

石油化工

石化行业 2019 年度投资策略

维持评级

报告原因：策略研究

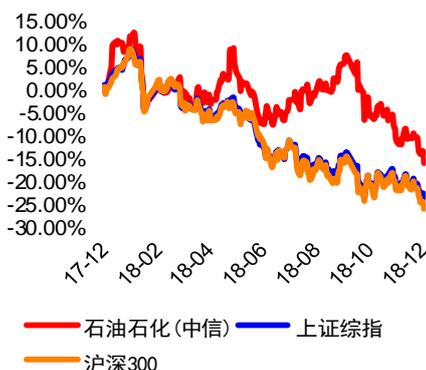
—油价维持在 50-70 美元/桶区间，看好优质成长股

中性

2018 年 12 月 29 日

行业研究/策略研究

行业市场表现



相关报告

石油化工行业周报（20180507--20180513）：高油价背后仍存在不确定性

石油化工行业周报（20180806--20180812）：油价在中性区间保持震荡波动，关注子行业低估值龙头

化工行业 2018 年中期策略：油价在中性区间高位震荡，化工行业景气度高

分析师:曹玲燕

执业证书编号: S0760511010002

邮箱: caolingyan@sxzq.com

研究助理:程俊杰

电话: 18536812761

邮箱: chengjunjie@sxzq.com

地址:

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

投资要点:

- **2018 年初至今股指重心不断下移。**2018 年初至今受到各种因素叠加影响，大盘指数出现大幅下滑，市场整体表现较为低迷。截至 2018 年 12 月 20 日，石油石化行业下跌 17.42%，在所有中信一级行业中排第三。同期沪深 300 指数下跌 24.95%，石油石化行业跑赢沪深 300 指数 7.53%。同时行业估值不断下行，PE、PB 处于近几年底部。
- **石化行业景气高位震荡，盈利保持较好水平。**石化行业自 2017 年以来进入景气周期，一直处于高位震荡，2018 年前三季度石化行业营业收入增速持续向好，实现营业收入 5631.79 亿元，同比增长 32.54%，石化行业归母净利润自 2017 年底快速增长，2018 年前三季度实现归母净利润 251.78 亿，同比增长 85.02%。
- **2019 原油市场展望。**2018 年以来油价走势符合我们之前在周报以及中期策略里的观点：**高油价背后存在不确定性，油价整体维持在 65-75 美元/桶区间。**具体来看，上半年油价屡创新高主要有这几点因素：OPEC 国家减产执行率较高、美国及 OECD 等国家商业原油库存呈下降态势、国际原油需求较为强劲、地缘政治因素同样影响油价等。然而 11 月以来油价开启“过山车”模式，油价大幅下滑，回吐今年以来的涨幅，主要是阿联酋和利比亚产量急升填补了美国制裁伊朗造成的供应空缺，供应逐步上升、美国原油库存连续数周增加、EIA 原油库存增长、全球需求量放缓等多重因素叠加令油价下行，原油市场从担心制裁伊朗导致的供应趋紧迅速转变为对供应过剩的担忧，并且这种供应过剩的担忧在持续升温。**展望 2019 年油价，短期来看，我们预期美国原油的产量将会进一步提高，原油面临供应过剩的风险。**根据美国公布的地质勘探报告显示美国本

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
7 层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

土原油产能增速正远超预期。而另一产油大国俄罗斯也没有决心降低原油产量的迹象，同时全球贸易局势等不确定性等因素都会使油价在未来进一步下行，但考虑到地缘政治因素和需求因素能够一定程度上支撑油价，使得油价回落幅度不大，因此我们将油价由之前的 65-75 美元/桶的区间下调为 50-70 美元/桶区间。

- **炼化项目投产在即，行业供需迎来改善。**随着 PX 产能投放加速，PX 供求关系有望缓和，产业链盈利点将逐步向 PTA 和涤纶长丝转移，因此具备 PTA 和涤纶长丝一体化优势的企业有望在产业链盈利转移的过程中直接受益。我们认为 2019 年 PTA 面临供应偏紧的形势，涤纶长丝受到下游需求增速的放缓景气度将有所下行。
- **重点关注大市场+小公司的投资逻辑。**我们认为 2019 年投资标的应基于以下两点逻辑进行选择，首先体现企业盈利指标如毛利率、净利率与同行业上市公司相比较为高，并且连续五年 ROE 保持稳定在 15% 左右。其次我们认为具有大市场，以中小市值公司为主的龙头，下游需求持续稳定，本身具有护城河优势，新进入者竞争优势不如这些公司，行业一旦出现拐点，良好的基本面支撑，公司将脱颖而出。因此我们筛选出国光股份，属于大市场+小公司特征，公司是国内植物生长调节剂原药及制剂登记产品最多的企业，拥有一定的护城河。与农药行业上市公司相比，公司毛利率、净利率水平位居行业第一，ROE 也处于行业前列，同时资产负债率低于行业平均水平。
- **投资建议：**我们建议两条投资主线：（一）随着炼化一体化项目陆续投产，我们认为相关上市公司将带来业绩的增量，大幅提升其盈利能力。建议关注恒力股份、恒逸石化、荣盛石化、桐昆股份。（二）基于大市场+小公司的投资逻辑，建议重点关注国光股份。
- **风险提示：**1) 油价大幅波动；2) 炼化项目投产不及预期；3) 宏观经济大幅下滑。

目录

1.石油化工行业回顾.....	8
1.1 年初至今跌幅较大.....	8
1.2 石化行业景气高位震荡.....	11
2.原油市场回顾与展望.....	17
2.1 2018 年油价走势回顾.....	17
2.2 影响原油市场的因素分析.....	20
2.3 2019 年展望：油价维持 50-70 美元/桶区间.....	26
3.炼化项目投产在即，行业供需迎来改善.....	26
3.1 民营炼化项目将陆续投产.....	26
3.2 PX 产能迎来高峰期.....	28
3.3 PTA 产能增速放缓.....	30
3.4 涤纶长丝景气将有所下行.....	33
4.投资策略及重点公司.....	35
4.1 投资策略.....	35
4.2 重点公司.....	36
恒力股份.....	36
恒逸石化.....	37



荣盛石化.....	38
桐昆股份.....	39
国光股份.....	40
5.风险提示.....	44

图表目录

图 1 行业涨跌幅（截至 2018 年 12 月 20 日）	8
图 2 各子板块涨跌幅（截至 2018 年 12 月 20 日）	9
图 3 PE（TTM）走势	9
图 4 子板块 PE（TTM）（截至 2018 年 12 月 20 日）	9
图 5 PB 走势	10
图 6 子板块 PB（截至 2018 年 12 月 20 日）	10
表 1: 2018 年初至今涨跌幅（剔除新股、次新股，截至 12 月 20 日，基金持股比例统计至三季度）	11
图 7 行业景气度高位震荡	12
图 8 工业增加值增速	12
图 9 行业 PPI 指数	12
图 10 中国化工产品价格指数(C CPI)	12
图 11 固定资产投资完成额增速	13
图 12 房地产销售面积增速回落	13
图 13 汽车产销量增速	13
图 14 家电产量增速	13
图 15 纺织服装零售额增速	14
图 16 美元对人民币汇率（中间价）	14
图 17 进口数量指数（单位：上年同月=100）	14
图 18 出口数量指数（单位：上年同月=100）	14
图 19 石化行业营收增速（同比）	15
图 20 石化行业归属母公司股东的净利润增速（同比）	15
图 21 石化行业毛利率（%）	16
图 22 石化行业期间费用率（%）	16
图 23 石化行业 ROE（%）	16
图 24 石化行业资产负债率（%）	16
图 25 石化行业资本开支情况	17
图 26 中石油中石化资本开支情况	17
图 27 国际原油价格走势（美元/桶）（截至 2018 年 12 月 20 日）	18
图 28 全球原油需求与供应	20



图 29 主要原油生产国产量（千桶/日）	20
图 30 美国商业原油库存（千桶）	20
图 31 经合组织石油库存（百万桶）	20
图 32 石油需求量（百万桶/天）	22
图 33 发展中国家原油需求量（千桶/日）	22
图 34 主要原油生产国产量（千桶/日）	23
图 35 伊朗原油产量及出口量（千桶/天）	23
图 36 伊朗 GDP 表现情况	23
图 37 美国 GDP（单位：十亿美元）与 WTI 原油价格走势	25
图 38 美国二叠纪地区原油情况	25
图 39 CPI 与油价变动情况	25
图 40 美国 GDP 统计情况	25
图 41 美元指数与油价走势	26
图 42 WTI 非商业持仓数量占比	26
表 2 国内主要民营炼化项目规模对比	28
图 43 我国 PX 产能、产量、表观消费量等	28
图 44 国内 PX 开工率情况	28
图 45 PX 自给率情况	29
图 46 PX 价格走势	29
图 47 PTA 产能情况	30
图 48 我国 PTA 产量及表观消费量	30
图 49 我国 PTA 进出口数量及进口依赖度	30
图 50 国内 PTA 开工率	30
表 3 国内新增 PTA 产能	31
图 51 PTA 产业链负荷率	32
图 52 国内 PTA 市场价格	32
图 53 国内 PTA 库存同期变化	32
图 54 PTA 价差（截至 2018 年 12 月 20 日）	32
图 55 涤纶长丝产能及增速变化	33
图 56 涤纶长丝行业开工率	33
图 57 聚酯产能及同比	33
图 58 涤纶长丝库存较低	33



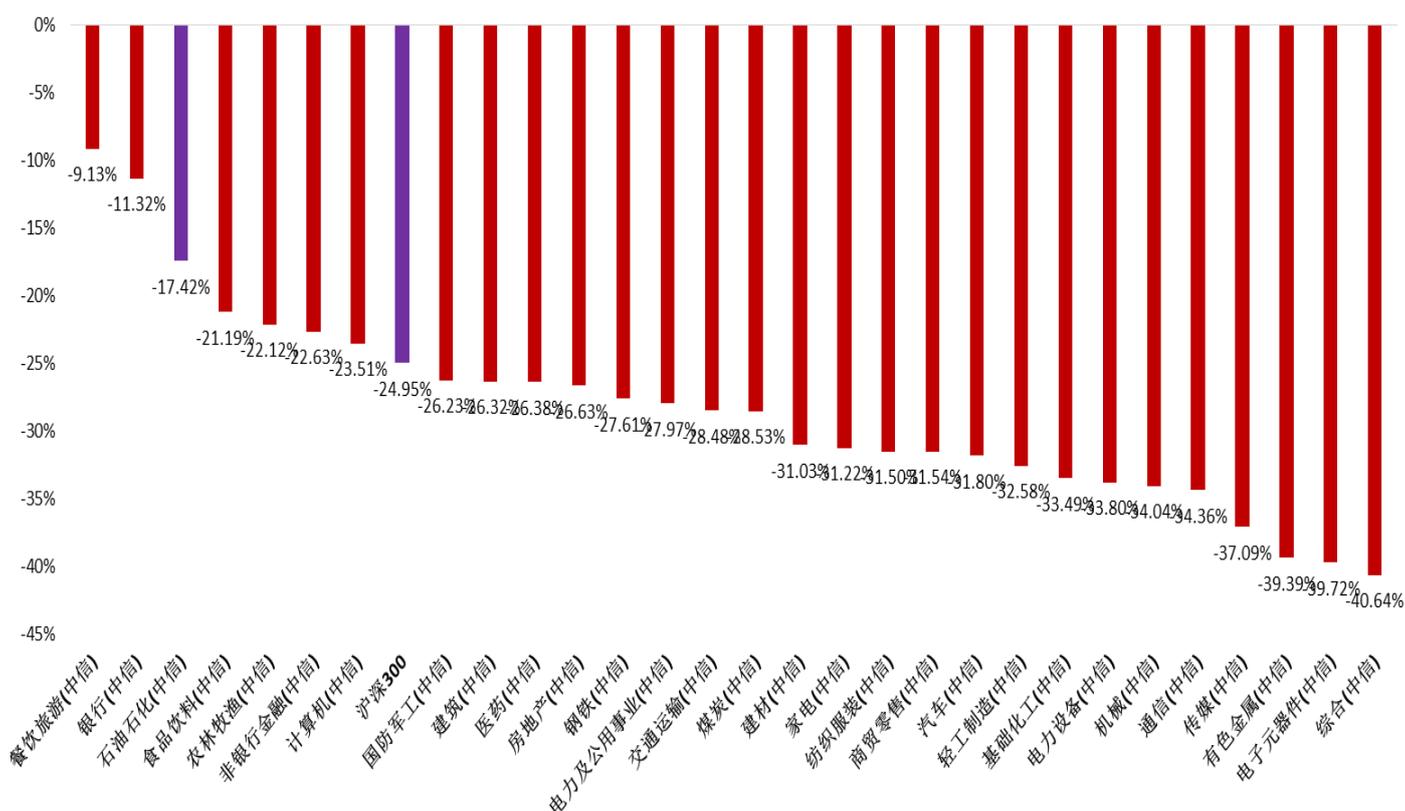
图 59 下游纺织行业增速趋缓	34
图 60 涤纶长丝国内市场价格.....	34
表 4 恒力股份盈利预测	37
表 5 恒逸石化盈利预测	37
表 6 荣盛石化盈利预测	38
表 7 桐昆股份盈利预测	39
图 61 公司主要产品功能及使用效果	40
图 62 农药行业产业链	40
图 63 公司营业收入及收现比	41
图 64 公司净利润及净现比	41
图 65 公司盈利能力及资产负债率	42
图 66 应收及应付账款	42
表 8 农药行业上市公司财务比率对比	42
表 9 国光股份盈利预测	43
表 10 重点推荐公司估值情况	43

1. 石油化工行业回顾

1.1 年初至今跌幅较大

2018年初至今受到各种因素叠加影响，大盘指数出现大幅下滑，市场整体表现较为低迷。截至2018年12月20日，石油石化行业下跌17.42%，在所有中信一级行业中排第三。同期沪深300指数下跌24.95%，石油石化行业跑赢沪深300指数7.53%。

图1 行业涨跌幅（截至2018年12月20日）

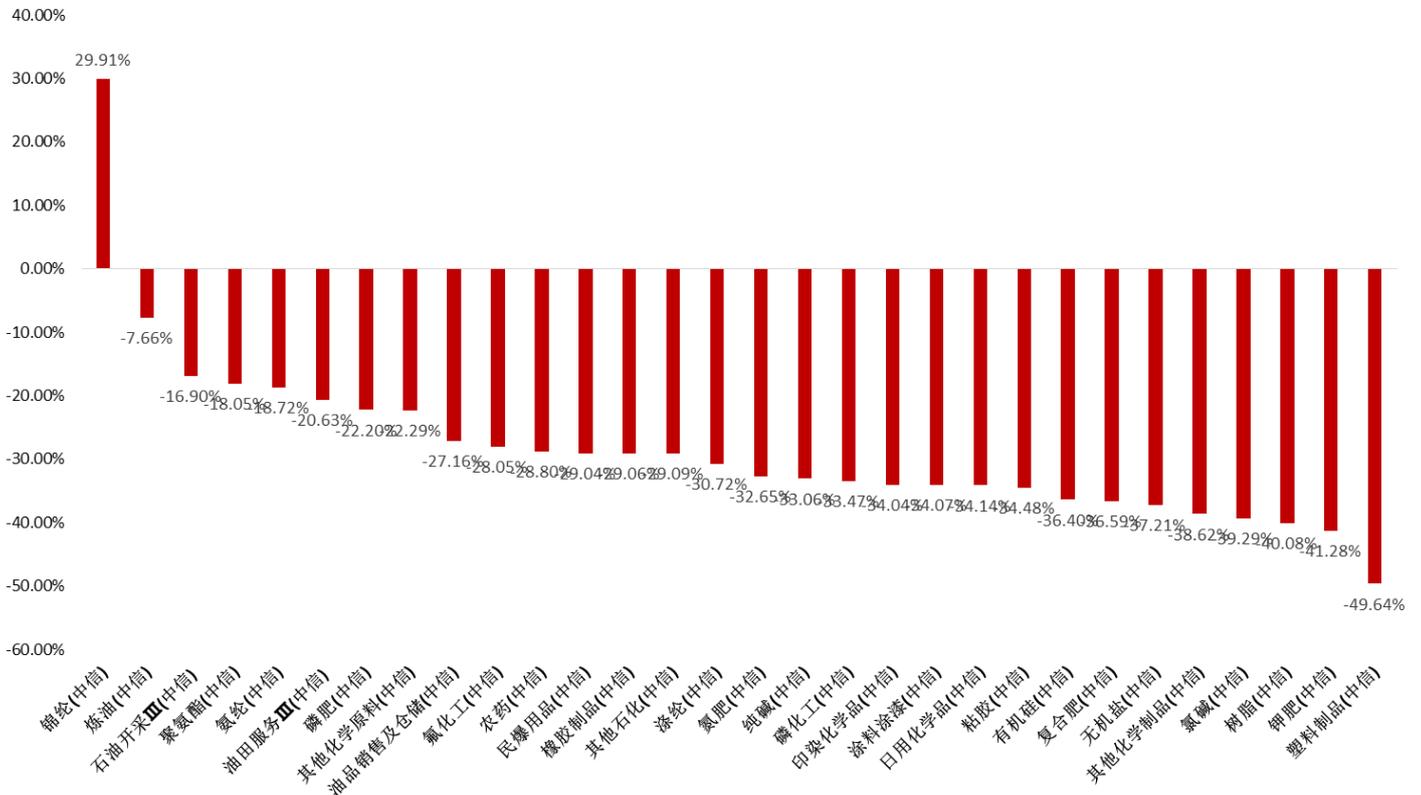


资料来源：Wind，山西证券研究所

子板块方面，石油石化行业子板块为炼油、石油开采、油田服务、油品销售及仓储、其他石化，年初至今涨跌幅分别为-7.66%、-16.90%、-20.63%、-27.16%、-29.09%。其他化工子板块方面，除锦纶板块外，其余子板块均出现大幅下滑。截至12月20日，跌幅最小的五个子板块分别为锦纶、聚氨酯、氨纶、磷肥、其他化学原料，分别为29.91%、-18.05%、-18.72%、-22.20%、-22.29%；跌幅最大的五个子板块分别为

塑料制品、钾肥、树脂、氯碱、其他化学制品，分别为-49.64%、-41.28%、-40.08%、-39.29%、-38.62%。

图 2 各子板块涨跌幅（截至 2018 年 12 月 20 日）

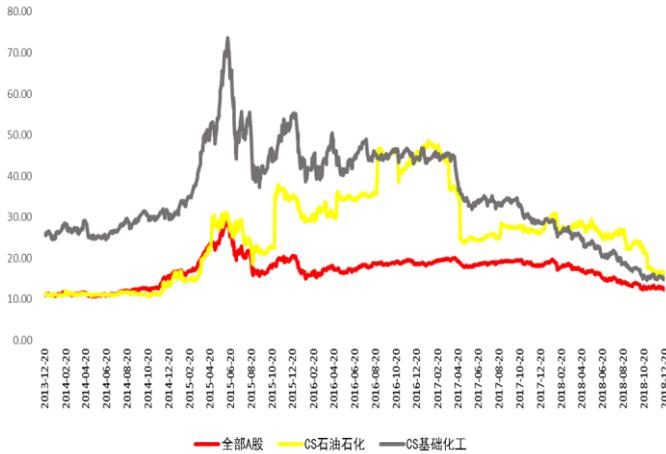


资料来源：Wind，山西证券研究所

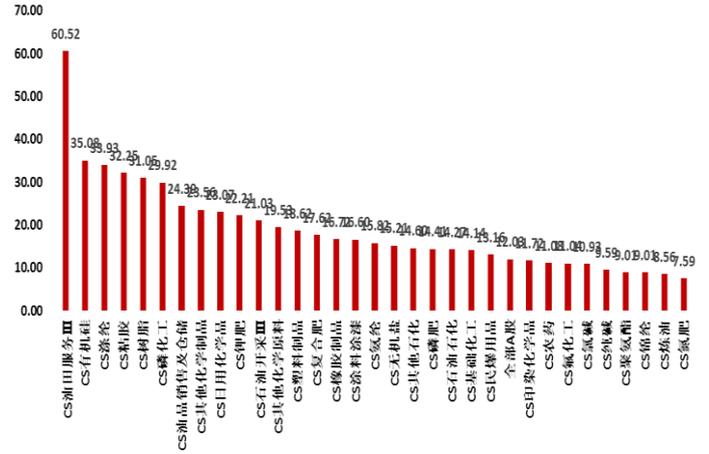
市盈率方面，截至 2018 年 12 月 20 日，全部 A 股、石油石化、基础化工市盈率分别为 12.03、14.27、14.14 倍，较年初涨跌幅分别为 -33.54%、-52.59%、-47.72%，其中石油石化子板块炼油、石油开采、油田服务、油品销售及仓储、其他石化市盈率分别为 8.56、21.03、60.52、24.39、14.60 倍，较年初涨跌幅分别为 -42.76%、-67.69%、-59.81%、-44.64%、-49.58%。

图 3 PE (TTM) 走势

图 4 子板块 PE (TTM) (截至 2018 年 12 月 20 日)



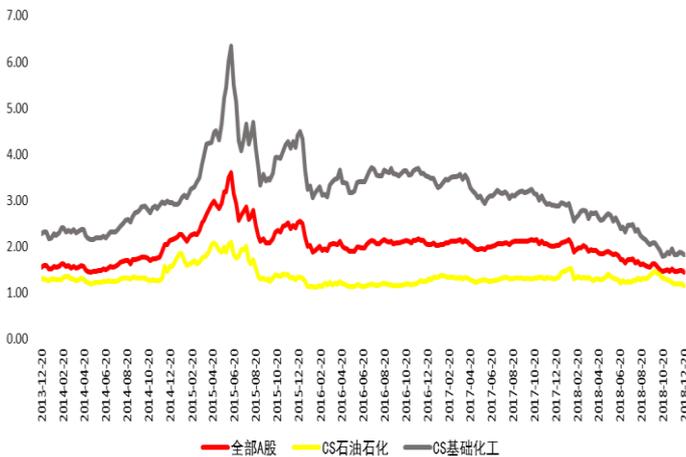
资料来源: Wind、山西证券研究所



资料来源: Wind、山西证券研究所

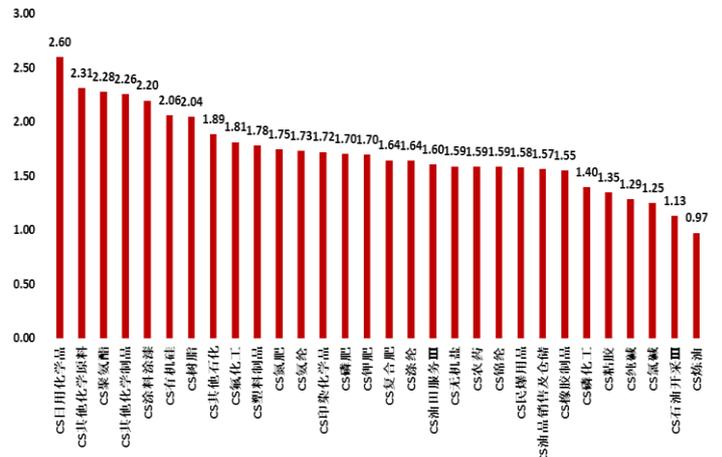
市净率方面,截至2018年12月20日,全部A股、石油石化、基础化工的市净率分别为1.40、1.15、1.81倍,较年初涨跌幅分别为-26.70%、-13.53%、-34.66%,其中石油石化子版块炼油、石油开采、油田服务、油品销售及仓储、其他石化的市净率分别为0.97、1.13、1.60、1.57、1.89倍,较年初涨跌幅分别为-13.39%、-13.74%、-15.34%、-18.23%、-30.77%。从图中可以看到行业估值不断下行,PE、PB处于近几年底部。

图5 PB 走势



资料来源: Wind、山西证券研究所

图6 子版块 PB (截至2018年12月20日)



资料来源: Wind、山西证券研究所

个股方面,2018年初至今整个化工行业仅有21家公司实现股价上涨,即便是在行情处于弱势的情况下,建新股份、珀莱雅、神马股份、利安隆四个个股涨幅超过50%。通过分析这些个股发现,基本面良好是股价上涨的催化剂之一,如神马股份、青松股份等个股,前三季度业绩出现爆发式增长,行业高景气度带动股价不断向好。对于石油石化行

业而言，涨幅位于前列的个股有：恒力股份、中国石化、高科石化、荣盛石化及泰和新材，跌幅较大的个股有：华鼎股份、卫星石化、齐翔腾达、桐昆股份及华锦股份。另外从基金持股比例来看，基金持股占流通 A 股比例超 10% 的有 14 只个股，其中国瓷材料基金持股占流通 A 股比例超 20%，为 21.10%。

表 1：2018 年初至今涨跌幅（剔除新股、次新股，截至 12 月 20 日，基金持股比例统计至三季度）

代码	名称	涨跌幅	基金持股比例	代码	名称	涨跌幅	基金持股比例	所属行业
300107.SZ	建新股份	91.94%	2.20%	300225.SZ	金力泰	-69.79%	0	基础化工
603605.SH	珀莱雅	54.74%	10.12%	002584.SZ	西陇科学	-67.47%	0	基础化工
600810.SH	神马股份	52.89%	0.02%	300320.SZ	海达股份	-62.98%	3.28%	基础化工
300596.SZ	利安隆	50.95%	10.07%	002450.SZ	康得新	-62.89%	3.06%	基础化工
300132.SZ	青松股份	46.41%	0.20%	002496.SZ	ST 辉丰	-62.40%	0	基础化工
600346.SH	恒力股份	5.97%	0.67%	601113.SH	华鼎股份	-46.58%	0.01%	石油石化
600028.SH	中国石化	-4.38%	0.72%	002648.SZ	卫星石化	-42.28%	0.82%	石油石化
002778.SZ	高科石化	-4.55%	0	002408.SZ	齐翔腾达	-41.88%	0.72%	石油石化
002493.SZ	荣盛石化	-4.63%	0.17%	601233.SH	桐昆股份	-40.65%	10.33%	石油石化
002254.SZ	泰和新材	-10.03%	0.09%	000059.SZ	华锦股份	-40.14%	0.54%	石油石化

资料来源：Wind，山西证券研究所

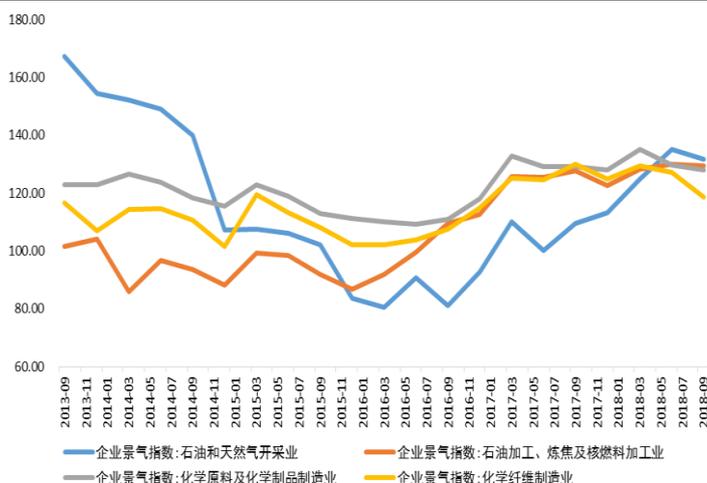
1.2 石化行业景气高位震荡

石化行业自 2017 年以来进入景气周期，一直处于高位震荡，2018 年前三季度行业景气依旧维持高位。2017 年以来，受益于原油价格的反弹以及化工产品价格的上涨，行业景气度不断回升，从中国石油和化学工业联合会公布的 2018 年前三季度全行业经济运行情况报告来看，我国石油和化工行业整体运行保持稳中向好态势，主要体现在以下三点：（一）收入和利润增长稳中趋快，前三季度石油和化工行业主营业务收入 9.59 万亿元，同比增长 14.8%；利润总额 7121 亿元，同比增长 45.2%。（二）能源和主要化学品产量平稳增长，全国油气总产量 2.46 亿吨（油当量），同比增长 1.4%；主要化学品总产量增长约 2.2%；石

油化工行业规模以上企业 27702 家，累计增加值同比增长 4.9%。（三）消费保持较快增长，主要出口产品增速趋缓，原油和天然气表观消费总量 6.59 亿吨（油当量），同比增长 7.2%。出口方面，规上企业（规模以上企业）完成出口交货值 5216.6 亿元，同比增长 22.8%。其中化肥、橡胶制品等传统主要出口产品增速趋缓，前三季度化肥出口交货值降幅达 21.2%，橡胶制品交货值增幅为 5.8%。

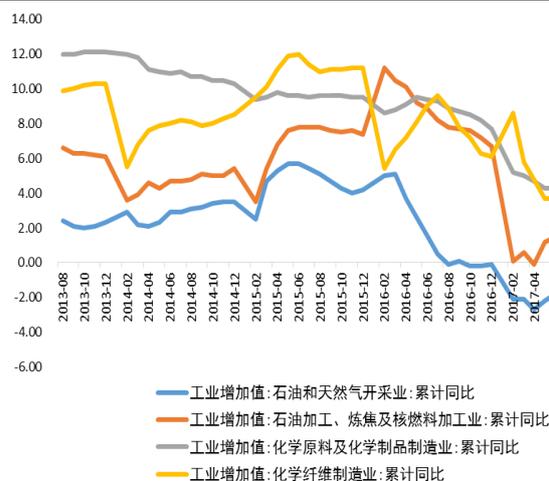
工业增加值有所放缓，固定资产投资增速回升。受供给侧改革等因素影响，行业工业增加值增速有所放缓。环保督查持续高压，主要化工产品产量增速同样趋于放缓，根据化工产品价格指数 CCPI 来看，2018 上半年处于较高水平，而 Q3 已有所回落。伴随着环保高压加快产能出清，行业固定资产投资增速放缓。细分来看，9 月石油加工、炼焦及核燃料加工业固定资产投资完成额累计增速 2.30%，化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计增速 1.70%，化学纤维制造业固定资产投资完成额累计增速 31.90%，石油与天然气开采业固定资产投资完成额累计增速 10.80%。其中化学原料和化学制品制造业投资增速只有 1.7%，较为低迷；而化学纤维制造业投资增速较快，由于行业产能扩张相对较快，同时下游终端需求带动行业回暖，行业进入景气周期。

图 7 行业景气度高位震荡



资料来源: Wind、山西证券研究所

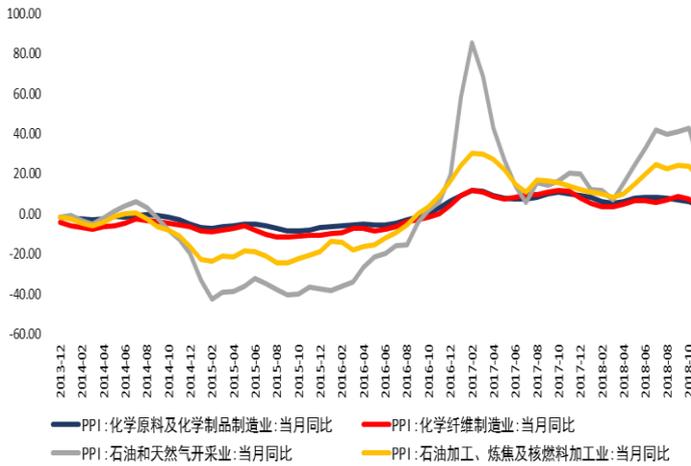
图 8 工业增加值增速



资料来源: Wind、山西证券研究所

图 9 行业 PPI 指数

图 10 中国化工产品价格指数(CCPI)

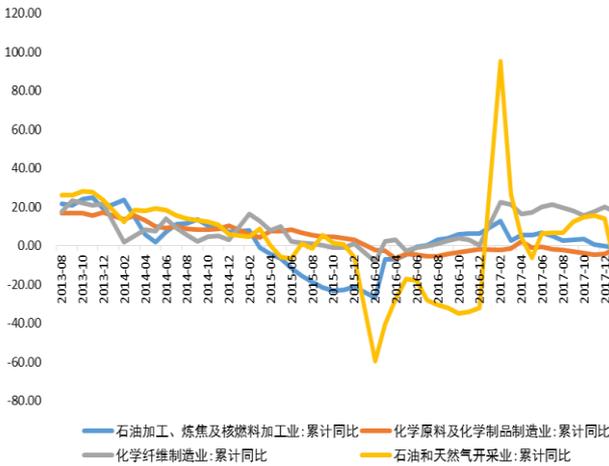


资料来源: Wind、山西证券研究所



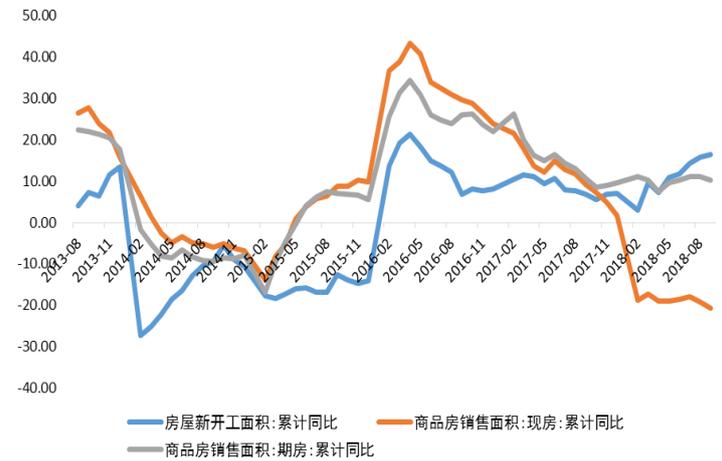
资料来源: Wind、山西证券研究所

图 11 固定资产投资完成额增速



资料来源: Wind、山西证券研究所

图 12 房地产销售面积增速回落

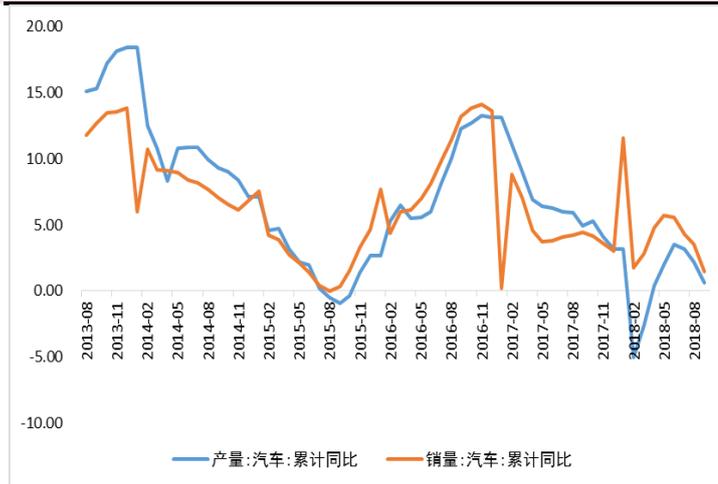


资料来源: Wind、山西证券研究所

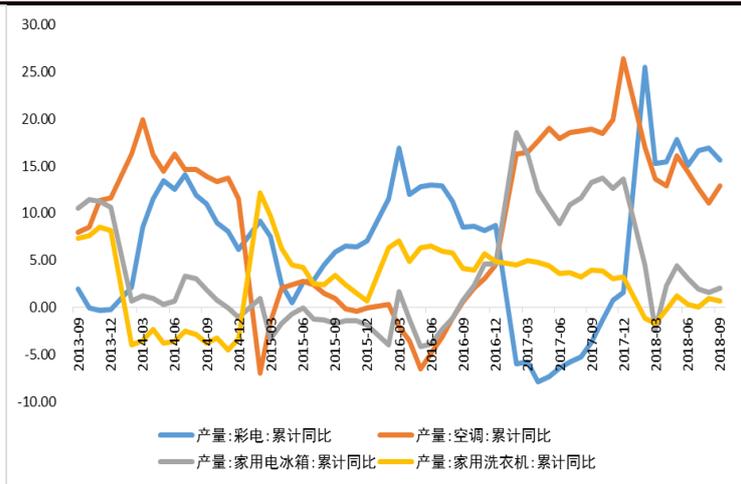
下游需求保持稳定。从前三季度房地产销售面积、汽车产量、家电产量以及纺织服装零售额数据来看，整体下游需求比较稳定，可以看到三季度以来汽车市场增速下滑较多，空调产量增速较高，家电的需求稳定增长。

图 13 汽车产销量增速

图 14 家电产量增速

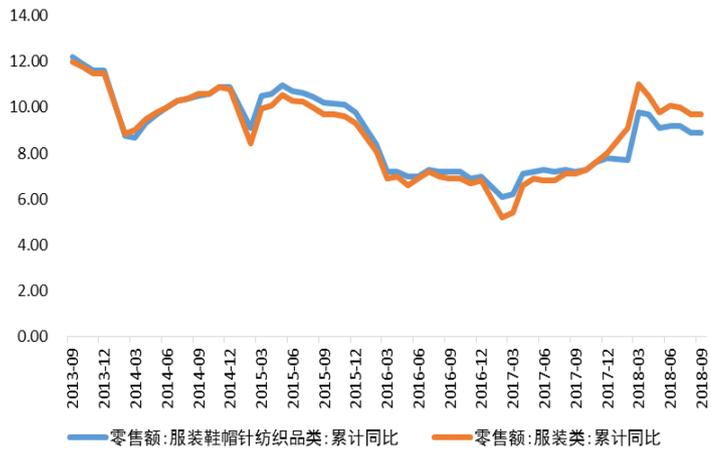


资料来源：Wind、山西证券研究所



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 15 纺织服装零售额增速



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 16 美元对人民币汇率（中间价）

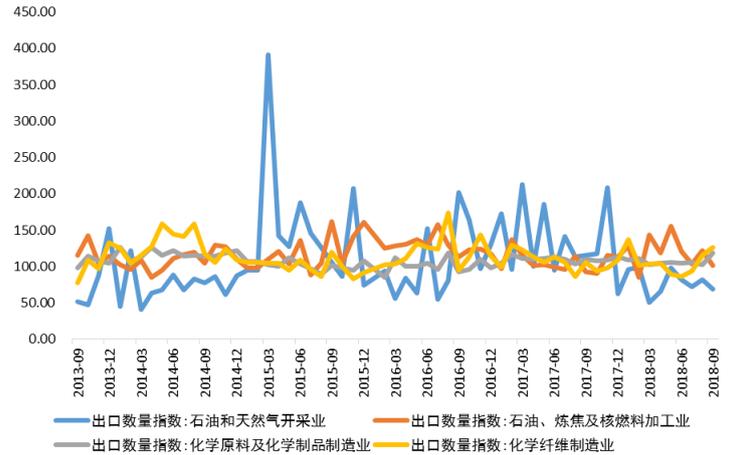
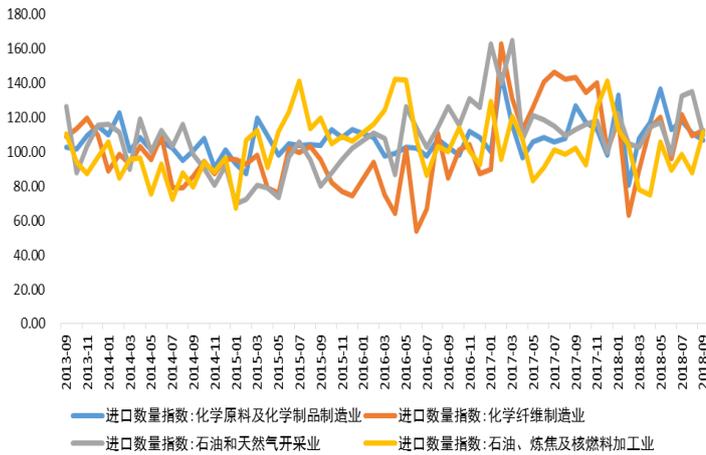


资料来源：Wind、山西证券研究所

进出口方面，中美贸易摩擦不断升级，美国已经分三批对国内价值 2500 亿美元（涉及化工产品金额约 200 亿美元）的出口商品征收 10%-25% 不等的关税，这直接影响我国能源和化工产品进出口，从进出口数量指数来看，能源和化工产品整体进出口量呈弱势趋势。

图 17 进口数量指数（单位：上年同月=100）

图 18 出口数量指数（单位：上年同月=100）



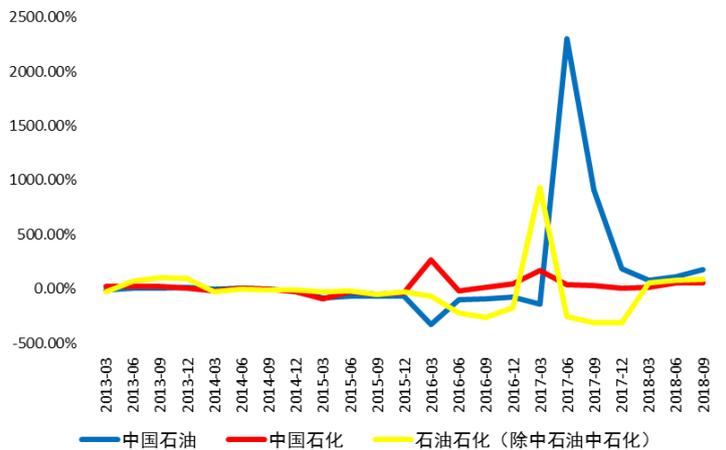
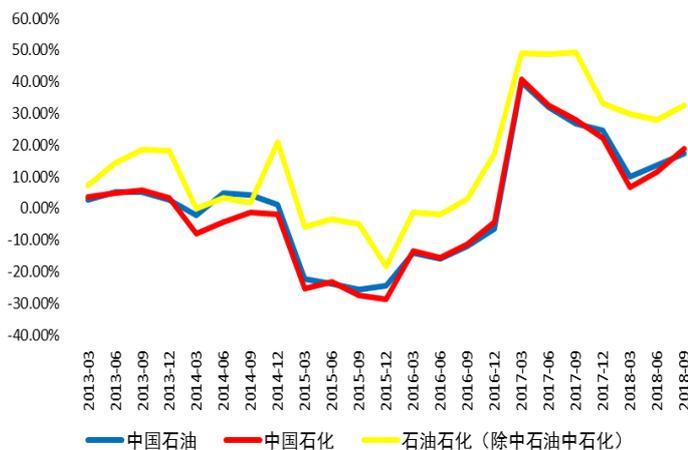
资料来源：海关总署、山西证券研究所

资料来源：海关总署、山西证券研究所

从石油化工行业上市公司基本面来看，剔除中国石油和中国石化，营业收入自2016年以来快速增长，2017年受到油价的波动有一定的回落，2018年上半年油价持续回暖上涨，石化行业营业收入增速持续向好，前三季度实现营业收入5631.79亿元，同比增长32.54%，中国石油前三季度实现营业收入17099.3亿元，同比增长17.3%，中国石化前三季度实现营业收入20729.7亿元，同比增长18.8%。石化行业归母净利润自2017年底快速增长，2018年前三季度实现归母净利润251.78亿元，同比增长85.02%，中国石油前三季度实现归母净利润481.2亿元，同比增长177.16%，中国石化前三季度实现归母净利润599.8亿元，同比增长56.31%。

图 19 石化行业营收增速（同比）

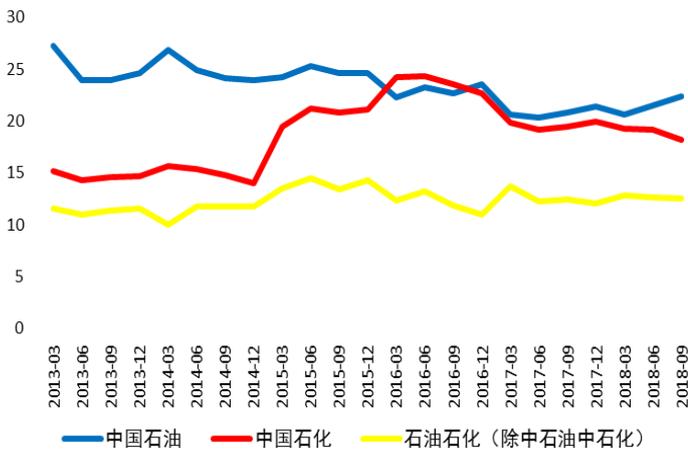
图 20 石化行业归属母公司股东的净利润增速（同比）



资料来源：Wind、山西证券研究所

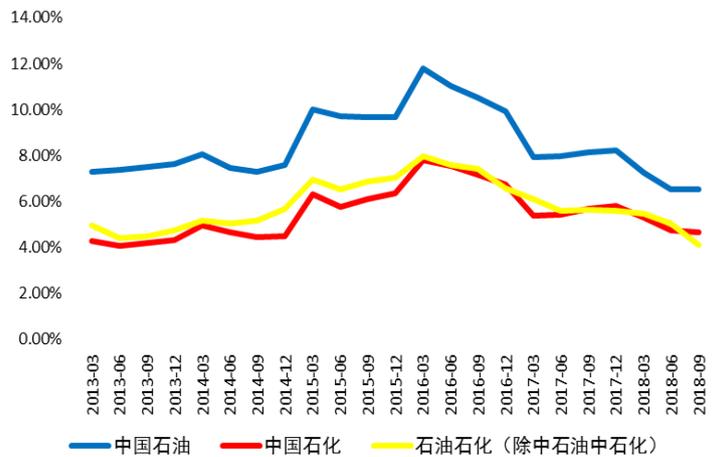
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 21 石化行业毛利率 (%)



资料来源: Wind、山西证券研究所

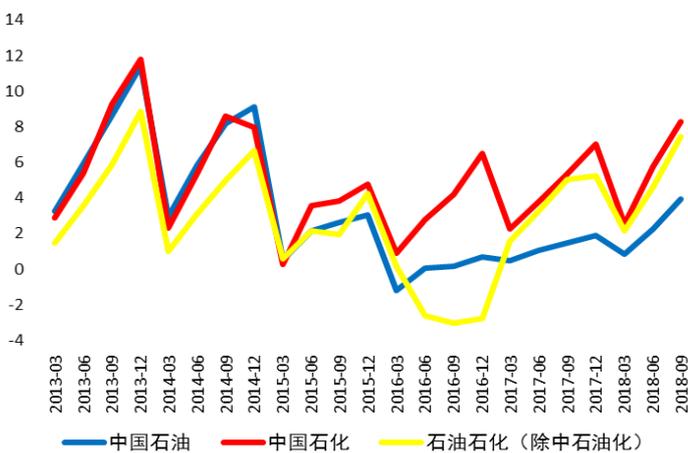
图 22 石化行业期间费用率 (%)



资料来源: Wind、山西证券研究所

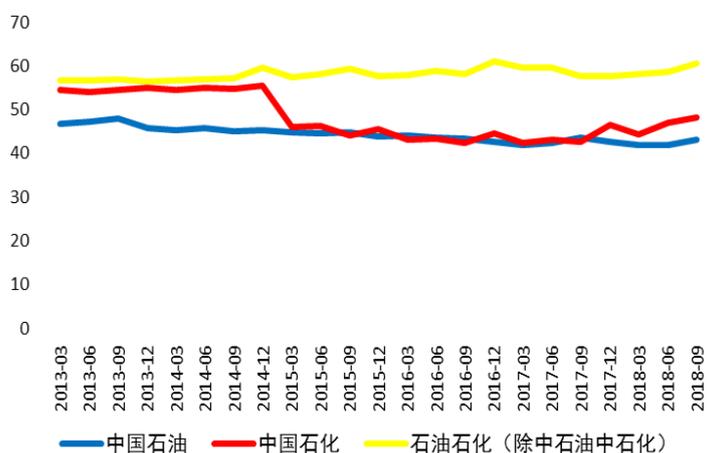
毛利率方面,整体比较稳定。2018 年石化行业三季度毛利率为 12.58%,同比增长 1.26%,中国石油前三季度毛利率为 22.4%,同比增长 7.41%,中国石化前三季度毛利率为 18.15%,同比下降 6.67%。期间费用率方面,石化行业前三季度期间费用率有所回落,期间费用率为 4.11%,同比下降 27.05%,中国石油期间费用率为 6.52%,同比下降 19.95%,中国石化期间费用率为 4.63%,同比下降 18.23%,总体呈现向下趋势。

图 23 石化行业 ROE (%)



资料来源: Wind、山西证券研究所

图 24 石化行业资产负债率 (%)



资料来源: Wind、山西证券研究所

2018 年 Q2 以来石化行业 ROE 有大幅的提升,总体维持高位,三季度石化行业 ROE 为 7.44%,同比增长 48.41%,中国石油 ROE 为 3.95%,同比增长 171.59%,中国石化 ROE 为 8.30%,同比增长 55.05%。资产负债率方面,石化行业中由于民营大炼化企业进入扩建产能阶段,对

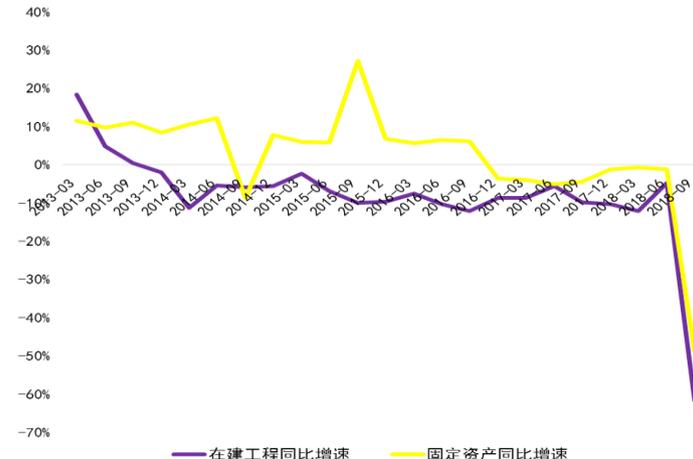
于资金的大量需求使石化行业杠杆率有所提高，三季度石化行业资产负债率为 60.61%，同比增长 5.16%，中国石油资产负债率为 43.02%，同比下降 1.31%，中国石化资产负债率为 48.11%，同比增长 12.56%。2017 年 Q3 石化行业固定资产增速同比大幅增长，在建工程同比增速为正，2018 年 Q2 以来石化行业固定资产增速同比下降幅度较大。

图 25 石化行业资本开支情况



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 26 中石油中石化资本开支情况



资料来源：Wind、山西证券研究所

2. 原油市场回顾与展望

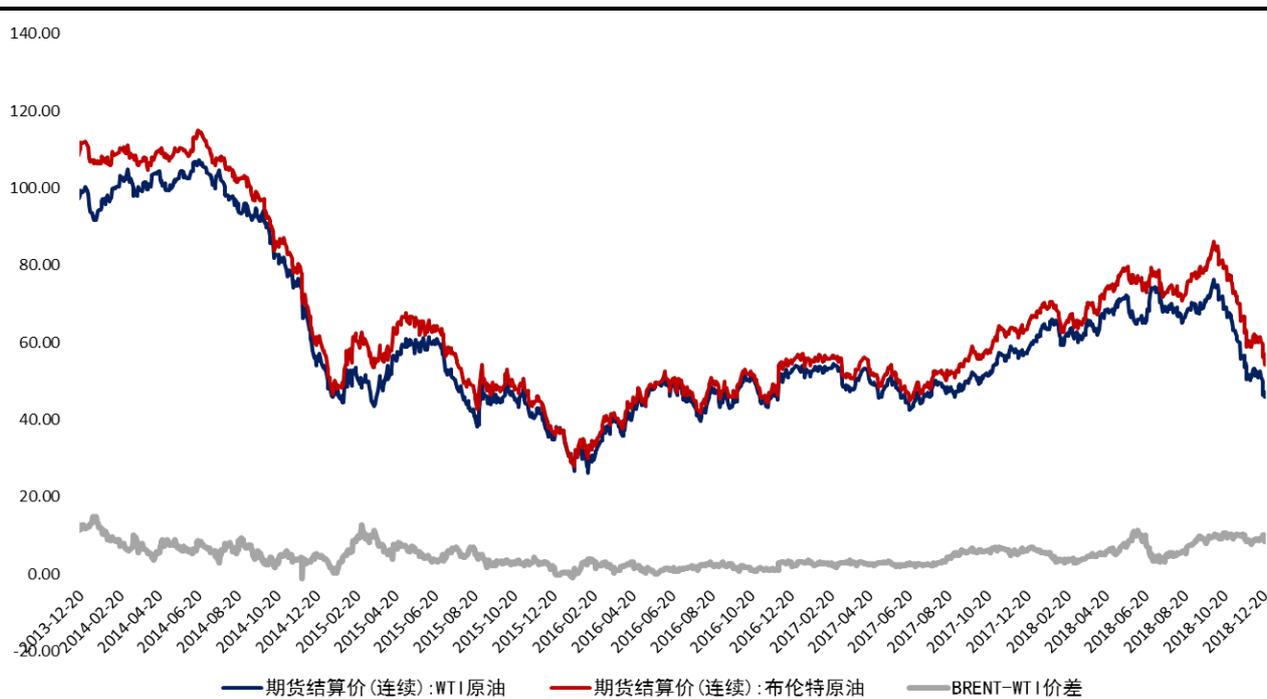
2.1 2018 年油价走势回顾

回顾历史可以发现油价的涨跌尽管有多重因素导致，但主要还是由供需基本面决定的。20 世纪 80 年代墨西哥湾、北海等地的深水油气技术带动产量大幅攀升，2014 年油价的下跌，因为页岩油气技术进步催生了新的油气革命，可以说技术的进步引发油气供需基本面格局变化是油价涨跌的决定因素。2018 年以来国际油价走势符合我们之前在周报以及中期策略里的观点：高油价背后存在不确定性，油价整体维持在 65-75 美元/桶区间，原油价格的波动本质上由于供需决定的，需求对原油的价值影响极为显著，而经济面的好坏是影响原油需求的根本因素。

2018 年上半年油价的持续走高，5 月 23 日布伦特原油在年内首次触及 80 美元/桶大关，创下新高。5 月美国石油日产量达到 1080 万桶/日，

它使美国接近成为世界上最大的原油生产国，接近于俄罗斯生产的1100万桶/日。美国石油产量的激增使 WTI 价格下跌，Brent-WTI 价差扩大，意味着美国原油需要出口来满足其他地区的供应缺口，原油市场仍处于供需紧平衡的状态。根据 OPEC 预测 2018 年原油需求增量在 140~150 万桶/日左右，需求较为稳定。供应方面，委内瑞拉原油产量大幅下降，伊朗面临美国经济制裁威胁，此外，6 月 23 日石油输出国组织(欧佩克)与包括俄罗斯在内的非欧佩克主要产油国经过讨论，决定从 7 月起适当增产原油以促进市场供需平衡，此举有望使国际原油市场下半年日供应量增长近 100 万桶，但仍略低于外界预期。总结一下**油价屡创新高主要有这几点因素**：（1）OPEC 国家减产执行率较高，减产效果明显；（2）美国、OECD 等国家商业原油库存呈下降态势，全球原油库存首次低于 5 年平均水平；（3）国际原油需求较为强劲，供需的改善使国际原油价格上涨；（4）地缘政治因素同样也影响油价；（5）夏季石油需求的旺季到来，将使油价保持在一个较高的区间。基于以上利多油价因素，推动上半年国际原油价格上行，可以说供需基本面直接影响上半年油价的走势。

图 27 国际原油价格走势（美元/桶）（截至 2018 年 12 月 20 日）



资料来源：Wind，山西证券研究所

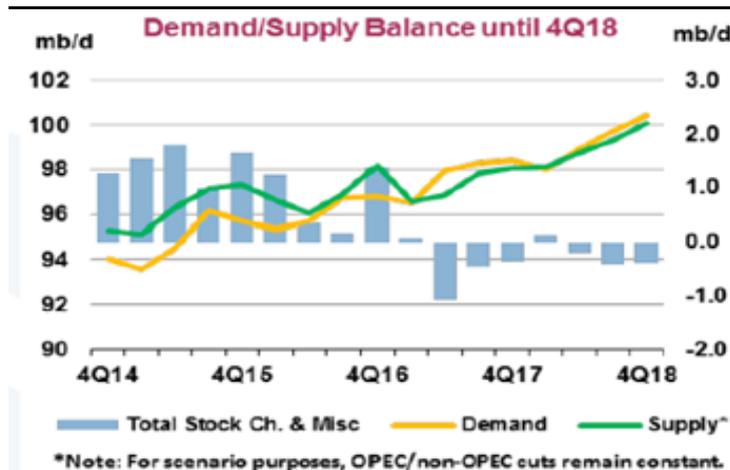
Q3 以来，油价有所回落。随着主要产油国增产，OPEC 月报显示 6 月 OPEC 原油产量增加 17.34 万桶/日至 3232.7 万桶/日，同时美国原油库存增加 124.5 万桶至 4.179 亿桶。另外特朗普在推特上指责欧佩克阻止原油价格的上涨，希望主要产油国能够增加产量从而拉低油价，他认为当前的油价过高了。**事实上美国原油供应已经实现基本自足，油价提升对其页岩油出口有利，油价上涨符合美国根本利益，美国这种指责 OPEC 降低油价的做法，我们认为可能与原油定价权和市场占有情况相关。**8 月底油价实现反弹，伊朗 8 月原油和凝析油的出口量大约为 6400 万桶，平均日出口量为 206 万桶，这是自 2017 年 4 月以来，伊朗月均原油和超轻油出货量首次降至 7000 万桶以下，或表明美国对伊朗重启制裁的效果正在显现。部分国家主动停止和减少了对伊石油进口，市场对于伊朗制裁导致原油供应趋紧的预期加剧，体现在油价上行的趋势。

进入 9 月，油价上行突破 80 美元/桶。四季度伊始，10 月 3 日油价最高触顶 86.29 美元/桶，美国试图加大伊朗制裁力度为油价带来支撑，同时美元反弹也限制了油价的上行空间。然而就在市场一片看好油价年内有望突破 90 美元/桶之际，油价高位震荡有所回落。数据显示，15 个 OPEC 成员国 10 月原油产量合计达到 3331 万桶/日，较 9 月上升 39 万桶/日，创造逾两年来高位，因阿联酋和利比亚产量急升填补了伊朗产量供应空缺，美国原油库存连续数周增加，EIA 原油库存增长、全球需求量放缓、供应逐步上升等多重因素叠加令油价下行。进入 11 月份，油价大幅下滑，回吐今年以来的涨幅。最主要的原因是原油市场从担心制裁伊朗导致的供应趋紧迅速转变为对供应过剩的担忧，并且这种供应过剩的担忧在持续升温。截至 11 月 23 日当周，美国原油库存增加 357.7 万桶至 4.505 亿桶，连续 10 周录得增长，为 2015 年 9 月以来最长连涨纪录。**我们认为美国原油库存的超预期增长进一步加剧市场对全球供应过剩的担忧，未来油价面临较大的下行风险。**

2.2 影响原油市场的因素分析

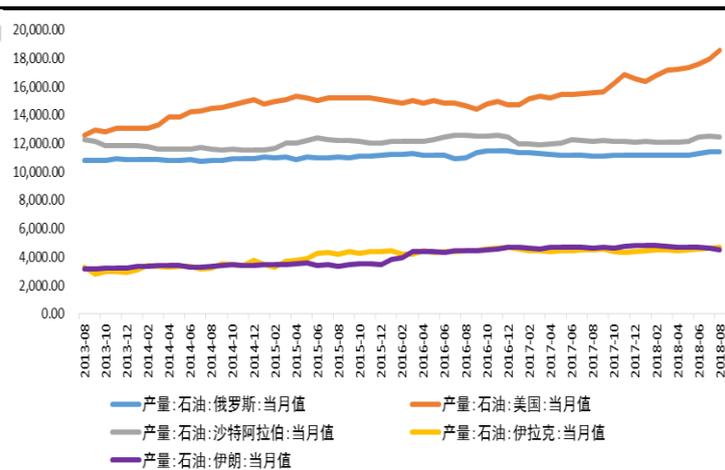
供应端方面，美国成为最大的原油生产国。2018 年由于沙特、俄罗斯和美国持续增产，产量在 2018 年下半年都达到了创纪录的水平。截至 11 月底美国国内原油产量持平于 1170 万桶/日，继续超过沙特和俄罗斯成为世界最大原油生产国。

图 28 全球原油需求与供应



资料来源：IEA、山西证券研究所

图 29 主要原油生产国产量（千桶/日）

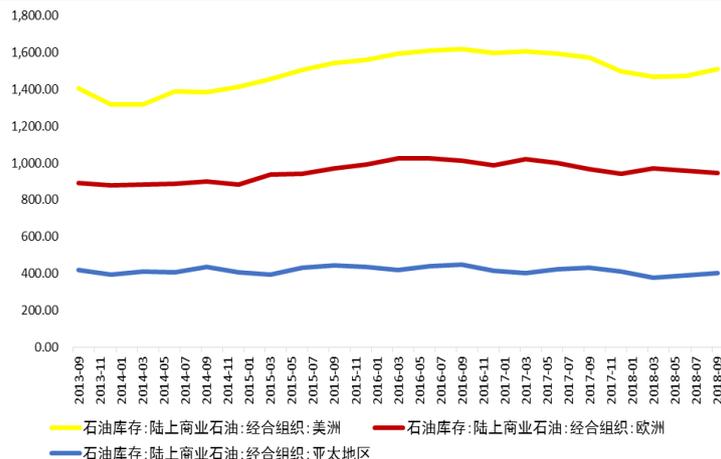


资料来源：EIA、山西证券研究所

库存由去库存到增库存阶段。根据 EIA 公布的报告，截至 11 月 30 日当周，美国原油库存减少 732.3 万桶至 4.432 亿桶，连续 10 周录得增长后再度下降，市场预估为减少 94.2 万桶。Q3 以来美国原油库存水平持续上升，之前一直去库存到现在的反弹，整体库存绝对量创近几年新高。根据库存周期理论，2018 年上半年原油库存处于被动去库存阶段，需求上升、库存下降。而下半年则处于主动补库存阶段，需求上升、库存上升，我们认为未来原油市场依旧处于由去库存到增库存的阶段。

图 30 美国商业原油库存（千桶）

图 31 经合组织石油库存（百万桶）



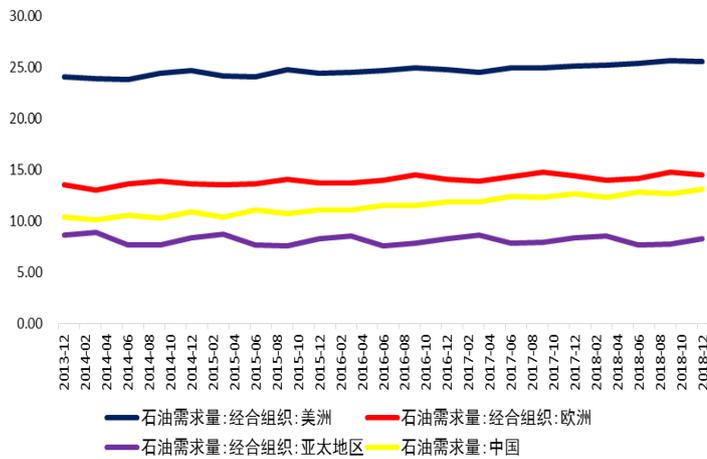
资料来源：EIA、山西证券研究所

资料来源：EIA、山西证券研究所

需求端方面，OPEC、IEA、EIA 三大机构均下调了今年的原油需求增速幅度，预计未来发展中国家原油需求增速将稳步提升。IMF (国际货币基金组织)下调经济增长预期，同时指出世界经济增长面临的下行风险已经上升，同时由于新兴和发展中经济体增长势头减弱、金融状况收紧，世界经济增长强于预期的可能性已经下降。这对原油市场的影响将首当其冲，从 OPEC、IEA (国际能源署) 和 EIA (美国能源信息署) 10 月报来看,这三大机构均下调了今年的原油需求增速幅度，OPEC 在月报中预计 2019 年对 OPEC 的石油需求为 3150 万桶/日，这比两个月前的预测减少了 50 万桶/日，比目前的产量少了 140 万桶/日。EIA 认为 2018 年全球原油需求增速预期将下降 6 万桶/日至 152 万桶/日。IEA 在月报中维持 2018 年和 2019 年全球石油需求增长预估不变，分别为 130 万桶/日和 140 万桶/日同时，将 2019 年对 OPEC 原油需求预估调降 30 万桶/日至 3130 万桶/日，比当前产量低 170 万桶/日。另外 OPEC 发布的《全球石油展望 2018》报告显示，预计全球石油需求在中期将继续以健康的速度增长，到 2023 年达到 1.045 亿桶/日的水平。这比 2017 年的水平增加 730 万桶/日，平均每年增加 120 万桶/日。对于长期石油需求预测将增加至 14500 万桶/日，从 2017 年的 9720 万桶/日增加到 2040 年的 1.117 亿桶/日。同时预测经合组织 (OECD) 的长期需求不断下降，欧亚地区的石油需求模式从适度上升到趋于平缓，与发展中国家日益增长的需求形成鲜明对比。在中产阶级不断壮大、人口高速增长和经济增长潜力增强的推动下，发展中国家的石油需求

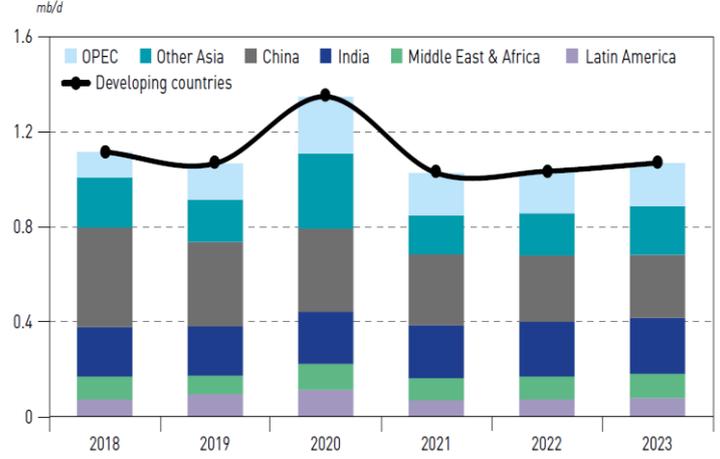
预测将在 2017 年至 2040 年间增加逾 2200 万桶/日，从 2017 年的 4440 万桶/日增至 2040 年的 6660 万桶/日。

图 32 石油需求量（百万桶/天）



资料来源：OPEC、山西证券研究所

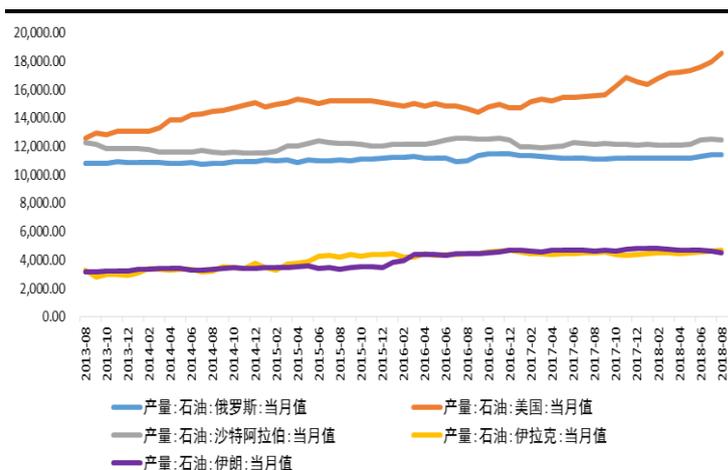
图 33 发展中国家原油需求量（千桶/日）



资料来源：World Oil Outlook 2018、山西证券研究所

市场对 OPEC 减产的预期或推高油价，长期油价仍承压。全球原油供应过剩直接影响油价的表现，油价持续走低，石油输出国组织(OPEC) 12 月 6 日在奥地利维也纳召开会议，商讨原油减产前景。7 日 OPEC 发布政策公报指出，该组织在 10 月的产量基础上减产 80 万桶/日，将自 1 月起生效，持续 6 个月。同时俄罗斯等非 OPEC 产油国将减产 40 万桶/日，非 OPEC 承担的份额中，俄罗斯的减产目标为 22.8 万桶 / 天。双方合计减产 120 万桶/日，同样将持续至明年 6 月底。我们认为此举有两方面影响：一方面当前油市面临供应过剩，减产将会有助于市场更快实现再平衡，一定程度上提升市场的信心。另一方面 OPEC、IEA、EIA 三大机构均下调了今明两年的原油需求增速幅度，减产幅度是否能与下调的需求匹配，如果 120 万桶/日减产幅度所带来的原油供给完全能覆盖下游需求，供过于求情况将会出现，油价可能会承压下行。如果供不应求，OPEC 需要重新举办会议来确定新的减产额，另外 IMF 降低对明年全球经济增长的预期，一些国家经济衰退的风险正在上升，股市剧烈波动，如果最终这些因素共同作用导致明年全球原油需求出现下滑，那么 OPEC 减产将毫无意义。总之，国际油价走势最终由供需基本面决定，当供应过剩的基本面遭遇投资者对全球经济增长的悲观预期时，国际油价必然会承受巨大下行压力。

图 34 主要原油生产国产量（千桶/日）

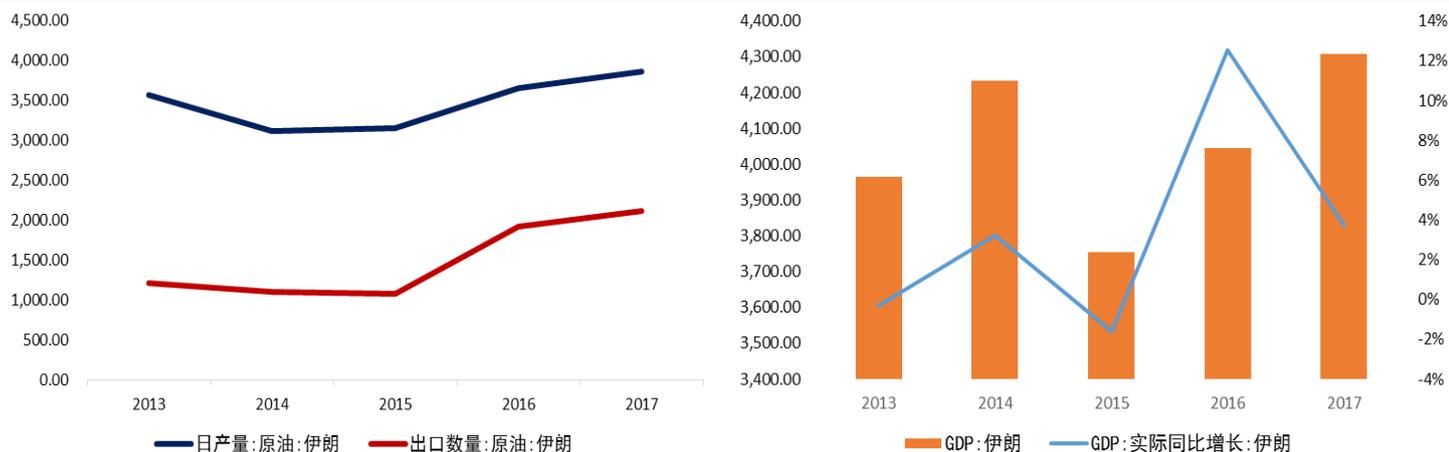


资料来源：EIA、山西证券研究所

地缘政治因素对于油价影响也是不可忽视的，而美国制裁伊朗是整个市场焦点。2018年5月8日美国总统特朗普宣布美国退出伊核协议(联合全面行动计划，JCPOA)、决定恢复对伊朗制裁后的第三个月末，也即美方设定90天和180天两个制裁缓冲期的第一个缓冲期到期日，美国对伊朗的第一批制裁开始生效，主要涉及伊朗的金融业、贵金属、汽车和航空业。11月5日重启对伊朗能源和银行等领域制裁。这是美国今年5月宣布退出伊朗核问题全面协议后重启的第二轮对伊制裁，将全面恢复因伊核协议而解除的对伊制裁。美国制裁伊朗的措施要比8月份的更为严厉，因为美国打算将伊朗的石油出口压缩到零，并且敦促其他采购伊朗石油的国家知难而退。按照特朗普的说法，“制裁会对伊朗经济产生破坏性影响”。面对强烈制裁可能倒逼油价冲新高的局势，此次第二轮制裁重启后，美国立即宣布给予中国、希腊、意大利、土耳其、印度等8个国家和地区180天豁免。虽然给与豁免，但美国期望这些的地区未来几个月持续减少对伊朗进口石油。我们认为未来地缘政治因素尤其是中东局势对于未来油价影响毋庸置疑。

图 35 伊朗原油产量及出口量（千桶/天）

图 36 伊朗 GDP 表现情况



资料来源：OPEC、山西证券研究所

资料来源：、山西证券研究所

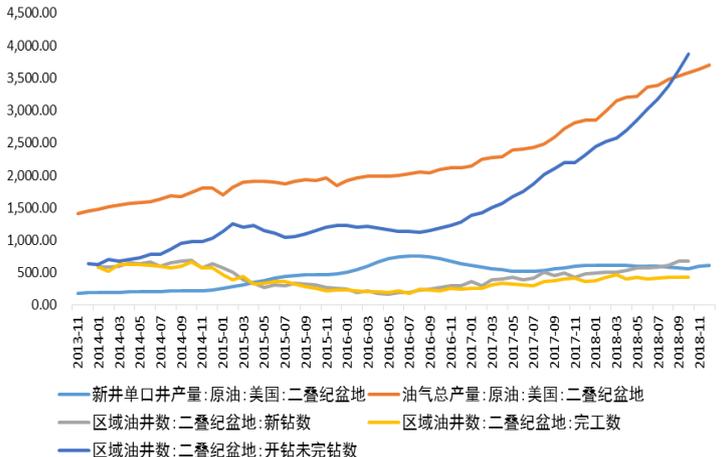
高油价对于美国经济有一定影响。美国是原油生产大国，油价提升对其页岩油出口有利，油价上涨符合美国根本利益，然而美国总统特朗普多次敲打 OPEC，抨击油价过高，高企的油价对于美国有什么影响，从图中可以看出从 2016 年始油价企稳回暖并未对美国 GDP 造成拖累，但长远来看，如果油价不断走高，消费支出将受到影响，能源资本开支则因为本土页岩油气开发受制于输油管道运力不足而放缓，整体对于美国 GDP 造成负面影响。位于德克萨斯州和墨西哥州西部的二叠纪地区（the Permian region），供应了美国近一半的原油增量，由于输油管道不足，美国石油公司甚至被迫用卡车运输原油，二叠纪地区的一些小原油公司可能将钻井平台搬到管道运输仍有余力的产区，导致美国最大页岩油地区增产被迫放缓，如果输油管道运力问题明年能够得到缓解，随着能源资本开支迅猛增加，预计油价对于美国 GDP 产生正影响。我们认为这是美国不想看到高油价的一个原因。

另外特朗普今年以来无论是中美贸易战还是抨击高油价，一切都是以美国利益考虑，致力于如何提升美国的经济增长，而要提振美国的经济就需要大量的资本回流到美国进行投资，这也是美联储连续加息的原因所在。由于国际原油市场一直是采用美元结算的，如果油价上涨则迫使其他国家储备更多的美元，就会导致国际上用于流通的美元趋于紧张，不利于美元回流美国。同时油价是影响通胀的重要因素，从美国的 CPI 指数与油价的变动可以看出，基本呈现同向变动。通胀上升的情况下利率有上升风险，而利率的上升可能会影响到经济增长。

特朗普不希望油价上涨过快导致利率上升从而使美国经济放缓，因此通过推特表示不希望油价过高，迫使 OPEC 增产，**综上所述我们认为高油价对于美国经济有一定的影响。**

图 37 美国 GDP（单位：十亿美元）与 WTI 原油价格走势

图 38 美国二叠纪地区原油情况

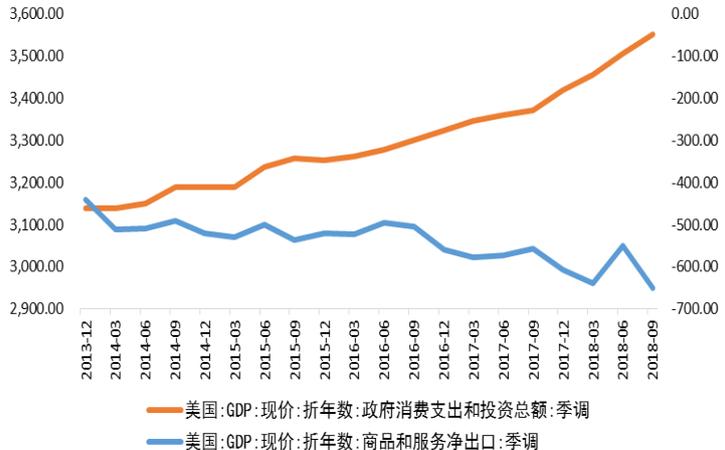
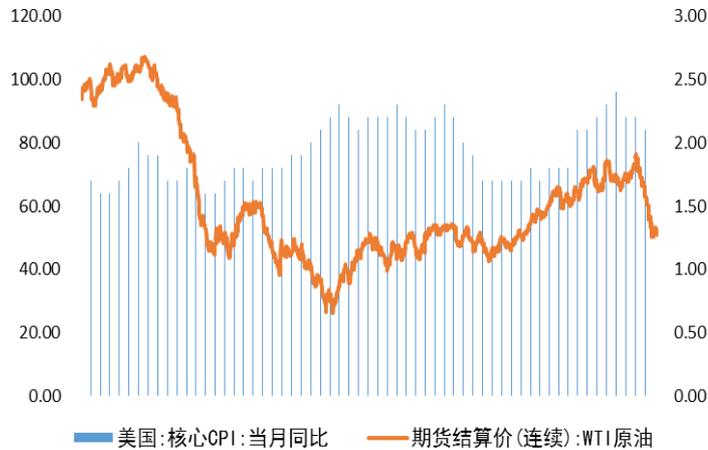


资料来源：Wind、山西证券研究所

资料来源：EIA、山西证券研究所

图 39 CPI 与油价变动情况

图 40 美国 GDP 统计情况



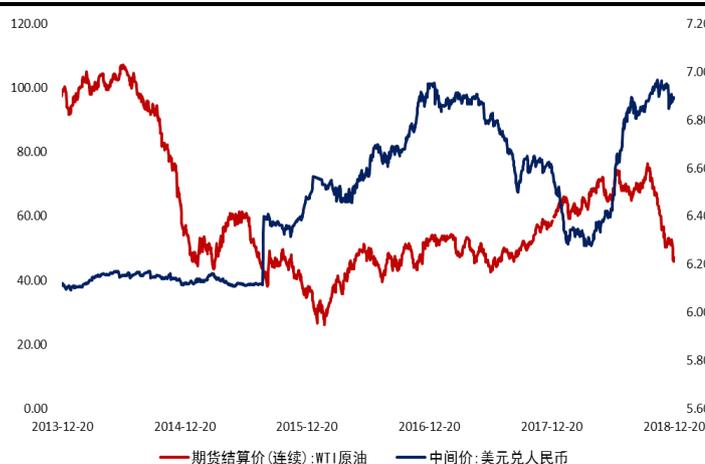
资料来源：Wind、美国劳工部、山西证券研究所

资料来源：EIA、山西证券研究所

原油的金融属性影响其价格波动。通过近 5 年的原油期货价格和美元指数走势的走势图，通过直接观察可以看出，原油价格与美元指数是负相关的，石油按照美元计价的情况下，美元走强，石油价格走弱；美元走弱，石油价格走强。当美元升值时新兴国家货币贬值，意味着新兴国家货币购买力减弱。同时美元升值时新兴国家的热钱可能回流美国，导致新兴国家市场经济增长放缓，对原油需求减弱。而美联储持续加

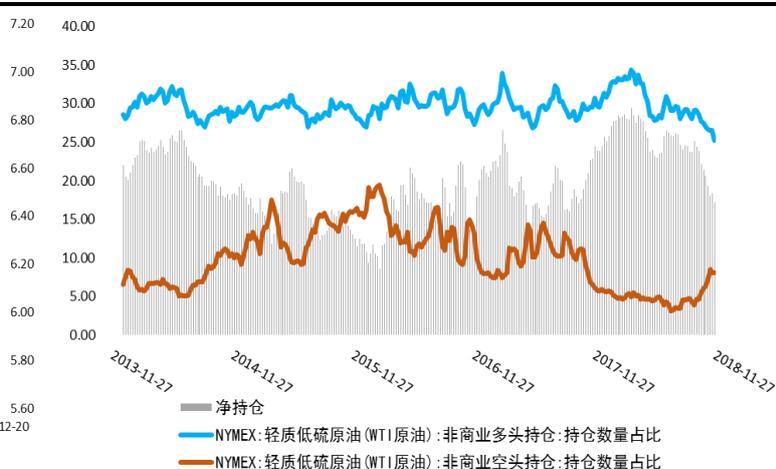
息，海内外游资流向美国本土，特别是美国在投资海外的企业，更乐意将外币换成美元，美元指数趋势性上升。另外国际原油价格市场由期货原油市场承担，从期货持仓头寸角度来看，非商业性持仓主要是机构的投资，也是基金持仓，从非商业性持仓净持仓量变化与油价的对比，具有正的相关性。通过非商业性持仓净持仓量的变化趋势可以判断油价的变动情况，从图中可以看到，目前市场净持仓量持续下降，油价出现回落。

图 41 美元指数与油价走势



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 42 WTI 非商业持仓数量占比



资料来源：美国商品期货交易委员会、山西证券研究所

2.3 2019 年展望：油价维持 50-70 美元/桶区间

短期来看，我们预期美国原油的产量将会进一步提高，根据美国公布的地质勘探报告显示美国本土原油产能增速正远超预期，而另一产油大国俄罗斯也没有决心降低原油产量的迹象，同时全球贸易局势等不确定性等因素都会使油价在未来进一步回落。但考虑到地缘政治因素和需求因素能够一定程度上支撑油价，使得油价回落幅度不大，因此我们将油价由之前的 65-75 美元/桶的区间下调为 50-70 美元/桶区间。

3. 炼化项目投产在即，行业供需迎来改善

3.1 民营炼化项目将陆续投产

目前国内民营炼化项目主要包括恒力 2000 万吨炼化一体化项目、浙江

石化 2000 万吨炼化一体化项目、恒逸（文莱）800 万吨 PMB 炼化项目、盛虹 1600 万吨炼化一体化项目，这四大项目预计于 2018 年底至 2019 年初陆续建成投产。

恒力 2000 万吨炼化一体化项目是由恒力石化股份有限公司投资建设位于大连长兴岛经济区恒力石化（大连长兴岛）产业园内，总投资 562 亿元，项目原油加工能力为 2000 万吨/年，芳烃联合装置公称规模为 450 万吨/年（以对二甲苯产量计），加工原油为沙重、沙中、马林原油，采用全加氢工艺路线，加氢规模为 2300 万吨/年。**浙江石化炼化一体化项目**总规模为 4000 万吨/年炼油、800 万吨/年对二甲苯、280 万吨/年乙烯，总投资高达 1730 亿元。计划工期为 2017-2021 年，建设单位是浙江石油化工有限公司，浙江石油化工有限公司是由荣盛石化股份有限公司（占股 51%）、国企浙江巨化投资有限公司（占股 20%）、浙江桐昆投资有限责任公司（占股 20%）及舟山海洋综合开发投资有限公司（占股 9%）共同组建的民营控股、国企参股的混合所有制企业。项目一期规模为 2000 万吨/年炼油、400 万吨/年对二甲苯、140 万吨/年乙烯及下游化工装置，预计年底一期项目建成。二期项目主体工程主要包括 2000 万吨/年常减压蒸馏、360 万吨/年轻烃回收等装置。**恒逸（文莱）PMB 石油化工项目**是由浙江恒逸石化有限公司（70%）和文莱政府（30%）合资建设的 800 万吨炼化一体化项目。项目建设地点位于文莱大摩拉岛，总投资 34.5 亿美元，是文莱迄今最大的实业投资，也是中国民营企业海外最大的投资建设项目，建成后主要产品为 PX、苯、柴油、汽油、航空煤油、轻石脑油等，项目计划 2018 年底完工，2019 年初投产。**盛虹 1600 万吨/年炼化一体化项目**是由盛虹炼化（连云港）有限公司投资建设，项目位于江苏省连云港石化产业基地和连云港徐圩港区，一期（2016-2025）规划建设两套炼化一体化项目，一套为 1600 万吨/年炼油、110 万吨/年乙烯、280 万吨/年对二甲苯，另一套为 1500 万吨/年炼油、100 万吨/年对二甲苯。随着炼化一体化项目陆续投产，我们认为相关上市公司如恒力股份、荣盛石化、桐昆股份、恒逸石化将带来业绩的增量，大幅提升其盈利能力。

表 2 国内主要民营炼化项目规模对比

项目	恒力石化	浙江石化	盛虹石化	恒逸石化
投资（亿元）	562	1730	714	238
规模（万吨）	2000	4000（一期和二期）	1600	800
炼油	2000	4000	1600	800
乙烯	150	280	110	-
芳烃	450 万吨 PX	1040	280 万吨 PX	150 万吨 PX、50 万吨苯
预计投产时间	2018 年底	2019-2021 年	2021 年	2019 年

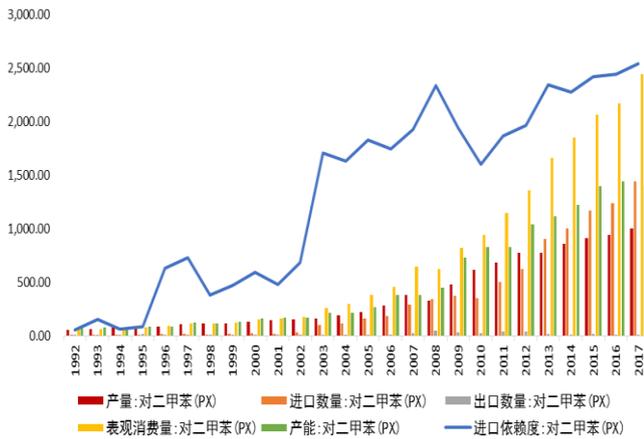
资料来源：公司公告，山西证券研究所

3.2 PX 产能迎来高峰期

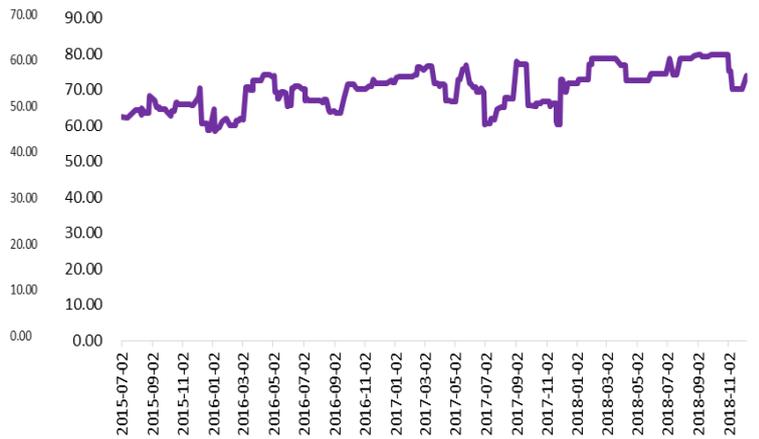
预计 2019 年迎来 PX 投产高峰。根据隆众资讯统计的数据显示，2017 年国内 PX 产能 1399 万吨，同比增长 0.5%，PX 产量 970.88 万吨，同比增长 2.59%，PX 表观消费量为 2250 万吨，同比增长 3.48%。2018 上半年 PX 产量 525 万吨，同比增长 4.4%。2018 上半年国内 PX 装置检修力度不大，开工负荷稳定，每月产量总体来说比 2017 年略高。PX 表观消费量持续上行，主要是由于 2017 年底 PTA 新装置投料运行，使得今年的有效产能基数上涨。上半年国内 PX 产能缺口较大，随着下半年聚酯产能的持续投放，在开工率维持 83%左右的高位状态下，PX 的需求量仍然非常大，2018 年 1-10 月 PX 累计进口 1301.88 万吨，同比增长 11.14%；PX 累计出口 129.4 吨，同比减少 99.6%，预计我国 PX 总量仍会有 600 万吨左右的缺口，因此进口量仍会保持高位状态。2019 年我国将迎来 PX 投产高峰，预计新增产能将达到 1000 万吨（恒力石化 450 万吨、浙石化一期 400 万吨、恒逸石化 150 万吨）。

图 43 我国 PX 产能、产量、表观消费量等

图 44 国内 PX 开工率情况



资料来源：Wind、山西证券研究所

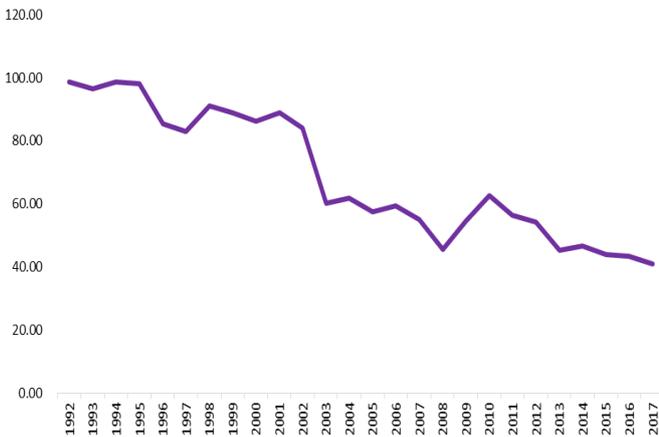


资料来源：Wind、山西证券研究所

受国际油价不断走高以及下游 PTA 价格大幅波动的影响，2018 年 PX 价格震荡整理运行。7 月中旬开始，PX 市场涨幅较大。9 月市场出现拐点，随着中美贸易战再度升级及油价不断走弱，成本端的支撑受到限制，PX 价格不断回调。根据百川资讯统计的数据显示 2018 年 PX 平均价为 1052.09 元/吨，较去年平均价上涨 24.38%；最低点为 932 元/吨，较去年最低价上涨 22.04%；最高点为 1371.5 元/吨，较去年最高价上涨 47.16%。

图 45 PX 自给率情况

图 46 PX 价格走势



资料来源：Wind、山西证券研究所

2018年亚洲PX价格走势图



资料来源：Wind、山西证券研究所

整个民营大炼化项目中，我们认为产业链核心利润增长点将从上游向中下游转移。在整个 PX-PTA-涤纶长丝产业链上，由于长期需要进口 PX，产业链利润集中在 PX，未来随着炼化项目于 2018-2019 年进入集中投产期，PX 供应大幅增长，进口依存度将显著下降，产业链利润增长点将从上游向中下游转移，一旦实现 PX 自给，将显著提升拥有炼

化一体化产业链企业的盈利能力。

3.3 PTA 产能增速放缓

2017 年国内 PTA 产能 5060 万吨,同比增长 3.08%,PTA 产量达到 3273 万吨左右,同比增长 3.45%,PTA 表观消费量为 3273.31 万吨,同比增长 4.21%。据中纤网统计,2018 年上半年 PTA 产量 1679 万吨,同比增长 15.71%。以开工率来看,今年上半年 PTA 开工率均值在 83.36%,同比增长 7.68%,因国内装置集中检修,预计全年开工率维持在 75.88%左右。2018 年 1-10 月 PTA 进口量为 66.36 万吨,同比增长 65.33%。2018 年 1-10 月 PTA 出口量为 73.37 万吨,同比减少 71.70%。

图 47 PTA 产能情况

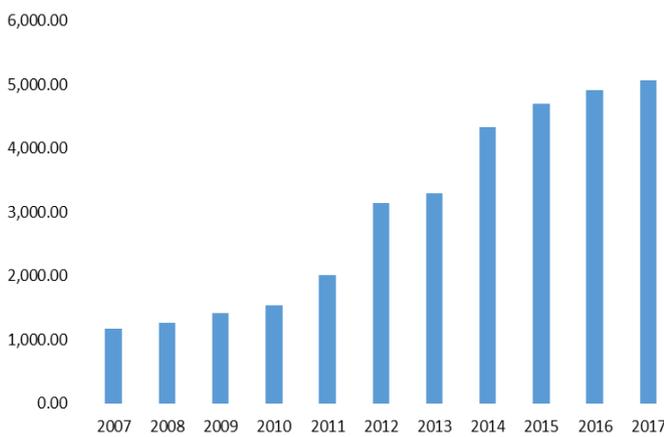
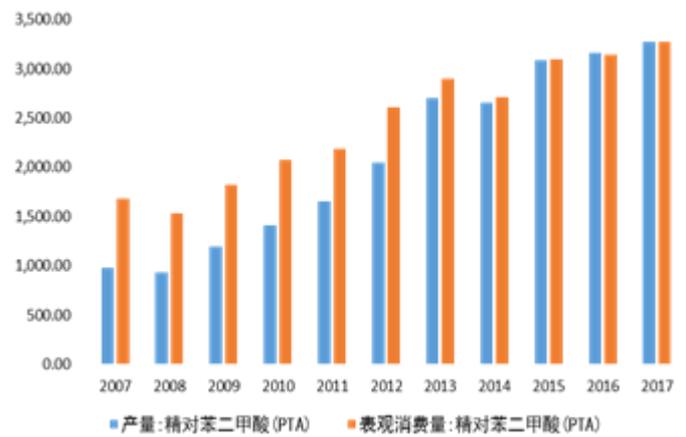


图 48 我国 PTA 产量及表观消费量



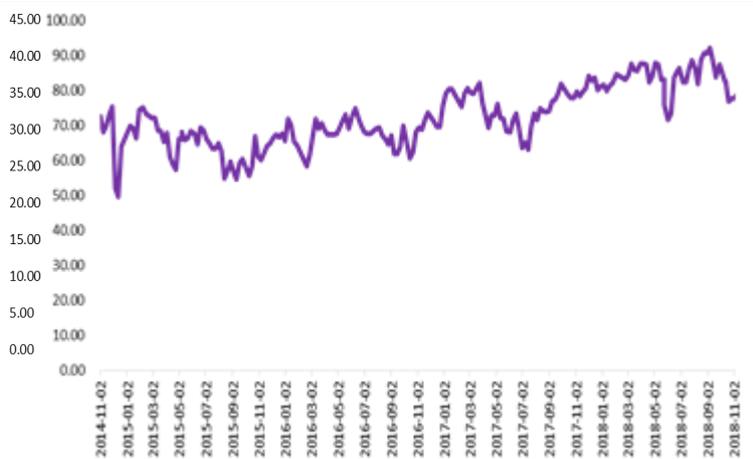
资料来源: Wind、山西证券研究所

资料来源: Wind、山西证券研究所

图 49 我国 PTA 进出口数量及进口依赖度



图 50 国内 PTA 开工率



资料来源：Wind、山西证券研究所

资料来源：Wind、山西证券研究所

PTA 新增产能放缓，未来供给趋紧。2018-2019 这两年 PTA 新增产能较少，PTA 产能基本进入投放空白期，四川晟达 100 万吨/年 PTA 项目装置预计在今年 7 月份开工，8 月份出产品，年内投产的可能性较大，但具体投产的时间待定。新凤鸣 220 万吨/年 PTA 装置于 2017 年年末动工，计划将于 2019 年年底投料运行，恒力石化年产 250 万吨 PTA-4 项目，预计于 2018 年年底完成土建，2019 年四季度调试生产。预计 2019 年 PTA 国内供给增长有限，考虑到目前 PTA 实际产能利用率已经很高，我们认为 PTA 将面临供应趋紧的状态。

表 3 国内新增 PTA 产能

公司名称	产能（万吨）	预计投产时间
四川晟达	100	待定
新凤鸣	220	2019 年 4 季度
恒力石化四期	250	2019 年 4 季度
中金石化	600	2020 年初
蓝山屯河	120	2020 年
百宏	240	2020 年
远东石化	140	2020 年以后
中泰化学	120	2020 年以后
云天化	100	2020 年以后
合计	1890	

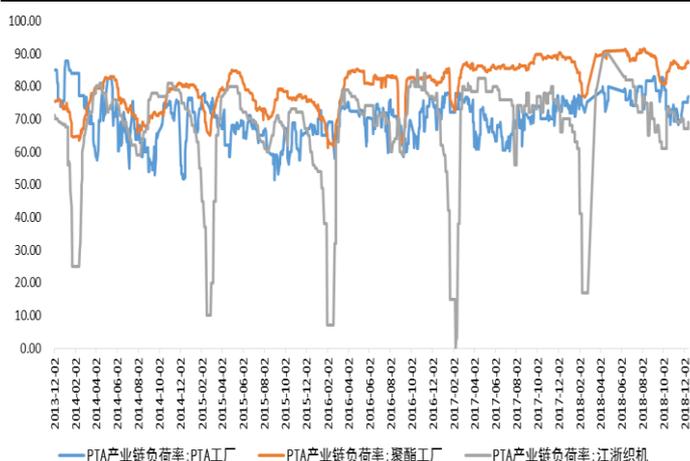
资料来源：公司公告，山西证券研究所

库存处于较低水平，PTA 加工费比较高。自国家推进供给侧改革以来，PTA 落后产能淘汰，PTA 行业几乎没有新增产能。2017 年 PTA 库存量基本维持高位，由于 PTA 市场部分大型装置陆续停车检修，加之下游需求的利好使得 PTA 库存量趋于弱势。根据卓创资讯统计的数据，2018 年 10 月底 PTA 社会库存约 95.62 万吨，去库存累计 10.48 万吨。PTA 库存目前处于略低水平，短期内 PTA 难以实现累库存。上半年国内 PTA 加工费明显高于去年同期，平均值在 865.86 元/吨，同比增长幅度达到 87.72%。目前 PTA 加工费比较高，如果成本端油价维持向上，

PTA 成本有望得到支撑。

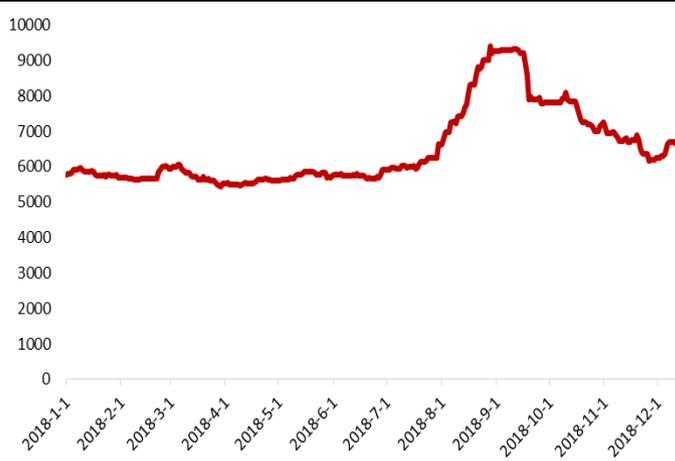
PTA 价格走势：拉涨快跌。根据隆众资讯统计的数据，2018 年上半年 PTA 现货市场均价在 5692 元/吨，同比增长 12.74%。主要原因上半年装置集中检修偏多，库存下降明显，刺激 PTA 市场价格高位运行，同时聚酯新产能的投放，大大的增加了 PTA 的需求量。7 月至 11 月底，PTA 完成了一波拉涨快跌的行情，PTA 生产企业开工负荷持续维持高位，PTA 供应持续增加，供不应求得到一定的缓和，其次，由于之前 PTA 价格大幅上涨，下游聚酯企业的经营状况受到江浙织机开工负荷率下滑而受到影响，下游企业采购意愿不强，成本向下传导并不顺畅，因此 PTA 价格快速下跌，11 月底回到了拉涨前的水平。

图 51 PTA 产业链负荷率



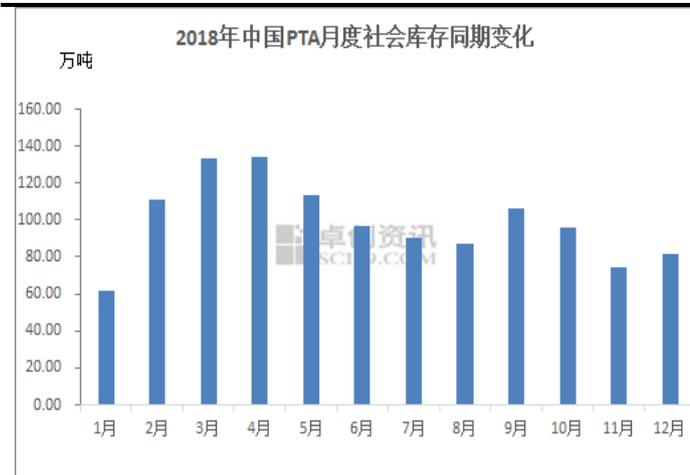
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 52 国内 PTA 市场价格



资料来源：百川资讯、山西证券研究所

图 53 国内 PTA 库存同期变化



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

图 54 PTA 价差（截至 2018 年 12 月 20 日）



资料来源：卓创资讯、山西证券研究所

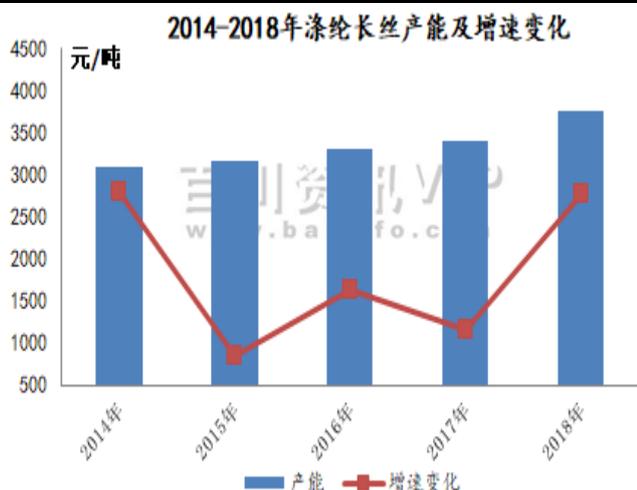
资料来源：Wind、山西证券研究所

3.4 涤纶长丝景气将有所下行

涤纶长丝是纺织原材料中的一个重要品种，主要用于服装、鞋帽、家纺等消费品领域。数据显示，2017年中国化学纤维的产量达到4919.55万吨，占世界化学纤维总产量的比重超过70%，其中涤纶长丝的年产量约为3934万吨。根据百川资讯统计的数据，预计2018年涤纶长丝产能将突破3800万吨，比上一年同期增长9.5%。

图 55 涤纶长丝产能及增速变化

图 56 涤纶长丝行业开工率



资料来源：百川资讯、山西证券研究所

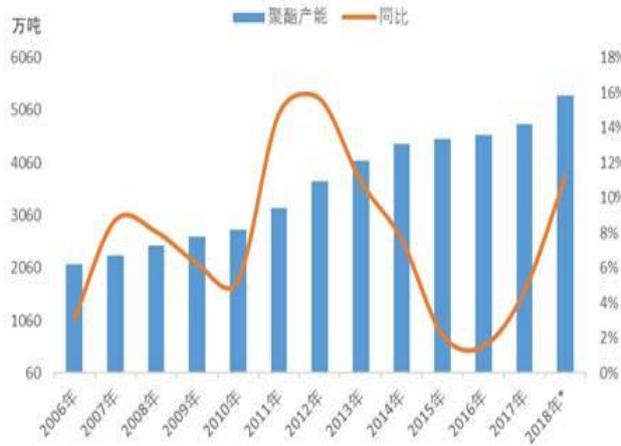
资料来源：百川资讯、山西证券研究所

开工率有所增长。根据百川资讯统计的数据显示，2018年1-11月涤纶长丝行业开工率77.38%，比上一年同期增长2.78%，主要受益于行业供给侧结构性改革的影响，同时终端纺织行业景气度的回升。

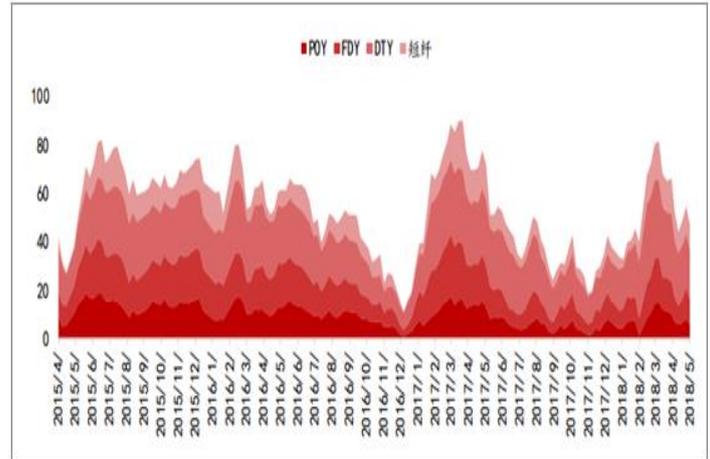
涤纶长丝原料中66%来自于聚酯，聚酯景气度将下滑。根据卓创资讯统计数据显示，2017年国内聚酯产能4992.0万吨/年，同比增长7.3%。2017年聚酯产量4132.5万吨，同比增长12.76%。聚酯表观消费量3908.9万吨，同比增长12.81%。2018年上半年国内聚酯产量为639.5万吨，同比增长13.9%。2018年聚酯景气持续，产能进一步扩张，预计年底聚酯产能将达到5337万吨，同比增长11.19%。虽然聚酯待投放的产能规模较大，但面对下游纺织行业增速趋缓，预计聚酯行业景气度会出现下滑。

图 57 聚酯产能及同比

图 58 涤纶长丝库存较低



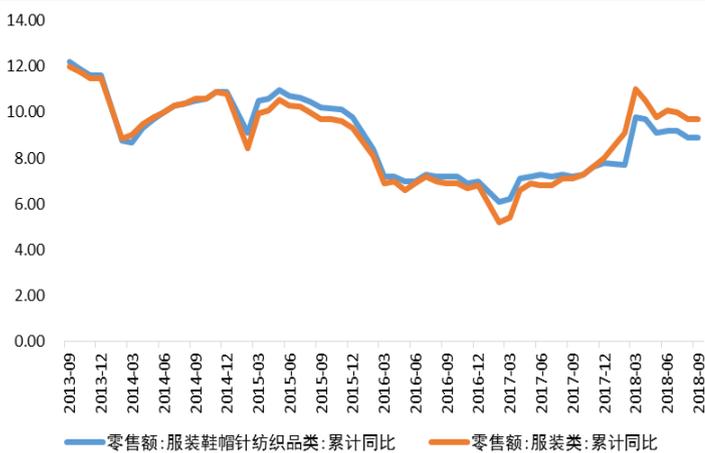
资料来源：卓创资讯、山西证券研究所



资料来源：中国产业信息网、山西证券研究所

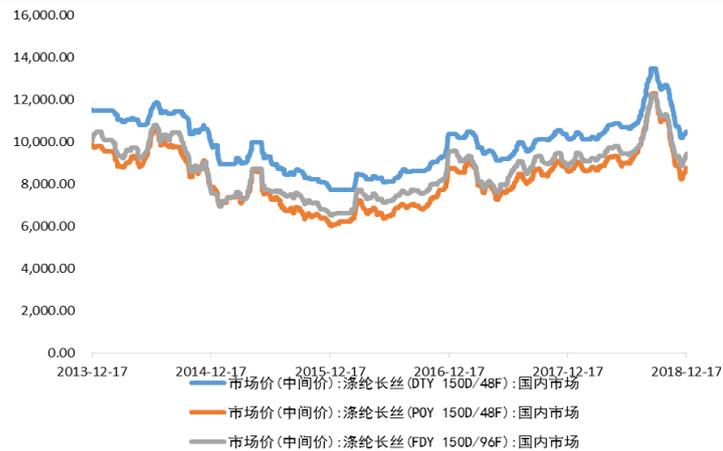
涤纶长丝行业与下游纺织行业密切相关。中美贸易战第二轮 2000 亿征税清单涉及绝大部分纺织原料、半成品以及少量服装附件产品，涉及的纺织服装产品 2017 年对美出口额约 40 亿美元，占中国对美纺织品和服装出口总额的约 10%。由于加征税收，一方面使得下游纺织企业的利润特别低，甚至有亏本的现象；另一方面贸易战的摩擦使得美国订单也减少了，国内纺织服装企业通过转口贸易和产能向东南亚等转移来应对。我们认为未来随着贸易战的趋缓，下游需求增速的逐步提升，直接利好涤纶长丝行业。

图 59 下游纺织行业增速趋缓



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 60 涤纶长丝国内市场价格



资料来源：金联创、山西证券研究所

价格方面，2018 年 7-9 月上旬，涤纶长丝市场价格急速上涨，涤纶长丝 POY150D/48F 市场价格最高触及 12350 元/吨，刷新 2011 年 11 月 3 日以来新高。行情上涨主要推动力来自原料 PTA。PTA 价格上涨推动聚酯相关产品行情上涨，加之聚酯工厂库存整体处于低位，共同推动

涤纶长丝市场价格不断冲击新高。对于中小企业，被迫通过减产、停产来减轻原料价格大涨带来的压力。然而下游工厂的减产、终端纺织服装市场需求趋缓，市场订单数减少，使得 PTA 的库存不断累积，在一个多月的持续上涨后，PTA 市场迎来拐点，市场行情进入下跌的状态，在 PTA 市场的带动下，涤纶长丝的价格也大幅下跌。近期涤纶长丝市场行情整体稳定，下游需求整体尚可，预计未来价格将会有所回升。

4.投资策略及重点公司

4.1 投资策略

民营炼化投资逻辑

2019 年随着 PX 投放加速，PX 供求关系有望缓和，产业链盈利点将逐步向 PTA 和涤纶长丝转移，具备 PTA 和涤纶长丝一体化优势的企业有望在产业链盈利转移的过程中直接受益。整体上 2019 年 PTA 面临供应偏紧的形势，涤纶长丝受到下游需求增速的放缓景气度会下行。我们认为相关上市公司将带来业绩的增量，大幅提升其盈利能力。建议关注恒力股份、恒逸石化、荣盛石化、桐昆股份。

大市场+小公司投资逻辑

我们认为 2019 年应当重点关注具有大市场的公司。市场很大，对于公司而言还有很大的成长空间，同时自身具有技术壁垒，拥有一定的护城河优势。从今年化工板块涨跌幅来看，小市值公司涨幅明显排列前茅，当行情反弹的时候，小市值、低估值的公司更容易受到市场的青睐，因此我们认为 2019 年投资标的应基于以下两方面逻辑进行选择。首先关注体现企业盈利指标如毛利率、净利率等，优秀企业的毛利率、净利率都是比较高的，通常对于企业而言，高毛利率说明企业本身产品具有很强的竞争力，尤其连续 3 年或者 5 年都保持很高，说明企业产品本身具有一定护城河，一般很多企业的净利率会随着竞争者的增加而逐年下滑。对于 ROE，我们选择连续五年 ROE 保持稳定在 15%

左右，属于优秀的企业，但不绝对，对于周期性行业 ROE 可能为负数。

现金流方面，我们认为一个公司的净利润必须要有现金流量表中经营活动产生的现金流量净额的支持，通过净现比指标，净利润应该跟经营活动现金流量净额相等或近似相等，净现比约等于 1，对于周期性行业而言，波动比较大。通过收现比来判断企业主营业务收入背后现金流的支持程度，收现比约等于 1，企业的销货收到的现金与本期的销售收入基本一致，说明企业的销货没有形成挂账，资金周转良好。

其次我们认为化工板块细分行业里具有大市场，并且下游需求持续稳定，以中小市值企业为主的龙头，本身具有护城河优势，新进入者竞争优势不如这些公司，行业一旦出现拐点，良好的基本面形成支撑，这些优势公司将脱颖而出。基于以上逻辑，我们筛选出**国光股份**这家具有代表性的公司，属于大市场+小公司，具有优秀的商业模式的特征，建议重点关注。

4.2 重点公司

恒力股份

“2000 万吨/年炼化一体化项目”是公司 2017 年重大资产重组及配套募集资金投资项目。项目原油加工能力 2000 万吨/年，该项目以 960 万吨/年连续重整、450 万吨 PX 装置为核心，配套 MTBE、异构化、烷基化装置，设计年产 992 万吨汽油、柴油、航空煤油，450 万吨 PX，同时年副产 162 万吨化工轻油、97 万吨苯、64 万吨液化气、53 万吨润滑基础油、52 万吨硫磺、43 万吨聚丙烯、35 万吨醋酸、13 万吨重芳烃等产品。随着炼化项目的投料开车与加快投产，公司经营业务将从现有的聚酯化纤、PTA 领域延伸至行业更上游的 PX、炼化环节，率先在行业内打造并实现从“原油—PX—PTA—聚酯”的全产业链发展模式，有利于增强上市公司的持续盈利能力与经营抗风险水平。

盈利预测与投资评级

预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 42.74 亿、100.06 亿、122.63 亿，对应 EPS 分别为 0.85 元、1.98 元、2.43 元，对应 PE 为 16.30、

6.96、5.68 倍，给予“增持”评级。

表 4 恒力股份盈利预测

关键指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入(百万)	19,239.96	22,287.97	55,840.88	131,097.36	159,037.24
增长率(%)	3.96	15.84	150.54	134.77	21.31
归母净利润(百万)	1,179.83	1,719.33	4,273.70	10,005.56	12,262.90
增长率(%)	91.58	45.73	148.57	134.12	22.56
EPS(摊薄)	0.42	0.61	0.85	1.98	2.43
ROE(摊薄)(%)	20.13	24.03	21.00	31.29	27.71
ROA(%)	16.25	12.22	5.72	9.75	11.01
PE	19.95	20.26	16.30	6.96	5.68

资料来源：Wind，山西证券研究所

恒逸石化

公司已发展成为全球领先的 PTA-聚酯纤维产业链一体化企业，随着文莱炼化项目的投产，以及聚酯纤维并购整合，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。此外，通过国内扩建下游，海外建设炼厂的差异化发展模式，公司上下游配置更加均衡。构建了涤纶和锦纶双产业生态圈，公司将从产业链均衡发展格局中优先受益，长期盈利和现金流会持续增长。

盈利预测与投资评级

预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 30.92 亿、44.60 亿、56.40 亿，对应 EPS 分别为 1.34 元、1.93 元、2.44 元，对应 PE 为 9.10、6.31、4.99 倍，给予“中性”评级。

表 5 恒逸石化盈利预测

关键指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入(百万)	32,419.34	64,283.85	76,639.14	103,839.85	130,469.59
增长率(%)	6.93	98.29	19.22	35.49	25.65
归母净利润(百万)	830.34	1,621.99	3,092.28	4,460.32	5,639.65

增长率 (%)	349.79	95.34	90.65	44.24	26.44
EPS (摊薄)	0.51	0.98	1.34	1.93	2.44
ROE (摊薄) (%)	7.60	13.56	19.08	22.13	22.15
ROA (%)	5.04	7.39	6.96	8.38	9.36
PE	29.32	21.92	9.10	6.31	4.99

资料来源：Wind，山西证券研究所

荣盛石化

公司控股子公司浙石化在浙江省舟山市正积极推进“4000万吨/年炼化一体化项目”，总投资约1730亿元，总规模为4000万吨/年炼油、800万吨/年对二甲苯、280万吨/年乙烯。项目分两期实施，每期规模为2000万吨/年炼油、400万吨/年对二甲苯、140万吨/年乙烯及下游化工装置。项目建设完成后，一方面将会在一定程度上改善我国在芳烃产业方面的话语权，降低芳烃的进口依存度，进一步向上延伸公司产业链，提升公司总体实力和抗风险能力，另一方面将会带动中下游化工产品的生产、加工和销售，实现公司社会效益和经济效益的最大最优化。

盈利预测与投资评级

预计公司2018-2020年归母净利润分别为24.74亿、52.13亿、73.50亿，对应EPS分别为0.39元、0.83元、1.17元，对应PE为25.45、12.08、8.57倍，给予“中性”评级。

表6 荣盛石化盈利预测

关键指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入(百万)	45,501.07	70,531.35	79,293.32	139,764.42	187,582.58
增长率 (%)	58.69	55.01	12.42	76.26	34.21
归母净利润(百万)	1,920.79	2,001.24	2,474.29	5,213.22	7,349.60
增长率 (%)	445.49	4.20	23.64	110.70	40.98
EPS (摊薄)	0.76	0.52	0.39	0.83	1.17
ROE (摊薄) (%)	15.16	14.04	12.49	20.63	22.84
ROA (%)	7.50	6.05	3.51	6.96	8.80

PE 20.42 27.36 25.45 12.08 8.57

资料来源: Wind, 山西证券研究所

桐昆股份

公司系国内产能、产量、销量最大的涤纶长丝制造企业，2001-2017年公司连续17年在我国涤纶长丝行业中销量名列第一，国内市场的占有率超过14%，国际市场的占有率达10%，具有较大的市场话语权。嘉兴石化一期年产120万吨PTA项目和2017年年底建成投产的嘉兴石化二期年产200万吨PTA项目，使公司上达PTA，下到纺丝、加弹，形成了PTA-聚酯-纺丝-加弹一条龙的生产、销售格局，一方面增强了企业的整体综合实力，另一方面，公司的原料PTA大部分采购于全资子公司嘉兴石化，运距短、成本低且供应稳定，与其他外购PTA的涤纶长丝企业相比，公司拥有更强的成本优势。此外，2017年上半年，公司通过收购桐昆控股持有的浙石化20%的股权，进入炼化一体化领域，使公司的产业链延伸更进一步。浙石化项目投产之后，一方面将稳定公司的原料供应，另一方面，也将为上市公司贡献丰厚的投资收益。

盈利预测与投资评级

预计公司2018-2020年归母净利润分别为32.15亿、39.32亿、45.91亿，对应EPS分别为1.76元、2.16元、2.52元，对应PE为6.13、5.01、4.29倍，给予“中性”评级。

表7 桐昆股份盈利预测

关键指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入(百万)	25,581.57	32,813.78	43,619.48	52,433.66	57,891.10
增长率(%)	17.60	28.27	32.93	20.21	10.41
归母净利润(百万)	1,132.15	1,760.74	3,215.01	3,931.77	4,591.19
增长率(%)	882.73	55.52	82.59	22.29	16.77
EPS(摊薄)	0.92	1.35	1.76	2.16	2.52
ROE(摊薄)(%)	10.32	13.16	19.90	20.23	19.91

ROA (%)	9.29	10.85	10.85	11.76	12.20
PE	15.63	16.62	6.13	5.01	4.29

资料来源：Wind，山西证券研究所

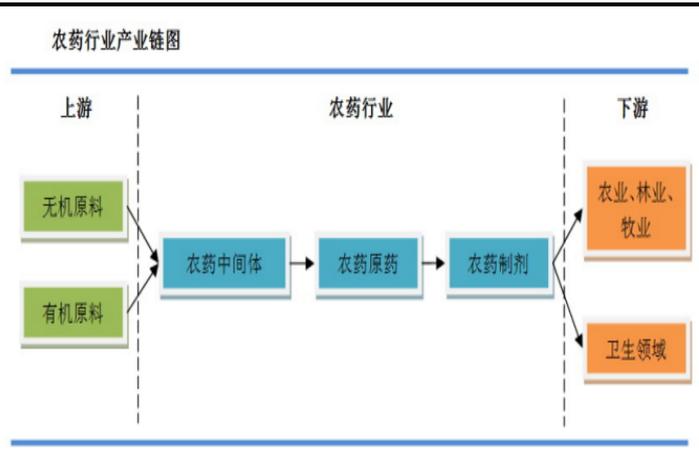
国光股份

图 61 公司主要产品功能及使用效果



资料来源：公司招股说明书、山西证券研究所

图 62 农药行业产业链



资料来源：公司招股说明书、山西证券研究所

投资逻辑

1) 公司是国内植物生长调节剂原药及制剂登记产品最多的企业，拥有一定的护城河。公司主要从事植物生长调节剂、杀菌剂为主的农药制剂和高端水溶性肥料的研究、生产和销售。其中植物生长调节剂广泛应用于农业生产，植物生长调节剂通过辅助植物物理调节，生态生长，不破坏植物生理结构，是一种因子类产品，用药量和间隔时间无严格要求，浓度大不会产生药害，应用后安全高效，PH 值中性，可与各类农药、肥料兼容同时使用，不伤害病虫害天敌，连年使用可促进生态农业发展良性循环。植物生长调节剂行业有以下几个特点：一是与农药行业的其他品类相比，调节剂在国际国内的起步较晚，还处于市场导入期；二是行业准入门槛高，国内行业内的企业以原药出口居多；三是产品应用技术要求高，需要专业应用指导；四是同一种成分调节剂因用途不同，应用的阶段不同，产品也不同，同质竞争的可能性小。由于对农业起着至关重要的作用，植物生长调节剂的市场潜力也十分庞大。据《全球植物生长调节剂（PGR）市场报告》显示，2013 年全

全球植物生长调节剂市场价值为 13 亿美元，到 2020 年，这一市场预计将以 4.6% 的复合年增长率进行增长，将达到 18 亿美元。根据中国农药信息网统计数据显示，截至到 10 月底，植物生长调节剂登记证有 898 个，其中原药 163 个，制剂 735 个，分别占农药登记的 3.77% 和 1.94%。在 2017 年登记的 2650 个农药产品中，植物生长调节剂产品只占了 93 个，而在 2014 年我国植物生长调节剂制剂产量就已超过 12 万吨，再加上部分企业不登记或以肥料登记代替植物生长调节剂登记，所以我国植物生长调节剂实际产量远大于这个数字。目前国内拥有“三证”齐全的植物生长调节剂原药和制剂生产企业约有 150 余家，但其中多数企业经营单一原药或制剂产品。与其他农药细分行业相比，植物生长调节剂行业的生产企业相对较少，而公司是国内植物生长调节剂原药及制剂登记产品最多的企业，拥有一定的护城河优势。

2) 2013-2017 公司近五年营业收入及归母净利润均保持平稳增长，公司连续 5 年 ROE 分别为 37.73%、29.93%、16.09%、15.54%、21.64%，保持在 15% 以上，毛利率方面近五年均维持在 47% 以上，净利率保持在 20% 以上。与农药行业上市公司相比，公司毛利率、净利率水平位居行业第一，ROE 也处于行业前列，同时资产负债率低于行业平均水平。从净现比和收现比来看，公司近五年净现比维持在 1 左右，收现比同样也保持在 1 左右，保证确认的营业收入及时收回，公司营业收入质量较高。同时比较 2016-2017 这两年公司应收账款及应付账款情况可以发现，公司在整体上下游产业链中议价能力有一定的提升。

图 63 公司营业收入及收现比

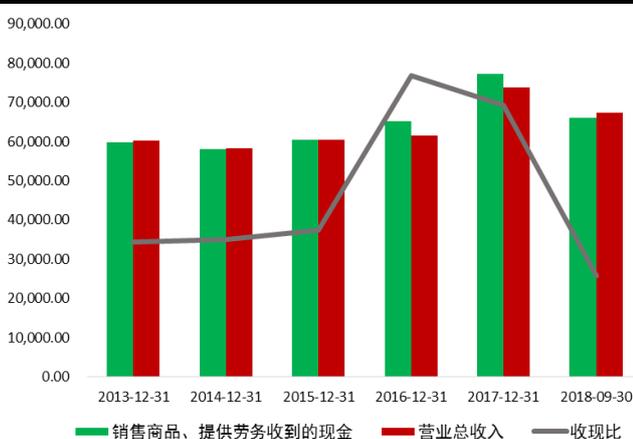
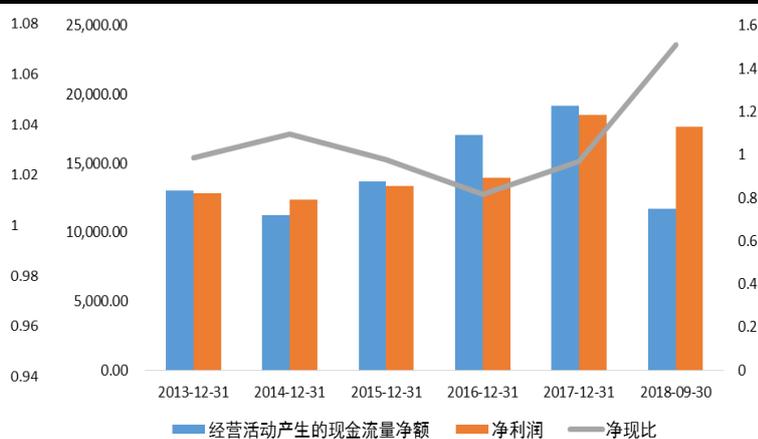


图 64 公司净利润及净现比



资料来源：Wind、山西证券研究所

资料来源：Wind、山西证券研究所

图 65 公司盈利能力及资产负债率

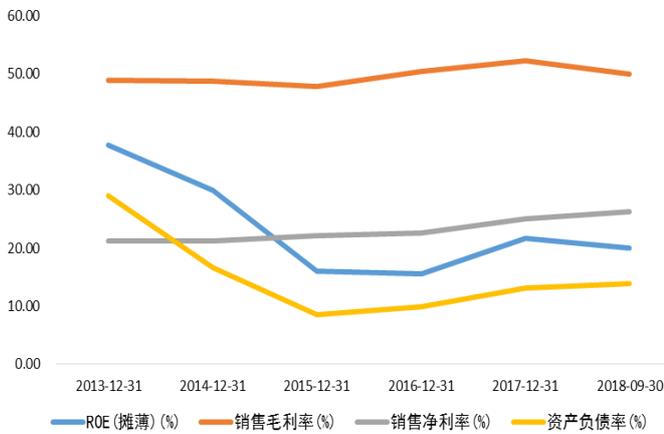
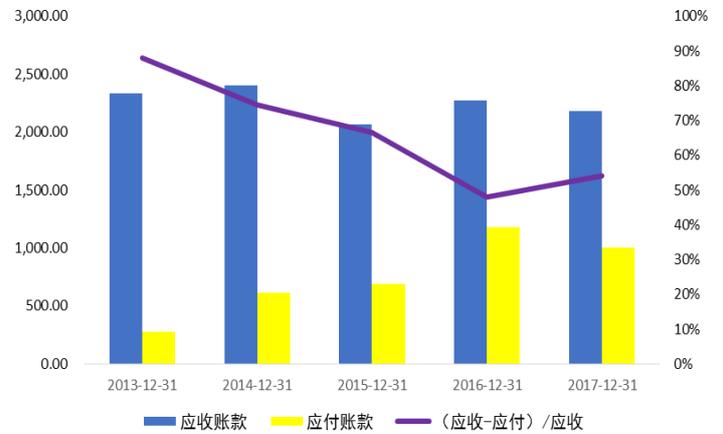


图 66 应收及应付账款



资料来源：Wind、山西证券研究所

资料来源：Wind、山西证券研究所

3) IPO 募投项目中年产 2100 吨植物生长调节剂原药生产线项目预计 2018 年 12 月 31 日达到预定可使用状态,看好产能释放带来业绩增厚。

表 8 农药行业上市公司财务比率对比

	ROE (%)		销售毛利率		销售净利率		资产负债率	
	2018 三季度报	2017 年报						
国光股份	20.29	21.15	49.86	52.07	26.27	25.2	13.93	13.12
平均值	11.71	13.51	30.57	29.78	11.96	10.8	37.19	39
新农股份	33.87	27.14	34.14	28.98	15.52	9.47	48.51	48.56
新安股份	23.15	12.51	25.92	17.5	13.59	7.25	40.87	45.85
扬农化工	18.67	15.66	30.76	27.2	19.04	13.69	36.67	42.79
海利尔	18.04	25.01	39.42	37	19.28	18.07	34.92	29.63
利尔化学	16.17	18.22	33.27	28.52	16.65	14.27	44.49	38.28
江山股份	15.71	16.94	19	16.2	9.16	6.87	41.89	46.97
百傲化学	14.97	17.49	45.04	50.15	27.38	24.88	18.65	11.92
先达股份	14.92	12.1	34.8	31.18	15.69	9.88	20.31	18.62
诺普信	14.69	17.33	29.04	34.85	9.87	11.4	48.49	50.56
苏利股份	14.27	15.7	40.19	37.37	26.11	21.35	8.55	7.72
中旗股份	12.54	12.26	21.03	21.02	11.34	9.08	45.9	41.43
沙隆达 B	12.34	14.88	33.35	35.13	13.46	6.51	47.4	52.6
沙隆达 A	12.34	14.88	33.35	35.13	13.46	6.51	47.4	52.6
丰山集团	11.8	21.56	25.47	23.2	9.43	8.52	32.39	51.56
中农立华	11.17	16.01	11.02	11.88	3.1	2.56	65.5	68.87
红太阳	9.82	13.72	30.59	31.4	13.22	14.3	54.15	54.91
利民股份	8.75	8.43	27	27.64	14.07	10.01	28.5	27.5
广信股份	8.65	10.32	31.51	32.86	16.76	14.47	21.3	24.83
长青股份	8.13	7.63	25.27	26.23	11.21	10.21	19.9	19.99

雅本化学	6.15	5.01	26.3	25.73	9.92	6.21	39.74	38.68
华邦健康	5.09	5.31	38.2	31.39	10.01	6.57	52.86	54.29
湖南海利	1.23	5.29	22.37	24.84	2.33	5.3	47.93	52.51
联化科技	-0.23	4.04	32.75	30.59	-0.23	5.1	26.92	34.84
蓝丰生化	-1.4	1.41	23.03	29.81	-3.09	1.93	36.94	37.18
ST 辉丰	-6.73	11.3	32.02	26.3	-12.54	11.07	42.97	48.25

资料来源: Wind, 山西证券研究所

盈利预测与投资评级

预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 2.16 亿、2.74 亿、3.36 亿，对应 EPS 分别为 0.99 元、1.25 元、1.53 元，对应 PE 为 18.83、14.84、12.13 倍，给予“买入”评级。

表 9 国光股份盈利预测

关键指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入(百万)	614.26	737.32	867.15	1,087.58	1,328.93
增长率(%)	1.53	20.03	17.61	25.42	22.19
归母净利润(百万)	139.25	185.30	216.25	274.37	335.89
增长率(%)	4.06	33.07	16.70	26.88	22.42
EPS(摊薄)	1.86	2.47	0.99	1.25	1.53
ROE(摊薄)(%)	15.54	21.64	22.94	28.20	33.61
ROA(%)	16.27	21.51	17.24	19.74	22.25
PE	46.19	26.10	18.83	14.84	12.13

资料来源: Wind, 山西证券研究所

表 10 重点推荐公司估值情况

公司简称	EPS (元)				PE				总市值(亿元)	推荐评级
	2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
恒力股份	0.61	0.85	1.98	2.43	20.26	16.30	6.96	5.68	696.78	增持
恒逸石化	0.98	1.34	1.93	2.44	21.92	9.10	6.31	4.99	276.85	中性
荣盛石化	0.52	0.39	0.83	1.17	27.36	25.45	12.08	8.57	617.16	中性
桐昆股份	1.35	1.76	2.16	2.52	16.62	6.13	5.01	4.29	190.03	中性



国光股份	2.47	0.99	1.25	1.53	26.10	18.83	14.84	12.13	40.11	买入
------	------	------	------	------	-------	-------	-------	-------	-------	----

资料来源：Wind 一致预测（截至 12 月 20 日），山西证券研究所

5.风险提示

1) 油价大幅波动；2) 炼化项目投产不达预期；3) 宏观经济大幅下滑。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。