

产能扩张叠加需求放缓促使行业景气回落 看好细分领域投资机会

核心观点

4月动态报告

● 最新观点

1) 一季度，我国 GDP 同比增长 6.4%，经济开局平稳，好于市场预期。在经济中速增长背景下，我国能源消费依然将保持低速增长。其中，石油需求增速放缓、天然气需求保持较快增长。

2) 4月，Brent 油价继续上涨，截至目前，均价为 71.34 美元/桶，与 3 月相比，均价涨幅达到 6.44%。考虑到原油均价仍处在中位，对行业而言虽不是最优价格，但是一个相对比较舒适的价格区间。

3) IEA 于 4 月 23 日在北京发布《石油市场报告 2019》，预计 2024 年前全球炼油行业面临着一大波新增产能，净增长约 900 万桶/日，新增产能远远超过了需求的增长。我们认为，全球炼油产能大举扩张将带来成品油市场的激烈竞争，将对我国成品油出口市场带来不利影响，有助于加速我国落后产能的淘汰步伐，促进行业集中度不断提升。

4) 产能扩张叠加下游需求放缓促使行业景气回落。同时行业依然面临着低端产能过剩而高端产能不足的结构矛盾，以及“城围石化”带来的邻避矛盾，行业亟需通过转型升级实现高质量发展，从“石化大国”向“石化强国”转变。未来行业依旧存在很大的成长空间，行业格局有望重塑。

5) 截至 4 月 24 日，石油化工行业总市值 12480 亿元，占全部 A 股 1.93%。年初至今，行业收益率 28.85%，较全部 A 股低 8.3 个百分点；排名 83 个二级子行业的第 65 位。行业估值 (PE (TTM)) 14.41x，处在历史底部区域，相对全部 A 股估值溢价为 -21.23%。

● 投资建议

随着石油化工行业落后产能逐步淘汰，优质龙头企业将充分受益；石化产品扩能加剧，利润有望向下游加工环节转移；持续看好天然气产业发展机会；纯碱行业处于景气周期。推荐中国石化 (600028)、卫星石化 (002648)、广汇能源 (600256)；关注金发科技 (600143)、国恩股份 (002768)、山东海化 (000822)。

● 核心组合

股票代码	股票简称	累计涨幅 (年初至今)	相对收益率 (年初至今)	市盈率 PE (TTM)
600256.SH	广汇能源	22.61%	-5.55%	17.96
002648.SZ	卫星石化	98.55%	70.39%	19.54
600028.SH	中国石化	15.25%	-12.91%	11.17

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

风险提示：油价大幅波动、产品价差下降、营收不及预期等。

石油化工

推荐 维持评级

分析师

刘兰程

☎: 010-83571383

✉: liulancheng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517100001

联系人:

任文坡

☎: 010-83574570

✉: renwenpo_yj@chinastock.com.cn

行业数据

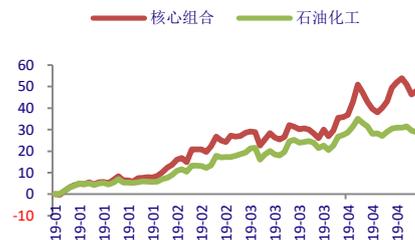
2019.04.24



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2019.04.24



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

正文目录

一、我国经济运行平稳 石油化工行业整体景气回落	3
(一) 石油化工行业是国民经济支柱产业	3
(二) 我国经济运行平稳 能源消费低速增长	3
(三) 油价处在中位区间 属行业发展的相对舒适区	5
(四) 我国主要石油化工产品需求增长总体乏力	7
(五) 大举扩能加剧竞争 行业景气度回落	8
(六) 石油化工行业财务指标分析	9
二、我国石油化工行业步入成熟期 市场格局将重塑	10
(一) 能源替代+参与主体增多 竞争愈加多元化	10
(二) 上下游议价能力弱 行业盈利能力将下降	11
(三) 多项政策密集出台 确保行业健康可持续发展	11
(四) 我国石油化工行业步入成熟期 依旧存在成长空间	12
三、行业面临的问题及建议	13
(一) 存在主要问题	13
(二) 建议及对策	14
四、石油化工行业在资本市场中的发展情况	15
(一) 行业整体表现及对比	15
(二) 重点公司业绩与估值	17
五、投资策略及推荐标的	19
(一) 投资策略	19
(二) 组合表现	19
六、风险提示	20

图表目录

图 1: 我国国内生产总值 (GDP) 及同比增速	3
图 2: 我国能源消费及同比增速	4
图 3: 我国原油供需及对外依存度	5
图 4: 我国天然气供需及对外依存度	5
图 5: Brent 与 WTI 油价走势	6
图 6: 油价高低与石油化工行业盈利能力关系	6
图 7: 我国成品油供需统计	7
图 8: 我国聚乙烯 (PE) 供需统计	8
图 9: 我国聚丙烯 (PP) 供需统计	8
图 10: 我国对二甲苯 (PX) 供需统计	8
图 11: 我国乙二醇 (EG) 供需统计	8
图 12: 石油化工板块营收及增长率	9
图 13: 石油化工板块归母净利润及增长率	9
图 14: 石油化工板块净资产收益率	10
图 15: 石油化工板块销售净利率	10
图 16: 石油化工板块资产周转率	10
图 17: 石油化工板块权益乘数	10
图 18: 石油化工行业市值及占比	15
图 19: 年初至今石油化工板块和全部 A 股收益率表现	16
图 20: 2009 年至今石油化工估值相较历史均值变化情况	16
图 21: 2009 年至今石油化工估值相较全部 A 股变化情况	17
图 22: 石油化工估值与国际知名企业对比	17
图 23: 年初以来组合表现 (%)	20
表 1: 国内重点公司业绩与估值 (单位: %, 亿元)	18
表 2: 核心组合表现	19
表 3: 关注组合表现	19

一、我国经济运行平稳 石油化工行业整体景气回落

(一) 石油化工行业是国民经济支柱产业

石油化工是指以石油和低碳烷烃(乙烷、丙烷等)为原料,生产油品(汽油、煤油、柴油、燃料油、润滑油、石蜡、沥青等)和石化产品(“三烯”、“三苯”、合成树脂、合成橡胶等)的加工工业。化肥、碱等产品,以及通过“三烯”、“三苯”生产的其他品种的一些精细化学品,习惯上已经不属于石油化工的范畴。

石油化工行业关系到国民经济命脉,提供了 90% 以上的交通运输燃料和有机化工原料,是我国的重要支柱之一。石油化工与人们的生活密切相关,已经贯穿到人们生活的各个方面,大到工业、农业、交通、国防,小到每个人的衣食住行,都密不可分。石油化工提供的油品主要作为飞机、汽车、轮船、拖拉机、锅炉的燃料,金属加工、各类机械运转都需要用到各类润滑材料。高铁、汽车、建筑、家电等行业也都要用到来自石油化工的塑料、橡胶制品。农业用到的地膜,纺织行业使用的化纤原料也是来自石油化工。

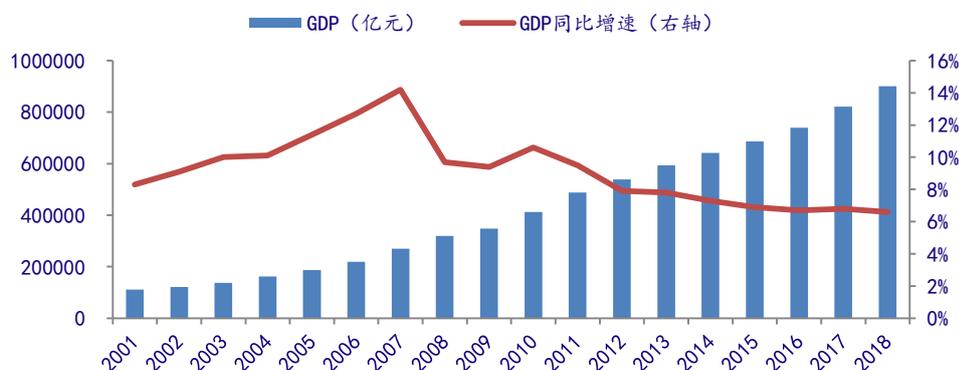
据国家统计局、中国石油和化学工业联合会数据显示,截至 2018 年末,我国石油加工业和化学工业(此处为大化工概念,包含化肥、碱等产品)合计主营收入 11.15 万亿元、利润总额 6703.9 亿元,约占全国规模工业主营收入和利润总额的 10.8% 和 10.1%。虽未拆分出化肥、碱等产品占比,但石油化工行业的地位和重要性已经不言而喻。

(二) 我国经济运行平稳 能源消费低速增长

1. 我国经济运行平稳 但依旧保持在合理区间

我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。2018 年全年 GDP 站上 90 万亿元新台阶,按可比价格计算,同比增长 6.6%,实现了 6.5% 左右的预期发展目标。2019 年我国 GDP 增长的预期目标是 6.0%-6.5%。

图 1: 我国国内生产总值 (GDP) 及同比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

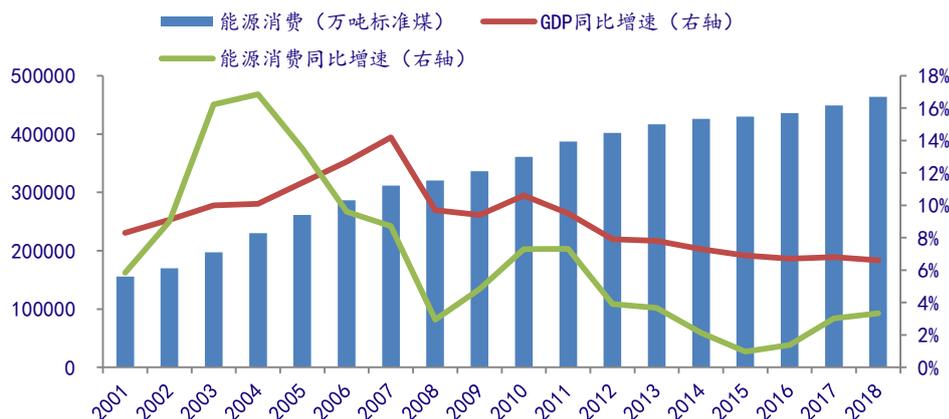
2019 年一季度，我国 GDP 21.34 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.4%，与上年四季度相比持平，比上年同期和全年分别回落 0.4 和 0.2 个百分点，但明显好于市场预期。

总体来看，我国经济总体运行平稳，积极因素增多，虽然面临中美贸易摩擦等不确定因素，但经济持续平稳的基本面不会发生变化，预测未来几年 GDP 增速或有小幅下降，但依然保持在 6.0%-6.5% 的合理区间。

2. 我国能源消费低速增长 对外依存度屡创新高

能源消费通常被视为经济发展的同步指标，与工业化进程密切相关。随着我国经济持续增长，我国能源消费亦呈现增长之势，但于 2012 年开始增速显著下降。随着我国进入后工业时代及供给侧结构性改革的持续推进，能源消费与经济发展相关性正在趋弱。未来几年，我国经济稳步增长仍将推动能源消费低速上涨，但表现分化，其中天然气需求增长依然强劲，石油需求增速放缓、煤炭需求基本持平。

图 2：我国能源消费及同比增速

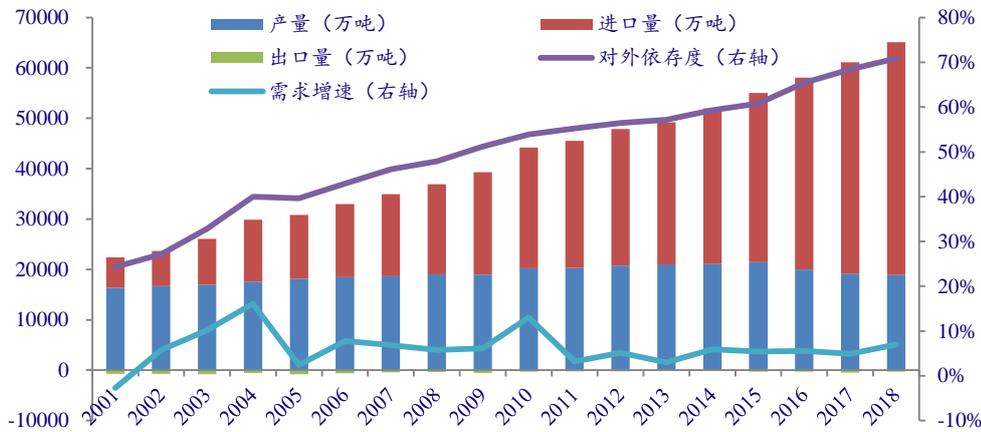


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

近年来，我国石油需求稳步增长，产量基本持平甚至略有下降，进口量逐年增长，对外依存度屡创新高。2018 年，我国原油表观消费量 6.48 亿吨，同比增长 6.95%；产量 1.89 亿吨，略有下降；进口原油 4.62 亿吨，同比增长 9.16%；对外依存度达到 70.83%，再创历史新高，较上年增长 2.4 个百分点。随着我国炼油能力扩建以及下游产品需求的提升，预计我国石油需求依旧保持增长，但增速放缓。

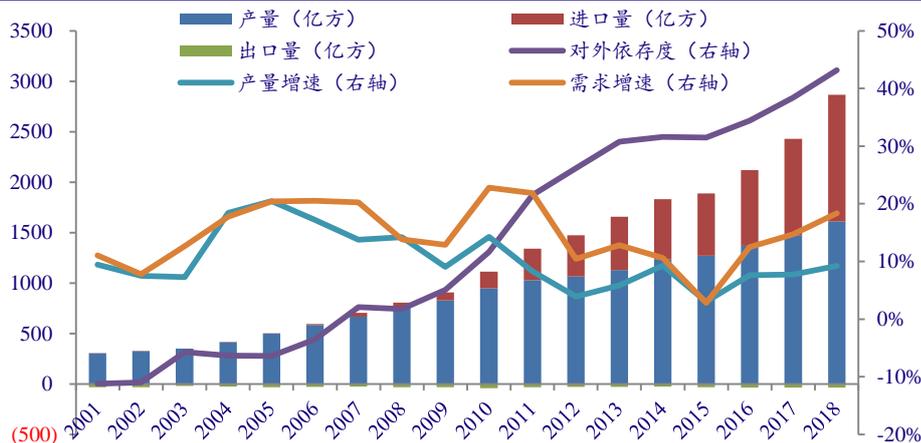
在我国能源消费结构转型升级背景下，我国天然气需求保持快速增长势头。2018 年，我国天然气需求达到 2833 亿方，同比增长 18.3%；产量 1610 亿方，仅增长了 9.24%，远落后于需求增速，需要更多的依赖进口；天然气进口 1257 亿方（PNG 509 亿方、LNG 748 亿方），同比增长 31.54%；对外依存度再创新高，达到 43.16%，较上年增长 4.74 个百分点。随着国家能源消费结构转型升级和环保政策的持续推进，我国天然气需求仍将快速增长。

图 3：我国原油供需及对外依存度



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 4：我国天然气供需及对外依存度



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

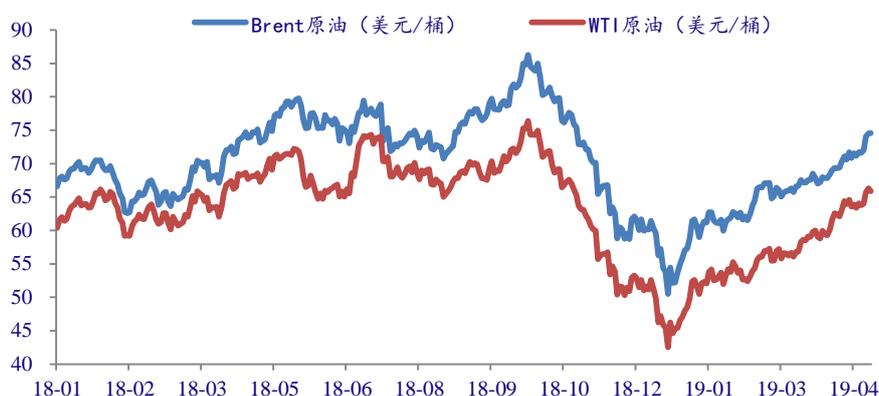
（三）油价处在中位区间 属行业发展的相对舒适区

原油成本占企业营业成本的 40%-70% 左右，因此油价的高低直接影响到石油化工行业的盈利能力。单从原料成本角度来说，低油价对石油化工产业是利好，不仅是在原料端降低了成本，而且有助于降低燃动力消耗等其他成本，增强石油化工行业的盈利能力。在高油价水平下，上游开采行业非常受益，但对下游石油化工行业来说，由于市场竞争激励，很多产品无法实现成本的向下转移，行业盈利空间将被大幅缩小，企业盈利能力承压。

Brent 油价在 50 美元/桶以下区间，行业处在高盈利区间，油价越低盈利能力越强；在 50-70 美元/桶的中油价水平下，石油化工行业虽然较低油价水平盈利能力有所下降，但依然处在合理范围内；若油价突破 70 美元/桶，继续向高位上涨，行业盈利将大度缩窄。2018 年 Q1-Q3，随着 Brent 油价逐渐上行，由 67.2 美元/桶上涨至 75.8 美元/桶，石油化工行业毛利率相应下探，由 18.2% 降至 15.6%。2018 年 Q4，受到美国制裁伊朗不及预期（8 个国家和地区豁免）、美国原油库存连续增加、OPEC 原油大幅增产等因素影响，油价下降至 68.6 美元/桶，预计石油化

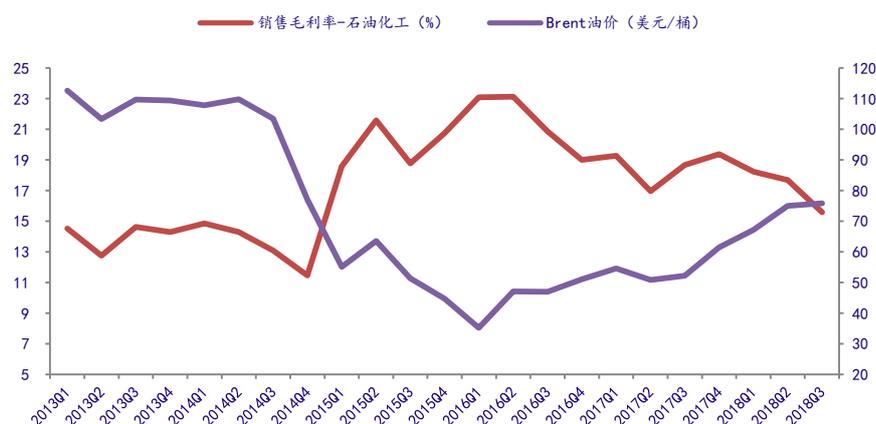
工行业毛利率将在 16.5% 左右。2019 年 Q1, Brent 油价触底反弹, 达到 63.83 美元/桶。进入 4 月份, Brent 油价继续上涨, 目前均价为 71.34 美元/桶, 与 3 月相比, 均价涨幅达到 6.44%。

图 5: Brent 与 WTI 油价走势



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 6: 油价高低与石油化工行业盈利能力关系



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

美国白宫 4 月 22 日表示, 美国政府将不再给予部分国家和地区进口伊朗石油的制裁豁免, 以使伊朗石油出口降至零。受此消息影响, 油价单日上涨 2.8%。虽然沙特表示将与其他产油国和关键消费国磋商, 以确保供需平衡和石油市场稳定, 但欧佩克和非欧佩克产油国目前仍在执行减产政策, 最快也要在 6 月底决定是否终止减产计划, 因此不少分析认为原油市场将面临很大不确定性。鉴于市场对美国对伊制裁存在相应预期, 国际油价短期内可能会出现波动, 但从长远来看不会受到太大影响。

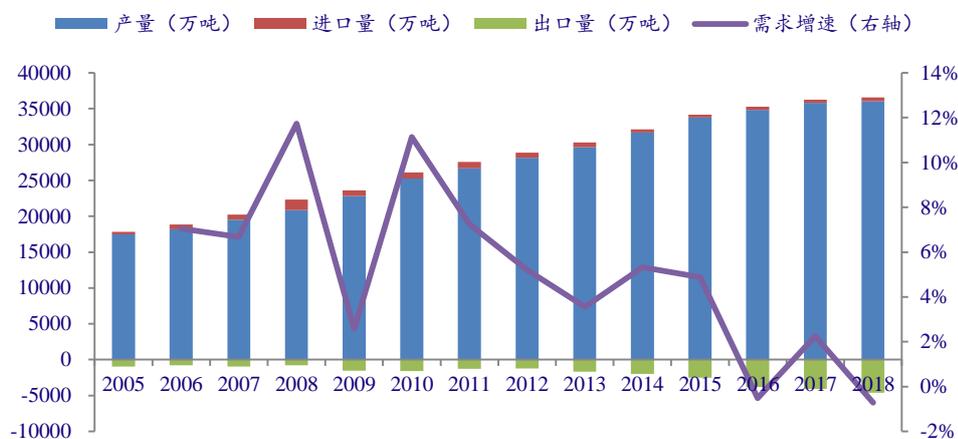
考虑到 OPEC+ 国家财政平衡油价仍处在中高位、中油价水平符合各方利益, 以及全球经济增长预期下降等因素, 我们判断 2019 年 Brent 油价中枢将在 60-70 美元/桶区间震荡, 且油价很难再回到 50 美元/桶以下。因此, 60-70 美元/桶的油价区间对石油化工行业虽不是最好, 但是一个相对比较舒适的价格区间。虽然目前中油价水平利于行业发展, 但受供需矛盾加剧影响, 预计行业盈利将进一步回落。

(四) 我国主要石油化工产品需求增长总体乏力

1. 我国成品油需求增速大幅放缓 对外出口量急剧增加

2018年，我国成品油需求3.20亿吨，较上年略有下降，主要原因系柴油需求存在较大降幅。总体来看，成品油需求表现分化，汽油需求连续三年维持2%-4%低速增长；柴油需求下降6.48%；煤油需求保持快速增长，同比增长13.05%。受国内成品油市场饱和但供应过剩影响，出口量继续增加，达到4608万吨，同比增长12.66%。

图7：我国成品油供需统计



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

考虑到我国汽油需求将维持低速增长、柴油需求或进入平台期、航煤需求增长较快，整体来看，我国成品油需求已然步入低速增长模式。

2. 主要石化产品需求好于成品油增长 但整体增长动力不足

我国主要石化产品（PE、PP、PX、EG等）需求好于成品油需求的增长。2018年，我国PE需求2833万吨，同比增长10.93%，较上年增长了3个百分点；由于产量增长有限，进口量大幅增加，对外依存度有所提升，达到50.31%。

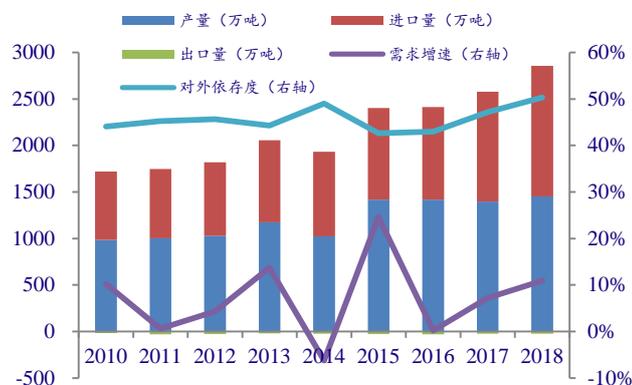
相较于PE，我国PP需求增速放缓，对外依存度基本稳定在15%左右，缺口主要体现在东南亚和中东的低成本通用产品以及来自欧洲、日本、美国的高附加值产品。

我国PX需求2464万吨，同比增长3.35%，较上年下降了8个百分点。

EG需求1643万吨，同比增长14.01%，较上年下降了1个百分点。

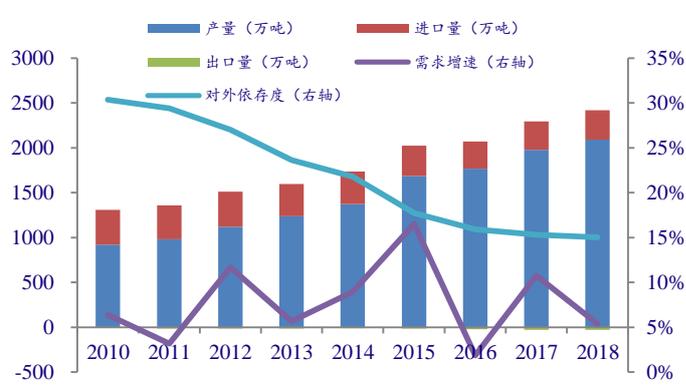
综合来看，除PE需求略有上涨外，PP、PX和EG需求均不同程度下降，我国石化产品需求表现整体乏力。

图 8：我国聚乙烯（PE）供需统计



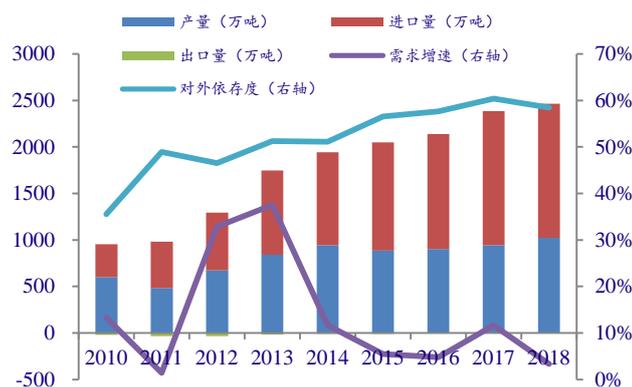
资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 9：我国聚丙烯（PP）供需统计



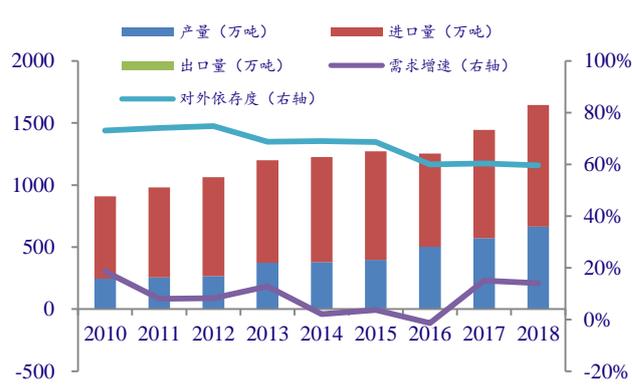
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院整理

图 10：我国对二甲苯（PX）供需统计



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院整理

图 11：我国乙二醇（EG）供需统计



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院整理

未来我国石化产品需求仍将上涨，但受经济增长放缓、工业化进入中后期等因素影响，我国主要石化产品的市场需求增速将放缓，维持低速增长。

（五）大举扩能加剧竞争 行业景气度回落

国际能源署（IEA）与《国际石油经济》月刊和上海国际能源交易中心联合于 4 月 23 日在北京举行《石油市场报告 2019》发布会。2024 年前，炼油行业面临着一大波新增产能，炼油能力净增长约 900 万桶/日（折合 4.5 亿吨/年）。届时中国将超过美国成为全球炼油能力最大的国家。鉴于这些新增产能远远超过了石油需求的增长，部分炼厂可能需要关闭以重新平衡市场。我们认为，全球炼油产能扩增超过石油需求的增长使得部分炼厂关闭以重新平衡市场，对炼油产能严重过剩的中国更是如此，同时全球炼油产能扩增带来了成品油市场的激烈竞争，将对我国成品油出口市场带来不利影响，有助于加速我国落后产能的淘汰步伐。

就国内而言，一方面，如上所述，在需求端，我国石油化工产品需求总体乏力，基本维持

低速增长；另一方面，在供给端，我国石油化工行业出现了新一轮投资热，产能扩增速度远超需求增速，带来供给的大量增加，结构性产能过剩问题进一步凸显，行业竞争更趋激烈。我们认为，受供需矛盾加剧影响，我国石油化工行业景气度将有所回落。

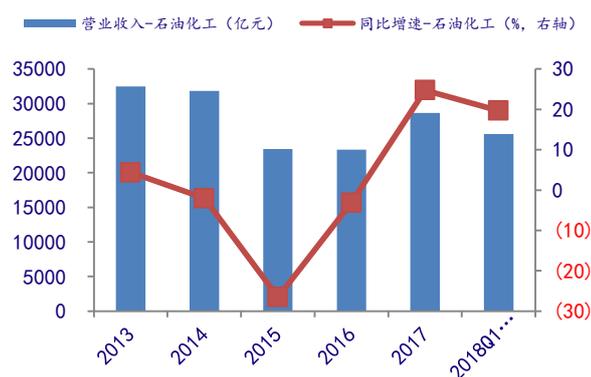
中石油经研院统计数据显示，2018 年随着恒力石化等炼油能力投产，我国新增炼油能力 3390 万吨/年，同时淘汰落后能力 1165 万吨/年，合计净增 2225 万吨/年；预计 2019 年我国将净增炼油能力 3200 万吨/年，主要系浙江石化（一期）、中科炼化带来的增量，成品油出口量将继续增加。除此之外，未来几年仍将有 1 亿吨/年以上的炼油能力投产，炼油产能严重过剩局势将进一步恶化国内成品油市场环境，严重打压盈利水平，竞争趋向白热化。

国内石化产品市场也将迎来产能的爆发式增长，未来几年石化产品供需格局将发生显著改变。预计 2019-2022 年，我国 PX 产能将新增近 3000 万吨/年，是目前产能的两倍之多；大量 PX 产能快速释放将使国内 PX 实现自给自足，加上国外 PX 出口冲击，PX 议价能力将向下转移。预计 2019-2020 年，我国 EG 产能将实现 600 多万吨/年增长，年复合增长率 27.5%，远超需求增速；我国 PP 产能将实现 1000 多万吨/年增长，年复合增长率超过 20%，考虑到部分低成本产品和高附加值产品短期内难以取代进口，未来我国 PP 装置开工率或将大幅下降。由于国内 PE 缺口较大，未来扩能仍将不能满足国内需求缺口，PE 装置仍将维持较高的开工率。

（六）石油化工行业财务指标分析

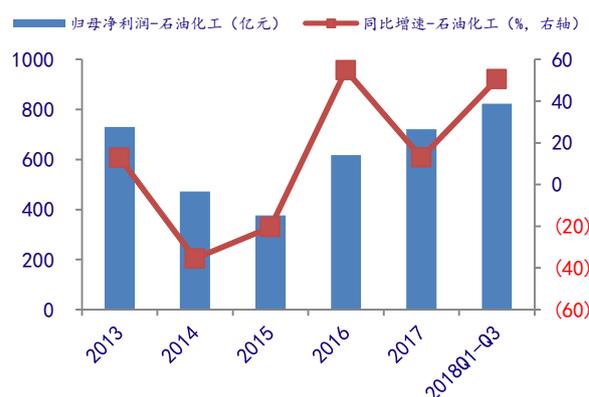
自 2014 年下半年油价开始暴跌，至 2016 年初跌至谷底，期间石油化工行业营收负增长。其后随着油价触底反弹，相关下游产品价格也有所上涨，叠加下游产品需求增加，行业营收实现增长，但总量仍低于 2013-2014 年水平。2018 年 Q1-Q3，石油化工行业营收达到 2.56 万亿元，同比增长 19.68%。

图 12：石油化工板块营收及增长率



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 13：石油化工板块归母净利润及增长率

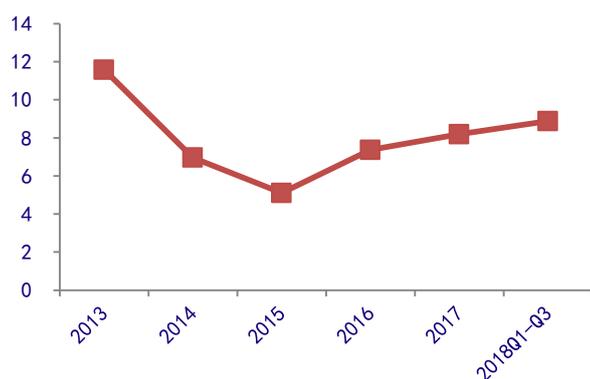


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

与营收增长原因一样，近年石油化工行业归母净利润也呈现增长之势。2018 年 Q1-Q3，石油化工行业归母净利润达到 823.6 亿元，超过 2013-2014 年高油价时期的全年水平，同比增长 50.53%。

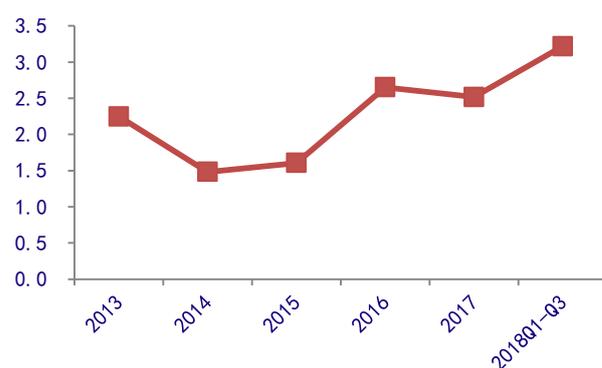
近年,随着油价逐步反弹,石油化工行业净资产收益率整体呈上升趋势,从2015年的5.10%上升到2018年Q1-Q3的8.87%。根据杜邦分析法,净资产收益率主要受三个因素影响:销售净利率、资产周转率、权益乘数。近年石油化工行业净资产收益率提升主要为销售净利率和权益乘数所推动,2018年Q1-Q3二者均有较大幅度提升。销售净利率提升表明行业整体运行状况较好,企业盈利能力增强;权益乘数增加表明资产负债率提升,财务杠杆变大;而资产周转率下滑说明行业整体资产使用效率有所下降。

图 14: 石油化工板块净资产收益率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 15: 石油化工板块销售净利率



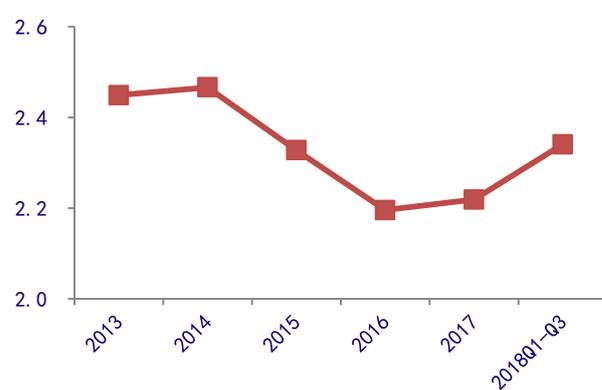
资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 16: 石油化工板块资产周转率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 17: 石油化工板块权益乘数



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

二、我国石油化工行业步入成熟期 市场格局将重塑

(一) 能源替代+参与主体增多 竞争愈加多元化

化学原料及其石化制品被其他行业产品替代的可能性很小,如塑料制品本身就是一种替代

品，可以作为传统的金属、木材等型材的替代；聚酯和合成橡胶作为棉花和天然橡胶的替代，有效解决了我国土地资源不足、天然材料短缺的困境。石油化工行业主要的替代在成品油领域，替代品包括天然气、电力、生物燃料等。我国天然气汽车和新能源汽车保有量不断增加，将逐步替代部分汽柴油的需求。国家已经完成封闭试点并即将推广的 M100 甲醇汽车，以及将于 2020 年全面推广的乙醇汽油等将替代部分汽油需求。目前，我国交通替代燃料占到全国汽柴油年消费量比例尚不足 10%，预计 2020 年将超过 12%。未来随着天然气汽车、甲醇汽车、新能源汽车和生物燃料的普及使用，这一替代比例还将上升。因此，天然气、甲醇、电力、生物燃料等替代品对石油化工行业的威胁还是比较显著的。

随着国家对地炼企业和民营炼化企业放开原油进口权和使用权，以及对外商独资企业放开成品油批发和零售的限制，我国石油化工行业已经基本处于完全竞争状态。在国家重点布局建设七大石化产业基地背景下，民营企业纷纷布局建设大型炼化企业，虽然有助于推进行业规模化、一体化、集约化发展，但无疑加剧了国内炼油能力过剩的局面。民营企业在丙烷脱氢、煤（甲醇）制烯烃等石化领域也已建成并规划了大量产能，同时在乙烷蒸汽裂解项目上也开展了产业布局。不仅是民营企业大举加入我国石油化工行业的竞争，外商独资企业也开始加入竞争行列，巴斯夫、埃克森美孚等石化巨头已宣布将在中国独资建设乙烯项目，目标是以低成本和高品质抢夺中国的市场份额。整体来看，我国石油化工行业的参与主体更加多元化，民营企业、外资独资企业等行业新进入者威胁很大，将塑造国内市场新格局。

（二）上下游议价能力弱 行业盈利能力将下降

石油、低碳烷烃（乙烷、丙烷等）是我国石油化工行业最为重要的上游原料，需求量极大，但国内供给严重短缺，需要大量依赖进口，对外依存度居高不下，国内石油化工企业议价能力弱。供应商对石油、低碳烷烃等上游原料的价格控制能力较强，但只要上游原料的价格水平保持在合理区间，原料价格的波动基本能够有效顺价到下游产品。

我国石油化工行业主营产品可分为成品油、合成材料和大宗石化原料三类。国内成品油（占原油加工量的 60%左右）市场已经饱和，出口量大幅增加，市场竞争激烈；合成树脂、合成橡胶产品存在低端牌号同质化产品竞争激烈、高端牌号依赖进口的局面；大宗石化产品，如 PX、EG，面临需求增速放缓、产能大幅增加以及国外低成本产品的冲击。综合来看，下游客户对上游产品的选择性较大，其讨价还价能力较强，行业整体盈利能力将下降。

（三）多项政策密集出台 确保行业健康可持续发展

近年来，国家和地方政府连续出台多项政策以促进石油化工行业高效、绿色、可持续发展。

2015 年 5 月，发改委印发《石化产业规划布局方案》（发改产业[2014]2208 号），对今后一个时期的石化产业布局进行了总体部署，推动石化产业绿色、安全、高效发展。重点建设七大石化产业基地，包括大连长兴岛（西中岛）、河北曹妃甸、江苏连云港、上海漕泾、浙江宁波、广东惠州、福建古雷，同时推进现代煤化工升级示范。新建炼油、乙烯、PX 项目等应布局在产业基地内，按照炼化一体化、装置大型化的要求建设，要求单系列常减压装置原油年加工能力达到 1500 万吨及以上、乙烯装置年生产能力达到 100 万吨及以上、对二甲苯装置年生产能力达到 60 万吨及以上等。

2017年12月，发改委印发《关于促进石化产业绿色发展的指导意见》，旨在提升石化产业绿色发展水平，推动产业发展和生态环境保护协同共进。部署了四大主要目标：产业布局更趋合理、产业结构不断优化、创新能力稳步提升、绿色标准持续完善。设置了六大重点任务：优化调整产业布局、规范化工园区发展、加快行业升级改造、大力发展绿色产品、提升科技支撑能力、健全行业绿色标准。

在国家的产业政策和规划出台后，沿海各省市也出台了相应的产业规划。江苏省2015年12月发布了《江苏省石化产业布局方案》，旨在做大做强沿海石化产业带、有序推进南京老石化基地的调整和改造等。浙江省2016年7月发布《浙江省石油和化学工业“十三五”发展规划》，旨在推进舟山绿色石化基地建设、推进做强宁波石化产业基地等。广东省2017年12月发布《广东省沿海经济带综合发展规划（2017~2030年）》，提出依托港口资源优势，加快建设惠州、湛江、茂名、揭阳四大炼化一体化基地。山东省2018年2月公布《山东省人民政府关于印发山东省新旧动能转换重大工程实施规划的通知》，提出要加快炼化一体化步伐。坚持基础产业优化整合，加快向下游延伸，推动地炼产业由“一油独大”向“油化并举”转变。山东省2018年10月印发《关于加快七大高耗能行业高质量发展的实施方案》，对于地炼行业转型升级确定了具体目标，力争到2022年，将位于城市人口密集区和炼油能力在300万吨及以下的地炼企业炼油产能进行整合转移；到2025年，将500万吨及以下地炼企业的炼油产能分批分步进行整合转移，全省地炼行业原油加工能力由目前的1.3亿吨/年压减到9000万吨/年左右，成品油收率降至40%左右。

（四）我国石油化工行业步入成熟期 依旧存在成长空间

行业生命周期理论是在产品生命周期理论上发展起来的，是每个行业都要经历的一个由初创到衰退的演变过程，一般分为初创、成长、成熟和衰退四个阶段。

目前，我国石油化工行业主要呈现以下几个特征：产能呈现结构性过剩；能源替代+行业参与主体增多，竞争更加多元化；成品油需求放缓，国内供应过剩，需求步入低速增长期；主要石化产品需求增长总体乏力，部分合成材料低端牌号过剩而高端牌号依赖进口等。同时，我国石油化工行业已经基本掌握了行业所需技术、技术成熟可靠，以及能够出生产满足市场所需的大宗产品、且对高端产品存在更多的需求。我们认为，我国石油化工行业已经步入成熟期，但因产能结构性过剩问题突出，行业亟需转型升级实现高质量发展，叠加国家和地方政府的各项政策支持和推动，行业未来依旧存在很大的成长空间。

行业实现高质量发展的根本任务是解决低端产能过剩而高端产能不足的结构性矛盾。在炼油能力已经过剩的背景下，民营企业大举新建炼油产能，源于国家的政策导向，一是给予民营企业同等的发展机会，形成多元化竞争格局；二是加快落后产能的淘汰速度，推动结构调整和产业升级。通过布局大型炼厂以及推动淘汰落后产能，不仅是重塑我国炼油行业格局，更重要的是有助于提升我国炼油产业的国际竞争力，通过做强炼油产业，实现产业的健康可持续发展。石化产品高端供给不足是我国石油化工行业突出的“短板”问题，与国际先进水平差距还比较大。在国家政策大力支持、企业自主科技创新能力不断提升的背景下，我国高端产品产业规模将不断扩大，逐渐实现进口替代，行业格局有望重塑。

三、行业面临的问题及建议

(一) 存在主要问题

1. 产能严重过剩 落后产能淘汰力度不够

近年来，我国炼油能力已然呈现严重过剩态势。2018年，我国炼油能力8.3亿吨/年，炼厂开工率仅为72.6%，为全球最低；同期全球炼厂开工率为83%，而美国炼厂开工率始终维持在90%左右。按照83%开工率计算，当前我国炼油能力已经过剩约8600万吨/年。随着我国大量新增炼油产能陆续投产，未来产能严重过剩的态势将持续恶化。

目前，我国存在大量能耗高、技术落后、环保和产品质量不达标的落后炼油产能，甚至有些产能按照国家政策要求是应该关停的，但由于涉及地方税收、人员安置等诸多因素，依然在运转。此外，我国部分传统石化产品产能过剩局面依然存在。如，低端聚烯烃产能过剩、市场竞争激烈；PTA存在大量闲置产能；乳聚丁苯橡胶装置开工率低，产能明显过剩等。总体来看，当前落后产能淘汰力度和幅度都不及预期。

2. 产业布局不尽合理 “城围石化”现象严重

由于历史原因，在规划初期我国东北、西北地区的石油化工企业多布置在大型油田周边，但随着经济的不断发展，产业布局过于集中并远离华东、华南消费市场的弊端开始逐渐显现，存在着石油化工产品由北向南、由东向西调运的不合理格局。山东地炼的无序扩张进一步加剧了这种不合理流向，特别是成品油。2018年，山东省生产成品油约7100万吨，而成品油需求仅有2000多万吨，导致大量的成品油需要外调出省。

随着我国经济发展和城镇化进程的加快，由于缺少合理的科学规划和强有力的法律干涉，过去远离城市的一些石油化工企业已经被新建的城区包围，企业与居民区之间的卫生防护距离不断缩小，形成了企业被城市包围的“城围石化”格局，邻避矛盾愈加凸显。以中国石化为例，现有的石油化工企业中，约有80%存在“城围石化”现象。

3. 先进产能不足 产业竞争力整体不强

2018年，我国炼厂平均规模仅412万吨/年，低于世界平均759万吨/年规模；全国千万吨级炼厂能力仅占到总能力的44.5%。在盈利能力和技术经济指标等方面，依然与世界先进水平存在差距。虽然个别炼厂能够达到世界先进水平，但整体来看，我国大型化的先进产能依然不足，产业整体竞争力不强。

在石化产品方面，我国先进产能短缺更为突出，基本呈现出低端产品市场竞争激烈甚至产能过剩、高端产品严重依赖进口的局面。国内高端聚烯烃，如高透明聚丙烯、高抗冲聚丙烯、聚烯烃管材、茂金属聚烯烃、辛烯共聚聚乙烯等，自给率不足40%，需要大量依赖进口。其中，茂金属聚烯烃、辛烯共聚聚乙烯等自给率甚至不足10%。我国合成橡胶产业同样存在常规产品同质化无序竞争、装置开工率低，而高性能产品依赖进口的局面。主要原因在于我国科

技术创新能力和产业化水平与国外先进水平差距较大，体现在基础研究和前瞻性研究工作薄弱、以企业为主体的产学研创新体系尚未完全建立、研究力量分散、创新成果转化率不高等方面。同时由于投入大、见效慢，也存在企业开发投入力度和意愿不强的因素。

（二）建议及对策

1. 科学规划+多措并举 化解产能结构性过剩

炼油产能和部分传统石化产品的产能过剩不仅造成了市场无序化竞争，更多的是带来了资源浪费。但化解产能过剩不宜采取杜绝新建、坚决淘汰等“一刀切”手段，应科学规划、政策引领，积极稳妥推进，实现产业可持续发展。

建议国家统筹布局，多措并举。一方面，由国家适时调整产业准入和许可条件，提高新建产能门槛，坚决遏制产能盲目扩张。另一方面，要坚决淘汰环保和产品质量不达标的落后产能，而对一些能耗高、规模小、产品同质化严重的过剩产能，需加大新旧产能置换和整合重组等措施实施力度，推动落后产能尽快有效退出。

深入推进实施“一带一路”战略，加强国际产能合作。充分借助“一带一路”战略，鼓励企业走出去，积极推进油气资源、石油化工业务的国际化合作，建设海外石化产业园区，带动相关技术、装备和工程设计“走出去”，化解国内过剩产能，形成全方位对外合作新格局。

2. 优化完善产业布局 统筹协调产业与城市发展

优化完善产业布局。有序推进七大石化产业基地建设，新建大型炼油、乙烯、芳烃等项目全部进入石化基地，实现园区化、基地化、一体化、集约化发展，提升行业整体竞争力。对于地处东北、西北地区的石油化工企业，建议持续开展区域内资源优化，尤其是加强石化原料及中间物料的互供，形成各具特色的产品链。

统筹协调产业与城市发展。应结合实际情况，实行“一厂一策”，根本原则是“本质安全 清洁环保”。对于安全环保和卫生防护距离达标、或者经过改造升级能够达标的企业，建议就地发展，但需持续进行安全环保投入，实现企业与城市和谐共存；对于存在重大安全环保隐患、经就地改造仍不能达到要求的企业，坚决实施异地搬迁或关停，建议政府给予企业合理的搬迁或关停补偿，做好人员安置工作。此外，政府与企业要加强沟通，统筹兼顾产业与城市发展规划，避免“城围石化”现象发生。

3. 推进行业高质量发展 实现“大国”向“强国”转变

我国经济已经由高速增长转向高质量发展阶段，通过转型升级实现石油化工行业高质量发展是大势所趋，也是我国由石化大国向石化强国转变的机遇所在。转型升级的关键在于我国石油化工企业要积极研究和应用少产油品、多产化工原料和低碳烯烃技术以及其他先进前沿技术，同时要大力开发高端、高性能化工系列新产品，实现补短板，拓展国内高端市场份额，替代国外进口。

科技创新是实现转型升级的核心，是石油化工行业实现可持续发展的持久动力。国家高度重视高端产品的产业化工作，先后出台了多项重磅政策并给予了多项资金计划支持。建议国有企业充分发挥自身资金、平台和研发优势，积极参与高端产品业务的国际并购，通过消化吸收再创新的模式，实现跨越式发展。针对“要不来、买不来”的关键核心技术，建议国家重点培育优势核心企业，充分利用全球资源，建立以企业为主体的“产学研”合作联盟，加大政策和配套资金支持力度，引领我国高端产品的向前发展。

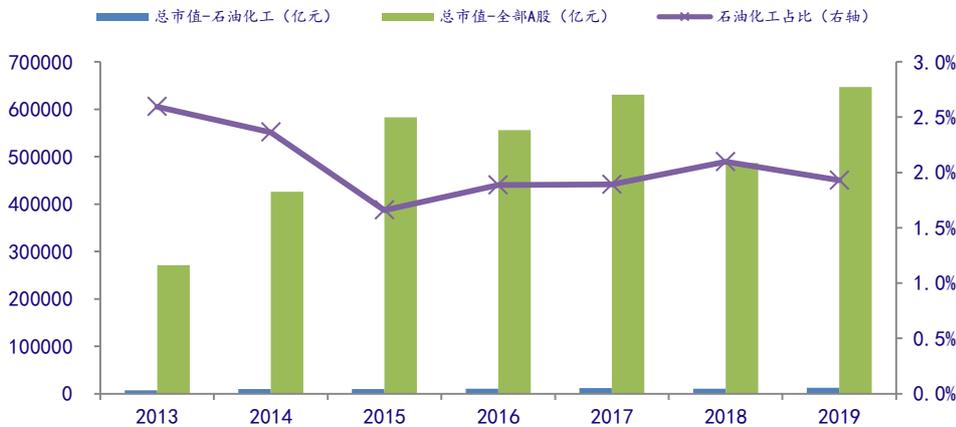
四、石油化工行业在资本市场中的发展情况

（一）行业整体表现及对比

1. 石油化工行业上市公司 33 家 占 A 股总市值 2%

截至 4 月 24 日，石油化工行业共有 33 家上市公司，占到我国整个石油和化学工业 340 家上市公司的 9.71%、占全部 A 股 0.92%；石油化工行业总市值为 12480 亿元，占整个石油和化学工业 24.47%、占全部 A 股 1.93%。

图 18：石油化工行业市值及占比



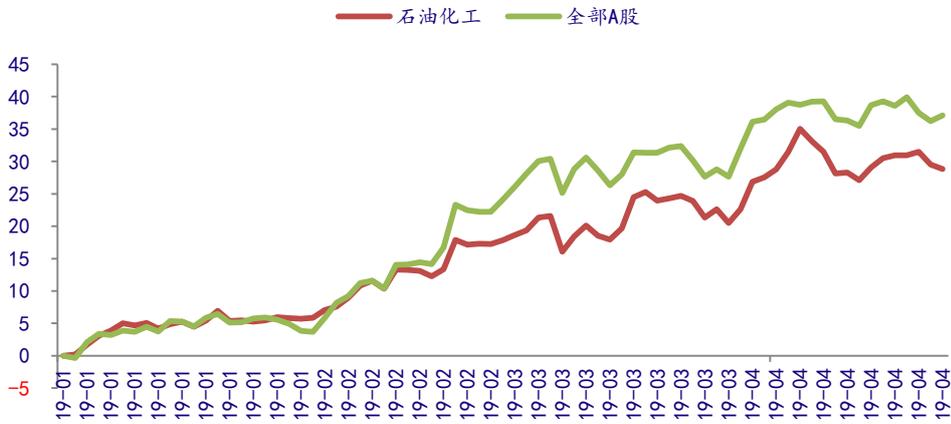
资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

2. 石油化工行业收益率表现落后于整个 A 股市场

年初至今，石油化工行业收益率 28.85%，表现逊于整个市场，较全部 A 股低 8.3 个百分点；排在 83 个二级子行业的第 65 位。

我们筛选包括石油化工板块在内的全产业链共计 7 个二级子行业进行涨跌幅对比，涨跌排名依次为：煤炭化工（105.31%）、化学原料（42.76%）、合成纤维及树脂（39.27%）、化学制品（38.41%）、农用化工（36.04%）、石油化工（28.16%）、石油开采 II（14.72%）。石油化工位于 7 个二级子行业的第 6 位。

图 19：年初至今石油化工板块和全部 A 股收益率表现



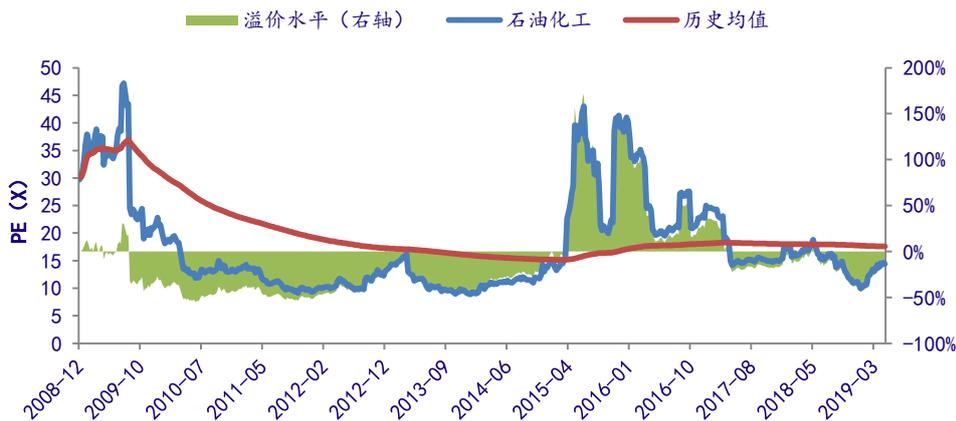
资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

3. 石油化工行业估值处于历史底部区域

截至 4 月 24 日，石油化工板块整体估值（PE（TTM））约为 14.41x，虽然仍高于 2014 年初创下的 8.87X 最低水平，但明显低于 2009 年以来的历史均值（17.58X），目前处在历史底部区域。中长期来看，目前估值水平与历史均值相比仍具备 20% 的回归空间。

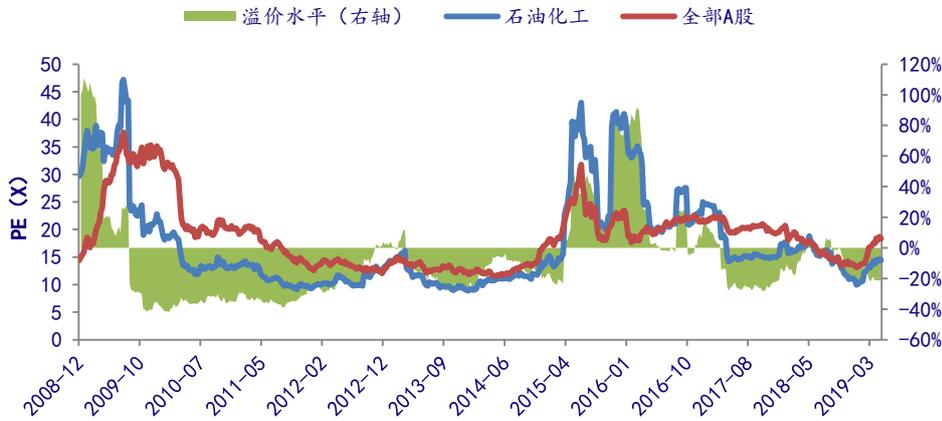
年初至今，石油化工板块估值有所提升，较年初增加了 44.7%。全部 A 股估值同样有所提升，达到 18.32x，较年初增加 39.4%。石油化工板块相对全部 A 股估值溢价为-21.23%，较 2009 年以来的历史均值-13.97%，下降了 7.26%，处于相对较低位置。

图 20：2009 年至今石油化工估值相较历史均值变化情况



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 21：2009 年至今石油化工估值相较全部 A 股变化情况



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

4. 石油化工行业估值低于世界知名石油化工企业

选择世界最大的石油化工企业美国 ExxonMobil 公司，以及拥有世界最大炼厂的印度信实工业公司进行估值对比。截至 4 月 24 日，国内石油化工板块 PE (TTM) 为 14.41x，同期美国 ExxonMobil 公司、印度信实工业公司分别为 16.45x、20.79x；国内石油化工板块估值已经低于世界知名公司估值，溢价率分别为-12.41%、-30.72%，均明显低于历史均值（19.54%、32.81%）。我们认为，国内石油化工板块低于世界知名石油化工企业的原因在于：一是 2016-2018 年随着整个 A 股市场震荡下行，向下调整幅度较大，低于历史平均水平；二是虽然 2019 年以来估值有所恢复，但市场存在对国内石油化工行业景气回落的预期。

图 22：石油化工估值与国际知名企业对比



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

（二）重点公司业绩与估值

我们选取全产业链中市值居前（120 亿元以上）的 32 家上市公司进行覆盖和对比，列举

其收入和净利润增速，以及估值和市值等指标。从样本统计结果看，A股上市公司2018年收入增速和净利润增速分化较大，分别位于-4.02%-71.03%、-40.97%-232.81%区间，均值分别为23.12%、26.77%，中位数分别为20.85%、9.17%。

表 1：国内重点公司业绩与估值（单位：%、亿元）

股票代码	公司名称	2018			股息率 (TTM)	估值			总市值
		收入增速	净利润增速	净利率		PE (TTM)	PS (TTM)	PB	
601857.SH	中国石油	16.75	96.83	3.08	1.95	26.63	0.59	1.15	14001.10
600256.SH	广汇能源	58.58	232.81	12.60	1.08	17.96	2.43	2.07	313.20
600028.SH	中国石化	22.50	14.22	2.78	9.62	11.17	0.24	0.98	7046.34
600346.SH	恒力股份	26.51	5.59	5.66	1.42	26.78	1.48	3.23	889.80
002493.SZ	荣盛石化	26.91	-5.97	2.15	0.56	51.07	0.90	3.92	820.99
600688.SH	上海石化	17.12	-14.23	4.90	5.40	11.40	0.56	1.98	601.80
000703.SZ	恒逸石化	28.79	17.67	2.64	0.76	25.77	0.48	2.07	433.93
000301.SZ	东方盛虹	13.13	-40.76	4.59	0.00	29.31	1.35	1.92	248.19
601233.SH	桐昆股份	26.78	20.48	5.12	0.60	14.29	0.73	1.98	302.99
603225.SH	新凤鸣	42.22	-5.91	4.36	0.86	12.45	0.54	2.30	177.14
002221.SZ	东华能源	49.77	-0.30	2.21	0.39	18.22	0.37	2.28	198.14
002408.SZ	齐翔腾达	25.64	-0.23	3.03	1.24	22.01	0.54	2.30	172.02
002648.SZ	卫星石化	22.49	0.03	9.33	0.00	19.54	1.97	2.48	204.60
603650.SH	彤程新材	14.41	27.56	18.92	0.00	33.73	6.39	6.11	139.05
600688.SH	上海石化	17.12	-14.23	4.90	5.40	11.40	0.56	1.98	601.80
600309.SH	万华化学	14.11	-3.60	21.16	0.00	13.85	2.42	1.71	1470.03
002092.SZ	中泰化学	71.03	4.41	3.65	1.45	9.13	0.32	1.17	221.73
603077.SH	和邦生物	26.84	-40.97	4.96	0.97	29.26	3.04	1.62	181.92
600409.SH	三友化工	-0.11	-15.52	8.43	3.59	8.04	0.78	1.44	158.34
300285.SZ	国瓷材料	47.65	115.29	31.05	0.61	26.30	7.97	4.72	154.52
002601.SZ	龙蟒佰利	1.94	-10.38	22.22	7.15	14.76	3.20	2.63	341.18
002450.SZ	ST 康得新	-	-	-	1.23	49.99	2.08	1.10	200.77
601966.SH	玲珑轮胎	9.94	12.76	7.72	1.47	18.05	1.39	2.19	213.24
300699.SZ	光威复材	43.63	58.76	27.62	0.48	51.10	15.01	7.60	229.15
600500.SH	中化国际	-4.02	54.23	3.52	1.15	19.82	0.30	1.61	180.60
600143.SH	金发科技	9.42	13.32	2.47	1.85	22.12	0.57	1.44	146.71
000553.SZ	安道麦 A	7.54	55.41	9.38	0.53	12.18	1.14	1.31	292.61
002470.SZ	金正大	-	-	-	1.12	39.17	1.29	2.13	226.39
600426.SH	华鲁恒升	37.94	147.10	21.03	0.93	8.91	1.80	2.05	260.92
000830.SZ	鲁西化工	35.04	57.27	14.41	1.96	8.60	1.05	2.12	224.71
600486.SH	扬农化工	19.21	55.14	17.75	0.95	19.22	3.47	3.67	182.28
000902.SZ	新洋丰	11.05	19.79	8.26	1.93	15.39	1.31	2.07	135.02
	均值	23.12	26.77	9.06	1.77	21.80	2.07	2.42	967.85
	中位数	20.85	9.17	5.04	1.10	18.72	1.22	2.07	225.55

股票代码	公司名称	2018			股息率 (TTM)	估值			总市值
		收入增速	净利润增速	净利率		PE (TTM)	PS (TTM)	PB	
	最大值	71.03	232.81	31.05	9.62	51.10	15.01	7.60	14001.10
	最小值	-4.02	-40.97	0.00	0.00	8.04	0.24	0.98	135.02

资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

五、投资策略及推荐标的

(一) 投资策略

我们认为,随着国内市场竞争的加剧以及安全环保检查的趋严,石油化工行业低效落后产能将被市场逐步淘汰,行业集中度不断提升,优质龙头企业将充分受益,强者恒强。看好具有上中下游一体化综合竞争优势的中国石化(600028)、“C3产能扩张+C2产能布局”双引擎发展的卫星石化(002648)。

考虑到我国天然气需求快速增长,对外依存逐年高企,产业将长期处于黄金发展期。看好具有低成本气源优势+布局 LNG 接收站的标的,推荐广汇能源(600256.SH),为油价正相关标的。

我国高性能产品短缺、依赖进口,且下游需求不断增长;同时改性塑料上游原料(如 PP、PC)未来供应偏宽松,利润有望向下游加工环节转移。看好高成长性化工新材料标的,建议关注金发科技(600143)、国恩股份(002768)。

同时关注处于供需紧平衡的纯碱行业,2019年行业维持高景气,推荐山东海化(000822)。

(二) 组合表现

表 2: 核心组合表现

股票代码	股票简称	累计涨幅 (年初至今)	相对收益率 (年初至今)	市盈率 PE (TTM)	质押率
600256.SH	广汇能源	22.61%	-5.55%	17.96	28.84%
002648.SZ	卫星石化	98.55%	70.39%	19.54	13.99%
600028.SH	中国石化	15.25%	-12.91%	11.17	0.00%

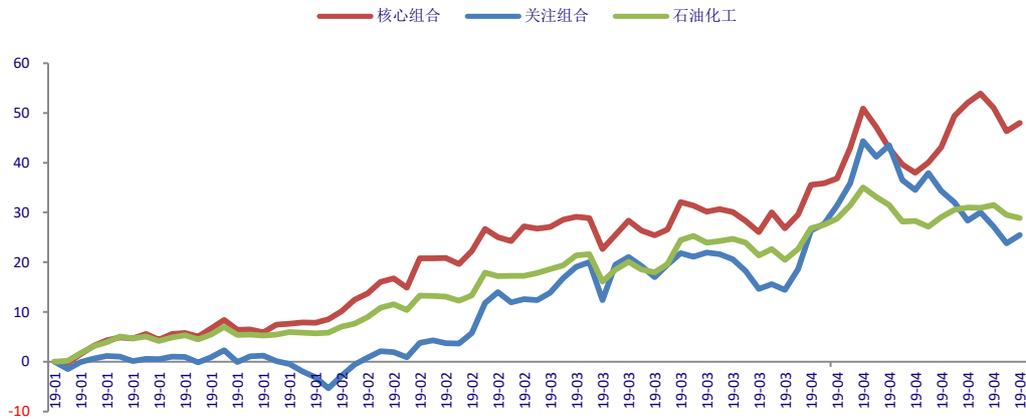
资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

表 3: 关注组合表现

股票代码	股票简称	累计涨幅 (年初至今)	相对收益率 (年初至今)	市盈率 PE (TTM)	质押率
600143.SH	金发科技	9.09%	-19.07%	22.12	21.23%
002768.SZ	国恩股份	27.31%	-0.85%	23.15	28.59%
000822.SZ	山东海化	31.96%	3.80%	9.77	0.01%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 23: 年初以来组合表现 (%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

六、风险提示

油价大幅波动、产品价差下降、营收不及预期等。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

刘兰程，证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn