

# 油价有望进一步回暖，关注悲观情绪释放下的化工品反弹

## ——石化化工行业跟踪报告

行业动态报告

### ◆原油价格回暖符合预期，且有望进一步回暖

布油价格经历 2018Q4 大幅下滑后持续回暖至目前 66 美元/桶以上，较前期 50.22 美元/桶的低点出现了大幅的回升。原油价格回暖符合我们预期，但速度快于我们之前的预期。从目前来看，基于以下原因，原油价格有望进一步回暖：(1) 沙特为首的 OPEC 组织减产意愿强烈，此外俄罗斯也有望进一步配合减产；(2) 美国通过对 PDVSA 进行制裁，扩大了对委内瑞拉马杜罗政权的制裁范围，进一步加剧了市场对供给端的担忧；(3) 美国对伊朗原油出口的豁免将于 5 月 4 日到期。从 2018 年的经验来看，市场一定会提前 1-2 个月的时间来反应这个不确定性；(4) 从历史经验来看，二季度和三季度全球原油需求相比一季度将持续环比上升，目前来看未来原油市场唯一潜在的利空是 NOPEC 法案的冲击。

### ◆关注悲观情绪释放下的化工周期品反弹

我们跟踪的 12 种化工品价格平均指数在 2018Q3 后经历大幅下滑之后，在油价回暖支撑下，2019 年初至今已经开始企稳，其中聚合 MDI 等开始明显反弹，此外某些出口比例高的非石化品种如钛白粉等也出现回暖迹象。经过 2018Q4 油价下跌导致的成本坍塌，叠加需求端下行的悲观预期以及贸易摩擦影响下 11 月份后出口大幅下滑的影响，化工品价格大幅下滑，尽管当前时点大部分品种仍未触及历史低点，但从价差判断盈利已接近历史较低水平；我们认为各子行业库存开始逐渐回归健康，政策端推动消费平稳增长下需求下滑的风险有望进一步释放，从历史看二季度是海内外的化工品出货旺季，短期不必继续悲观。唯一的风险来自中美贸易谈判的不确定性，但是也在往积极的方向发展。

◆**投资建议：**油价有望进一步回暖，悲观情绪释放下化工周期品有望继续反弹。我们建议适当提高石化化工的配置，建议关注 (1) 卫星石化、恒力股份、恒逸石化、桐昆股份、荣盛石化和东方盛虹六家民营大炼化公司等；(2) 中国石化、新奥股份和中石油等；(3) 按照当前产品价格下测算估值在 10 倍左右或以内的中泰化学、鲁西化工、华鲁恒升、扬农化工、长青股份、先达股份和利民股份等；(4) 成长股里面的晶瑞股份、江化微、飞凯材料、万润股份和锂电材料细分领域龙头：新纶科技、当升科技、天赐材料、新宙邦、星源材质。

◆**风险分析：**(1) 油价回暖不及预期；(2) 国内下游需求改善不及预期；(3) 中美贸易谈判的不确定性；(4) 海外石化化工产品下游需求进一步下滑的风险。

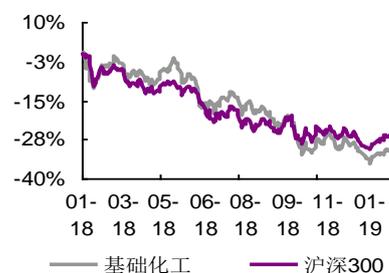
## 增持 (维持)

### 分析师

裴孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)  
021-52523174  
[qiuxf@ebsecn.com](mailto:qiuxf@ebsecn.com)

赵启超 (执业证书编号：S0930518050002)  
010-58452072  
[zhaogc@ebsecn.com](mailto:zhaogc@ebsecn.com)

石化和基础化工行业与上证指数对比图



数据来源：WIND，光大证券研究所整理

## 1、原油价格回暖符合预期，且有望进一步回暖

Brent 原油价格在去年四季度大幅下滑之后持续回暖至目前的 66 美元/桶以上，较前期的低点 50.22 美元/桶出现了大幅的回升。原油价格的回暖在我们的预期当中，但速度快于我们之前的预期。从目前的情况来看，原油价格有望进一步回暖。

图 1：布伦特原油价格近期持续回暖



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

### 沙特为首的 OPEC 组织减产意愿强烈，俄罗斯有望进一步配合减产

据 IEA 月报数据，2019 年 1 月全球原油产量下降 140 万桶/日至 9970 万桶/日。其中 OPEC 国家合计原油产量下降 93 万桶/日至 3083 万桶/日，减产执行率达到 86%，沙特阿拉伯、阿联酋和科威特均超预期减产。同时，为敦促 OPEC+ 如约履行减产承诺，2 月 12 日沙特向《金融时报》表示将持续扩大减产，预计 3 月的原油产量将降至约 980 万桶/日，比其 12 月承诺的减产目标还要多出 50 万桶/日，届时原油出口也将降至 690 万桶/日。此外，俄罗斯也表达了进一步配合减产的意愿。俄罗斯 1 月份的原油产量在 11.56 百万桶每天，环比下降了 0.09 百万桶每天，比 18 年 10 月份的产量下降了 0.05 百万桶每天，俄能源部长 Novak 后续也称俄罗斯 2 月份原油产量也将比 1 月份继续下降 0.05 百万桶每天。

表 1：2019 年 1 月份 OPEC 减产情况（单位：千桶/天）

	2017	2018	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018 年 11 月	2018 年 12 月	2019 年 1 月	2019 年 1 月 环比变化
阿尔及利亚	1047	1042	1031	1059	1054	1056	1050	1041	-9
安哥拉	1634	1506	1493	1470	1501	1496	1491	1416	-75
刚果	252	318	324	320	321	310	331	310	-21
厄瓜多尔	530	521	519	528	521	522	521	515	-6
赤道几内亚									
几内亚	133	126	127	124	118	121	110	117	8
加蓬	200	186	183	184	183	170	194	193	-1
伊朗	3813	3559	3818	3603	3004	2921	2758	2754	-4
伊拉克	4446	4549	4481	4606	4664	4626	4712	4669	-43
科威特	2708	2746	2707	2797	2775	2772	2800	2710	-90
利比亚	811	951	883	892	1058	1107	947	895	-52

尼日利亚	1658	1719	1653	1704	1744	1731	1740	1792	52
沙特阿拉伯	9954	10308	10114	10422	10737	11021	10562	10213	-350
阿联酋	2915	2983	2873	2982	3224	3274	3223	3078	-146
委内瑞拉	1911	1341	1388	1250	1185	1183	1165	1106	-59
<b>OPEC 合计</b>	<b>32013</b>	<b>31855</b>	<b>31594</b>	<b>31941</b>	<b>32090</b>	<b>32312</b>	<b>32603</b>	<b>30806</b>	<b>-797</b>

资料来源：OPEC

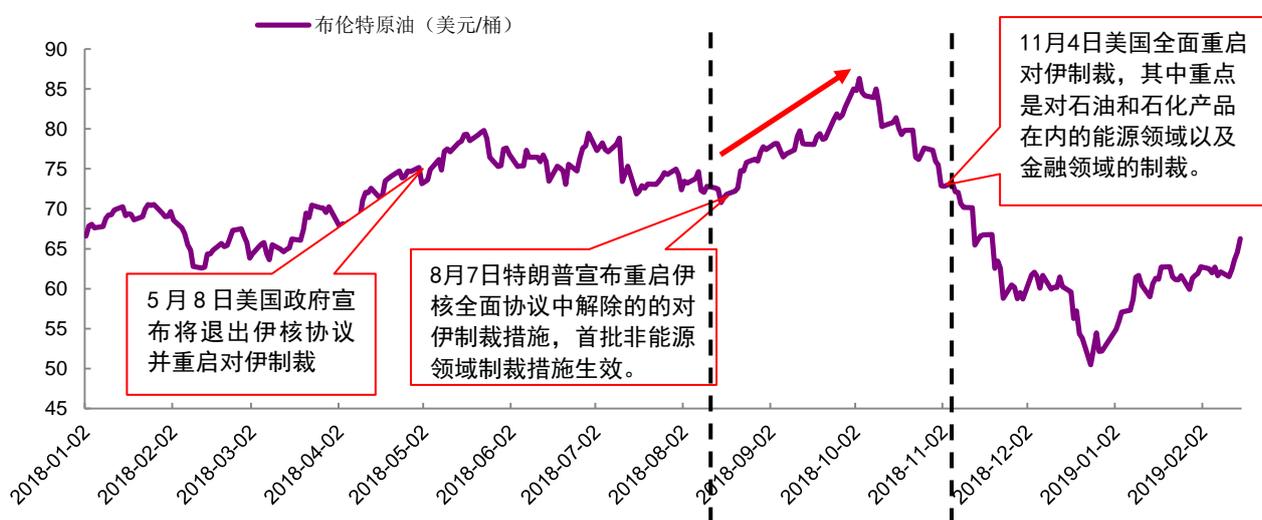
注：OPEC 统计数据与 IEA 有细微差别

### 美国对委内瑞拉的制裁进一步加剧了市场对供给端的担忧

2019年1月23日，美国政府正式承认委内瑞拉国民议会主席胡安·瓜伊多为委内瑞拉临时总统。2019年1月25日，白宫发布了第13857号行政命令，“采取额外步骤应对与委内瑞拉有关的国家紧急情况”，通过将PDVSA纳入对马杜罗政权的制裁，扩大了美国对委内瑞拉的制裁。虽然采购石油及石油产品会有一个窗口期，但付款必须存进一个PDVSA无法接触的托管账户。EIA预计这一行动将产生立竿见影的影响，随着制裁的全面影响，美国基本上取消了从委内瑞拉的进口。这些制裁将不会仅仅适用于美国人，同时也适用于涉及美国金融体系的任何交易。制裁还包含了禁止美国向委内瑞拉出口石油制品。这项禁令包含了PDVSA用来与更重原油混合的稀释剂。如果PDVSA不能在相对较短的时间里找到另一个稀释剂的来源，委内瑞拉的原油产量将会下降。

此外，美国对伊朗原油出口的豁免将于5月4日到期。从2018年的经验来看，市场一定会提前1-2个月的时间来反应这个不确定性。

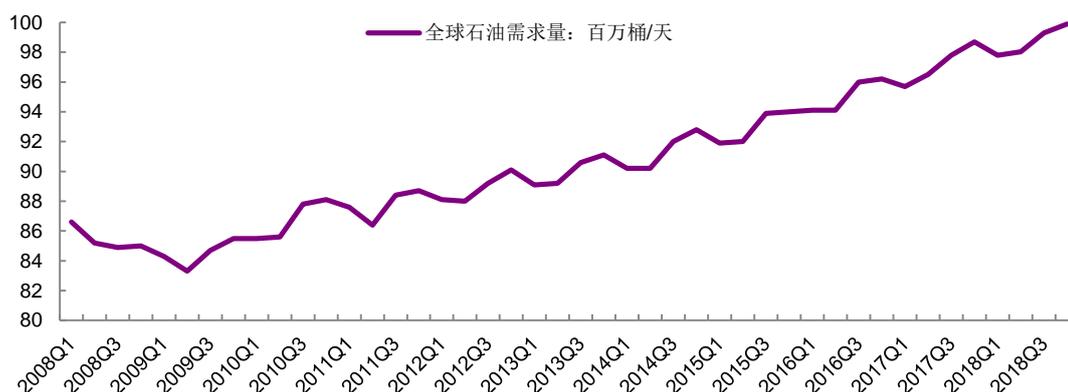
图2：2018年国际原油价格在美国11月4日重启对伊能源领域制裁之前2个月开始提前反应



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

最后，全球原油需求环比进入上升期。从历史经验来看，一季度是全球需求最低的一个季节，二季度一般比一季度需求增长，三季度相对于二季度环比进一步上升。

图 3：二季度和三季度全球原油需求将环比持续上升



资料来源：OPEC，光大证券研究所整理

### 关注 NOPEC 法案对原油市场的冲击

目前来看未来原油市场唯一潜在的利空是 NOPEC 法案的冲击，2019 年 2 月 4 日《打击原油生产、出口垄断组织法案》(No Oil Producing and Exporting Cartels Act, 简称 NOPEC)已经提交至美国众议院，并在 7 日得到了美国参议院司法委员会的通过，这为该法案在参众两院表决铺平了道路。这并不是美国第一次提出相关立法。在过去的 20 年里，国会已多次提出类似的建议但均没有成功。然而，考虑到特朗普政府长期以来对 OPEC 的敌意，市场认为，最近美国国会的尝试将是最有可能立法成功的机会。

## 2、关注悲观情绪释放下的化工周期品反弹

### 油价回暖，主要化工品价格企稳回暖

我们跟踪的 12 种化工品价格平均指数在 2018Q3 后经历大幅下滑之后，2019 年初至今已经开始企稳，其中部分品种如 MDI、环己酮、己二酸和己内酰胺等纯苯以及芳烃产业链已经开始明显上涨，此外，尽管可以用油价反弹来部分解释这些中游石化品种的价格变化，但是我们也观察到某些出口比例比较高的非石化品种如钛白粉等的价格经过前期下滑之后，也已经出现回暖的迹象。在经过去年四季度油价下跌导致的成本坍塌、需求端经济下行的预期以及贸易摩擦下的出口下滑带给商品市场的悲观情绪之后，部分化工周期品的盈利有望回归修复。

图 4：2019 年初至今 12 中主要化工品平均价格指数已经止跌企稳

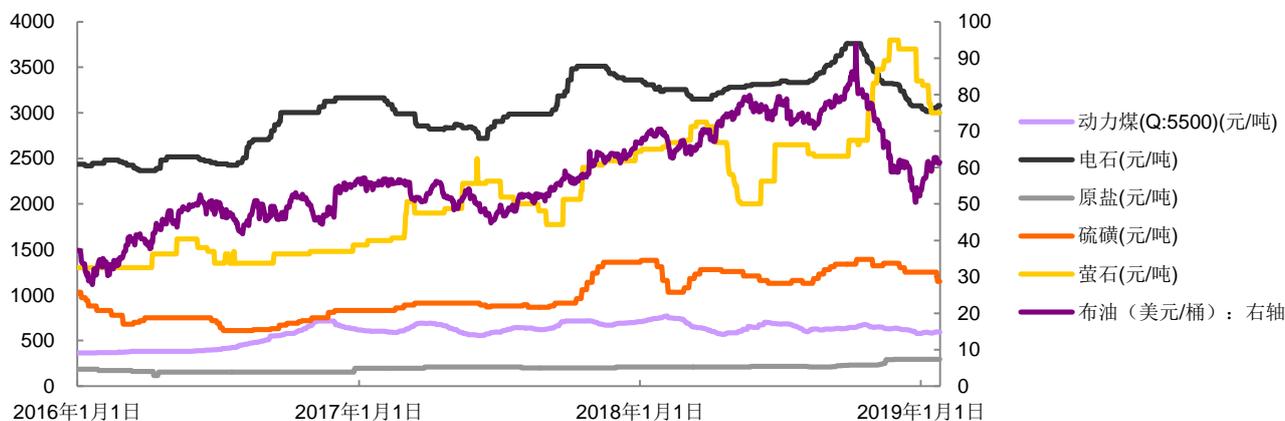


资料来源：WIND，光大证券研究所整理

注：12 种主要化工品包括甲醇、己内酰胺、烧碱、轻质纯碱、PVC、聚合 MDI、TDI、钛白粉、LDPE、PP、PC 和甲基硅氧烷（DMC），取 2015 年 1 月 1 日作为价格指数基准日，最终指数为 12 中化工品价格指数加权平均。

首先从价格上来看，尽管当前时点大部分品种仍处于近十年来历史价格的中下分位水平，仍未触及 2015 年底的最低点，但是目前的布油价格已经从当时的 40 美元/桶上涨至 60 美元/桶以上，而且基于 OPEC 组织强烈的减产预期以及美国结束进口伊朗原油豁免的提前反应，原油价格有望进一步回暖，而其他上游资源如煤炭、钛精矿、萤石、电石、硫磺等在环保的约束下价格相比上一轮周期的低点也有了很大的涨幅。

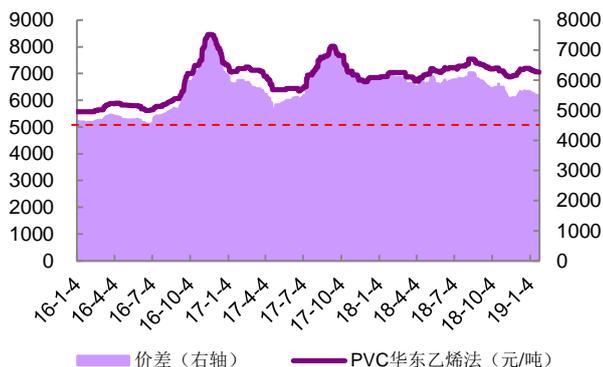
图 5：目前上游资源品种价格相比 2016 年初均有较大涨幅



资料来源：百川资讯，光大证券研究所整理

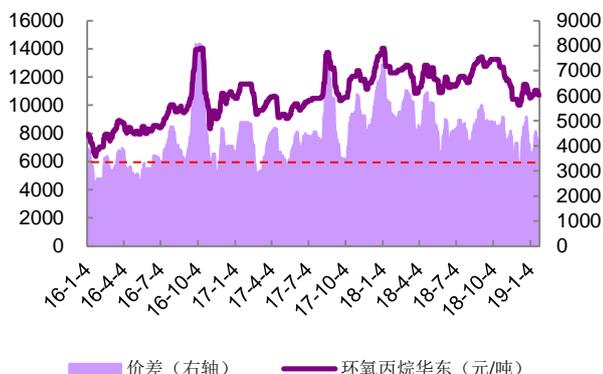
我们观察部分品种如聚合 MDI、钛白粉、环氧丙烷、乙烯法 PVC、PC、丁醇和氨纶等品种的价差，已经与上一轮低点时接近一致，另一方面近两年各企业经历资产负债表的修复之后，在环保端的有力约束下，即使有新增产能也基本全部来自行业龙头的有序扩产，较强的控价能力决定了价格进一步下滑的空间十分有限，而在目前部分品种价格已经急速下跌至行业边际成本的情况下，企业盈利修复的诉求较为强烈。

图 6: PVC 法乙烯价格及价差变化



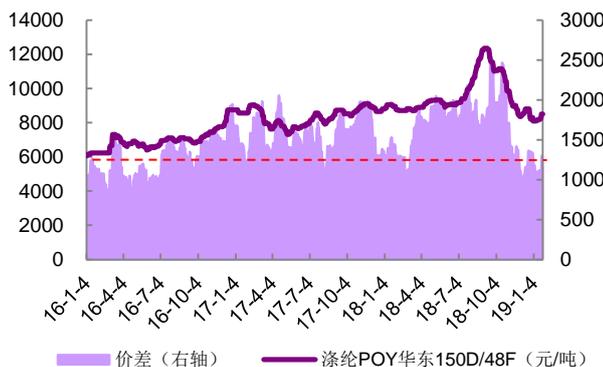
资料来源: 百川资讯, 光大证券研究所整理

图 8: 环氧丙烷价格及氯醇法价差变化



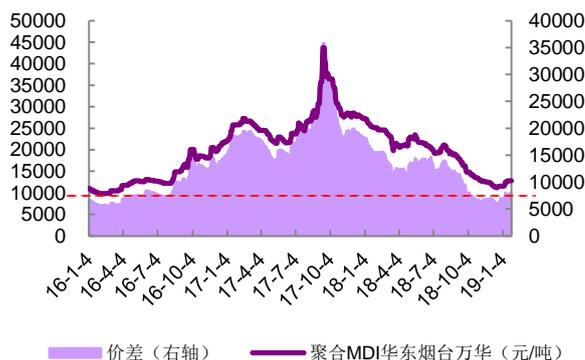
资料来源: 百川资讯, 光大证券研究所整理

图 10: 涤纶长丝价格及价差变化



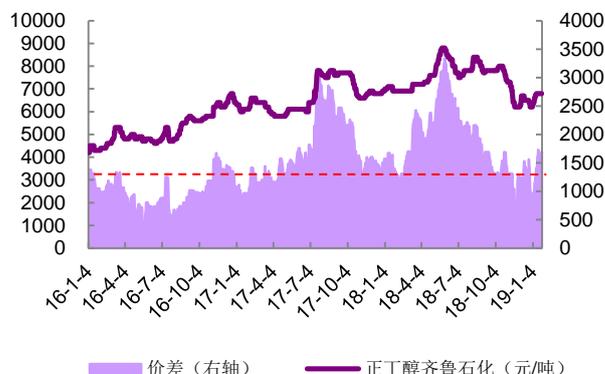
资料来源: 百川资讯, 光大证券研究所整理

图 7: 聚合 MDI 价格及价差变化



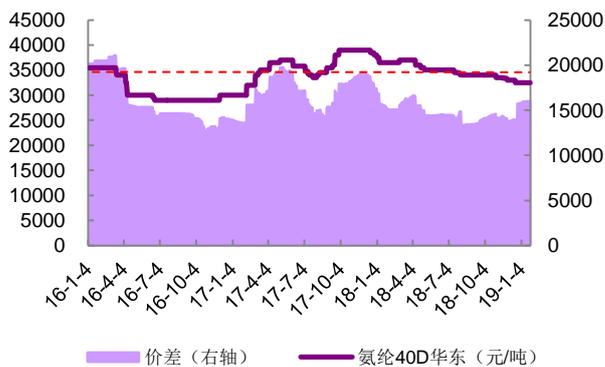
资料来源: 百川资讯, 光大证券研究所整理

图 9: 正丁醇价格及价差变化



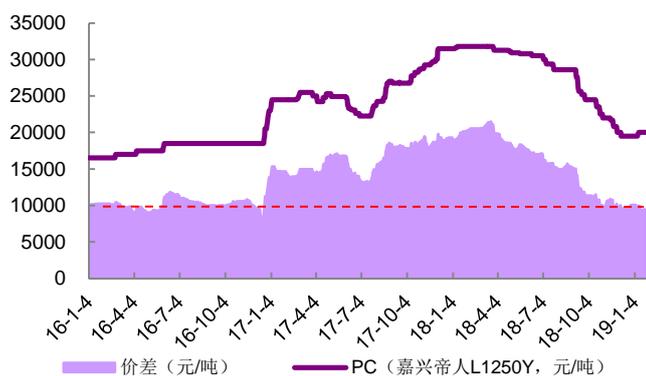
资料来源: 百川资讯, 光大证券研究所整理

图 11: 氨纶价格及价差变化



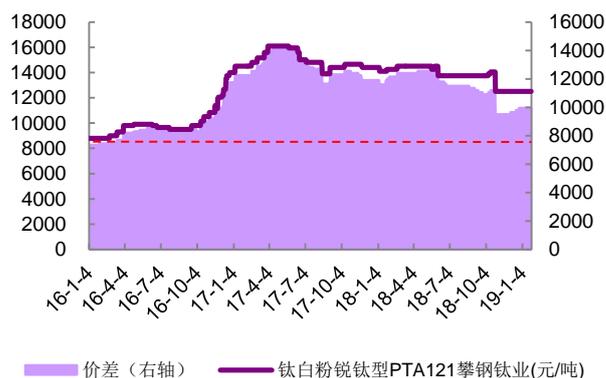
资料来源: 百川资讯, 光大证券研究所整理

图 12: PC 价格及价差变化



资料来源: 百川资讯, 光大证券研究所整理

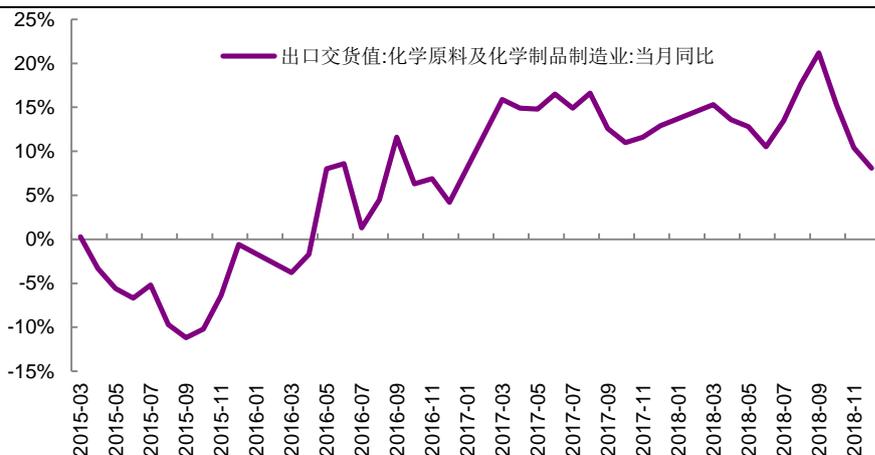
图 13: 钛白粉价格及价差变化



资料来源: 百川资讯, 光大证券研究所整理

近两年化工品的涨价主要来自供给侧改革下的行业格局改善, 在国内需求转弱之后, 价格相对坚挺的品种大多是出口占比较高的全球定价品种, 2017 年聚合 MDI、钛白粉、有机硅、醋酸等品种的出口量同比均有 20% 以上的增长, 且在 2018 年上半年得到了较好的维持, 而这些品种进入下行周期的时间和两碱、PVC 等相比也有些滞后。尽管 2018Q3 在贸易摩擦导致出口前移的影响下上述品种的出口仍有不错的增速, 但是 11 月后除了对美国出口大幅下滑之外, 前期增速较快的东南亚新兴市场国家的出口也陷入停滞。

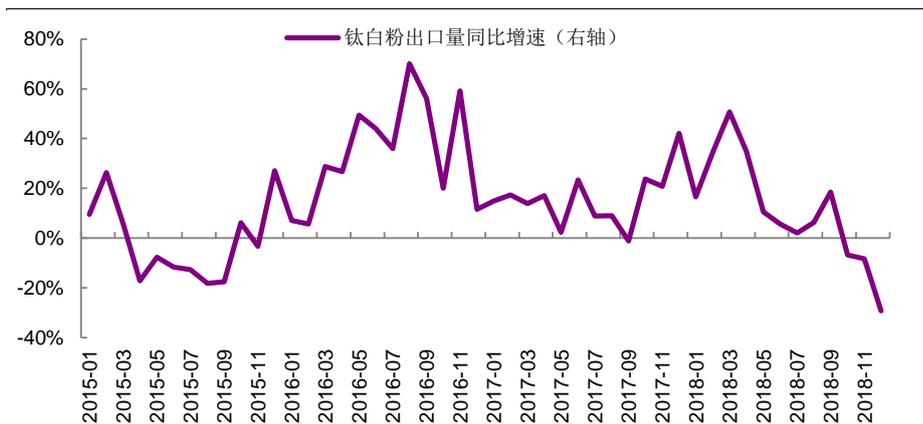
图 14: 人民币计价下的化学原料及化学制品制造业出口交货值同比变化



资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

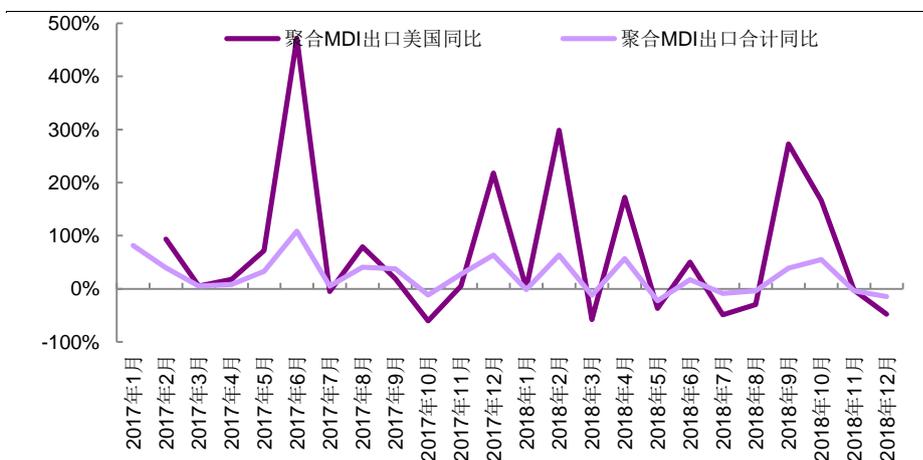
以钛白粉为例, 2018 年出口量 90.8 万吨, 同比增长 9.4%, 但 Q4 出口量同比下滑 15.8%, 再以聚合 MDI 为例, 11 月份和 12 月份合计对外出口下滑了 9.4%, 其中对美国出口下滑了 29.6%。

图 15: 2018 年 10 月份后钛白粉出口量同比大幅下滑



资料来源: WIND, 百川资讯, 光大证券研究所整理

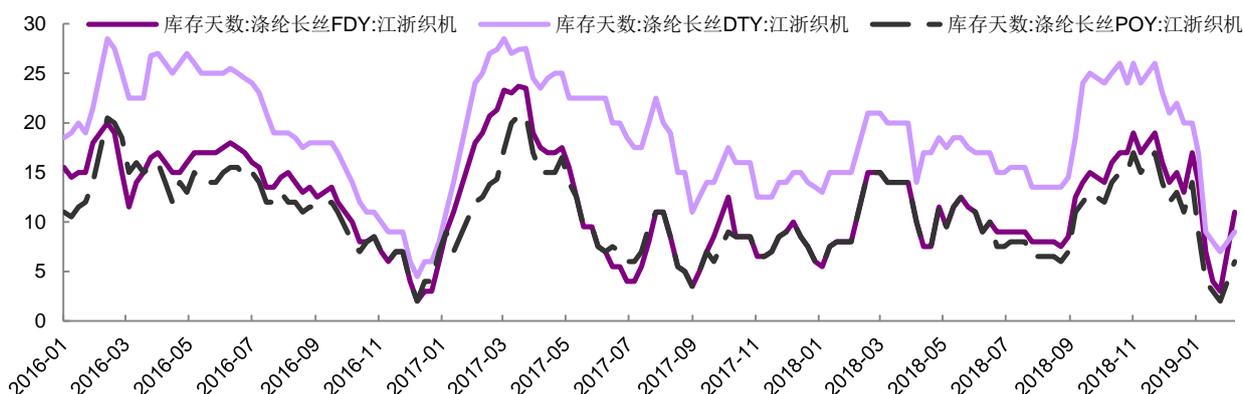
图 16: 2018 年 11 月份后钛白粉出口量同比大幅下滑



资料来源: WIND, 百川资讯, 光大证券研究所整理

因此除了油价下跌的影响和经济下行的悲观预期之外, 出口端陷入困境也是部分品种没有迎来金九银十而且价格加速下跌的重要原因, 在较为悲观的情绪之下, 无论是上游企业还是中间商都开始积极的降库存。以 PTA 为例, 本周福海创最后一套 225 万吨 PTA 装置投产之后, 意味着 2019 年 PTA 行业最大的供给冲击已经结束, 而目前基于长丝较低的库存, 有助于后续 PTA 和长丝的回暖。以钛白粉为例, 百川数据显示某钛白粉龙头企业的 1 月份库存同比减少了 1 万多吨, 其他子行业库存也逐渐回归健康。

图 17：目前织造企业涤纶长丝库存同比下降至较低水平后进入补库阶段



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

而在春节因素的影响下，2019年1月不管是国内下游备货还是对外出口都有所前移，尽管目前未看到细分化工品种的出口数据，但1月份整体贸易数据出口同比+9.1%表明出口增速已经止跌反弹，贸易摩擦的影响没有进一步加剧。从需求来看，虽然目前下游还没有大规模复工，但从历史来看，二季度是国内外的化工品出货旺季，短期不必继续悲观。

#### 国内消费端有望改善，唯一的风险来自中美贸易谈判的不确定性

从2018年3季度以来汽车和白电数据都开始转差而且持续向下突破，化工行业作为中游行业无论从业绩还是估值都受到较大影响，但考虑到目前政策端已经开始释放积极信息推动下游消费平稳增长，对于化工行业，需求端进一步下滑的风险有望得到控制。从目前来看，未来唯一的风险将来自中美贸易谈判的不确定性，但是我们看到也在往积极的方向发展。

### 3、投资建议

油价有望进一步回暖，化工品见底反弹，综上所述我们建议适当提高石化化工的配置，建议关注：第一、卫星石化、恒力股份、恒逸石化、桐昆股份、荣盛石化和东方盛虹六家民营大炼化公司等；第二、中国石化、新奥股份和中石油等；第三、按照当前产品价格下测算估值在10倍左右或以内的中泰化学、鲁西化工、华鲁恒升、扬农化工、长青股份、先达股份和利民股份等；第四、成长股里面的晶瑞股份、江化微、飞凯材料、万润股份和锂电材料细分领域龙头：新纶科技、当升科技、天赐材料、新宙邦、星源材质。

### 4、风险分析

- (1) 油价回暖不及预期；
- (2) 国内下游需求改善不及预期；
- (3) 中美贸易谈判的不确定性；
- (4) 海外石化产品需求进一步下滑的风险。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 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。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
私募业务部	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
		王涵洲		18601076781