

油价紧平衡，看好轻烃裂解和 PTA 景气

——石油化工行业 2019 年下半年投资策略

行业中期报告

◆**脆弱的紧平衡——未来 3-6 个月原油市场展望。**我们认为原油价格的上行风险集中在未来 3-6 个月。目前全球原油市场能够吸收伊朗原油出口全部停止的冲击，但是当前委内瑞拉和利比亚的产量面临极大的不确定性，如果 3-6 个月内两个国家的一个或者两个同时出现问题，那原油价格的上行风险很大。但 2019 年下半年随着二叠纪盆地管输瓶颈的消除，美国原油供给能力大幅增加，预计四季度之后油价将会回落。**油服：**上游资本开支提高预期明确，行业景气度有望复苏：1) 油气对外依存度高，国家推进能源安全战略；2) 三大石油公司加大上游勘探开发资本支出；3) 我国页岩气资源丰富，后续勘探开发潜力大。

◆**看好轻烃裂解的投资机会。**乙烷裂解制乙烯项目回报高，是继 PDH 后轻烃裂解投资的重大机会，在烯烃的各条路线中具有成本优势。此外，轻烃裂解也是油价上涨的受益行业。氢能源产业的发展将推动轻烃裂解副产氢的综合利用。

◆**民营大炼化和 PTA 的景气周期。**2019 年，第一批民营大炼化的项目将达产，业绩预期的兑现有望铸就新一批中国民营化工巨头。在聚酯产业链的几个环节中，PTA 的格局最好，将是 2019 年民营大炼化公司基础利润最大的支撑。

◆**基础石化产品面临周期向下的压力。**1) 烯烃行业面临新一轮的产能周期，包括大炼化项目、轻烃裂解项目和煤化工项目在未来几年新增产能巨大，行业面临景气下行压力，项目工艺低成本将更为重要；2) 新一轮的炼化产能周期将对国内成品油市场形成冲击，成品油消化的压力凸显；3) 贸易摩擦加剧，国内需求增速放缓，聚酯需求的不确定性加大。

◆**投资建议：**1) 推荐轻烃裂解龙头**卫星石化**；2) 继续推荐大炼化龙头企业：**恒力股份、桐昆股份、恒逸石化、荣盛石化和东方盛虹**；3) 油价上涨，推荐上游公司**中国石油、中国石化和新奥股份**，关注**新潮能源**；油服推荐**海油工程**和**中海油服**。

◆**风险分析：**1) 国内经济增速放缓和中美贸易摩擦对需求影响的不确定性；2) 炼油、烯烃和芳烃新一轮产能周期对大炼化和轻烃裂解项目盈利带来的不确定性。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
002648	卫星石化	12.88	0.88	1.29	1.46	15	10	9	买入
600346	恒力股份	16.50	0.66	1.83	2.50	25	9	7	买入
601233	桐昆股份	12.28	1.16	1.40	1.74	11	9	7	买入
000703	恒逸石化	12.50	0.69	1.07	1.49	18	12	8	买入
002493	荣盛石化	11.16	0.26	0.44	0.71	44	25	16	增持
000301	东方盛虹	5.70	0.21	0.38	0.40	27	15	14	买入
601857	中国石油	7.03	0.29	0.50	0.61	24	14	11	买入
600028	中国石化	5.48	0.52	0.55	0.61	11	10	9	买入
600803	新奥股份	10.03	1.07	1.24	1.37	9	8	7	买入
600583	海油工程	5.45	0.02	0.15	0.28	302	36	20	增持
601808	中海油服	9.06	0.01	0.12	0.24	611	73	38	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

增持 (维持)

分析师

裴孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)

021-52523535

qiuxf@ebcn.com

傅锴铭 (执业证书编号：S0930517070001)

021-52523823

fukm@ebcn.com

赵乃迪 (执业证书编号：S0930517050005)

010-56513000

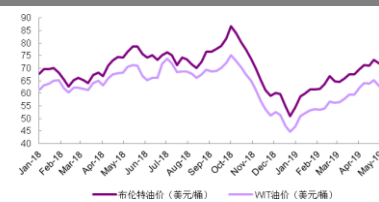
zhaond@ebcn.com

吴裕 (执业证书编号：S0930519050005)

010-58452014

wuyu1@ebcn.com

行业主要数据图



行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

油价大波动，看好民营炼化、农化和成长——石化化工行业 2019 年投资策略
 2019-01-04

投资聚焦

研究背景

当前市场对石化行业最大的担忧是基础石化产品面临周期向下的压力：1) 烯烃行业面临新一轮的产能周期；2) 成品油过剩压力凸显；3) 国内需求增速放缓，聚酯需求的不确定性加大。

我们区别于市场的观点

我们认为原油价格的上行风险集中在未来 3-6 个月。伊朗原油出口，委内瑞拉和利比亚原油产量面临高不确定性，短期原油市场面临紧平衡格局，但预计四季度之后油价将会回落。

在炼油、烯烃、芳烃大周期向下，和宏观经济不确定性加大的背景下，新建大型石化项目的工艺路径和成本优势至关重要。1) **看好轻烃裂解的投资机会**。乙烷裂解制乙烯项目回报高，是继 PDH 后轻烃裂解投资的重大机会，在烯烃的各条路线中具有成本优势。此外，轻烃裂解也是油价上涨的受益板块。氢能源产业的发展将推动轻烃裂解副产氢的综合利用。2) **民营大炼化项目具有长期竞争力**。2019 年，第一批民营大炼化的项目将达产，有望铸就新一批中国民营化工巨头。2019 年，在聚酯产业链的几个环节中，PTA 的格局最好，将是炼化公司基础利润最大的支撑。

投资观点

1) 推荐轻烃裂解龙头**卫星石化**；2) 继续推荐大炼化龙头公司：**恒力股份、桐昆股份、恒逸石化、荣盛石化和东方盛虹**；3) 油价上涨，推荐上游公司**中国石油、中国石化和新奥股份**，关注新潮能源；油服推荐**海油工程**和**中海油服**。

目 录

1、 原油：脆弱的紧平衡	4
1.1、 回顾：供应面短缺预期支撑油价	4
1.2、 展望：短期脆弱的紧平衡	5
1.3、 展望：四季度油价或将回落	9
1.4、 总结：未来 3-6 月油价上行风险集中，四季度后或将回落	11
1.5、 油服：上游资本开支提高预期明确，行业景气度有望复苏	12
2、 看好轻烃裂解的投资机会	13
2.1、 乙烷裂解的历史性机遇	13
2.2、 轻烃裂解副产氢气的利用	16
3、 民营大炼化和 PTA 的景气周期	17
3.1、 民营大炼化：项目达产和预期的逐步兑现	17
3.2、 聚酯产业链：2019 年 PTA 景气确定性高	19
4、 基础石化产品面临周期下行的压力	22
4.1、 烯烃行业处于下行周期	22
4.2、 成品油过剩加剧的压力	24
4.3、 聚酯需求的不确定性加大	25
4.4、 看好低成本路径和大型一体化企业	27
5、 投资建议	27
5.1、 推荐轻烃裂解龙头卫星石化	27
5.2、 推荐民营大炼化龙头公司	28
5.3、 关注上游企业及油服行业	31
6、 风险提示	34

1、原油：脆弱的紧平衡

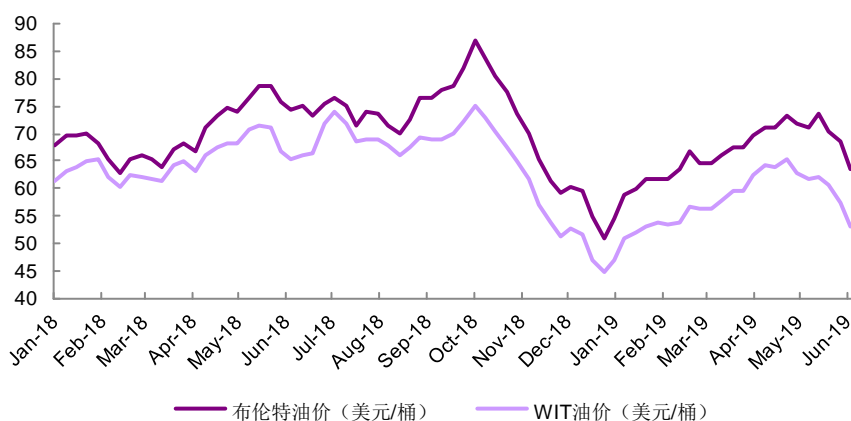
1.1、回顾：供应面短缺预期支撑油价

1-5 月油价走势回顾

2019 年 1-5 月国际油价震荡上行，支撑油价上涨的主要原因是市场对原油供给紧缩的预期，具体影响因素包括 OPEC 减产计划的执行以及国际地缘政治的紧张局势。

1 月 OPEC+ 减产协议初见成效，原油产量下降 79.8 万桶/日，加之美国对委内瑞拉的制裁冲击供给面，造成油价触底反弹；2 月 OPEC 产量继续下降，沙特减产幅度超预期，油价继续上涨；3 月委内瑞拉受停电事件影响，产量大幅下降；4 月利比亚战事升级，同时美国宣布取消对伊朗原油出口的豁免，原油供给预期再受冲击；5 月美国页岩油产量大增以及 OPEC 的增产预期抵消了市场对伊朗原油供给缺口的担忧，加之全球贸易摩擦加剧，IEA 下调对原油需求增长的预期，油价回落。

图 1：2018-2019 年原油价格走势

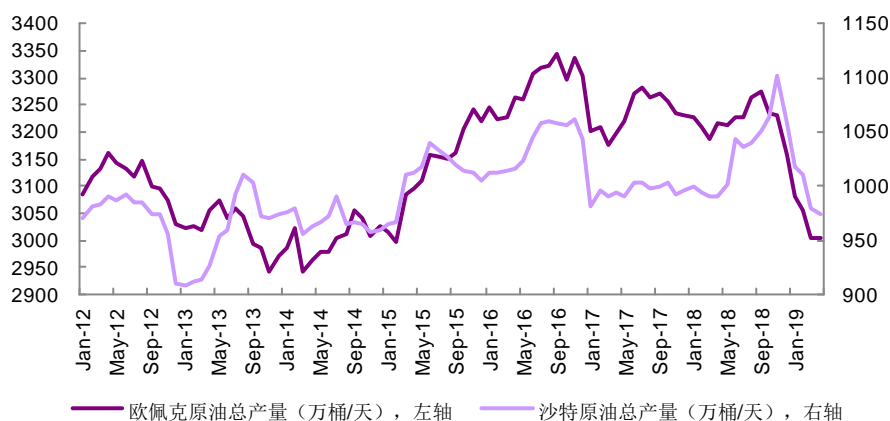


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

OPEC 减产协议执行良好，沙特减产幅度远超承诺

2019 年以来，OPEC 各成员国在减产协议 (DOC) 框架下积极主动减产，截至 4 月，OPEC 产量已连续 7 个月下降。减产执行率较 2018 年四季度有明显提升，根据 IEA 数据，2019 年 4 月，OPEC 减产执行率达到 131%；沙特 4 月产量 981 万桶/天，低于减产目标 50 万桶/天。

图 2: OPEC 和沙特原油产量变化



资料来源: OPEC, 光大证券研究所整理

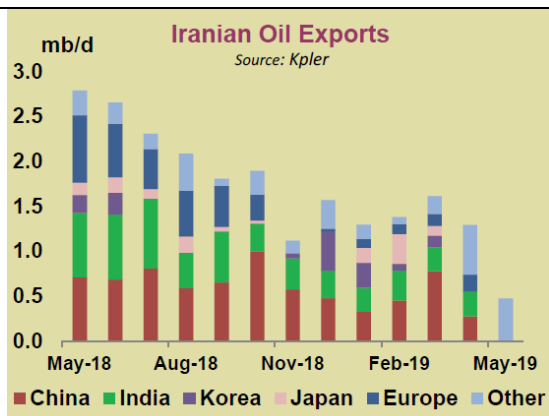
1.2、展望: 短期脆弱的紧平衡

美国取消伊朗原油进口豁免, 中东地缘局势紧张

特朗普政府以伊朗没有遵守伊核协议精神为由, 于 2018 年 1 月宣布“最后一次”延长美国对伊朗问题的谈判豁免期, 并于 2018 年 5 月 8 日最终宣布退出核协议。2018 年 11 月美国恢复了对伊朗原油出口的制裁, 同时给予 8 个伊朗原油进口方(中国大陆地区、印度、希腊、意大利、日本、土耳其、韩国和中国台湾地区)暂时性制裁豁免, 为期 6 个月。2019 年 4 月 22 日, 美国宣布决定终止对伊朗石油进口的制裁豁免, 并于 5 月 2 日起正式生效。

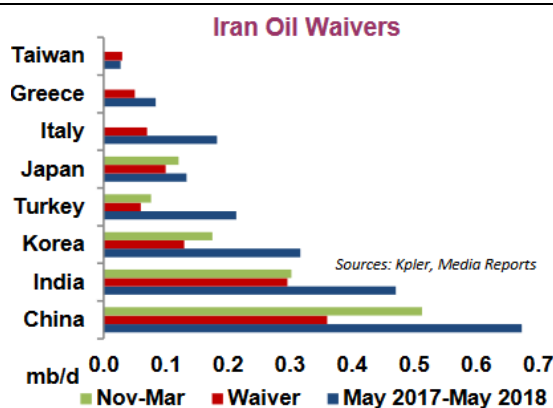
自 2018 年 11 月起, 伊朗原油产量及出口量不断下降, 截至 4 月, 伊朗原油产量仅为 255 万桶/日。美国于 5 月 2 日起正式取消对伊朗原油出口的制裁豁免, 目的是将伊朗石油出口降至为 0。伊朗原油出口受限, 全球原油供应量将在短时间内减少约 120 万桶/日, 原油供给紧缩。

图 3: 伊朗原油出口情况(单位: 百万桶/日)



资料来源: IEA, 备注: China 指中国大陆地区

图 4: 伊朗原油出口国豁免额度(单位: 百万桶/日)



资料来源: IEA, 备注: Taiwan 指中国台湾地区, China 指中国大陆地区

中国目前是伊朗原油最大买家, 同时伊朗也是中国第七大原油进口来源国。中国外交部回应中方坚决反对美方实施单边制裁和所谓的“长臂管辖”, 中国同伊朗的合作公开透明、合理合法, 理应得到尊重。

沙特能源大臣 Al-Falih 称沙特将密切关注原油市场波动，并和其他产油国一起合作确保供应充足，但随后又表示考虑到全球原油库存持续上升，OPEC 预计将继续减产计划的执行，沙特即使增产也不会超过原定的减产协议的范围。这与美国政府表示的将联合沙、阿增加石油产量的态度发生分歧。

伊朗多次宣称可能会采取封锁霍尔木兹海峡以作为报复措施，霍尔木兹海峡是沙特、伊朗和伊拉克等波斯湾国家石油出口的主要通道，占全球海运原油交易总量的 30%。不过，封锁霍尔木兹海峡对于伊朗来说意味着巨大的风险——一方面可能会激化伊美冲突，从而引发战乱，另一方面可能会令其失去国际舆论的支持。

图 5：霍尔木兹海峡



资料来源：百度图片，光大证券研究所

剩余产能可短期抗压，关注减产执行及 OECD 库存情况

根据 IEA 数据，目前 OPEC 国家还有 320 万桶/日（不包括伊朗）的剩余生产能力，处于历史低位；其中沙特有 220 万桶/日的剩余生产能力，具备应付伊朗原油出口全部停止的能力。

表 1：OPEC 减产情况和剩余生产能力（单位：百万桶/日）

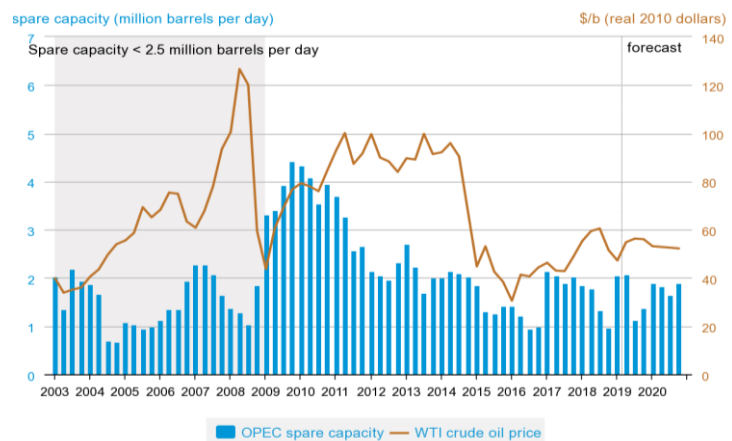
国家	3 月产量	4 月产量	产量基准	协议减产产量 (2019.1-2019.6)	新目标 (2019.1-2019.6)	4 月执行 率	可持续生产 能力	剩余产能
阿尔及利亚	1.02	1.02	1.06	0.032	1.03	116%	1.05	0.03
安哥拉	1.41	1.41	1.53	0.047	1.48	251%	1.50	0.09
刚果	0.36	0.35	0.33	0.010	0.32	-250%	0.35	0.00
厄瓜多尔	0.53	0.53	0.52	0.016	0.51	-38%	0.54	0.01
赤道几内亚	0.12	0.12	0.13	0.004	0.12	175%	0.12	0.00
加蓬	0.22	0.20	0.19	0.006	0.18	-217%	0.20	0.00
伊拉克	4.56	4.63	4.65	0.141	4.51	16%	4.90	0.27
科威特	2.71	2.69	2.81	0.085	2.72	140%	2.93	0.24
尼日利亚	1.69	1.79	1.65	0.053	1.60	-264%	1.79	0.00
沙特	9.80	9.81	10.83	0.322	10.31	256%	12.02	2.21
阿联酋	3.05	3.05	3.17	0.096	3.07	123%	3.39	0.34
OPEC (11 国)	25.47	25.60	26.66	0.812	25.85	151%		

总计							
伊朗	2.74	2.61				3.85	-
利比亚	1.07	1.17				1.10	-0.07
委内瑞拉	0.87	0.83				0.87	0.00
OPEC 总计	30.15	30.21				34.57	3.19
阿塞拜疆	0.80	0.68	0.8	0.020	0.78	565%	
巴林	0.21	0.21	0.22	0.005	0.21	48%	
文莱	0.13	0.13	0.11	0.003	0.11	-398%	
哈萨克斯坦	1.95	1.79	2.03	0.040	1.99	600%	
马来西亚	0.71	0.71	0.7	0.015	0.68	-63%	
墨西哥	1.94	1.93	1.99	0.040	1.95	168%	
阿曼	0.98	0.97	1	0.025	0.98	115%	
俄罗斯	11.63	11.56	11.75	0.230	11.52	80%	
苏丹	0.08	0.08	0.07	0.002	0.07	-232%	
南苏丹	0.14	0.16	0.12	0.003	0.12	-1056%	
非 OPEC 合计	18.56	18.22	18.80	0.383	18.41	151%	

资料来源：IEA，光大证券研究所整理

但是，EIA 预测 OPEC 第二季度剩余产能为 208 万桶/日，仅高于 2018 年的历史低位，低于 2009-2018 年十年间历史平均水平的 233 万桶/日。EIA 认为当 OPEC 剩余产能低于 250 万桶/日时就难以对全球原油市场供需平衡产生有效调节。因此，OPEC 剩余产能即使在短期内能应对伊朗缺口，以目前水平也难以维持原油供需的平衡和油价的稳定。

图 6: OPEC 剩余产能与 WTI 油价



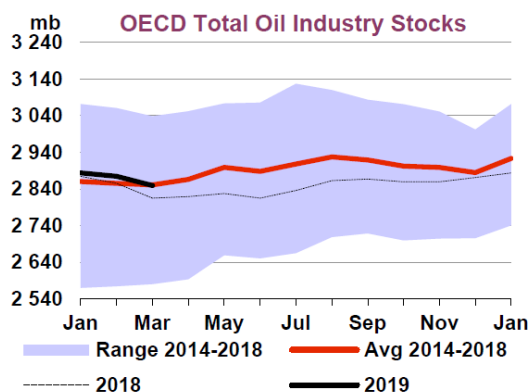
资料来源：EIA

5 月中旬，OPEC+ 在沙特吉达召开了联合部长级监测委员会(JMMC)会议，评估石油市场状况，并就今年剩下时间的计划进行了讨论。但是，该会议没有提出任何切实可行的建议。据彭博报道，原定于 6 月 25-26 日举行的维也纳会议可能延期至 7 月初，因为 OPEC+ 还需要更多的数据来做出决议。OPEC+ 此轮减产原计划进行 6 个月，但目前来看，减产协议或将延长至下半年。建议关注后续维也纳会议关于 OPEC+ 减产协议的讨论情况。

OECD 库存已低于历史平均，关注全球库存变化情况

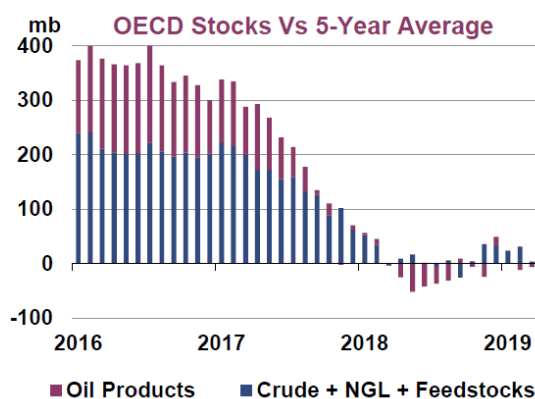
2017 年达成首个维也纳减产协议时，衡量减产进展的指标是 OECD 国家总库存是否降至 5 年平均水平。目前已经进行到第二次减产协议，IEA 数据显示 4 月份 OECD 库存较 5 年均值高出 220 万桶。对于远期需求覆盖天数这一更加确切的衡量指标而言，库存已经降至 59.8 天，是自 2018 年 7 月以来的最低水平，表明 OECD 国家库存已经有效降低。

图 7: OECD 国家整体库存情况 (单位: 百万桶)



资料来源: IEA, 光大证券研究所

图 8: OECD 库存对比五年平均水平 (单位: 百万桶)

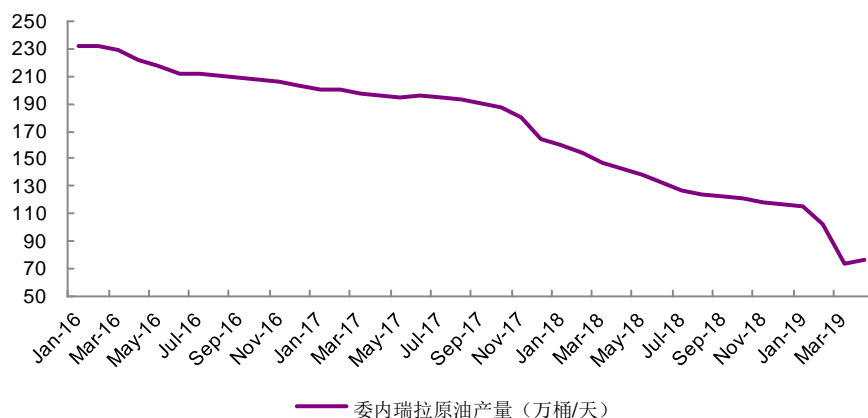


资料来源: IEA, 光大证券研究所

委内瑞拉和利比亚产量下滑，地缘政治增加不确定性

委内瑞拉方面，美国的制裁与停电事故的频发对委内瑞拉本来已经十分脆弱的经济形势无疑是雪上加霜，委内瑞拉石油生产进入至暗时期。根据 OPEC 数据，委内瑞拉 3 月份和 4 月份原油产量分别只有 74 万桶/日和 76.8 万桶/日，第一季度的活跃钻机数由 2016 年第一季度的 70 台下降至 24 台。EIA 预计委内瑞拉的原油产量将在 2019 年继续下降，并且随着与制裁相关的最后期限过去，产量的下滑可能会继续加速。

图 9: 委内瑞拉原油产量

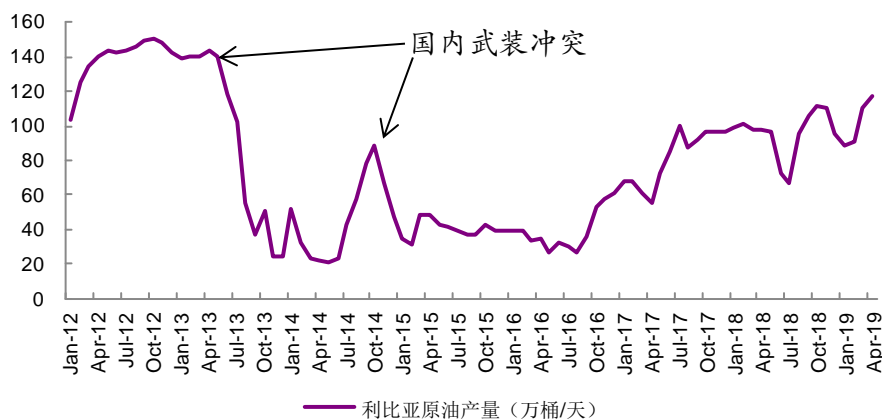


资料来源: OPEC, 光大证券研究所整理

利比亚方面，过去一年里受益于油价日益攀升，利比亚的石油产量增加了两倍已达到 117.6 万桶/日，但近期利比亚内战愈演愈烈，利比亚“国民军”如今已经控制了该国大部分的产油设施，由于“国民军”此前曾有试图阻止利比亚石油出口的意图，因此外界担心利比亚石油供给未来可能被中断。如果战争

局势达到 2011 年中期的水平，原油开采停止，石油供给量将迅速减少至零，每日超过 110 万桶供给的完全中断将对全球油市造成剧烈冲击。

图 10：利比亚原油产量受国内战乱影响程度较大



资料来源：OPEC，光大证券研究所整理

当前委内瑞拉和利比亚的产量面临极大的不确定性。如果 3-6 个月内两个国家的一个或者两个同时出现问题导致原油供给中断，那么原油供给端将趋紧。

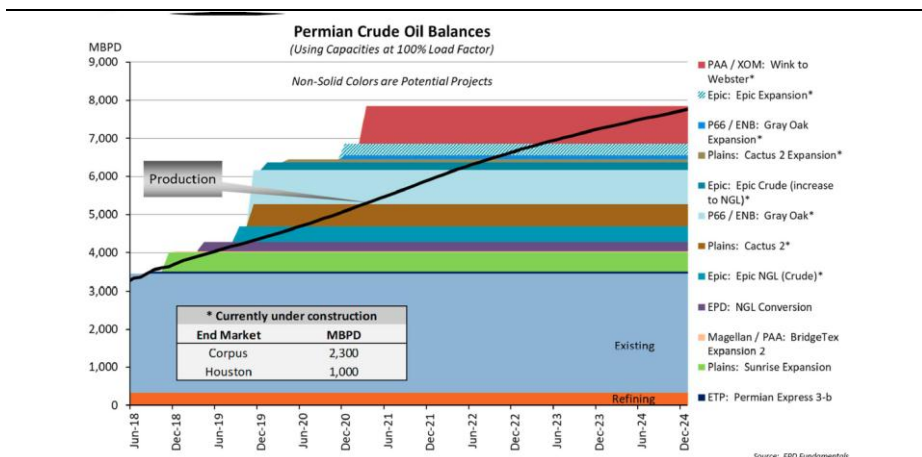
1.3、展望：四季度油价或将回落

页岩油产量瓶颈将在下半年消除

自页岩油革命后，美国页岩油产量持续增加。2011 年美国页岩油产量开始出现爆发性增长，从不足一百万桶每天到 2018 年的六百万桶每天，年复合增长率接近 30%。受益于页岩油产量的持续攀升，美国石油供给量大增。据 EIA 数据，美国石油产量与出口达到历史新高，原油产量在 5 月最后一周达到 1240 万桶/日，原油出口量在 2 月份创下 360 万桶/日的记录，有效填补了 OPEC+ 减产导致的原油供给端减少量。

根据 EIA 的分析，当前美国二叠纪地区的原油管道已经达到满负荷运输，管道运输的缺口使得页岩油的产量被迫放缓。由于管道运输的制约导致美国原油出口受限，Brent-WTI 原油现货价格差近期一直处于较高位置，在 10 美元/桶左右。美国新增管道的建设将对美国原油供给能力产生巨大提升——仅 Permian 盆地新建输油管道运能就将达到 650 万桶/日，其中 2019 年新建输油管道达到 340 万桶/日。随着三季度之后页岩油的管输能力的逐步释放，美国页岩油产量将进一步上行，对全球原油供应形成有力支撑。

图 11：美国二叠纪盆地管道建设进度（千桶/日）



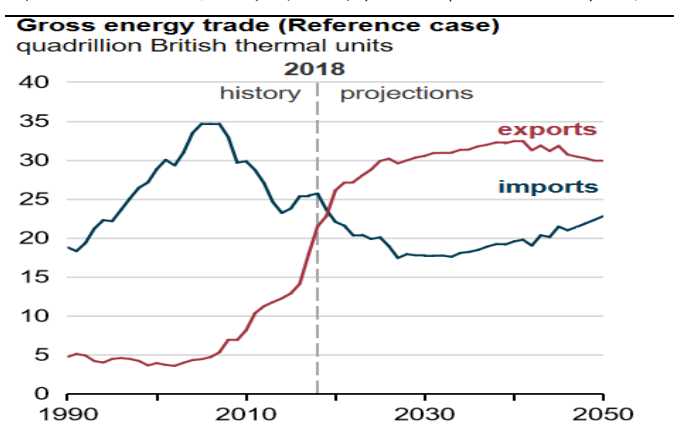
资料来源：EPD Fundamentals

美国对油价将面临两难选择

对美国来说，与油价下跌相比，油价上涨令特朗普面临失去更多选票的风险。在全球经济扩张放缓之际，经济的脆弱性受到关注，而油价适度下跌则将支持经济持续增长。基于此原因，特朗普频频喊话 OPEC 增产，避免因供给端紧缩导致油价过高。

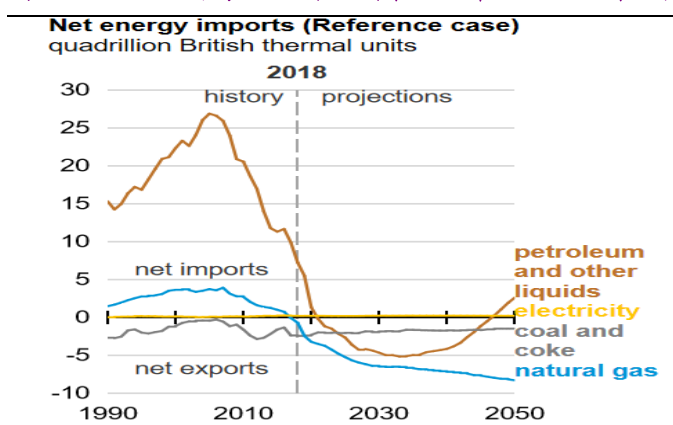
但是美国也面临着两难选择。随着页岩油革命的爆发，特别是今年三季度后管道建成投产，美国原油供给能力将大幅提高。据 EIA 预测，2019 年美国原油净进口量将降至 110 万桶/日，2020 年将降至仅 10 万桶/日。在 2020 年的最后三个月，美国将成为石油及其衍生品净出口国，出口量约为 90 万桶/日。如果原油价格太低则会损害美国原油企业的利益，对于美国石油产业具有不利影响，进而影响就业率状况。因此，美国原油产量的快速增长预期会使未来油价存在压力，但美国仍会避免油价过低对石油产业造成影响。

图 12：美国能源贸易情况（单位：千万亿英热单位）



资料来源：EIA

图 13：美国能源净进口情况（单位：千万亿英热单位）



资料来源：EIA

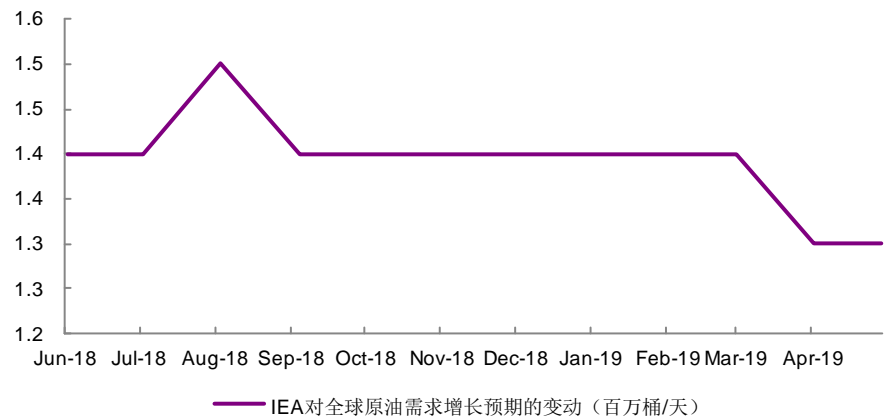
全球经济增速放缓，贸易摩擦抑制原油需求

自特朗普政府执政以来，其所推行的贸易保护主义政策对全球贸易环境造成恶劣影响，从而抑制了全球经济增长动力，加重市场担忧情绪和避险情绪，

加之全球局部动荡和地缘政治等不确定性的影响,全球经济增速在 2019 年表现出明显放缓的迹象,全球经济增速放缓将在一定程度上抑制了世界原油需求。美国东部时间 5 月 21 日,联合国发布《2019 年世界经济形势与展望年中报告》称,预计全球经济在 2019 年增长 2.7%,2020 年增长 2.9%。1 月份时,联合国对今明两年全球经济增速的预期都是 3%。

虽然联合国维持中国增速预期不变,但 5 月以来,中美贸易冲突再起,美国开始再次着手制裁中国企业,将对市场预期及企业信心造成持续的负面影响,干扰中国经济的健康发展。根据 EIA 月报,2019 年第一季度 OECD 国家石油需求已经出现下降,全球石油需求主要依靠以中国和印度为代表的非 OECD 国家的强劲需求的支撑。IEA 公布的 4 月月报也下调了 2019 年全球石油需求增长预测 9 万桶/日至 130 万桶/日。无疑,全球贸易摩擦的进一步升级将对全球石油需求产生负面影响。

图 14: IEA 对全球原油需求增长预期的变动



资料来源: IEA, 光大证券研究所整理

1.4、总结: 未来 3-6 月油价上行风险集中, 四季度后或将回落

我们认为原油价格的上行风险集中在未来 3-6 个月。目前全球原油市场能够吸收伊朗原油出口全部停止的冲击。但是当前委内瑞拉和利比亚的产量面临极大的不确定性, 如果 3-6 个月内两个国家的一个或者两个同时出现问题, 那原油价格的上行风险很大。但 2019 年下半年随着二叠纪盆地管输瓶颈的消除, 美国原油供给能力大幅增加, 预期四季度之后油价将会回落。

表 2: 不同情景下原油供给减少量和油价预期

场景	场景情况	预计供给减少量	3-6 个月内油价高点预期
场景一	只有伊朗一个季度内出口受控, 委内瑞拉、利比亚局势维持稳定	约 120 万桶/日	70-80 美元/桶
场景二	伊朗出口受控的同时, 委内瑞拉、利比亚其一国内局势恶化	约 180-230 万桶/日	80-90 美元/桶
场景三	伊朗出口受控的同时, 委内瑞拉、利比亚国内局势双双恶化	约 300 万桶/日	触及 95 美元/桶

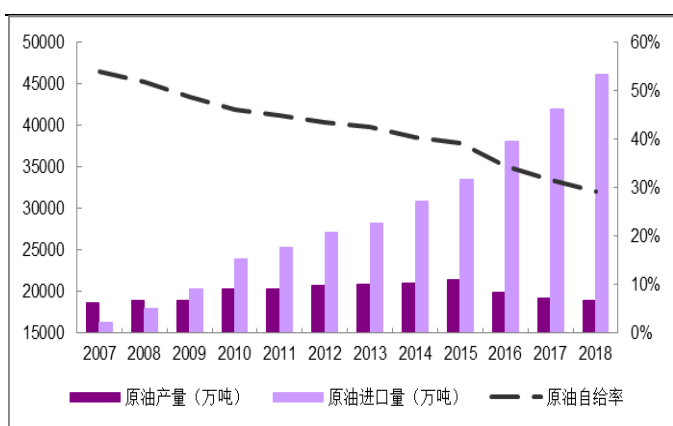
资料来源: 光大证券研究所预测

1.5、油服：上游资本开支提高预期明确，行业景气度有望复苏

油气对外依存度高，国家推进能源安全战略

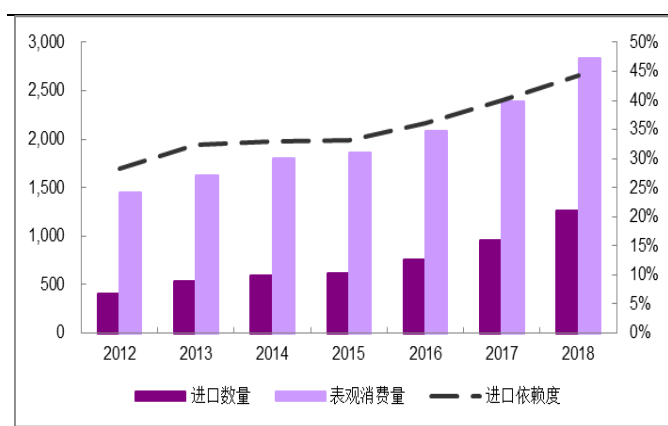
当前我国原油和天然气自给率逐年下降。国内原油产量从2015年以来持续下降，2018年原油年产18910.6万吨，为2007年以来的产量最低水平，2018年原油自给率仅为29.17%。我国天然气进口依赖度也持续攀升，2018年进口依赖度达44.36%。2018年我国首次超过日本，成为世界最大的天然气进口国。2019年1月16日举行的中国石油经济技术研究院发布会上，中石油集团指出“当前我国油气对外依存度高，构建全面开放条件下的油气安全保障体系，提升国际油气市场话语权是当务之急”。

图 15：我国原油产量及进口量（单位：万吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 16：天然气进口量及表观消费量（单位：亿立方米）



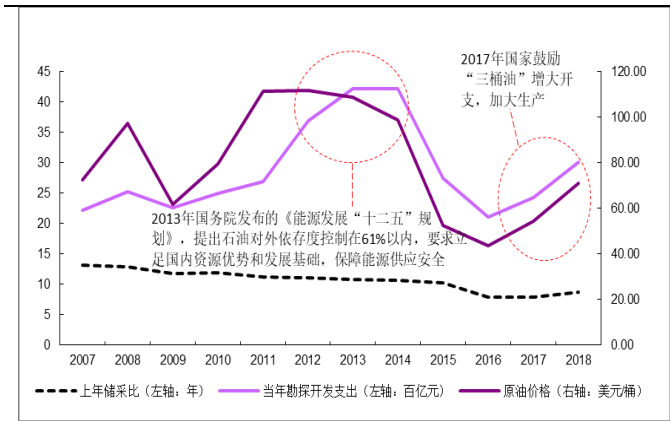
资料来源：Wind，光大证券研究所

对此，三大石油公司1月召开的2019年度工作会议上均明确表示要聚焦上游，加大勘探开发投入，努力实现有质量地增产，保证国内油气自给率。

三大石油公司加大上游勘探开发资本支出

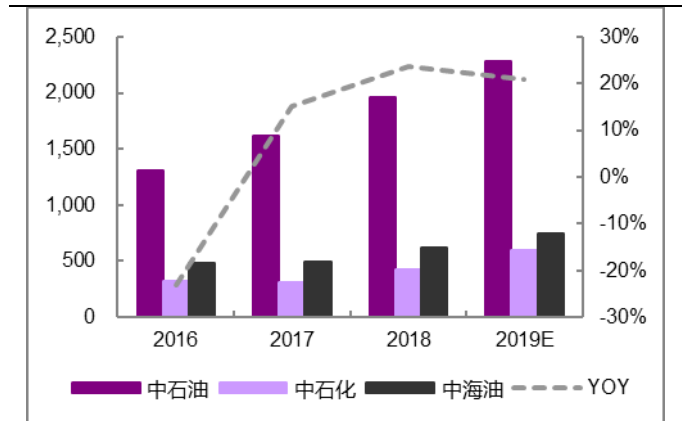
从历史经验来看，国家政策导向会显著影响油气公司的资本支出水平。2013年能源发展“十二五”规划提出要控制石油对外依存度后，中石油、中石化、中海油当年勘探开发支出水平均显著提升。2017年国家鼓励增大资本支出、加大生产后，三大石油公司当年勘探开发支出也止跌回升。

图 17：三大石油公司勘探开发支出受政策指引



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 18：三大石油公司勘探开发资本支出 (单位：亿元)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

受国家能源安全政策指引，三大石油公司均明确表示要提高上游资本支出。据各公司年报披露，中石油 2019 年资本支出预算为 2282 亿元，同比增加 16.4%；中石化计划勘探开发资本支出 596 亿元，同比增加 20.8%；中海油公布公司的资本支出预算总额为人民币 700-800 亿元，较上年增长 13% 至 29%。

油服行业作为石油产业链的上游，行业的营收规模直接受到油气公司勘探开发的资本支出水平影响。此次在国家批示的大方向指引下，三大石油公司资本支出预算明确提升，2019 年是勘探开发支出真正兑现之年，有利于带动国内油服行业公司营收增长。

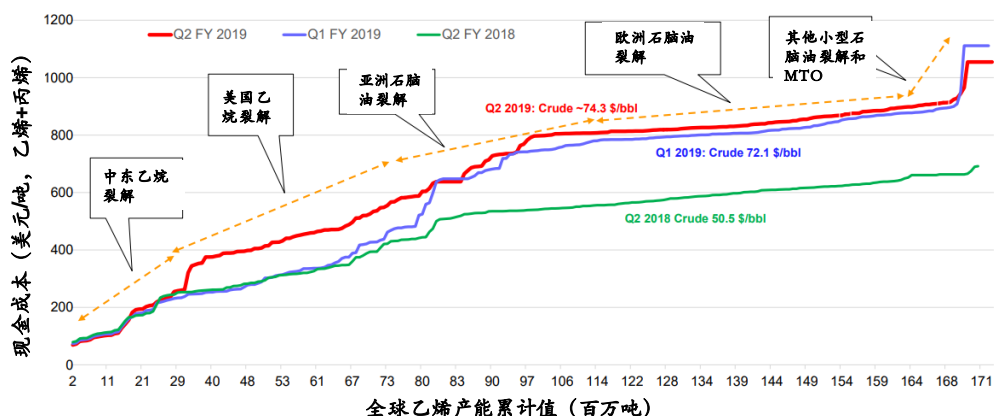
2、看好轻烃裂解的投资机会

2.1、乙烷裂解的历史性机遇

跟 PDH 项目类似，乙烷裂解制乙烯项目的投资逻辑也是利用了北美富余的乙烷资源，充分利用廉价乙烷相对于石脑油组分的成本优势，在生产乙烯上具有较大成本优势。乙烷裂解制乙烯项目也是民营企业快速切入大石化领域的有效途径。

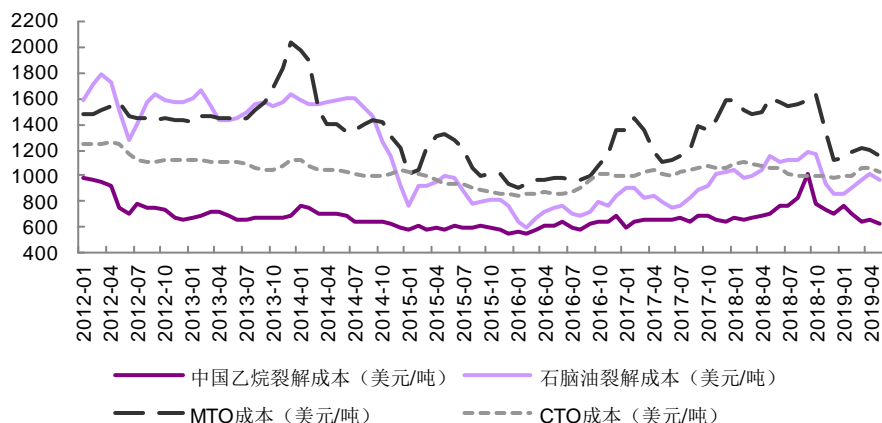
乙烯的三种制备路径中，作为轻烃裂解的乙烷裂解制乙烯路径成本占优，甚至优于石脑油裂解。而且油价越高，乙烷裂解路径的成本优势越显著。按照印度信实工业的测算，中东和美国的乙烷裂解装置居于全球乙烯成本曲线的最左端，亚洲和欧洲的石脑油裂解居中，小型石脑油裂解和 MTO 装置成本最高；且乙烷裂解路线相比石脑油裂解路线的成本优势随着油价的提升而拉大（下图印度信实已运行 150 万吨乙烷进料的乙烷裂解制乙烯装置）。

图 19: 乙烷裂解制乙烯的成本始终在成本曲线的左端



资料来源: Reliance Industries, 备注: Q2 FY2019 为印度财年, 对应为国内的 2018Q3

图 20: 乙烯各条路线成本变化



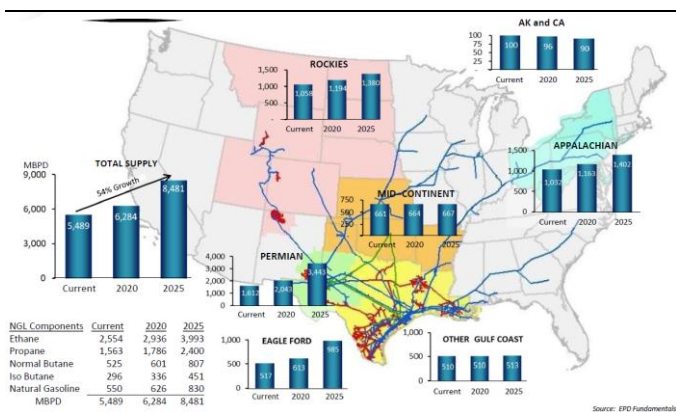
资料来源: Wind, Bloomberg, 光大证券研究所测算

具体到从美国进口乙烷在中国沿海做乙烷裂解制乙烯项目，根据我们的测算，假设 MB 乙烷 250 美元/吨，国内聚乙烯 10000 元/吨，单吨乙烯净利约 2000 元。即一套 125 万吨的乙烷裂解装置，即使全部生产初级聚乙烯，我们估算的净利润也有 25 亿。

美国的乙烷平衡：资源充足，短期面临分离、管输和出口瓶颈

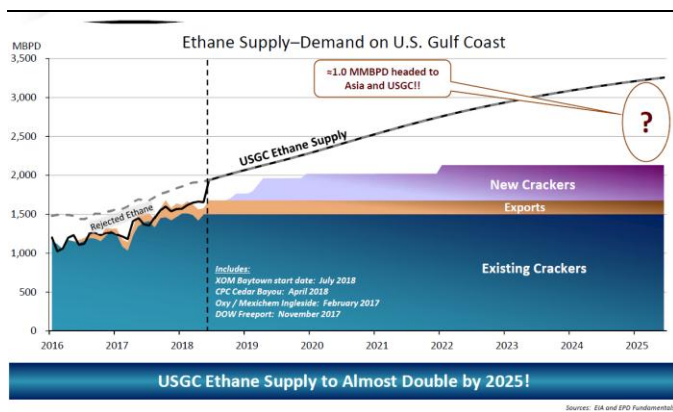
按照美国管道公司 EPD 在 2019 年 4 月的预测：当前美国乙烷的产量是 2554 千桶/天，到 2020 年预计增加 382 千桶/天，到 2025 年预计再增加 1057 千桶/天。而 2018 年、2019 年和 2020 年以后美国本土规划的乙烷裂解制乙烯项目对乙烷的新增需求分别是 340 千桶/天、265 千桶/天和 295 千桶/天。2018-2020 年，美国新增的乙烷产量除了满足国内装置需求外，仍有余量可以出口。2021 年以后，美国新增的乙烷产量将主要面向出口市场。

图 21：美国乙烷供应充足



资料来源：EPD Fundamentals

图 22：到 2025 年美国墨西哥湾乙烷供应有望翻倍



资料来源：EPD Fundamentals

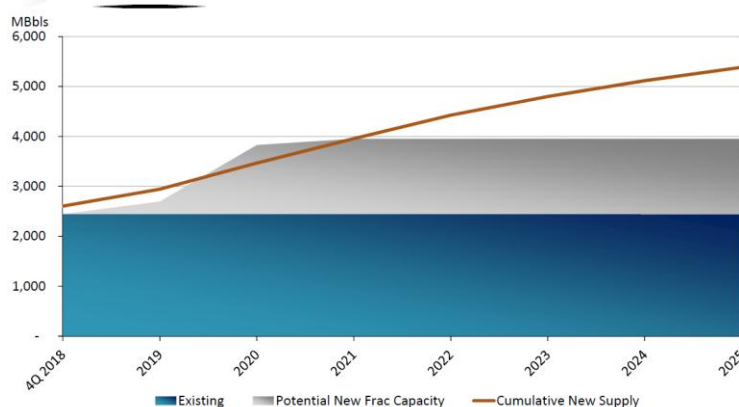
表 3：美国第二波乙烷裂解制乙烯项目进度

公司	位置	产能 (万吨)	乙烷消耗量 (千桶/天)	投产时间
Occidental Chemical/ Mexichem	Ingleside, TX	65	40	在产
Chevron Phillips Chemical	Cedar Bayou, TX	150	90	在产
DowDupont	Freeport, TX	150	90	在产
ExxonMobil Chemical	Baytown, TX	150	90	在产
Indorama	Lake Charles, LA	50	30	2018Q4
2018 年小计		565	340	
Shintech	Plaquemine, LA	60	35	2019
Sasol	Lake Charles, LA	150	90	2019
Formosa Plastics	Point Comfort, TX	130	80	2019
Westlake/ Lotte	Lake Charles, LA	100	60	2019
2019 年小计		440	265	
Total/ Borealis/ Nova	Port Arthur, TX	100	60	2020 以后
Shell	Monaca, PA	160	95	2020 以后
DowDupont	Freeport, TX	50	30	2020 以后
Sabic/ ExxonMobil	Corpus Christi, TX	180	110	2020 以后
2020 以后小计		490	295	

资料来源：EPD Fundamentals, 光大证券研究所整理

乙烷价格超过 200 美元/吨, Permian 地区的管道商已经有足够动力来新建分离和管输设施, 2019 年中 NGL 管输瓶颈有望得到阶段性解决, 分离能力也同步建设。美国乙烷供给充足, 价格低廉, 我们预计美国乙烷价格将在 200-350 美元/吨之间波动。

图 23: MB 地区的分离能力



This chart measures total supply vs. Mont Belvieu Frac capacity and does not consider available capacity in Louisiana, South Texas or at Conway

Source: IEA and EPD Fundamentals published Aug. 2018

资料来源: EPD Fundamentals

未来北美充足而廉价的乙烷资源供应将保证在美国以外,比如东北亚建立乙烷裂解制乙烯装置能够获得高回报。但中美贸易摩擦的不断发酵也给项目前景蒙上了一层阴霾。

2.2、轻烃裂解副产氢气的利用

氢能源进入快速发展时期,如果考虑副产氢气的利用,轻烃裂解的长期盈利能力有向上重估的空间,因为当前轻烃裂解的氢气基本都以燃料形式烧掉或者排空,氢气的价值没有得到充分挖掘。

我们假设未来氢气外售按 1.5 万/吨和 2.0 万/吨价格外购,现有氢气的成本按照 5000 元/吨的天然气价格计价。在 1.5-2.0 万/吨的氢气售价假设下,我们估算下来,PDH 装置的单吨盈利水平有望提高 240-350 元/吨,45 万吨的丙烷脱氢能够提高盈利 1.1-1.6 亿元。乙烷裂解的单吨盈利有望提高 460-690 元/吨,125 万吨的乙烷裂解制乙烯能够提高盈利 5.8-8.7 亿元。

表 4: 45 万吨 PDH 盈利评估

公司	原始盈利	利用氢气后盈利
假设氢气售价 1.5 万/吨	800 元/吨, 合计 3.6 亿净利	1040 元/吨, 合计 4.7 亿净利
假设氢气售价 2.0 万/吨		1150 元/吨, 合计 5.2 亿净利

资料来源: 光大证券研究所预测

表 5: 125 万吨乙烷裂解盈利评估

公司	原始盈利	利用氢气后盈利
假设氢气售价 1.5 万/吨	2000 元/吨, 合计 25 亿净利	2460 元/吨, 合计 30.8 亿净利
假设氢气售价 2.0 万/吨		2690 元/吨, 合计 33.7 亿净利

资料来源: 光大证券研究所预测

鉴于氢气的物流成本很高,化工氢源的地理位置至关重要。PDH 和乙烷裂解项目大多位于沿海发达区域,例如卫星石化项目在嘉兴和连云港、东华能源在宁波和张家港、金发科技(宁波海越)在宁波、金能科技在青岛,地理位置都非常优越。

图 24：沿海氢源走廊



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所整理，备注：截止 2019 年 4 月

3、民营大炼化和 PTA 的景气周期

3.1、民营大炼化：项目达产和预期的逐步兑现

包括恒力大连长兴岛项目、浙石化项目和盛虹连云港项目在内的民营大炼化项目均布局在国家七大石化基地，项目起点高。民营大炼化项目相比现有的炼化项目，具有长期竞争力：

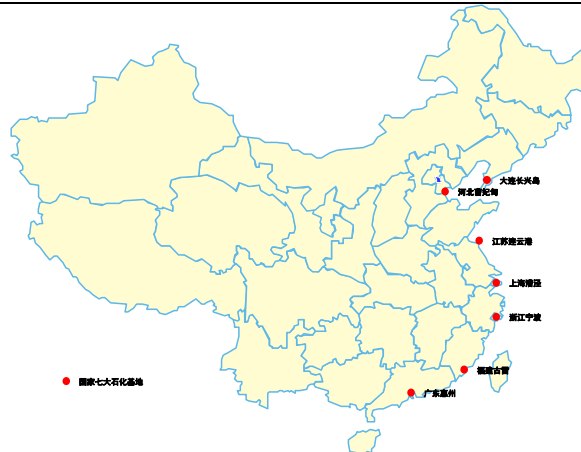
1) 规模大：恒力大连长兴岛项目 2000 万吨，浙石化舟山项目两期 4000 万吨，恒逸文莱项目两期 2200 万吨，盛虹连云港项目 1600 万吨，这些民营大炼化项目的规模不仅是在国内，放眼全球都是极具规模优势的。2018 年，国内炼厂平均规模仅 412 万吨/年，世界平均为 759 万吨/年。

2) 深加工能力强：民营大炼化项目均配备了炼油、芳烃和烯烃的一体化设计，原油和化工品深加工能力强，原料适应性强，装备和技术采用世界先进水平。

3) 配备下游产业链：炼化项目按多产化工品设计，产出的大量芳烃和乙二醇可用于企业现有的 PTA 和聚酯产业链，建成后全产业链一体化程度高。

4) 这几家聚酯企业经历了几十年的发展，从众多民营企业和国有企业中脱颖而出，成为聚酯和 PTA 产业的龙头公司，已证明有优秀的管理能力和高效的运营能力。

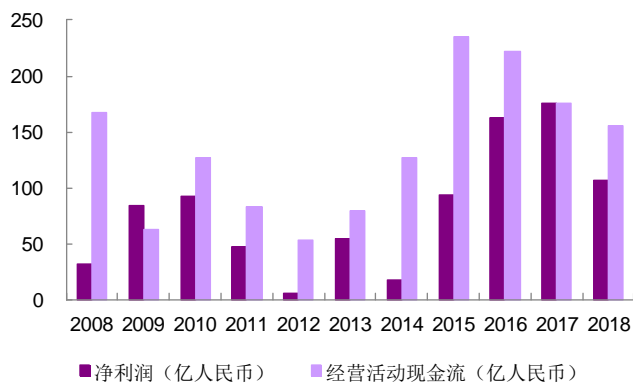
图 25: 国家七大石化基地



资料来源: 光大证券研究所

参照台塑石化和印度信实的发展历程和业绩波动，我们对民营大炼化项目和乙烯项目的长期盈利能力充满信心。台塑石化拥有 2700 万吨炼油和 300 万吨乙烯产能，在行业景气高点实现了 150 亿以上的利润，即使行业低点也有 50 亿左右的利润。印度信实在 2017 年新增 220 万吨 PX 产能和 125 万吨乙烷裂解制乙烯产能，带动其化工品板块的毛利实现了几乎翻倍增长。

图 26: 台塑石化净利润波动



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 27: 印度信实化工品板块毛利波动



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理

但是，不可否认的是，大型炼化一体化项目是复杂的系统工程，从项目中交、投料试车到满负荷，需要时间和逐步磨合调整。成品油的消化是民营炼化项目相较于两桶油的薄弱环节和难点，何时有效解决国内成品油的销售问题，何时拿到出口配额，对项目的盈利至关重要。

表 6: 民营大炼化项目投产进度

项目	进度预期
恒力石化大连长兴岛 2000 万吨	2019 年 5 月全面投产, 2020H2 乙烯
浙石化舟山一期 2000 万吨	2019Q2 成品油、Q3PX、Q4 烯烃
恒逸文莱一期 800 万吨	2019Q2 成品油, Q3PX

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

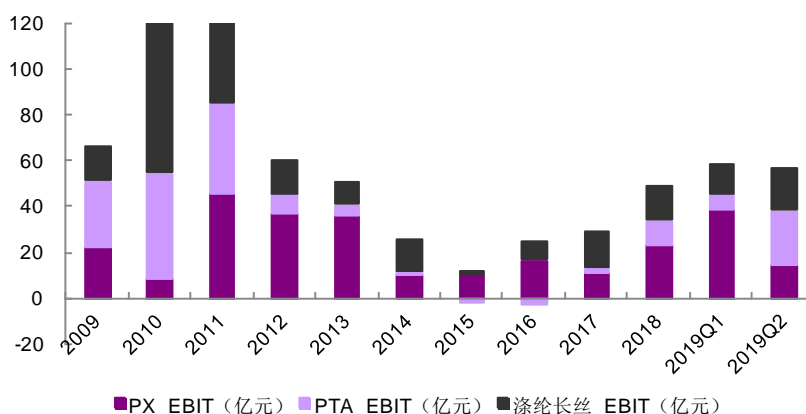
值得注意的是，受产能大量投放和经济需求增速放缓的影响，炼油、烯烃和芳烃行业，自 2018 年起或都将进入景气下行周期。民营大炼化项目刚投产，可能就要面临主要产出品周期景气度向下的考验。但是，民营大炼化项目和大型轻烃裂解项目，项目本身是具有竞争力的，是居于成本曲线左端的产能，这些企业产业链完整，也有较强的抗风险能力。对于这些企业来说，新增的项目体量可能是现有项目的 1 倍甚至几倍，他们通过大型石化项目将完成跨越式发展，成为国内最具规模体量和发展潜力的化工巨头。

3.2、聚酯产业链：2019 年 PTA 景气确定性高

为了探讨“PX-PTA-聚酯”一体化企业的盈利波动，我们虚构一家拥有 350 万吨涤纶长丝，300 万吨 PTA 和 200 万吨 PX 的一体化企业。我们按照行业龙头的盈利水平来计算该一体化企业的 EBIT。

我们假设： $POY \text{ 价差} = POY/1.17 - 0.855 * PTA / 1.17 - 0.335 * MEG / 1.17 - 750$ ， $FDY \text{ 价差} = FDY/1.17 - 0.855 * PTA / 1.17 - 0.335 * MEG / 1.17 - 1150$ ，长丝按 $(2/3POY + 1/3FDY)$ 比例构成； $PTA \text{ 价差} = PTA / 1.17 - 0.656 * PX - 450$ ； $PX \text{ 价差} = PX - \text{石脑油} - 250 \text{ 美元}$ 。涤纶长丝、PTA 和 PX 环节的管理费用和销售费用分别按 6 亿元、3 亿元和 5 亿元来估算。此外我们假设 350 万吨涤纶长丝、300 万吨 PTA 和 200 万吨 PX 的投资额分别是 120 亿元、60 亿元和 100 亿元，合计 280 亿元。图 28 和表 7 为各个环节年度 EBIT 的估算。

图 28：一体化企业的 EBIT 估算



资料来源：光大证券研究所

回顾从 09-19Q1，这样一家企业，在周期底部 EBIT 有 9 亿元，在景气高点有 100 亿以上 EBIT，中位数 49 亿。涤纶长丝、PTA 和 PX 三个环节的都有各自的周期波动，单一环节可能发生年度亏损，但对一体化企业来说，整体亏损的概率很低。一体化企业在抵御周期波动上有显著优势。

表 7：一体化企业各个环节的 EBIT 周期波动（以年为单位）

EBIT	高点	低点	中值
涤纶长丝	67 亿	1 亿	15 亿
PTA	46 亿	-2 亿	6 亿
PX	46 亿	9 亿	19 亿
一体化企业	128 亿	9 亿	49 亿

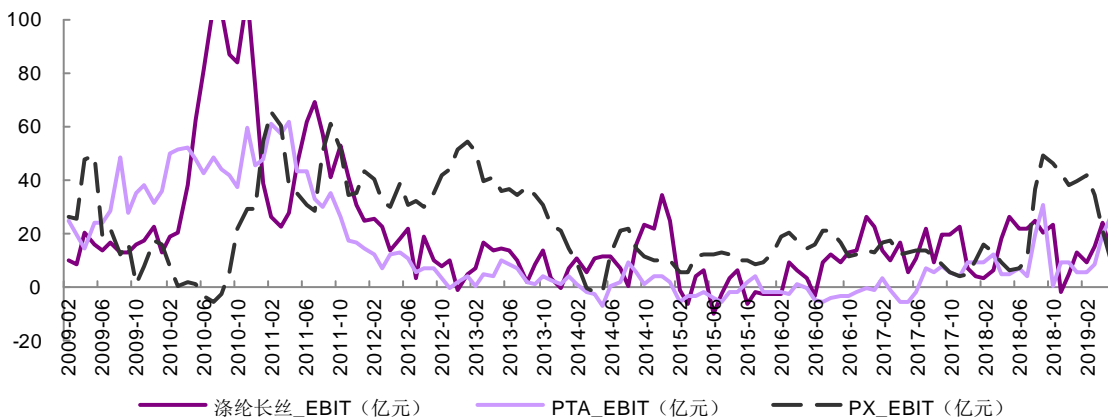
资料来源：光大证券研究所

把三个环节作为一个整体来看，行业存在显著的周期波动性。09-19Q1，行业有两波上行周期。第一波是 09-11 年，先是涤纶长丝和 PTA 景气，之

后 PX 也景气，11 年达到历史景气顶峰。2011 年后随着涤纶长丝和 PTA 全行业大扩产，行业盈利一路下滑至 2014-2015 年触底。第二波是 15 年至今，行业进入回暖上升通道。

在我们的讨论中，涤纶长丝的景气程度是至关重要的，当我们去观察历史上三个环节景气先后顺序时，发现两轮景气周期都是从涤纶长丝开始的，然后带动 PTA 景气，最后惠及 PX。特别是 2010 年，在长丝和 PTA 景气的带动下，PX 走了一个从下行周期到上行周期的过程。

图 29：三个环节景气的先后顺序



资料来源：光大证券研究所

回顾 09-19Q1，“PX-PTA-涤纶长丝”这三个环节基本按照涤纶长丝先景气，带动 PTA 景气，最后惠及 PX 的顺序波动。每一轮各个环节的供需紧张程度和扩产速度会引起波动的些许差别。

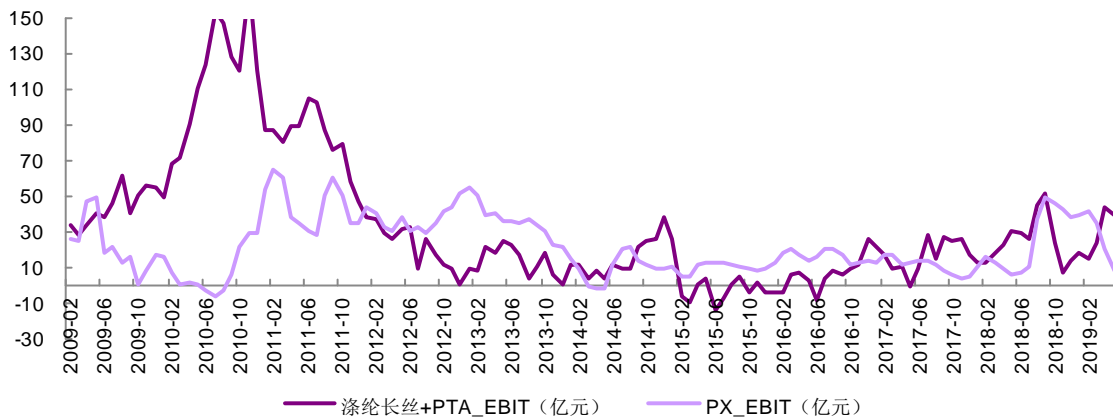
表 8：景气周期的传导顺序

涤纶长丝			PTA			PX			上行周期滞后时间
底部	顶部	周期长度	底部	顶部	周期长度	底部	顶部	周期长度	
2009.3	2010.11	20 个月	2009.4	2011.2	22 个月	2010.7	2011.2	7 个月	PTA 滞后涤纶长丝 1 个月，PX 滞后 PTA 15 个月，滞后涤纶长丝 16 个月
2015.6	2018.8	38 个月	2017.5	2018.9	16 个月	2017.11	2018.9	10 个月	PTA 滞后涤纶长丝 23 个月，PX 滞后 PTA 6 个月，滞后涤纶长丝 29 个月
顶部	底部	周期长度	顶部	底部	周期长度	顶部	底部	周期长度	下行周期滞后时间
2010.11	2012.12	25 个月	2011.2	2014.5	39 个月	2011.2	2014.5	39 个月	PTA 滞后涤纶长丝 3 个月，PX 滞后 PTA 0 个月，滞后涤纶长丝 3 个月

资料来源：光大证券研究所

两次 PX 大扩产，“涤纶长丝+PTA”的 EBIT 的变化却差别巨大：1) 09-10 年，PX 产能大扩张，PX_EBIT 盈利下滑；09-10 年为化纤行业大牛市，“涤纶长丝+PTA”价格一路上涨，利润一路扩大，后期也带动了 PX 价格和利润的上涨，直到整个产业链见顶，“涤纶长丝+PTA”景气周期结束。2) 13-14 年，涤纶长丝和 PTA 行业低迷，PX 大幅扩产和盈利下滑，并没有带来“涤纶长丝+PTA”盈利的扩大。

图 30: PX 大扩产条件下, PX 和“涤纶长丝+PTA” EBIT 的变迁



资料来源: 光大证券研究所

2019 年, 国内 PX 产能将增加 1280 万吨, 国内产能增长超 90%, 全球产能增长也超 20%, 产能大部分在二季度后投产。2019-2020 年, 国内 PX 的进口量预计将减少 300-700 万吨, 自给率大幅提升。本轮 PX 的扩产增速和绝对值都远超过前两次。

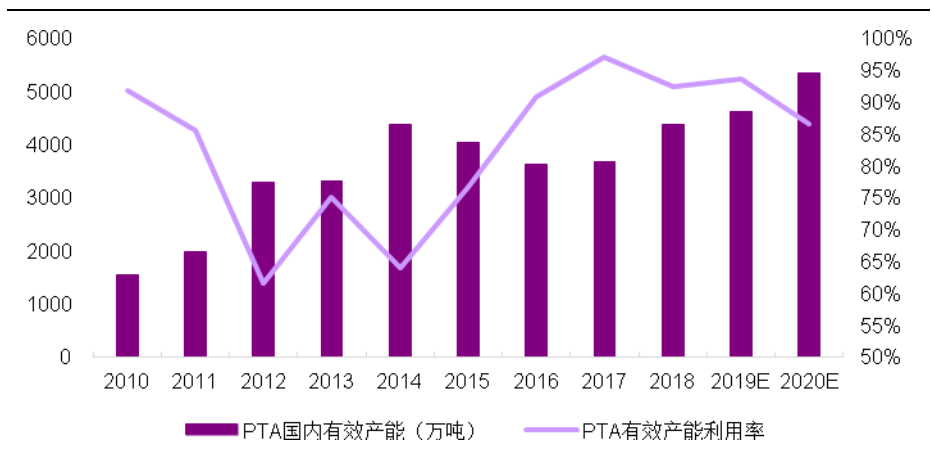
表 9: 2019 年 PX 新增产能

生产商	产能 (万吨)	地点
恒力石化	450	大连
中化弘润	80	潍坊
恒逸文莱	150	文莱
海南炼化二期	100	海南
东营联合石化一期	100	东营
浙石化一期	400	舟山
合计	1280	

资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所整理

2019 年, 我们预计 PTA 将维持供需紧张的局面, 因为 PTA 新一轮的扩产周期在 2019Q4 才会到来。2019 年, PTA 新增产能只有 2019Q1 福海创 150 万吨, 2019Q2 四川晟达 100 万吨, 最大的冲击来自 2019Q3 末新凤鸣 220 万吨产能的投产, 前三季度供需将维持紧张。2019 年以后, PTA 行业又将面临新一轮的产能周期, 包括新凤鸣的另一套 220 万吨, 恒力石化的两套 250 万吨, 逸盛系的 600 万吨, 桐昆的两套 250 万吨等都将投产。

图 31: PTA 有效产能利用率变化



资料来源: Wind, CCF, 卓创资讯, 光大证券研究所预测

民营大炼化企业已经配齐“PTA+涤纶长丝”环节，2019 年将新增 PX 环节。从长周期角度考虑，民营大炼化企业的长周期盈利能力将显著增强。业绩方面，不考虑大炼化项目的贡献，2019 年 PTA 占比高的企业业绩较为稳健。

表 10: 民营大炼化公司产能情况 (至 2019 年底)

	涤纶长丝	PTA	PX
桐昆股份	640 万吨	370 万吨	80 万吨
恒力股份	155 万吨	660 万吨	450 万吨
恒逸石化	455 万吨	600 万吨	105 万吨
荣盛石化	110 万吨	600 万吨	360 万吨
东方盛虹	190 万吨	150 万吨	-

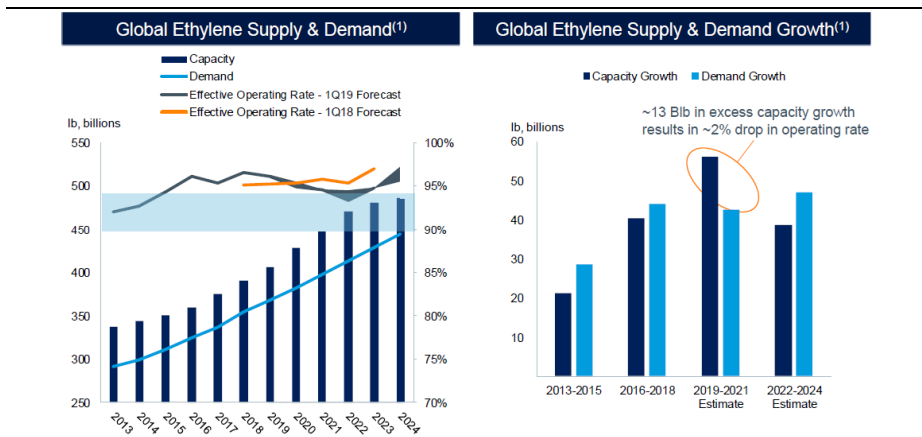
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

4、基础石化产品面临周期下行的压力

4.1、烯烃行业处于下行周期

2017 年全球乙烯总产能约 1.76 亿吨, 需求量 1.64 亿吨, 供需基本持平。2018-2020 年, 全球乙烯仍处于新一轮乙烯产能释放时期, 景气下行, 最先受到冲击的是 MTO 和高成本石脑油裂解装置; 但 2022 年后, 开工率有望有所恢复。页岩油气发展带动乙烯原料轻质化, 2018 年全球新增乙烯产能约 650 万吨, 主要来源于美国三套大型乙烷裂解装置。

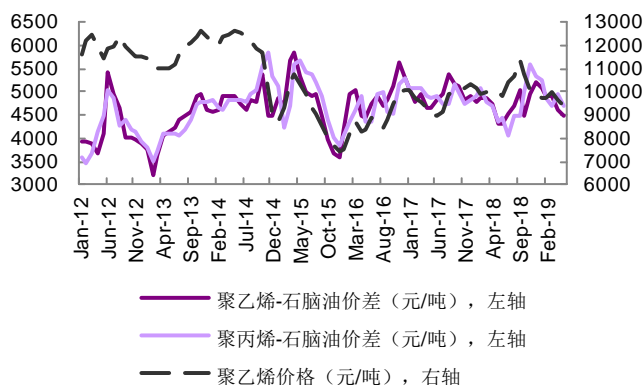
图 32：全球乙烯供需平衡



资料来源：IHS，Wood Mackenzie，LYB estimates

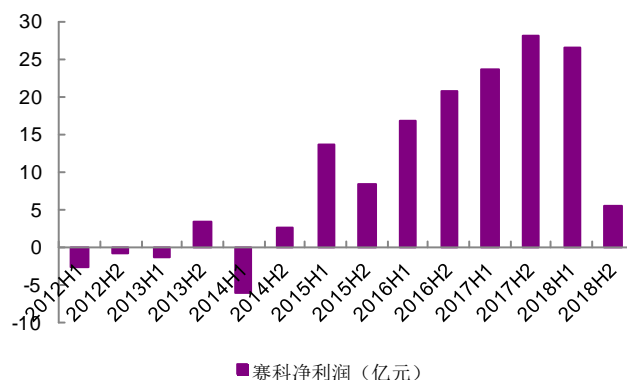
2018 年我国乙烯产量 1841 万吨，增速 9.5%，表观消费量 2099 万吨，增速 9.6%；但乙烯当量消费量约 4610 万吨，缺口超过 2500 万吨，自给率不到 50%。2019 年 1-4 月我国乙烯产量 675 万吨，增速约 10.4%。“十三五”期间是乙烯产能建设并投产的高峰期，以石脑油为主要原料的数个百万吨级乙烯装置将集中投产，民营企业和两桶油均有大型项目投产。

图 33：烯烃景气周期



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 34：上海赛科净利润波动情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2014 年以来，烯烃行业景气度向上显著提升，叠加低油价对化工品需求的利好，以及油价的逐步回暖，2016-2018 年，以石脑油裂解为代表的乙烯装置盈利处于历史高点。以上海赛科为例，拥有 109 万吨/年乙烯生产装置，产品包含 60 万吨聚乙烯、25 万吨聚丙烯、52 万吨丙烯腈、65 万吨聚苯乙烯等，赛科 2017 年下半年至 2018 年上半年业绩创了历史新高。持续 3 年的乙烯高景气，和国内近 50% 的乙烯当量缺口，吸引了大量大型石脑油裂解、煤制烯烃和轻烃裂解装置的开工建设。

表 11: 未来部分国内新增乙烯产能——蒸汽裂解 (万吨)

企业/项目名称	新增能力	建设进度	企业/项目名称	新增能力	建设进度
浙石化舟山一期	140	乙烯 19 年 6 月底中交, PP9 月, PE10 月底	揭阳石化	120	2021 投料
辽宁宝来	100	2019 年 9 月投产	鲁清石化	120	2021 竣工
中科	80	2019 年 12 月底中交	珠海宝塔石化	80	基础设计开始
恒力石化	150	2020 年 6 月中交	浙石化舟山二期	140	在建
武汉石化 (中韩石化)	30	改扩建, 从 80 到 110, 2020 年 9 月投产	盛虹石化	110	在建
中石化海南石化	100	2020 年投产	巴斯夫	100	2026 投产
中化泉州	100	2019 年底中交	埃克森美孚	120	规划
福建古雷	80	2020 年底投产	齐鲁石化	100	可研
华锦股份	150	2021 年 12 月底中交	扬子石化	100	可研
镇海炼化二期	120	2021 年 6 月中交	独山子	140	规划
合计			2180		

资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所整理

表 12: 未来部分国内新增乙烯产能——甲醇制烯烃 (万吨)

企业/项目名称	新增能力	建设进度	企业/项目名称	新增能力	建设进度
康乃尔	30	竣工, 2019 年初投产	新疆中泰化学	30	前期准备, 计划 2020 年建成投产
鲁西化工	12	2019 年一季度投产	天津渤化	30	2020 年 6 月 30 日中交
青海大美煤业	30	中交, 计划于 2019 年上半年投产	中石化长城能源	30	19 年 1 月设计招标, 预计 2021 年 6 月投产
久泰能源	28	2019 年投产	内蒙古华星新能源	30	2018.8 可研编制完成, 环评报告正在做环境监测等前期工作
南京诚志永清	24	预计 2019 年 7 月投产	国电投内蒙古	34	项目启动
中安联合	35	2019 年 6 月打通全流程	宁夏宝丰能源集团	30	环评公示
延长中煤榆林	30	2019 年底中交	山西焦煤集团飞虹化工	30	环评批复
合计			403		

资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所整理

表 13: 未来部分国内新增乙烯产能——轻烃裂解 (万吨)

企业/项目名称	新增能力	建设进度	企业/项目名称	新增能力	建设进度
新浦化学	65	2019 年中投产	塔里木油田	60	在建, 铁路开工
卫星石化	125	2020 年下半年	兰州石化 (长庆)	80	环评
宁波华泰盛富	60	计划 2020 年建成	天津渤化	100	规划
烟台万华	100	2020 年 4 月投产	南山集团	200	在建
广西投资集团	120	规划在建, 2021 年 8 月建设完成			
合计			910		

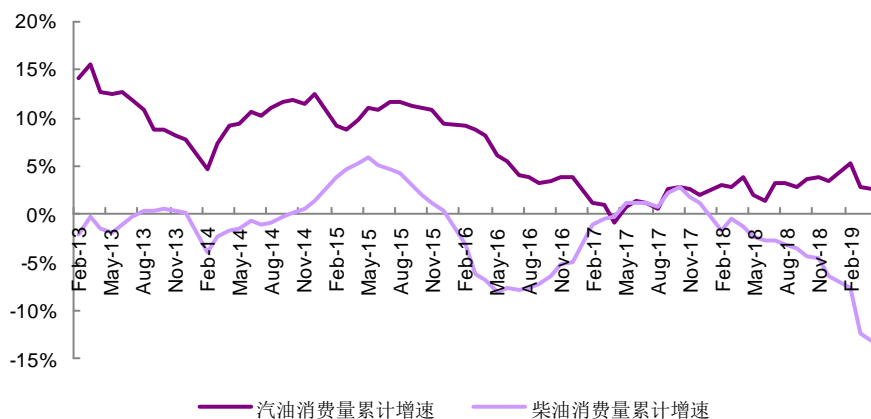
资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所整理

4.2、成品油过剩加剧的压力

受国内经济增速放缓影响, 成品油消费增速下行趋势显著。2019 年 1-4 月, 国内汽油消费量同比+2.6%, 而柴油消费量同比-13.2%。汽油消费增长降速, 而柴油消费增速作为经济的晴雨表表现疲软。在国内成品油需求的天花板已然显现的背景下, 国内炼油行业在未来几年有大量新产能将投放, 成

品油市场过剩压力非常大，加大成品油出口和淘汰落后炼油产能才是出路。

图 35：国内成品油消费增速面临压力



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

目前国内炼油行业以中石油、中石化两大集团为主，中海油、中国化工、中国中化、地方炼厂等多方企业共同参与。2018 年中国炼油能力为 8.31 亿吨/年，同比增长 2.7%；新增炼油能力 3390 万吨/年，淘汰 1165 万吨/年；原油加工量 6.06 亿吨，同比增长 6.7%，全国炼厂平均开工率 72.9%。三大油品净出口量首次突破 4000 万吨，同比增长 12.4%，产能过剩压力较大。

2019 年，随着民营企业炼化项目特别是恒力石化、浙石化（一期）两个 2000 万吨级炼厂的建成，我国炼油能力将继续上升。预计 2019 年全国炼油加工能力将净增 3200 万吨/年，我国炼油能力将达到 8.63 亿吨，产能过剩进一步加剧。

表 14：未来国内新增炼油能力情况（万吨/年）

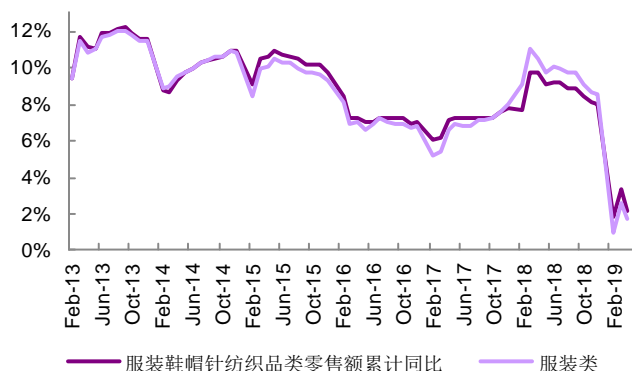
2020 年以前（含）			2020 年以后		
企业/项目名称	新增能力	建设进度	企业/项目名称	新增能力	建设进度
华北石化（改扩建）	500	投料开工	盛虹石化	1600	2018 年底开工，2021 年中交
大榭石化（改扩建）	600	2019 年初投产	中谷琪珑	800	2020 年中投产
恒力石化	2000	2019 年中投产	中委揭阳石化	2000	复工，2021 投料
浙石化舟山（一期）	2000	2019 年中投产	华锦石化（新建）	1500	2021 年中交
中科大炼油	1000	2019 年底中交，2020 投产	镇海炼化	1500	2021 年中
古雷石化	1600	已动工，2020 年底投产	浙石化舟山（二期）	2000	2021 年中交
泉州石化（改扩建）	300	2020 年底			
合计			17400		

资料来源：各公司官网、公告，中石油经研院，光大证券研究所整理

4.3、聚酯需求的不确定性加大

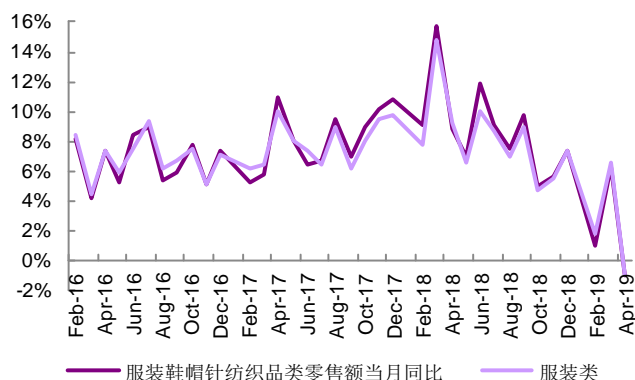
观测终端零售额数据，和涤纶长丝强相关的纺织类和服装类产品的零售额累计同比和同比增速从 2018Q4 开始已经出现了下行，2019 年以来增速大幅放缓，2019 年 4 月当月同比增速十年来首次出现负值。其他弱相关的，如日用品类、建筑及装潢材料类、汽车类零售额增速也出现了不同程度的下行，汽车类当月同比增速已连续一年为负值。

图 36: 纺织服装零售额累计同比增速



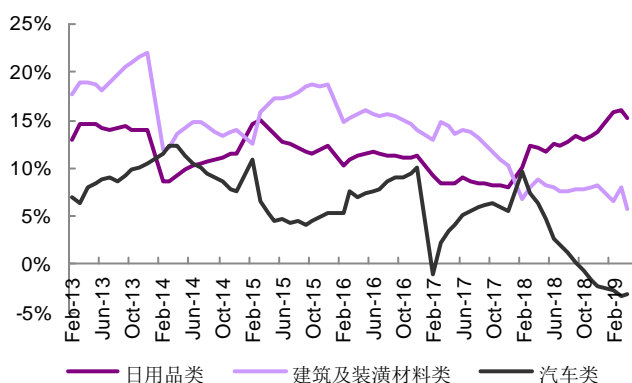
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 37: 纺织服装零售额同比增速



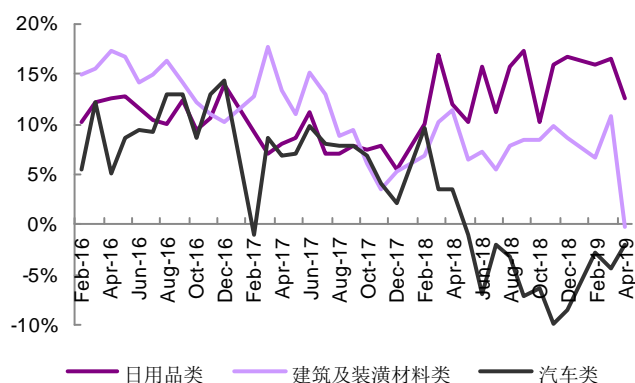
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 38: 其他相关行业零售额累计同比增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

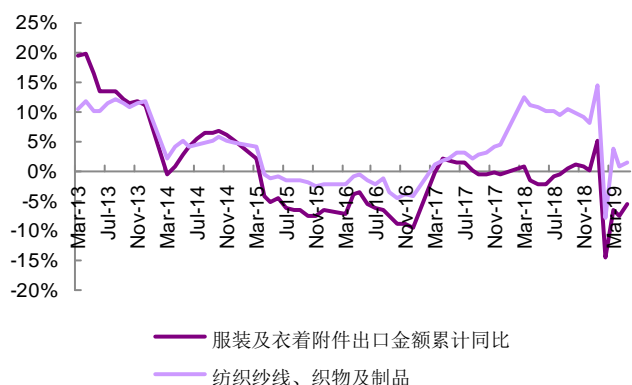
图 39: 其他相关行业零售额同比增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

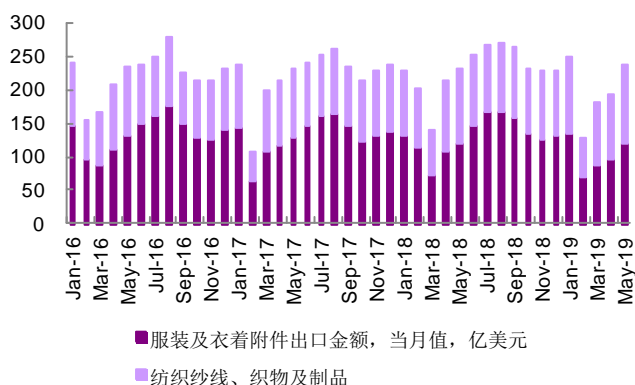
从出口数据来看,2019年1-4月,终端的纺织服装累计同比增速为负值,而纱线方面受国内纺服产业转移的影响,勉强维持正增长。经过出口结构的调整,5月出口增速有好转迹象。

图 40: 纺织服装出口累计同比



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 41: 纺织服装出口当月值



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

4.4、看好低成本路径和大型一体化企业

在烯烃、成品油和芳烃 3 大石化行业周期向下的行业背景下，在经济环境不确定性加大外部环境下，石化新项目的成本和生存能力显得尤为重要。我们看好轻烃裂解项目（包含 PDH 和乙烷裂解）的原料路径优势，看好配套完善的煤制烯烃路径，看好大型炼化一体化项目的综合竞争能力，看好产业链配套完善的聚酯龙头企业。

5、投资建议

5.1、推荐轻烃裂解龙头卫星石化

轻烃裂解是烯烃低成本的制备路径，在烯烃行业的下行周期中，仍具备成本优势。同时轻烃裂解行业也是油价上行的受益者，是沿海低成本的氢资源来源。我们看好国内上乙烷裂解项目的轻烃裂解龙头卫星石化的投资机会。

表 15：轻烃裂解相关标的

公司	轻烃裂解产能
卫星石化	现有 90 万吨 PDH，250 万吨乙烷裂解制乙烯在建
东华能源	现有 126 万吨 PDH，66 万吨 PDH 在建
万华化学	现有 75 万吨 PDH，100 万吨丙烷裂解制乙烯在建
金发科技（宁波海越）	现有 60 万吨 PDH，60 万吨 PDH 在建
齐翔腾达	现有 10 万吨混烷裂解，新增 70 万吨 PDH
金能科技	新增 90 万吨 PDH

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

卫星石化：C3 低成本龙头稳健成长，C2 历史性机遇的先驱者

卫星石化在 C3 上稳步扩张，45 万吨 PDH 二期项目已于 2019 年 2 月投产，15 万吨 PP 项目于 5 月投产，PDH 二期的顺利投产将保障公司 2019 年业绩增长。36 万吨丙烯酸及酯的扩产项目有序推进，未来，公司将拥有从 90 万吨 PDH 到 45 万吨聚丙烯、81 万吨丙烯酸和 84 万吨丙烯酸酯、15 万吨 SAP、22 万吨双氧水的完整 C3 全产业链，在 C3 板块成本和竞争力具有显著优势。

我们认为乙烷裂解制乙烯项目是公司未来 3 年最大的看点，卫星石化有望通过该项目实现在大型石化装置方面的弯道超车。项目进度方面，2018 年 3 月公司完成乙烷采购协议与美国乙烷出口设施合资协议正式签约，实现原料供应保障。连云港乙烷储罐项目、码头项目已开工建设，各项工作按时间节点推进。

我们维持公司 2019-2021 年 EPS 为 1.29 元、1.46 元和 3.47 元，当前股价对应 PE 为 10/9/4 倍，维持“买入”评级。

风险提示：PDH 价差收窄的风险；乙烷裂解制乙烯项目不及预期的风险；丙烯酸景气度下行的风险。

卫星石化业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8,188	10,029	13,223	14,072	26,750
营业收入增长率	52.91%	22.49%	31.84%	6.42%	90.09%
净利润 (百万元)	942	941	1,371	1,553	3,694
净利润增长率	202.49%	-0.19%	45.76%	13.26%	137.90%
EPS (元)	0.88	0.88	1.29	1.46	3.47
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.09%	11.70%	14.69%	14.45%	25.86%
P/E	15	15	10	9	4
P/B	1.9	1.7	1.5	1.3	1.0

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 6 月 6 日

5.2、推荐民营大炼化龙头公司

尽管面临成品油销售压力和炼化行业景气度的下行, 我们对民营大炼化项目的中长期盈利能力保持乐观, 但需要认识到的是这些项目可能投产就要经历行业周期位于中下位置的考验。推荐恒力股份、桐昆股份、恒逸石化、荣盛石化和东方盛虹。

恒力股份: 率先打通炼化芳烃全产业链, 打造世界级示范标杆炼厂

恒力炼化 2000 万吨炼化一体化项目已正式打通全流程, 顺利生产出产品, 且生产运行状况良好。这标志着恒力拥有了“原油-PX-PTA-聚酯”产业链, 炼化一体化格局就此形成。公司经营业务将从原有的聚酯、PTA 领域延伸至行业更上游的 PX、炼化环节, 进而减少对外采购 PX 的中间环节, 降低采购成本, 原材料采购转为来源更有保障的原油。国内在建的民营大炼化项目中, 恒力是最早实现产业链一体化战略发展的企业。

我们维持公司 2019-2021 年 EPS 为 1.83 元、2.50 元和 2.70 元, 当前股价对应 PE 为 9/7/6 倍, 维持“买入”评级和目标价 22.86 元。

风险提示: 行业周期性波动的风险、原材料价格波动风险、汇率风险。

恒力股份业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	22,288	60,067	99,652	151,710	156,033
营业收入增长率	15.84%	169.51%	65.90%	52.24%	2.85%
净利润 (百万元)	1,719	3,323	9,241	12,611	13,650
净利润增长率	45.73%	93.25%	178.12%	36.47%	8.24%
EPS (元)	0.34	0.66	1.83	2.50	2.70
ROE (归属母公司) (摊薄)	24.03%	12.04%	25.73%	25.99%	21.96%
P/E	48	25	9	7	6
P/B	11.7	3.0	2.3	1.7	1.3

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 6 月 6 日

桐昆股份: 扩产巩固“涤纶长丝+PTA”龙头地位

公司现有涤纶长丝产能 570 万吨, 2019 年计划新增 120 万吨到 690 万吨, 集中在 2019Q2 投产。2019 年后还有 290 万吨涤纶长丝和 500 万吨 PTA 扩产计划。公司 PTA 新增产能覆盖自身涤纶长丝需求, 实现“涤纶长丝+PTA”的一体化。随着下游产能的扩张, 公司在原料 PX 环节将形成需

求缺口。公司拥有浙石化 4000 万吨炼化一体化项目 20% 股权，一期 2000 万吨将在 2019 年下半年达产。在完成向上一一体化的同时，投资收益也将显著增厚。

我们维持公司 2019-2021 年 EPS 为 1.40 元、1.74 元和 2.25 元，当前股价对应 PE 为 8/7/5 倍，维持“买入”评级和目标价 18.65 元。

风险提示：长丝景气周期结束；PTA 景气上行不及预期；浙石化项目投产进度和盈利不及预期。

桐昆股份业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	32,814	41,601	47,249	54,748	60,580
营业收入增长率	28.27%	26.78%	13.58%	15.87%	10.65%
净利润（百万元）	1,761	2,120	2,544	3,172	4,106
净利润增长率	55.52%	20.42%	20.00%	24.66%	29.44%
EPS（元）	0.97	1.16	1.40	1.74	2.25
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.16%	13.19%	13.83%	14.89%	16.37%
P/E	13	11	8	7	5
P/B	1.7	1.4	1.2	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

恒逸石化：并购+文莱项目实现全产业链均衡发展

展望 2019 年，PTA 环节是“PX-PTA-涤纶长丝”三个环节中，供需格局最好的，我们预计 2019 年 PTA 新增产能低于新增需求，PTA 环节有望维持强势。公司现有 PTA 生产能力近 600 万吨，PTA 弹性巨大。公司战略上通过并购，快速做大做强产业链。公司将在 PTA-聚酯环节实现完全配套，远期抵御单一产品的周期波动的能力和全产业链把控能力加强。2019 年，随着文莱炼化项目的投产，公司将实现从原油到化纤丝的全产业链，实现聚酯+锦纶双线发展。

基于对涤纶长丝盈利和文莱项目投产进度的谨慎预期，我们下调公司 2019-2020 年 EPS 为 1.07 元和 1.49 元（原为 2.17 元和 2.32 元），新增 2021 年 PES 为 1.75 元，当前股价对应 PE 为 12/8/7 倍。按照可比公司 2019 年 14 倍 PE，下调目标价至 14.6 元，基于对民营大炼化项目长期盈利竞争力和公司一体化布局的看好，维持“买入”评级。

风险提示：PTA 景气向上不及预期；聚酯景气度下行；文莱项目不及预期；油价大幅波动。

恒逸石化业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	64,284	84,948	102,794	154,601	186,031
营业收入增长率	98.29%	32.14%	21.01%	50.40%	20.33%
净利润（百万元）	1,622	1,962	3,052	4,227	4,986
净利润增长率	95.34%	20.97%	55.55%	38.52%	17.93%
EPS（元）	0.57	0.69	1.07	1.49	1.75
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.56%	11.02%	13.21%	16.24%	17.16%
P/E	22	18	12	8	7
P/B	3.0	2.0	1.5	1.4	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

荣盛石化：PTA 景气度保障 2019 年业绩，浙石化达产将是最大看点

展望 2019 年，PTA 环节是“PX-PTA-涤纶长丝”三个环节中，供需格局最好的，我们预计 2019 年 PTA 新增产能低于新增需求，PTA 环节有望维持强势。公司现有 PTA 生产能力近 600 万吨，PTA 弹性较大。公司拥有浙石化 4000 万吨炼化一体化项目 51% 股权，一期 2000 万吨将在 2019 年下半年达产。浙石化一期的顺利投产，对公司业绩和后续发展空间的意义重大。相比其他民营炼化项目，浙石化整体规模最大，二期的推进将进一步增强浙石化项目的综合竞争能力。

我们维持公司 2019-2021 年 EPS 为 0.44 元、0.71 元和 1.19 元，当前股价对应 PE 为 25/16/9 倍，维持“增持”评级。

风险提示：PTA 景气向上不及预期；浙石化盈利或进度不及预期；PX 价差收窄；涤纶长丝行情下行。

荣盛石化业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	70,531	91,425	118,508	170,445	304,566
营业收入增长率	55.01%	29.62%	29.62%	43.83%	78.69%
净利润（百万元）	2,001	1,608	2,781	4,471	7,493
净利润增长率	4.19%	-19.67%	73.00%	60.77%	67.57%
EPS（元）	0.32	0.26	0.44	0.71	1.19
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.04%	7.68%	12.05%	16.84%	23.32%
P/E	35	44	25	16	9
P/B	4.9	3.4	3.0	2.6	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

东方盛虹：PTA 资产注入，上下游一体化加速布局

大股东将虹港石化 150 万吨 PTA 资产注入公司，虹港石化拟新建 240 万吨 PTA 产能，预计将在 2020 年下半年投产。随着 PTA 资产的注入，预计公司未来盈利有较大上升空间。另外，公司加速推动“1600 万吨/年炼化项目”进程。随着业务链的延伸，将推动公司形成完整的“原油炼化-PX/乙二醇-PTA-聚酯-化纤”产业链，进一步提升公司盈利能力与核心竞争力。

我们维持公司 2019-2021 年 EPS 为 0.38 元、0.40 元和 0.58 元，当前股价对应 PE 为 15/14/10 倍，维持“买入”评级和目标价 7.6 元。

风险提示：行业周期性波动的风险、资产注入进度不确定性风险。

东方盛虹业绩预测和估值指标

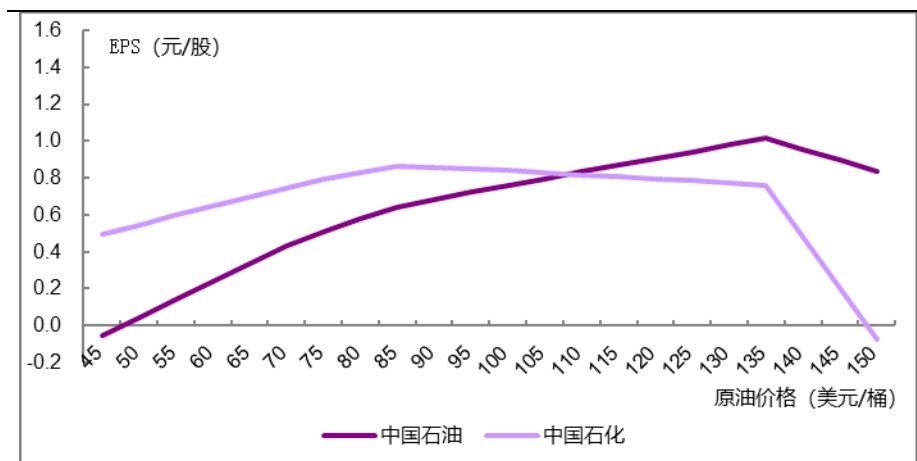
指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,112	18,440	19,383	20,920	31,174
营业收入增长率	40.21%	1558.26%	5.11%	7.93%	49.02%
净利润（百万元）	228	847	1,535	1,626	2,346
净利润增长率	55.02%	270.61%	81.34%	5.91%	44.29%
EPS（元）	0.06	0.21	0.38	0.40	0.58
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.37%	6.54%	10.90%	11.23%	15.11%
P/E	101	27	15	14	10
P/B	6.4	1.8	1.6	1.6	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

5.3、关注上游企业及油服行业

油价上涨直接受益的是上游企业，推荐国有的上游企业中国石油和中国石化，民营的新奥股份；关注民营油企新潮能源。

图 42：中石油、中石化 EPS 和油价相关性



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

表 16：民营油气公司的油价弹性

	油气权益产量	油价涨 10 美元增厚利润	备注
新潮能源	4.5 万桶/天	~8 亿	二叠纪盆地成本优势显著
新奥股份	2 万桶/天	~1.5 亿	甲醇也能受益于油价和烯烃价格的上涨

资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

中国石油：油价上涨驱动公司业绩提升

油价上涨驱动公司业绩提升,2019 Q1 勘探和开发板块经营利润 143 亿元,同比增长 27.1%,继续保持公司盈利主体地位。我们认为公司上游业绩同比增长主要源于公司增储上产、降本增效。公司各板块业务稳健:勘探开采板块,公司大力加大勘探开发力度,重回公司盈利主体地位,公司年报指引 2019 年上游板块资本开支预计增加至 2282 亿元;炼化板块,公司不断优化资源配置和产品结构;天然气和管道板块,受益于国内天然气供需两旺的格局,公司国内销售天然气保持双位数增长;公司继续推进管道基础设施建设。

我们维持公司 2019-2021 年 EPS 为 0.50 元、0.61 元和 0.69 元,当前股价对应 PE 为 14/12/10 倍,维持“买入”评级和目标价 9.2 元。

风险提示:油价上涨不及预期;炼油和化工景气度下行。

中国石油业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2015890	2353588	3131023	3489840	3626782
营业收入增长率	24.68%	16.75%	33.03%	11.46%	3.92%
净利润 (百万元)	22793	52585	91909	111891	125503
净利润增长率	188.52%	130.71%	74.78%	21.74%	12.17%
EPS (元)	0.12	0.29	0.50	0.61	0.69
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.91%	4.33%	7.12%	8.19%	8.66%
P/E	59	24	14	12	10
P/B	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 6 月 6 日

中国石化: PB 估值处于历史底部

从历史的 PB 来看, 公司目前的价值显著低估。目前公司的 PB 仅 0.90 倍, 结合目前的油价水平, 已处于历史底部区域, 且远低于 2010 年以来的历史 PB 均值 1.24 倍。强者恒强, 销售公司有望上市。2018 年 12 月中国石化销售股份有限公司正式成立, 标志着中石化销售公司朝着上市的目标迈出坚实的一步。销售公司的上市将进一步重估中国石化成品油销售资产。

我们维持公司 2019-2021 年 EPS 为 0.55 元、0.61 元和 0.64 元, 当前股价对应 PE 为 10/9/9 倍, 维持“买入”评级和目标价 7.2 元。

风险提示: 油价持续维持低位; 炼油和化工景气度下行。

中国石化业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,360,193	2,891,179	3,000,996	3,191,861	3,325,282
营业收入增长率	22.23%	22.50%	3.80%	6.36%	4.18%
净利润 (百万元)	51,119	63,089	66,060	74,147	77,042
净利润增长率	10.13%	23.42%	4.71%	12.24%	3.90%
EPS (元)	0.42	0.52	0.55	0.61	0.64
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.03%	8.78%	8.77%	9.33%	9.22%
P/E	13	11	10	9	9
P/B	0.9	1.0	0.9	0.9	0.8

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 6 月 6 日

新奥股份: Santos 受益于油价和产量增长, 公司聚焦天然气中上游

公司持有澳大利亚上市公司 Santos 10.07% 的股权, 2018 年贡献利润 4.3 亿元, 其油气产品大部分跟油价正相关。2018 年, Santos 完成对 Quadrant 能源的收购, 2019 年产量预计进一步提升。此外甲醇的价格跟油价和烯烃价格也是正相关的, 公司 110 多万吨的甲醇权益产能也有望从中受益。公司在天然气上游的权益不断加码, 在新奥集团的天然气版图中, 其上游平台的地位已经十分清晰。

我们维持公司 2019-2021 年 EPS 为 1.24 元、1.37 元和 1.43 元, 当前股价对应 PE 为 8/7/7 倍, 维持“买入”评级和目标价 13.9 元。

风险提示: 煤价和甲醇价格下行; LNG 贸易业务收购失败和运营不及预期的风险。

新奥股份业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	10,036	13,632	12,968	14,323	15,408
营业收入增长率	56.91%	35.84%	-4.87%	10.45%	7.57%
净利润 (百万元)	631	1,321	1,529	1,682	1,764
净利润增长率	21.66%	109.37%	15.71%	10.02%	4.87%
EPS (元)	0.51	1.07	1.24	1.37	1.43
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.25%	15.47%	15.49%	14.93%	13.88%
P/E	20	9	8	7	7
P/B	2.4	1.4	1.2	1.1	1.0

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 6 月 6 日

新潮能源: 油田所在区域是北美二叠纪盆地最好的区块之一, 成本优势十分显著, 现在产量约 4.5 万桶/天, WTI 油价上涨 10 美元增厚约 8 个亿利润, 而且未来美国页岩油产区管道建设的完善和布伦特-WTI 原油价差收窄对公司都是有利的。

风险提示: 油价大幅下跌的风险; 期货套保大幅影响盈利的风险。

油服方面, 鉴于三大石油公司上游资本支出计划增加, 国家管道公司的积极推进, 且油价上半年震荡上行, 我们认为油服行业景气度有望复苏, 重点推荐中海油旗下的海油工程和中海油服, 同时建议关注中油工程、石化油服、石化机械、通源石油、中曼石油、惠博普、博迈科等相关标的。

海油工程: 行业趋势保障海上工作量高水平增长, LNG 模块助推业绩回暖

公司营收增速与中海油资本支出增速高度相关。2019 年中海油资本支出预算总额为 700-800 亿元, 勘探、开发、生产资本支出约占预算总额的 20%、59%、19%。海油工程作为其子公司, 有望在此次资本支出的提升中充分受益。考虑到国内对 LNG 巨大需求和海外 LNG 板块景气度提升的市场机遇, 目前公司一些 LNG 项目的招投标工作预计陆续在 2019 年公布结果, 并逐步进入工程建设阶段, LNG 市场开发有望在 2019 年迎来明显增长。另外, 中海油制定了关于强化国内勘探开发未来“七年行动计划”, 提出到 2025 年勘探工作量和探明储量要翻一倍, 资本支出高速增长。因此, 无论是项目还是政策支持, 都是保障公司未来营收向好的有利因素。

我们维持公司 2019-2021 年 EPS 为 0.15 元、0.28 元和 0.38 元, 当前股价对应 PE 为 36/19/14 倍, 维持“增持”评级和目标价 7.15 元。

风险提示: 国际原油价格下降风险、国际市场运营风险、汇率波动风险、工程项目实施风险、突发自然灾害和恶劣天气风险。

海油工程业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	10,253	11,052	14,457	18,920	22,247
营业收入增长率	-14.50%	7.80%	30.81%	30.87%	17.58%
净利润 (百万元)	491	80	660	1,223	1,686
净利润增长率	-62.67%	-83.75%	727.57%	85.17%	37.94%
EPS (元)	0.11	0.02	0.15	0.28	0.38
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.12%	0.35%	2.83%	5.02%	6.57%
P/E	50	273	36	19	14
P/B	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 6 月 6 日

中海油服: 受益于行业复苏, 钻井服务带动公司同比扭亏为盈

中海油的资本开支对公司的营业收入影响密切。2019 年中海油资本支出预算总额为 700-800 亿元, 同比增长 13%-29%。此次中海油资本支出预算提升, 中海油服作为其子公司, 受益空间广阔。受行业复苏和上游勘探投入增加影响, 本期各主要业务作业量均有一定幅度增长。公司油田技术服务业务技术研发和产业化能力不断提升, 其电缆测井业务、ESCOOL 高温高速测井系统等性能均达到业界一流水平, 逐步显示出公司自主研发优势。

我们维持公司 2019-2021 年 EPS 为 0.12 元、0.24 元和 0.28 元, 当前股价对应 PE 为 71/38/33 倍, 维持“买入”评级和目标价 14.12 元。

风险提示: 国际原油价格下降风险、国际市场运营风险、市场竞争风险、汇率波动风险。

中海油服业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	17,436	21,946	24,976	28,497	31,789
营业收入增长率	15.08%	25.86%	13.81%	14.10%	11.55%
净利润 (百万元)	33	71	594	1,140	1,318
净利润增长率	-100.29%	114.12%	739.65%	91.77%	15.59%
EPS (元)	0.01	0.01	0.12	0.24	0.28
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.10%	0.21%	1.71%	3.19%	3.59%
P/E	1307	611	71	38	33
P/B	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 6 月 6 日

6、风险提示

1) 国内经济增速放缓和中美贸易摩擦对需求影响的不确定性。

中美贸易摩擦面临巨大的不确定性, 对国内经济增速和石化下游需求影响较大。我们面临成品油消费增速、塑料产业消费增速和涤纶聚酯产品需求增速的不确定性在加大。

2) 炼油、烯烃和芳烃新一轮产能周期对大炼化和轻烃裂解项目盈利带来的不确定性。

由于 16-18 年化工行业, 特别是烯烃和炼油行业的景气度较高, 国内的炼油、烯烃和芳烃产业链在 2018-2021 年面临新一轮的巨大产能周期。目前不管是大炼化项目还是轻烃裂解项目的可研预测都是基于景气较好时点的

预测，如果这些项目投产时遭遇行业景气周期向下，会面临盈利的较大不确定性。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼