

石油化工 (072201)

聚酯盈利向上的逻辑正在兑现

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

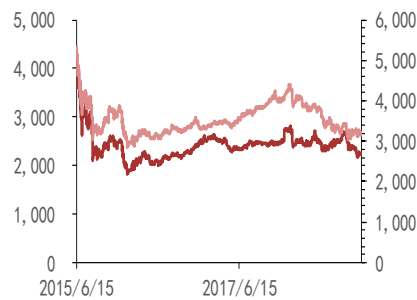
重点公司基本状况

简称	股价	EPS				PE				18P EG	评级
		2017	2018	2019	2020	201	2018	2019	2020		
中国石油	7.60	0.12	0.31	0.33	0.36	63	25	23	21	0.15	买入
中国石化	5.74	0.42	0.62	0.66	0.73	14	9	9	8	0.19	买入
中油工程	4.55	0.12	0.26	0.37	0.49	38	18	12	9	0.15	增持
新奥股份	11.8	0.64	1.17	1.42	1.60	18	10	8	7	0.12	买入
广汇能源	4.35	0.13	0.26	0.38	0.48	33	17	11	9	0.17	买入
桐昆股份	15.1	1.35	1.32	1.64	2.25	11	11	9	7	-5.1	买入
恒力股份	18.5	0.34	0.8	1.83	2.37	54	23	10	8	0.17	买入

备注：中油工程和新奥股份 EPS 来自 wind 一致预期

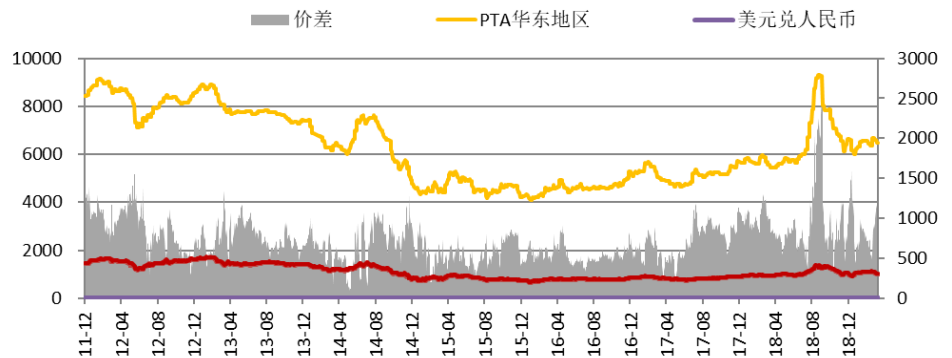
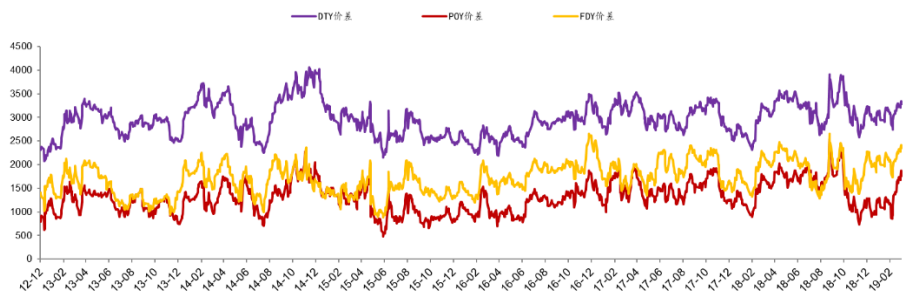
基本状况

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

■ **聚酯盈利向上的逻辑正在兑现。**今年年初以上，我们根据调研结果和未来行业供需变化，得到结论聚酯和 PTA 盈利或跨过底部，我们认为聚酯未来盈利或逐季度向上，而 PTA 的盈利在 19Q3 之前或保持高盈利。当前 PTA 加工价差高于去年同期，重回 1000 元/吨，而聚酯的价差已恢复至去年同期水平。由于去年上半年是聚酯产业链需求最好的时候，PTA+聚酯的综合价差已高于去年同期盈利水平。近期我们和市场交流，市场对于聚酯的预期差虽开始有修复，但预期仍然有偏差。

■ **需求并不悲观，聚酯盈利被压缩的可能性较低。**市场担忧聚酯的核心在于聚酯产业链处于纺服大周期下行期。按照聚酯产业链链条来看，PX-PTA-聚酯-织造-纺服，由于聚酯的下游是织造，且织造产能扩张速度高于聚酯，供需结构弱于聚酯。如果纺服周期下行周期带来压力，首先利润被压缩的应当是织造环节，而当前坯布盈利却远高于去年同期，接近盈利最高时期，导致当前织造开工率高位，聚酯需求仍旧非常强劲，聚酯的盈利被压缩的可能性较低。此外，聚酯盈利中长期还同时要考虑到成本下行的逻辑。我们再次强调聚酯预期差仍存，重点推荐聚酯龙头，桐昆股份、新凤鸣、东方盛虹、恒力股份、荣盛石化等。



资料来源：wind，中泰证券研究所

- **首先，聚酯产业链盈利改善的时间节奏把握：聚酯盈利或逐季度向上，而PTA盈利最好的或在3季度。**我们认为和18Q4相比，2019H1，PTA和聚酯的盈利已经逐步边际向上。中期来看，行业盈利有望再分配。盈利能力的分配取决于产业链各环节产能扩张的速度和终端需求增速匹配与否。目前来看，2019年，最终端纺织服装需求增速可能降至6-8%，织造产能扩张速度10%以上，聚酯产能扩张速度11%左右，PTA产能扩张速度12%，PX产能扩张速度36%。由于PTA产能扩张集中于19Q4，聚酯产能扩张集中于19H2，PX产能扩张集中于19Q2之后，所以行业盈利的分配要分上半年和下半年来看。上半年，我们预计价格会强势，行业盈利仍偏向于PX环节；下半年，由于PX产能扩张最多，成本塌陷，但终端织造产能扩张速度和聚酯扩张速度基本匹配，由于高于最终端纺织服装增速，所以最先挤压的是织造环节，而PTA和聚酯盈利将较为强势，再加上成本下降，价差或将会修复，PTA和聚酯的盈利将更佳。长期来看，由于2020年，PX和PTA产能扩张速度高于聚酯，行业盈利或更偏向于聚酯环节。
- **其次，根据供需和成本变化，再度重点强调聚酯的预期差。**
- **(1) 供给端：未来聚酯产能温和扩张，将成为产业链定价权最强环节。**由于近三年聚酯产能平均增速约为10%（2017-2019年，产能增速分别为7%，10%和8%），市场担忧聚酯或处于供给过剩状态，行业或开始整合，区别于市场的观点，我们认为聚酯行业未来几年仍处于供需平衡状态，行业仍有望维持高景气周期。核心原因是聚酯产能扩张较为理性，未来几年将处于温和扩张期，产能扩张速度基本与需求增速匹配。供给增量取决于行业产能扩张。供给主要是两方面，一是产能变化，二是开工率；由于2017-2018年行业处于高景气周期，开工率已高达85%左右，我们假设未来行业开工率维持高景气时期下的状态，那么决定供给增量的即是产能变化。根据卓创资讯，未来聚酯行业产能增速将趋于大幅下滑，2020-2023年，每年的产能增速都将低于5%，在经历2018-2019年的小幅扩张之后，聚酯行业产能增速已再次回归理性。由于供给端将处于理性扩张时期，那么核心决定盈利的是供给增速是否与需求增速匹配。
- **(2) 需求端：需求增速仍有望维持5%以上增长。**先看2019年，当前行业处于需求下行周期，主要是因为内需纺织服装零售额增速在趋缓，出口也可能受到去年抢出口的影响。内需来看，复盘近5年的纺织服装零售额增速，一般每年都于3月左右触底，逐步回升，主要的原因是由于3-9月是需求的旺季，去年12月纺织服装零售额增速为8%，今年预计内需6%的增速，外需下降至0增长，今年终端需求也有可能6-8%左右增速。再看2020-2023年，新一轮纺织服装库存周期有望开始。由于纺服后周期子行业的终端需求依托纺织服装周期，纺织服装的增速由人均收入增速决定。由于近十年来我国经济周期严重依托地产周期，地产周期带来的“财富效应”和“挤出效应”也决定了人均收入增速水平。自2017年3月以来，央行调升房地产按揭利率，调控的实质性趋严导致地产处于下行周期，挤压人均消费水平。从服装类零售额累积同比增长和当月同比增速来看，均自2018年3月开始下滑，正好滞后于地产周期12个月。和纺服周期相关性更强的房价指标已于18年6月开始回升，按照1年左右的周期判断，我们预计19年6月需求或边际向上。从库存周期的角度来看，需求的走弱，导致行业总体处于被动累库存周期。库存的累积也印证行业处于下行周期。根据历史趋势，一轮纺服大周期大概持续6年左右时间，库存周期在3-4年时间。本轮库存周期开始于16年10月，按照周期长度大概3年的经验规律，或于19年Q3开始新一轮库存周期。此外，房价指数已于18年6月开始向上，我们预计纺服周期或于19年Q3向上。
- **(3) 成本端：上游产能大规模扩张期已至，聚酯环节将充分受益。**1、聚酯上游产能扩张幅度较大，聚酯成本将下行。从产业链各个环节的产能增速来看，未来PX>PTA>织造>聚酯≈需求增速。从2019年来看，PX下半年将迎来产量高增，产能扩张速度达近100%，PTA或于4季度迎来新增产能大量投产，产能增速将近10%，聚酯产能增速为8%，下游织造环节产能增速为15%以上。今年来看，行业温和扩张的是聚酯和PTA环节，那么核心取决于是否与需求匹配。当前行业处于需求下行周期，主要是因为内需纺织服装零售额增速在趋缓，出口也可能受到去年抢出口的影响。内需来看，复盘近5年的纺织服装零售额增速，一般每年都于3月左右触底，逐步回升，主要的原因是由于3-9月是需求的旺季，去年12月纺织服装零售额增速为8%，今年预计内需6%的增速，外需下降至0增长，今年终端需求也有可能6-8%左右增速（我们认为，这个假设是较为合理的，因为去年纺织服装零售额增速8%，聚酯需求增速为11%，聚酯需求增速略高于零售额增速）。那么从产能增速和需求增速来看，今年聚酯和PTA的产能增速基本是和需求增速匹配的。而上游PX产能增速过高，将导致价格下行，会带动聚酯成本下行。2、此外，关于成本下的逻辑，聚酯产业链历史上也有同样的经历。在2014-2016年，聚酯处于产能温和扩张期，而上游在大幅扩产能，虽然当时处于景气下行周期，且2014年聚酯产业链价格跌幅极深，但从聚酯的盈利来看，2014年聚酯的价差却是近几年来最高的，甚至高于2018年景气周期时期。核心原因还是在于产业链各个环节产能周期和需求周期是否匹配。2014年，行业处于需求下行周期，聚酯

需求增速是近十年来最低的 1 年，只有 2%，但聚酯产能增速也下降至 5% 以下（且行业有落后产能退出），助力聚酯的价差达到比景气周期还要高的价差。此外，从新凤鸣的 2014 年的业绩情况，也可以得到佐证。2014 年 8 月开始油价大跌，导致整个产业链价格下降，聚酯价格从 1.1 万元/吨下降至 7000 多元/吨，但新凤鸣的单季度盈利是向上的。此外，由于价格的下跌，将产生一定库存损益，但从新凤鸣的单季度盈利来看，聚酯价差的向上可以覆盖掉库存损益。

- **油价或迎短周期供需共振，油价有望温和上行。**3 月 29 日 BRENT 原油期货价格为 68.39 美元/桶，较之前一周上涨 1.36 美元/桶；3 月 29 日 WTI 原油期货价格为 60.14 美元/桶，较之前一上涨 1.1 美元/桶。供需短期共振，价格有望持续上涨。(1) 供给端：OPEC 可能延长减产协议。OPEC 和俄罗斯等非 OPEC 产油国承诺自年初开始减产 120 万桶/日，以削减供应并支撑油价。该联盟的油长 4 月 17-18 日将在维也纳就产量政策举行会议。由于沙特等国家对于高油价具备较强诉求，减产协议可能延长。(2) 需求端：我国需求旺盛，美国二季度开始迎来需求旺季。2019 年头两个月，全球最大进口国——中国的原油使用量较上年同期增长 6.1%，达到创纪录的 1268 万桶/日，仍然体现出高增长的态势。由于当前处于美国原油消费淡季，美国炼油厂开工率仍旧不高，或于 2 季度开始迎来开工率上行，原油需求环比上升。库存端，由于供需短周期共振，我们预计美国商业原油库存或处于去化周期，原油价格仍将处于温和上涨态势。当前如果原油供给端不出现 OPEC 减产不达预期的变数，油价或仍将处于温和上涨趋势。
- **美国产量处于历史高位，商业原油库存增加。**3 月 29 日美国采油钻机数为 816 台，较之前一周的数量减少 8 台，较去年同比增加 19 台。3 月 29 日美国天然气钻机数为 190 台，较之前一周减少 2 台，较去年同比减少 4 台。3 月 22 日美国原油产量为 1210 万桶/天，与之前一周持平。此外，根据 EIA 数据，3 月 22 日美国商业原油库存为 44228.3 万桶，较之前一周增加 280 万桶；美国库欣地区原油库存为 4692.4 万桶，较之前一周增加 54.1 万桶。虽然美国原油产量达到历史新高，但是美国采油钻机数和库存的大幅下降，促使市场对于原油供需过剩程度的担忧大幅缓解。
- 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 36 品种，下跌的有 49 个品种。价格涨幅前五：尿素（华鲁恒升小颗粒，出厂价），上涨 9.6%；MX（FOB 韩国），上涨 5.8%；电石（华东），上涨 5.4%；PTA（期货连续结算价），上涨 3.5%；纯 MDI（华东），上涨 3.2%；价格跌幅前五：纯苯（华东），下跌 12%；苯乙烯（华东地区），下跌 10.5%；苯乙烯（FOB 韩国），下跌 10.3%；PX（齐鲁石化），下跌 10%；纯苯（FOB 韩国），下跌 7.5%。上周石化产品价差涨幅前五：尿素（华鲁恒升小颗粒，出厂价），上涨 16%；合成氨（江苏新沂出厂价），上涨 13.6%；纯 MDI（华东），上涨 12.3%；涤纶长丝 POY（桐乡桐昆 150D/48F），上涨 10.8%；涤纶长丝 POY（桐乡桐昆 300D/96F），上涨 9.8%。价差跌幅前五：纯苯（华东），下跌 15.2%；丁二烯（FOB 韩国），下跌 14.3%；丁二烯（CFR 中国），下跌 12%；丁二烯（江苏市场），下跌 12.8%；乙烯（CFR 东南亚），下跌 12.5%。
- **»投资建议：建议布局高分红中国石化、低估值民营大炼化公司和农化板块。**
- **1、建议重点关注聚酯龙头：桐昆股份，新凤鸣，恒力股份，荣盛石化等。**
- **2、建议布局农化优质龙头：新洋丰、扬农化工、利尔化学等。**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。**

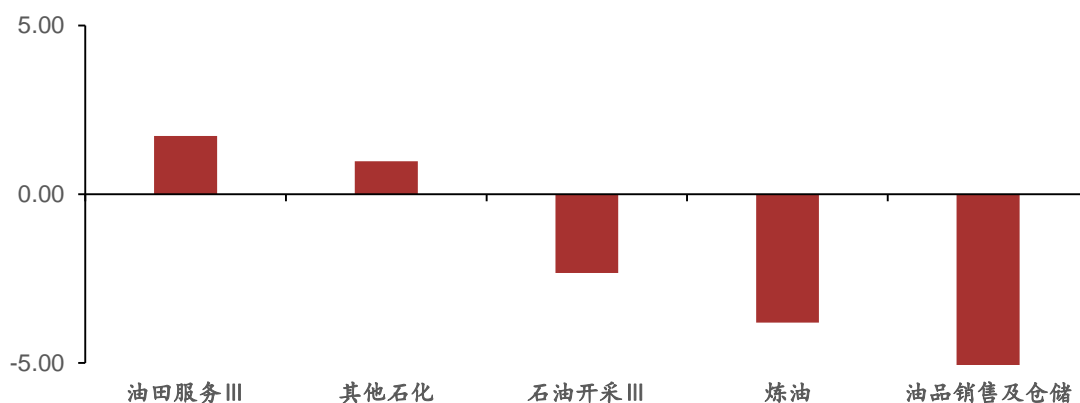
内容目录

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	- 8 -
原油期货持仓情况	- 11 -
石化产品价格与价差	- 12 -
石化产品价格	- 12 -
石化产品价差	- 13 -
投资建议.....	- 16 -
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）	- 16 -
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）	- 17 -
风险提示.....	- 18 -

石油石化行业市场复盘

- 上周（2019.3.25-2019.3.29）石油石化指数（中信）下跌 1.6648%，沪深 300 指数上涨 1.0053%，石油化工板弱于大盘。上周石油化工作子行业中，油田服务Ⅲ（1.73%）、其他石化（0.97%）、石油开采Ⅲ（-2.33%）、炼油（-3.8%）、油品销售及仓储（-5.14%）。

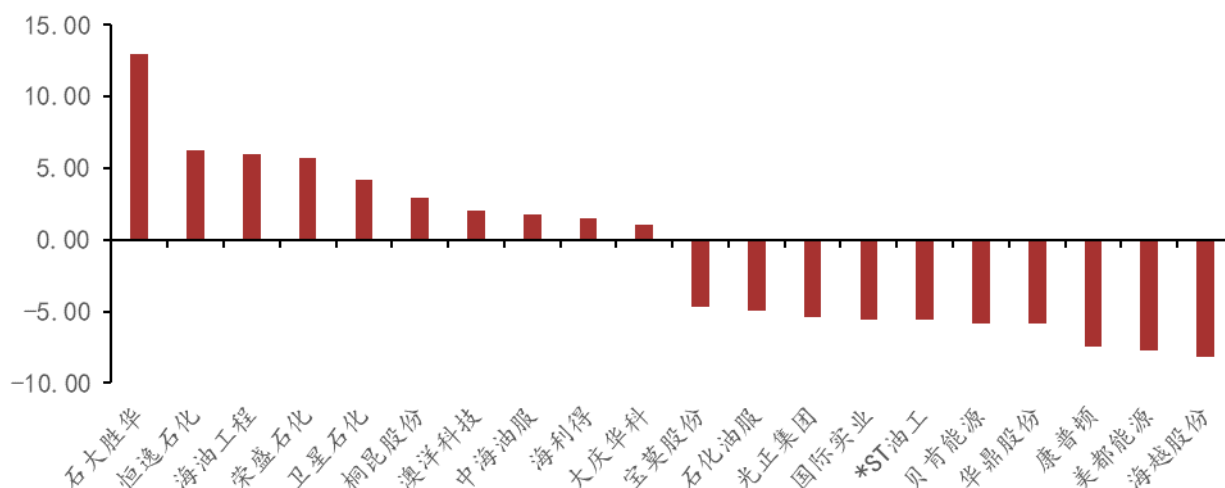
图表 1：本周石油化工表现



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石大胜华（12.9%）、恒 X 石化（6.24%）、海油工程（5.92%）、荣盛石化（5.7%）、卫星石化（4.16%）、桐昆股份（2.93%）；领跌个股为海越股份（8.12%）、美都能源（7.72%）、康普顿（7.44%）、华鼎股份（5.86%）、贝肯能源（5.81%）。

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

- 期货价格：3月29日 BRENT 原油期货价格为 68.39 美元/桶，较之前一周上涨 1.36 美元/桶；3月29日 WTI 原油期货价格为 60.14 美元/桶，较之前一周上涨 1.1 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

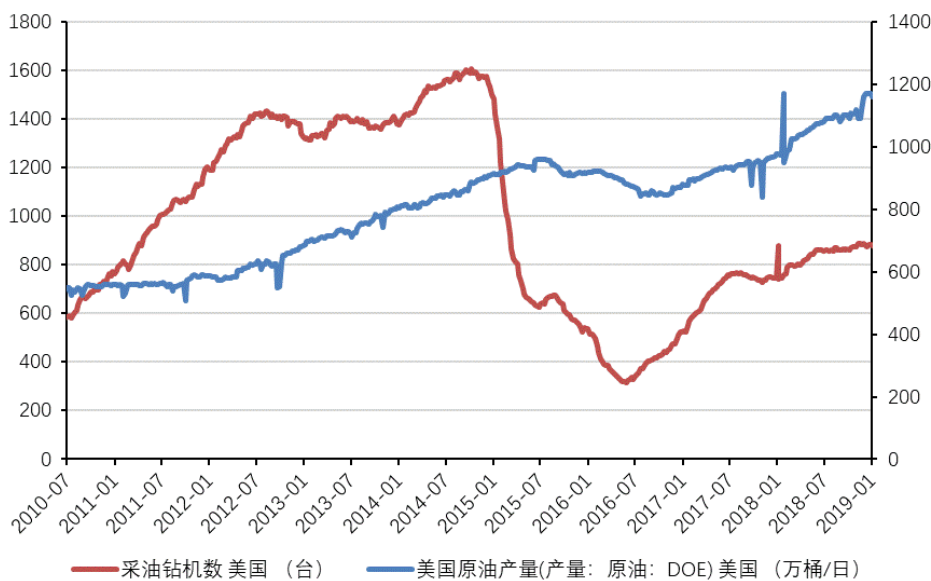


来源: Wind、中泰证券研究所

钻机数变化情况

- 采油钻机数: 3月29日美国采油钻机数为816台, 较之前一周的数量减少8台, 较去年同比增加19台。3月29日美国天然气钻机数为190台, 较之前一周减少2台, 较去年同比减少4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1094台, 较与上周减少27台。

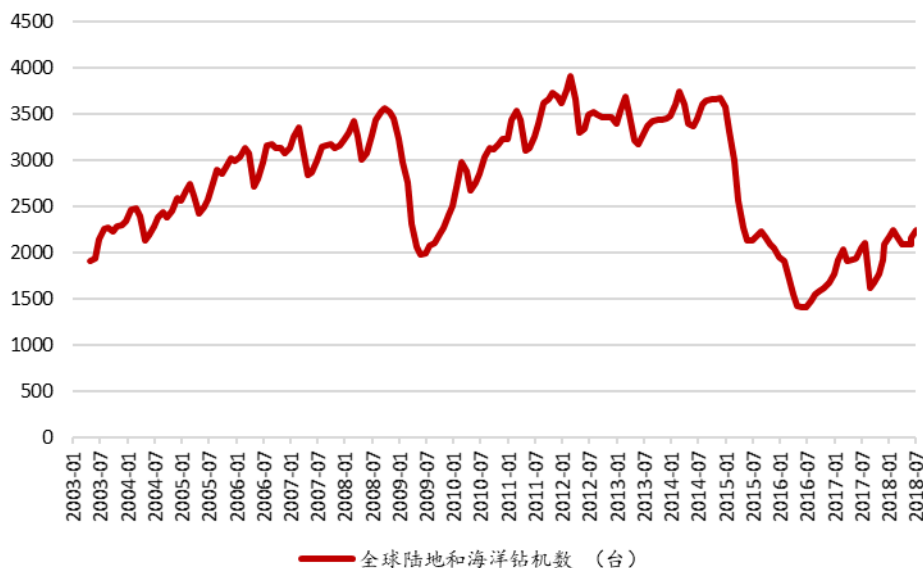
图表 6: 北美采油钻机数

国家	本周	上周环比变化	去年同比变化
美国	1006	-10	13
加拿大	88	-17	-46
北美	1094	-27	-33
美国钻机数量	本周	上周环比变化	去年同比变化
采油钻机	816	-8	19
天然气钻机	190	-2	-4
其他钻机	0	0	0
定向钻机	64	1	4
水平钻机	891	-9	21
垂直钻机	51	-2	-12
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	5	0	4
Arkoma Woodford	3	0	-4
Barnett	1	0	-1
Cana Woodford	49	-3	-14
DJ-Niobrara	29	-2	5
Eagle Ford	78	-4	6
Fayetteville	0	0	-1
Granite Wash	8	2	-4
Haynesville	57	0	5
Marcellus	65	0	8
Mississippian	4	-1	1
Permian	454	-5	11
Utica	15	0	-7
Williston	60	3	6

来源：Wind、中泰证券研究所

■ 全球钻机数：12月全球采油钻机数为2270台，与11月持平。

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

■ 3月22日美国原油产量为1210万桶/天,与之前一周持平。

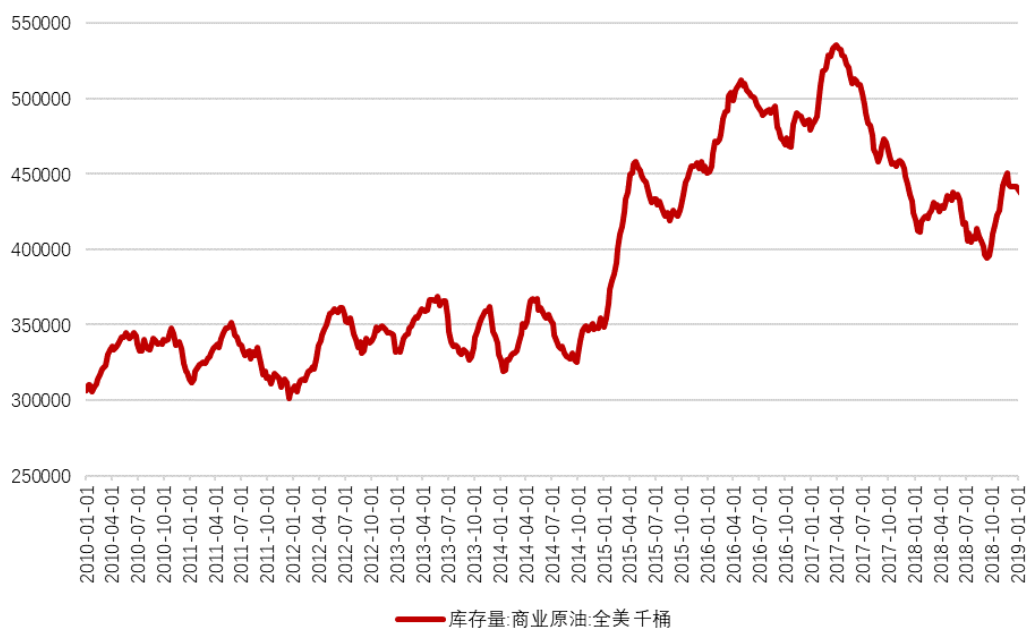
图表8: 美国原油产量



来源: Wind、中泰证券研究所

■ 美国商业原油库存: 3月22日美国商业原油库存为44228.3万桶,较之前一周增加280万桶。

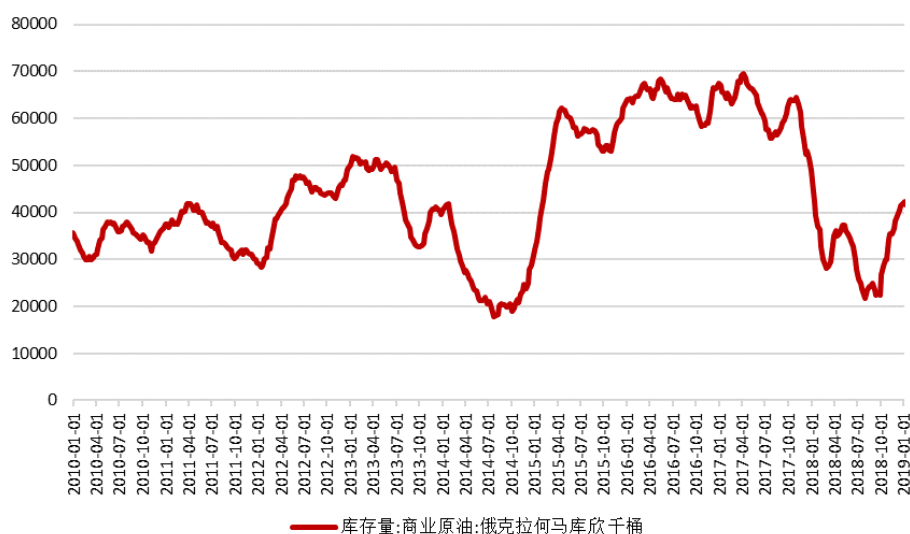
图表9: 美国商业原油库存



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 4692.4 万桶, 较之前一周增加 54.1 万桶。

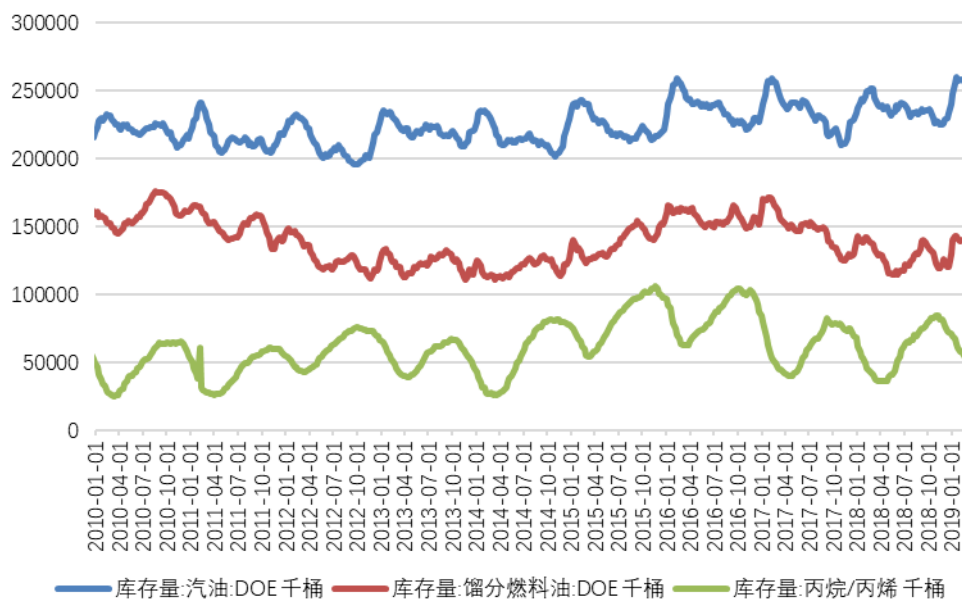
图表 10: 美国库欣地区商业原油库存



来源: Wind、中泰证券研究所

- 美国汽油、馏分油和丙烷/丙烯库存: 3月22日美国汽油库存为 23862 万桶, 较之前一周减少 288.3 万桶; 3月22日美国馏分油库存为 13016.7 万桶, 较之前一周减少 207.5 万桶; 3月22日美国丙烷/丙烯库存为 5163.7 万桶, 较之前一周增加 52.7 万桶。

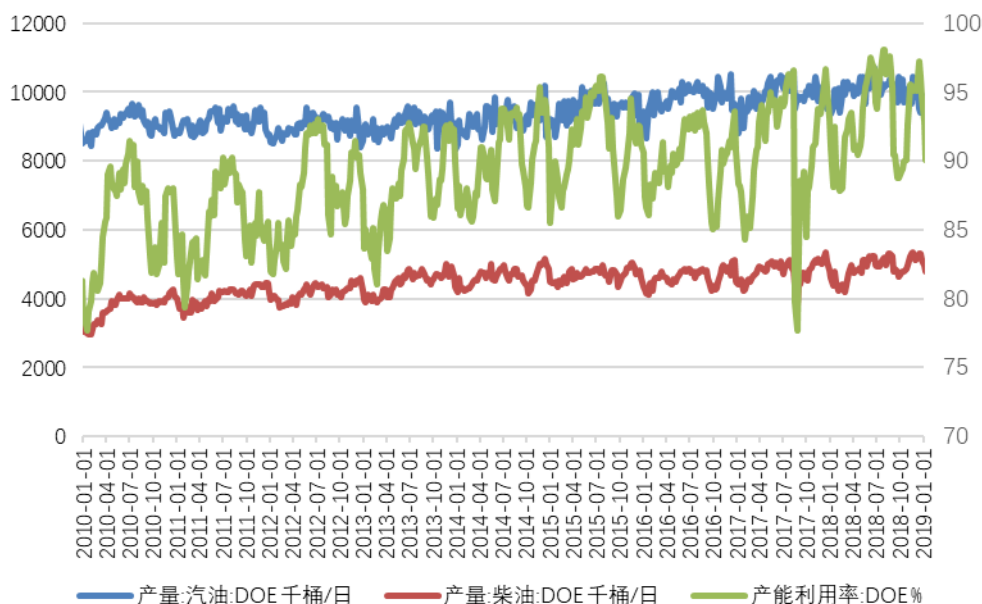
图表 11: 美国汽油、馏分油和丙烷/丙烯库存



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: 3月22日美国汽油产量965.7万桶/天, 较上周下降26.8万桶/天; 3月22日美国柴油产量为470.3万桶/天, 与上周持平; 3月22日美国产能利用率为87%, 较上周下降了2%。

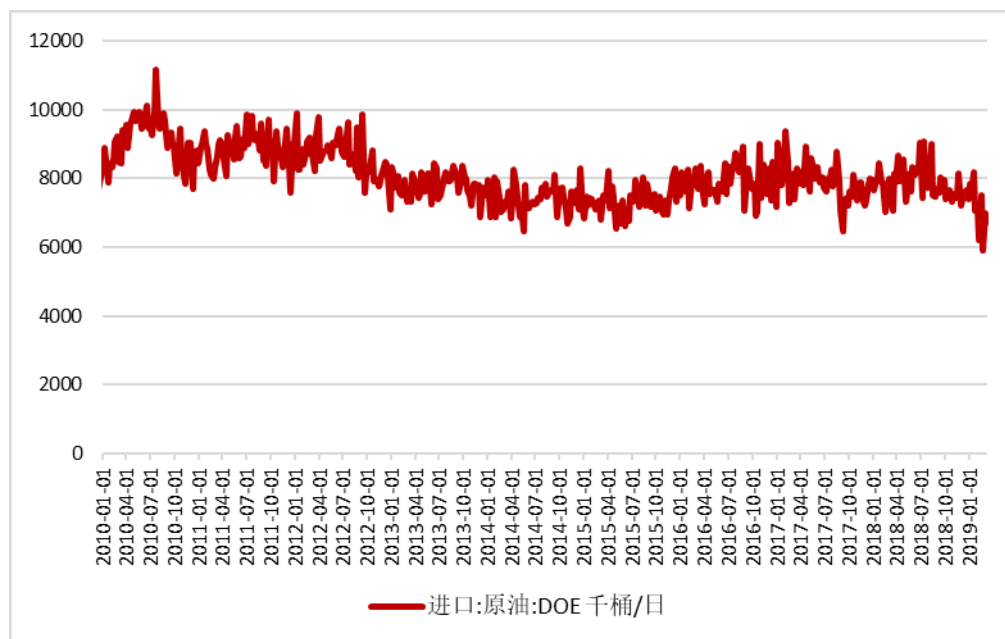
图表 12: 美国汽油和柴油产量及炼厂开工率



来源: Wind、中泰证券研究所

■ 美国原油进口量: 3月22日美国原油进口量为654万桶/天, 较上周下降39.2万桶/天。

图表 13: 美国汽油和柴油产量及炼厂开工率

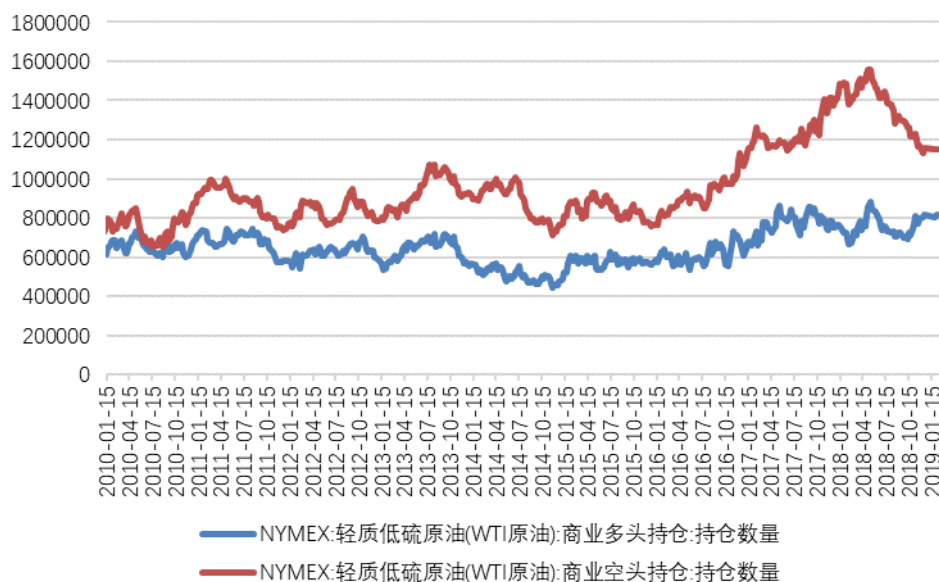


来源: Wind、中泰证券研究所

原油期货持仓情况

- 3月22日 NYMEX 轻质低硫原油(WTI 原油)的商业多头持仓数量为 696940 份, 较之前一周减少 0.61%; 3月22日 NYMEX 轻质低硫原油(WTI 原油)的非商业多头持仓数量为 560552 份, 较之前一周增加 4.64%。

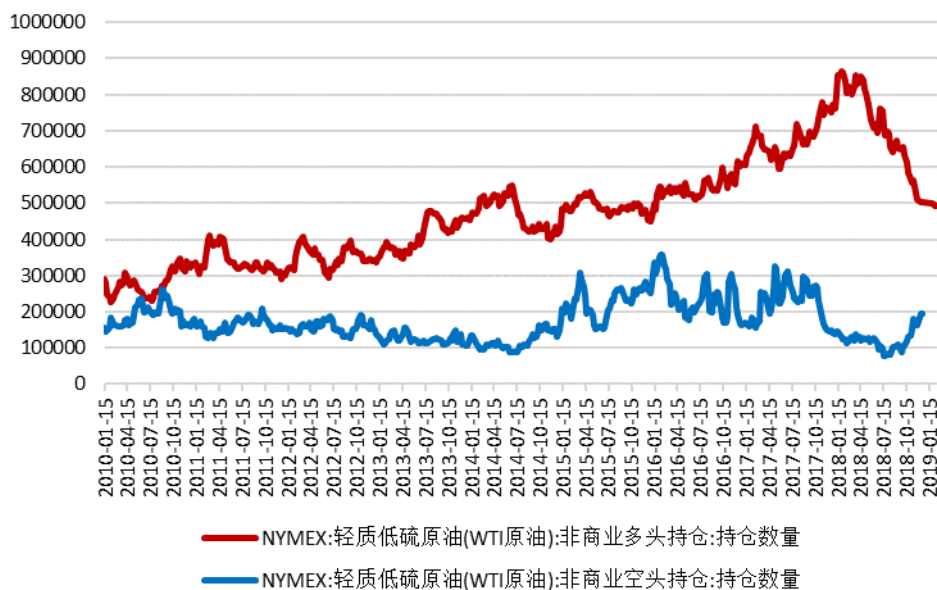
图表 14: 商业多空头持仓



来源: Wind、中泰证券研究所

- 3月22日 NYMEX 轻质低硫原油(WTI 原油)的商业空头持仓数量为 1152358 份, 较之前一周增加 2.11%; 3月22日 NYMEX 轻质低硫原油(WTI 原油)的非商业空头持仓数量为 111933 份, 较之前一周减少 7.04%。

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

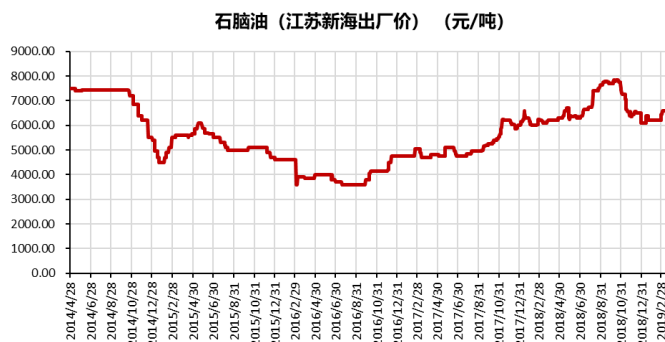
- 上周中泰化工持续跟踪的121个化工产品中,本周产品价格上涨有36品种,下跌的有49个品种。价格涨幅前五:尿素(华鲁恒升小颗粒,出厂价),上涨9.6%;MX(FOB韩国),上涨5.8%;电石(华东),上涨5.4%;PTA(期货连续结算价),上涨3.5%;纯MDI(华东),上涨3.2%;价格跌幅前五:纯苯(华东),下跌12%;苯乙烯(华东地区),下跌10.5%;苯乙烯(FOB韩国),下跌10.3%;PX(齐鲁石化),下跌10%;纯苯(FOB韩国),下跌7.5%。

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

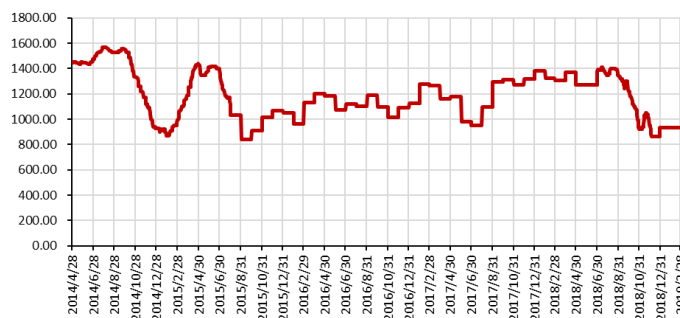
图表 19: 乙烯价格

丙烯 (CFR中国) (美元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

乙烯 (CFR东北亚) (美元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 20: PX 价格

PX (齐鲁石化) (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 21: PTA 价格

PTA (华东地区) (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 22: 涤纶 POY 价格

涤纶POY (CCFEI) (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 23: 聚酯切片价格

聚酯切片 (CCFEI) (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

石化产品价格差

上周石化产品价格差涨幅前五: 尿素 (华鲁恒升小颗粒, 出厂价), 上涨 16%; 合成氨 (江苏新沂出厂价), 上涨 13.6%; 纯 MDI (华东), 上涨 12.3%; 涤纶长丝 POY (桐乡桐昆 150D/48F), 上涨 10.8%; 涤纶长丝 POY (桐乡桐昆 300D/96F), 上涨 9.8%。价差跌幅前五: 纯苯 (华东), 下跌 15.2%; 丁二烯 (FOB 韩国), 下跌 14.3%; 丁二烯 (CFR 中国), 下跌 12%; 丁二烯 (江苏市场), 下跌 12.8%; 乙烯 (CFR 东南亚), 下跌 12.5%。

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

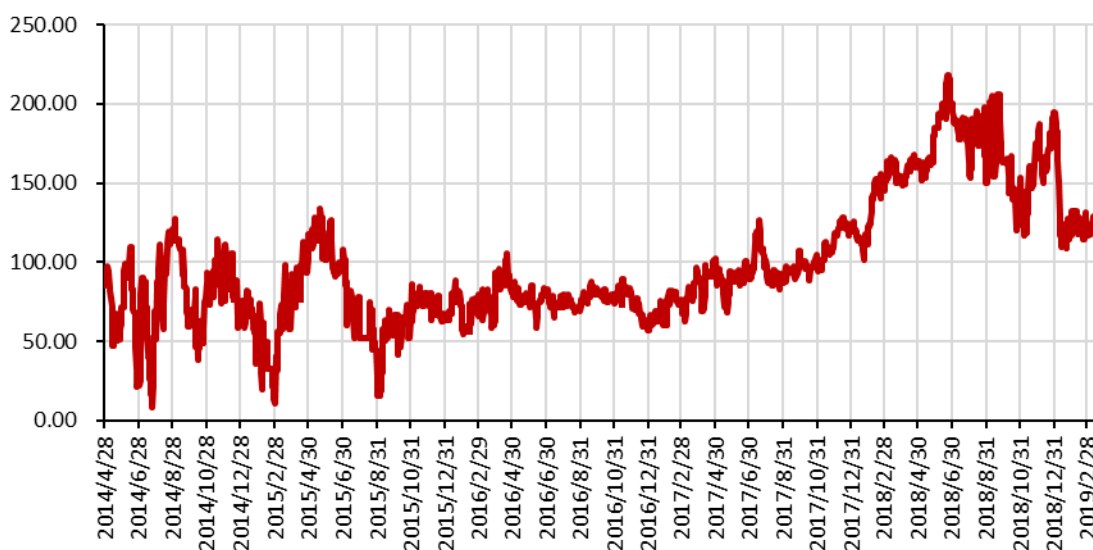
PX-石脑油 (国内) (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

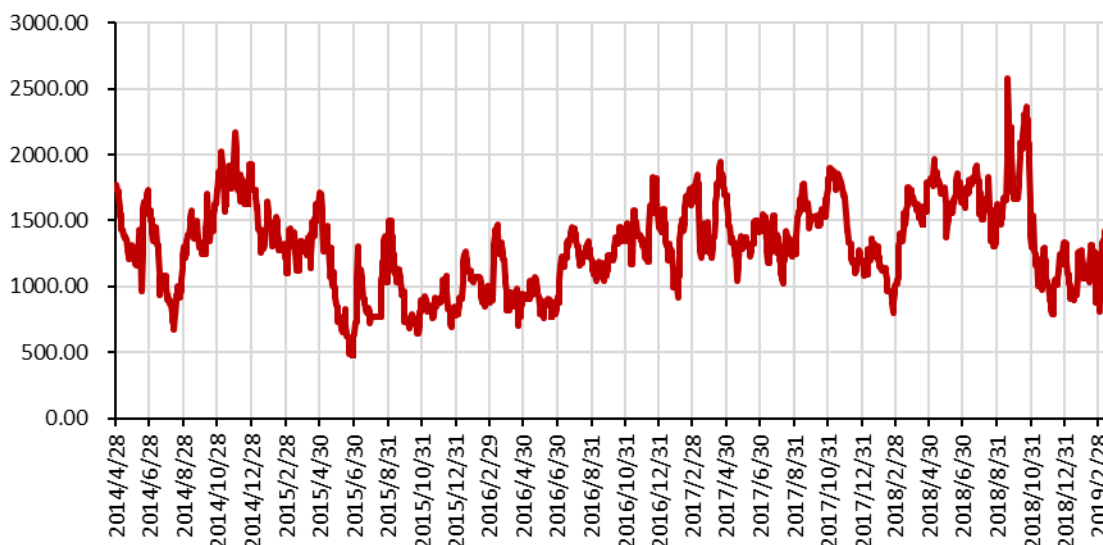
图表 27: PTA 价差

PTA-0.66*PX (国外) (美元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 28: 涤纶长丝价差

POY-0.86*PTA-0.34*MEG (元/吨)


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。**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。
- **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。