万吨的 PTA 产能，基本可实现 PTA 的自给。

公司深耕涤纶纤维市场多年，已成为国内产能规模最大的涤纶纤维企业，覆盖了 1000 多种涤纶长丝品种，被称为“涤纶长丝的超市”。公司涤纶产能处于加速扩张期，有望在 2019 年提前实现公司 600 万吨/年产能的布局。公司参股的浙江石化，一期项目有望在 2018 年底实现投产，届时公司将完全打通从 PX-PTA-涤纶的产业链，进一步扩展利润来源，并极大程度的规避掉中间品价格波动给公司业绩带来的影响。

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.82、2.04、2.30 元，参考同类型公司 PE 水平，给予公司 2019 年底 PE 的合理区间为 8-9 倍，对应股价的合理区间为 16.3-18.43 元/股，维持公司“推荐”评级。

### 5.2.2 恒逸石化 (000703)

公司是 PTA 行业龙头企业，公司拥有 610 万吨 PTA 权益产能，聚酯的权益产能 180 万吨，从产业链一体化的角度来看聚酯是公司较薄弱环节。随着资产注入的完成，公司涤纶产能将达到 330 万吨，逐渐弥补聚酯产能较小的短板。公司参股的巴陵恒逸新增 10 万吨/年的己内酰胺产能，总产能上升至 30 万吨/年，预计 2018 年内仍将投产 10 万吨/年产能。己内酰胺是公司双轮驱动的重要一环，产能稳步的提升有利于公司增强行业竞争力。

公司 2016 年完成定增，筹划在文莱建设 800 万吨的炼化项目，可生产 PX150 万吨，覆盖近一半的 PTA 原材料。文莱项目推进顺利，预计项目可在 2019 年实现投产，加上聚酯纤维并购整合，公司将形成“原油-芳烃-PTA-涤纶”和“原油-苯-CPL-锦纶”双产业链的竞争优势。

预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 25.54 亿元、35.00 亿元、39.24 亿元，对应 EPS 分别为 1.35 元、1.92 元、2.10 元。根据同行业估值水平以及公司业绩增速，公司 2019 年底 PE 的合理估值区间为 8-9 倍，对应公司股价的合理区间为 15.4-17.3 元/股，维持“谨慎推荐”评级。

### 5.2.3 中泰化学 (002092)

中泰化学股份有限公司成立于 2001 年 12 月，是新疆维吾尔自治区重点支持的优势资源转换企业。目前公司拥有 170 万吨/年 PVC 产能、120 万吨/年烧碱产能、48 万吨/年粘胶纤维产能、25 万吨/年粘胶纱产能以及 250 万吨/年电石产能，并且自备发电能力足以满足生产耗能。

随着产业政策和环保政策地推动，产业正走向行业集中度提升的阶段。公司地处新疆中部，具有天然优质的资源禀赋，未来产业向西北地区集中是大势所趋。公司作为行业内规模最大、生产成本最低的龙头企业，未来有望实现市场率的进一步提升。

预计公司 2018-2020 年归属净利润分别为 26.56 亿元、28.07 亿元、32.20 亿元，对应 EPS 分别为 1.24 元、1.31 元、1.50 元。考虑到市场估值水平下降，给予公司 2019 年底 PE 的合理区间为 7-8 倍，对应股价的合理区间为 9.2-10.5 元/股，维持公司的“推荐”评级。

### 5.2.4 鸿达兴业 (002002)

公司是国内氯碱行业的优势企业，建设有“资源—电力—电石—PVC/烧碱—副产品综合利用及土壤调理剂—下游制品加工—电子交易与供应链业务”的一体化循环经济产业链，是 PVC 产业链布局最完善的公司之一。公司拥有 70 万吨/年 PVC 产能、70 万吨/年烧碱产能，112 万吨/年的电石产能，120 万吨/年的土壤调理剂产能，从产能规模来说，

公司位于国内氯碱产业第二梯队。公司的产能主要位于内蒙乌海地区，有益于当地丰富的煤炭资源，公司的生产成本相比行业其他企业要低，毛利率领先行业。

公司以乌海化工的氯碱业务为核心，一方面依靠内蒙地区较低的原材料以及配套电石产能所带来的成本优势为基础，逐步扩大公司总产能。公司仍有在 2011 年获批的 30 万吨/年氯碱产能正在建设中。另一方面，发展废料再利用项目，将难以处理的电石渣再加工转化为土壤调节剂，公司在 2017 年募资 25 亿元投向通辽市的土壤修复项目。

预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.37 元、0.49 元、0.55 元，参考目前行业估值中枢，给予公司 2019 年底 PE 估值 10-11 倍，对应公司股价的合理区间为 3.7-4.1 元/股，维持公司“谨慎推荐”评级。

## 6 风险提示

原油价格跌幅超出预期；涤纶下游需求不及预期；氯碱新增产能超出预期。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438