

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年07月07日

分析师

分析师：吴轩 S1070519040001

☎ 021-61680360

✉ wu_xuan_cgws.com

联系人（研究助理）：易碧红

S1070117080036

☎ 0755-83460540

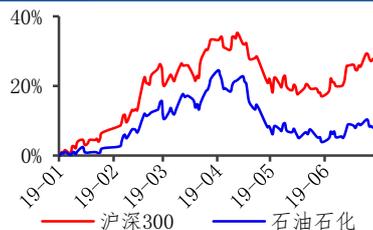
✉ yibihong_cgws.com

联系人（研究助理）：黄寅斌

S1070117070016

☎ 0755-83668784

✉ huangyb_cgws.com

行业表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<长丝库存大幅下降 PTA 利润继续扩

大>> 2019-06-30

<<地缘事件产生风险溢价 原油价格大幅

上涨>> 2019-06-23

裂解价差有所扩大 油价有望继续反弹

——石油石化行业周报

重点推荐公司盈利预测

股票名称	EPS		PE	
	19E	20E	19E	20E
中化国际	0.50	0.75	14.94	9.96
东华能源	0.81	0.91	10.63	9.46
恒力石化	0.99	1.41	12.28	8.62
桐昆股份	1.46	1.86	10.62	8.34

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 原油行情回顾：**本周原油价格下跌，其中美原油主力合约下跌 0.81% 至 57.73 美元/桶，布伦特主力合约下跌 0.17% 至 64.44 元/桶。
- 要点 1：裂解价差扩大，原油需求有所改善，原油有望继续反弹。**上周美原油库存下降 108.5 万桶，略低于市场预期，汽油消费即将进入旺季，对原油需求短期内或有所改善，裂解价差有所扩大。伴随着美国钻井数的减少和 OPEC+ 协议的达成，原油价格有望继续反弹。
- 要点 2：OPEC 达成减产协议，原油价格底部或存在支撑。**OPEC 和俄罗斯等产油国周二同意将石油供应削减协议延长至 2020 年 3 月，OPEC+ 日产量削减 120 万桶，相当于全球需求的 1.2%，为支撑油价。协议达成使得 OPEC+ 未来增量有限，全球增量主要来自于美国。
- 要点 3：原油中长期走势或将承压。**美原油 65 美金以上会覆盖到大部分页岩油的开采成本，同时下半年管道瓶颈的解决会导致美原油产量增加百万桶以上，致使美原油增长量较为确定，而 OPEC 继续扩大减产的力度有限，炼厂裂解价差被大幅压缩或表明终端需求转弱，因此原油中长期走势或将承压。
- 要点 4：PX 的大量投放，导致 PTA 重心下移在短期内或难以逆转。**2019 年 PX 投产产能约 1160 万吨，PTA 投产约 320 万吨，聚酯产能约 525 万吨。从产能匹配的角度看全年基本面从强到弱排序为：PTA 好于聚酯好于 PX。1160 万吨 PX 产能投放几乎使国内产能翻番，PX 转向过剩，PX 环节利润或将最先出尽，PX 的下跌将导致整个产业链重心的下移。
- 要点 5：PTA 在 2019 供需矛盾并不突出，全年或将维持高利润。**在中美贸易摩擦升级的背景下，国内纺服、长丝和短纤出口下滑，导致全年聚酯端需求或向下修正。聚酯全年产能 525 万吨投产，在中美摩擦的背景下，或将导致聚酯端小幅过剩。而 PTA 在 2019 年产能释放了较小，伴随着行业集中度的提升，PTA 环节的利润有望维持。
- 要点 6：PTA 环节利润高企，长丝库存小幅回升。**上周伴随着聚酯产厂减产范围的扩大，PTA 价格冲高回落，全周小幅收跌。PTA 环节现货加工

费维持在 1500 元/吨以上的高位，本周聚酯产销的聚酯减产，涤纶长丝库存小幅积累，其中 FDY 维持 12 天，POY 上升 0.5 天至 1.5 天，DTY 上升 0.5 天至 4.5 天。

- **要点 7: 割胶面积在 2018 年增速最大, 2019 年后逐渐放缓。**2012 年为橡胶种植增速的最高峰, 当年同比增速 12.96%, 新增的产能主要来自于泰国, 这两年种植的橡胶树为当前供应的主要增量, 而后的 6 年(2013 年到 2018 年)天然橡胶的主要种植国家的总种植面积基本恒定, 维持在 1180 到 1250 万公顷之间。单从新增面积来看, 天然橡胶总共约有 15% 左右的面积增量。
- **要点 8: 从单产来看, 随着老胶树的增加, 单产预计下滑 4% 左右。**从泰国和越南等主要割胶国家橡胶树龄分布来看, 处于主要割胶时期的橡胶树来看, 泰国 7-20 年胶龄橡胶树小幅增加, 主要集中在 14-20 年胶龄, 而越南 0-20 年胶龄的橡胶树大幅减少, 主要是由于 0-6 年和 14-20 年的橡胶树大幅减少, 而 20 年以上的橡胶树大幅增加, 因此单产的割胶量降低。天然橡胶主要开割国家单位开割面积至 2013 年开始逐步走低, 预计单产较 2011 年会有 4% 左右的下滑。
- **要点 9: 2020 年天然橡胶或将出现短缺。**按相对保守的预测, 我们对橡胶需求进行拆分, 判断轮胎对橡胶制品的需求增长约为 3.2%, 乳胶产品对橡胶的需求增长约为 4.1%, 鞋约为 3.2%, 工业制品的增量约为 4.2%, 粘结剂的增量约为 7.3%。我们判断 18-20 年橡胶综合年需求增长约为 3.55% , 18 年开始天然橡胶的总供应量增加约 11%, 因此推算在 2020 年天然橡胶或将出现短缺, 2020 年后供需缺口会逐渐放大。
- **投资建议:** 在行业景气度逐步走低的背景下, 建议关注两条产业主线: 一是关注有优质产能释放的标的: 如恒力石化等大炼化标的, 以及东华能源、卫星石化等; 二是关注价格处于长期底部, 未来上涨空间较大的标的: 如中化国际、海南橡胶等。
- **风险提示:** 中美贸易摩擦升级、OPEC 减产不及预期、PX 减产不及预期, 天然橡胶需求不及预期

目录

1. 行业重点新闻.....	5
2. 行业数据跟踪.....	6
3. 重点公司公告.....	8
4. 投资建议.....	8

图表目录

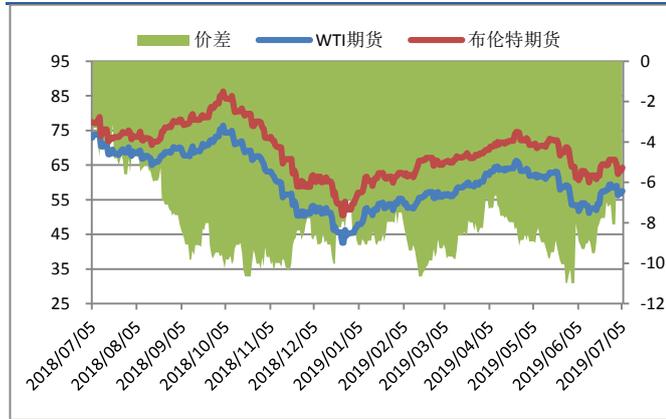
图 1: 原油期货结算价	6
图 2: 美原油库存量	6
图 3: 美炼厂产能利用率	6
图 4: 原油裂解价差	6
图 5: 美钻井数变化	6
图 6: 美原油进出口量	6
图 7: PX-石脑-300 价差	7
图 8: PTA 现做现卖加工费	7
图 9: PX-MX-180 价差	7
图 10: 聚酯产品现金流	7
图 11: 涤纶长丝库存	7
图 12: PTA 产业链开工率	7

1. 行业重点新闻

- 1、OPEC 和俄罗斯等产油国周二同意将石油供应削减协议延长至 2020 年 3 月，为支撑油价，成员国克服了分歧。**此前，俄罗斯总统普京上周六表示，他已与沙特达成协议，将延长协议期限，并继续将日产量削减 120 万桶，相当于全球需求的 1.2%。当前全球经济放缓的迹象可能打击石油需求增长，这意味着 OPEC 及其盟友可能面临一场通过控制供应来提振油价的艰苦战斗。
- 2、美国石油活跃钻井数减少 5 座至 788 座，三周来首次录得下降。**去年同期为 863 座。本周四由于是美国独立日假期，因此该数据提前至今日公布。此外，美国石油活跃钻井数 6 月减少 7 座，已经连续七个月下降且创 2016 年 5 月以来最大单月降幅，5 月减少 5 座。因美国油企开始减少新钻井的建造，从而将注意力转向盈利增长而非产量增长。同时这也是 2016 年 5 月以来最长的月线连降周期，当时曾连续九个月录得减少。更多数据显示，今年第二季度美国石油活跃钻井数累计减少 23 座。第一季度则减少 69 座，为 2016 年第一季度以来最大降幅，当时减少了 164 座。
- 3、美国原油库存减少 108.5 万桶至 4.685 亿桶，市场预估为减少 248.4 万桶。**美国能源信息署(EIA)周三(7 月 3 日)公布报告显示，截至 6 月 28 日当周，上周美国原油库存降幅不及预期，美国原油库存减少 108.5 万桶至 4.685 亿桶，市场预估为减少 248.4 万桶。上周美国东海岸原油储量升至 2017 年 9 月以来新高。美国汽油库存减少 158.3 万，连续 3 周录得下滑，市场预估为减少 217.5 万桶。同时上周美国东海岸汽油库存降至 2012 年以来新低。
- 4、EIA 预测美国明年将成为能源净出口国，为 70 年来首次。**EIA 在月度《短期能源展望》报告预计，2019 年美国石油日需求将增加 36 万桶。2020 年，美国石油需求将增加 25 万桶。该机构预计，2019 年 4 月-9 月，美国将成为汽油、混合油的净出口国，这是 1960 年以来首次。在页岩油的推动下，美国已成为全球最大的原油生产国，2018 年的产量接近 1100 万桶，打破了 1970 年创下的年度纪录。EIA 在此前发布的年度能源展望报告中已经预测，随着美国原油和天然气产量的增加以及国内需求的减少，美国明年将成为能源净出口国，为 70 年来首次。

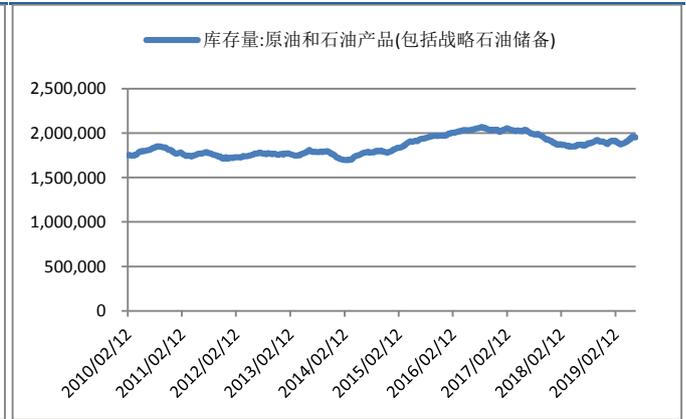
2. 行业数据跟踪

图 1: 原油期货结算价



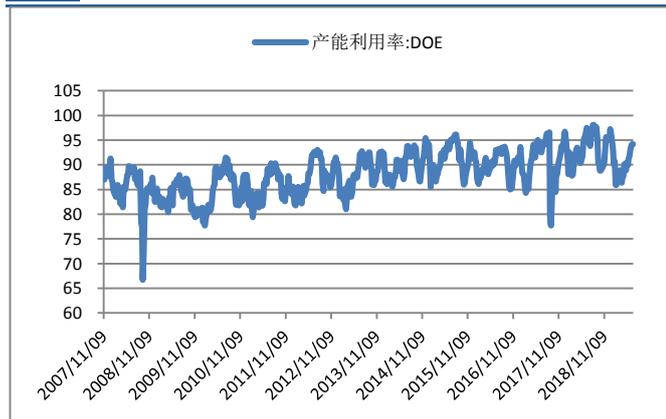
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 2: 美原油库存量



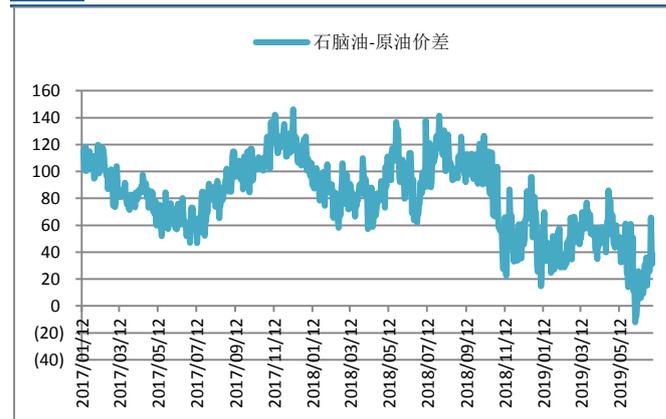
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 3: 美炼厂产能利用率



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 4: 原油裂解价差



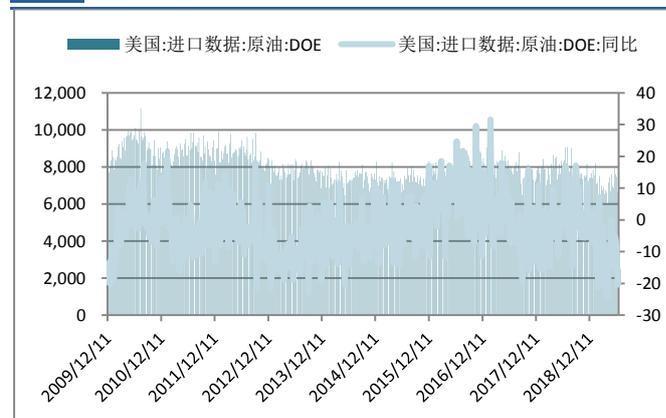
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 5: 美钻井数变化



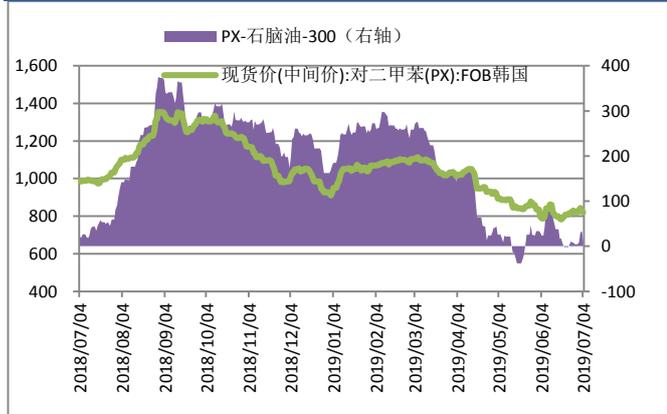
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 6: 美原油进出口量



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 7: PX-石脑油-300 价差



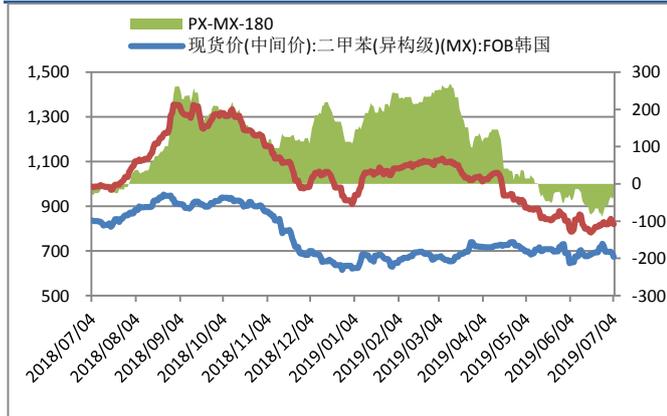
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 8: PTA 现做现卖加工费



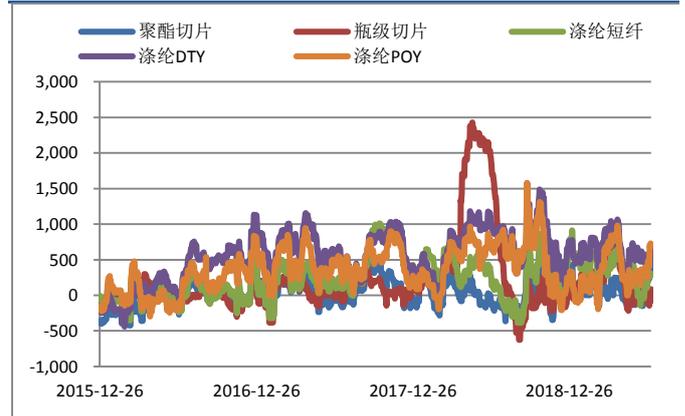
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 9: PX-MX-180 价差



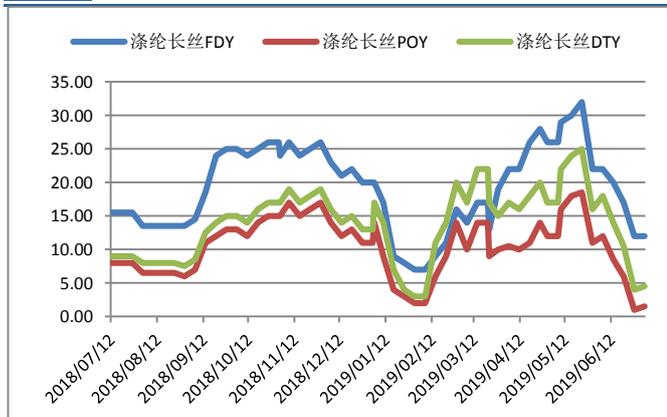
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 10: 聚酯产品现金流



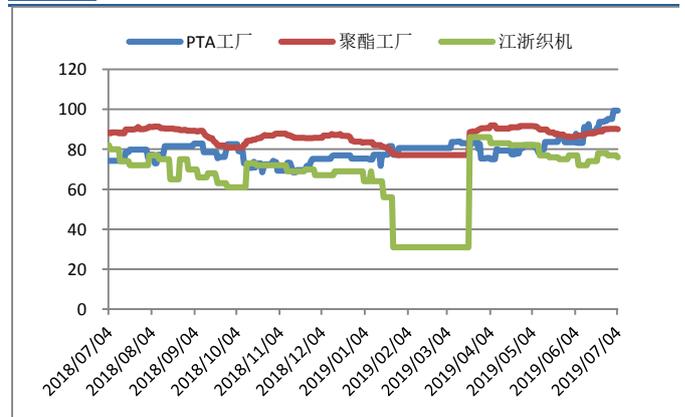
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 11: 涤纶长丝库存



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 12: PTA 产业链开工率



资料来源: Wind, 长城证券研究所

3. 重点公司公告

【恒力石化】控股股东累计增持 1470.71 万股。

【齐翔腾达】控股股东及其一致行动人增持约 4255 万股。

【中油工程】拟中标 10.7 亿美元中国石油伊拉克公司关于 GPP 项目 EPC 总承包及运行维护项目。

4. 投资建议

- **原油行情回顾：**本周原油价格下跌，其中美原油主力合约下跌 0.81% 至 57.73 美元/桶，布伦特主力合约下跌 0.17% 至 64.44 元/桶。
- **要点 1：裂解价差扩大，原油需求有所改善，原油有望继续反弹。**上周美原油库存下降 108.5 万桶，略低于市场预期，汽油消费即将进入旺季，对原油需求短期内或有所改善，裂解价差有所扩大。伴随着美国钻井数的减少和 OPEC+ 协议的达成，原油价格有望继续反弹。
- **要点 2：OPEC 达成减产协议，原油价格底部或存在支撑。**OPEC 和俄罗斯等产油国周二同意将石油供应削减协议延长至 2020 年 3 月，OPEC+ 日产量削减 120 万桶，相当于全球需求的 1.2%，为支撑油价。协议达成使得 OPEC+ 未来增量有限，全球增量主要来自于美国。
- **要点 3：原油中长期走势或将承压。**美原油 65 美金以上会覆盖到大部分页岩油的开采成本，同时下半年管道瓶颈的解决会导致美原油产量增加百万桶以上，致使美原油增长量较为确定，而 OPEC 继续扩大减产的力度有限，炼厂裂解价差被大幅压缩或表明终端需求转弱，因此原油中长期走势或将承压。
- **要点 4：PX 的大量投放，导致 PTA 重心下移在短期内或难以逆转。**2019 年 PX 投产产能约 1160 万吨，PTA 投产约 320 万吨，聚酯产能约 525 万吨。从产能匹配的角度看全年基本面从强到弱排序为：PTA 好于聚酯好于 PX。1160 万吨 PX 产能投放几乎使国内产能翻番，PX 转向过剩，PX 环节利润或将最先出尽，PX 的下跌将导致整个产业链重心的下移。
- **要点 5：PTA 在 2019 供需矛盾并不突出，全年或将维持高利润。**在中美贸易摩擦升级的背景下，国内纺服、长丝和短纤出口下滑，导致全年聚酯端需求或向下修正。聚酯全年产能 525 万吨投产，在中美摩擦的背景下，或将导致聚酯端小幅过剩。而 PTA 在 2019 年产能释放了较小，伴随着行业集中度的提升，PTA 环节的利润有望维持。
- **要点 6：PTA 环节利润高企，长丝库存小幅回升。**上周伴随着聚酯产厂减产范围的扩大，PTA 价格冲高回落，全周小幅收跌。PTA 环节现货加工费维持在 1500 元/吨以上的高位，本周聚酯产销的聚酯减产，涤纶长丝库存小幅积累，其中 FDY 维持 12 天，POY 上升 0.5 天至 1.5 天，DTY 上升 0.5 天至 4.5 天。
- **要点 7：割胶面积在 2018 年增速最大，2019 年后逐渐放缓。**2012 年为橡胶种植增速的最高峰，当年同比增速 12.96%，新增的产能主要来自于泰国，这两年种植的橡胶

树为当前供应的主要增量，而后的6年（2013年到2018年），天然橡胶的主要种植国家的总种植面积基本恒定，维持在1180到1250万公顷之间。单从新增面积来看，天然橡胶总共约有15%左右的面积增量。

- **要点 8: 从单产来看，随着老胶树的增加，单产预计下滑 4%左右。**从泰国和越南等主要割胶国家橡胶树龄分布来看，处于主要割胶时期的橡胶树来看，泰国 7-20 年胶龄橡胶树小幅增加，主要集中在 14-20 年胶龄，而越南 0-20 年胶龄的橡胶树大幅减少，主要是由于 0-6 年和 14-20 年的橡胶树大幅减少，而 20 年以上的橡胶树大幅增加，因此单产的割胶量降低。天然橡胶主要开割国家单位开割面积至 2013 年开始逐步走低，预计单产较 2011 年会有 4% 左右的下滑。
- **要点 9: 2020 年天然橡胶或将出现短缺。**按相对保守的预测，我们对橡胶需求进行拆分，判断轮胎对橡胶制品的年需求增长约为 3.2%，乳胶产品对橡胶的需求增长约为 4.1%，鞋约为 3.2%，工业制品的增量约为 4.2%，粘结剂的增量约为 7.3%。我们判断 18-20 年橡胶综合年需求增长约为 3.55%，18 年开始天然橡胶的总供应量增加约 11%，因此推算在 2020 年天然橡胶或将出现短缺，2020 年后供需缺口会逐渐放大。
- **投资建议:** 在行业景气度逐步走低的背景下，建议关注两条产业主线：一是关注有优质产能释放的标的：如恒力石化等大炼化标的，以及东华能源、卫星石化等；二是关注价格处于长期底部，未来上涨空间较大的标的：如中化国际、海南橡胶等。
- **风险提示:** 中美贸易摩擦升级、OPEC 减产不及预期、PX 减产不及预期，天然橡胶需求不及预期

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>