

石油化工 (072201)

宏微观共振走弱, 油价明显调整

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

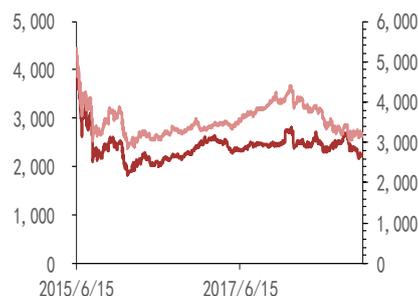
重点公司基本状况

简称	股 价	EPS				PE				18P EG	评级
		2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020		
中国石油	7.42	0.12	0.31	0.33	0.36	62	24	22	21	0.15	买入
中国石化	5.66	0.42	0.62	0.66	0.73	13	9	9	8	0.19	买入
中油工程	4.56	0.12	0.26	0.37	0.49	38	18	12	9	0.15	增持
新奥股份	11.9	0.64	1.17	1.42	1.60	19	10	8	7	0.12	买入
广汇能源	4.21	0.13	0.26	0.38	0.48	32	16	11	9	0.16	买入
桐昆股份	15.7	1.35	1.32	1.64	2.25	12	12	10	7	-5.3	买入
恒力股份	16.7	0.34	0.8	1.83	2.37	49	21	9	7	0.15	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

- 宏微观因素共振走弱, 原油市场明显回调。**本周 WTI1907 合约下跌 3.9 美元, 跌幅 6.2%, 布伦特连续合约下跌 2.95 美元, 跌幅 4.09%, 跌幅均创本年以来最大。市场下跌的主要原因来源于两方面: (1) 宏观上, 发达经济体经济数据疲弱, 本周四公布的发达国家 5 月份 PMI 数据大幅不及预期, 其中美国 5 月 Markit 制造业 PMI 初值降至 50.6, 创 10 年以来新低, 欧元区制造业 PMI 连续 4 个月低于荣枯线, 日本制造业 PMI 数值再度降至荣枯线之下, 市场对发达经济体的经济景气度突然下滑表示担忧, 加重了市场对未来原油需求增速的悲观预期; (2) 微观上, 超预期增加的美国原油库存, 本周三 EIA 公布的美国商业原油数据显示, 上周美国原油库存超预期上行至 2017 年 7 月份以来的最高值, 同时汽油和柴油库存也超预期增加, 这些现象反映美国原油市场供需关系恶化的现实。
- 美国原油产量再度增加, 但持续下降的钻机数及管输瓶颈会限制产量增加的空间。**5 月 19 日美国原油产量为 1220 万桶/天, 与之前一周增加 10 万桶/天。不过美国持续下滑的原油钻机数及持续存在管输瓶颈会限制原油产量增加的空间, 5 月 24 日美国采油钻机数为 797 台, 较之前一周的数量减少 5 台, 较去年同比减少 62 台, 美国天然气钻机数为 186 台, 较之前一周增加 1 台, 较去年同比减少 12 台。
- 近远期价差也印证了原油供给过剩的现象有所加重。**对于美油近远期价差进行分析, 可以理解市场是如何看待当前原油基本面的状态和变化的趋势。从目前的价差来看, 美油 1907-1909 价差在 -0.1 美元/桶, 仍然呈现出贴水的状态, 证实原油仍处于供给过剩状态。但是对比上周数据来看, 上周五美油 1907-1909 价差 -0.06 美元/桶, 相比上周, 原油供给过剩的情况出现了边际恶化。
- 虽然供给有所增加, 但市场的短期关注重心可能转向需求端。**随着 OPEC 国家进一步减产动力的减弱, 地缘冲突矛盾的衰减, 短期供给端波动对原油市场的冲击效果逐渐减弱, 在本周四公布的主要发达经济体 PMI 数据之后, 市场重新认识到全球经济的疲软。在经济整体下滑的背景下, 供给的边际增加对原油市场的冲击可能会被放大, 市场关注重心重新转向需求端。
- 超预期增加的汽柴油库存, 在微观上印证了终端需求不足。**5 月 17 日美国汽油库存为 22874.0 万桶, 较之前一周超预期增加 371.6 万桶; 美国馏分油库存为 12641.5 万桶, 较之前一周超预期增加 76.8 万桶; 另外美国炼厂产能利用率为 89.9%, 较上周下降了 0.6%。汽柴油产量下滑情况下, 库存却在增加, 说明终端需求明显弱于预期, 旺季不旺的特征较为明显。
- 2019Q2 油价预测: 考虑到边际弱化的全球经济基本面, 在供给端尚无新的实质性支撑的背景下, 我们预计 19Q2 原油价格或处于弱势震荡期, 但持续下滑的美国原油钻机数及管输瓶颈会限制下跌空间, 我们认为 2019Q2 布伦特油价中枢仍将位于 65\$/桶之上。**
- 聚酯产业链仍核心看好聚酯环节。**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。由于纺织服装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，央行调升房贷利率，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速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，关于成本下行的逻辑，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。

■ **价格和价差跟踪。**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20个品种，下跌的有74个品种。价格涨幅前五：苯乙烯（FOB韩国），上涨4.4%；丁二烯（FOB韩国），上涨4.2%；乙烯（CFR东北亚），上涨4.0%；丁二烯（上海石化），上涨3.7%；丙烯（FOB韩国），上涨3.5%。价格跌幅前五：丙烯酸-普酸（浙江卫星），下跌13.5%；PX（中石化结算价），下跌10.9%；丙烯酸-精酸（浙江卫星），下跌10.9%；丙烯酸异辛酯（浙江卫星），下跌10.0%；PTA（CCFEI内盘），下跌9.0%。上周石化产品价差涨幅前五：纯苯-石脑油，上涨117.9%；丙烯-石脑油，上涨23.1%；丙烯-1.2*丙烷，上涨23.0%；丁二烯-石脑油，上涨19.1%；乙烯-石脑油，上涨17.9%。价差跌幅前五：天胶-顺丁橡胶，下跌80.0%；PX-石脑油（国内），下跌49.4%；

PTA-0.66*PX (国内), 下跌 23.7%; PP-丙烯, 下跌 20.7%; LLDPE-乙烯, 下跌 16.7%。

- **»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。**

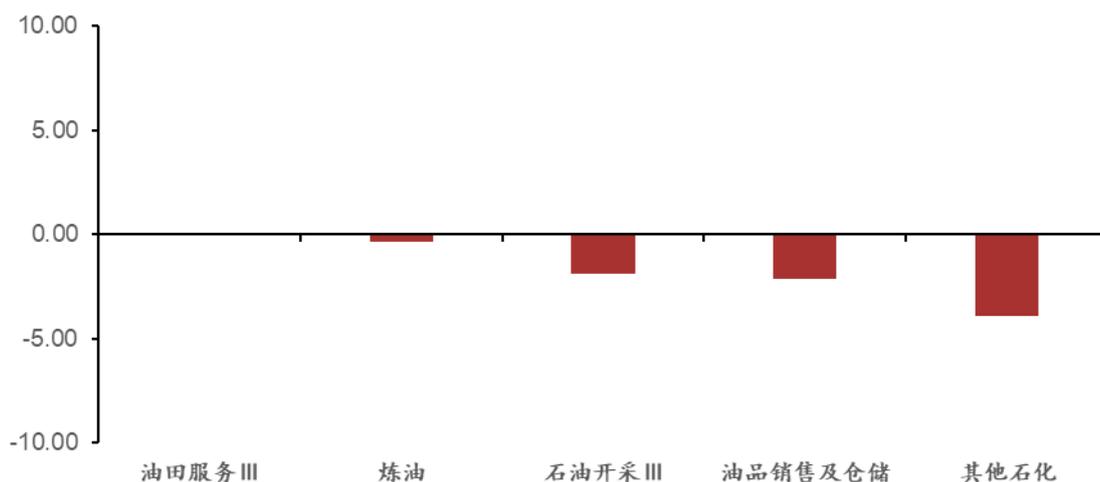
内容目录

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	- 10 -
石化产品价格与价差	- 11 -
石化产品价格	- 11 -
石化产品价差	- 13 -
投资建议.....	- 15 -
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）	- 15 -
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）	- 16 -
风险提示.....	- 17 -

石油石化行业市场复盘

上周（2019.5.20-2019.5.24）石油石化指数（中信）下跌 2.00%，沪深 300 指数下跌 1.50%，石油化工板弱于大盘。上周石油化工子行业中，油田服务Ⅲ（0.09%）、炼油（-0.38%）、石油开采Ⅲ（-1.91%）、油品销售及仓储（-2.13%）、其他石化（-3.89%）。

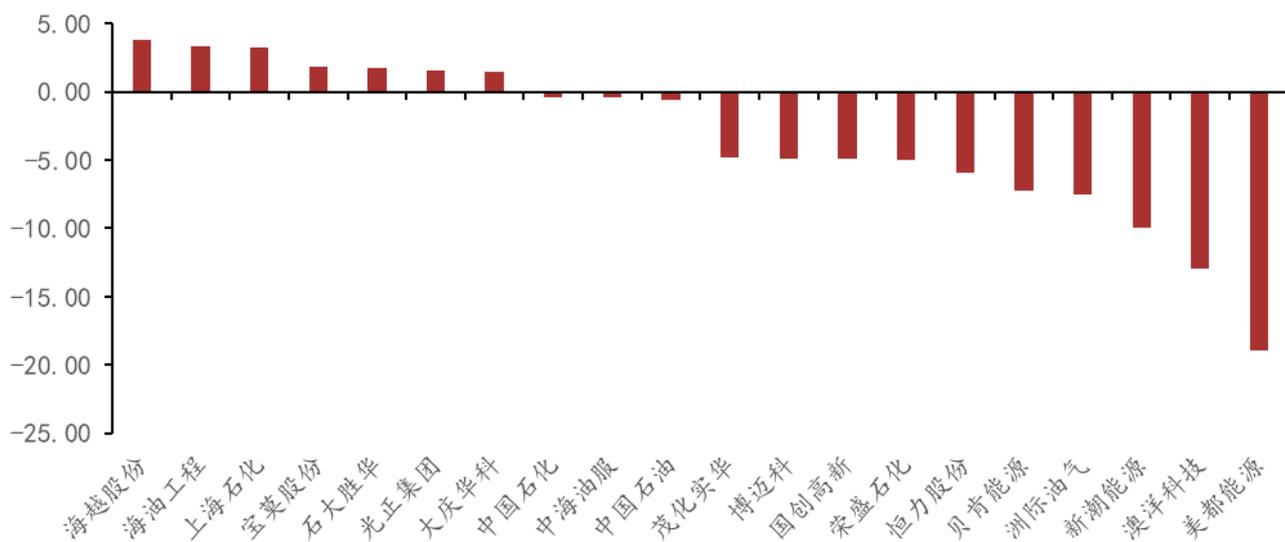
图表 1：本周石油化工表现



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海越股份(3.77%)、海油工程(3.31%)、上海石化(3.23%)、宝莫股份(1.83%)、石大胜华(1.77%)。

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：5月24日 BRENT 原油期货价格为 67.76 美元/桶，较之前一周下跌 4.45 美元/桶；5月24日 WTI 原油期货价格为 57.91 美元/桶，较之前一

下跌 4.85 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

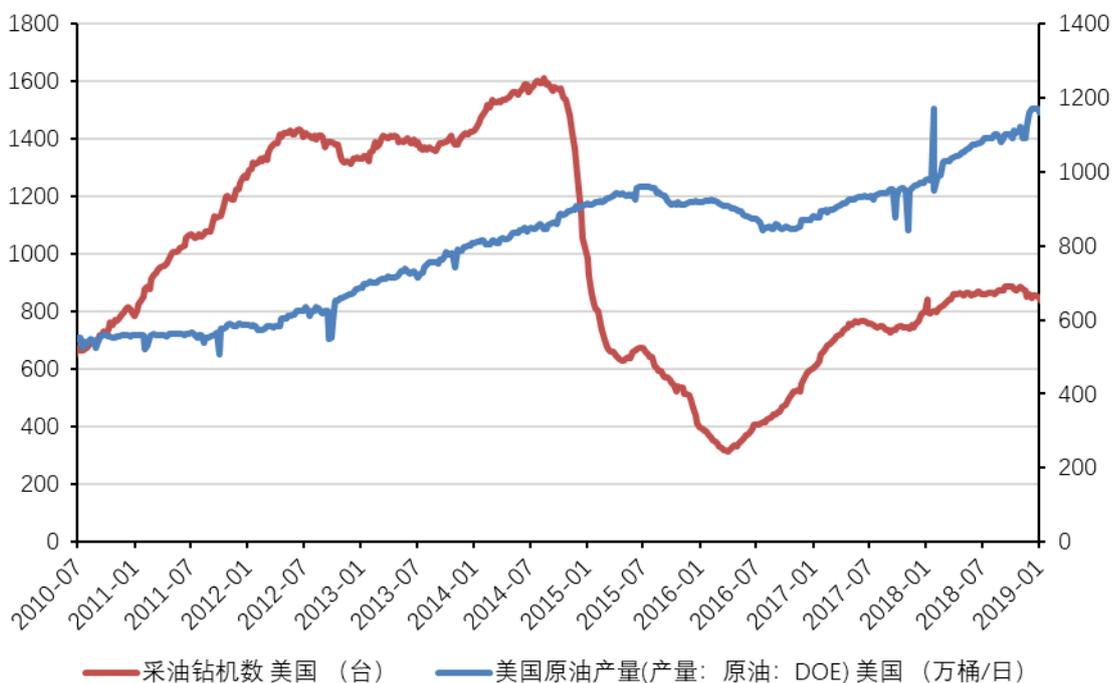


来源: Wind、中泰证券研究所

钻机数变化情况

- 采油钻机数: 5月24日美国采油钻机数为797台,较之前一周的数量减少5台,较去年同比减少62台。5月24日美国天然气钻机数为186台,较之前一周增加1台,较去年同比减少12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1061台,较与上周增加11台,较去年同比减少79台。

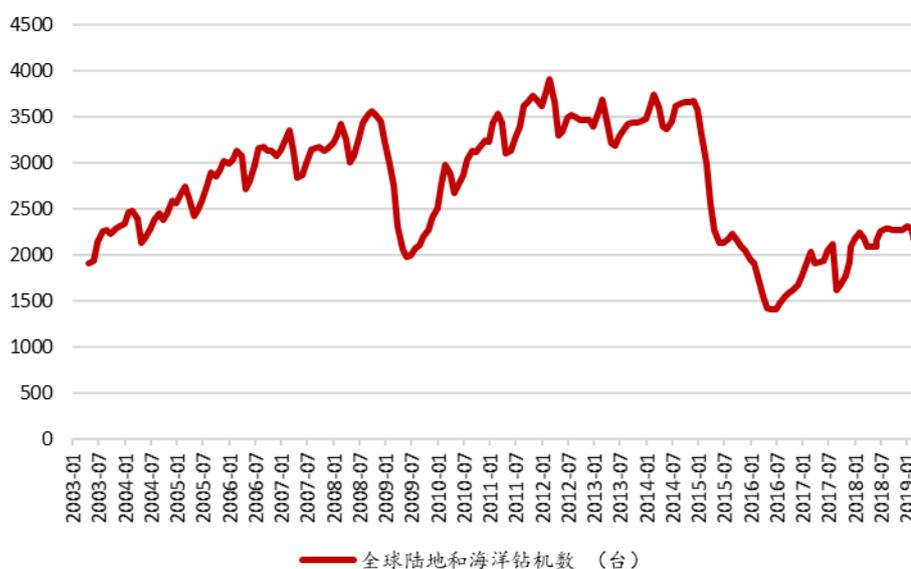
图表 6: 北美采油钻机数

国家	本周	上周环比变化	去年同比变化
美国	983	-4	-76
加拿大	78	15	-3
北美	1061	11	-79
美国钻机数量	本周	上周环比变化	去年同比变化
采油钻机	797	-5	-62
天然气钻机	186	1	-12
其他钻机	0	0	-2
定向钻机	69	-4	2
水平钻机	863	-3	-63
垂直钻机	51	3	-15
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	2
Arkoma Woodford	3	0	-6
Barnett	1	0	-3
Cana Woodford	45	-3	-28
DJ-Niobrara	29	-1	4
Eagle Ford	75	1	-3
Granite Wash	7	0	-7
Haynesville	50	0	-4
Marcellus	62	2	6
Mississippian	4	-2	-1
Permian	451	-3	-27
Utica	19	-1	-5
Williston	57	1	0

来源: Wind、中泰证券研究所

■ 全球钻机数: 4月全球采油钻机数为2113台, 较上月减少20台。

图表 7: 全球采油钻机数

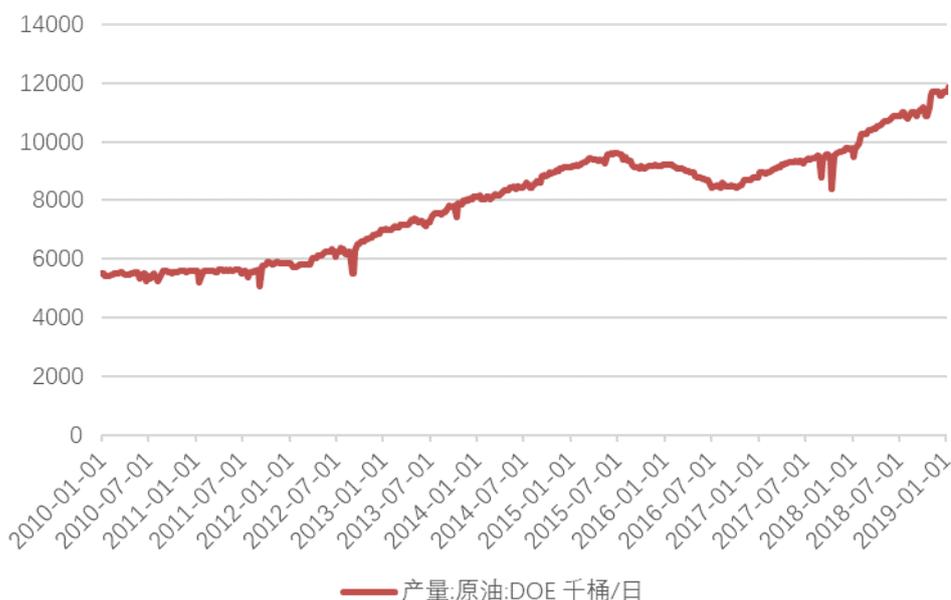


来源: Wind、中泰证券研究所

原油期货价格美国原油库存及产量

■ 5月17日美国原油产量为1220万桶/天，较之前一周增加10万桶/天。

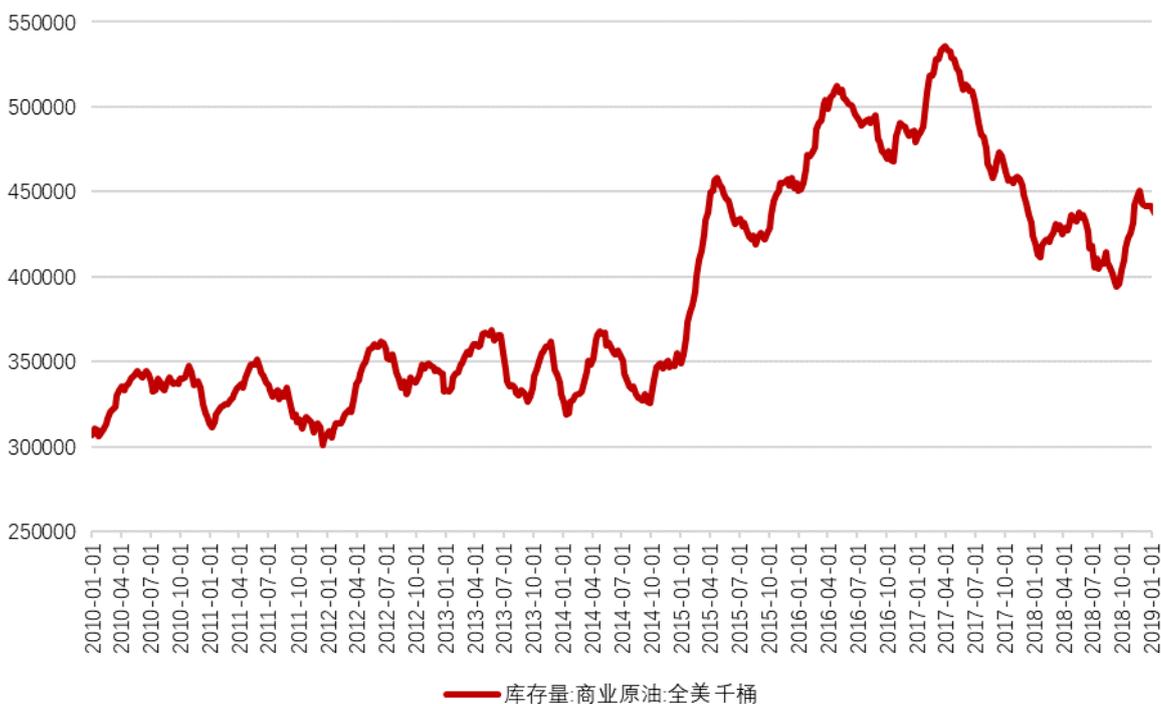
图表8：美国原油产量



来源：Wind、中泰证券研究所

■ 美国商业原油库存：5月17日美国商业原油库存为47677.5万桶，较之前一周增加474.0万桶。

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4444.9万桶，较之前一

周增加 126.6 万桶。

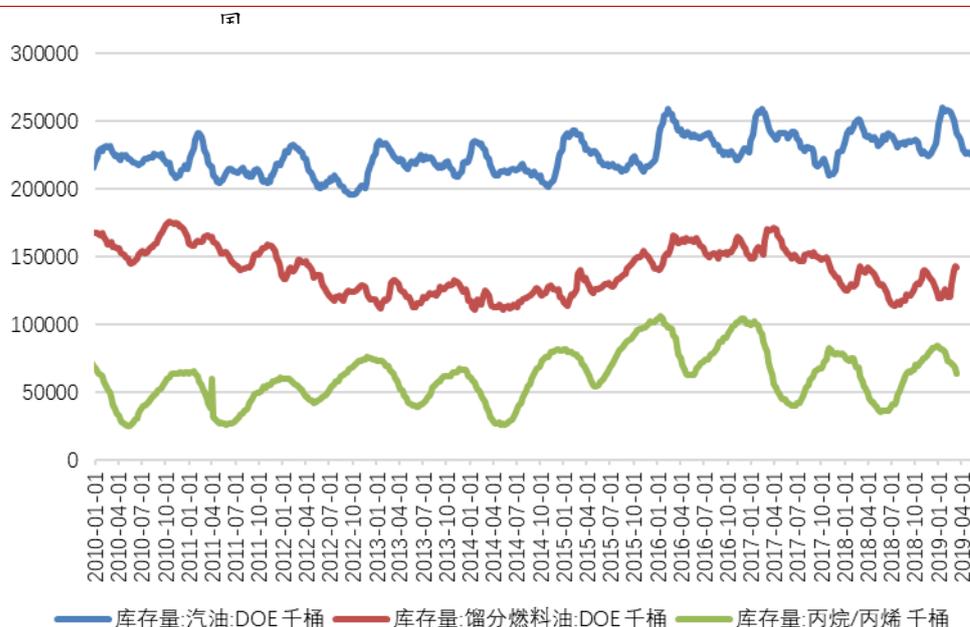
图表 10: 美国库欣地区商业原油库存



来源: Wind、中泰证券研究所

- 美国汽油、馏分油和丙烷/丙烯库存: 5月17日美国汽油库存为 22874.0 万桶,较之前一周增加 371.6 万桶;5月17日美国馏分油库存为 12641.5 万桶,较之前一周增加 76.8 万桶;5月17日美国丙烷/丙烯库存为 6583.0 万桶,较之前一周增加 312.0 万桶。

图表 11: 美国汽油、馏分油和丙烷/丙烯库存

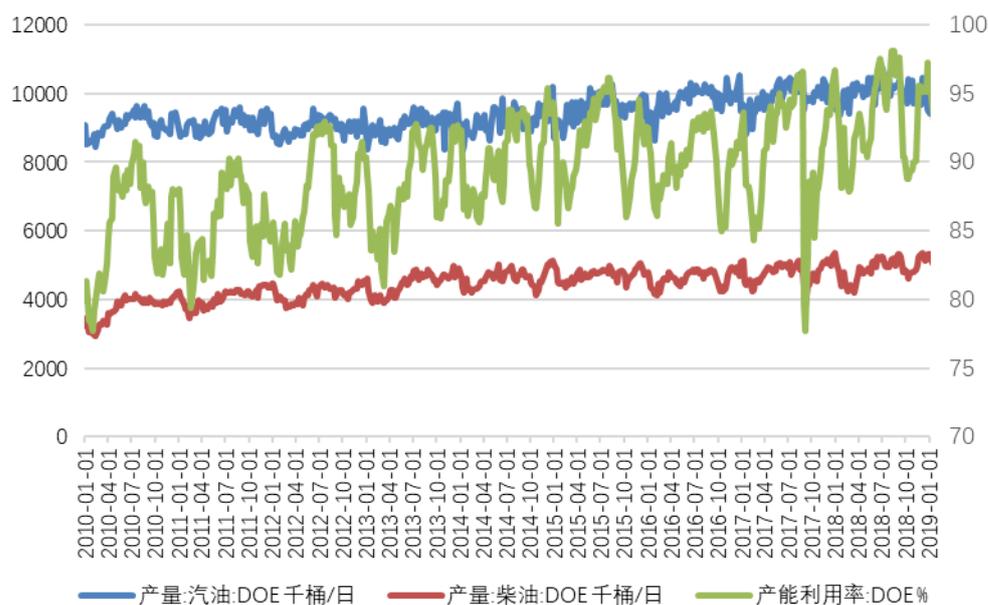


来源: Wind、中泰证券研究所

1

7 美国汽油产量 988.3 万桶/天,较上周减少 2.9 万桶/天;5月17日美国柴油产量为 498.8 万桶/天,较上周减少 3.9 万桶/天;5月17日美国产能利用率为 89.9%,较上周下降了 0.6%。

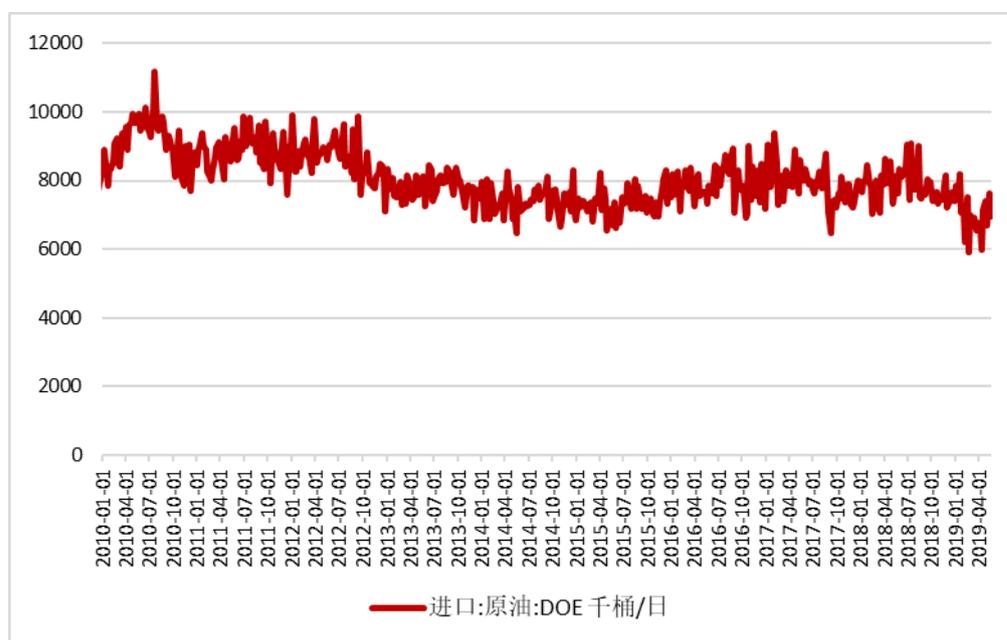
图表 12: 美国汽油和柴油产量及炼厂开工率



来源: Wind、中泰证券研究所

- 美国原油进口量: 5月17日美国原油进口量为694.3万桶/天, 较上周减少66.9万桶/天。

图表 13: 美国汽油和柴油产量及炼厂开工率

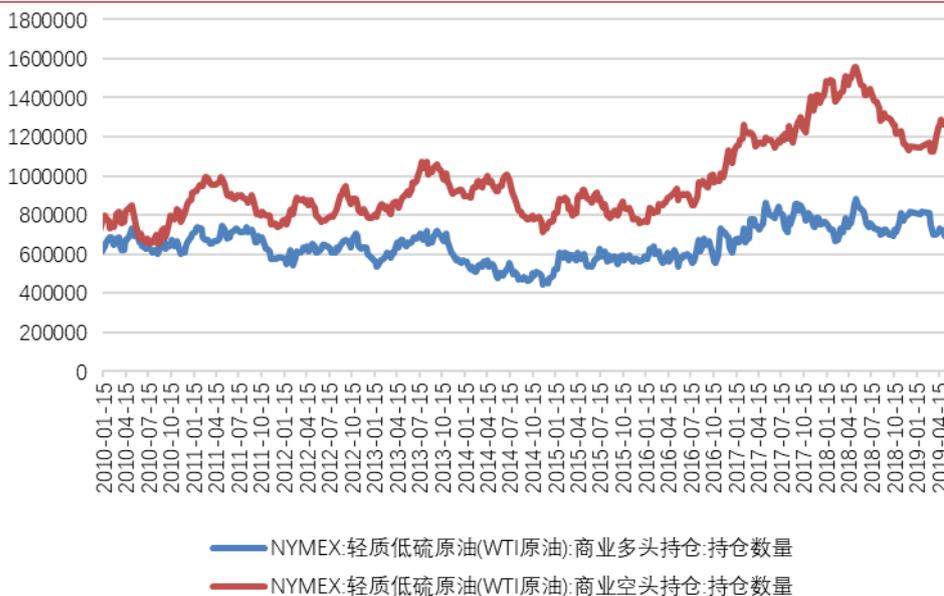


来源: Wind、中泰证券研究所

原油期货持仓情况

- 5月14日NYMEX轻质低硫原油(WTI原油)的商业多头持仓数量为735104份, 较之前一周增加6.02%; 5月14日NYMEX轻质低硫原油(WTI原油)的非商业多头持仓数量为607979份, 较之前一周减少1.43%。

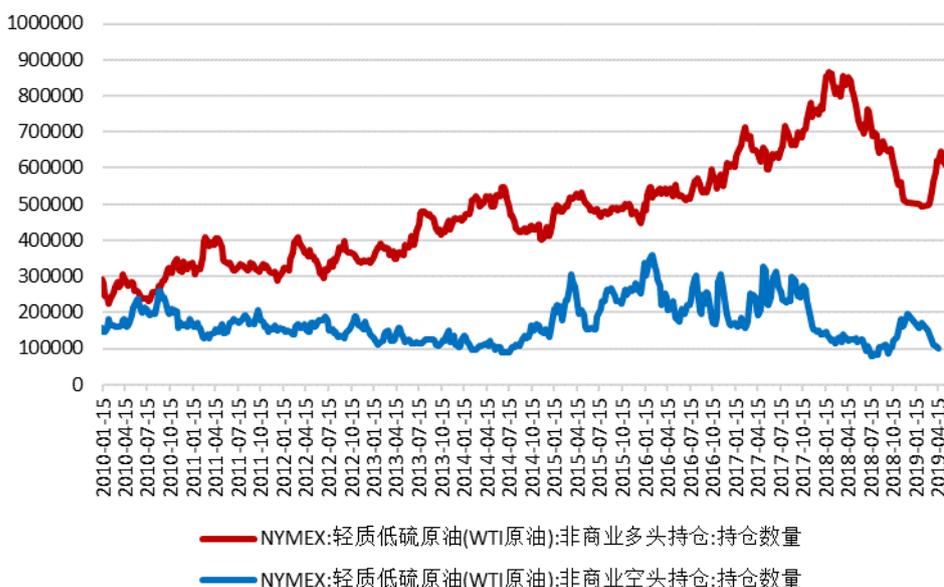
图表 14: 商业多空持仓



来源: Wind、中泰证券研究所

- 5月14日NYMEX轻质低硫原油(WTI原油)的商业空头持仓数量为1243983份,较之前一周增加2.39%;5月14日NYMEX轻质低硫原油(WTI原油)的非商业空头持仓数量为120171份,较之前一周减少1.86%。

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20个品种,下跌的有74个品种。价格涨幅前五为:苯乙烯(FOB韩国),上涨4.4%;丁二烯(FOB韩国),上涨4.2%;乙烯(CFR东北亚),上涨4.0%;丁二烯(上海石化),上涨3.7%;丙烯(FOB韩国),上涨3.5%。价格跌幅前五:丙烯酸-普酸(浙江卫星),下跌13.5%;PX(中石化结算价),下跌10.9%;丙

烯酸-精酸(浙江卫星), 下跌 10.9%; 丙烯酸异辛酯(浙江卫星), 下跌 10.0%;
PTA(GCFEI 内盘), 下跌 9.0%。

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



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 19: 乙烯价格



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 20: PX 价格



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 21: PTA 价格



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 22: 涤纶 POY 价格

图表 23: 聚酯切片价格

涤纶POY (CCFEI) (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

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: 纯苯-石脑油, 上涨 117.9%; 丙烯-石脑油, 上涨 23.1%; 丙烯-1.2*丙烷, 上涨 23.0%; 丁二烯-石脑油, 上涨 19.1%; 乙烯-石脑油, 上涨 17.9%。价差跌幅前五: 天胶-顺丁橡胶, 下跌 80.0%; PX-石脑油(国内), 下跌 49.4%; PTA-0.66*PX(国内), 下跌 23.7%; PP-丙烯, 下跌 20.7%; LLDPE-乙烯, 下跌 16.7%。

图表 24: 乙烯价差

乙烯-石脑油 (美元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 25: 丙烯价差

丙烯-石脑油 (美元/吨)



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

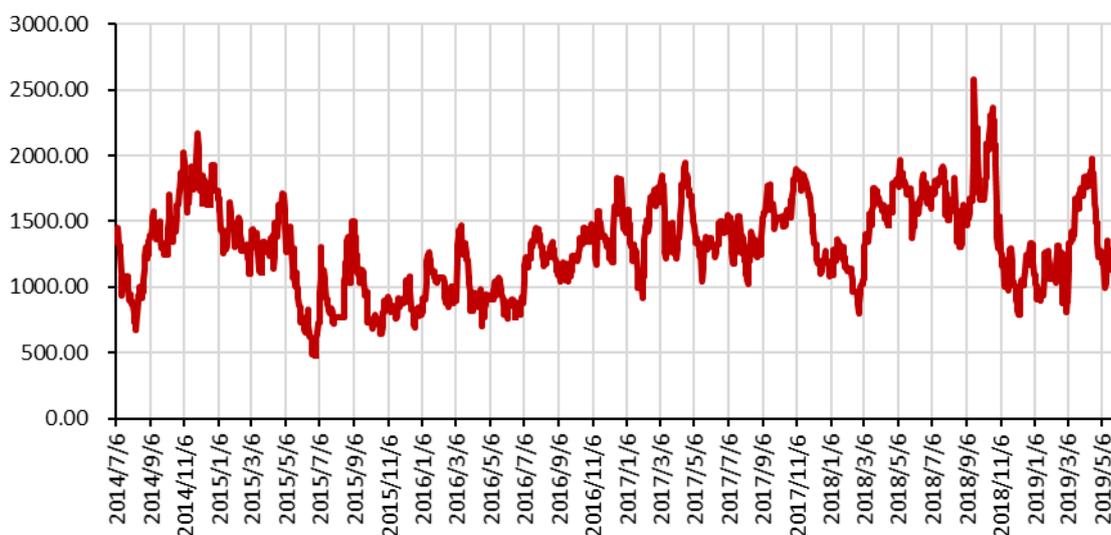
PTA-0.66*PX (国内) (元/吨)



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：
- 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。

- 多元化保供将带动基础设施建设加速。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、管道运输等基础设施建设有望加速。
- **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）

- 当前油价处于中高油价时代，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, 目前公司拥有 220 万吨尿素 (100 万吨二季度投产)、16 万吨己二酸、50 万吨醋酸、55 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, 公司在 19 年上半年盈利或仍处于高位
- **尿素价格高位, 产能扩张提升业绩。**全球角度来看, 在全球尿素供需平衡的态势下, 尿酸价格持续高位。受海外价格提振, 国内尿素同样高位运行。此外, 环保的影响同时叠加气头尿素开工受限的影响, 同样促使价格高位。虽然当前尿素价格有所回落, 但仍看好尿素价格高位运行, 主要是受益于供给收缩、海外集中招标、成本提升等逻辑的支撑。公司具有 220 万吨尿素产能, 较 17 年提升 40 万吨, 且成本低, 公司将充分受益行业景气周期。
- **乙二醇投产将带来业绩增量。**乙二醇投产将带来较大业绩增量。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, 且下游聚酯大幅涨价带动乙二醇需求高增。当前公司乙二醇装置 55 万吨, 其中三季度投产 50 万吨。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 4000 元/吨。我国煤制乙二醇成本较高, 当前价格乙二醇价格为 5200 元/吨, 已跌至部分公司成本线, 在油价止跌回升下, 预计乙二醇价格开启反弹, 乙二醇对于公司业绩贡献仍可值得期待。
- **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。