

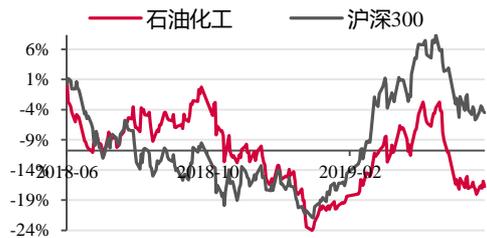
油价有望回归高位，炼化投产拖累行业

2019年06月03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  | -6.43 | -6.69 | -16.75 |
| 沪深300 | -7.24 | -3.20 | -3.73  |

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：石化油工行业4月月报：1季度板块利润有所回升，未来利润水平仍有压力》 2019-05-15
- 《石油化工：石化油工行业3月月报：炼化新产能迎来投产，产业链利润重分配》 2019-04-10
- 《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

| 重点股票 | 2018A |       | 2019E |       | 2020E |       | 评级   |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|      | EPS   | PE    | EPS   | PE    | EPS   | PE    |      |
| 桐昆股份 | 1.16  | 11.50 | 1.75  | 7.62  | 2.09  | 6.38  | 推荐   |
| 恒逸石化 | 0.69  | 19.57 | 1.48  | 9.12  | 2.22  | 6.08  | 谨慎推荐 |
| 中泰化学 | 1.13  | 7.00  | 1.18  | 6.70  | 1.33  | 5.95  | 推荐   |
| 新疆天业 | 0.51  | 10.49 | 0.48  | 11.14 | 0.52  | 10.28 | 谨慎推荐 |

资料来源：财富证券

投资要点：

- **原油价格重回高位，地缘事件打开上行空间。** 油价在经历了2018年4季度需求放缓、对伊制裁放松以及页岩油供给快速增加后，利空因素基本释放。进入2019年1月份后，随着OPEC加大减产力度、美国页岩油增速下降等多重因素，原油价格开启稳步上行模式。上半年出现的新变化可能会促使原油价格进一步上涨：1、美国对伊朗制裁的豁免期在5月初截止，豁免地区都在逐渐取消伊朗的原油进口；2、波斯湾是中东重要的原油出口路线，随着伊朗问题矛盾升级，主要的原油贸易渠道受到阶段性影响，从而推升原油价格；3、美国活跃钻井数量在2季度一直处于下降态势，后续页岩油的增产速度将受到明显影响。
- **炼化产业步入激烈竞争，涤纶、氯碱均受牵连。** 炼化行业已进入投产高峰期，行业的格局在未来几年内将发生巨大变化，油气改革带来的冲击将率先在炼化环节展开，预计石化品的利润仍有下降空间；上游石化品利润向下游流动，涤纶龙头企业在初步掌握了议价能力后，有望锁定部分增量利润。而下游需求端出现见顶迹象，可能拖累PTA和涤纶长丝环节的利润增长幅度；受房地产回暖的影响，氯碱行业的需求有望企稳，供给端弹性有限支撑价格维持高位，但整体价格受到石化路线产品的压制，上涨空间有限。
- **坚定看好传统行业龙头企业，产能一体化趋势不可逆。** 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。民营资本为主的涤纶企业通过上下游一体化延伸，龙头企业初步掌握了议价能力，未来市场份额有望快速向龙头企业集中。推荐涤纶龙头企业：桐昆股份、恒逸石化。氯碱产业当前集中度不高，仍有较大提升空间。随着环保标准的趋严，不具成本优势以及排放不达标的产能将逐渐失去生存空间。未来兼具成本优势和规范生产的西北地区龙头企业有望在竞争中脱颖而出，推荐关注：中泰化学、新疆天业。
- **风险提示：** 原油价格跌幅超出预期；涤纶下游需求回落超出预期；氯碱新增产能投放超出预期。

## 内容目录

|                               |           |
|-------------------------------|-----------|
| <b>1 原油价格重回高位，地缘事件打开上行空间</b>  | <b>4</b>  |
| 1.1 70 美元的油价验证年初观点            | 4         |
| 1.2 地缘政治矛盾有望打开有油价上行空间         | 6         |
| 1.3 美国页岩油产量增长可能不及预期           | 7         |
| <b>2 炼化行业进入激烈竞争时代</b>         | <b>8</b>  |
| 2.1 经济增长承压，积极财政托底需求           | 8         |
| 2.2 行业迎来产能释放高峰期，利润水平步入下行期     | 10        |
| <b>3 涤纶产业：需求或见顶，产业链利润重新分配</b> | <b>12</b> |
| 3.1 PX 利润已步入下降通道，后端产业链受益      | 12        |
| 3.2 需求下滑迹象明显                  | 13        |
| <b>4 PVC：乙烯法路径压制边际价格</b>      | <b>14</b> |
| 4.1 地产数据回升，需求有望企稳             | 15        |
| 4.2 乙烯法成本下降，压制边际价格            | 16        |
| <b>5 2019 年下半年石油化工行业投资策略</b>  | <b>16</b> |
| 5.1 石油化工行业 2018 年报和 1 季报简析    | 16        |
| 5.2 行业整体估值再创新低，估值修复动力大        | 17        |
| 5.3 一体化趋势不变，优选行业龙头            | 19        |
| 5.3.1 桐昆股份（601233）            | 19        |
| 5.3.2 恒逸石化（000703）            | 20        |
| 5.3.3 中泰化学（002092）            | 20        |
| 5.3.4 新疆天业（600075）            | 20        |
| <b>6 风险提示</b>                 | <b>21</b> |

## 图表目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图 1：2018-2019 年国际原油价格走势（美元/桶）    | 4  |
| 图 2：OECD 国家原油消费增速和 GDP 增速        | 5  |
| 图 3：非 OECD 国家原油消费增速和 GDP 增速      | 5  |
| 图 4：中东主要原油路线的运输量                 | 6  |
| 图 5：中东地区主要原油运输路线图                | 6  |
| 图 6：2015-2019 年美国原油产量及钻机数量       | 7  |
| 图 7：2016-2019 年美国钻机增速与产量增速       | 7  |
| 图 8：2008-2019 年申万石化加工板块净利润数据     | 8  |
| 图 9：2014-2019 年烯烃类与石脑油的价差数据（美元）  | 9  |
| 图 10：2014-2019 年芳烃类与石脑油的价差数据（美元） | 9  |
| 图 11：我国近年的 GDP 总额及增速情况           | 9  |
| 图 12：我国近年的 CPI 和 PPI 走势情况        | 9  |
| 图 13：房屋新开工面积增速与商品房销售面积增速         | 10 |
| 图 14：乘用车月度产量数据及增速                | 10 |
| 图 15：我国 2007-2019 年一次炼化产能及增速     | 10 |
| 图 16：2015-2019 年 PX 价格以及价差走势     | 11 |
| 图 17：2016-2019 年汽柴油批发价格指数        | 11 |
| 图 18：2016 年-2019 年 PX 月度进口量      | 12 |

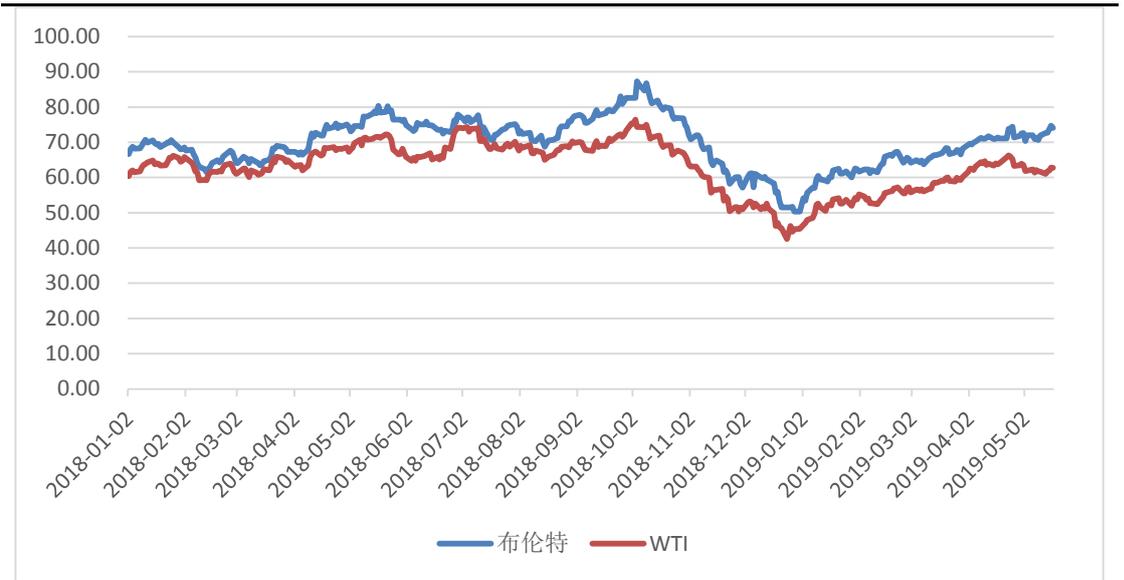
|  |    |
|--|----|
| 图 19: PX 与石脑油价差走势情况.....                   | 12 |
| 图 20: 2018-2019 年 PTA-PX 价差情况.....         | 13 |
| 图 21: 2018-2019 年涤纶价差情况 .....              | 13 |
| 图 22: 2016-2019 年聚酯行业开工率数据 (%) .....       | 13 |
| 图 23: 2017-2019 年聚酯行业涤纶丝库存数据 (天) .....     | 13 |
| 图 24: 2016-2019 年布和化纤布的产量同比增速 (%) .....    | 14 |
| 图 25: 申万纺织服装板块库存与营业收入的比例 .....             | 14 |
| 图 26: 2014-2019 年 PVC 产量及消费量数据.....        | 14 |
| 图 27: PVC、电石价格走势及利润空间 (元/吨) .....          | 15 |
| 图 28: PVC 社会库存数据 (吨) .....                 | 15 |
| 图 29: 房屋新开工面积增速与商品房销售面积增速 .....            | 15 |
| 图 30: 房地产开发投资完成额及同比增速.....                 | 15 |
| 图 31: 乙烯法 PVC 和电石法 PVC 价格与价差数据 (元/吨) ..... | 16 |
| 图 32: 石油化工板块 2012-2018 年营业收入.....          | 17 |
| 图 33: 石油化工板块 2012-2018 年净利润.....           | 17 |
| 图 34: 2016-2019 年石化板块单季度营收情况 (亿元) .....    | 17 |
| 图 35: 2016-2019 年石化板块单季度净利润情况 (亿元) .....   | 17 |
| 图 36: 中信石油化工指数与市场主要指数的对比 (%) .....         | 18 |
| 图 37: 近十年中信石油化工板块市盈率和市净率数据 .....           | 18 |
| <br>                                       |    |
| 表 1: OPEC 国家季度产量情况 (千桶/日) .....            | 5  |
| 表 2: 未来 2-3 年内计划投产的炼化产能.....               | 11 |
| 表 3: 未来 2-3 年内计划投产的 PX 产能情况 .....          | 12 |

## 1 原油价格重回高位，地缘事件打开上行空间

### 1.1 70 美元的油价验证年初观点

油价在经历了 2018 年 4 季度需求放缓、对伊制裁放松以及页岩油供给快速增加后，利空因素基本释放。进入 2019 年初，布伦特原油价格最低跌至 53 美元/桶，随后在 OPEC 加大减产力度、美国页岩油增速下降等多重因素影响下，价格开启稳步上行模式。

图 1：2018-2019 年国际原油价格走势（美元/桶）

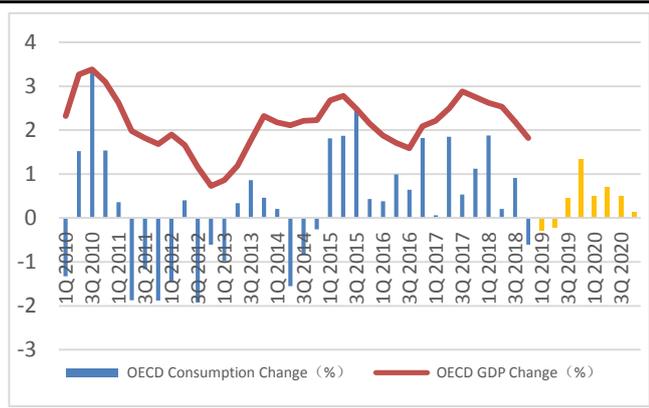


资料来源：wind，财富证券

我们在年初从全球需求、OPEC 利益诉求、地缘政治等多个角度分析，预判布伦特油价可达到 70 美元/桶的价格中枢。布伦特原油价格在 4 月份已经突破 70 美元/桶，并有继续向上的趋势。回顾 1-5 月原油市场发生的变化，我们前期的判断正在逐一的兑现。

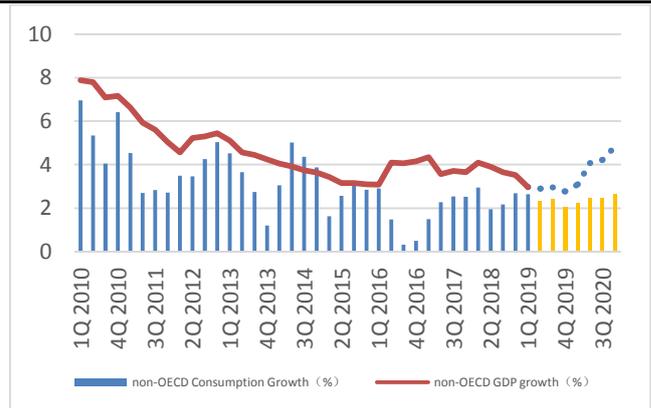
首先，全球主要经济体的经济增长在 2019 年放缓直接拉低了全球原油消费需求。根据 OECD 公布的经济展望，2019 年全球经济增速将下降 0.3 个百分点，带动主要经济体的原油消费下滑。根据 EIA 对全球原油消费数据的预测，占据原油消费总量 50% 的 OECD 国家 2019 年上半年原油消费呈现负增长，全年平均的需求增速仅 0.32%；而非 OECD 国家的原油需求增速也将在 2019 年放缓，并且增速呈现前高后低的趋势，全年非 OECD 国家的原油需求增速平均仅 2.33%，增速较去年下降 0.11 个百分点。

图 2: OECD 国家原油消费增速和 GDP 增速



资料来源: OECD, EIA, 财富证券

图 3: 非 OECD 国家原油消费增速和 GDP 增速



资料来源: OECD, EIA, 财富证券

其次，OPEC 的减产成为了支撑油价的主要因素。由于中东国家的财政收入均和石油有较大关联，在市场份额可控的范围内，OPEC 组织有动力通过减产的方式来维持高油价。尤其是原油出口量最大的沙特，作为 OPEC 组织的老大哥，沙特 70% 的财政收入与石油相关。即便是在协议同盟俄罗斯、伊拉克等国在减产力度上一直不达标承诺，沙特仍然愿意通过超额减产来维系整体的减产效果，从而支撑原油价格。2018 年 4 季度，包括沙特、伊拉克、阿联酋在内的 OPEC 成员国普遍增产，在油价面临快速下跌的局面后，沙特随即大规模控制产量，2019 年 1 季度环比减少 72 万桶/日的产量。整个 OPEC 在 2019 年 1 季度环比减产量达到 163 万桶/日，考虑到伊朗和委内瑞拉被动减产 48 万桶/日，沙特的减产占到 OPEC 1 季度主动减产部分的 62%。由此可以看出，沙特对于高油价的诉求十分强烈。

一方面是需求增速下降，另一方面是供给波动增加。在需求变化较慢的情况下，供给端的收缩对价格产生了决定性影响，引导了油价逐步攀升。

表 1: OPEC 国家季度产量情况 (千桶/日)

|                   | 2017  | 2018  | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Feb | 2019Mar | 2019Apr | Apr / Mar |
|-------------------|-------|-------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|-----------|
| Algeria           | 1043  | 1042  | 1059   | 1055   | 1023   | 1032    | 1057    | 1013    | -5        |
| Angola            | 1634  | 1505  | 1470   | 1497   | 1446   | 1441    | 1518    | 1413    | -41       |
| Congo             | 252   | 317   | 320    | 317    | 327    | 322     | 322     | 335     | -9        |
| Ecuador           | 530   | 519   | 526    | 517    | 525    | 528     | 523     | 528     | 0         |
| Equatorial Guinea | 133   | 125   | 124    | 114    | 116    | 117     | 124     | 110     | -10       |
| Gabon             | 200   | 186   | 184    | 185    | 204    | 204     | 187     | 186     | -25       |
| Iran              | 3813  | 3553  | 3603   | 2982   | 2725   | 2726    | 3333    | 2554    | -164      |
| Iraq              | 4446  | 4550  | 4606   | 4668   | 4627   | 4649    | 4654    | 4630    | 113       |
| Kuwait            | 2708  | 2745  | 2794   | 2774   | 2714   | 2713    | 2764    | 2697    | -10       |
| Libya             | 817   | 951   | 892    | 1057   | 966    | 905     | 1115    | 1176    | 71        |
| Nigeria           | 1658  | 1719  | 1704   | 1740   | 1731   | 1730    | 1765    | 1819    | 92        |
| Saudi Arabia      | 9954  | 10311 | 10422  | 10749  | 10020  | 10102   | 10639   | 9742    | -45       |
| UAE               | 2915  | 2986  | 2982   | 3236   | 3066   | 3067    | 3057    | 3060    | 3         |
| Venezuela         | 1911  | 1354  | 1272   | 1191   | 969    | 1021    | 740     | 768     | 28        |
| Toatl OPEC        | 32621 | 31863 | 31959  | 32083  | 30456  | 30556   | 30034   | 30031   | -3        |

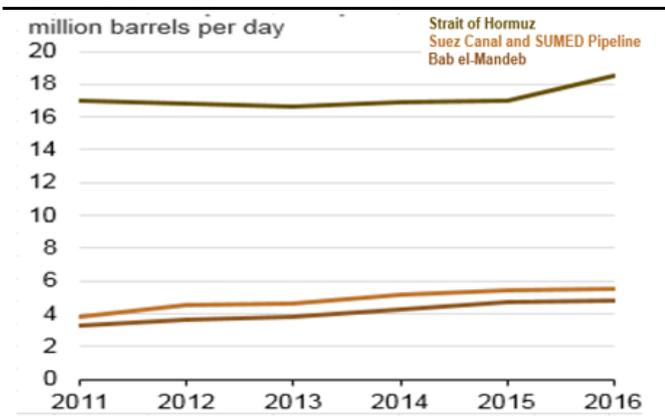
资料来源: OPEC, 财富证券

## 1.2 地缘政治矛盾有望打开有油价上行空间

新的变化可能会促使原油价格进一步上涨。1、美国对伊朗制裁的豁免期在5月初截止，豁免地区都逐渐取消伊朗的原油进口。以中国为例，中石油和中石化5月份已经停止向伊朗采购原油。2019年4月伊朗的原油产能依然有255万桶/日的水平，出口量约为100万桶/日，随着局势的发展这部分出口量仍有被压缩的空间。2、波斯湾是中东重要的原油出口路线，周遭连接着沙特、阿联酋、伊拉克、伊朗等原油出口大国。伊朗的反制手段中包含破坏沙特的原油管道、袭击波斯湾内的油轮以及封锁霍尔木兹海峡。如果中东局势发展超出市场预期，不排除世界主要的原油贸易渠道受到阶段性影响，从而推升原油价格。3、美国活跃钻井数量在2季度一直处于下降态势，由于页岩油井生命周期短、产量衰减率高，钻机数量的下降一般很快就传导到产量上。

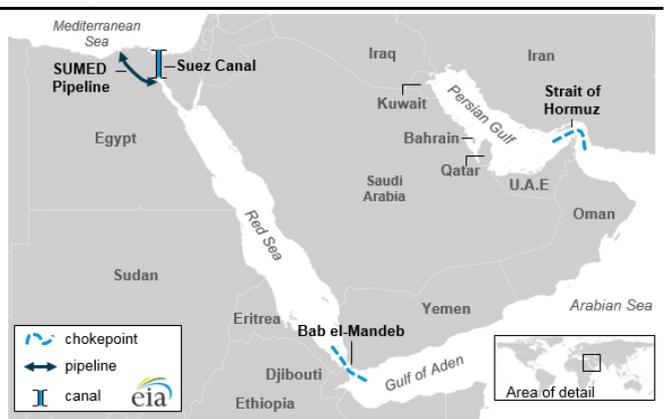
美国对伊朗的制裁豁免期是从2018年11月5日至2019年5月5日，豁免地区包括中国大陆，印度、希腊、日本等8个伊朗的主要原油贸易对象。根据OPEC 5月份的月报数据，4月伊朗原油产能仍有255万桶/日，出口量约为100万桶/日，而在5月制裁的豁免期到期后，部分地区已经停止向伊朗采购原油。路透社5月18日的报道中指出，5月份伊朗的原油出口量已下降至50万桶/日，出口量减少了一半，体现出本次美国制裁的威慑力强大。相比2012年伊朗受到制裁时产量最低仍在260万桶/日的水平之上，本次的制裁的目标是迫使伊朗出口量降为零。一旦达成目标意味着伊朗原油产量逼近150万桶/日，国际贸易市场还有50万桶/日的供给量需要填补。

图4：中东主要原油路线的运输量



资料来源：EIA，财富证券

图5：中东地区主要原油运输路线图



资料来源：EIA，财富证券

伊朗面对制裁也采取了各种抵抗手段，包括支持也门武装力量袭击沙特的油轮和管道运输设施，并且伊朗一直威胁要通过封锁霍尔木兹海峡来对抗美国的制裁。霍尔木兹海峡连接波斯湾与阿拉伯海，是中东地区原油贸易市场最重要的贸易通道。每年有1850万桶/日的石油流量通过霍尔木兹海峡运往世界各地，其中有80%以上的石油产品目的地是亚洲沿岸国家。霍尔木兹海峡的原油贸易量占到了全球贸易总量的30%，其运输总量远远超过了同样位于中东地区的苏伊士运河和厄耳曼德海峡（后两者的运量在500-600万桶/日之间），是中东原油运输的咽喉。

而波斯湾地区的原油出口国家中只有沙特阿拉伯和阿联酋有波斯湾以外的运输原油的管道，而两国合计的原油总管道运力估计为 660 万桶/日，相较于两国 1270 万桶/日的原油产量而言，仍有大量的原油需要通过霍尔木兹海峡运输。

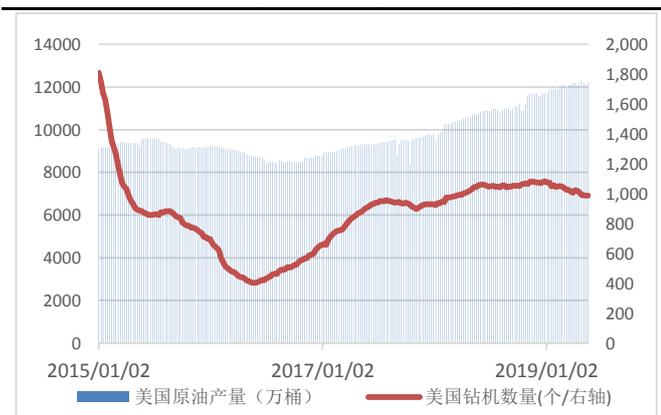
供给端另一个不稳定因素来自委内瑞拉，该国一直在经济危机的泥潭中挣扎，国内的电力危机更是拖累了产业恢复的进程。原本在 2018 年 3-4 季度，委内瑞拉已经稳定住了原油产量，但进入 2019 年后，该国的原油产量又出现大幅下滑。近期美国对马杜罗政府的制裁可能会进一步促使委内瑞拉国内的经济局势恶化，如果委内瑞拉出现超预期的供应损失，将会对原油价格有较大的刺激。

### 1.3 美国页岩油产量增长可能不及预期

从 2015 年以来的数据可以看到，美国活跃钻机的数量往往是原油产量变化的提前指标。2016 年 5 月，随着原油价格的持续回升，钻机数量触及 404 台后开始快速回升，而美国原油产量的回升是在 2016 年 10 月。可以看出钻机的变化领先产量约 2 个季度左右。进入 2019 年后，美国的活跃钻机数量已经处于环比下降的趋势之中，同比数据也在 4 月份正式转负。另一方面可以看到，美国原油产量的同比增速在 2019 年 1 月份达到高点后一路下行。随着活跃钻机数量的下降，未来 1-2 季度的原油产量增长大概率将放缓。

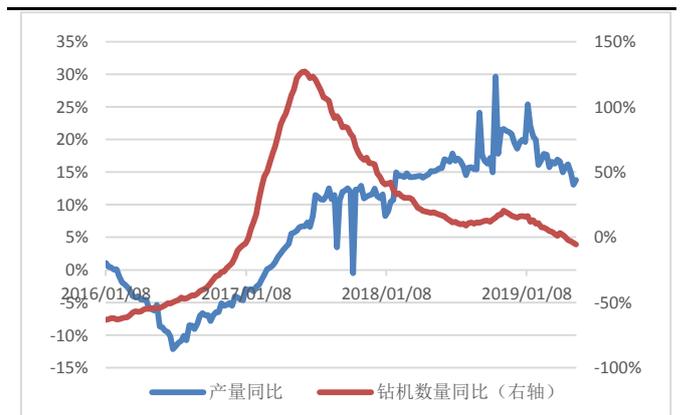
今年初根据德州原油运输产能的增长预期，我们预计全年美国原油产能增长约 200 万桶/日的水平。截止 5 月 24 日，美国原油产量较年初增长约 50-60 万桶/日，增幅低于预期，产量的不及预期可能源于页岩油企业降低了资本支出意愿。近几年原油价格波动剧烈，油企的盈利情况不稳定。鉴于股东们对投资回报的要求，页岩油企业将一些高成本的钻探项目停止了。考虑到 1 季度钻机数量的下降必定会对下半年产量的增长有影响，我们降低对美国原油产量的增长预期，预计下半年页岩油的增长幅度与上半年持平，全年的产能增长在 100-120 万桶/日的水平。

图 6：2015-2019 年美国原油产量及钻机数量



资料来源：EIA，财富证券

图 7：2016-2019 年美国钻机增速与产量增速



资料来源：EIA，财富证券

**油价总结：**在原油需求没有发生大幅变化的背景下，油价走势仍然掌握在 OPEC 和美国手中，综合考虑双方利益诉求，我们维持对油价中长期价格中枢在 70 美元/桶的判断。而短期内，受贸易战和经济悲观预期等因素影响，原油价格有所回调。后期随着地缘政

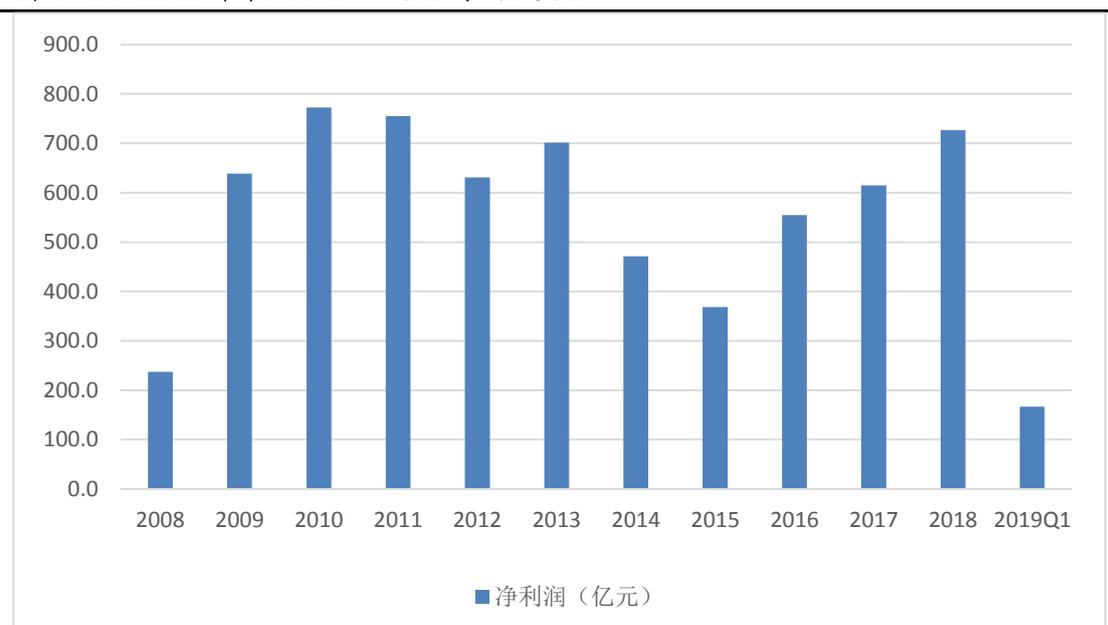
治的演化以及美国页岩油增产不及预期，有望推升原油价格创出阶段性新高。

## 2 炼化行业进入激烈竞争时代

本次行业周期开始于 2015 年末原油价格触底回升，同时全球经济在 2016-2018 年间有明显的复苏。欧洲逐渐摆脱了之前债务危机的影响，经济增速回升；美国已经处于经济向好的阶段，随后的税改政策更是进一步刺激了美国经济；而国内经济在房地产周期和供给侧改革的带动下，工业品价格快速上升。但这些因素在 2018 年下半年均发生了变化，原油价格维持在 70 美元/桶附近震荡，全球几大经济体均在 2018 年下半年出现了增长疲软的迹象。而与上次行业周期背景不同的是，当前行业还并未完全从产能过剩的泥潭中走出来，产能利用率仍然低于 80%。

国内的油气改革开始后民营资本抓准机会进入炼化环节，分享制度红利。新进入的产能在 2019 年迎来大规模投产，这些产能背后的民资早已在 PTA、涤纶等下游市场经历了产能过剩的洗礼，深知只有通过低成本竞争才能重塑行业格局，这将对行业的利润水平造成重大考验。

图 8：2008-2019 年申万石化加工板块净利润数据



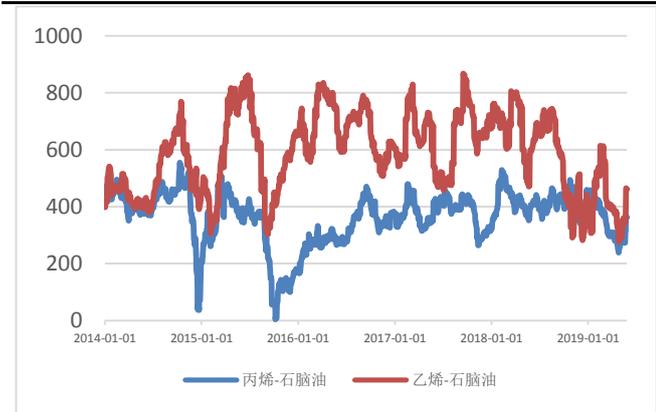
资料来源：wind，财富证券

### 2.1 经济增长承压，积极财政托底需求

石化品的用途广泛，涉及交运、建筑建造、工业生产以及生活必需品等方方面面，宏观经济增速放缓的影响将会通过投资和消费两个方面传导至石化品的需求端。苯系物更多用于工业溶剂、染料涂料等，对下游汽车、建造类需求的波动更为敏感。苯类和芳烃类产品价差在 2018 年 1 月份率先回落，显示出下游地产、基建以及汽车等行业需求拉动已经减弱。而烯烃类产品下游的用途更偏向于生活消费领域，烯烃的价差在 2018 年 4

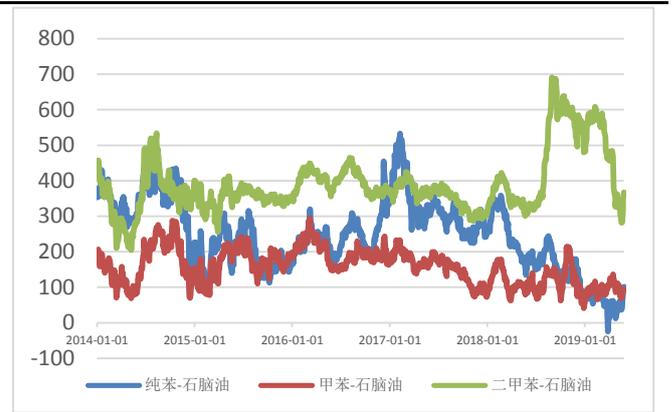
季度才出现明显下跌，下游需求减弱的传导相对滞后。

图 9：2014-2019 年烯烃类与石脑油的价差数据（美元）



资料来源：wind，财富证券

图 10：2014-2019 年芳烃类与石脑油的价差数据（美元）

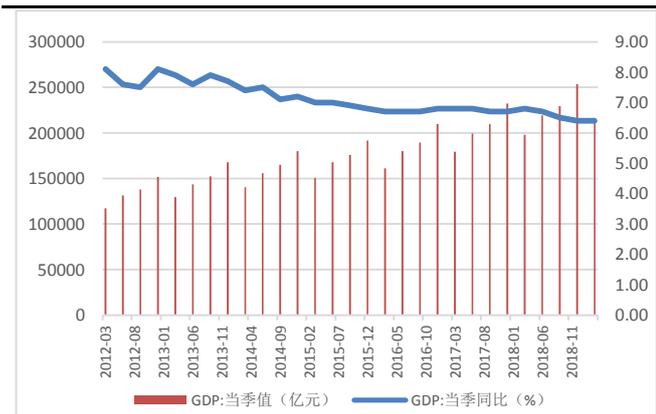


资料来源：wind，财富证券

2019 年国内经济仍处于增速放缓的趋势中，1 季度国内 GDP 增速 6.4%，增速较去年同期下降了 0.4 个百分点。在此背景下，政府深化推进经济改革，大幅下调税率刺激经济回升。4 月开始执行新的增值税税率，释放超过 2000 亿元的政策红利。

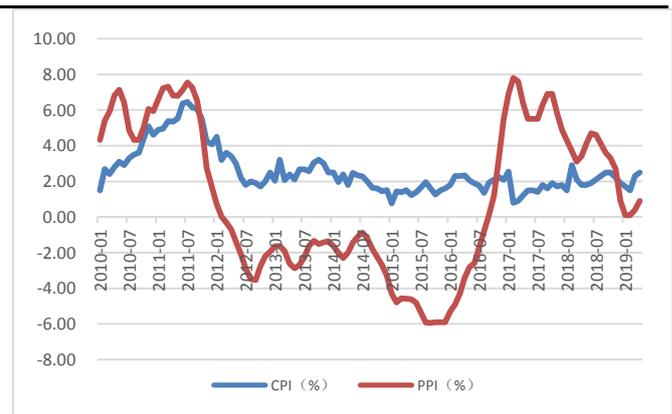
2019 年 3-4 月份，CPI 和 PPI 均出现明显的回升，CPI 指数从年初 1.7% 上涨至 4 月份的 2.5%；PPI 指数从年初的 0.1% 上涨至 4 月份的 0.9%。下游各主要消费市场数据均有回升，其中商品房销售面积增速和开工面积增速在 2 月份同时触底回升，商品房销售面积增速从 2 月的 -3.6% 回升至 4 月的 -0.3%，房屋新开工面积增速从 2 月的 6% 回升至 4 月的 13.1%；汽车产量增速在 2 月份触底后出现大幅回升，3 月份的产量增速已从 -20.7% 回升到 -4.6%。预计随着国家减免税费措施的效果逐渐显现，下半年需求市场有望企稳，对上游的石化品销售产生一定的积极影响。

图 11：我国近年的 GDP 总额及增速情况



资料来源：wind，财富证券

图 12：我国近年的 CPI 和 PPI 走势情况



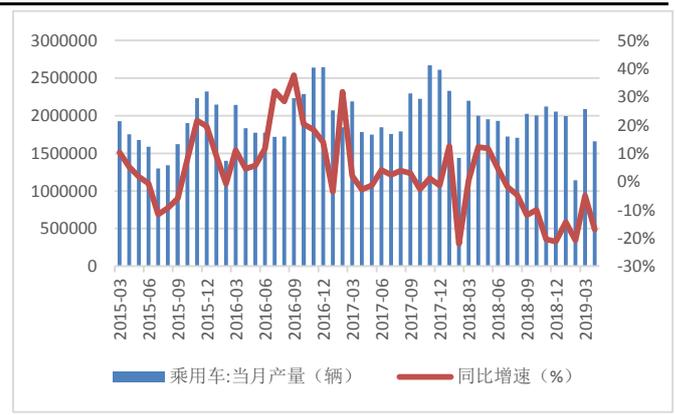
资料来源：wind，财富证券

图 13: 房屋新开工面积增速与商品房销售面积增速



资料来源: wind, 财富证券

图 14: 乘用车月度产量数据及增速

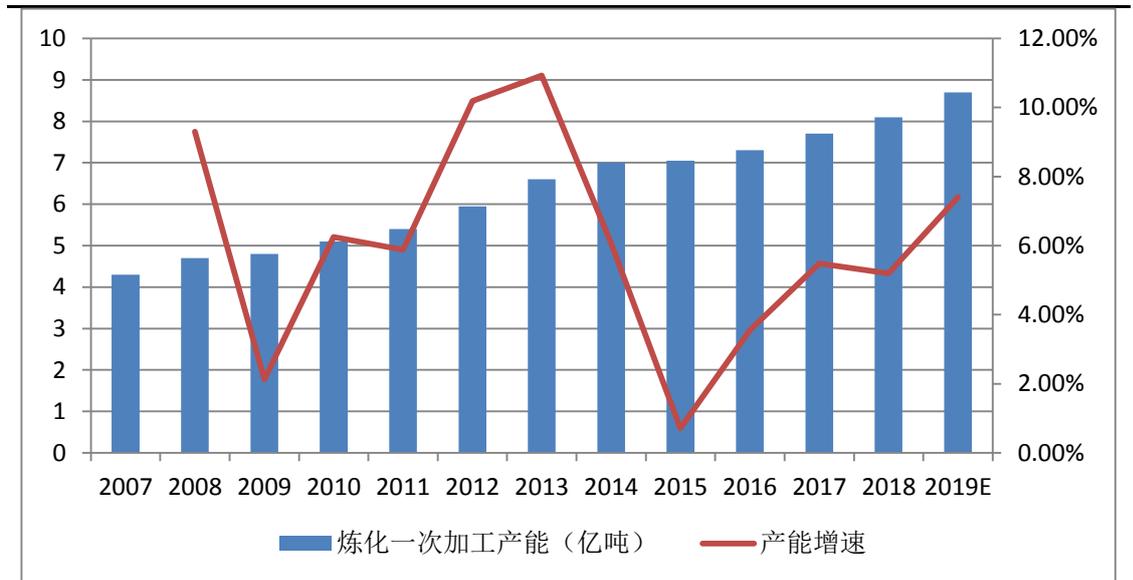


资料来源: wind, 财富证券

## 2.2 行业迎来产能释放高峰期，利润水平步入下行期

近两年以来炼化行业迎来高景气，成品油和石化品利润均达到了2010年以来的高点。国内行业巨头中石化也将资本开支从2016年低谷的764亿元提升到了2018年1170亿元，提升幅度达到53%。从行业产能增速来看，2019年新增产能可能达到6000万吨/年，产能增速达到6.1%，超过实际消费增速2个百分点。

图 15: 我国 2007-2019 年一次炼化产能及增速

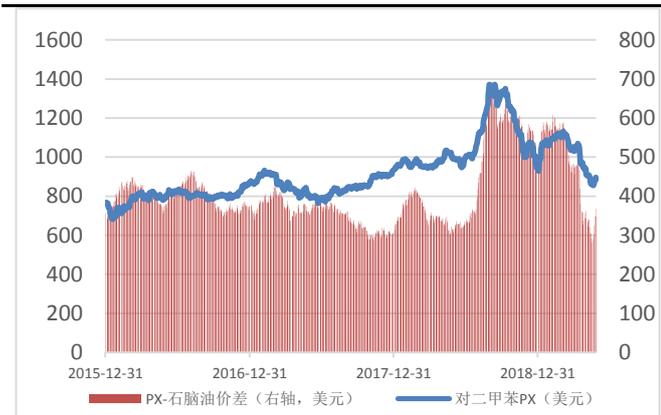


资料来源: wind, 财富证券

2015年的油气改革使得大量的民营资本进入炼化环节，经历了4-5年的项目建设，这些资本所代表的产能终于开始冲击炼化行业。民企企业恒力石化2000万吨的炼化项目率先在1季度投产，项目包含年产434万吨芳烃，150万吨乙烯，992万吨成品油等。由于项目的芳烃产率高，PX价格首当其冲受到影响。截止5月28日，在原油价格上涨27%的背景下，PX价格较年初下跌140美元/吨，跌幅达到15%。成品油价格也受到新增产能的影响，与原油的价差被迫收窄。截止5月28日，汽油批发价格指数较年初下跌2.3%，

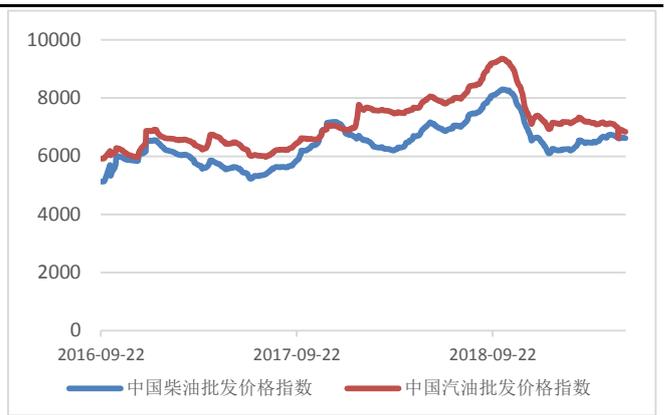
柴油批发指数上涨 7.7%，涨幅均远低于原油价格。

图 16: 2015-2019 年 PX 价格以及价差走势



资料来源: wind, 财富证券

图 17: 2016-2019 年汽柴油批发价格指数



资料来源: wind, 财富证券

根据我们近期统计的新增产能投产计划,3 季度还有浙江石化 2000 万吨/年项目投产, 配套有 400 万吨/年的二甲苯, 140 万吨/年的乙烯; 中海油惠州炼化 1000 万吨/年的扩建产能也将在下半年实现投产, 配套有 100 万吨/年的乙烯产能; 中科炼化预计在年底可实现投料, 项目拥有 1000 万吨/年的炼化产能, 配套有 80 万吨/年的乙烯、30 万吨/年的丙烯; 恒逸炼化的成品油虽然主要在东南亚消化, 但 150 万吨/年的芳烃产品主要还是运回国内消化。可以看到, 2019 年新增的炼化产能主要集中在下半年投产, 下半年行业的冲击将比上半年更加猛烈, 可以预见行业的利润水平还没有到最差的时候。

表 2: 未来 2-3 年内计划投产的炼化产能

| 新增炼化产能         | 设计产能     | 投产时间   | 地点          |
|----------------|----------|--------|-------------|
| 恒力石化           | 2000 万吨  | 2019Q1 | 大连          |
| 浙江石化一期         | 2000 万吨  | 2019Q3 | 舟山          |
| 中海油惠州炼化二期 (扩建) | 1000 万吨  | 2019H2 | 惠州          |
| 恒逸文莱炼化一期       | 800 万吨   | 2019Q3 | 文莱          |
| 中科炼化 (中石化和科威特) | 1000 万吨  | 2019Q4 | 湛江          |
| 浙江石化二期         | 2000 万吨  | 2020   | 舟山          |
| 盛虹石化           | 1600 万吨  | 2020   | 连云港         |
| 中石化“十三五”计划     | 3000 万吨  | 2020   | 湛江、镇海、上海和南京 |
| 锦江石化 (永荣控股)    | 2000 万吨  | 2020   | 漳州          |
| 曹妃甸石化 (中化集团)   | 2000 万吨  | 2020   | 唐山          |
| 恒逸文莱炼化二期       | 1400 万吨  | 2021   | 文莱          |
| 总计             | 18800 万吨 |        |             |

资料来源: 百川资讯, 财富证券

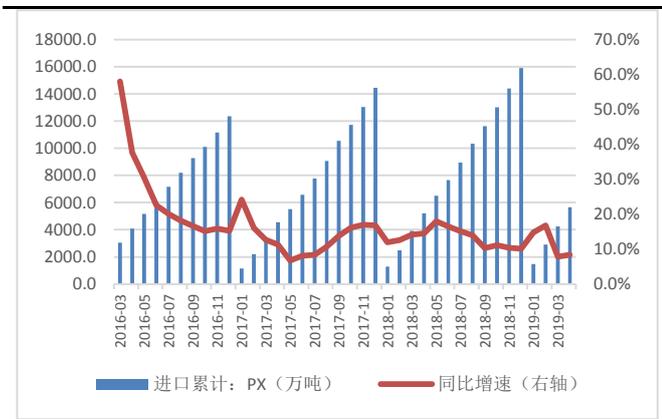
**总结:** 虽然需求端在 1 季度已表现出企稳的迹象, 并且随着大力的减税降费政策落地, 下游投资和消费需求有望逐渐回升, 但供给端的冲击远远大于需求端。年化 10% 左右的产能增长势必会把行业拖入产能严重过剩的泥潭, 行业需要较长的时间通过价格和成本竞争去消化落后的产能, 在此期间石化品的利润可能会长时间维持在较低水平。

### 3 涤纶产业：需求或见顶，产业链利润重新分配

#### 3.1 PX 利润已步入下降通道，后端产业链受益

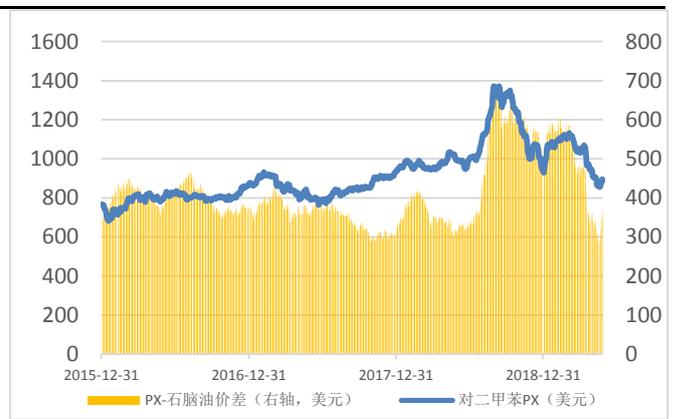
我们在 2018 年年度策略报告中详细分析了 PX 环节即将发生的演变，并提出 PX 大部分的利润将流向产业链后端环节。可以看到，这些演变在 1 季度已经开始发生：1、PX 原本进口依赖度高达 58%，由于国内进入 PX 的投产高峰期，进口的 PX 将逐渐被国内的产品所取代。2019 年以来，PX 的进口量增速一直在下降，已从年初的 14% 下降为 4 月份的 8%；2、随着亚太地区 PX 产能逐渐走向过剩，PX 环节的利润空间将有较大的下降空间，这将会是 PX 利润的最差时期。

图 18：2016 年-2019 年 PX 月度进口量



资料来源：wind，财富证券

图 19：PX 与石脑油价差走势情况



资料来源：wind，财富证券

国内已经进入 PX 产能集中投产期，2019 年、2020 年计划投产产能分别为 1229 万吨、1300 万吨，产能增速达到 130%。庞大的新增产能将很快实现国内 PX 的自给自足并产生近 1000 万吨的出口压力。恒力石化 434 万吨的产能已在 3 月份投产，中化弘润石化 60 万吨产能计划在 6 月份投产，浙江石化的 400 万吨产能预计在 7 月份投产。下半年 PX 行业将承受更大的冲击。

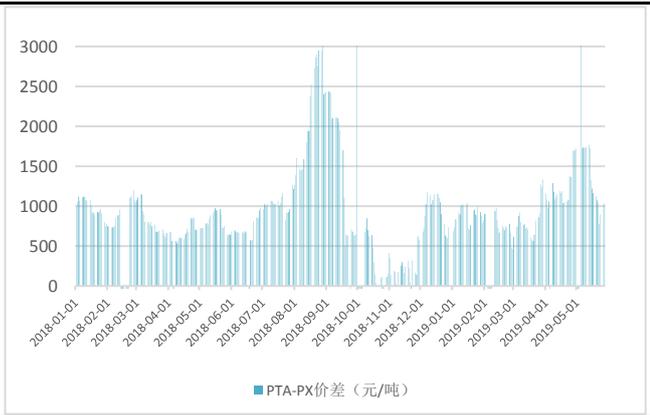
表 3：未来 2-3 年内计划投产的 PX 产能情况

| 项目       | 产能(万吨) | 计划投产时间 | 项目       | 产能(万吨) | 计划投产时间  |
|----------|--------|--------|----------|--------|---------|
| 惠州炼化 2 期 | 85     | 2019   | 中金石化 2 期 | 160    | 2020    |
| 中化弘润     | 60     | 2019   | 浙江石化 2 期 | 400    | 2020    |
| 恒逸石化 1 期 | 150    | 2019   | 陕西华电     | 100    | 2020    |
| 浙江石化 1 期 | 400    | 2019   | 兵器集团     | 140    | 2020    |
| 恒力石化     | 434    | 已投产    | 镇海炼化 2 期 | 100    | 2020    |
| 海南炼化 2 期 | 100    | 2019   | 澄星石化     | 160    | 2020 以后 |
| 中化泉州     | 80     | 2020   | 盛虹炼化     | 280    | 2020 以后 |
| 中科大炼油    | 120    | 2020   | 新华联和     | 425    | 2020 以后 |
| 恒逸石化 2 期 | 200    | 2020   | 东营威联     | 200    | 2020 以后 |

资料来源：百川资讯，财富证券

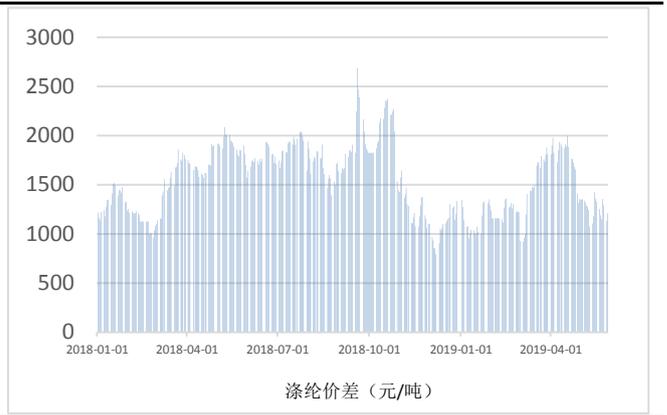
上游石化品利润的下降给下游环节带来了机会，PTA 的加工利润从年初的 200-300 元/吨一路上涨，5 月中旬加工利润最高达到 1200-1300 元/吨；而涤纶价差从年初的 1000-1100 元/吨最高上涨至 1800-1900 元/吨的水平。虽然 5 月份 PTA 和涤纶的价差空间受到 PX 价格反弹影响均有所收窄，但利润水平上移的趋势并没有发生变化。尤其是 PTA 环节收益最为明显，2019 年 PTA 新增产能仅新凤鸣的 220 万吨/年装置，另外包括 2 套复产装置，整体产量增长可控。

图 20: 2018-2019 年 PTA-PX 价差情况



资料来源: wind, 财富证券

图 21: 2018-2019 年涤纶价差情况

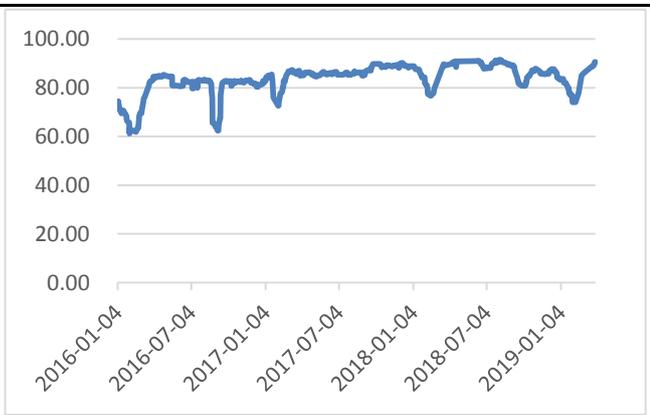


资料来源: wind, 财富证券

### 3.2 需求下滑迹象明显

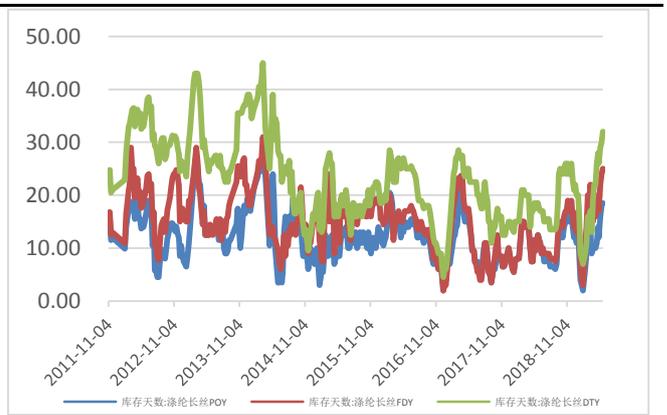
年度策略报告时我们对 2019 年涤纶长丝的需求存在疑虑，经过 5 个月的观察，下游需求进入下行周期的迹象越来越明显。首先，今年 1-4 月份聚酯行业的开工率整体比去年同期要低，2 月分开工率最低跌到 74%，较去年同期低 3 个百分点；3 月份复工的速度也比去年要慢一些。体现出今年聚酯企业整体的生产积极性有所下降；其次，一般来说 3 月份以后是聚酯的销售旺季，聚酯的库存水平会因为下游企业备货而逐渐走低。今年聚酯的库存从年初以来一直走高，并没有良好的实现去库存。目前 POY 的库存已经接近 20 天的历史高点，FDY 的库存也到了 25 天。一方面是库存高企，另一方面是涤纶企业压价促销，可以看到即便处于夏季备货旺季，下游的需求情况也比较平淡。

图 22: 2016-2019 年聚酯行业开工率数据 (%)



资料来源: wind, 财富证券

图 23: 2017-2019 年聚酯行业涤纶长丝库存数据 (天)



资料来源: wind, 财富证券

纺服类产品是涤纶纤维的下游，从近两年坯布的产量和纺服类零售额来看，下游的纺织服装行业的需求增速并不高。2016-2018年，我国坯布的产量增速仅维持在2%-6%之间，而纺织品零售增速仅为7%-8%，相比于涤纶产量10%以上的增速而言相去甚远。我们认为增速的剪刀差可能来自涤纶纤维对其他化纤材料的替代以及纺织服装企业近两年的补库行为。但随着布产量增速和服装纺织销售额增速的持续下滑，需求的减缓一定会传导至上游的涤纶市场。

图 24：2016-2019 年布和化纤布的产量同比增速 (%)



资料来源: wind, 财富证券

图 25：申万纺织服装板块库存与营业收入的比例

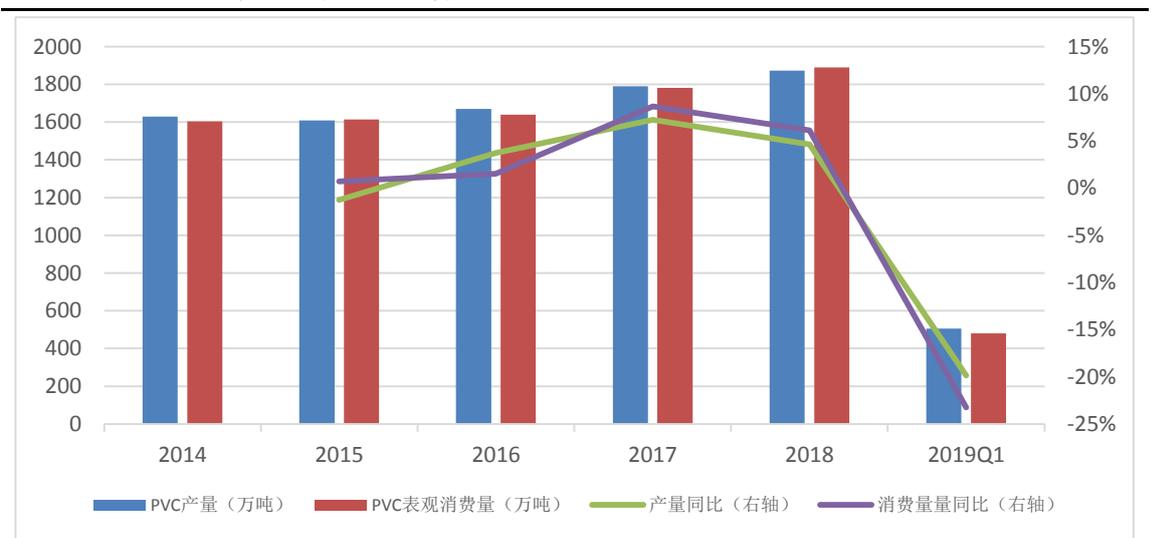


资料来源: wind, 财富证券

## 4 PVC: 乙烯法路径压制边际价格

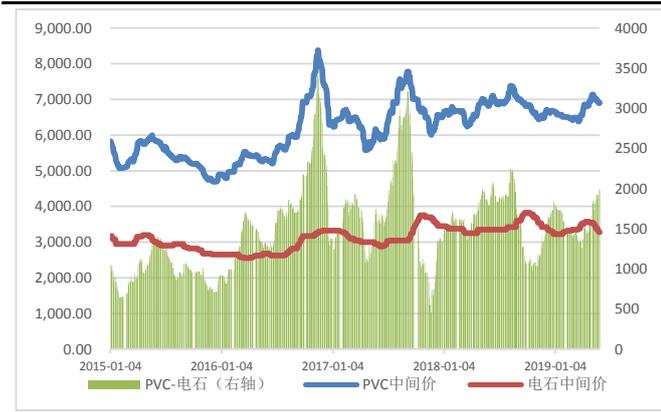
2019年1-5月份PVC价格处于震荡上行阶段，由于环保压力使得西北地区电石生产受限，电石价格一直维持在3200-3500元/吨之间，成为电石法PVC价格的重要支撑因素。虽然行业整体产量缺乏弹性，但受高利润的吸引，企业纷纷维持较高的开工率。从2019年1季度的产量增速看，PVC产量同比增长6.8%，高过消费增速4.8个百分点；另一方面，今年春节期间PVC的累库速度明显快于往年，表明上游的企业生产积极性强，整体的产能开工率高，这都给未来PVC价格的走势带来了不利的影响。

图 26：2014-2019 年 PVC 产量及消费量数据



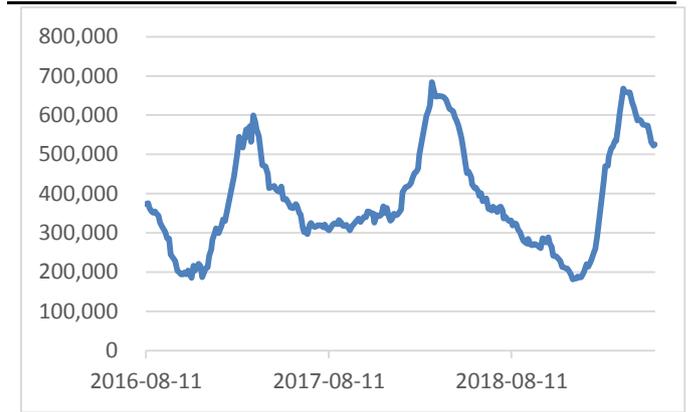
资料来源: wind, 财富证券

图 27: PVC、电石价格走势及利润空间 (元/吨)



资料来源: wind, 财富证券

图 28: PVC 社会库存数据 (吨)



资料来源: wind, 财富证券

#### 4.1 地产数据回升，需求有望企稳

2018 年 PVC 的消费增速表现为前高后低，在产量增速下滑、社会库存一直维持低位的情况下，价格却表现一般。究期原因和下游房地产周期下行有重要关系。今年初我们一直担忧房地产周期下行会使 2019 年的需求显得更为疲软，但 2 月份以后的地产数据显示出对房地产领域的需求或许并不用太悲观。

房地产新开工面积增速作为房地产行业的先行指标在 2019 年 2 月降到 6% 以后就一路上行，4 月份新开工面积增速已经增长 7 个百分点至 13%；商品房销售面积增速也从年初一路反弹，2 月的销售面积增速仅 -3.6%，而到 4 月份销售面积增速已经回升到 -0.3%。开工数据的好转也推动了行业投资完成额的上升，2019 年 2-4 月房地产投资完成额增速维持在 11% 以上。

房地产市场占到 PVC 总需求的 50% 以上，随着未来房地产行业的逐渐转好，该部分需求增速有望触底回升。但出口方面的需求仍然会受到贸易战的影响，拉低整体的消费增速。

图 29: 房屋新开工面积增速与商品房销售面积增速



资料来源: wind, 财富证券

图 30: 房地产开发投资完成额及同比增速



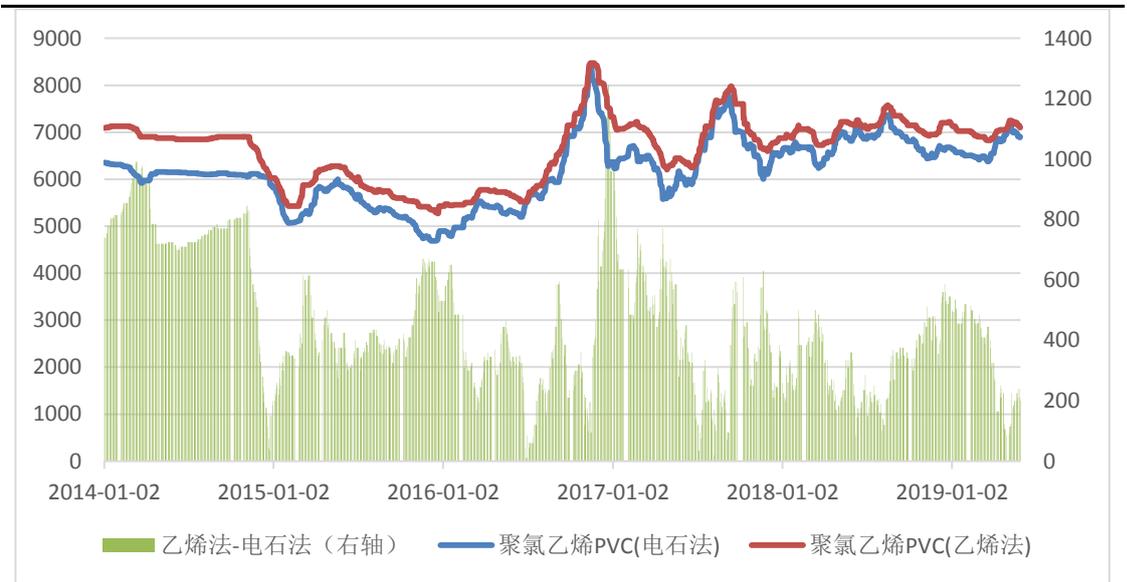
资料来源: wind, 财富证券

## 4.2 乙烯法成本下降，压制边际价格

我国的PVC生产路线分两种，一种是电石为原材料制取PVC，该生产工艺占总产量的80%左右，另一种是以乙烯为原材料制备，产量占比仅20%。由于乙烯法成本较高、质量较好，价格比电石法普遍要高300-500元/吨。从历史经验来看，虽然乙烯法产量小，但价格上具有边际效应，往往是乙烯法的价格决定了市场PVC的价格中枢。2014年以前，原油价格在100美元/桶以上时，乙烯法PVC价格维持高位，通过拉大乙烯法和电石法的价差带动电石法PVC的价格上涨。而原油价格下跌时，通过压缩乙烯法和电石法的价差打压了电石法PVC的价格水平。

随着2019年石化品的价差被压缩，乙烯的价格仍然下跌的空间，这意味着乙烯法PVC的价格可能因成本端失去支撑而下跌。从2019年1月份以来，乙烯法和电石法PVC价格的差距在不断缩小，乙烯法PVC打压电石法PVC价格的迹象明显。

图 31：乙烯法 PVC 和电石法 PVC 价格与价差数据（元/吨）



资料来源：wind，财富证券

因此，我们调整年初对PVC价格的判断，需求端国内房地产开始企稳，超出此前预期；电石法PVC的供给变化不大，仍受环保影响供给弹性有限。但乙烯法PVC成本端乙烯价格持续下调，市场PVC价格可能受该部分边际价格的拖累，上涨空间有限。

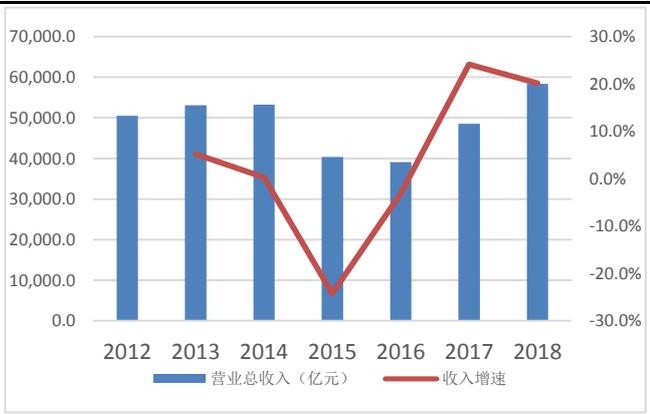
## 5 2019年下半年石油化工行业投资策略

### 5.1 石油化工行业 2018 年报和 1 季报简析

中信石化化工板块2018年实现5.83万亿元营业收入，同比增长20.2%；实现归母净利润1417亿元，同比增长63.3%。石化板块的收入增速主要和国际原油价格挂钩，自2016年初开始，原油一直处于震荡上行的态势。2018年10月初，原油价格最高达到86美元/

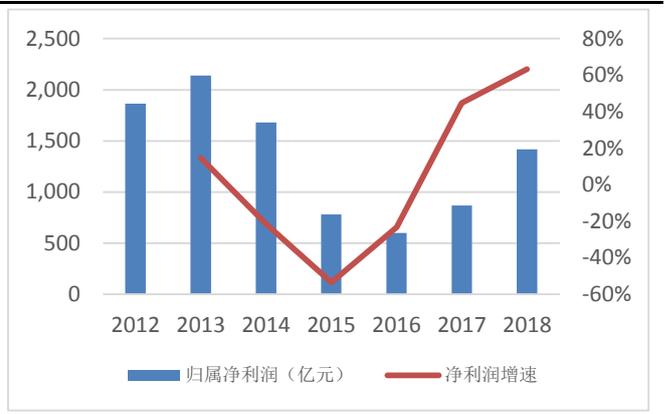
桶，价格继续上行的动力被美国页岩油增长所压制。未来原油价格大概率保持在 70 美元/桶左右，石化板块的收入增长预计将快速回落。在目前油价水平下，石化板块的利润情况处于较好的水平，但未来国内外新增的炼化产能可能将拖累整个行业的盈利情况。

图 32：石油化工板块 2012-2018 年营业收入



资料来源：wind，财富证券

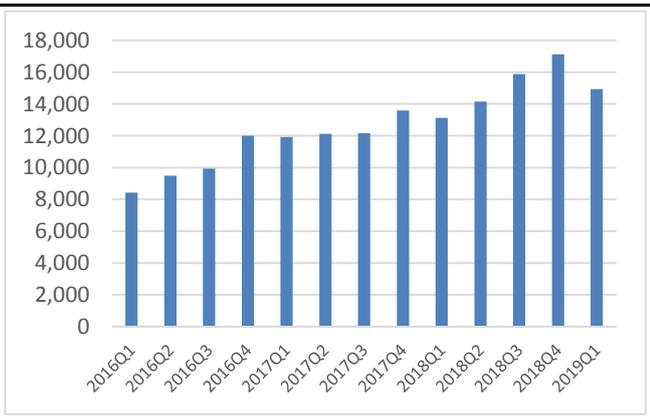
图 33：石油化工板块 2012-2018 年净利润



资料来源：wind，财富证券

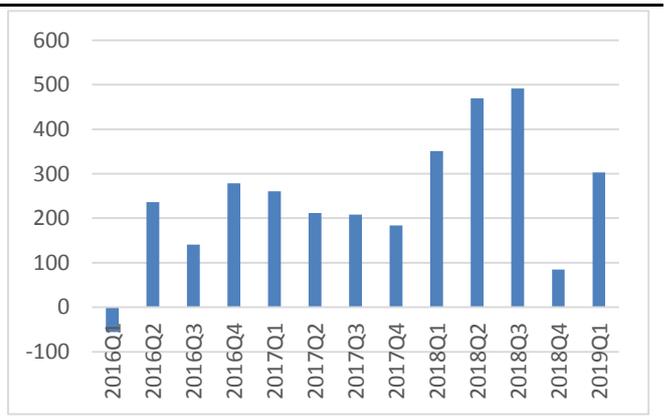
从单季度看，2018 年 1 季度板块营业收入 1.71 万亿元，环比增加 1255 亿元，归属净利润 84.76 亿元，环比减少 406.60 亿元；2019 年 1 季度板块营业收入 1.49 万亿元，环比下降 2181 亿元，归属净利润 302.55 亿元，环比增加 217.78 亿元。单季度利润大幅波动主要是受到 2018 年 10 月原油价格大幅下跌的影响，4 季度石化企业库存亏损严重。而 2019 年 1 季度，随着原油价格回升库存收益逐渐体现在利润中。我们预计 2019 年 1 季度是全年行业盈利的高点，未来随着库存收益的消失以及新增产能的冲击，行业的利润空间将被压缩。

图 34：2016-2019 年石化板块单季度营收情况（亿元）



资料来源：wind，财富证券

图 35：2016-2019 年石化板块单季度净利润情况（亿元）



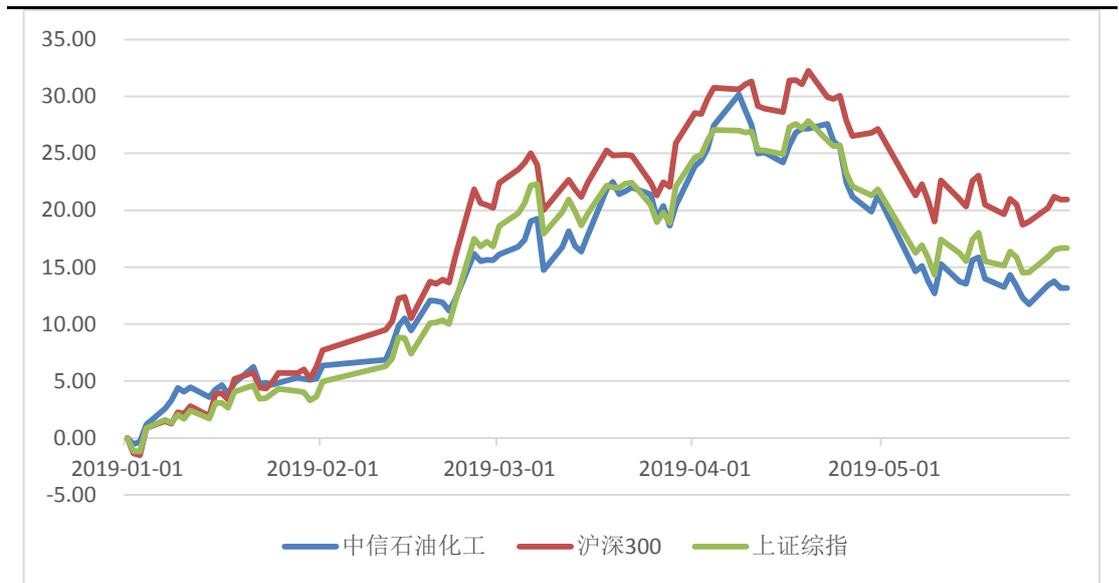
资料来源：wind，财富证券

## 5.2 行业整体估值再创新低，估值修复动力大

中信石油化工指数 2019 年（截至 5 月 30 日）上涨 13.17%，涨幅小于市场主要指数。板块相对收益为负的原因一方面在于板块 2018 年跌幅相对较小，反弹过程中落后市场；

另一方面是国际原油价格没有趋势性机会，炼化板块面临激烈竞争，板块受关注度下降。

图 36：中信石油化工指数与市场主要指数的对比（%）

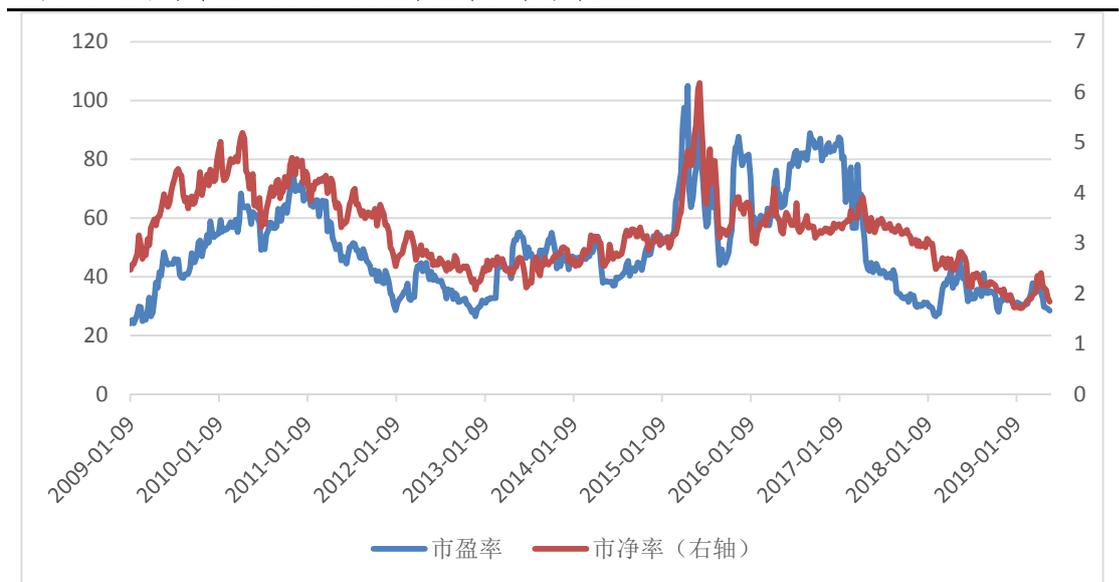


资料来源：wind，财富证券

从市盈率和市净率两方面来看，板块的估值均以处于近十年来的历史低位。截至 5 月 30 日，中信石油化工板块的市盈率(TTM、中值、剔除负值)为 28.4X，处于历史的后 3.38%分位；市净率（TTM、中值、剔除负值）为 1.83X，处于历史的后 1.69%分位。

板块估值严重偏离历史中枢，一方面源于贸易战带来的市场整体风险偏好下降；另一方面也包含了市场对周期板块的悲观预期。在估值触及历史底部的当前，板块的配置价值也凸显出来。即使板块的盈利水平有下降的风险，股票估值仍有较大的向上修复动力。

图 37：近十年中信石油化工板块市盈率和市净率数据



资料来源：wind，财富证券

### 5.3 一体化趋势不变，优选行业龙头

在经历了 3 年的供给侧改革和环保督察后，石化行业的竞争规则发生了本质变化。高污染、高投入的生产模式已经不可持续，环保门槛上升成为了不可逆的趋势；油气改革带来了市场开放的同时也规范了行业的税收。这都让规范经营的龙头企业竞争优势真正体现出来，未来优质龙头企业不断扩大产能、向产业链上下游延伸的发展趋势将愈来愈明显。只有通过这个过程提升行业的集中度，龙头企业拿回市场的议价能力，行业的盈利水平才能逐步回升。

我们长期看好传统化工行业龙头企业。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。

民营资本为主的涤纶企业通过上下游一体化延伸，龙头企业初步掌握了议价能力。在向上游炼化领域延伸过程中，可实现部分产品自我消化，抗风险能力强。龙头企业受益于一体化程度高，对产业链利润波动的容忍度更高；而小企业抵抗价格波动的能力较弱。随着产品价格波动的增强，未来市场份额有望快速向龙头企业集中。建议关注涤纶龙头企业：桐昆股份、恒逸石化。

氯碱产业当前集中度不高，仍有较大提升空间。一方面在产业政策的限制下，行业门槛提升，供给的弹性有限；并且无配套设施的新增产能受盈利水平限制，投产意愿不强。另一方面，随着环保标准的趋严，不具成本优势以及排放不达标的产能将逐渐失去生存空间。未来兼具成本优势和规范生产的西北地区龙头企业有望在竞争中脱颖而出，建议关注：中泰化学、新疆天业。

#### 5.3.1 桐昆股份（601233）

公司是涤纶产业龙头公司，拥有从 PTA-聚酯-涤纶纤维的完整产业链布局。目前公司涤纶长丝产能达到 580 万吨，2019 年预计新增产能 60 万吨，市场占有率达到 16%。配套有 420 万吨的 PTA 产能，基本可实现 PTA 的自给。

公司深耕涤纶纤维市场多年，已成为国内产能规模最大的涤纶纤维企业，覆盖了 1000 多种涤纶长丝品种，被称为“涤纶长丝的超市”。公司涤纶产能处于加速扩张期，有望在 2019 年提前实现公司 600 万吨/年产能的布局。公司参股的浙江石化，一期项目有望在 2019 年 3 季度实现投产，届时公司将完全打通从 PX-PTA-涤纶的全产业链，进一步扩展利润来源，并极大程度的规避掉中间品价格波动给公司业绩带来的影响。

考虑到公司上半年将投产 90 万吨的涤纶长丝产能，同时参股的浙江石化也大概率投产开车。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.75、2.09、3.17 元，参考同类型公司 PE 水平，给予公司 2019 年 8-9 倍 PE 估值，对应股价的合理区间为 16.2-17.1 元/股，维持公司“推荐”评级。

### 5.3.2 恒逸石化 (000703)

公司是 PTA 行业龙头企业，公司拥有 610 万吨 PTA 权益产能，聚酯的权益产能 180 万吨，从产业链一体化的角度来看聚酯是公司较薄弱环节。随着资产注入的完成，公司涤纶产能将达到 330 万吨，逐渐弥补聚酯产能较小的短板。公司参股的巴陵恒逸新增 10 万吨/年的己内酰胺产能，总产能上升至 30 万吨/年，预计 2019 年内仍将投产 10 万吨/年产能。己内酰胺是公司双轮驱动的重要一环，产能稳步的提升有利于公司增强行业竞争力。

公司 2016 年完成定增，筹划在文莱建设 800 万吨的炼化项目，可生产 PX150 万吨，覆盖近一半的 PTA 原材料。文莱项目推进顺利，预计项目可在 2019 年 7 月实现投产，加上聚酯纤维并购整合，公司将形成“原油-芳烃-PTA-涤纶”和“原油-苯-CPL-锦纶”双产业链的竞争优势。

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.48 元、2.22 元、2.45 元。根据同行业估值水平以及公司业绩增速，给以公司 2019 年底 12-13 倍 PE 估值，对应公司股价的合理区间为 17.8-19.2 元/股，维持“谨慎推荐”评级。

### 5.3.3 中泰化学 (002092)

中泰化学股份有限公司成立于 2001 年 12 月，是新疆维吾尔自治区重点支持的优势资源转换企业。目前公司拥有 170 万吨/年 PVC 产能、120 万吨/年烧碱产能、48 万吨/年粘胶纤维产能、25 万吨/年粘胶纱产能以及 250 万吨/年电石产能，并且自备发电能力足以满足生产耗能。

随着产业政策和环保政策地推动，产业正走向行业集中度提升的阶段。公司地处新疆中部，具有天然优质的资源禀赋，未来产业向西北地区集中是大势所趋。公司作为行业内规模最大、生产成本最低的龙头企业，未来有望实现市场率的进一步提升。

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.18 元、1.33 元、1.51 元。综合考虑公司发展潜力以及行业估值水平，给予公司 2019 年底 8-9 倍的 PE 估值水平，对应股价的合理区间为 9.4-10.6 元/股，维持公司的“推荐”评级。

### 5.3.4 新疆天业 (600075)

公司是新疆兵团旗下首家上市公司，在 2014 年与集团公司完成资产置换后业务从普通聚氯乙烯树脂转变为特种聚氯乙烯树脂，同时增加运输和包装材料生产业务。2016 年完成新一轮资产收购后，将天伟化工完全纳入控股子公司，天伟化工是控股集团建设的第三期氯碱产能，生产工艺和流程更为优化，形成了以特种 PVC 为最终产品的“自备电力→电石→特种 PVC”的一体化产业联动式发展模式，有效降低了特种聚氯乙烯的生产成本。

氯碱行业盈利改善，利润中枢向上。随着落后产能的逐渐淘汰，氯碱行业逐步向西部地区聚集，行业的产能在 2013 年就出现负增长，经过市场出清，PVC 产能的利用率已经提升到 80%，供需基本达到平衡。PVC 价格和烧碱价格在 2017 年大幅上涨，涨幅超过原材料煤炭和工业盐，公司氯碱业务的毛利率得到显著提升。2019 年环保高压继续，落后的电石产能将成为重点清理对象，公司拥有 70 万吨/年的电石产能，产业链布局完善，有望受益于产业链盈利中枢的上移。

预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.48 元、0.52 元、0.55 元，参考目前行业估值中枢，给予公司 2019 年底 PE 估值 10-11 倍，对应公司股价的合理区间为 4.8-5.3 元/股，给予公司“谨慎推荐”评级。

## 6 风险提示

原油价格跌幅超出预期；涤纶下游需求回落超出预期；氯碱新增产能投放超出预期。

## 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