

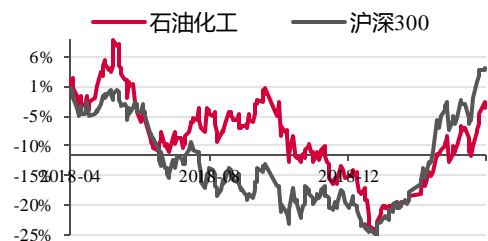
炼化新产能迎来投产，产业链利润重分配

2019年04月10日

评级 同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
石油化工	10.20	21.12	-3.20
沪深300	11.42	32.63	3.78

周策

执业证书编号: S0530519020001
zhouce@cfzq.com

分析师

0731-84779582

相关报告

- 《石油化工: 石油化工行业2月月报: 石化品绝对库存低, 塑料、化纤价格有望上涨》
2019-03-11
- 《石油化工: 石化行业2019年1月月报: 原油价格窄幅波动, 下游需求有待节后验证》
2019-02-14
- 《石油化工: 石化行业2018年12月月报: 原油价格触底回升, 积极备货静待新春》
2019-01-11

重点股票	2017A		2018E		2019E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
荣盛石化	0.32	43.38	0.52	26.69	1.04	13.35	谨慎推荐
恒逸石化	0.70	24.34	1.35	12.62	1.92	8.88	谨慎推荐
桐昆股份	0.97	17.81	1.16	14.90	1.91	9.05	推荐
中泰化学	1.12	9.77	1.13	9.68	1.18	9.27	推荐
新疆天业	0.55	13.38	0.48	16.38	0.52	14.76	谨慎推荐
巨化股份	0.44	21.72	0.71	13.46	0.80	11.95	谨慎推荐
海利得	0.26	19.42	0.29	17.41	0.33	15.30	谨慎推荐

资料来源: 财富证券

投资要点:

- 3月份下游开工基本到位, 需求复苏带动产业链去库存。积极的财政政策叠加稳健的货币政策发力, 稳定经济增长措施在3月份就初见成效, PMI指数重回荣枯线以上。在此背景下, A股指数持续回升, 上证综指上涨5.09%, 深成指上涨9.69%, 创业板指数上涨10.28%。行业方面, 农林牧渔、食品饮料涨幅居前, 周期中的银行、采掘、钢铁等板块涨幅落后。3月国际原油价格继续上升, 布伦特原油期货价格上涨至67.55美元/桶, 涨幅达到1.87%; WTI期货价格收报60.18%, 涨幅达到5.17%。3月份, 石化品价格没有跟随原油价格的脚步, 反而出现涨少跌多的情况。
- 3月份, 美国原油产能继续小幅增长10万桶/日, 商业库存下降340万桶/日。反映出美国正顺利的消化前期产量增长给库存带来的压力, 同时美国当地的活跃钻机数量已经连续下降三个月, 后续一个季度的页岩油产量增长预计将放缓。支持原油价格继续上涨的动力仍然是OPEC的持续减产, OPEC的减产执行率达到了108%。沙特能源部长再次重申减产的决心, 并暗示减产计划可能延续至年底。短期来看OPEC与俄罗斯的坚决态度支撑了原油价格在60-70美元/桶, 长期原油价格将受美国页岩油增产节奏的影响。
- 2019年国内外炼化产能大量投产, 石化品的利润空间可能将长期被压制在较低水平。化纤行业的库存快速消化, 下游产销率尚好。上游原材料PX价格大幅下跌, 给了PTA和聚酯环节足够的利润空间, 预计二季度相关企业的利润有明显回升。PVC库存水平快速上升, 但电石的供应较为紧张对PVC价格有支撑。我们维持年度策略的观点, 在行业门槛提升、环保要求趋严的背景下, 传统化工行业站在了产业格局转变的拐点上, 投资行业一体化程度高、成本控制好的龙头企业将是长期趋势, 维持行业“同步大市”评级。
- 风险提示:** 下游需求明显回落; 随着产品价格的提高关停产能复产超预期。

内容目录

1 2019年3月化工板块行情	3
1.1 板块行情回顾.....	3
1.2 市场行情数据.....	4
2 行内重要事件和公告	5
3 行业产品价格跟踪	6
4 行业核心观点	9
5 风险提示	9

图表目录

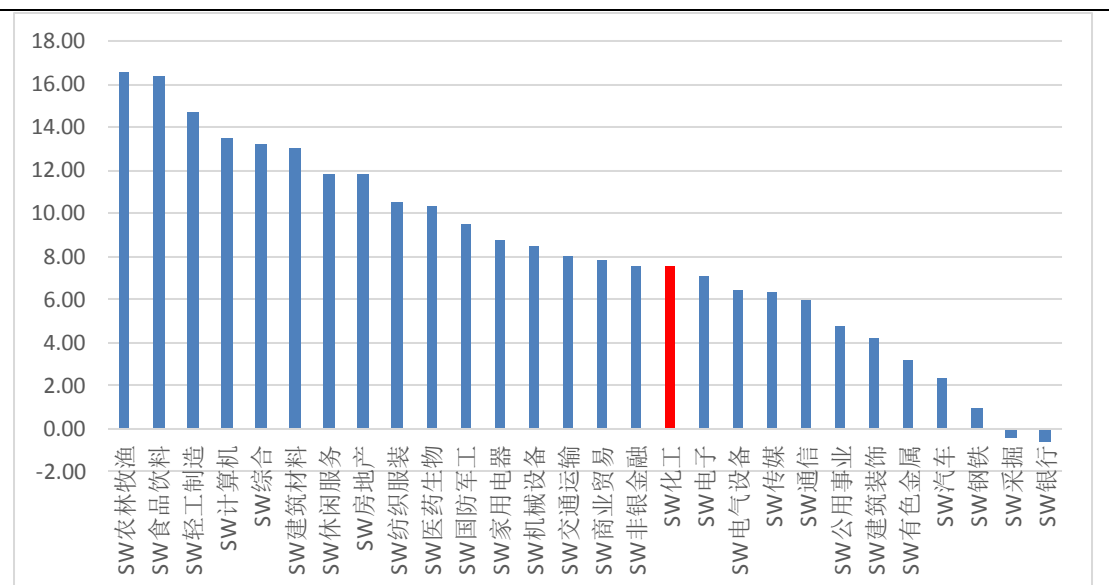
图 1: 3月全行业流通市值加权涨跌幅.....	3
图 2: 3月申万化工指数与主要指数的走势对比.....	4
图 3: 2019年3月中申万化工三级子板块涨跌幅情况.....	4
图 4: 化工板块2010年以来估值情况.....	5
图 5: 3月申万化工三级子板块估值情况.....	5
图 6: 国际原油期货价格数据.....	7
图 7: 2018年-2019年石化产品价格价差情况.....	7
图 8: 2016-2019年化纤行业库存情况.....	7
图 9: 2016-2019年聚酯产业链负荷率.....	7
图 10: 2016-2019年PVC社会库存数据.....	7
图 11: 2016-2019年PVC产业链开工率.....	7
图 12: 主要化工品价格跟踪.....	8

1 2019 年 3 月化工板块行情

1.1 板块行情回顾

3 月份下游开工基本到位，需求复苏带动产业链去库存。积极的财政政策叠加稳健的货币政策发力，稳定经济的措施在 3 月份就初见成效，PMI 指数重回荣枯线以上。在此背景下，A 股指数持续回升，上证综指上涨 5.09%，深成指上涨 9.69%，创业板指数上涨 10.28%。行业方面，农林牧渔、食品饮料涨幅居前，周期中的银行、采掘、钢铁等板块涨幅落后。涨幅排名靠前的板块有：农林牧渔（16.55%）、食品饮料（16.35%）、轻工制造（14.72%）、计算机（13.52%）、综合（13.27%）。涨幅排名靠后的板块有：银行（-0.58%）、采掘（-0.45%）、钢铁（0.93%）、汽车（2.34%）、有色金属（3.16%）。

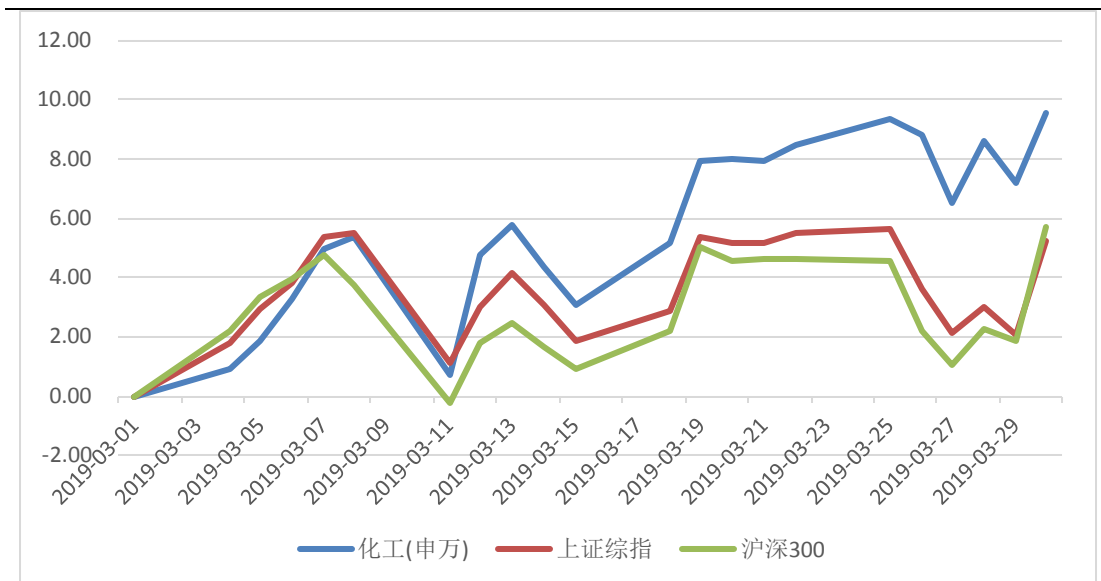
图 1：3 月全行业流通市值加权涨跌幅



资料来源：wind，财富证券

3 月国际原油价格继续上升，布伦特原油期货价格上涨至 67.55 美元/桶，涨幅达到 1.87%；WTI 期货价格收报 60.18 美元/桶，涨幅达到 5.17%。3 月份，石化品价格没有跟随原油价格的脚步，反而出现涨少跌多的情况。石脑油价格上涨 3.17%、乙烯价格下跌 15.79%、甲苯价格上涨 5.35%、纯苯价格下跌 8.87%。石化品价格受到国内新增产能的冲击，预计未来走势仍将弱于原油。

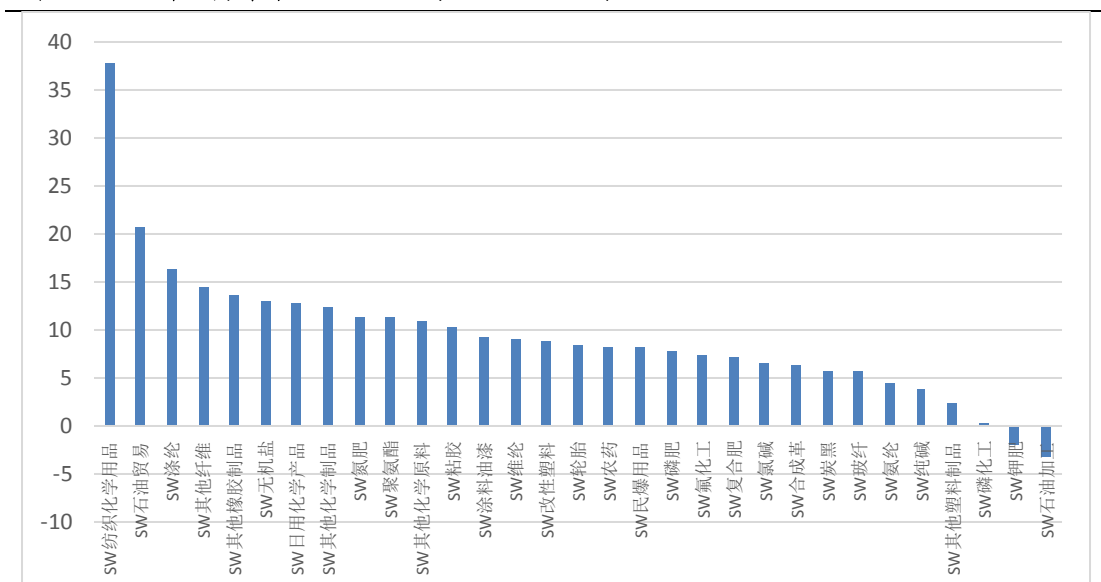
图 2：3 月中万化工指数与主要指数的走势对比



资料来源: wind, 财富证券

3 月份, 在市场风险偏好持续修复的背景下, 估值处于低位的化工板块补涨需求强烈, 板块指数整体跑赢大盘。申万化工指数上涨 9.58%, 超过上证综指 4.31 个百分点。在申万化工三级子板块普遍上涨, 涨幅排名靠前的细分板块为: 纺织化学品 (37.85%)、石油贸易 (20.68%)、涤纶 (16.34%)、其他纤维 (14.42%)、其他橡胶 (13.54%); 涨跌幅居后的细分板块为: 石油加工 (-3.41%)、钾肥 (-1.99%)、磷化工 (0.16%)、其他塑料 (2.31%)、纯碱 (3.84%)。

图 3：2019 年 3 月中申万化工三级子板块涨跌幅情况



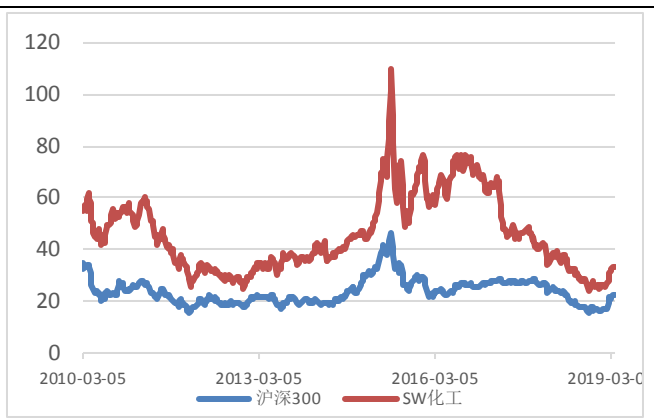
资料来源: wind, 财富证券

1.2 市场行情数据

估值方面, 截止到 3 月 31 日, 全部 A 股的 PE (TTM, 剔除负值, 中值) 为 35.6X, 申万化工板块 PE (TTM, 剔除负值, 中值) 为 33.0X, 估值相比 A 股折价 2.6X。各子板

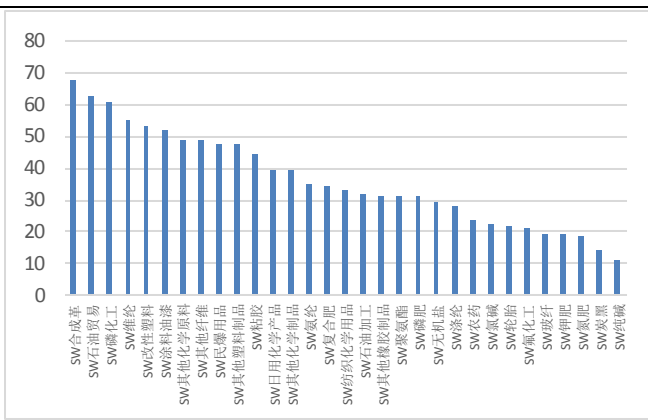
块中，估值偏高的包括合成革、石油贸易、磷化工；估值相对较低的为纯碱、炭黑、氮肥。

图 4：化工板块 2010 年以来估值情况



资料来源：wind，财富证券

图 5：3 月申万化工三级子板块估值情况



资料来源：wind，财富证券

2 行内重要事件和公告

1、2 月 28 日，OPEC 最大产油国沙特阿拉伯能源部长哈立德-法利赫重申了该国的承诺，将继续致力于削减原油产量以恢复市场供需平衡。另外，法利赫还暗示减产行动可能会被延长到 2019 年下半年。而美国方面，众议院司法委员会批准的“禁止石油生产和出口卡特法案”将授权司法部对 OPEC 操纵油价提出反垄断诉讼。虽然 OPEC 自 80 年代以来就没有设定价格，但其成员定期开会讨论产量配额以保持石油市场的平衡。（化工资讯）

点评：沙特和美国在能源上的博弈仍在继续，沙特致力于将原油价格推升到 70 美元/桶以上来减轻财政压力，而美国政府更多是为了降低经济的通胀率来保护国内降税减费的政策效果。上周美国原油库存大幅下降了 864 万桶，引发原油市场的乐观情绪。但实际情况可能是源于美国增加了原油出口并减少了原油进口所致，国际市场中长期仍然面临美国的潜在产量释放的压力。

2、政府工作报告提出深化增值税改革，今年将制造业、采矿业等行业现行 16% 的税率降至 13%，将交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的税率降至 9%；保持 6% 一档的税率不变。除原油期货外，国内商品期货均为含增值税计价，理论上增值税下调 3 个百分点，那么商品含税价应同步降低约 2.6%。（化工资讯）

点评：减税政策落地实施后，增值税将相应下调 3%，由 16% 下调至 13%，另外燃料油产品的消费税属于价内税，增值税下调的幅度也相应降低征收消费税的额度，一吨进口燃料油的到岸成本将下降约 162 元/吨。增值税降低后使得炼厂或生产企业的原料成本下降将有利于扩大石油产品的进口量。另外，增值税 16% 档位下降 3% 对于石化企业的利润将带来重大改善。当前炼油企业受到高额消费税以及国内成品油供过于求的双重压制，炼油利润不断缩水，地炼生存空间也不断被挤压，降税减费有益于炼油盈利改善将有助于更多企业向产业链附加值更高的化工产品拓展。

3、国家统计局3月14日公布的数据显示，1-2月份，规模以上工业原煤生产同比下降，原油、电力生产增速放缓，天然气生产保持较快增长。1-2月份，生产原油3069万吨，增长0.5%，增速比上年12月回落1.5个百分点；日均产量52万吨。原油进口较快增长。1月份和2月份分别进口4260万吨和3923万吨，增长5.1%和21.6%。原油价格震荡反弹。1-2月份，原油加工量10249万吨，增长6.1%，增速较上年12月加快1.7个百分点；日均加工173.7万吨，再创新高。1-2月份，生产天然气286.8亿立方米，增长9.2%，增速较上年12月加快0.4个百分点；日均产量4.9亿立方米。1月份和2月份分别进口天然气981万吨和757万吨，增长26.8%和9.0%，进口量继续快速增长。（化工资讯）

点评：2019年我国原油和天然气需求量预计仍将维持快速增长，但两者的动力来源不尽相同。原油需求的增长来自加工产能的大幅扩张，产业利润反而将不增反降；而天然气受煤改气的持续影响，消费端的大幅增长有望利好行业分销、设备提供环节的企业。推荐关注：新奥股份，公司是国内布局天然气生产、运输、加工最全面的民营企业，受行业需求大幅增长，公司业绩未来有望维持快速增长。

4、美国能源信息署(EIA)21日公布报告显示，美国原油库存减少958.9万桶至4.395亿桶，创2018年7月13日当周(36周)以来最大单周降幅，市场预估为增加30.9万桶。更多数据显示，上周俄克拉荷马州库欣原油库存减少46.8万桶，连续两周录得下滑。美国精炼油库存减少412.7万桶，创2018年12月21日当周(13周)以来最大单周降幅，市场预估为减少109.4万桶。美国汽油库存减少458.7万桶，连续5周录得下滑，市场预估为减少241.4万桶。（化工资讯）

点评：沙特能源部长表示，原油市场重归均衡进程还远未结束，原油市场并不应该存在供应过剩的情况。同时其指出今年上半年油市无法实现平衡，但预计在5月前原油库存将减少。2、伊朗原油进口豁免权的有效期将在5月到期，市场普遍预期美国总统特朗普将会延长豁免期限，这对短期的原油价格有一定支撑。3、截至3月15日当周，美国石油活跃钻井数减少1座至833座，连续第四周下降。我们认为短期内在OPEC维持较高减产执行率的背景下，原油价格仍然有加强支撑，叠加美国方面页岩油产区钻井数量下降，对二季度原油价格有一定利好，支撑油价震荡上行。

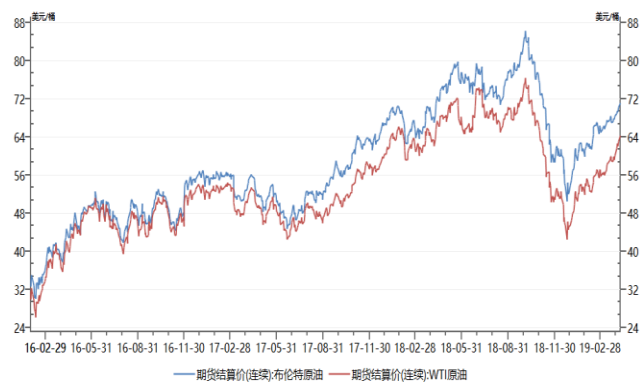
3 行业产品价格跟踪

石化板块：3月份，美国原油产能继续小幅增长10万桶/日，商业库存下降340万桶/日。反映出美国正顺利的消化前期产量增长给库存带来的压力，同时美国当地的活跃钻机数量已经连续下降三个月，后续一个季度的页岩油产量增长预计将放缓。支持原油价格继续上涨的动力仍然是OPEC的持续减产，OPEC的减产执行率达到了108%。沙特能源部长再次重申减产的决心，并暗示减产计划可能延续至年底。短期来看OPEC与俄罗斯的坚决态度支撑了原油价格在60-70美元/桶，长期原油价格将受美国页岩油增产节奏的影响。

在下游需求减弱的背景下，石化品价差受到原油价格的挤压仍在缓慢收窄。除甲苯

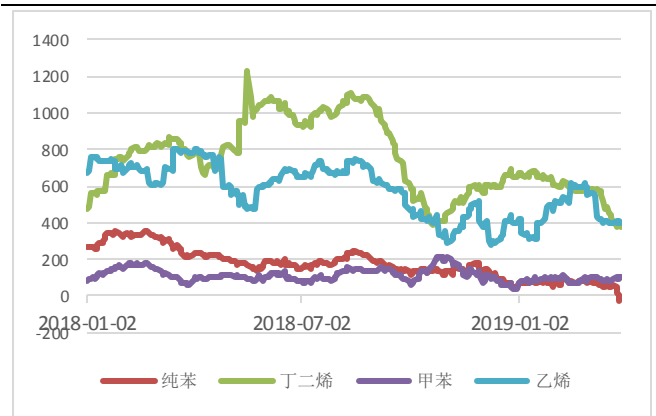
的价差有所扩大以外，其他石化品的价差空间均在下降。乙烯与石脑油的价差扩大 124 美元/吨、甲苯与石脑油价差缩小 7 美元/吨、丁二烯与石脑油价差缩小 25 美元/吨。石化品价差整体已经回到历史中枢水平以下，但受 2019 年新增产能的影响，价差反弹的空间仍然不大。

图 6：国际原油期货价格数据



资料来源：wind，财富证券

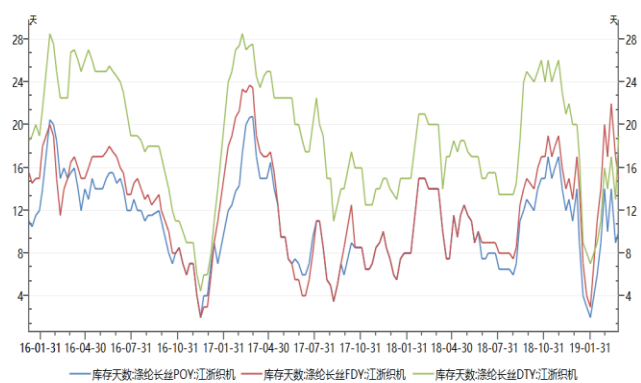
图 7：2018 年-2019 年石化产品价差情况



资料来源：wind，财富证券

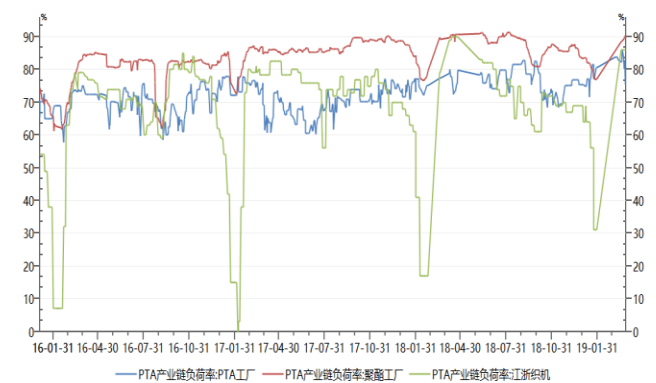
3 月份，涤纶价格上涨 9.03%、锦纶和氨纶价格基本与上月持平。随着下游制造业逐渐开工，化纤企业的库存开始下降。3 月底，涤纶环节库存下降至 10 天左右，聚酯上游原材料 PX 价格在 3 月份出现大幅下跌，主要受到国内新增产能的影响。原材料价格的下跌给 PTA 和聚酯企业腾出了利润空间，PTA 利润上升 700 元/吨，聚酯利润上升 900 元/吨。此前我们预计产业链利润将向 PTA 和聚酯环节流动，这个趋势正在逐渐兑现。后期仍将需要密切观察化纤下游的情况，警惕下游需求增速低于预期。

图 8：2016-2019 年化纤行业库存情况



资料来源：wind，财富证券

图 9：2016-2019 年聚酯产业链负荷率

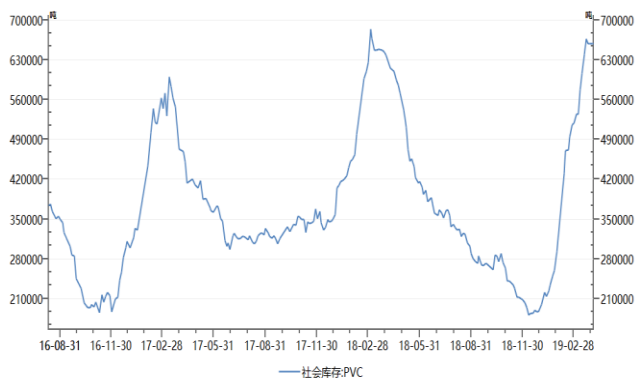


资料来源：wind，财富证券

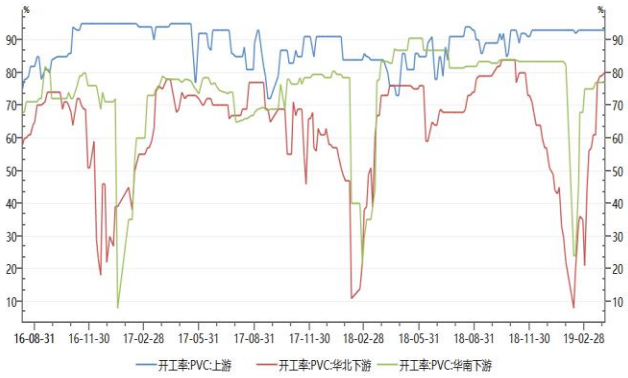
PVC 板块：3 月份 PVC 价格触底回升，月度环比上涨 1.5%，主要受到原材料电石价格的推升。PVC 的社会库存 65.8 万吨，与去年同期基本持平。3 月 PVC 的库存去化过程不及预期反而快速上升，一方面因为 PVC 行业开工率维持高位，另一方面下游需求较弱。但电石的供应仍然较为紧张，对 PVC 价格有支撑。

图 10：2016-2019 年 PVC 社会库存数据

图 11：2016-2019 年 PVC 产业链开工率



资料来源: wind、财富证券



资料来源: wind、财富证券

图 12: 主要化工品价格跟踪

分类	品种	3月31日	涨跌幅				
			一周涨跌幅	一月涨跌幅	三月涨跌幅	半年涨跌幅	一年涨跌幅
石油天然气(美元)	布伦特原油	68.39	2.03%	3.57%	27.12%	-17.32%	-2.68%
	WTI原油	60.14	1.86%	5.10%	32.44%	-17.90%	-7.39%
	天然气	2.673	-2.91%	-4.77%	-9.70%	-10.93%	-2.12%
国际石化价格(美元)	石脑油(CFR 韩国)	567	-0.50%	3.17%	20.92%	-20.96%	-8.55%
	乙烯(FOB 韩国)	960	-1.03%	-15.79%	10.34%	-20.66%	-31.43%
	丙烯(FOB 韩国)	871	0.00%	-4.91%	-3.11%	-23.33%	-12.90%
	苯乙烯(FOB 韩国)	977	-8.09%	-4.50%	5.45%	-30.24%	-22.92%
	丁二烯(FOB 韩国)	940	-3.09%	-16.44%	-16.07%	-30.06%	-31.88%
	纯苯(FOB) 韩国	565	-10.60%	-8.87%	8.13%	-34.49%	-32.46%
	甲苯(FOB) 韩国	670	0.98%	5.35%	31.27%	-17.45%	-1.98%
国内石化	碳四原料气: 齐鲁石化	4400	-1.12%	-4.35%	8.64%	-24.79%	-1.12%
	苯乙烯(华东地区)	7950	-5.53%	-4.50%	1.79%	-33.39%	-20.30%
C3C4气体	丙烷: CFR 华东	563	2.27%	11.72%	26.26%	-17.70%	15.15%
	丁烷: CFR 华东	583	3.10%	9.18%	35.31%	-15.40%	18.76%
塑料	HDPE(齐鲁石化)	9500	0.00%	-1.55%	-5.00%	-15.18%	-8.65%
	LDPE(齐鲁石化)	8900	0.00%	-1.11%	-3.78%	-9.18%	-5.82%
	LLDPE(齐鲁石化)	8700	0.00%	-1.14%	-6.45%	-10.77%	-6.95%
	PP(齐鲁石化)	9050	0.00%	-1.09%	0.00%	-14.22%	5.85%
化纤	PX(齐鲁石化)	8100	-7.11%	-10.00%	0.00%	-26.36%	9.76%
	PTA(华东地区)	6600	1.69%	4.51%	10.00%	-15.38%	20.88%
	涤纶POY	9050	0.00%	9.04%	10.37%	-17.73%	1.97%
	乙二醇	4755	-6.86%	-5.28%	-8.20%	-35.92%	-34.86%
其他	MIBE(华东)	5650	0.53%	-3.42%	7.96%	-24.33%	-3.25%
	TDI(华东)	14750	8.06%	7.66%	-9.23%	-37.23%	-56.04%
	PO(华东)	10038	0.37%	-3.76%	-9.44%	-23.62%	-6.89%

资料来源: wind、财富证券

4 行业核心观点

3 月份，原油价格继续回升，而国内石化品价格受新增产能冲击下涨幅不及原油，出现利润下滑的情况。2019 年国内外炼化产能大量投产，石化品的利润空间可能将长期被压制在较低水平。化纤行业的库存快速消化，下游产销率尚好。上游原材料 PX 价格大幅下跌，给了 PTA 和聚酯环节足够的利润空间，预计二季度相关企业的利润有明显回升。PVC 库存水平快速上升，但电石的供应较为紧张对 PVC 价格有支撑。随着贸易战问题缓解，基建和房地产需求略超市场预期，未来 PVC 的价格仍有上涨空间。我们维持年度策略的观点，在行业门槛提升、环保要求趋严的背景下，传统化工行业站在了产业格局转变的拐点上，投资行业一体化程度高、成本控制好的龙头企业将是长期趋势，维持行业“同步大市”评级。

2019 年是国内炼化产能投产的大年，产业链利润将重新分配，PTA 和涤纶长丝环节将得到更多的议价能力，推荐关注：桐昆股份；差异化涤纶市场稳健增长，推荐关注：海利得；民资向石化产业链上游延伸，进入炼化市场，业绩有望快速增长，推荐关注：恒逸石化、荣盛石化。

PVC 行业产能逐步出清，供需偏于紧平衡，行业开工率上升。环保压力增大后将对全国的电石产能造成冲击，自有电石的氯碱企业将受益。龙头企业受益于产业链一体化程度高，推荐关注：中泰化学、新疆天业。

家电行业有望迎来新一轮财政补贴，利好对上游制冷剂环节。制冷剂行业基本实现了产能的出清，并在 2017 年体现出了价格的弹性。龙头企业在不断扩大自身产能的同时，也在积极向电子化学剂领域延伸，推荐关注：巨化股份。

5 风险提示

下游需求明显回落；随着产品价格的提高关停产能复产超预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438