

扩张负债创新高，油气保供促增长

——石油石化 2018 年报及 2019 一季报点评

投资建议：中性

上次建议：优异

事件：

42家A股上市石油石化公司2018年报及2019一季报公布，2018年行业归母净利润大增，2019Q1行业净利润则出现同比下滑。

投资要点：

➤ 石油石化行业2019Q1业绩下滑，估值小幅走高

以中信石油石化行业（不包括中国石油、中国石化）的42家上市公司为样本，其2018年整体营收同比增长18%，2019Q1营收同比增长8%。2018年石化行业归属于上市公司股东的净利润同比增长69%，2019Q1行业净利润同比下滑26%。42家公司整体（剔除负值）的平均市盈率为25.40X，相对全部A股市盈率溢价68%，处于近年偏高位置，其整体PB为1.96X，相对全部A股市净率溢价24%，处于历史较低位置。

➤ 2019Q1石油石化行业资产负债率创新高，经营性现金流净额下滑

以上述42家公司计，截至2019年3月31日，行业总资产为9468.09亿元，同比增长26.78%；负债总额为5864.07亿元，同比增长35.14%；行业资产负债率为61.94%，同比提升3.83个百分点，环比增加0.31个百分点，创历史新高。季末银行贷款负债环比增加3.98个百分点，整体呈升高趋势；经营性负债占比环比下降3.15个百分点，处于历史中等偏高的位置；债券融资负债占比整体相对平稳。石化行业固定资产总额占总资产的21.31%，较上季度末下降了5.85个百分点，占比呈继续下降趋势；在建工程（合计）总额为1730.96亿元，占总资产总额的18.28%，环比增加1.09个百分点，延续了过去6个季度的增长态势，总体已回升至历史较高水平，石油石化行业扩张意愿得到明显恢复。2018年现金流净额继续改善，同比增加30.91%，2019Q1相对上年同期则出现下滑。

➤ 下调至“中性”评级

基于远期美油出口能力提升带来的供应过剩，我们下调行业评级至“中性”。在中短期供应持续偏紧及地缘政治威胁保供背景下，我们认为上游资本开支及国家管网公司建设需求将提升，利好采掘、油服及专业工程板块，亦促进了天然气、煤炭对原油的部分替代，煤化工、天然气化工产品未来趋势向好。建议关注中国石油股份（0857.HK）、新奥股份（600803.SH）、中油工程（600339.SH）、航天工程（603698.SH）、中曼石油（603619.SH）、中石化炼化工程（2386.HK）、中石化冠德（0934.HK）等标的。

➤ 风险提示

宏观经济疲软导致下游需求不振，产品价格下跌；原油价格大幅下跌；地缘政治风险对业务的负面影响。

一年内行业相对大盘走势



马群星 分析师

执业证书编号：S0590516080001

电话：0510-85613163

邮箱：maq@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《行业增速趋于放缓，甄选龙头优势企业》
《化工》
- 2、《化工产品价格指数持续下滑，聚合 MDI、醋酸跌幅扩大》
- 3、《2019 年第一轮环保督查拉开帷幕，持续关注龙头优势企业》

正文目录

1.	2019Q1 石化行业业绩较弱，行业估值整体略升.....	3
1.1.	2018 年全年石油石化行业归母净利润大幅上升，2019Q1 有所下滑.....	3
1.2.	年初至今石油石化指数上涨 21.84%，股价表现一般.....	3
1.3.	石油石化行业市盈率抬升，市净率仍处于历史低位.....	3
2.	石油石化行业 2018 年利润大幅增加，2019Q1 略微下降.....	4
2.1.	石油石化行业 2018 年净利润大增，2019Q1 利润略降.....	4
2.2.	2019Q1 毛利率回升，期间费用率继续下降，净利率回升.....	5
2.3.	原油开采毛利率改善，油服板块由负转正.....	5
3.	石油石化资产负债率同比上涨，扩张意愿增强.....	6
3.1.	总资产、总负债同比大增，资产负债率创新高.....	7
3.2.	银行负债占比回升，经营性负债下降.....	7
3.3.	在建工程占比大幅提升，存货周转率居高位.....	8
4.	石油石化行业 2018 经营性现金流净额回升.....	9
4.1.	2018 石化行业经营性现金流良好，2019Q1 经营性现金流净额下滑.....	9
4.2.	2019Q1 石油石化行业各子板块经营性现金流多数下滑.....	10
5.	石油化工行业 ROE、ROA 小幅回升.....	11
6.	重点推荐标的.....	12
7.	风险提示.....	13

图表目录

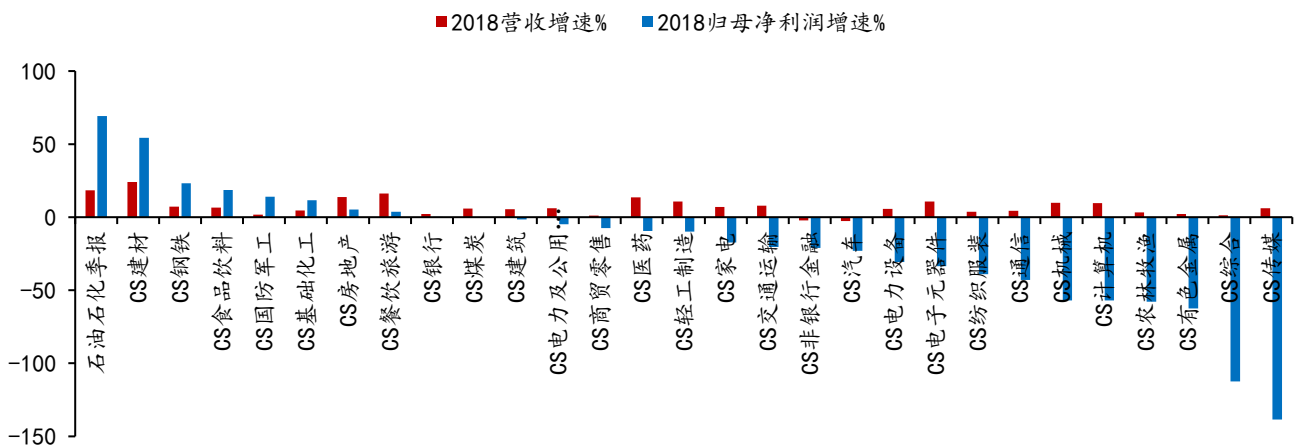
图表 1:	中信各板块营收利润同比增速 (%).....	3
图表 2:	年初至今(截至 2019 年 5 月 15 日) 中信各子行业涨跌幅 (%).....	3
图表 3:	近年石油石化行业利润表(百万元).....	4
图表 4:	近年 Q1 单季度石油石化行业利润表(百万元).....	4
图表 5:	石油石化行业毛利率、净利率和期间费用率.....	5
图表 6:	石油石化行业销售、管理、财务费用率.....	5
图表 7:	石油开采毛利率、净利率和期间费用率.....	5
图表 8:	炼油毛利率、净利率和期间费用率.....	5
图表 9:	其他石化毛利率、净利率和期间费用率.....	6
图表 10:	销售与仓储毛利率、净利率和期间费用率.....	6
图表 11:	油田服务毛利率、净利率和期间费用率.....	6
图表 12:	近年石油石化行业资产负债情况.....	7
图表 13:	近年石油石化行业资产负债率情况.....	8
图表 14:	近年石油石化行业负债来源情况.....	8
图表 15:	近年石油石化细分板块资产负债率情况.....	8
图表 16:	近年在建工程、固定资产占比情况.....	9
图表 17:	近年存货周转率情况(次).....	9
图表 18:	细分板块在建工程/固定资产比例.....	9
图表 19:	细分板块存货周转率(次).....	9
图表 20:	近年石油石化行业现金流情况.....	10
图表 21:	近年 Q1 石油石化行业现金流情况.....	10
图表 22:	近年 Q1 各板块经营性现金流净额(百万).....	11
图表 23:	石化行业单季度 ROA 和 ROE 情况 (%).....	11
图表 24:	细分板块单季度 ROE 情况 (%).....	11

1. 2019Q1 石化行业业绩较弱，行业估值整体略升

1.1. 2018 年全年石油石化行业归母净利润大幅上升，2019Q1 有所下滑

以中信石油石化行业（不包括中国石油、中国石化）的 42 家上市公司为样本，其 2018 年整体营收同比增长 18.48%，在中信 29 个子行业中排名第二；2019Q1 营收同比增长 7.64%，排名第 8 位。2018 年石化行业归属于上市公司股东的净利润同比大幅上升 69.22%，排名第一位，2019Q1 行业净利润同比下滑 26.40%，排名第 23 位。

图表 1：中信各板块营收利润同比增速 (%)

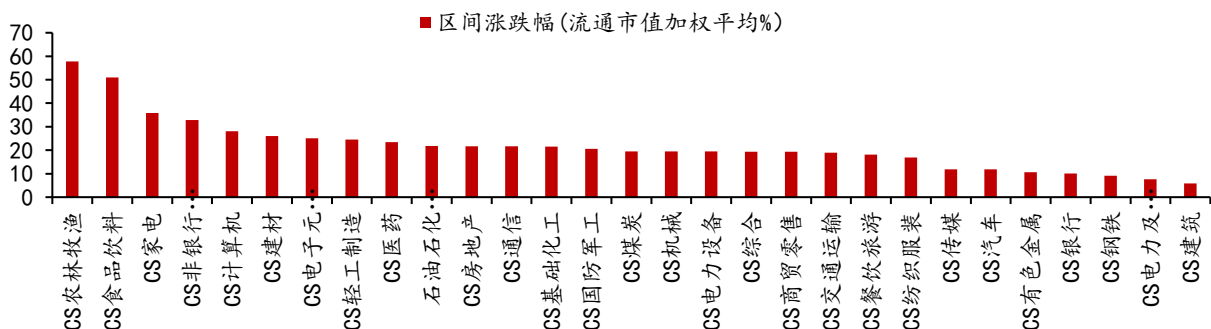


来源：Wind，国联证券研究所

1.2. 年初至今石油石化指数上涨 21.84%，股价表现一般

以我们统计的 42 家石油石化公司为样本，截至 2019 年 5 月 15 日，其指数上涨 21.84%，跌幅位列 29 个子行业中第 10 位，相对营收与净利情况，股价表现一般。

图表 2：年初至今（截至 2019 年 5 月 15 日）中信各子行业涨跌幅 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

1.3. 石油石化行业市盈率抬升，市净率仍处于历史低位

以 2019 年 5 月 15 日收盘价计算，统计的 42 家石油石化公司整体（剔除负值）的平均市盈率（整体法）为 25.40X，相对全部 A 股市盈率 15.07X，溢价 68.54%，处于近年较高位置。44 家石油石化公司整体 PB 为 1.96 X，相对全部 A 股市净率 1.58X，溢价 24.05%，处于历史较低位置。

2. 石油石化行业 2018 年利润大幅增加，2019Q1 略微下降

2.1. 石油石化行业 2018 年净利润大增，2019Q1 利润略降

2018 年全年，我们统计的 42 家石油石化行业公司共实现营收 7690.99 亿元，较去年同比增长 30.57%；营业成本 6801.52 亿元，同比增长 30.99%；石化板块归属上市公司股东的净利润 251.33 亿元，同比上升 105%，石油石化行业利润整体大幅上升主要受益于油价上升通道。

图表 3：近年石油石化行业利润表（百万元）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	383,061	465,489	374,202	439,731	589,027	769,099
营业成本	338,625	411,210	320,461	392,152	519,231	680,152
营业税金及附加	13,530	14,155	17,809	16,411	18,002	17,578
销售费用	3,399	3,731	3,848	4,110	4,359	6,455
管理费用	11,453	16,450	15,785	18,796	21,051	20,532
财务费用	3,048	6,132	6,884	6,114	7,593	7,917
资产减值损失	511	3,347	4,184	11,445	4,680	3,821
投资净收益	1,771	1,422	2,856	2,452	3,467	3,767
营业利润	14,167	11,975	8,309	-6,376	19,237	34,534
利润总额	16,766	14,922	10,445	-3,024	19,235	34,471
所得税	2,949	3,292	3,177	4,971	6,569	8,419
净利润	13,818	11,630	7,268	-7,995	12,666	26,052
归属母公司股东的净利润	13,461	11,841	7,983	-7,955	12,274	25,133

来源：Wind，国联证券研究所

2019 年 Q1，石化板块实现营收 1754.67 亿元，同比增长 19.03%，实现归属于上市公司股东的净利润 49.65 亿元，同比下降 18.16%，这可归因于一季度原油价格成本相对较高，下游石化产品需求较弱。

图表 4：近年 Q1 单季度石油石化行业利润表（百万元）

	2014Q1	2015Q1	2016Q1	2017Q1	2018Q1	2019Q1
营业收入	83,248	77,512	76,012	112,356	147,408	175,467
营业成本	74,806	66,956	66,581	96,952	128,416	156,053
营业税金及附加	2,748	4,369	3,618	4,274	4,320	4,182
销售费用	780	885	904	947	1,088	1,765
管理费用	2,223	3,138	3,624	4,410	4,798	4,016

财务费用	1,317	1,484	1,625	1,615	2,269	2,178
资产减值损失	53	-129	64	79	35	144
投资净收益	753	463	-283	810	733	894
营业利润	2,008	1,261	-644	4,999	7,925	6,541
利润总额	2,094	1,510	922	5,299	8,187	6,632
所得税	501	629	794	1,574	1,834	1,560
净利润	1,593	882	128	3,724	6,353	5,071
归属母公司股东的净利润	1,610	960	251	3,664	6,067	4,965

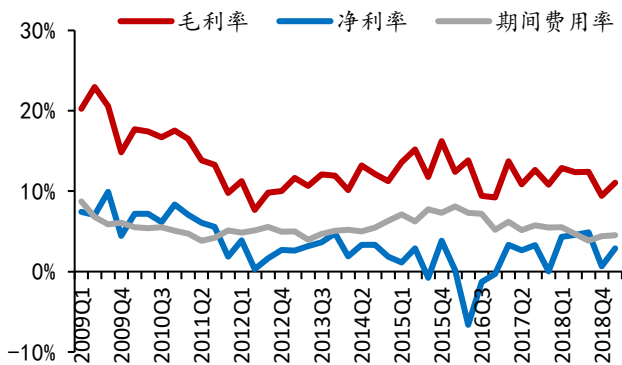
来源: Wind, 国联证券研究所

2.2. 2019Q1 毛利率回升, 期间费用率继续下降, 净利率回升

2018Q4, 石油石化行业综合毛利率为 9.44%, 同比下滑 1.36 个百分点, 环比下滑 2.96 个百分点; 期间费用率为 4.40%, 同比下降 1.08 个百分点, 拆分来看, 2018Q4 销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 0.89%、2.55% 和 0.96%。

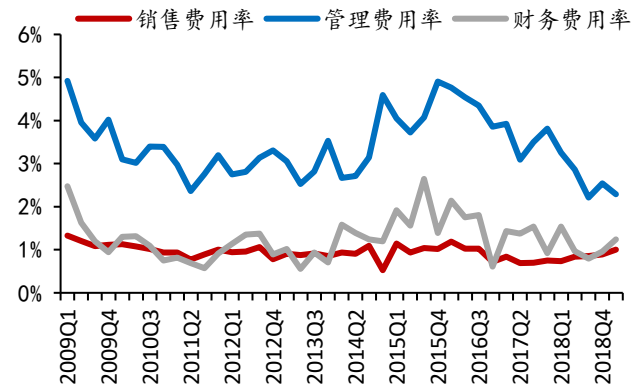
2019Q1, 石油石化行业综合毛利率为 11.06%, 同比下降 1.82 个百分点, 环比增加 1.62 个百分点; 期间费用率为 4.54%, 同比下降 0.99 个百分点, 拆分来看, 2019Q1 销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 1.01%、2.29% 和 1.24%, 2018 年 Q1 以来管理费用下降趋势明显。

图表 5: 石油石化行业毛利率、净利率和期间费用率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 6: 石油石化行业销售、管理、财务费用率



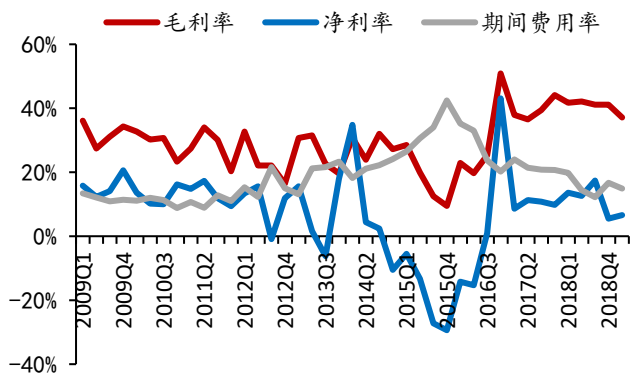
来源: Wind, 国联证券研究所

2.3. 原油开采毛利率改善, 油服板块由负转正

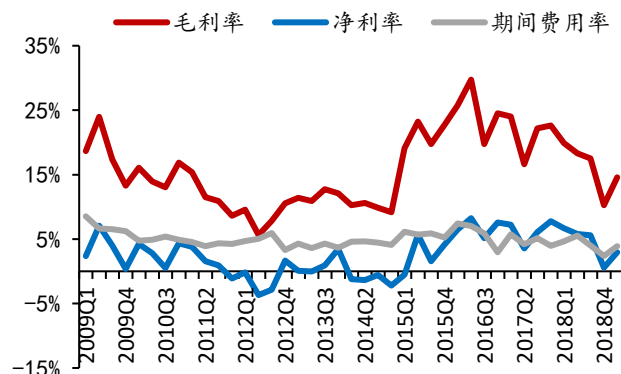
按照中信石油石化行业的划分, 其下游五个子板块: 石油开采、炼油、其他石化、油品销售及仓储和油田服务。2018Q4、2019Q1, 石油开采板块毛利率分别为 41.09% 和 37.15%, 较前期有所增加, 主要是受国际油价回暖影响; 炼油板块毛利率分别为 10.24% 和 14.60%, 主要由于 2018Q4 油价上涨通道造成的成本抬升; 其他石化方面, 毛利率分别为 5.77% 和 8.10%; 油品销售与仓储毛利率分别为 7.98% 和 8.63%; 油价上升通道, 油田服务毛利率 2018 年由负转正, 毛利率分别为 15.37% 和 7.68%。

图表 7: 石油开采毛利率、净利率和期间费用率

图表 8: 炼油毛利率、净利率和期间费用率

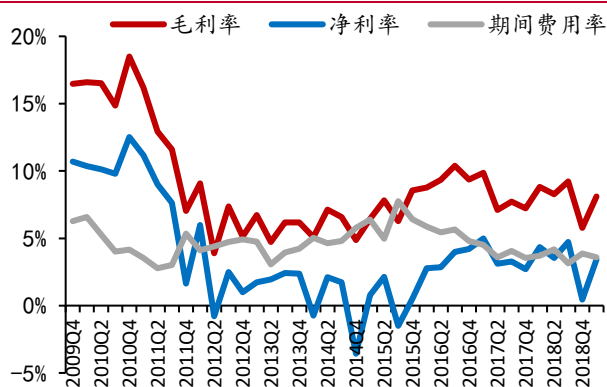


来源：Wind，国联证券研究所



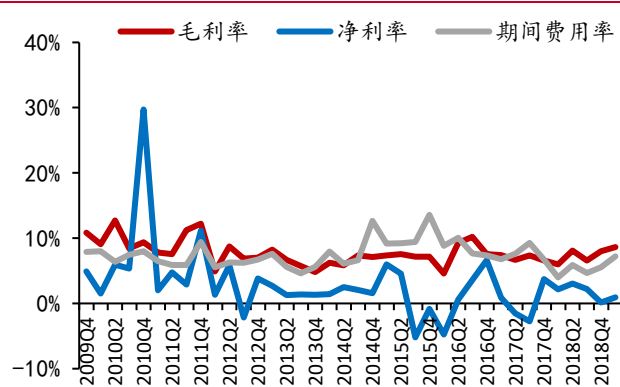
来源：Wind，国联证券研究所

图表 9：其他石化毛利率、净利率和期间费用率



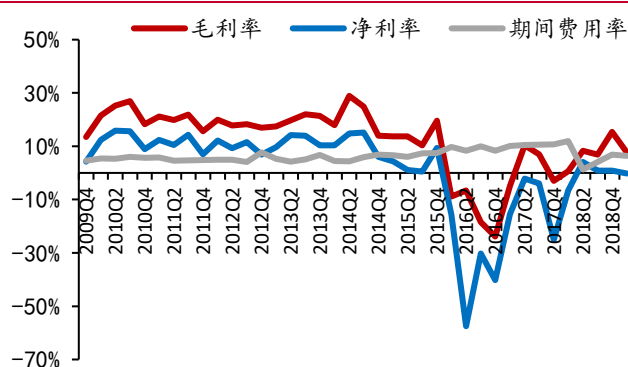
来源：Wind，国联证券研究所

图表 10：销售与仓储毛利率、净利率和期间费用率



来源：Wind，国联证券研究所

图表 11：油田服务毛利率、净利率和期间费用率



来源：Wind，国联证券研究所

期间费用率方面，各板块期间费用率均稳中有降。

3. 石油石化资产负债率同比上涨，扩张意愿增强

3.1. 总资产、总负债同比大增，资产负债率创新高

以我们统计的 42 家石油石化上市公司计，截至 2019 年 3 月 31 日，行业总资产为 9468.09 亿元，同比增长 26.78%；负债总额为 5864.07 亿元，同比增长 35.14%；行业资产负债率为 61.94%，同比提升 3.83 个百分点，环比增加 0.31 个百分点，近期资产负债率已创历史新高。

图表 12：近年石油石化行业资产负债情况

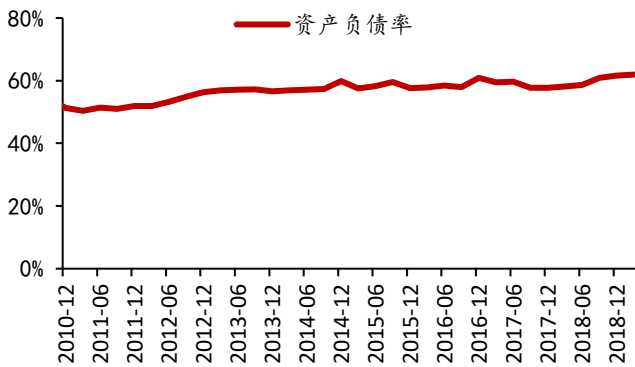
资产负债表 (单位: 百万元)	2014/3/31	2015/3/31	2016/3/31	2017/3/31	2018/3/31	2019/3/31
资产:						
货币资金	42,253	41,543	58,660	79,957	103,568	135,028
应收票据及应收账款	35,857	51,096	48,395	69,302	73,201	77,423
其他应收款 (合计)	2,645	5,381	8,023	14,085	13,959	15,045
预付款项	11,010	11,837	11,642	18,341	18,391	21,918
存货	43,254	46,431	46,107	76,722	83,581	90,308
流动资产合计	149,734	173,274	190,208	288,178	322,446	388,957
固定资产	157,117	197,814	221,225	223,960	236,275	201,752
在建工程 (合计)	45,157	52,324	44,233	43,597	77,636	173,096
非流动资产合计	246,841	304,238	332,377	336,268	424,385	557,853
资产总计	396,575	478,413	522,584	624,446	746,832	946,809
负债:						
短期借款	69,068	79,293	91,501	86,239	122,601	136,007
应付票据及应付账款	54,144	73,028	75,573	113,435	124,284	158,317
预收款项	7,228	13,009	12,152	35,048	42,473	36,749
其他应付款 (合计)	9,950	17,451	19,883	23,129	24,457	20,727
一年内到期的非流动负债	10,388	10,399	15,828	20,705	15,167	23,193
流动负债合计	154,885	201,380	226,161	292,939	345,128	391,371
长期借款	44,381	41,762	36,223	33,428	37,624	132,727
应付债券	17,186	19,759	26,963	32,433	35,023	39,569
长期应付款 (合计)	3,016	4,780	4,925	3,408	5,106	5,563
非流动负债合计	70,932	73,640	76,159	78,576	88,800	195,035
负债合计	225,818	275,400	302,320	371,515	433,928	586,407
所有者权益(或股东权益):						
所有者权益合计	170,757	203,012	220,264	252,932	312,904	360,403
负债和所有者权益总计	396,575	478,413	522,584	624,446	746,832	946,809

来源: Wind, 国联证券研究所

3.2. 银行负债占比回升，经营性负债下降

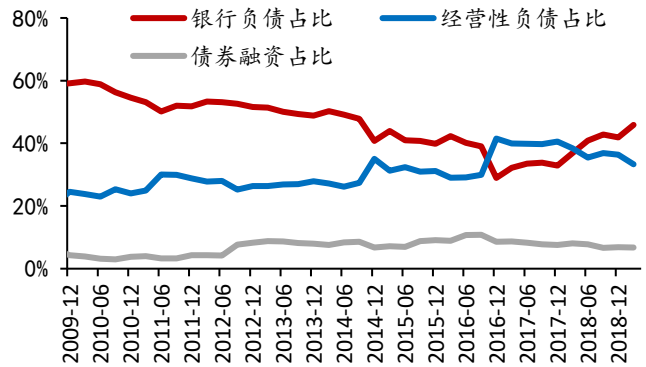
截至 2019 年 3 月 31 日，银行贷款、经营性负债和债券融资负债占比分别为 45.83%、33.26% 和 6.75%。本季度末银行贷款负债较前一季度增加 3.98 个百分点，整体呈升高趋势；经营性负债占比较上季度末下降 3.15 个百分点，处于历史中等偏高的位置；债券融资负债占比整体相对平稳。

图表 13：近年石油石化行业资产负债率情况



来源：Wind，国联证券研究所

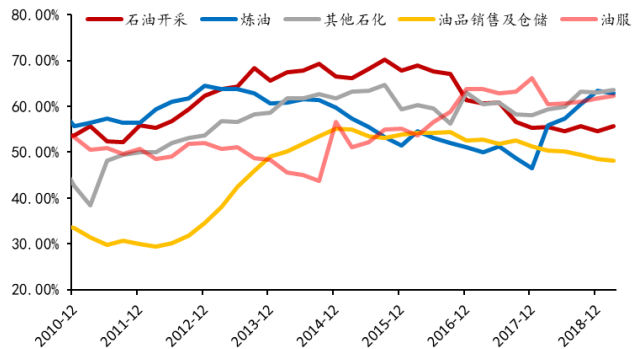
图表 14：近年石油石化行业负债来源情况



来源：Wind，国联证券研究所

从细分行业资产负债率情况来看，石油开采板块资产负债率延续 2014 年以来的下降趋势，2019Q1 资产负债率为 55.67%，同比微降 0.14%，环比上升 1.08%。原先长期下降后于去年反转的炼油板块总体延续升势：2019Q1 资产负债率为 62.85%，较上年同期提高 6.91 个百分点，较上一季度微降 0.50 个百分点。其他石化板块负债率为 63.51%，较上年同期上升 4.20 个百分点，回升明显。油品销售及仓储板块资产负债率为 48.24%，同比下降 2.21 个百分点，整体负债率持续下行。油服板块资产负债率在 2018Q1 显著下降后，目前处于缓慢回升之中，当季资产负债率为 62.31%，同比提升 1.90%，环比微升 0.54%。

图表 15：近年石油石化细分板块资产负债率情况

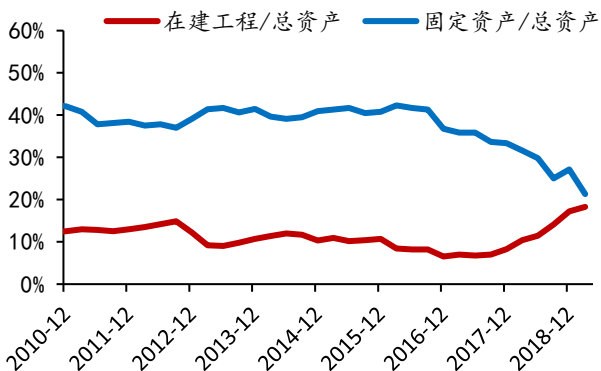


来源：Wind，国联证券研究所

3.3. 在建工程占比大幅提升，存货周转率居高位

以我们统计的 42 家石油石化上市公司计，截至 2019 年 3 月 31 日，固定资产总额为 2017.52 亿元，占总资产的比例为 21.31%，较上季度末下降了 5.85 个百分点，占比呈现出继续下降趋势；2019 年 3 月 31 日，在建工程（合计）总额为 1730.96 亿元，占总资产总额比例为 18.28%，较上季度末增加 1.09 个百分点，延续了过去 6 个季度的增长态势，总体已回升至历史较高水平，石油石化行业扩张意愿得到明显恢复。2019 年一季度末，石油石化行业存货周转率为 2.02，同比提升 21.65%，虽然环比下降明显，但与近几年一季度数据相比仍处于历史高位。

图表 16: 近年在建工程、固定资产占比情况



来源: Wind, 国联证券研究所

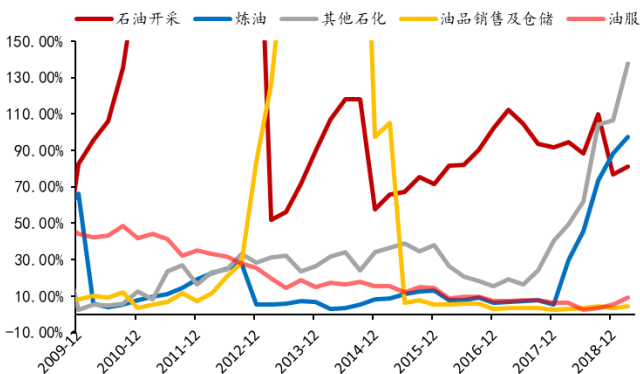
图表 17: 近年存货周转率情况 (次)



来源: Wind, 国联证券研究所

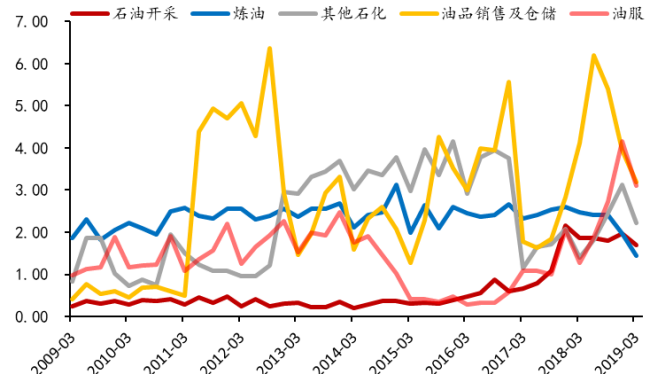
截至 2019 年第一季度末, 石油石化行业在建工程/固定资产 85.80%, 较去年同期大增 52.94 个百分点。从子行业的情况来看, 石油开采板块在建工程/固定资产比例同比下降 13.80 个百分点至 80.92%, 炼油板块在建工程/固定资产比例大增 67.72 个百分点至 97.59%, 其他石化板块在建工程/固定资产比例大增 88.25 个百分点至 137.90%, 油品销售及仓储板块上升 1.76 个百分点至 4.60%, 油服板块提升 2.76 个百分点至 9.25%。从存货周转率看, 其他石化、油服板块同比提升, 其余板块同比下降, 从环比看则所有板块均下降。

图表 18: 细分板块在建工程/固定资产比例



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 19: 细分板块存货周转率 (次)



来源: Wind, 国联证券研究所

4. 石油石化行业 2018 经营性现金流净额回升

4.1.2018 石化行业经营性现金流良好, 2019Q1 经营性现金流净额下滑

以统计的 42 家石油石化上市公司为样本, 2018 年共产生经营性现金流净额 507 亿元, 同比增加 30.91%, 现金流净额继续改善。从构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金看, 石油石化行业 2018 年共支出 1115 亿元, 同比大增 171.00%, 连续两年呈大幅提升态势, 表明公司扩张意愿持续提升。

图表 20：近年石油石化行业现金流情况

现金流量情况 (单位: 亿元)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
销售商品、提供劳务收到的现金	3,957	4,967	4,090	4,815	6,054	8,209
购买商品、接受劳务支付的现金	3,323	3,919	3,105	3,679	4,874	6,787
支付给职工以及为职工支付的现金	163	344	330	416	426	518
经营活动产生的现金流量净额	197	361	301	351	388	507
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	318	377	276	196	412	1,115
净利润	182	122	86	75	131	16
现金流净额/净利润	108%	296%	349%	467%	296%	3116%

来源：Wind，国联证券研究所

2019 年 Q1，石油石化行业产生经营性现金流净额为-63 亿元，同比增亏 1098.08%，构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金总额为 295 亿元，大增 47.83%。

图表 21：近年 Q1 石油石化行业现金流情况

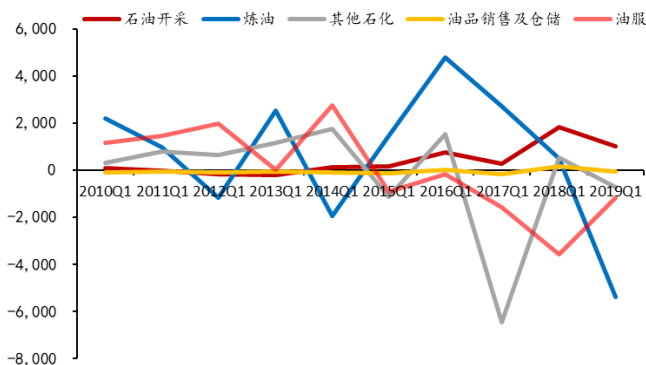
现金流量情况 (单位: 亿元)	2014Q1	2015Q1	2016Q1	2017Q1	2018Q1	2019Q1
销售商品、提供劳务收到的现金	888	905	873	1,192	1,562	1,946
购买商品、接受劳务支付的现金	758	753	649	1,069	1,361	1,732
支付给职工以及为职工支付的现金	50	81	79	96	108	131
经营活动产生的现金流量净额	25	-6	69	-53	-5	-63
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	69	67	70	53	199	295
净利润	24	14	20	38	65	51
现金流净额/净利润	105%	-44%	342%	-137%	-8%	-124%

来源：Wind，国联证券研究所

4.2.2019Q1 石油石化行业各子板块经营性现金流多数下滑

从石油石化细分板块来看，2019 年第一季度石油开采、炼油、其他石化、油品销售及仓储和油服板块经营性现金流净额分别为 10.25、-53.78、7.30、-0.53 和-11.73 亿元。其中，油服板块同比减亏 67.16%，石油开采板块同比下滑 44.09%，其余板块现金流均由正转负：炼油板块、其他石化板块、油品销售及仓储板块分别大降 1168.99%、236.37%与 130.92%。

图表 22：近年 Q1 各板块经营性现金流净额（百万）

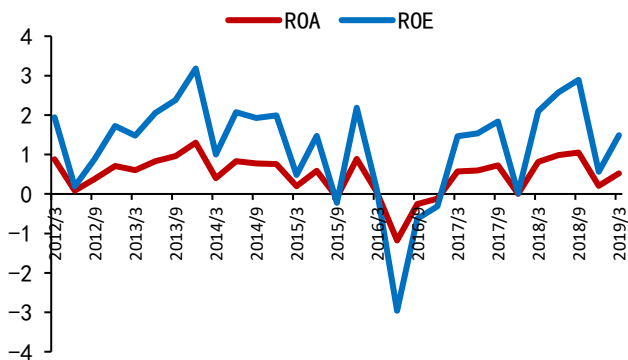


来源：Wind，国联证券研究所

5. 石油化工行业 ROE、ROA 小幅回升

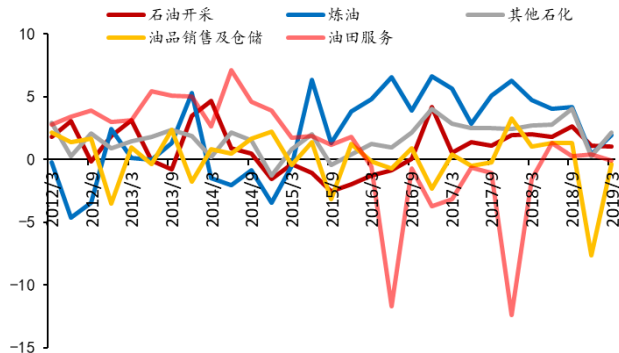
以统计的 42 家石油石化上市公司为样本，2018Q4 和 2019Q1 的 ROE 分别为 -0.57% 和 1.49%，ROA 分别为 0.20% 和 0.52%。2019Q1 数据的回升延续了 17 年至今的上行走势，摆脱了 2016Q2 的底部。从石油石化的五个板块来看，2018Q4 除油服板块扭亏为盈外，其余板块 ROE 均同比下降。其他石化板块与炼油板块 2019Q1 的净资产收益率环比有所好转，但均处于下行通道中，油品销售及仓储板块大幅减亏，石油开采板块微降，油服板块转亏，上述变化主要还是由于 2018Q4 原油价格的大幅下滑及 2019Q1 时油价的缓慢复苏，期间原油价格主要受 OPEC+ 继续减产与地缘政治风险加剧的影响。油品销售及仓储板块、炼油板块和其他石化板块基本与油价同步波动，2018Q4 下降后在 2019Q1 均出现回升，其中油品销售及仓储板块波动最剧烈，主要是受到库存贬值、升值带来的影响。油田服务板块净资产收益率依然低迷，虽然原油价格已经走出低谷，油服 2018Q4 同比已大幅改善，但整体仍在修复之前长期低油价对行业带来的伤害，2019Q1 再次转亏表明行业尚未完全进入景气阶段，相信随着上游勘探与开发资本支出的逐渐提升，板块盈利有望逐步改善。

图表 23：石化行业单季度 ROA 和 ROE 情况 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

图表 24：细分板块单季度 ROE 情况 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

6. 重点推荐标的

2019年1~4月份,我国原油进口量同比增长8.9%,原油加工量同比增长4.7%,原油产量同比微增0.6%,4月的对外石油进口依存度达72.44%。在我国原油表观消费攀升,国内产量跟不上消费增长的情况下,国际油价在OPEC+持续推进的减产与中东、南美地缘政治因素引发的供应下降甚至中断的预期中稳步攀升至平衡点(WTI:65美元/桶)附近并在多因素作用下持续震荡。目前影响油价的主要因素有:

1. 包括中美贸易摩擦在内的全球宏观经济因素。全球经济增速放缓带来的原油需求增速下调为未来原油的需求蒙上一层阴影,中美贸易摩擦可能进一步拖累全球经济,令原油需求进一步下行。
2. OPEC+减产及美油增产的供应端因素。OPEC+持续推进的减产缩减了供应,沙特因财政平衡点高而有强烈意愿推进减产,俄罗斯盈亏平衡点较低,可接受更低的油价,OPEC+总体期望继续维持减产。美油不断增产,但受制于管道等基础设施尚无法大规模出口,三季度迎来新管道投用后或部分缩小WTI、布油间差价。
3. 地缘政治因素。伊朗、委内瑞拉受美制裁均造成了其原油出口的大幅下降,且美或谋求两国的政权更迭,可能对原油产出带来更大的影响。随着伊朗局势不断发酵,甚至可能影响到伊拉克与沙特的原油生产、运输。此外利比亚、叙利亚、苏丹、也门亦发生冲突与动荡,威胁着地区原油的供应。

随着夏季消费旺季的到来,美国与中东各国自身需求将有季节性的提升,出口量增长将存在压力,若供给端仍然保持紧张,地缘政治因素的风吹草动将令原油价格大幅波动。伊朗、委内瑞拉等地区为我国重要的原油进口来源,该部分进口量短期的完全替代存在难度,蕴含着国家能源安全的较大风险。从能源安全的角度来说,一方面需要加大油气勘探开发力度,扩大海外权益量以及进口来源,另一方面可以通过能源多元化比如煤化工、天然气等替代部分原油需求来降低供应风险。

2018年我国天然气消费量增速17.4%,对外依存度持续攀升至44.6%。预计2019年我国天然气市场依然是供需紧平衡,未来两年随中俄管线的投产,供应将逐步宽松,但局部地区特殊时段气源供应仍需提高储气调峰能力以及加强管网互联互通。另一方面,国家管网公司即将成立,推动市场化改革进一步深化。其作为独立公司,可能存在上浮管输费的潜在动力,对门站价的影响需要进一步跟踪。

在我国油气进口依存度持续提升,并可能出现部分进口来源受地缘政治因素断供的大背景下,我们认为将存在以下投资机会。

石油开采板块及煤化工板块。我们认为全球未来原油维持中枢及以上价格的情形有望继续提升上游勘探与开采领域的盈利能力,建议继续关注拥有优质油气资源的**中国石油股份(0857.HK)**。同时,目前全球天然气价格处于底部,随我国天然气在一次能源消费占比的提高,以及市场化改革进一步深化,公司天然气业务有望迎来量的攀升与价格的回归。**新奥股份(600803.SH)**拥有一体化的煤化工产业链(煤矿,煤

制甲醇/轻烃，煤制气）以及 LNG 领域的深度布局（煤层气制 LNG，对澳洲 LNG 巨头 Santos 的战略投资），将受益于天然气市场化改革以及对原油需求的部分替代，建议关注。

油气及化学专业工程、能源设备行业。受益于国家管网公司即将成立以及持续深化的市场化改革，天然气管网、接收站、地下储气库、储气调峰等基础设施建设将迎来高峰，三桶油资本开支增加、行业景气度的提升与国内“煤改气”的推进也使得油气及炼化项目的投资与建设加快，均利好专业工程行业，推荐专注于管道储运工程、油气田地面工程与炼化工程的中油工程（600339.SH），以及专注于炼化、化学工程的中石化炼化工程（2386.HK），并适当关注受益于煤气化需求高位、核心产品航天炉市占率不断提升的航天工程（603698.SH）。

油服板块及相关油气储运业务。油价复苏背景下，全球油气巨头纷纷增加资本开支，同时中国国内出于对能源安全的考虑也急需提高油气产量。随着目前订单量的攀升以及低油价时期订单的逐渐结束，油服板块营收与毛利有望得到持续改善，今年有望出现业绩拐点。推荐专注于海外低成本区块与钻井一体化服务的中曼石油（603619.SH）。受益于原油、天然气进口量增长，推荐关注码头与管线利用率提升、LNG 运输船工作量饱满的中石化冠德（0934.HK）。

7. 风险提示

宏观经济疲软导致下游需求不振，产品价格下跌；原油价格大幅下跌；地缘政治风险对业务的负面影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810