

石油化工 (072201)

油价短期风险折价仍在, 波动或加剧

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

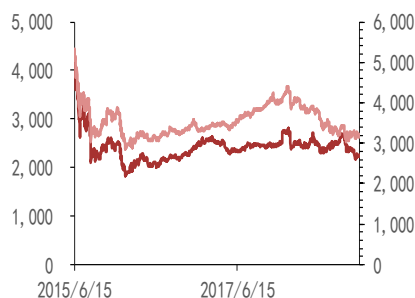
重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020		
中国石油	7.40	0.12	0.33	0.38	0.43	62	22	19	17	0.13	买入
中国石化	5.63	0.42	0.62	0.66	0.73	13	9	9	8	0.19	买入
中油工程	3.88	0.12	0.26	0.37	0.49	32	15	10	8	0.13	增持
新奥股份	10.1	0.64	1.17	1.42	1.60	16	9	7	6	0.10	买入
广汇能源	3.87	0.13	0.26	0.38	0.48	30	15	10	8	0.15	买入
桐昆股份	10.2	1.35	1.38	2.14	2.41	8	7	5	4	3.34	买入
恒力股份	13.6	0.61	0.7	1.8	2.2	22	19	8	6	1.32	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

- **核心观点: 原油价格波动加剧, 企稳尚需时间。**自12月14日以来, 原油期货价格自61.8美元/桶最低下降至50.2美元/桶(下跌18.8%), NYMEX原油期货价格自52.9美元/桶最低下滑至42.3美元/桶(下跌20.0%)。然而随着美股反弹, 昨日NYMEX原油期货收涨9.59%, 46.61美元/桶, 创三年多以来最大单日涨幅; 原油期货收涨8.69%, 55.18美元/桶。原油市场呈现出波动加剧的特征。通过复盘近期下跌主导因素和未来可能变化, 我们预期短期原油价格企稳或尚需时间。
- **近期原油价格大跌主要受到三个风险折价因素的影响: 美股大跌引发需求担忧、短期供给或在高位、美元指数仍旧强势。**
- **1、风险折价1: 油价与美股的关系 —— 美股大跌, 油价同样受到冲击。(1) 恐慌指数大增。**近期伴随着美国CPI等指标走弱和美联储继续加息, 市场担忧美股盈利增长可持续性, 导致恐慌指数急剧增加。同样美股大跌, 12月以来美股累计跌幅达10.42%, 如果后续维持该跌幅, 将创造09年以来最大的月跌幅。(2) **美股大跌, 油价跟随。**我们复盘了美股和原油价格走势的关系, 发现每一轮美股大跌, 油价都将跟跌。其中的寓意即是需求的下滑, 股市的下跌是对于全球经济下滑的预期, 中国和欧洲疲弱的经济数据, 同时美国消费等数据走弱, 加剧了市场对于原油需求的增长担忧。
- **2、风险折价2: 短期原油供给仍呈现增加趋势: 12月原油产量仍呈现增加趋势。**(1) **OPEC 12月份产量仍在高位!**根据OPEC数据, 11月OPEC产量为3296.5万桶/日, 比10月下降1.1万桶。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37.7万桶/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。短期OPEC产量仍旧在高位。(2) **美国页岩油产量持续增加。**美国能源情报署12月17日表示, 年底前, 美国七个主要页岩盆地的石油日产量料将首次攀升至803万桶。(3) **俄罗斯产量维持高位。12月俄罗斯产量将达历史新高**
- **3、风险折价3: 美元指数强势, 油价承压。美元指数大涨压制油价表现。**由于石油是由美元定价, 原油价格与美元关系较为复杂。虽然美元指数并非原油价格的决定性因素, 甚至原油价格可能影响美元指数, 但是根据美元和油价的历史走势关系, 仍然呈现出一定关系。我们发现只有少数情况下, 美元指数和油价或同向而行, 通常油价和美元指数负相关。今年4月-10月, 美元指数和油价同向而行, 主要的原因是受到美国持续加息和其他经济体经济走弱, 美元持续强势上行, 而油价受到地缘政治风险加剧和旺季需求导致库存下降等因素导致油价同样走强。但10月份以来, 油价和美元指数重回负相关, 近2个月来, 油价向下而美元指数向上。当前美国仍处于加息周期中, 美元指数的强势或将持续压制油价的表现。
- **美股反弹, 引发情绪修复, 油价大涨。圣诞节后, 美股反弹。**根据金融博客ZeroHedge称, 特朗普在周末启动跳水保护小组(Plunge Protection Team), 美国企业养老基金短期或买入640美元股票, 是美股大涨的原因。根据富国银行计算, 美国固定收益养老金基金将实现从债券转向股票的巨大再平衡, 或为历史最大规模的再平衡。短期将加剧市场波动。**风险偏好短期提升, OPEC+减产在即。**随着美股反弹, 短期市场风险偏好提升, 再加上OPEC+减产在即, 油价大涨。

■ OPEC+减产能否帮助原油市场再平衡？

■ **我们认为，从当前供需格局来看，如果不发生极端地缘政治事件，即使考虑 OPEC+ 减产，原油市场在 19 年 1 季度仍处于供给过剩状态。1、原油供需平衡：供需过剩程度或减轻。**根据 EIA 数据，2018 年 10 月全球原油供给过剩量为 196 万桶/日。如果 OPEC+、加拿大等产量下滑达 150 万桶/日，假设美国原油产量稳定，需求持平，那么原油市场仍处于供给过剩状态，但供给过剩程度将减轻。此外，根据 EIA 预测，19Q1，全球原油供给过剩量为 35 万桶/日，原油整体仍处于供给过剩状态，但是供给过剩程度相较于 18Q4 缩窄（18Q4 为 88 万桶/日）。根据 IEA 数据，19Q1 全球原油过剩量为约 20 万桶/日，同样预计原油市场仍处于供给过剩状态。**2、供给端：OPEC+ 减产协议达成，美油产量或持续增加。**OPEC 发布公告称，将从明年 1 月份起在 2018 年 10 月产油量的基础上减产 80 万桶/日，非 OPEC 国家将会减产 40 万桶/日，其中俄罗斯将减产约 22.8 万桶/日。如果 OPEC+ 减产执行程度高，那么除伊朗和委内瑞拉外的 OPEC 产量在 1 月份或下滑 80 万桶/日。考虑到伊朗和委内瑞拉产量下滑，两者或再下降 10-20 万桶/日；此外，考虑到加拿大减产，为解决加拿大国内能源产业的危机，加拿大阿尔伯塔省将从明年 1 月起减少原油与沥青的产量。减产幅度达 32.5 万桶/日，为当前产量的 8.7%。那么合计 19 年 1 月供给端减量或达 160-170 万桶。如果美国产量继续增产，根据 EIA 预测预计 2019 年美国原油产量达 1206 万桶/日，较 18 年增产 118 万桶/日，考虑到 1 季度新增管线或为 20-30 万桶/日，预计 19Q1 产量增加 20 万桶/日。综合考虑，供给端或缩窄 140-150 万桶/日。**3、需求端：需求增速存不确定性。**根据三大机构的预测，EIA 预计 18-19 年需求增量分别为 153 万桶/天、152 万桶/天；IEA 预计 18-19 年原油需求增量分别为 120 万桶/日和 140 万桶/日，维持其前期观点；OPEC 预计 18-19 年需求增量分别为 150 万桶/天、129 万桶/天。从当前三大机构对于明年需求增速预测来看，最低也有 129 万桶/日的原油需求增量。主要需求边际贡献量主要是中国和印度，此外美国的需求量的影响同样重要。当前由于我国处于经济下行周期，且美国经济动能在减弱但尚不清楚美国是否会进入衰退。所以综合来看原油需求增速仍存在一定不确定性。**4、库存：仍处于库存上升通道。**当前 OECD 和美国商业原油同样虽然处于 5 年均值附近，但从近几个月的走势来看，当前处于累库存状态。

■ 油价中期观点：静待 OPEC+ 减产，19H1 或有反弹，19H2 或继续下行。

■ 当前原油过剩量估计在 200 万桶/日左右。此前，OPEC+ 达成减产协议，将从明年 1 月份起在 2018 年 10 月产油量的基础上减产 80 万桶/日，非 OPEC 国家将会减产 40 万桶/日，其中俄罗斯将减产约 22.8 万桶/日。再叠加上加拿大、委内瑞拉和伊朗的供给下滑，预计 2019 年 Q2 原油市场将处于紧平衡。根据 IEA 预测，如果 OPEC+ 严格执行减产，预计 2019Q2 原油市场将供不应求。我们预计油价或在 2019 年上半年出现反弹。预计 2019 年下半年油价将大幅下行，随着美国原油运输瓶颈的解决，建成的管道会增加至少 200 万桶/日的输出能力，美国原油产量也将随之提升。届时原油市场将重新回归供给过剩状态，油价或大幅下行。

■ **美国产量短期稳定，商业原油库存小幅下滑。**12 月 21 日美国采油钻机数为 883 台，较之前一周的数量增加 10 台，较年初增加 136 台。12 月 21 日美国天然气钻机数为 197 台，较之前一周的数量减少 1 台，较年初增加 13 台。12 月 14 日美国原油产量为 1160 万桶/天，与之前一周持平。美国活跃原油钻机数上周大增，市场预期美油产量或上升。此外，根据 EIA 数据，12 月 14 日美国商业原油库存为 44145.7 万桶，较之前一周减少 40.7 万桶。虽然下周库存下降速度不及市场预期，但美国商业原油开始持续 3 周下滑，减轻了市场对于库存持续增加的担忧。

■ **OPEC 国家产量未来或下滑。**根据 OPEC 数据，11 月 OPEC 产量为 3296.5 万桶/日，比 10 月下降 1.1 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 37.7 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。

■ **沙特产量达到新高，产量或大幅下降。**根据 OPEC 月报数据，11 月沙特产量为 1101.6 万桶/日，大增 37.7 万桶/日。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。且根据近期 OPEC 达成的减产协议，沙特目标是在 1 月份将产量降至 1020 万桶/日，产量或将大幅下降。

■ **伊朗产量大降。**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 万桶凝析油，其中欧洲和亚洲主要经济体是其主要的原油出口国。2018 年 11 月，伊朗产量为 295.4 万桶/日，环比下滑 37.9 万桶/日，产量已跌破 300 万桶/日。

- **价格和价差。**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 品种，下跌的有 73 个品种。价格涨幅前五：丁二烯（江苏市场），上涨 4%；丙烷（FOB 沙特），上涨 3.2%；天胶（标准胶）市场价：云南标一胶（上海），上涨 2.4%；丁二烯（CFR 东南亚），上涨 2.3%；丁苯橡胶（华东地区），上涨 1.7%。价格跌幅前五：现货价：天然气：亨利中心交割，下跌 -18.4%；NYMEX 天然气（期货连续收盘价），下跌 -9.9%；纯苯（FOB 韩国），下跌 -7.8%；PX（FOB 韩国），下跌 -7.7%；PX（CFR 中国主港），下跌 -7.6%；上周石化产品价差涨幅前五：炭黑 N330-1.65*煤焦油，上涨 367.3%；涤纶短纤-0.86*PTA-0.34*MEG，上涨 21.4%；顺丁橡胶-丁二烯，上涨 10.3%；聚酯切片-0.86*PTA-0.34*MEG，上涨 8.9%；FDY-0.86*PTA-0.34*MEG，上涨 6.9%。价差跌幅前五：纯苯-石脑油，下跌-43.2%；PX-石脑油（国内），下跌 -20%；PX-MX，下跌-17.1%；PTA-0.66*PX（国内），下跌-16.8%；PX-石脑油（国外），下跌 -13.7%。
- **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。

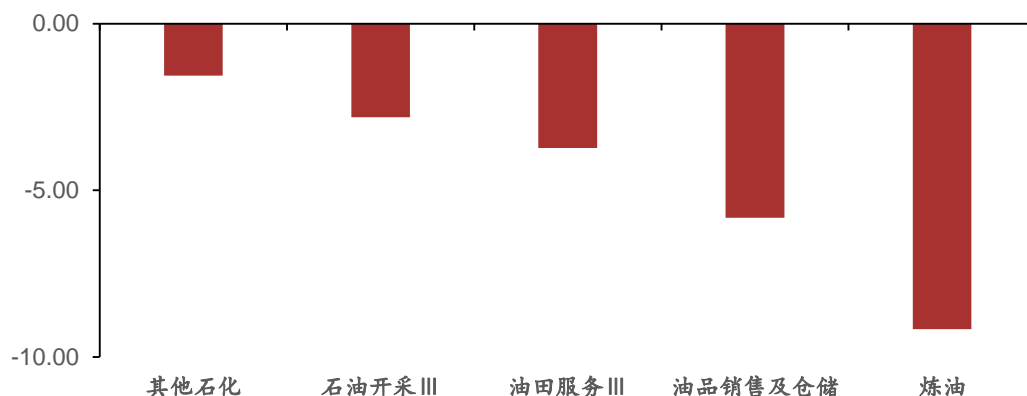
内容目录

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（广汇能源、中油工程、新奥股份）	- 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）	- 16 -
风险提示.....	- 17 -

石油石化行业市场复盘

- 上周（2018.12.24-2018.12.28）石油石化指数（中信）下跌 5.4%，沪深 300 指数下跌 0.91%，石油化工板块弱于大盘。上周石油化工子行业中，石油开采Ⅲ（-2.81%）、炼油（-9.17%），其他石化（-1.56%）、油田服务Ⅲ（-3.73%）、油品销售及仓储（-5.82%）下跌。

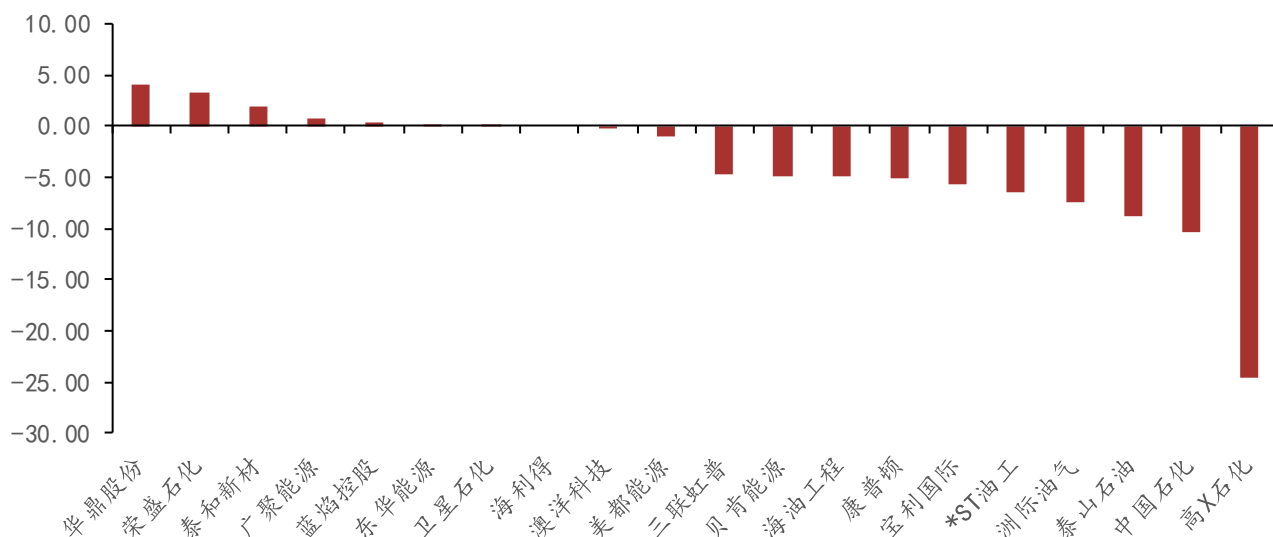
图表 1：本周石油板块表现



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华鼎股份(4.11%)、荣盛石化(3.28%)、泰和新材(1.98%)、广聚能源(0.76%)；石油化工板块领跌个股为高X石化(-24.68%)、中国石化(-10.3%)、泰山石油(-8.73%)、洲际油气(-7.45%)、*ST油工(-6.44%)。

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

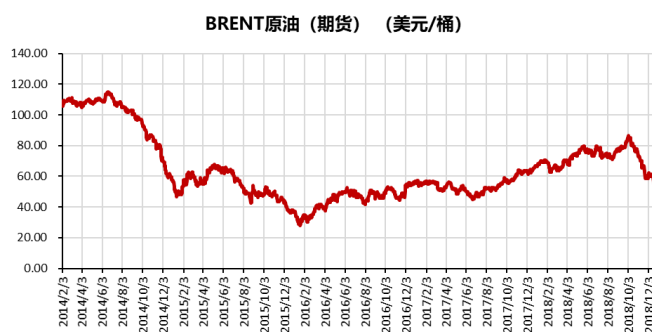
原油期货价格

- 12月28日 BRENT 原油期货价格为 52.2 美元/桶，较之前一周下 1.62 美元/桶；12月28日 WTI 原油期货价格为 45.33 美元/桶，较之前一周下跌 0.26

美元/桶。

图表 3: WTI 原油期货价格

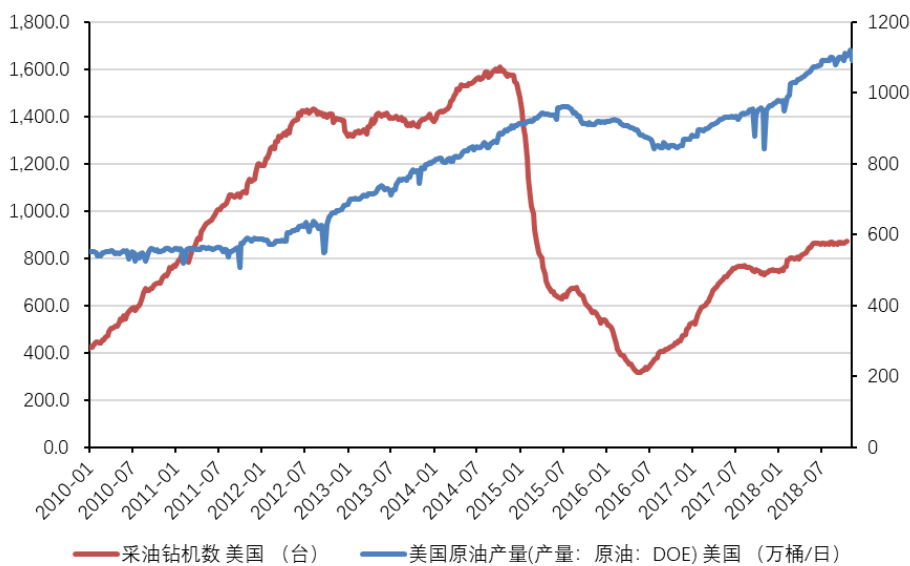

来源: Wind、中泰证券研究所

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: 12月28日美国采油钻机数为885台,较之前一周的数量增加2台,较年初增加138台。12月28日美国天然气钻机数为198台,较之前一周的数量增加1台,较年初增加16台。

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1153台,较上周数量减少58台。

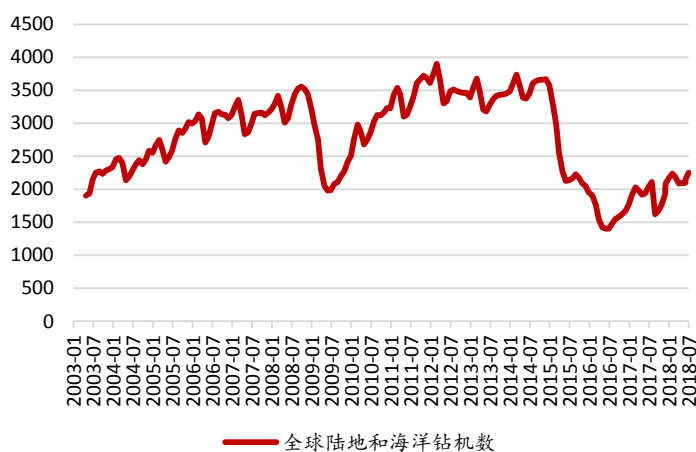
图表 6: 北美采油钻机数

来源: Wind、中泰证券研究所

国家	本周	上周环比变化	去年同比变化
美国	1083	3	154
加拿大	70	-61	-66
北美	1153	-53	88
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	2	138
天然气钻机	198	1	16
其他钻机	0	0	0
定向钻机	70	-1	2
水平钻机	945	4	149
垂直钻机	68	-1	3
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	2	0	1
Arkoma Woodford	6	0	-2
Barnett	2	0	-4
Cana Woodford	59	0	-14
DJ-Niobrara	30	0	4
Eagle Ford	80	0	10
Granite Wash	11	1	-1
Haynesville	52	1	6
Marcellus	57	0	9
Mississippian	8	0	5
Permian	486	0	88
Utica	17	1	-11
Williston	56	0	9

- 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

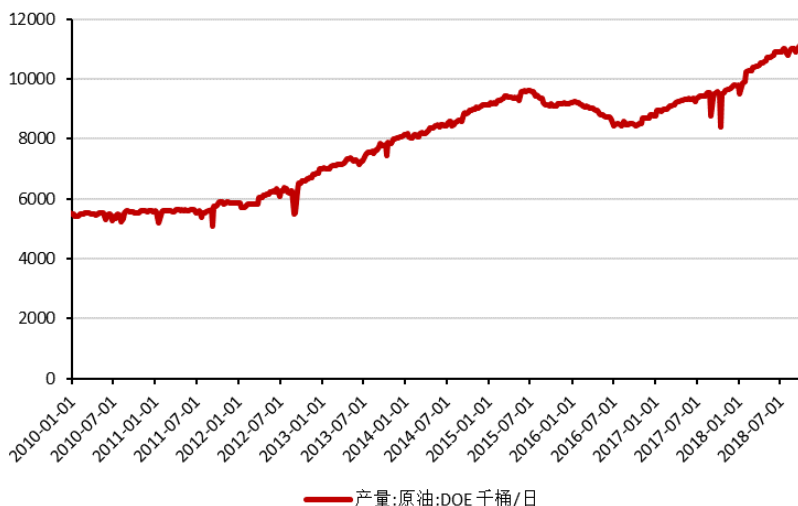


来源: Wind、中泰证券研究所

原油期货价格美国原油库存及产量

- 美国原油产量：12月21日美国原油产量为 1170 万桶/天，较之前一周增加 10 万桶/天。

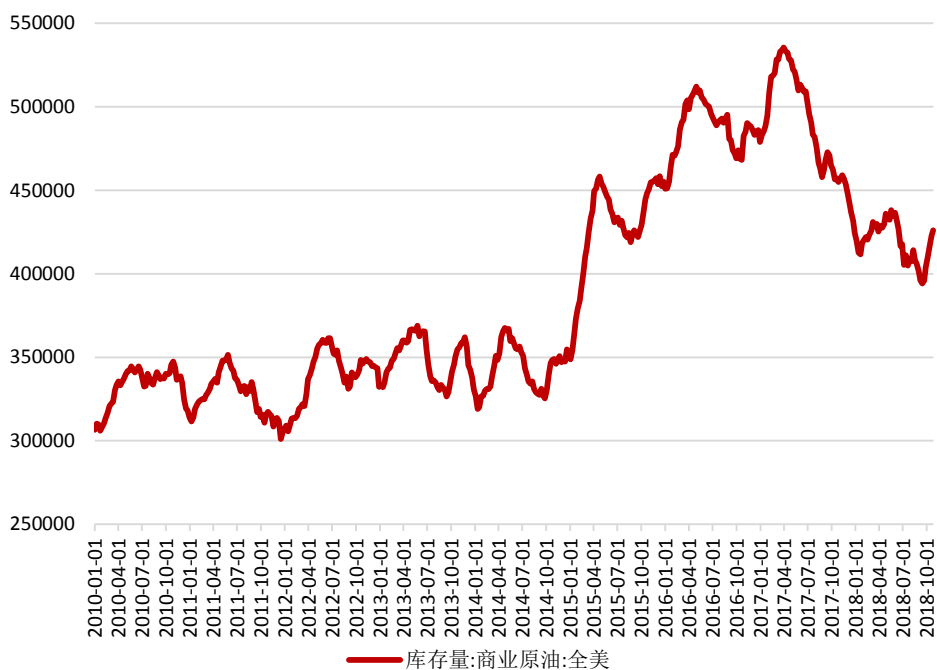
图表 8: 美国原油产量



来源: Wind、中泰证券研究所

■ 美国商业原油库存: 12月21日美国商业原油库存为44141.1万桶, 较之前一周减少4.6万桶。

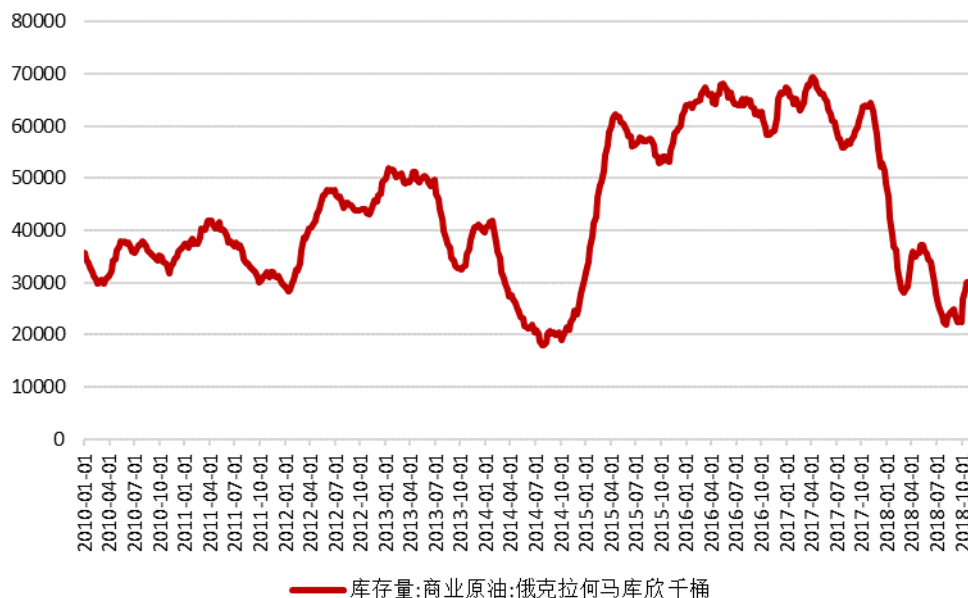
图表 9: 美国商业原油库存



来源: Wind、中泰证券研究所

■ 美国库欣地区原油库存: 美国库欣地区原油库存为4129.1万桶, 较之前一周增加79.9万桶。

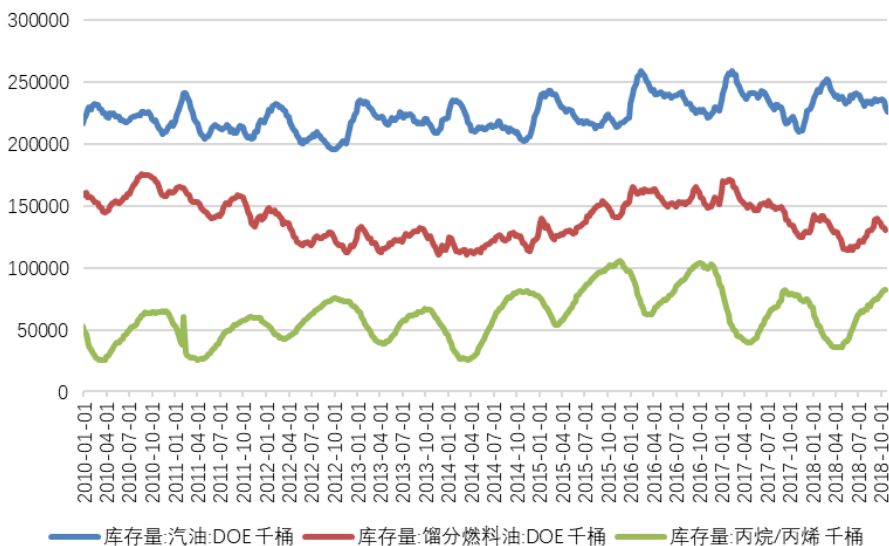
图表 10: 美国库欣地区商业原油库存



来源: Wind、中泰证券研究所

- 美国汽油、馏分油和丙烷/丙烯库存:12月21日美国汽油库存为23310.6万桶,较之前一周增加300.3万桶;12月21日美国馏分油库存为11990.2万桶,较之前一周增加了0.2万桶;12月21日美国丙烷/丙烯库存为7221.9万桶,较之前一周减少了102.7万桶。

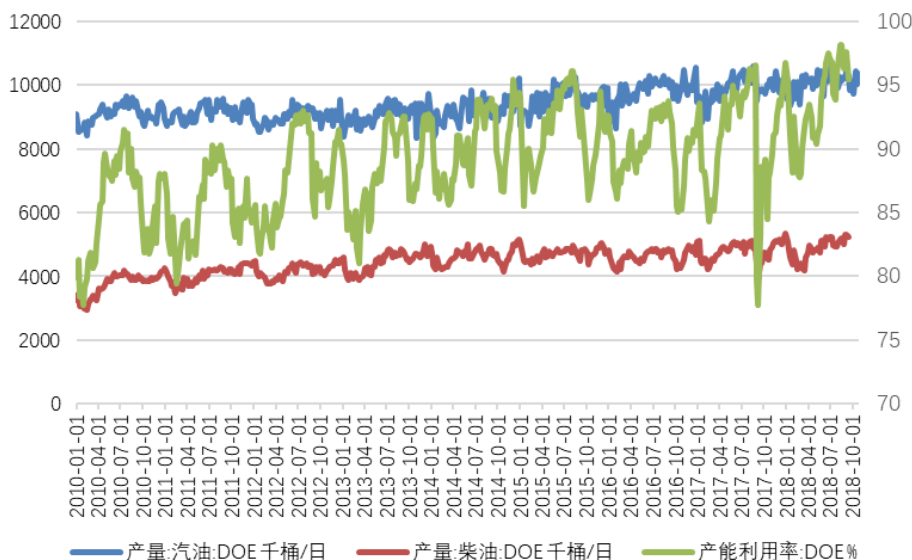
图表 11: 美国汽油、馏分油和丙烷/丙烯库存



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:12月21日美国汽油产量为1014.4万桶/天,较之前一周减少19万桶/天;12月21日美国柴油产量为515.4万桶/天,较之前一周增加2.3万桶/天;12月21日美国产能利用率为95%,与之前一周持平。

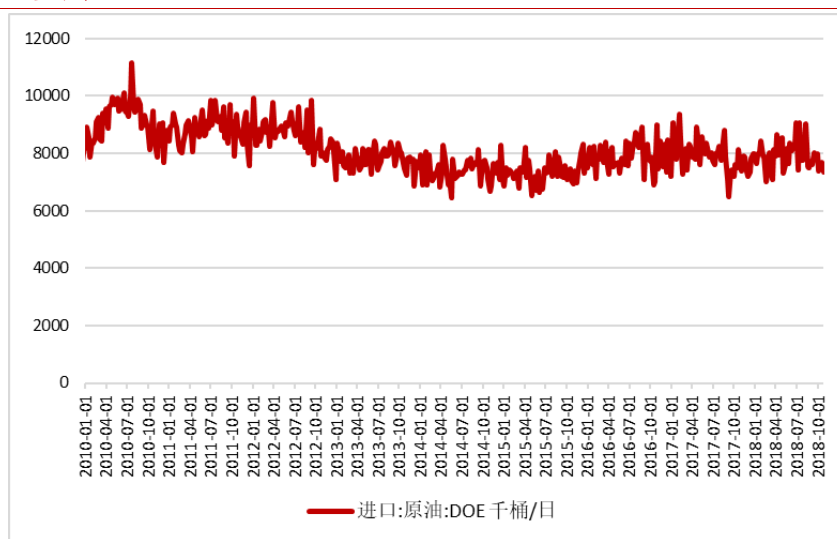
图表 12: 美国汽油和柴油产量及炼厂开工率



来源：Wind、中泰证券研究所

- 美国原油进口量：12月14日美国原油进口量为742.3万桶/天，较之前一周增加3万桶/天。

图表 13：美国原油进口量

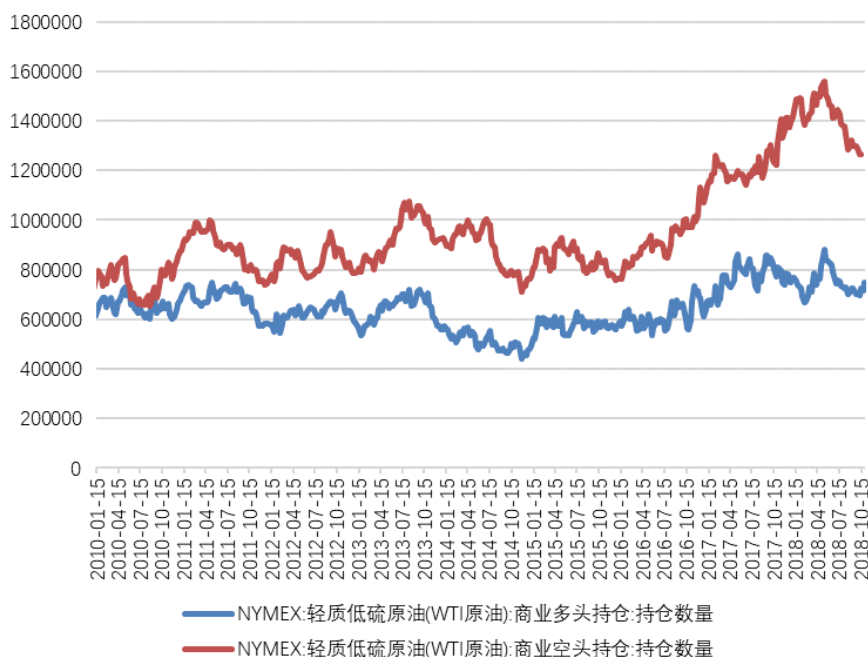


来源：Wind、中泰证券研究所

原油期货持仓情况

- 12月18日NYMEX轻质低硫原油(WTI原油)的商业多头持仓数量为820153份，较之前一周增加2.37%；12月18日NYMEX轻质低硫原油(WTI原油)的非商业多头持仓数量为502715份，较之前一周减少0.37%。

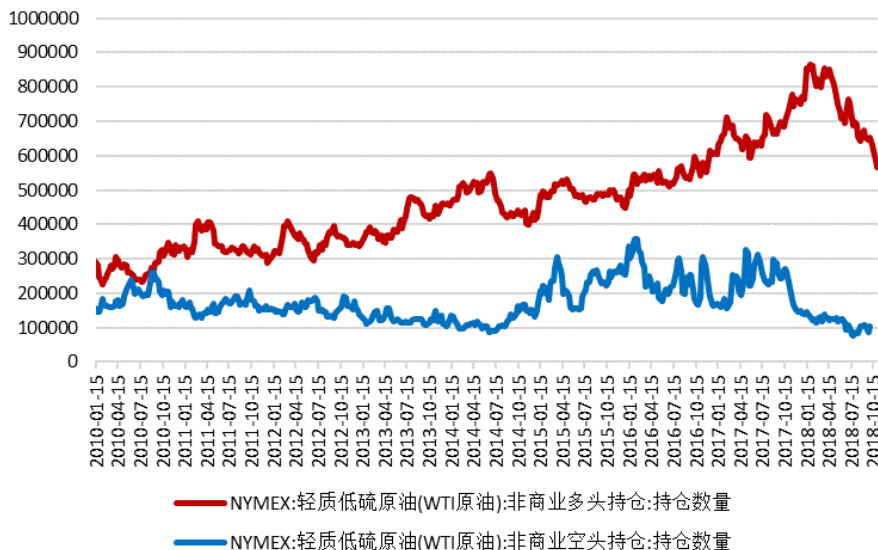
图表 14：商业多空持仓



来源: Wind、中泰证券研究所

- 12月18日NYMEX轻质低硫原油(WTI原油)的商业空头持仓数量为1154438份,较之前一周增加1.97%;12月18日NYMEX轻质低硫原油(WTI原油)的非商业空头持仓数量为193107份,较之前一周增加降低1.01%。

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

- 上周石化产品价格涨幅前五: 丁二烯(江苏市场), 上涨4%; 丙烷(FOB沙特), 上涨3.2%; 天胶(标准胶)市场价:云南标一胶(上海), 上涨2.4%; 丁二烯(CFR东南亚), 上涨2.3%; 丁苯橡胶(华东地区), 上涨1.7%。价格跌幅前五: 现货价:天然气:亨利中心交割, 下跌-18.4%; NYMEX天然

气 (期货连续收盘价), 下跌 -9.9% ; 纯苯 (FOB 韩国), 下跌 -7.8% ; PX (FOB 韩国), 下跌 -7.7% ; PX (CFR 中国主港), 下跌 -7.6% ;

图表 16: NYMEX 天然气价格

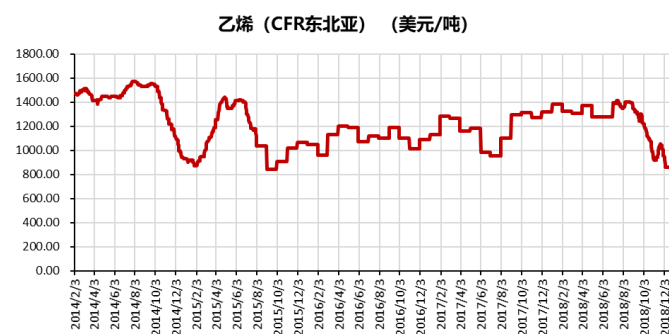

来源: Wind、中泰证券研究所

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



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 23: 聚酯切片价格

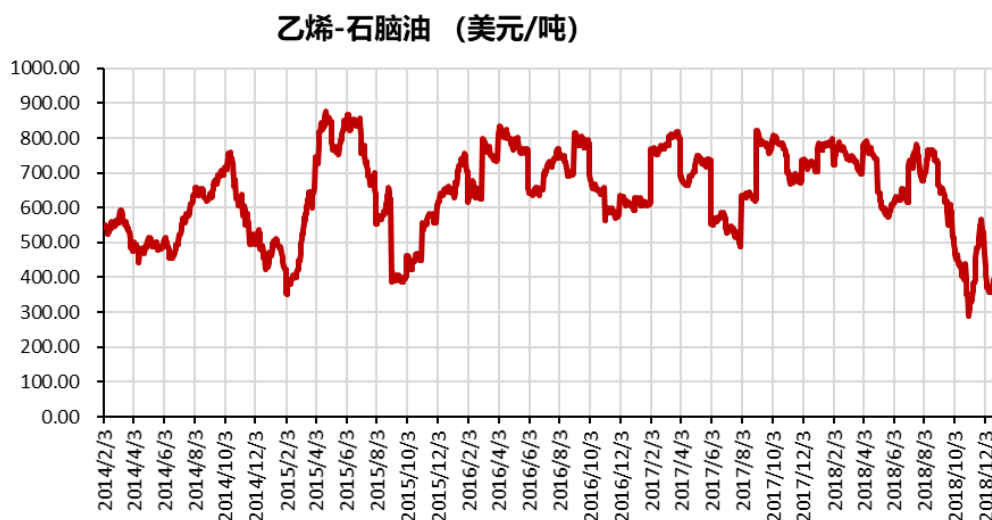


来源: Wind、中泰证券研究所

石化产品价差

- 上周石化产品价差涨幅前五: 炭黑 N330-1.65*煤焦油, 上涨 367.3%; 涤纶短纤-0.86*PTA-0.34*MEG, 上涨 21.4%; 顺丁橡胶-丁二烯, 上涨 10.3%; 聚酯切片 -0.86*PTA-0.34*MEG, 上涨 8.9%; FDY-0.86*PTA-0.34*MEG, 上涨 6.9%。价差跌幅前五: 纯苯-石脑油, 下跌-43.2%; PX-石脑油(国内), 下跌 -20%; PX-MX, 下跌 -17.1%; PTA-0.66*PX(国内), 下跌-16.8%; PX-石脑油(国外), 下跌 -13.7%。

图表 24: 乙烯价差



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 25: 丙烯价差

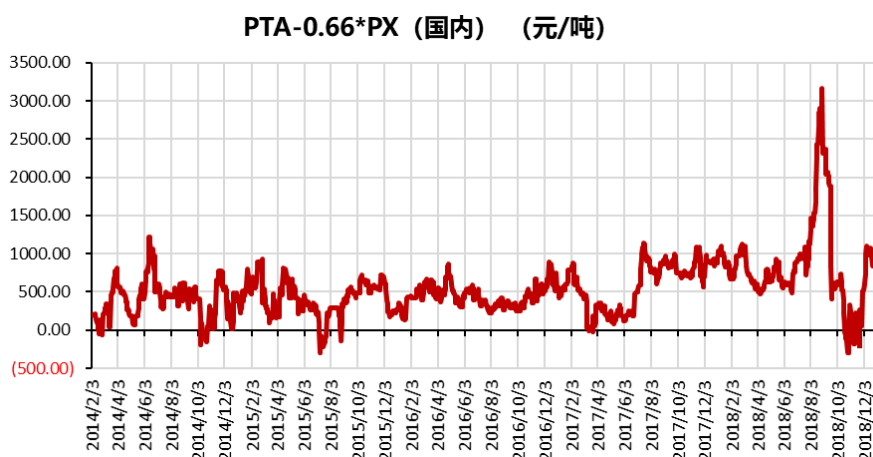


来源: Wind、中泰证券研究所

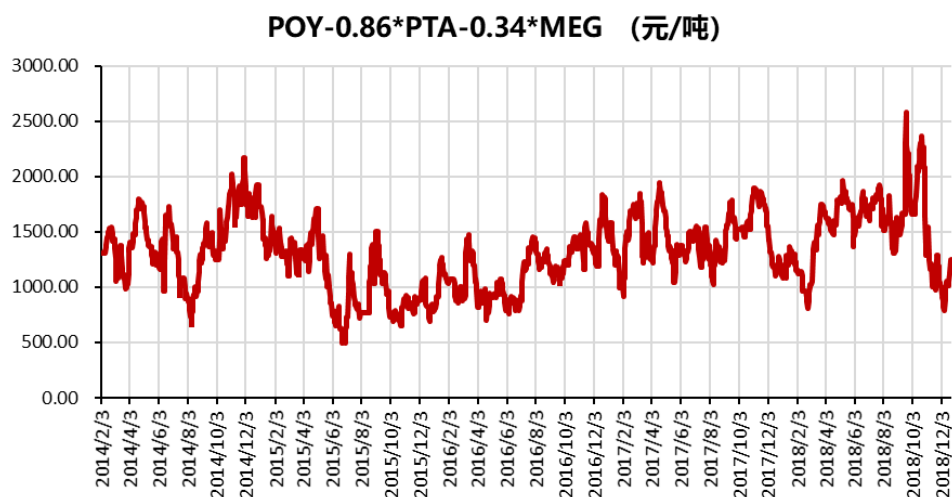
图表 26: PX-石脑油价差



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 27: PTA 价差


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 28: 涤纶长丝价差


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（广汇能源、中油工程、新奥股份）

- 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、管道运输等基础建设有望加速。
- 油气板块投资建议：我们建议关注广汇能源、中油工程、新奥股份。

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）

- 当前油价处于中油价时代。在中油价时代下，煤化工竞争优势仍比较明显。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。**当前油价处于中油价时代。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。
- **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, 行业装置停车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。