

2019年06月03日

# 看好天然气的性价比提升及需求快速增长

## ——石油化工行业周报(2019/5/27—2019/5/31)

看好

### 本期投资提示：

- **美国库存降幅低于预期。**EIA 数据，至 5 月 24 日当周，美国原油库存量 4.765 亿桶，比前一周下降 28 万桶；美国汽油库存总量 2.309 亿桶，比前一周增长 220 万桶；馏分油库存量为 1.248 亿桶，比前一周下降 162 万桶。原油库存比去年同期高 9.7%，比过去五年同期高 5%。汽油库存比去年同期低 1.5%，比过去五年同期高 1%。馏分油库存比去年同期高 8.9%，比过去五年同期低 5%。美国商业石油库存总量下降 157 万桶。美国炼厂加工总量平均每天 1676.7 万桶，比前一周增加 18.9 万桶；炼油厂开工率 91.2%，比前一周增长 1.3 个百分点。上周美国原油进口量平均每天 686.2 万桶，比前一周下降 8.1 万桶，成品油日均进口量 256.2 万桶，比前一周下降 19.5 万桶。俄克拉荷马州库欣地区原油库存 4905.3 万桶，减少 1.6 万桶。
- **经济数据及需求预期下行致油价下跌。**2019 年 5 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 49.4%，比上月回落 0.7 个百分点，主要由于新订单较弱及出口下滑。美国总统特朗普周五威胁称，从 2019 年 6 月 10 日开始，美国将对从墨西哥进口的所有货物征收 5% 的关税；出于对经济需求的担心，油价回落。美国自切断委内瑞拉重质油的供应后，其炼油商的原油进口主要依赖墨西哥和加拿大的重质原油；同时 2018 年，墨西哥占美国汽油出口总量的 56%，柴油出口总量的 23%。
- **乙烯回落，丙烯反弹，PX-PTA-涤纶长丝产业链需求较弱。**乙烯市场供应增加，至 5 月 29 日，CFR 中国收于 935-945 美元/吨，较上周跌幅约 80 美元/吨。东北亚丙烯价格上涨，至 5 月 29 日，CFR 中国收于 900 美元/吨，较上周同期上涨 30 美元/吨。由于韩国蒸汽裂解装置开工率下降，进口货源明显减少。装置方面：韩华石化蒸汽裂解装置将于 6 月初重启，年产 70 万吨丙烯，但具体时间未定。国内炼厂开工下降，或影响丙烯供给，至 2019 年 5 月 30 日，山东地炼常减压开工率为 58.72%，环比下跌 0.72%，同比下跌 10.42%。国内丙烯酸市场弱势盘整为主，市场观望气氛浓厚，交投量清淡。目前华东地区市场主流商谈在 7400-7600 元/吨。上周国内华东甲醇市场成交放量困难，华东太仓现货多维持刚需，买气不足。进口集中恢复到货和库存的上涨显示市场货源充裕。周内美金盘略显坚守。常州、张家港地区震荡为主，价格多围绕 2330-2400 元/吨区间波动。至 5 月 29 日，亚洲 PX 市场收盘价在 877.33 美元/吨 CFR 中国，较周初上涨 9.58 美元/吨。至 5 月 30 日，PTA 价格在 5640 元/吨，较上周同期下调 35 元/吨，跌幅 0.62%。装置方面：蓬威石化 90 万吨/年 PTA 装置 5 月 26 日停车检修，计划检修时间 10-15 天。下游聚酯方面：上周聚酯行业平均开工为 86.74%，环比下滑 0.84 个百分点。截至 5 月 30 日，本周全国织机综合开机率 62.43%，较之前一周下滑 4.35 个百分点。至 5 月 30 日，涤纶长丝方面 POY 主流库存存在 7-15 天附近；FDY 主流在 12-18 天；DTY 在 17-25 天附近。
- **重点推荐：**我们认为油价在中性区间缓慢向上，勘探开发资本支出呈结构性，转向深海及页岩气；炼化产能投放加速，呈规模化及炼化一体化趋势。推荐现金流良好、具备行业竞争力的投资标的：恒力股份、荣盛石化、恒逸石化、卫星石化、中国石化、中国石油、上海石化、广汇能源、海油工程、东方盛虹、新奥股份、中油工程等。

### 证券分析师

谢建斌 A0230516050003  
xiejb@swsresearch.com  
宋涛 A0230516070001  
songtao@swsresearch.com  
叶旭晨 A0230515030001  
yexc@swsresearch.com

### 研究支持

徐睿潇 A0230518110004  
xurx2@swsresearch.com

### 联系人

江真俊  
(8621)23297818×转  
jiangzj@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

# 1. 观点及推荐

## 经济数据及需求预期下行致油价下跌

**美国库存降幅低于预期。**EIA 数据,至 5 月 24 日当周,美国原油库存量 4.765 亿桶,比前一周下降 28 万桶;美国汽油库存总量 2.309 亿桶,比前一周增长 220 万桶;馏分油库存量为 1.248 亿桶,比前一周下降 162 万桶。原油库存比去年同期高 9.7%,比过去五年同期高 5%。汽油库存比去年同期低 1.5%,比过去五年同期高 1%。馏分油库存比去年同期高 8.9%,比过去五年同期低 5%。美国商业石油库存总量下降 157 万桶。美国炼厂加工总量平均每天 1676.7 万桶,比前一周增加 18.9 万桶;炼油厂开工率 91.2%,比前一周增长 1.3 个百分点。上周美国原油进口量平均每天 686.2 万桶,比前一周下降 8.1 万桶,成品油日均进口量 256.2 万桶,比前一周下降 19.5 万桶。俄克拉荷马州库欣地区原油库存 4905.3 万桶,减少 1.6 万桶。

**经济数据及需求预期下行致油价下跌。**2019 年 5 月份,中国制造业采购经理指数(PMI)为 49.4%,比上月回落 0.7 个百分点,主要由于新订单较弱及出口下滑。美国总统特朗普周五威胁称,从 2019 年 6 月 10 日开始,美国将对从墨西哥进口的所有货物征收 5%的关税;出于对经济需求的担心,油价回落。美国自切断委内瑞拉重质油的供应后,其炼油商的原油进口主要依赖墨西哥和加拿大的重质原油;同时 2018 年,墨西哥占美国汽油出口总量的 56%,柴油出口总量的 23%。

## 看好天然气的性价比提升及需求快速增长

2019 年全球原油需求增幅放缓,但我国天然气需求仍保持较快增速。我们认为主要与跨国公司加大在天然气方面的投入,LNG 海外出口设施及国内进口设施的完善,天然气东北亚价格市场化及性价比的提升有关。**推荐相关行业标的:广汇能源、中油工程、新奥股份、中国石油、中国石化等。**

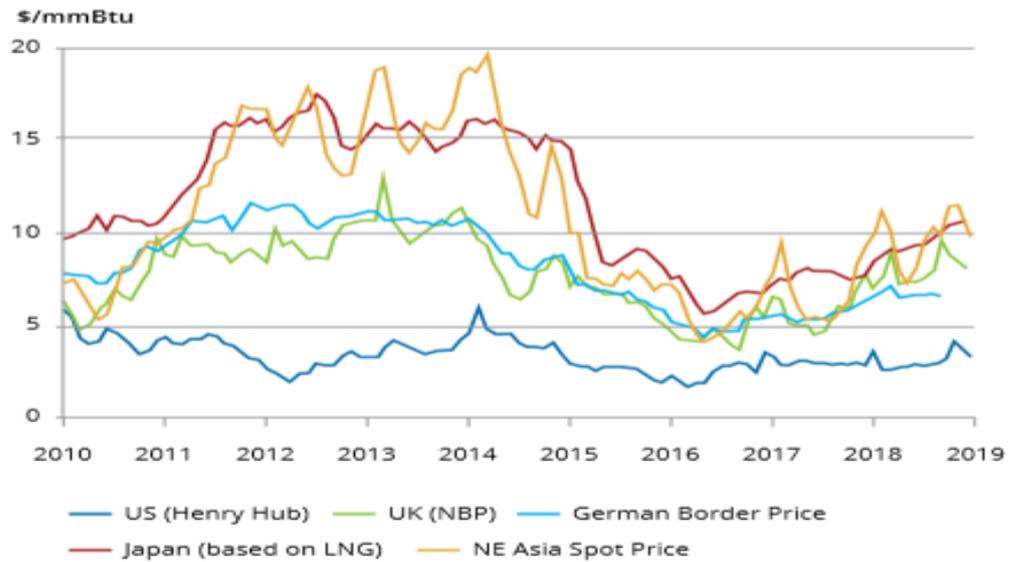
2019 年 1-4 月我国天然气表观消费 1014.97 亿立方,同比增长 12.97%。2019 年 1-4 月,国内原油加工量 2.07 亿吨,同比增加 4.19%;与此同时成品油产量同比下降 2.53%。考虑到成品油的净出口因素,2019 年 Q1 的汽油、煤油、柴油表观需求同比增长分别为 2.8%、-2.2%、-12.4%。

**根据 IGU《2019 World LNG Report》:**2018 年全球 LNG 贸易量为 316.5 百万吨,同比(YoY)增长 9.8%。在俄罗斯和澳大利亚大幅增加液化产能的带动下,自 2017 年底以来,全球天然气液化产能增加了 3060 万吨(新增液化产能的 3620 万吨,退役产能的 560 万吨),至 2019 年 2 月达到 3929 百万吨/年。另外还有 101.3 百万吨/年被批准用于开发,其中大部分正在美国建设,其中大约 60%的液化建设预计将在 2020 年底完成。

**1、东北亚地区 LNG 市场化定价改善。**亚洲地区由于历史原因,东北亚地区 LNG 进口的价格与油价挂钩,并在长期价格高于西北欧如 NBP 价格,且大多数与石油挂钩的合约相对于油价有 3 至 6 个月的滞后期。自 2014 年油价下跌后,全球液化天然气(LNG)区域间的

价格差明显收窄。目前东北亚地区已经形成了自有的现货报价体系，有利于东北亚地区以更接近市场化的价格进口 LNG，扩大消费。

图 1：不同地区天然气价格变化



Sources: IHS Markit, Cedigaz, US Department of Energy (DOE)

资料来源：IHS、DOE、申万宏源研究

**2、中国天然气利用政策鼓励与改革。**近年来，国家推动天然气市场改革并取得了较大进展，其中主要包括：1) 放松价格管制，完善现行天然气门站价格形成机制、建立天然气差别价格体系及其价格制度并推进运用；2) 管网分离，成立国家管道公司；积极推进管道基础设施公平进入和输气管道互联互通，加大地下储气库建设。3) 发展多种形式的天然气现货交易等。

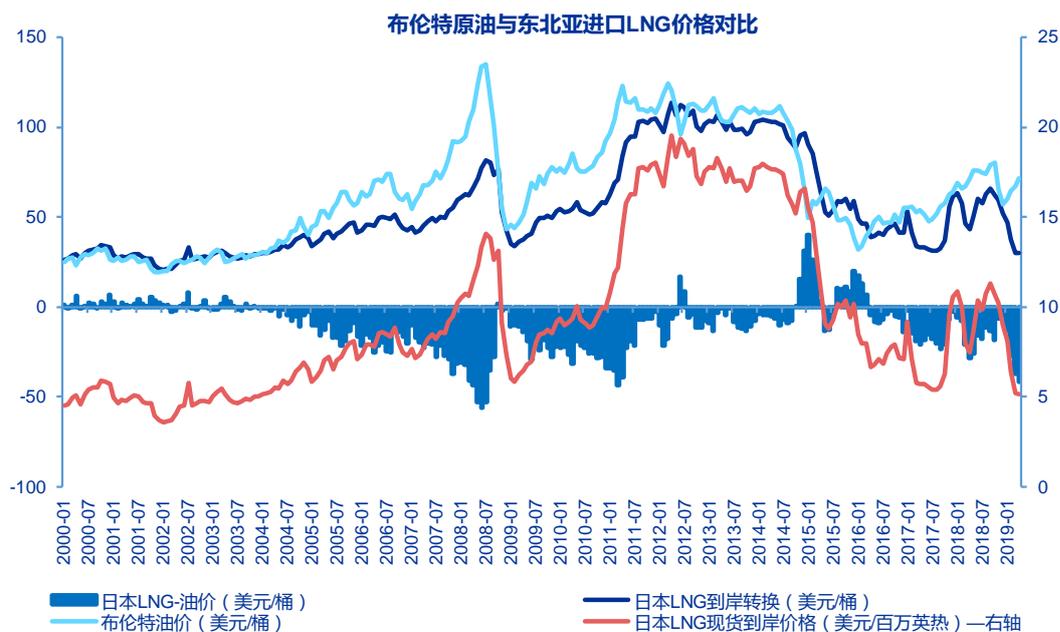
图 2：国内天然气需求及增速



资料来源：Wind、申万宏源研究

**3、当前 LNG 价格与原油价格比，性价比突出。**我们以天然气通过热值转换后与原油的价格对比，综合判断天然气的性价比。其中每百万英热单位天然气=0.172 桶油当量。如果以日本 LNG 到岸价格为计算，2019 年 4 月份，天然气价格与布伦特油价的价差为 -41.59 美元/桶，而历史平均为 -10.22 美元/桶，说明当前天然气价格更加具有性价比。我们认为未来长期有望 LNG 价格相对于柴油的优势明显，且统计数据显示，2018 年全年重卡市场累计销量达 114.5 万辆，同比增长 3%，创下历史销量新高。

**图 3：布伦特原油与东北亚进口 LNG 价格对比**



资料来源：Wind、申万宏源研究

### 乙烯回落，丙烯反弹，PX-PTA-涤纶长丝产业链需求较弱

1、乙烯市场供应增加，至 5 月 29 日，CFR 中国收于 935-945 美元/吨，较上周跌幅约 80 美元/吨。装置方面：中国兰州石化 46 万吨/年乙烯装置计划于 5 月 25 日检修，为期 45 天；韩国 YNCC90 万吨/年乙烯裂解装置将于 5 月 20 日检修，为期 40 天；三菱化学乙烯公司 57 万吨/年乙烯装置将于 5 月 22 日至 6 月 25 日检修；日本出光兴产 41.3 万吨乙烯装置将于 5 月 30 日恢复开车。

2、东北亚丙烯价格上涨，至 5 月 29 日，CFR 中国收于 900 美元/吨，较上周同期上涨 30 美元/吨。由于韩国蒸汽裂解装置开工率下降，进口货源明显减少。装置方面：韩华石化蒸汽裂解装置将于 6 月初重启，年产 70 万吨丙烯，但具体时间未定。国内炼厂开工下降，或影响丙烯供给，至 2019 年 5 月 30 日，山东地炼常减压开工率为 58.72%，环比下跌 0.72%，同比下跌 10.42%。

3、国内丙烯酸市场弱势盘整为主，市场观望气氛浓厚，交投量清淡。目前华东地区市场主流商谈在 7400-7600 元/吨。

4、上周国内华东甲醇市场成交放量困难，华东太仓现货多维持刚需，买气不足。进口集中恢复到货和库存的上涨显示市场货源充裕。周内美金盘略显坚守。常州、张家港地区震荡为主，价格多围绕 2330-2400 元/吨区间波动。

5、至 5 月 29 日，亚洲 PX 市场收盘价在 877.33 美元/吨 CFR 中国，较周初上涨 9.58 美元/吨。至 5 月 30 日，PTA 价格在 5640 元/吨，较上周同期下调 35 元/吨，跌幅 0.62%。装置方面：蓬威石化 90 万吨/年 PTA 装置 5 月 26 日停车检修，计划检修时间 10-15 天。下游聚酯方面：上周聚酯行业平均开工为 86.74%，环比下滑 0.84 个百分点。截至 5 月 30 日，本周全国织机综合开机率 62.43%，较之前一周下滑 4.35 个百分点。至 5 月 30 日，涤纶长丝方面 POY 主流库存在 7-15 天附近；FDY 主流在 12-18 天；DTY 在 17-25 天附近。

#### 推荐重点：

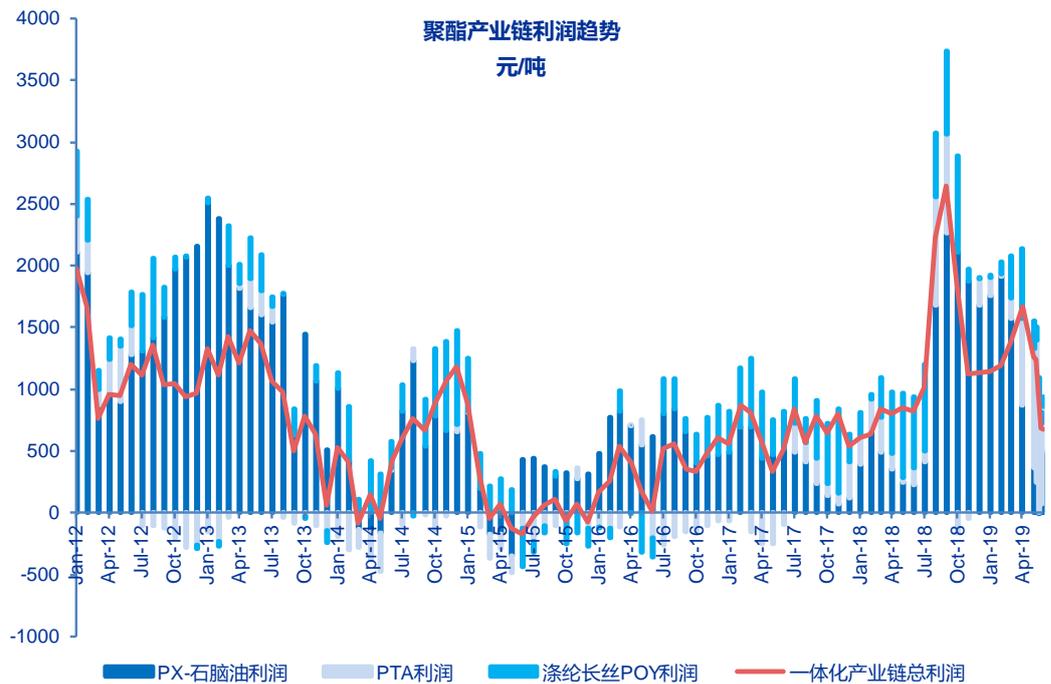
我们认为油价在中性区间缓慢向上，勘探开发资本支出呈结构性，转向深海及页岩气；炼化产能投放加速，呈规模化及炼化一体化趋势。推荐现金流良好、具备行业竞争力的投资标的：恒力股份、荣盛石化、恒逸石化、卫星石化、中国石化、中国石油、上海石化、广汇能源、海油工程、东方盛虹、新奥股份、中油工程等。

其中：1) 大炼化：恒力股份炼化投产，荣盛石化下属浙江石化和恒逸石化文莱 PMB 项目试运行在即。2) 油价上涨，利好中国石油、广汇能源、新奥股份、海油工程、中油工程等。3) 制裁伊朗或影响其甲醇出口，利好广汇能源、新奥股份。4) 现金流、资产、估值优势，中国石化、上海石化。

**1、园区化发展，利好大炼化标的。** 国家规划七大石化产业基地，包括大连长兴岛(西中岛)、河北曹妃甸、江苏连云港、上海漕泾、浙江宁波、广东惠州、福建古雷。目前全球主要炼化基地在美国墨西哥湾、日本东京湾、新加坡裕廊岛、韩国蔚山、沙特朱拜勒和延布、比利时安特卫普等。其中美国墨西哥湾是世界上最大的炼化生产基地之一，炼油总产能约 4.6 亿吨/年，占美国炼油总产能的 52%；乙烯总产能超过 2700 万吨/年，占美国乙烯总产能的 95%。我国对于七大石化基地的集中化布局发展利好荣盛石化、恒力股份、卫星石化、东方盛虹等标的。

**2、看好聚酯产业链的上下游一体化企业。** 历史上 PX-石脑油价差较大，主要盈利环节在 PX；2017 年涤纶长丝盈利较好；预计未来产业链中的盈利向 PTA 环节转移。拥有 PX-PTA-涤纶长丝完整一体化产业链的企业将会保持明显的竞争优势。我们修正 POY 加工成本，同时考虑到一体化聚酯产业链的物料平衡，对一体化产业链利润测算。至 5 月 24 日当周，聚酯行业 PX-PTA-POY 利润总和为 684 元/吨，较之前一周下降 276 元/吨。

图 4：聚酯产业链利润趋势



资料来源：Wind、申万宏源研究

## 2. 油价下跌 美国原油钻机数增加

### 2.1 原油价格下跌

油价：至 5 月 31 日收盘，Brent 原油期货收于 64.49 美金/桶，较上周末下降 6.11%；NYMEX 期货价格收于 53.5 美金/桶，较上周末下降 8.75%；周均价分别为 68.21 和 57.43 美金/桶，涨跌幅分别为-3%和-5.55%。美元指数收于 97.77，较上周末上涨 0.18%。

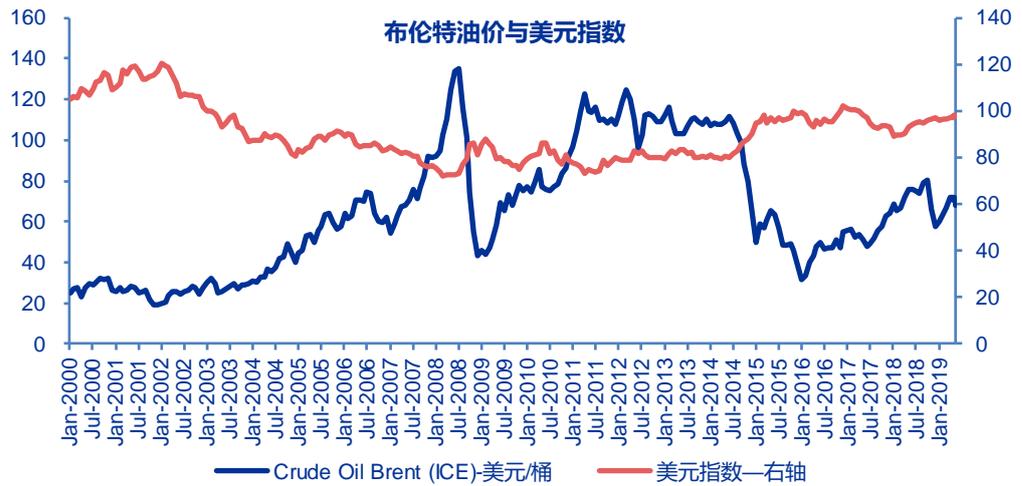
原油及相关库存：5 月 24 日美国原油商业库存 4.765 亿桶，周环比增加 30 万桶；汽油库存 2.309 亿桶，周环比增加 220 万桶；馏分油库存 1.248 亿桶，周环比减少 160 万桶；丙烷库存 6575 万桶，周环比减少 8 万桶。

图 5：美国原油及相关产品库存



资料来源：EIA、申万宏源研究

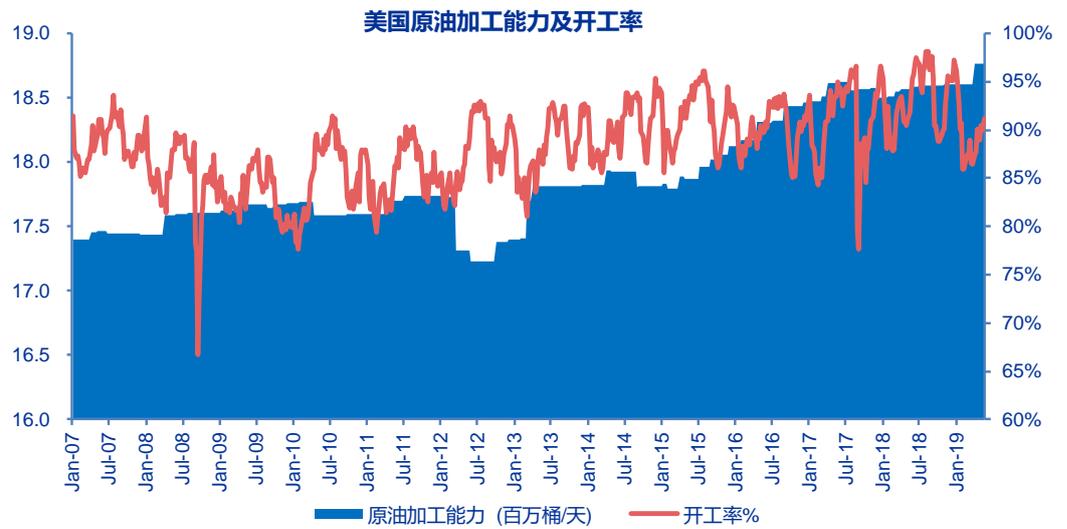
图 6：布伦特原油与美元指数



资料来源：Wind、申万宏源研究

至 5 月 24 日当周，美国炼厂开工率为 91.2%，较之前一周上升 1.3 个百分点。

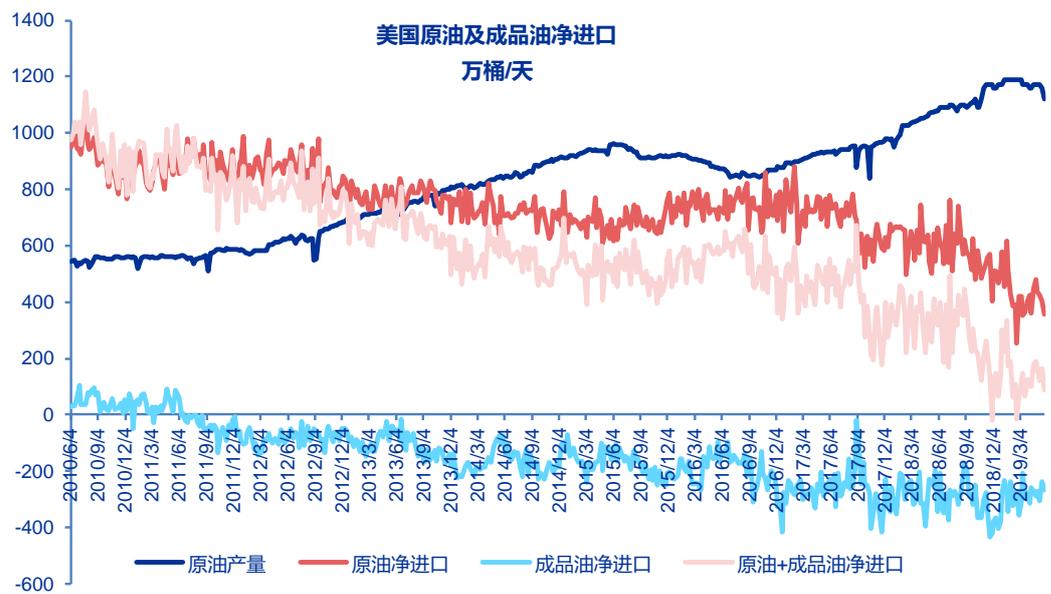
图 7：美国原油加工能力及开工率



资料来源：EIA、申万宏源研究

5月24日当周美国原油及成品油的净进口量83万桶/天，较之前一周减少77万桶/天，较去年同期减少261万桶/天。

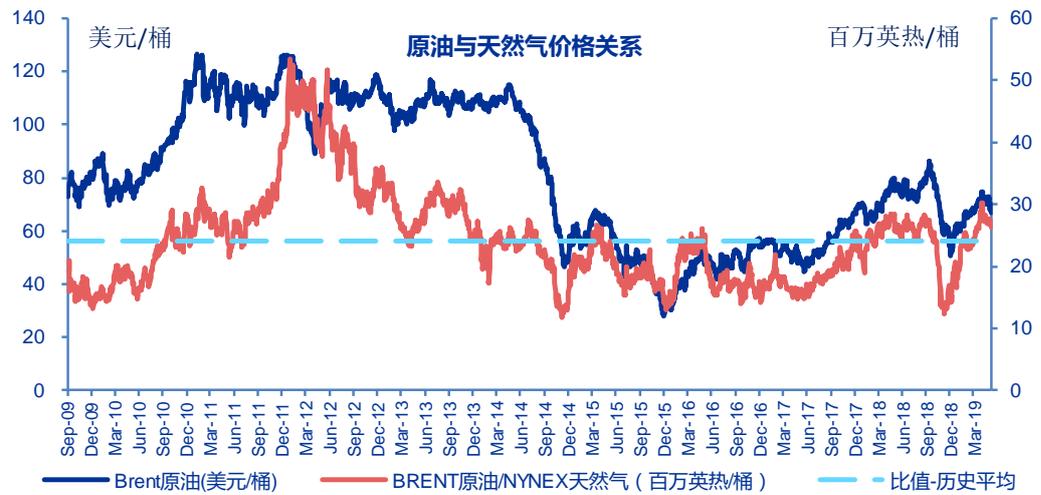
图 8：美国原油及成品油净进口



资料来源：EIA、申万宏源研究

5月30日北美天然气价格期末收于2.55美元/百万英热，较上周同期上涨0.39%；当前布伦特原油与天然气价格比约为26.22（百万英热/桶），历史平均为24.28（百万英热/桶）。

图 9：原油与天然气价格关系



资料来源：Wind、申万宏源研究

## 2.2 美国原油钻机数增加

美国原油产量：5月24日美国原油产量为1230万桶/天，较之前一周增加10万桶/天，较一年前增加153万桶/天。

5月31日美国钻机数984台，周数量增加1台，年减少76台；加拿大钻机数85台，周数量增加7台，年减少14台。其中美国采油钻机800台，周数量增加3台，年减少61台。

图 10：美国原油产量与采油钻机数

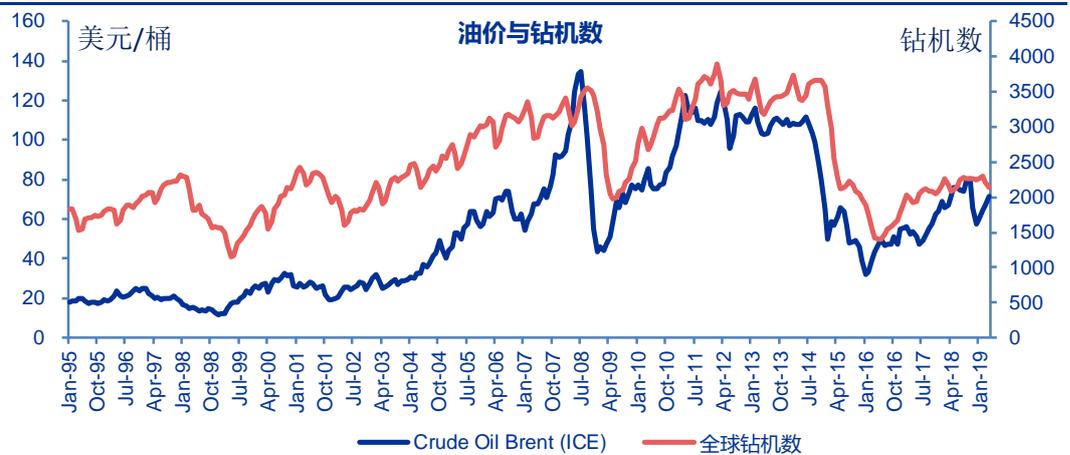


资料来源：EIA、Baker Hughes、申万宏源研究

全球钻机数：Baker Hughes 公布 2019 年 4 月全球钻机数共 2140 台，较上月减少 73 台，较去年同期增加 53 台；其中美国钻机数 1012 台，月减少 11 台，年增加 1 台；加

拿大钻机数 66 台，月减少 85 台，年减少 32 台；除美国、加拿大之外的钻机总数为 1062 台，月增加 23 台，年增加 84 台。

图 11：油价与钻机数



地区	最新时间	钻机数	与前次比	上次时间	与去年比	去年时间
美国	2019/5/31	984	1	2019/5/24	-76	2018/6/1
加拿大	2019/5/31	85	7	2019/5/24	-14	2018/6/1
International	2019年4月	1062	23	2019年3月	84	2018年4月

资料来源：Baker Hughes、申万宏源研究

## 2.3 权威机构对全球原油市场的判断

### EIA 短期能源展望 (2019 年 5 月 7 日)

1、2019 年 4 月 Brent 现货价格平均为 71 美元/桶，比上月上涨 5 美元/桶，略低于去年同期价格。相较于 2018 年的 71 美元/桶，EIA 预测 2019 年 Brent 现货价格平均为 70 美元/桶(比上次预测增加 5 美元/桶)，2020 年为 67 美元/桶(比上次预测增加 5 美元/桶)。

2、EIA 预测 OPEC 2019 年的原油产量为 3030 万桶/天，比 2018 年减少 170 万桶/天，OPEC 2020 年原油产量将下降 40 万桶/日至 2980 万桶/日。2019 和 2020 年 OPEC 产量下降的主要原因在于委内瑞拉和伊朗减产，但 EIA 预计这些下降将被其他 OPEC 成员国的产量增加部分抵消。

3、EIA 预测全球石油库存将在 2019 年下降 20 万桶/日，然后在 2020 年增加 10 万桶/日。全球需求在 2019 年超过 EIA 的预测，但 2020 年全球液体燃料供应增加 190 万桶/日，其中 150 万增长来自美国。2019 和 2020 年全球石油需求预计将分别增加 140、150 万桶/日。

### OPEC 最新月报 (2019 年 5 月 14 日)

1、全球经济增速：2018 年预期增长 3.6%(与上次预测一致)，2019 年预期增长 3.2%(与上次预测一致)。

2、全球原油需求：2018 年全球原油需求预计增长 141 万桶/日（与上次预测一致），达到 9873 万桶/日。2019 年全球原油需求增长预计达到 121 万桶/日（与上次预测一致），达到 9994 万桶/日。

3、全球原油供给：非 OPEC 原油产量在 2018 年增加 291 万桶/日（较上月预测增加 1 万桶/日），达到 6237 万桶/日。2019 年，预计非 OPEC 国家的原油供给量增长 214 万桶/日（较上月预测减少 3 万桶/日），至 6452 万桶/日。2019 年 4 月，OPEC 原油产量与上月基本持平，平均为 3003 万桶/日。

4、库存变化：OPEC 总商业库存在 2019 年 3 月增加 330 万桶至 28.75 亿桶（比去年同期高 5850 万桶，比最近五年平均水平高 2280 万桶），库存可用天数增加 0.1 天至 60.6 天（比去年同期高出 1.0 天，比最近五年平均水平低 1.0 天）。

5、供需平衡：预计 2018 年对 OPEC 原油的需求为 3160 万桶/天（比 2017 年减少了 160 万桶/天），2019 年为 3060 万桶/天（比 2018 年减少了 100 万桶/天）。

### IEA 最新月报（2019 年 5 月 15 日）

1、全球原油需求：2018 年和 2019 年的全球需求增长预测分别为 120 万桶/日（较上次预测下调 7 万桶/日）和 130 万桶/日（较上次预测下调 9 万桶/日）。

2、全球原油供给：4 月份全球石油供应量下降 30 万桶/日至 9930 万桶/日，主要是因为加拿大、哈萨克斯坦、阿塞拜疆和伊朗产量下降，但这一供应量较 18 年 4 月同比增长 77.5 万桶/日。预计 2019 年非 OPEC 产量将增长 190 万桶/日（较上次预测增加 20 万桶/日），增量相比 18 年 280 万桶/日减少。

3、4 月 OPEC 原油产量增加 6 万桶/日，达到 3021 万桶/日，主要在于利比亚、尼日利亚和伊拉克的产量增加抵消了伊朗的损失。有效剩余产能为 320 万桶/日，沙特阿拉伯占 70%。

4、库存：3 月经合组织石油库存减少 2580 万桶至 28.49 亿桶，超五年均值 400 万桶。

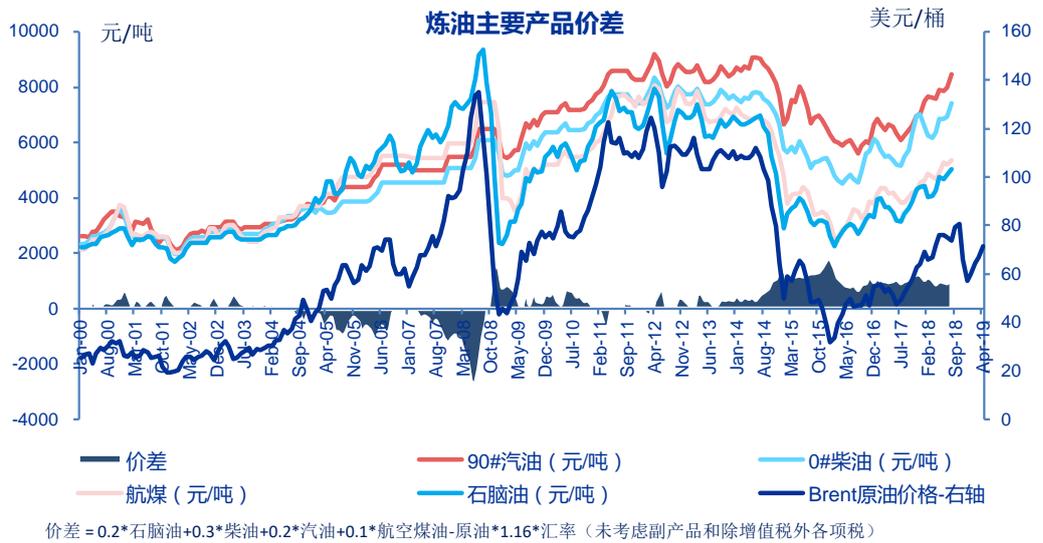
## 3. 炼油及石化产业链

上周石脑油日本到岸周均价下降 21 美元/吨，为 530 美元/吨；丙烷 5 月 23 日 CFR 华东较上周同期上涨 7 美元/吨，为 477 美元/吨；乙烯周均价下降 47 美元/吨，为 CFR 东北亚 960 美元/吨；丙烯周均价上涨 26 美元/吨，为 CFR 中国 902 美元/吨（华东期末较上周上涨 200 元/吨，为 7300 元/吨）；丁二烯周均价上涨 24 美元/吨，为 CFR 中国 1038 美元/吨。芳烃价格：纯苯外盘周均价上涨 10 美元/吨，为 FOB 韩国 635 美元/吨（华东期末较上周上涨 60 元/吨，为 4520 元/吨）；PX 周均价上涨 25 美元/吨，为 CFR 中国 885 美元/吨（华东期末较上周上涨 70 元/吨，为 6980 元/吨）；PTA 华东期末价格较上周上涨 60 元/吨，为 5660 元/吨。

### 3.1 炼油产业链

4 月份国内炼油下游主要产品对应原油的价差为 649 元/吨，月环比下降 203 元/吨，同比下降 234 元/吨。

图 12：炼油主要产品价差



资料来源：隆众石化、申万宏源研究

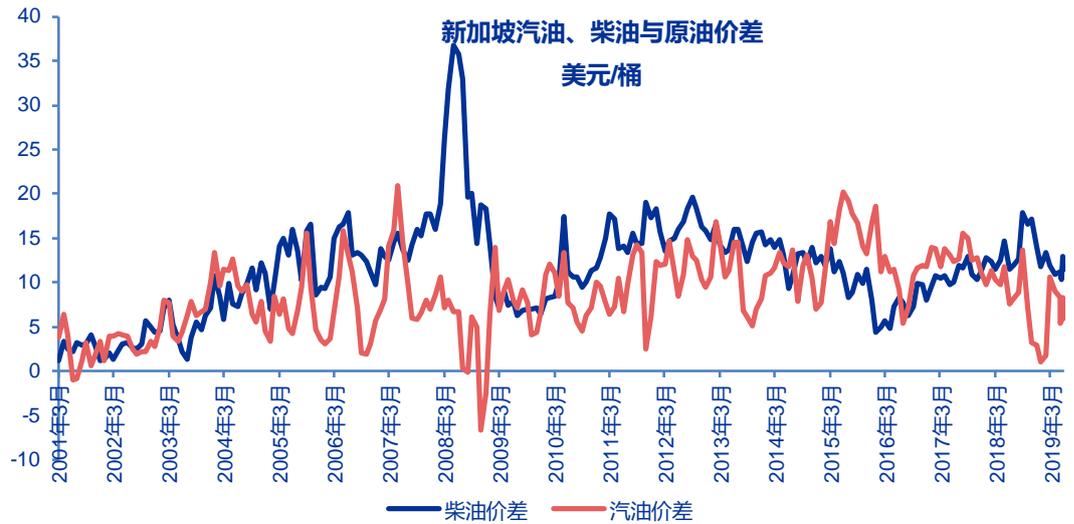
上周新加坡炼油主要产品综合价差为 5.36 美元/桶，较之前一周下降 0.94 美元/桶。

图 13：新加坡炼油价差



资料来源：隆众石化、申万宏源研究

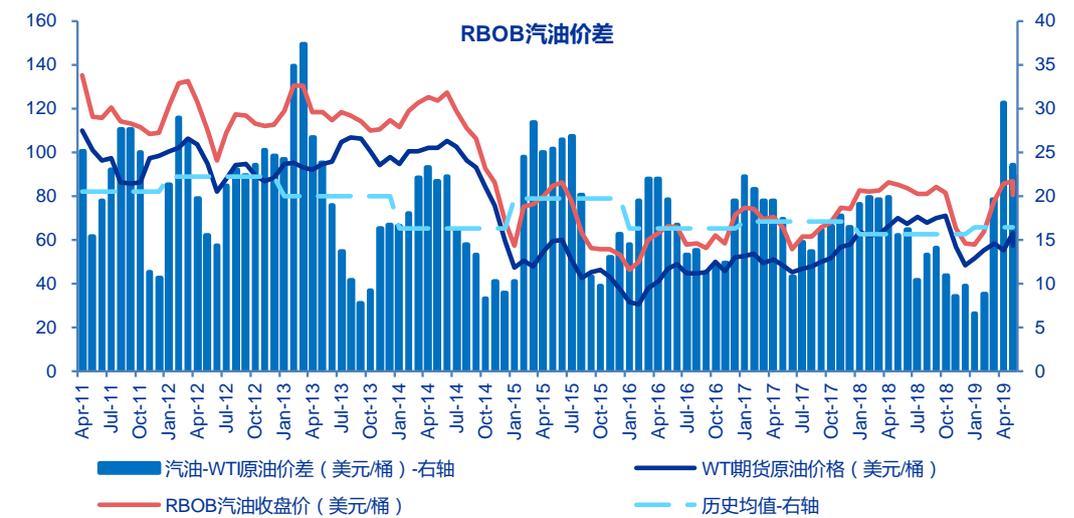
图 14：新加坡汽油、柴油与原油价差



资料来源：卓创资讯、申万宏源研究

5月31日当周美国汽油RBOB与WTI原油价差为23.21美元/桶，较之前一周上涨0.86美元/桶，历史平均为16.39美元/桶。

图 15：RBOB 汽油价差

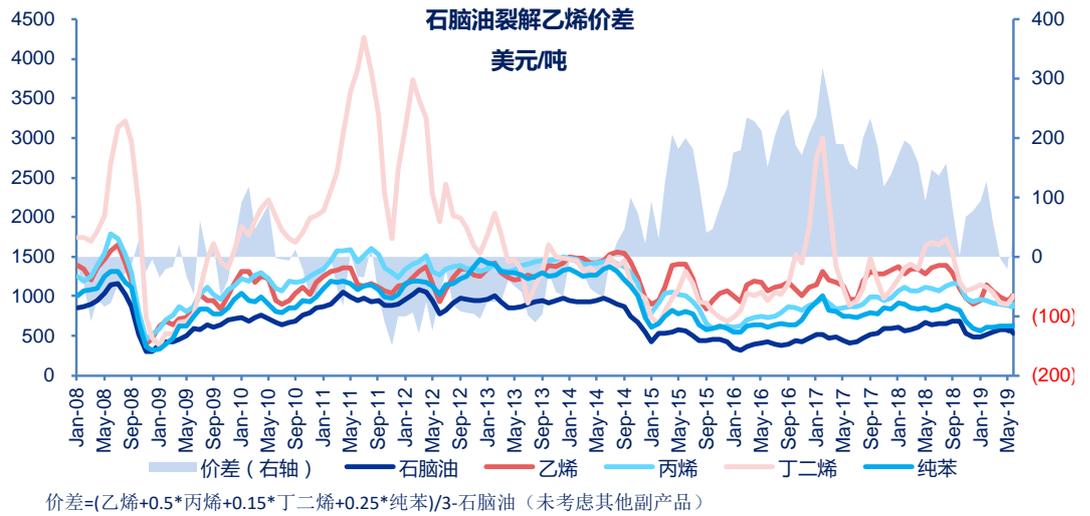


资料来源：Wind、申万宏源研究

### 3.2 烯烃产业链

上周石脑油裂解乙烯综合价差 43.7 美元/吨，较之前一周上涨 14 美元/吨（未考虑副产品利用）。

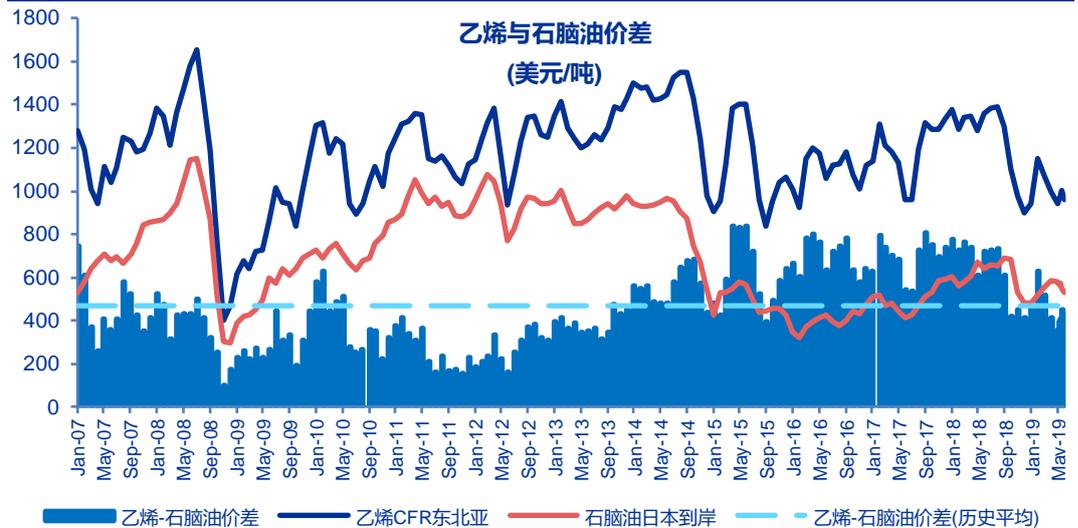
图 16：石脑油裂解乙烯价差



资料来源：卓创资讯、申万宏源研究

上周乙烯与石脑油价差 430 美元/吨，较之前一周下降 22 美元/吨，历史平均 470 美元/吨。

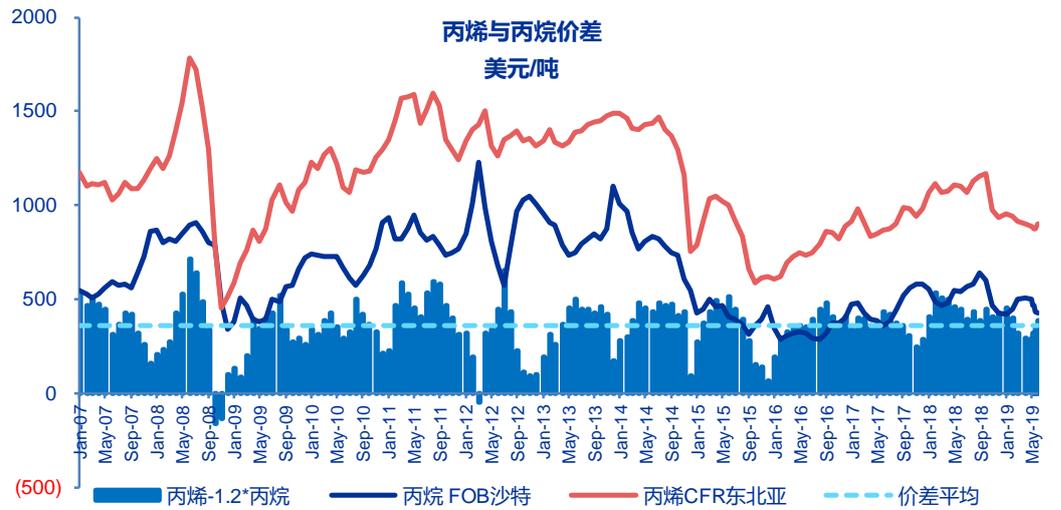
图 17：乙烯与石脑油价差(美元/吨)



资料来源：隆众石化、申万宏源研究

上周丙烯与丙烷价差为 387 美元/吨，较之前一周上涨 37 美元/吨，历史平均价差为 363 美元/吨。

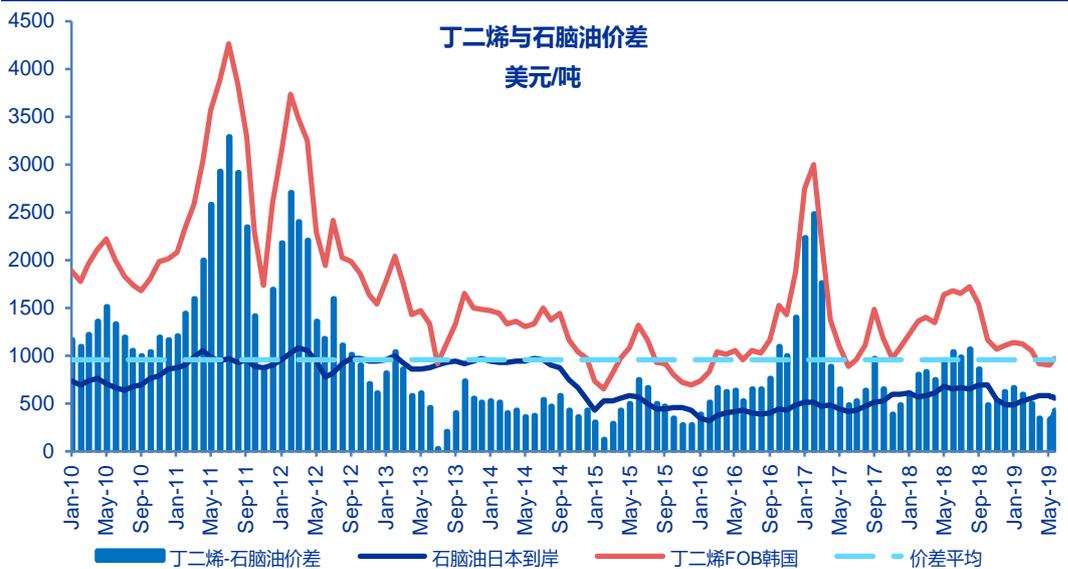
图 18：丙烯与丙烷价差



资料来源：Wind、申万宏源研究

上周丁二烯与石脑油价差为 472 美元/吨，与之前一周相比上涨 50 美元/吨，历史平均均为 948 美元/吨。

图 19：丁二烯与石脑油价差

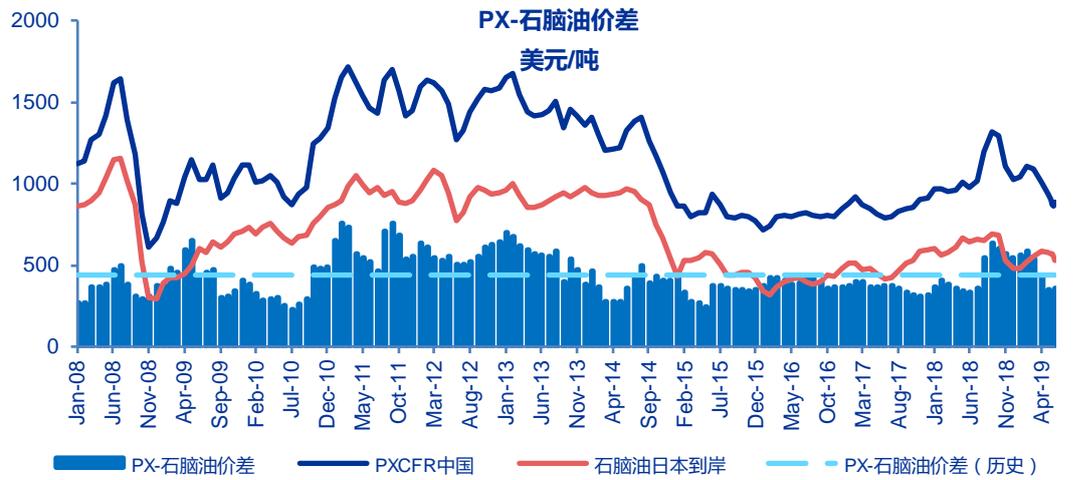


资料来源：Wind、申万宏源研究

### 3.3 PX-PTA-聚酯产业链

上周 PX 与石脑油价差在 355 美元/吨，较之前一周上涨 46 美元/吨，价差历史平均为 439 美元/吨。

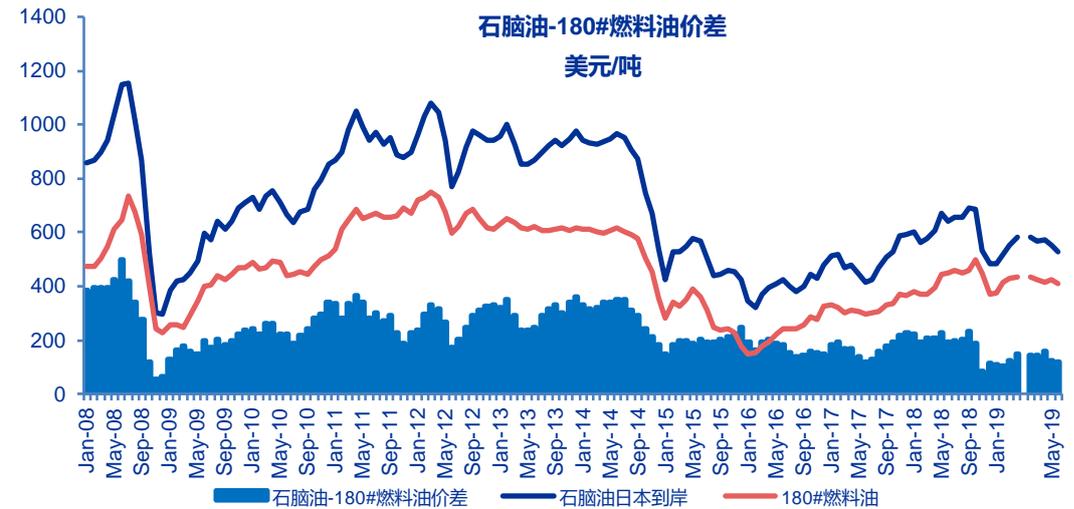
图 20：PX 与石脑油价差



资料来源：Wind、申万宏源研究

上周石脑油与 180#燃料油价差为 121 美元/吨，较之前一周下降 5 美元/吨。

图 21：燃料油与石脑油价差

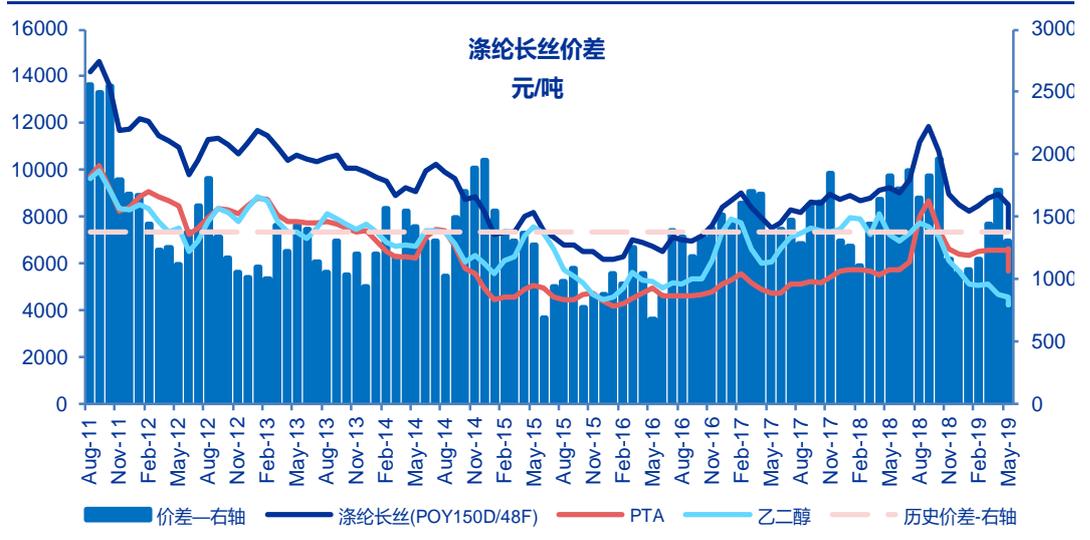


资料来源：Wind、申万宏源研究

上周 PTA-0.66\*PX 价差为 1026 元/吨，周环比下降 335 元/吨，历史平均为 656 元/吨。

上周涤纶长丝 POY 价差为 1145 元/吨，较之前一周上涨 3 元/吨，历史平均为 1379 元/吨。

图 22：涤纶长丝与 PTA、乙二醇价差

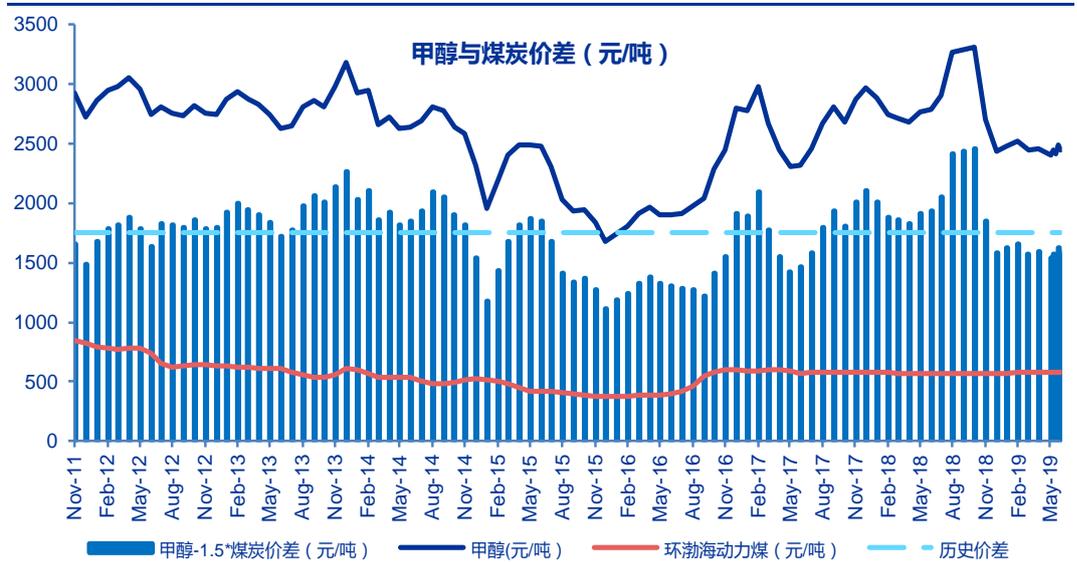


资料来源：Wind、申万宏源研究

### 3.4 甲醇、丙烯酸、环氧丙烷及其他

上周甲醇与环渤海动力煤价差为 1578 元/吨，较之前一周下降 48 元/吨，历史平均为 1751 元/吨。

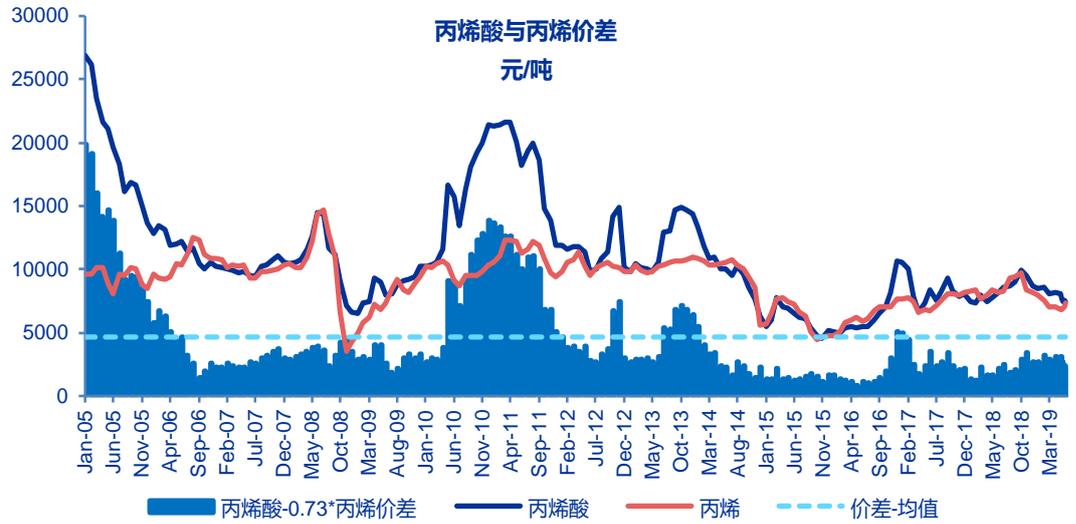
图 23：甲醇与煤炭价差



资料来源：Wind、申万宏源研究

上周丙烯酸与丙烯价差为 2056 元/吨，较之前一周下降 283 元/吨，历史平均价差为 4622 元/吨。

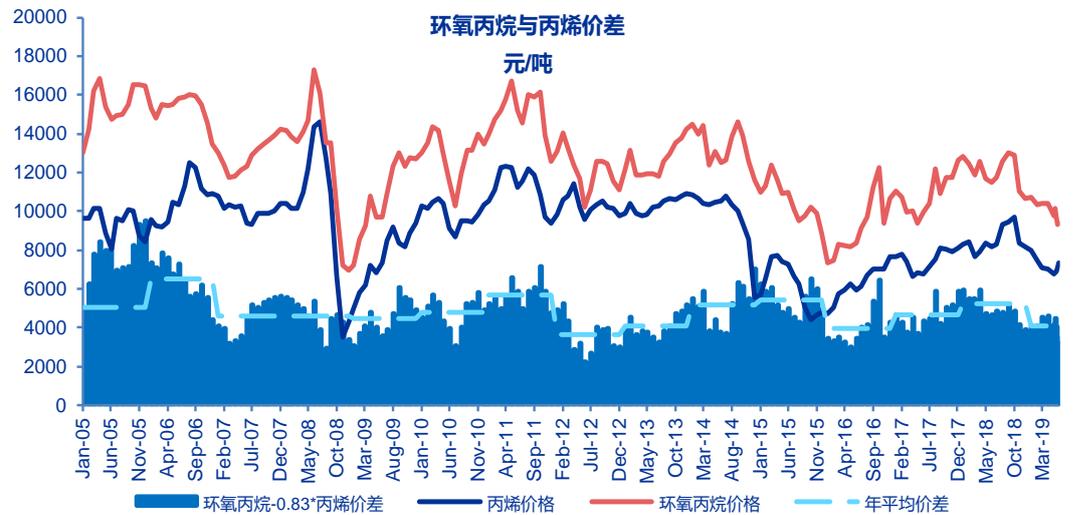
图 24：丙烯酸与丙烯价差



资料来源：Wind、申万宏源研究

上周环氧丙烷与丙烯价差为 3314 元/吨，较之前一周下降 118 元/吨。

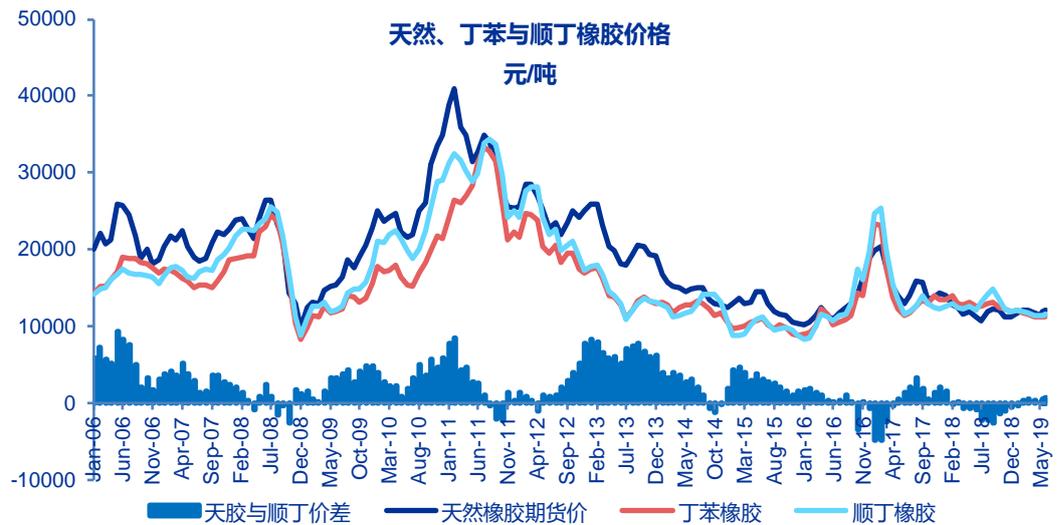
图 25：环氧丙烷与丙烯价差



资料来源：Wind、申万宏源研究

上周天然橡胶与顺丁橡胶 BR9000 的价差 584 元/吨，较之前一周下降 20 元/吨。

图 26 : 天胶、丁苯与顺丁橡胶价格曲线



资料来源：Wind、申万宏源研究

## 4 . 关注油气混改带来的投资机会

中央经济会议强调混改体现改革决心，油气成为混改重点领域。2017 年中央经济工作会议强调，要按照统筹推进、重点突破的要求加快改革步伐，更好地发挥改革牵引作用。要深化国企国资改革，加快形成有效制衡的公司法人治理结构、灵活高效的市场化经营机制。混合所有制改革是国企改革的重要突破口，按照完善治理、强化激励、突出主业、提高效率的要求，在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域迈出实质性步伐。加快推动国有资本投资、运营公司改革试点。

表 1:混改的主要类型

主要类型	具体形式
鼓励非公有资本参与国有企业混合所有制改革	非公有资本投资主体可通过出资入股、收购股权、认购可转债、股权置换等多种方式，参与国有企业改制重组或国有控股上市公司增资扩股以及企业经营管理
持集体资本参与国有企业混合所有制改革	允许经确认认定的集体资本、资产和其他生产要素作价入股，参与国有企业混合所有制改革
有序吸收外资参与国有企业混合所有制改革	引入外资参与国有企业改革重组、合资合作，鼓励通过海外并购、投融资合作、离岸金融等方式，充分利用国际市场、技术、人才等资源和要素，发展混合所有制经济
推广政府和社会资本合作模式	优化政府投资方式，通过投资补助、基金注资、担保补贴等，优先支持引入社会资本的项目。鼓励社会资本投资或参股基础设施、公益事业、公共服务领域

鼓励国有资本以多种方式入股非国有企业	在公共服务、高新技术、生态环境保护和战略性新兴产业等重点领域，充分发挥国有资本投资、运营公司的资本运作平台作用，对发展潜力大、成长性强的非国有企业进行股权投资。
探索完善优先股和国家特殊管理股方式	国有资本参股非国有企业或国有企业引入非国有资本时,允许将部分国有资本转化为优先股。在少数特定领域探索机那里国家特殊管理股制度
探索实行混合所有制企业员工持股	坚持激励与约束相结合的原则,通过试点稳妥推进员工持股。主要采取增资扩股、出资新设等方式,优先支持人才资本和技术要素贡献占比较高的转制科研院所、高新技术企业和科技型企业开展试点,推进核心科研人员、经营管理人员和业务骨干等持股

资料来源：《国企混改面对面——发展混合所有制经济政策解读》、申万宏源研究

**油气产业上游小试牛刀，混改重点将在中下游领域。**我国油气行业在产业链各个环节都存在较高的垄断，其行业格局的打破依赖于制度的变化，对于油田产业链的混合所有制改革是从下游到上游逐渐放开，目前上游部分主要在新疆地区油田进行试点改革，中油管道气方面今年政策频出，预计未来管网相关混改有望提速，下游零售环节中石化销售公司已经完成混改，未来有望推进上市，中石油销售板块未来有望跟进。

表 2：“38 号文”奠定了我国油气行业上、中、下游行政性垄断的制度基础

政策文件	上游	中游	下游
《关于清理整顿小炼油厂和规范原油成品油流通秩序的意见》国办发【1999】38 号	原油开采：取缔没有采矿许可证的采油场点；	原油进口和流通：国产原油和进口原油由国家统一配置，不得自行销售；	炼油：清理关闭小炼油厂； 成品油批发：由中石油、中石化统一经营，各炼油厂不得自销； 成品油零售：规范成品油零售市场
关于进一步整顿和规范成品油市场秩序意见的通知》国办发【2001】72 号	N/A	N/A	成品油销售：清理未取得营业执照和《成品油零售经营批准证书》的加油站；新建加油站统一由两桶油建设； 成品油仓储：严格控制
《成品油市场管理办法》	N/A	N/A	成品油市场准入：经营资格（批发、零售、仓储）动态管理，每年审核 成品油批发：具有长期稳定供应渠道，注册资本不低于 3000 万元，拥有库存不低于 1 万立方米油库，拥有成品油管道、铁路专用线、公路运输车辆或 1 万吨以上的成品油水运码头； 成品油零售：具有长期供应渠道，与具有批发资格企业签订 3 年以上供油协议等

资料来源：发改委、申万宏源研究

把握“两桶油”混改带来的资产整合与民企投资机会。中石化旗下销售公司有望上市，带来加油站资产价值重估，推荐泰山石油；“两桶油”集团实现业务整合，我们推测旗下

上市公司有望受益资产注入，推荐大庆华科、四川美丰、中石化冠德；上游勘探业务逐步放开，“老旧”油气田亟需民营资本与技术投入，推荐具有海外油气勘探开采经验的中天能源、新奥股份；混改有利于推进油气管网分离改革，实现管道向第三方开放、独立运营，推动行业良性发展，推荐与中石化合作联营 LNG 运输分销的恒通股份。

表 3:中石化集团旗下剩余上市平台 (剔除中石化股份有限公司)

公司代码	公司简称	市值 (亿元)	主要业务	公司业绩是否亏损
600688	上海石化	610	中国最大之石油化工企业之一,是高度综合性石油化工企业,主要生产合成纤维、树脂和塑料、中间石油化工产品及石油产品。	否
000554	泰山石油	57	成品油与天然气销售	否
000731	四川美丰	60	尿素、复合肥、柴油发动机氮氧化物、三聚氰胺、硝酸铵、包装塑料制品等化工产品;目前公司开展 LNG 清洁能源供应业务	16 年亏损且在扩大
000819	岳阳兴长	77	石油化工品,包括有丙烯、聚丙烯、MTBE、液化气、无纺布、邻甲酚等	否
000637	茂化实华	40	石油化工品,包括液化气、聚丙烯、醋酸仲丁酯、MTBE、溶剂油、乙醇胺、聚合级异丁烷、丙烷等	否
2386.HK	中石化炼化工程	283	炼化工程业务	否
0934.HK	中石化冠德	88	仓储、天然气运输、港口码头服务业务	否

资料来源: Wind、申万宏源研究

## 5. 行业信息

**1、1-4 月份化工行业增加值同比增长 4.7%。**国家发改委 5 月 31 日公布的数据显示,4 月,化工行业增加值同比增长 3.6%,增速同比回落 1.2 个百分点。主要产品中,乙烯产量同比增长 9.5%,初级形态的塑料产量增长 7.5%,合成橡胶产量增长 6.5%,合成纤维产量增长 12%;烧碱产量下降 0.9%,纯碱产量增长 7.7%;化肥产量下降 2.8%,其中,氮肥、磷肥分别下降 1.5%和 8.6%,钾肥增长 3.5%;农药产量下降 12.5%;橡胶轮胎外胎产量下降 0.8%;电石产量增长 1.1%。1-4 月,化工行业增加值同比增长 4.7%,增速同比提高 1.2 个百分点。主要产品中,乙烯产量 675 万吨,同比增长 8.7%。初级形态的塑料产量 2996 万吨,增长 7.5%;合成橡胶产量 186 万吨,增长 5.8%;合成纤维产量 1570 万吨,增长 14.2%。烧碱产量 1179 万吨,增长 0.1%;纯碱产量 864 万吨,增长 2.6%。化肥产量 1844 万吨,增长 1.6%;其中,氮肥、钾肥分别增长 2.3%和 13.8%,磷肥下降 4.6%。农药产量 67 万吨,下降 6.2%。橡胶轮胎外胎产量 26036 万条,下降 3.6%。电石产量 869 万吨,增长 2.6%。

**2、山东高端化工受益“精准供地”。**根据《山东省新旧动能转换重大工程实施规划》和《山东省高端化工产业发展规划(2018~2022)》,到 2022 年,全省高端化工产业增加值要力争达到 5100 亿元。为此,山东省建立了高端化工项目库,2018 年第一批推介的 35

个高端化工项目主要集中在化工新材料和大型炼化一体化领域，总投资 2992 亿元。万华化学聚氨酯产业链一体化—乙烯项目、威联化学 200 万吨/年 PX 项目等一批起点高、投资大、带动力强的重点项目已相继开工建设。

**3、中国石油天然气管网进行最大规模资源调整。**5 月 25 日至 6 月 1 日，北京油气调控中心协调上中下游，统筹安排天然气全管网大型联合动火作业。作业期间资源调整总量突破 8000 万立方米天然气，为中国石油天然气管网调整规模最大的作业之一。

**表 4:石油化工行业重点公司估值表**

行业	简称	代码	2019/5/31	总市值	EPS				PE			
			收盘价	(亿元)	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
油气开采	新潮能源	600777.SH	2.12	144	0.09	0.21	0.27	0.22	24	10	8	10
	中国石化	600028.SH	5.43	6360	0.52	0.55	0.59	0.63	10	10	9	9
	中国石油	601857.SH	7.15	12390	0.29	0.39	0.48	0.58	25	18	15	12
	通源石油	300164.SZ	6.76	31	0.23	0.39	0.54	0.72	29	17	13	9
民营大炼化	恒力股份	600346.SH	17.13	866	0.66	1.50	2.18	2.68	26	11	8	6
	恒逸石化	000703.SZ	13.50	384	0.75	0.98	1.70	2.27	18	14	8	6
	荣盛石化	002493.SZ	11.48	722	0.26	0.56	1.12	1.29	44	21	10	9
原油加工	华锦股份	000059.SZ	6.65	106	0.66	0.84	1.16	1.48	10	8	6	4
	康普顿	603798.SH	11.63	23	0.38	0.72	0.81	0.92	31	16	14	13
	卫星石化	002648.SZ	13.89	148	0.89	1.28	1.71	2.03	16	11	8	7
	齐翔腾达	002408.SZ	8.21	146	0.47	0.51	0.57	0.73	17	16	14	11
	中国石油	601857.SH	7.15	12390	0.29	0.39	0.48	0.58	25	18	15	12
	中国石化	600028.SH	5.43	6360	0.52	0.55	0.59	0.63	10	10	9	9
LNG	上海石化	600688.SH	5.24	489	0.49	0.51	0.47	0.52	11	10	11	10
	广汇能源	600256.SH	3.71	252	0.28	0.38	0.47	0.55	13	10	8	7
	新奥股份	600803.SH	10.50	129	1.11	1.39	1.56	1.63	9	8	7	6

资料来源：Wind、申万宏源研究

## 6 . 风险

- 1、油价及化工品回落风险。
- 2、地缘政治影响。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。