



Research and  
Development Center

# 两大百万桶变量成油价关键，PX 利润向下游转移已开启！

石油化工行业 2019 年中期策略

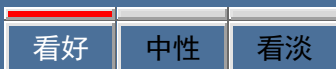
2019 年 6 月 21 日

左前明 能源行业首席分析师  
陈淑娴 研究助理  
洪英东 研究助理

## 证券研究报告

### 行业研究——投资策略

#### 石油加工行业



上次评级: 看好, 2019.3.8

#### 石油加工行业相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

#### 相关研究:

《桐昆股份: 配套 PTA 降成本效果显著, 长丝绝对龙头稳中求胜!》  
2019.5.17

《通源石油: 管道瓶颈解除, 北美射孔龙头迎来高增长!》  
2019.5.17

《资本开支下降? 解读 43 家美国油企 2019 年生产计划!》  
2019.4.9

《抓牢: PX 结构性下跌将拉开大炼化盈利飞跃序幕!》  
2019.3.8

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼  
 邮编: 100031

左前明 能源行业首席分析师  
 执业编号: S1500518070001  
 联系电话: +86 10 83326795  
 邮箱: zuoqianming@cindasc.com

陈淑娴 研究助理  
 联系电话: +86 10 83326791  
 邮箱: chenshuxian@cindasc.com

洪英东 研究助理  
 联系电话: +86 10 83326702  
 邮箱: hongyingdong@cindasc.com

## 两大百万桶变量成油价关键, PX 利润向下游转移已开启!

### 2019 年中期策略

2019 年 6 月 21 日

#### 本期内容提要:

- ◆ **2018 年 3 季度-2019 年 2 季度:** 2018 年 3 季度至今, 国际油价经历了两轮在地缘政治和基本因素博弈下的大幅波动。2018 年 3-4 季度, 国际油价受美国制裁伊朗预期及伊朗出口减少影响暴涨, 但 2018 年 11 月美国却给予了 8 个国家和地区进口伊朗原油的豁免。于此同时, OPEC+增产超 200 万桶/日导致国际油价暴跌。2019 年 1 季度, 在 OPEC 减产执行率超过 100% 以及美国制裁委内瑞拉等地缘政治因素下油价再次上涨, 但美国原油库存连续超预期增加、伊朗出口在豁免到期后并未下降至零等因素再次导致国际油价在 2019 年 5 月以后暴跌!
- ◆ **2019 年下半年:** 美国原油增产和 OPEC 能否维持减产及减产执行率将成为影响 2019 年下半年全球供给的两大百万桶变量。2019 年下半年美国有超过 200 万桶/日运力的管道投产、七大页岩油区完井率进一步提高并持续处于 100% 以上, 我们认为 2019 年下半年美国原油增产在百万桶量级。OPEC 最新减产执行率 137%, 如果不能维持减产将有百万桶的增产空间。需求端, 下半年为原油需求旺季, 但在贸易摩擦背景下仍需要考虑原油需求增速不及预期的风险!
- ◆ **PX 价格暴跌利润向下游转移不可逆转:** 在 2019-2021 年期间, 大炼化项目密集投产, 国内 PX 的进口依赖度会大幅下降, 上游利润向下游转移的趋势不可逆转, PTA 和长丝利润改善明显。而下游 PTA 环节和长丝环节产能集中度高, 未来新建产能主要来自于龙头, 进一步增强龙头的议价权。到 2020 年, PTA 前五龙头企业全部同时为长丝龙头企业, 且 PTA 产能占比超过 60%! PX 利润向下游转移过程中不同阶段向 PTA 和 PX 环节的转移程度有所不同, “PTA-涤纶长丝”一体化的企业更加具备高盈利和抗风险能力。
- ◆ **行业评级与投资策略:** 随着民营大炼化项目投产, PX 价格暴跌且利润向下游 PTA 和涤纶长丝转移是不可逆的趋势, 在终端需求保持稳定的情况下, 我们继续看好通过炼化一体化实现“原油-PX-PTA-PET-涤纶长丝-化纤织造”全产业链【从无到有】的民营巨头! 同时, 随着美国管道瓶颈在下半解, 带来完井率上升和页岩油产量释放, 我们认为以北美射孔、压裂为主营业务的油服企业将充分受益! 我们对 2019 年石油加工行业维持“看好”评级。
- ◆ **相关标的:** 桐昆股份 (601233.SH), 恒逸石化 (000703.SZ), 通源石油 (300164.SZ)。
- ◆ **风险因素:** 1、大炼化装置运行出现故障, 达产不及预期。2、宏观经济增速严重下滑, 导致成品油、聚酯、纺服等需求端严重不振。3、油价大幅波动。4、美国管道投产进度低于预期。

## 目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 油价：地缘政治 VS 供需基本面                     | 1  |
| 一、2018 年 3 季度-2019 年 2 季度：油价过山车      | 1  |
| （一）2018 年 3-4 季度：伊朗被制裁和被豁免环境下的油价大幅波动 | 1  |
| （二）、2019 年 1-2 季度：OPEC+减产 VS 库存上升    | 4  |
| 二、2019 年下半年：美国增产和 OPEC 减产            | 10 |
| （一）美国管道产能大规模释放，完井环节存在投资机会！           | 10 |
| （二）关注 OPEC+是否延长减产及执行力度               | 15 |
| （三）贸易摩擦背景下全球原油需求增速下滑                 | 15 |
| PX 价格暴跌利润向下游转移，一体化龙头充分受益！            | 18 |
| 一、上游产能爆发，利润向下游转移趋势不可逆转               | 18 |
| 二、PTA 和长丝集中度提升                       | 22 |
| 三、贸易摩擦对下游需求影响几何？                     | 25 |
| 行业评级与投资策略                            | 28 |
| 相关标的                                 | 28 |
| 风险因素                                 | 28 |

## 表目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 表格 1 2018-2019 年 Permian 地区管道投建情况 | 11 |
| 表格 2 亚太地区 2018 年及之后新增 PX 产能       | 18 |
| 表格 3 乙二醇新增产能计划                    | 19 |
| 表格 4 中国 2019 年及之后新增 PTA 产能        | 22 |

## 图目录

|   |   |
|---|---|
| 图 1 2018 年 3 季度以来，Brent 原油价格大幅波动（美元/桶）            | 1 |
| 图 2 伊朗原油产量（千桶/日）                                  | 2 |
| 图 3 伊朗原油(含凝析油)出口分地区（千桶/日）                         | 3 |
| 图 4 美国第二轮制裁伊朗期间，8 个国家和地区获得 6 个月伊朗原油进口豁免额度（千桶/日）   | 3 |
| 图 5 OPEC（剔除委内瑞拉和伊朗）+俄罗斯的原油产量（千桶/日）                | 4 |
| 图 6 OPEC（剔除委内瑞拉和伊朗）+俄罗斯相对 2018 年 5 月的原油产量增量（千桶/日） | 4 |
| 图 7 2019 年 1 月以来 OPEC 减产量和执行执行率（千桶/日，%）           | 5 |
| 图 8 沙特和伊拉克减产执行率（%）                                | 5 |
| 图 9 2019 年 5 月 OPEC 减产执行情况（千桶/日）                  | 6 |
| 图 10 委内瑞拉原油产量（千桶/日）                               | 7 |
| 图 11 委内瑞拉原油出口量（千桶/日）                              | 7 |
| 图 12 伊朗原油出口（千桶/日）                                 | 8 |
| 图 13 2019 年 5 月 2 日之后伊朗原油出口（千桶/日）                 | 8 |
| 图 14 全球原油浮仓库存（百万桶）                                | 9 |

|   |    |
|---|----|
| 图 15 美国原油库存（百万桶）                                    | 9  |
| 图 16 我们和华尔街一致预期结果对比                                 | 9  |
| 图 17 美国原油产量（千桶/日）                                   | 10 |
| 图 18 Permian 地区管道投产进度（千桶/日）                         | 12 |
| 图 19 WTI Midland, Cushing, MEH 价格（美元/桶）             | 12 |
| 图 20 WTI Midland, Cushing, MEH 价差（美元/桶）             | 12 |
| 图 21 美国七大页岩油产区总库存井数量及投产率（口/月，%）                     | 13 |
| 图 22 Permian 产区库存井数量及投产率（口/月，%）                     | 13 |
| 图 23 2019 年美国 43 家油气生产商资本开支计划（百万美元）                 | 14 |
| 图 24 2019 年美国 43 家油气生产商产量计划（千桶/日）                   | 14 |
| 图 25 通源石油业务结构                                       | 14 |
| 图 26 通源石油美国油田射孔收入及其占总营收的比例（百万元人民币，%）                | 14 |
| 图 27 三家机构预测 2019 年全球原油新增需求（百万桶/日）                   | 16 |
| 图 28 EIA 预测 2019 年全球原油各季度新增需求（百万桶/日）                | 17 |
| 图 29 OPEC 预测 2019 年全球原油各季度新增需求（百万桶/日）               | 17 |
| 图 30 IEA 预测 2019 年全球原油各季度新增需求（百万桶/日）                | 17 |
| 图 31 中国 PX 产能、产量、表观消费量和进口依赖度（万吨，%）                  | 18 |
| 图 32 2019 年原油、PX 价格及价差（美元/吨，美元/桶）                   | 20 |
| 图 33 2019 年石脑油、PX 价格及价差（美元/吨）                       | 20 |
| 图 34 2019 年 0.86 吨 PTA 净利润+1 吨 POY 单吨净利润（元/吨，元/吨）   | 21 |
| 图 35 2019 年 0.86 吨 PTA 净利润+1 吨 FDY 单吨净利润（元/吨，元/吨）   | 21 |
| 图 36 2019 年 0.86 吨 PTA 净利润+1 吨 DTY 单吨净利润（元/吨，元/吨）   | 21 |
| 图 37 中国十大 PTA 企业的产能和占比（万吨/年，%）                      | 22 |
| 图 38 2018 年涤纶长丝产能及占比（万吨，%）                          | 23 |
| 图 39 2019 年预计涤纶长丝产能及占比（万吨，%）                        | 23 |
| 图 40 桐昆 POY 产品售价与行业平均对比（元/吨）                        | 24 |
| 图 41 桐昆 FDY 产品售价与行业平均对比（元/吨）                        | 24 |
| 图 42 桐昆 DTY 产品售价与行业平均对比（元/吨）                        | 24 |
| 图 43 涤纶长丝开工率（%）                                     | 25 |
| 图 44 我国 GDP（现价）同比增速和纺织服装零售额同比增速（%）                  | 26 |
| 图 45 我国出口至美国纺织原料及纺织制品、鞋帽伞类制品金额及其占这两类商品出口总额占比（亿美元，%） | 26 |
| 图 46 服装鞋帽、针、纺织品类零售额及同比增速（亿元人民币，%）                   | 27 |
| 图 47 服装鞋帽纺织品类下游总需求（亿美元）                             | 27 |

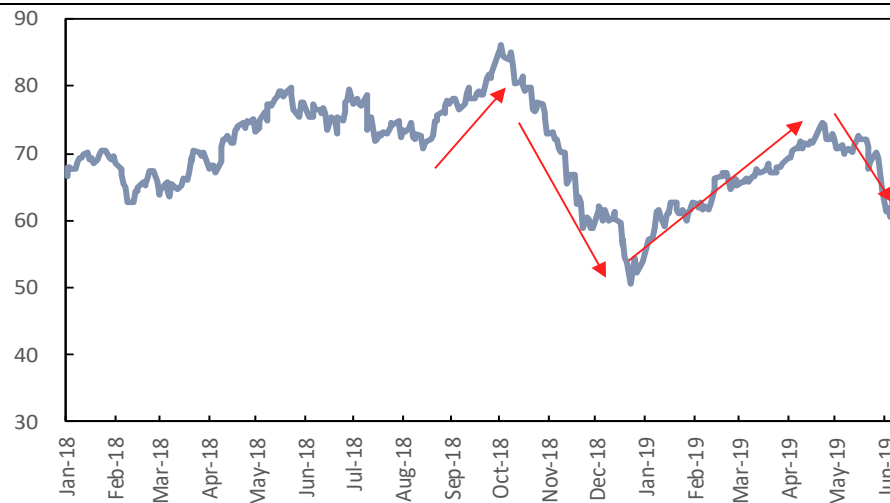
## 油价：地缘政治 VS 供需基本面

### 一、2018 年 3 季度-2019 年 2 季度：油价过山车

2018 年至今，国际原油价格经历了两轮大幅的波动，第一轮波动为 2018 年 3 季度至 2018 年 4 季度，第二轮为 2019 年 1 季度至今。以 Brent 原油价格来看，第一轮波动，Brent 原油从 2018 年 8 月 15 日的 70.76 美金/桶上涨至 2018 年 10 月 3 日的高点 86.29 美金/桶，涨幅达到 21.9%，之后 Brent 原油迅速下跌，2018 年 12 月 24 日跌至 50.47 美元/桶，较高点跌幅达到 41.5%! 第二轮波动，Brent 原油从 2018 年 12 月 24 日低点上涨至 2019 年 4 月 24 日高点 74.57 美金/桶，涨幅达到 47.75%，而进入 2019 年 5 月以来，油价再次大幅下跌，Brent 原油 2019 年 6 月 12 日触及 59.78 美金/桶的低点，跌幅达到 19.57%!

2018 年 3 季度以来油价的两轮大幅波动，我们认为主要是美国制裁伊朗、美国制裁委内瑞拉等地缘政治因素导致的全球原油供应紧张预期和全球原油库存上升等基本面因素之间的博弈导致了全球原油价格的大幅波动。

图 1 2018 年 3 季度以来，Brent 原油价格大幅波动（美元/桶）



资料来源：万得，信达证券研发中心

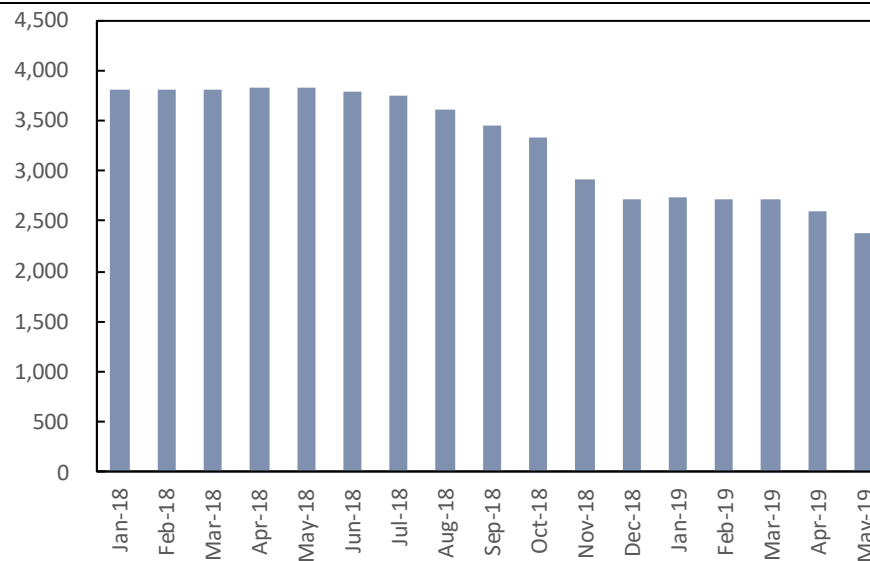
#### （一）2018 年 3-4 季度：伊朗被制裁和被豁免环境下的油价大幅波动

2018 年 3-4 季度受美国制裁伊朗预期及伊朗出口减少的影响（**市场普遍预期美国制裁伊朗将十分严格，伊朗原油供应将出现 100+万桶/日的中断**），油价暴涨；但 2018 年 4 季度受伊朗原油出口豁免超预期和美国、沙特、俄罗斯增产超预期的影响，油价暴跌。

## 1、伊朗

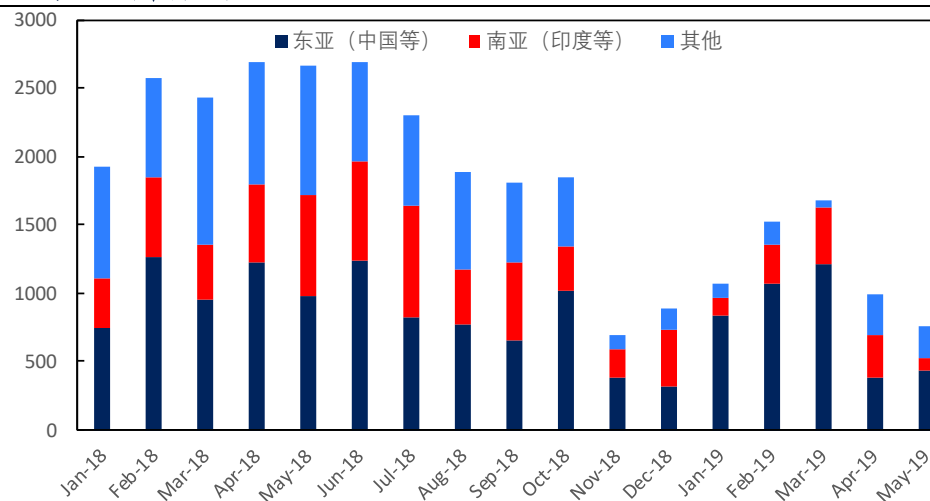
受伊朗被制裁的影响，2018年4月以来，伊朗原油产量持续下降，截止2019年5月，伊朗原油产量累计下降近150万桶/日。但是相比于伊朗的原油产量，由于实际参与交易的供应量对油价更为重要，因此受到制裁影响更为明显的伊朗的原油出口量更为受到市场关注。

图2 伊朗原油产量（千桶/日）

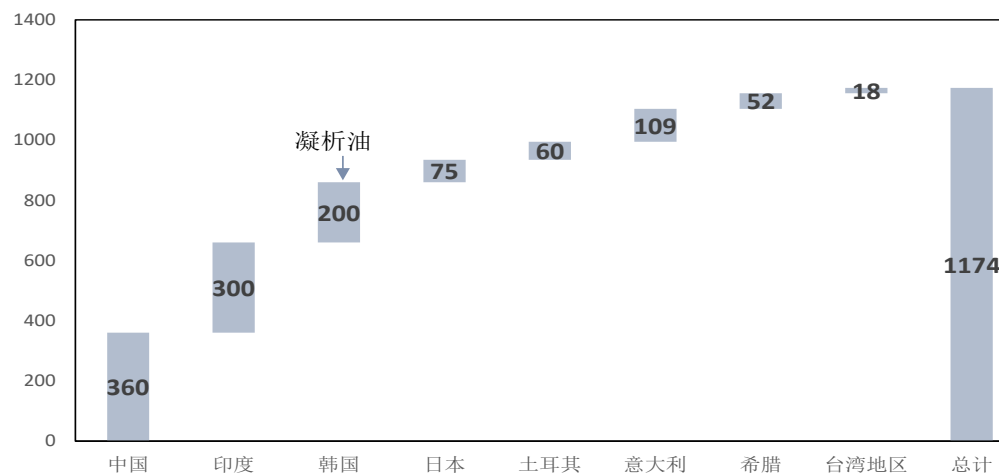


资料来源：OPEC，信达证券研发中心

2018年5月之后，伊朗原油出口相较于伊朗原油产量下降速度更快。到2018年10月，伊朗原油出口（含凝析油）较2018年5月下降84万桶/日，而同期伊朗原油产量下降仅为50万桶/日。同时，伊朗开始关闭油轮的AIS信号以躲避美国的制裁使得市场统计2019年11月出口低于实际值。市场普遍预期2018年11月美国正式开始对伊朗第二轮制裁（能源领域）之后，伊朗原油出口将下降至100万桶/日以下。但是2018年11月5日，美国却给予了8个国家和地区累计约120万桶/日进口伊朗原油（含凝析油）的豁免额度，豁免期为180天。根据我们跟踪的伊朗出口数据，如果考虑关闭AIS信号油轮的因素，我们认为在豁免期间，伊朗原油（含凝析油）出口在120-150万桶/日左右。

**图 3 伊朗原油(含凝析油)出口分地区 (千桶/日)**


资料来源: Clipperdata, 信达证券研发中心, 注: 2018年11月之后未统计 AIS 信号关闭油轮运输量

**图 4 美国第二轮制裁伊朗期间, 8个国家和地区获得6个月伊朗原油进口豁免额度 (千桶/日)**


资料来源: 美国财政部, 信达证券研发中心

## 2、以沙特和俄罗斯为主的 OPEC+

在市场预期伊朗制裁严厉的同时，为弥补美国制裁伊朗所造成原油供应中断，沙特、俄罗斯和阿联酋等国于 2018 年 5-11 月期间大幅增产，OPEC（剔除委内瑞拉和伊朗）+俄罗斯的原油产量相对 2018 年 5 月增加了约 229 万桶/日，但美国又于 2018 年 11 月豁免了伊朗 120 万桶/日的原油出口量，这使得全球原油迅速进入累库存阶段！

图 5 OPEC（剔除委内瑞拉和伊朗）+俄罗斯的原油产量（千桶/日）

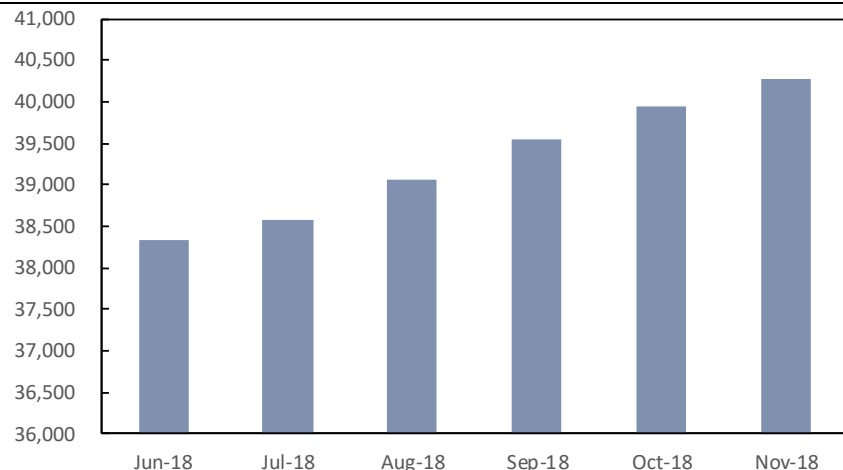
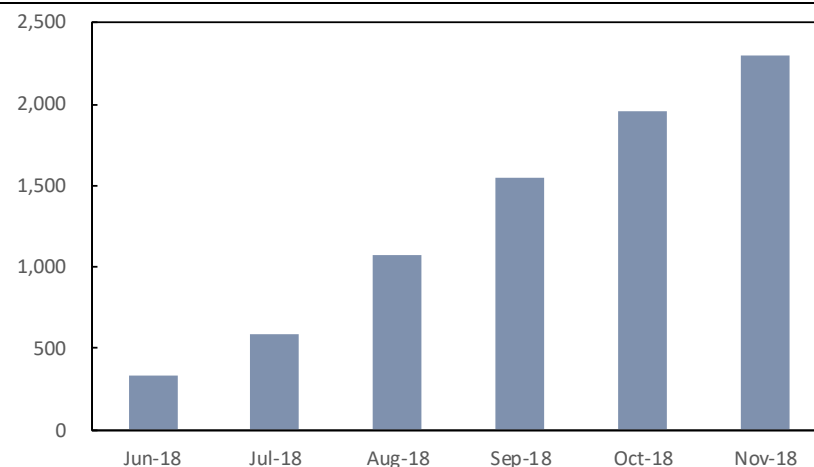


图 6 OPEC（剔除委内瑞拉和伊朗）+俄罗斯相对 2018 年 5 月的原油产量增量（千桶/日）



资料来源：OPEC，彭博，信达证券研发中心

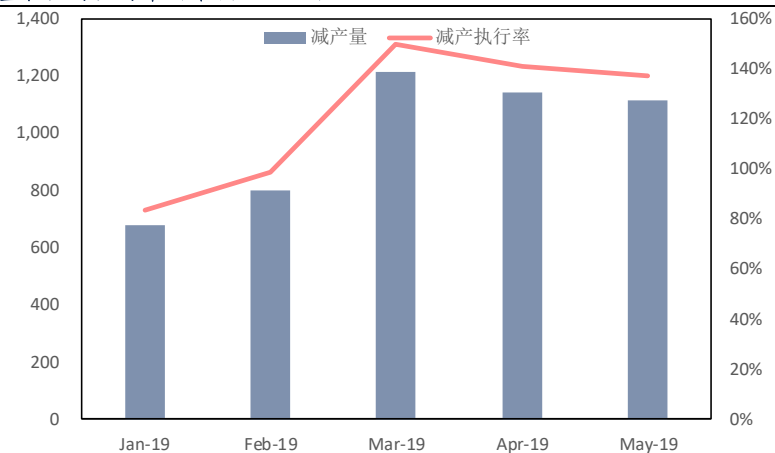
资料来源：OPEC，彭博，信达证券研发中心

## （二）、2019 年 1-2 季度：OPEC+减产 VS 库存上升

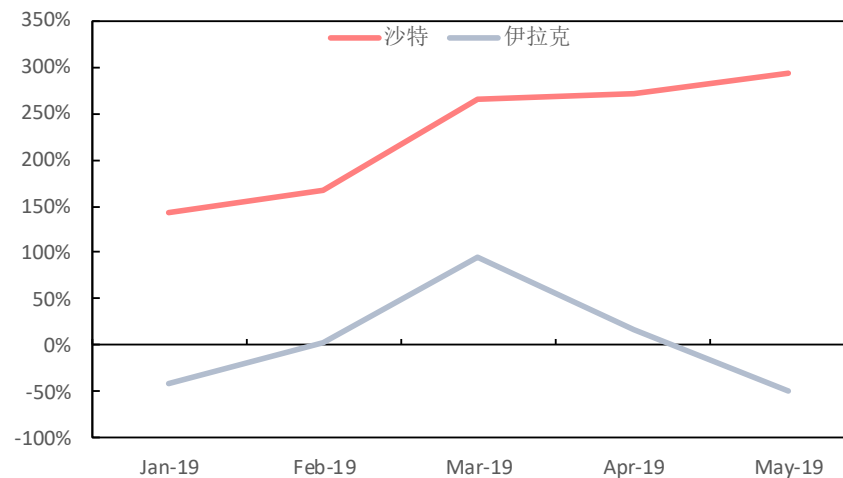
### 1、OPEC+减产

由于 2018 年 10 月以来油价大幅下跌，北京时间 2018 年 12 月 7 日，OPEC 与非 OPEC 主要产油国达成一致，将于 2019 年 1-6 月共同减产 120 万桶/日，其中 OPEC 减产 80 万桶/日，非 OPEC 减产 40 万桶/日，减产基准为 2018 年 10 月。

根据 OPEC 最新 2019 年 6 月报，截止 2019 年 5 月，相较于减产参考月 2018 年 10 月，参与本轮减产的 11 个 OPEC 成员国累计减产 111 万桶/日，减产执行率达到了 137%！OPEC 减产执行率自 2019 年 2 月以来就接近 100%，OPEC 减产执行情况良好。但需要注意的是，2019 年 4 月-5 月，OPEC 减产执行率连续两个月下降，这主要是由于在沙特进一步减产的情况下，伊拉克连续两个月增产，OPEC 内部出现了分歧！

**图 7 2019 年 1 月以来 OPEC 减产和执行率 (千桶/日, %)**


资料来源: OPEC, 信达证券研发中心

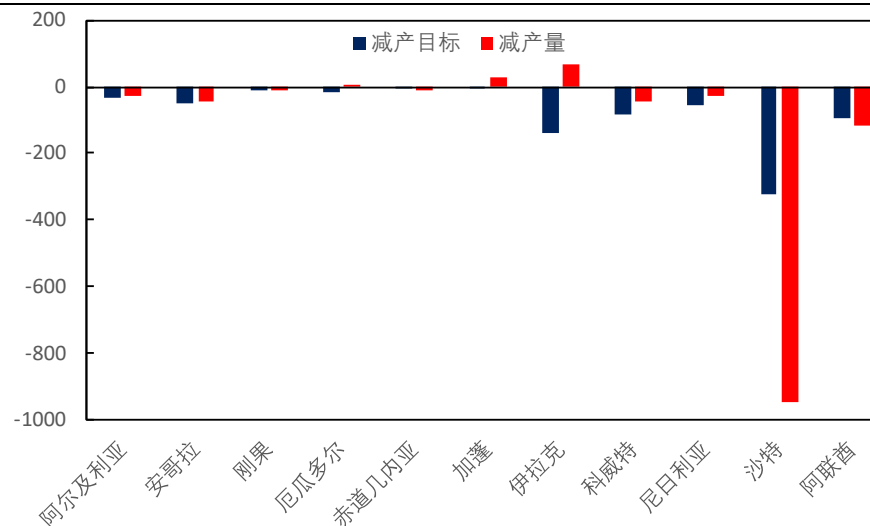
**图 8 沙特和伊拉克减产执行率 (%)**


资料来源: OPEC, 信达证券研发中心 注: 减产执行率为正表示减产, 减产执行率为负表示增产,



截至 2019 年 5 月，沙特减产量达到 94.7 万桶/日，而沙特本轮减产的目标减产量为 32.2 万桶/日，沙特超额减产达到 62.5 万桶/日。也就是说，即使下半年 OPEC 维持减产，如果美国政府施压，沙特仍可以在 2019 年 5 月的产量基础上增产约 60 万桶/日来填补因伊朗被制裁而造成的原油供给减少！

图 9 2019 年 5 月 OPEC 减产执行情况 (千桶/日)

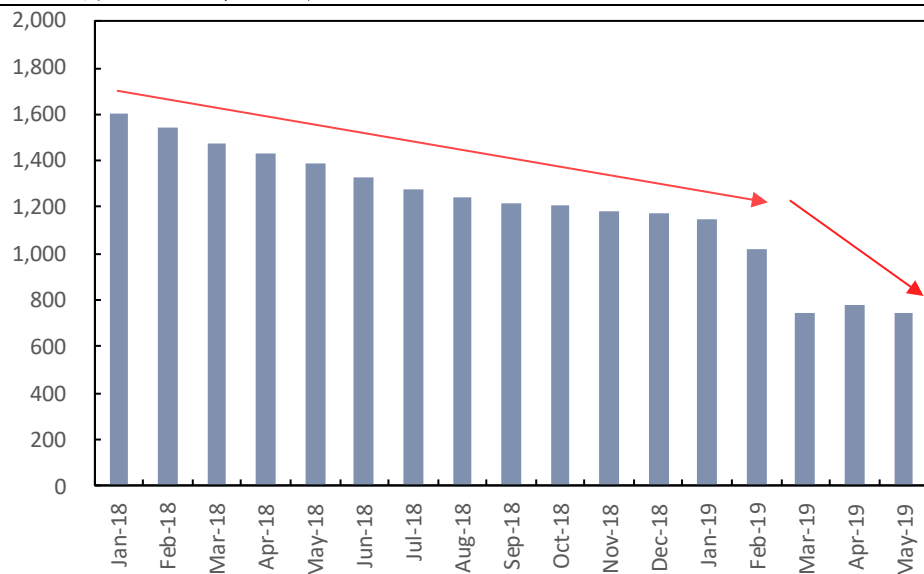


资料来源: OPEC, 信达证券研发中心

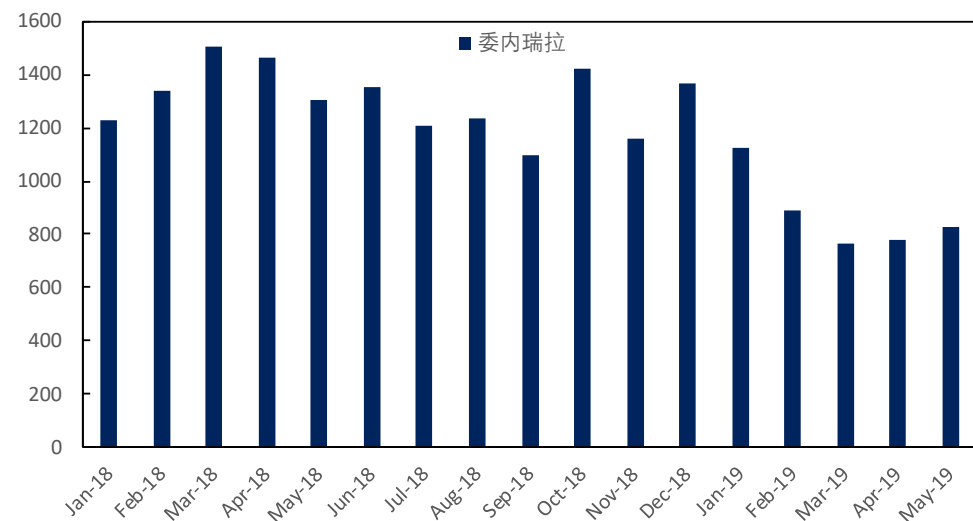
## 2、委内瑞拉被制裁

2019 年 1 月 28 日，美国政府宣布对委内瑞拉国家石油公司 PDSVA 实施制裁，限制美国的公司与 PDSVA 进行购买原油和销售炼化产品的交易。美国对委内瑞拉的制裁，一方面进一步影响了委内瑞拉的原油产量，另一方面，由于委内瑞拉生产的主要是超级重油，美国对委内瑞拉的制裁将使得委内瑞拉无法进口美国生产的轻油，继而无法与委内瑞拉国内生产的重油混合来进行出口。

根据 OPEC 月报，2018 年全年，委内瑞拉原油产量下降 42 万桶/日，平均每个月下降 3.6 万桶/日，而自 2019 年 1 月美国政府制裁委内瑞拉以来，委内瑞拉原油产量加速下降，截止 2019 年 5 月，委内瑞拉原油产量下降至 74.1 万桶/日，2019 年 1-5 月委内瑞拉原油产量累计下降 41 万桶/日，平均每个月下降 8.2 万桶/日。从委内瑞拉原油出口来看，委内瑞拉原油出口也从 2019 年 1 月的 112 万桶/日下降至 2019 年 5 月的 82 万桶/日，累计下降 30 万桶/日！我们认为，委内瑞拉原油出口降幅低于产量降幅的主要原因是委内瑞拉抽库存用于出口。

**图 10 委内瑞拉原油产量 (千桶/日)**


资料来源: OPEC, 信达证券研发中心

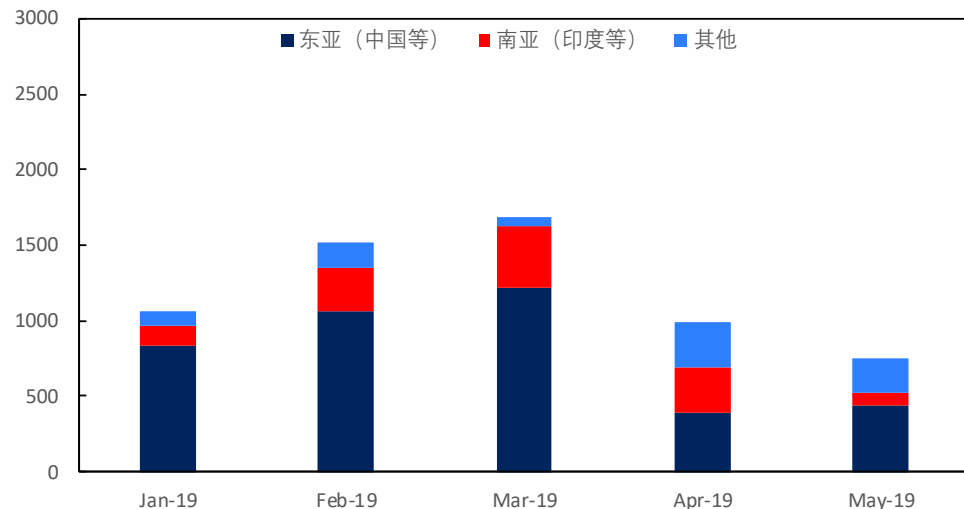
**图 11 委内瑞拉原油出口量 (千桶/日)**


资料来源: Clipperdata, 信达证券研发中心

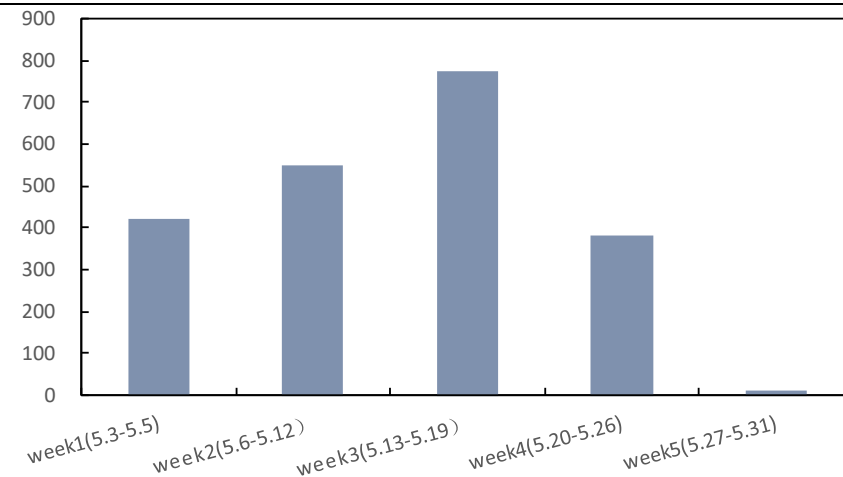
### 3、伊朗被制裁豁免到期不再继续

2019年4月22日, 美国政府宣布在对8个国家和地区伊朗原油进口豁免于2019年5月2日到期后将不再继续豁免。2019年6月7日, 美国财政部宣布对伊朗最大的石化企业波斯湾石化工业公司(PGPC)及其子公司和境外销售网络进行制裁。根据我们持续跟踪的伊朗原油出口数据, 2019年5月2日豁免到期后, 不计算运载至阿拉伯湾可能用于转运的船只, 共有11艘油轮装载1329万桶伊朗原油用于出口, 即伊朗原油出口下降至45.8万桶/日, 相较于2019年4月, 伊朗原油出口下降约50万桶/日。2019年5月2日之后装载的伊朗原油中预计出口至东亚(主要是中国)和南亚(主要是印度)的原油为1125万桶, 相当于38.7万桶/日, 占比达到84.6%! 也就是说, 在美国对伊朗制裁豁免到期以后, 伊朗原油出口并没有下降到零。

具体到2019年5月原油出口的时间来看, 剔除掉5月1日至2日豁免失效前的原油出口, 5月第3周到第4周(5月13日-5月26日)出口平均为57.9万桶/日, 高于5月第1周至第2周(5月3日至5月12日)平均48.5万桶/日的原油出口量, 我们认为5月下旬伊朗原油出口高于市场预期也是5月下旬油价大幅下跌的因素之一!

**图 12 伊朗原油出口 (千桶/日)**


资料来源: Clipperdata, 信达证券研发中心

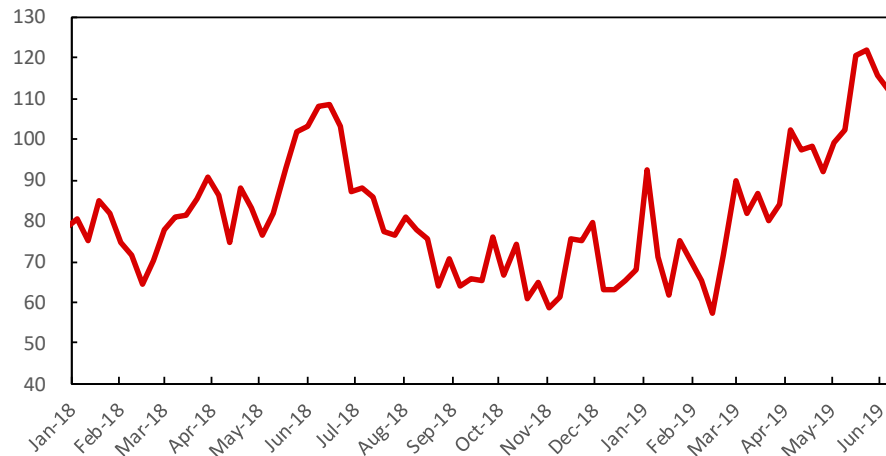
**图 13 2019 年 5 月 2 日之后伊朗原油出口 (千桶/日)**


资料来源: Clipperdata, 信达证券研发中心

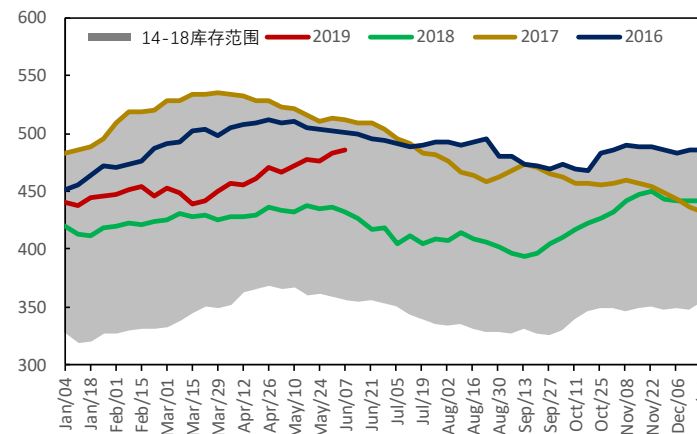
#### 4、原油库存上升

受 OPEC+ 超额完成减产、委内瑞拉被制裁和伊朗被制裁豁免到期后不再续期的消息影响, 2019 年 1-4 月, 原油价格持续上涨, 但需要注意的是, 虽然这些因素导致全球原油供应减少, 但与此同时, 2019 年, 美国原油持续增产, 叠加 1 季度一般为全球原油需求淡季, 从我们持续跟踪的全球原油浮仓库存数据来看, 2019 年以来, 全球原油浮仓库存整体呈现上升的趋势。截止 2019 年 6 月 6 日, 全球原油浮仓库存为 112 百万桶, 较 2019 年年初上升约 40 百万桶, 增幅达到 57%!

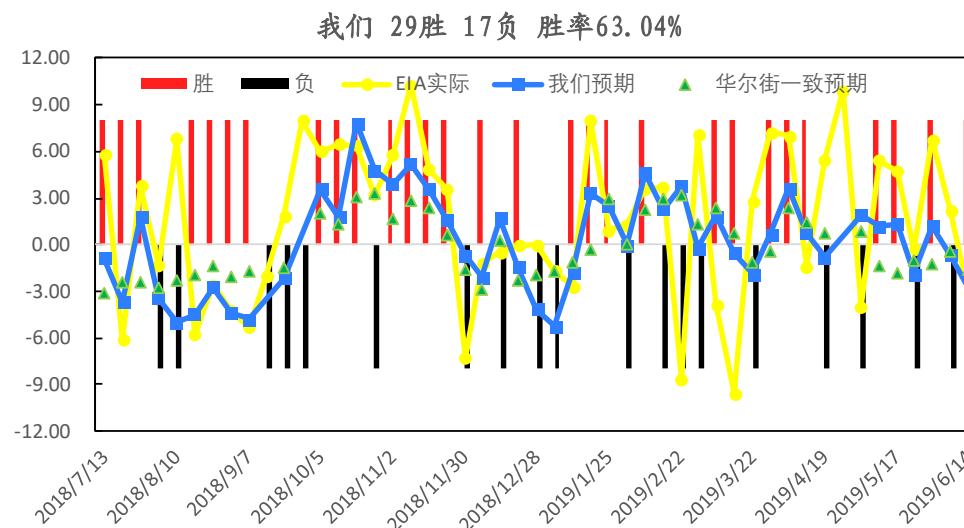
而从美国原油库存来看, 截止 2019 年 6 月 7 日, 美国原油库存已经累计增加 4573 万桶, 美国原油库存目前高于过去 5 年平均水平 (2014-2018 年) 的 8%, 且在春季检修季结束以后库存仍持续上升。更为值得注意的是, 2019 年 3 月以来, 美国原油库存超华尔街一致预期增加 10 次, 2019 年 5 月 10 日以来连续 5 周超预期增加, 也是导致国际油价大幅下降的重要因素! 2019 年 3 月以来我们也发布 6 篇原油库存预测报告预计原油库存超华尔街一致预期增加, 提示原油下跌风险! 自 2018 年 7 月 13 日以来, 我们预测超过华尔街一致预期 29 次 (比华尔街一致预期更接近 EIA 实际数据), 胜率 63.04%!

**图 14 全球原油浮仓库存 (百万桶)**


资料来源: Clipperdata, 信达证券研发中心

**图 15 美国原油库存 (百万桶)**


资料来源: EIA, 信达证券研发中心

**图 16 我们和华尔街一致预期结果对比**


资料来源: 彭博, 路透社, 华尔街日报, 普氏, EIA, 信达证券研发中心

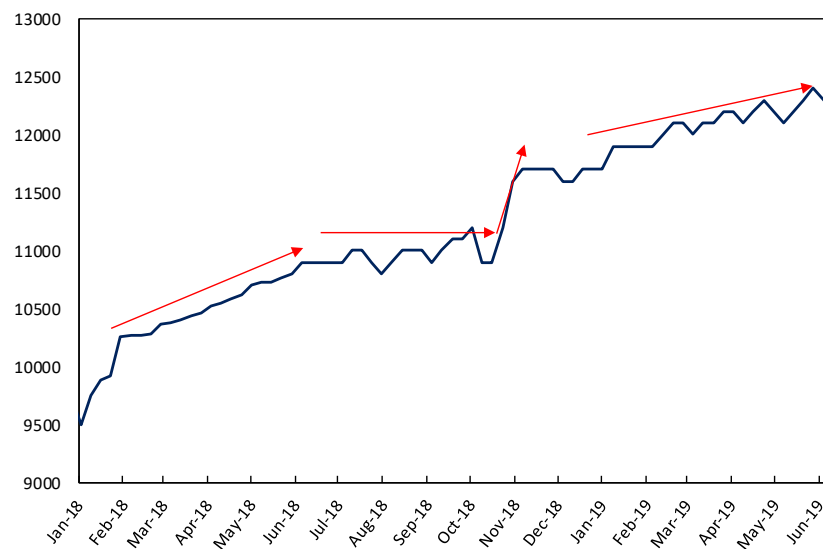
## 二、2019 年下半年：美国增产和 OPEC 减产

对于 2019 年下半年而言，我们认为从供给端来看，美国原油增产和 OPEC 能否维持减产及减产执行率将成为影响全球供给的两大百万桶变量。而需求端，下半年为全球原油需求旺季，但在贸易摩擦背景下，仍需要综合考虑原油需求增速不及预期的风险！

### （一）美国管道产能大规模释放，完井环节存在投资机会！

根据 EIA 最新周截止 2019 年 6 月 13 日数据，美国原油产量达到 1230 万桶/日，自 2018 年以来，美国实现了 250 万桶/日的增产规模，其中 2018 年全年实现了 200 万桶/日的增产规模，2019 年上半年实现了 50 万桶/日的增产规模，美国成为世界原油产量增加最主要的来源。由于美国原油产量增加主要来自七大页岩油区，因此影响美国原油产量的增加主要有两个因素影响，第一是油价，第二是管道运输能力。目前，七大页岩油区的平均盈亏平衡油价在 50 美金/桶左右，而 2018 年以来尽管油价经历了大幅的波动，但 WTI 油价整体位于 50 美金/桶环境之上，因此管道运输能力的限制成为左右美国原油增产的最关键因素！美国原油产量也跟随新增管道投运呈现阶梯式增长的趋势。2019 年下半年美国管道运输产能将迎来大规模释放，因此在 WTI 油价不长期跌破 50 美金/桶成本线的情况下，美国原油产量在下半年增速可能大幅提升！

图 17 美国原油产量（千桶/日）



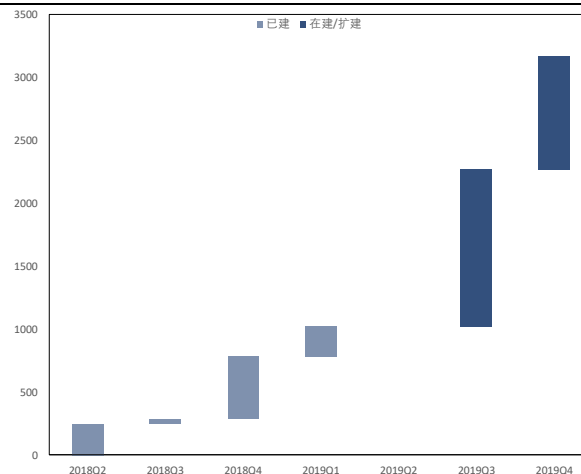
资料来源：EIA，信达证券研发中心

具体来看, 2018 年 1-2 季度, 美国原油产量迅速增加, 而自 2018 年 6 月开始, 管道运输出现了明显的瓶颈。WTI MEH-Midland 的价差一度飙至 25 美金/桶 (big discount), 这也使得美国原油产量增加出现了停滞。2018 年 9 月开始, 市场预期 Sunrise 管道将于 2018 年 11 月投产, Midland 到 Cushing 的管道运力再次增加约 50 万桶/日, WTI Cushing-Midland 的价差也逐渐从 25 美金/桶降至 5-10 美金/桶的正常水平, 2018 年 11 月 Sunrise 管道如期投产也使得美国原油产量迅速增加。而在 2019 年上半年, Permian 地区新增管道仅有 2019 年 1 月 Bridgetex 4 万桶/日管道扩建投产和 2019 年 2 月 Seminole 20 万桶/日管道改造投产, 使得上半年美国原油产量增速较 2018 年同期显著放缓。根据美国各管道公司披露的情况, 2019 年下半年, Permian 地区将新增管道将迎来投产的高峰, 总计约 200 万桶/日通往美湾地区港口的管道运力将在下半年集中释放。

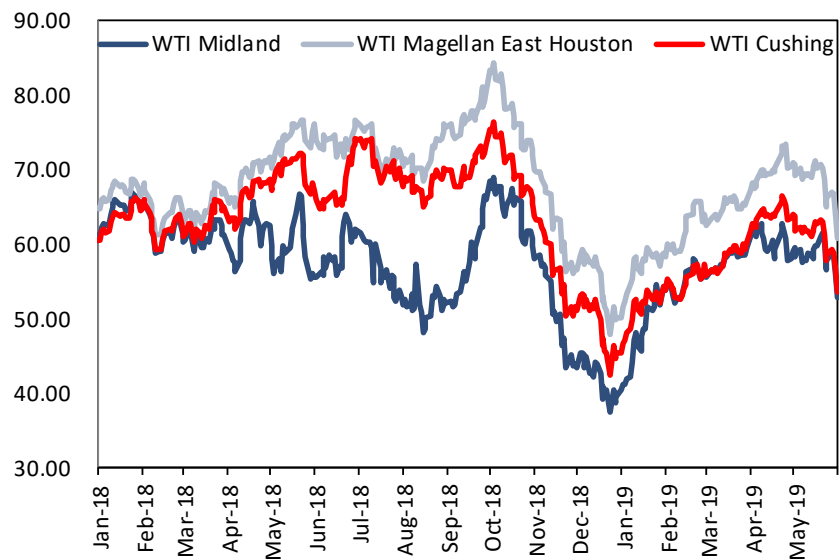
**表格 1 2018-2019 年 Permian 地区管道投建情况**

| 名称                      | 运营商                             | 始发地                       | 到达地                     | 运输能力<br>(千桶/日) | 投产日期      |
|-------------------------|---------------------------------|---------------------------|-------------------------|----------------|-----------|
| Midland to Sealy        | Enterprise Products Partners LP | Midland, TX, USA          | Sealy, TX, USA          | 210            | 2018/5/1  |
| Midland to Sealy        | Enterprise Products Partners LP | Midland, TX, USA          | Sealy, TX, USA          | 35             | 2018/6/1  |
| Permian Express 3       | Energy Transfer Partners LP     | Permian basin             | Nederland Texas         | 40             | 2018/7/1  |
| Sunrise expansion       | Plains All American             | Permian Basin, Texas, USA | Cushing, OK, USA        | 500            | 2018/11/1 |
| Bridgetex               | Magellan                        | Permian Basin, Texas, USA | Houston, TX, USA        | 40             | 2019/1/1  |
| Seminole Pipeline       | Enterprise Products Partners LP | Midland, TX, USA          | Sealy, TX, USA          | 200            | 2019/2/1  |
| EPIC Pipeline           | Texstar                         | Orla/Crane Texas, USA     | Corpus Christi, TX, USA | 425            | 2019/7/1  |
| Cactus 2                | Plains All American             | Permian Basin, Texas, USA | Corpus Christi, TX, USA | 670            | 2019/10/1 |
| EPIC Pipeline expansion | Texstar                         | Orla/Crane Texas, USA     | Corpus Christi, TX, USA | 150            | 2019/10/1 |
| Gray Oak                | Phillips 66 Partners            | Permian Basin, Texas, USA | Corpus Christi, TX, USA | 900            | 2019/11/1 |

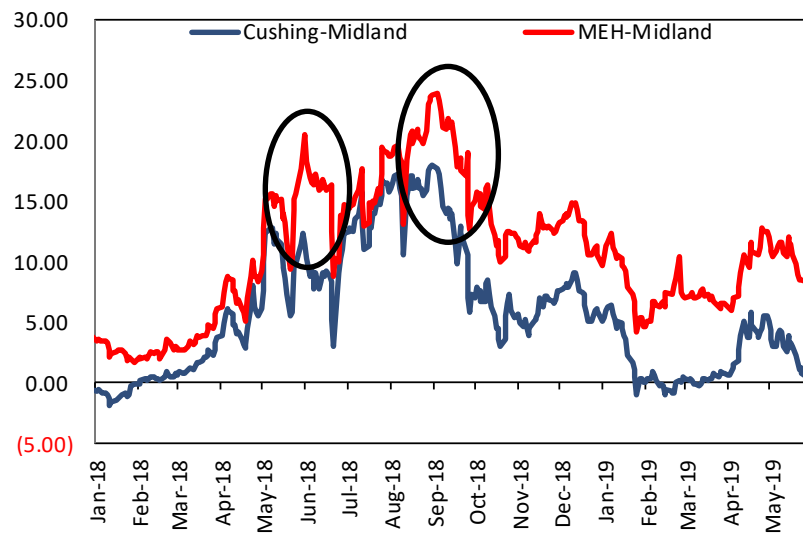
资料来源: 美国各管道公司公告, 信达证券研发中心

**图 18 Permian 地区管道投产进度 (千桶/日)**


资料来源: EIA, 美国各管道公司公告, 信达证券研发中心

**图 19 WTI Midland, Cushing, MEH 价格 (美元/桶)**


资料来源: 彭博, 信达证券研发中心

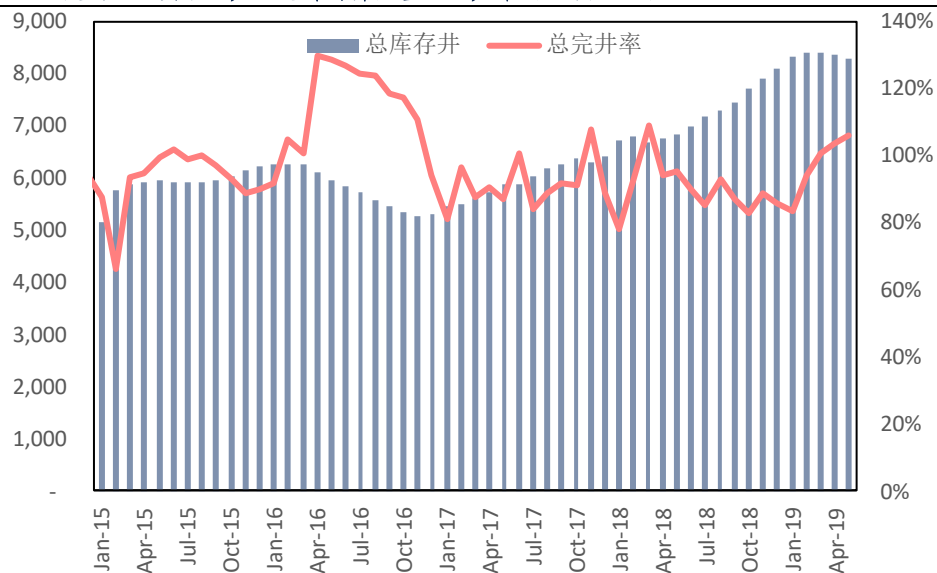
**图 20 WTI Midland, Cushing, MEH 价差 (美元/桶)**


资料来源: 彭博, 信达证券研发中心

根据 EIA 公布的钻井-完井-库存井数据 (Drilling Productivity Report) 来看, 美国 7 大页岩油产区在 2018 年 3 季度受到了管道运输瓶颈的制约, 总体投产率从 100+% 下降至 80+%, 而页岩油主产地 Permian 地区受到了管道瓶颈的制约影响更大, 投产率逐渐从 90+% 下滑至 60+%。而随着 2018 年 4 季度管道的投产以及生产商预期 2019 年下半年管道产能大规模投放, 截止 2019 年 5 月, 7 大页岩油区总完井率已经提高至 106%, Permian 地区的完井率也恢复至 92.48% 的水平!

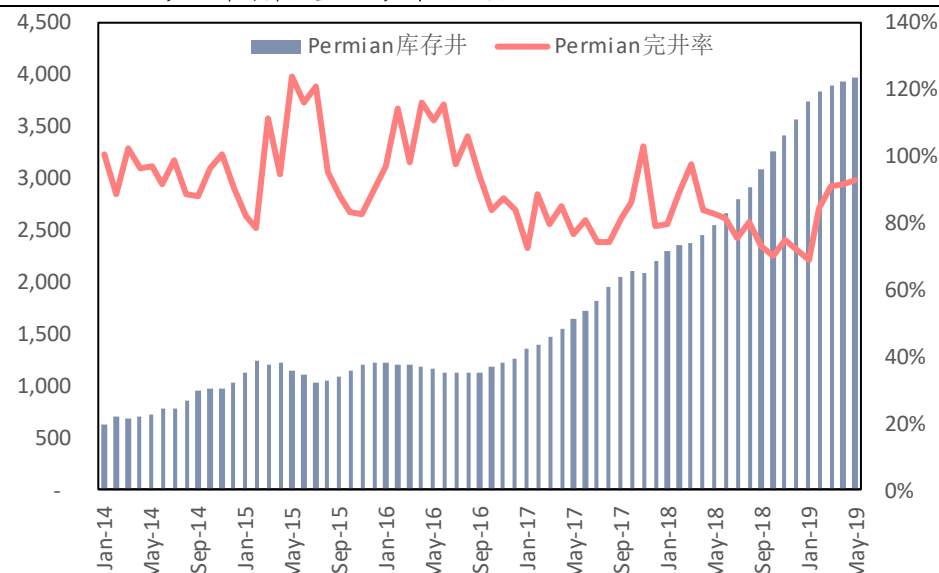
考虑到 Permian 地区管道集中于 2019 年下半年投产, 且管道满负荷一般需要经历 3-6 个月, 我们预计 2019 年下半年美国原油增产规模约为 100 万桶/日。

图 21 美国七大页岩油产区总库存井数量及投产率 (口/月, %)



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

图 22 Permian 产区库存井数量及投产率 (口/月, %)



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

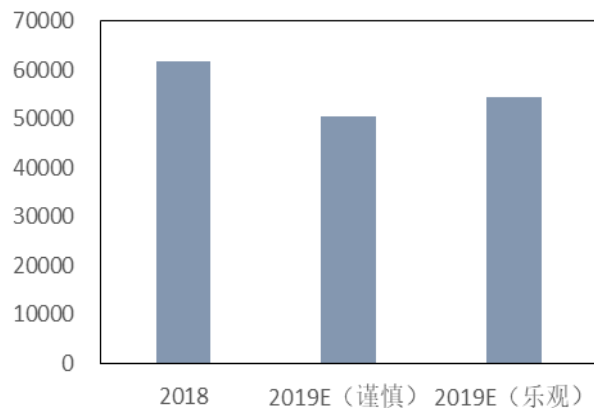
而根据我们统计的 43 家美国油气上市公司 2019 年生产支出计划 (Guidance)。我们发现, 43 家油气公司 2019 年资本开支预算范围约为 500-550 亿美元, 原油产量范围约为 350-370 万桶/日, 与 2018 相比, 整体下调了 2019 年资本开支预算。与此同时, 43 家油气公司反而增加了 2019 年的产量计划。在谨慎预期下, 43 家油气生产商资本开支同比下降 18%, 而原油产量同比增长 16%; 而在乐观预期下, 43 家油气生产商资本开支同比下降 12%, 而原油产量同比增长 22%。

我们认为, 企业降低 2019 年资本支出预算但是原油产量却增加的主要原因是: 油气生产商在 2018 年已经进行了大量钻井活动, 但由于管输瓶颈未突破, 无法进行完井操作释放产量, 因此在 2019 年管输瓶颈有望突破的环境下, 无需再进行大规模钻井活动, 只需通过射孔、压裂等环节增加完井数量、开发库存井, 就能以较低的成本释放原油产量。而 2019 年 4 月 7 大页岩



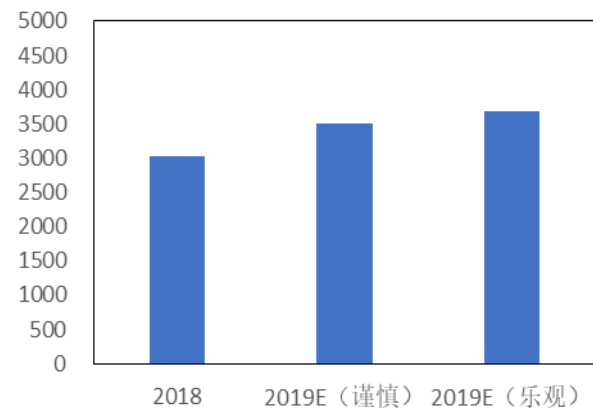
油区完井率超过 100%就是通过开发库存井来实现原油产量的释放。因此我们认为，以射孔、压裂为主营业务的油服公司存在投资机会，其中通源石油（300164.SZ）公司营收中 75%为北美业务（TWG，持股 89.22%）所贡献，且 TWG 作为全美射孔行业的领先企业（市占率 15%、技术领先），有望充分受益于行业的高增长。

图 23 2019 年美国 43 家油气生产商资本开支计划（百万美元）



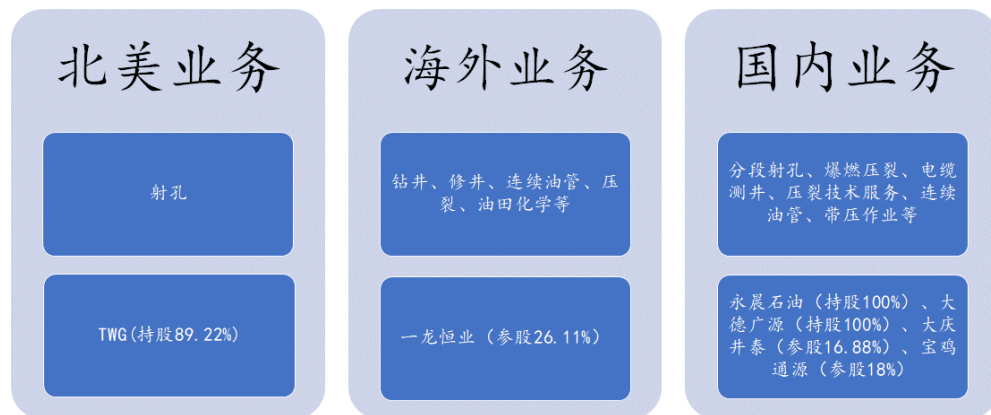
资料来源：美国油气公司公告，信达证券研发中心

图 24 2019 年美国 43 家油气生产商产量计划（千桶/日）



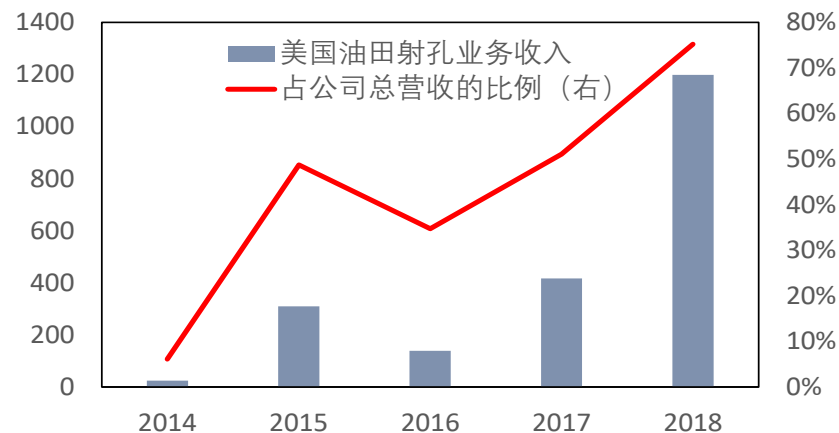
资料来源：美国油气公司公告，信达证券研发中心

图 25 通源石油业务结构



资料来源：通源石油公司公告，信达证券研发中心

图 26 通源石油美国油田射孔收入及其占总营收的比例（百万元人民币，%）



资料来源：通源石油公司公告，信达证券研发中心

## （二）关注 OPEC+是否延长减产及执行力度

2019年5月19日，OPEC+联合减产监督委员会（JMMC）在沙特阿拉伯吉达举行会议，沙特阿拉伯能源部长 Khalid al-Falih 表示，他建议减少石油库存，因为全球石油供应充足。OPEC 和盟国石油生产商一致认为，要“温和”地降低原油库存。根据华尔街日报的报道，沙特阿拉伯，以及尼日利亚、伊拉克和阿联酋等其他国家，都表示他们支持保持 120 万桶/日的减产目标，阿联酋能源部长 Suhail-Mazrouei 表示，放松减产并不是“正确的决定”。Mazrouei 表示，阿联酋不希望看到可能导致价格暴跌的库存增加。除此以外，从 2019 年 5 月的实际产量来看，OPEC 内部的伊拉克与沙特存在分歧！

另外，俄罗斯的态度仍不明朗。俄罗斯能源部长 Alexander Novak 表示，他们正在考虑各种选择，包括增加产量。他说：“如果需求增长，我们准备考虑并降低减产量，部分恢复生产”。根据 CNBC 报道，关于是否会延长减产协议最终会在 2019 年 7 月 1 日至 2 日在维也纳举行的 OPEC+会议上决定。

如果 OPEC 决定维持减产，但减产力度从当前的 137%下降至 100%，那么 OPEC 整体将有约 30 万桶/日的增产空间，而如果 OPEC+联盟不能维持减产，以 2018 年 10 月减产参考月产量作为参考，则 OPEC+俄罗斯将有约 150 万桶/日的增产空间。

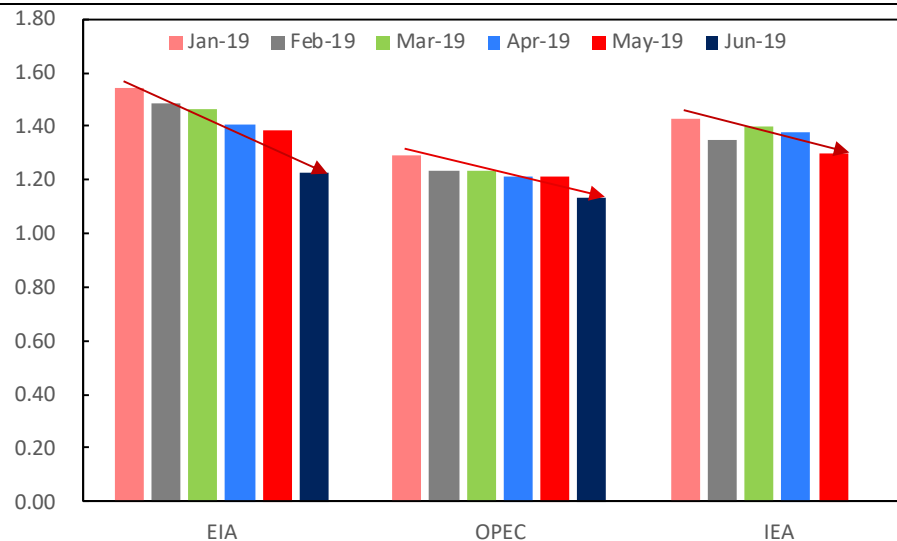
## （三）贸易摩擦背景下全球原油需求增速下滑

根据美国能源署（EIA）2019年6月11日发布的最新短期能源展望报告（Short-term Energy Outlook, STEO），EIA 预测 2019 年全年平均原油新增需求 123 万桶/日，较 2019 年 5 月的预测值下调 16 万桶/日，相较于 2019 年 1 月的预测，EIA 已经累计下调 2019 年全球原油新增需求 31 万桶/日，2019 年全年原油需求增速从 1 月预测的 1.54%下调至最新的 1.23%，下调 0.31 个百分点！

根据 OPEC 的 2019 年 6 月报，OPEC 预测 2019 年全年平均原油新增需求为 114 万桶，较 2019 年 1 月也下调了 15 万桶/日。2019 年全年原油需求增速从 2019 年 1 月预测的 2.04%下调至最新的 1.15%，下调 0.89 个百分点！

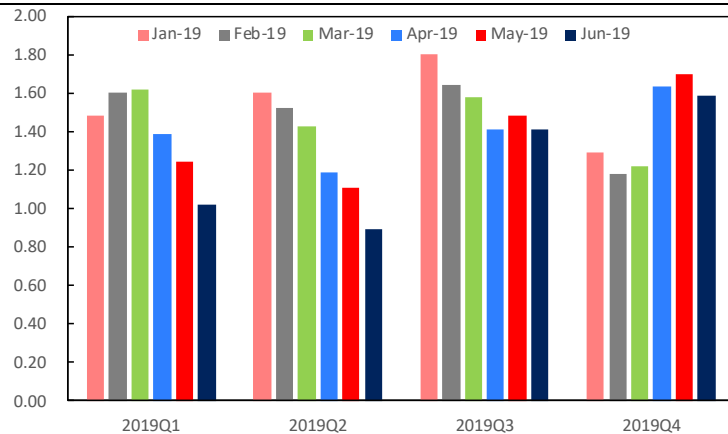
根据 IEA 最新的 2019 年 5 月报，IEA 预测 2019 年全年平均原油新增需求为 130 万桶，较于 2019 年 1 月下降 13 万桶/日。2019 年全年原油需求增速从 2019 年 1 月预测的 1.51%下调至 1.31%，下调 0.2 个百分点！

根据三家机构（EIA，OPEC，IEA）最新预测值，三家机构较 2019 年 1 月平均下调全球原油新增需求 20 万桶/日，全年原油需求增速从 2019 年 1 月平均 1.70%下调至最新的平均 1.23%，下调 0.46 个百分点！

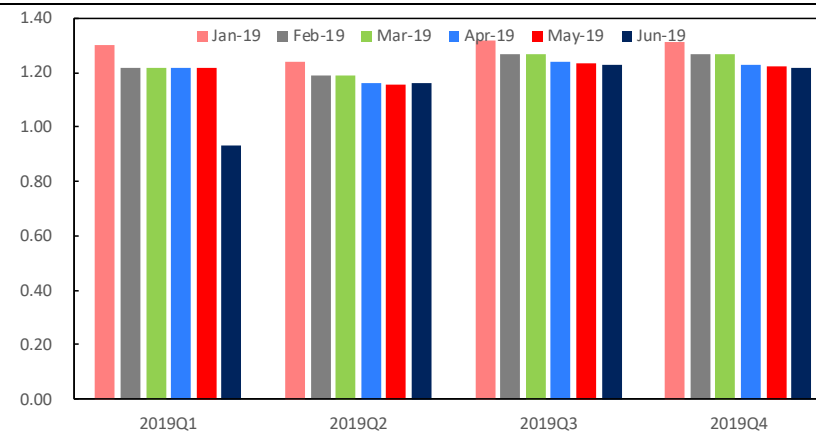
**图 27 三家机构预测 2019 年全球原油新增需求 (百万桶/日)**


资料来源: EIA, OPEC, IEA, 信达证券研发中心

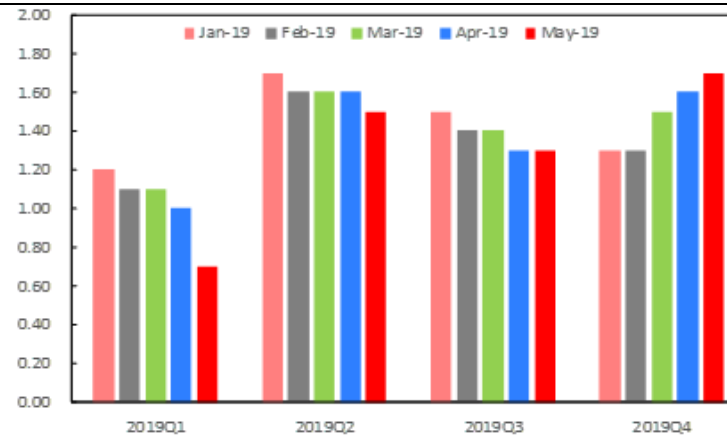
分季度来看,随着 2019 年 1 季度实际消费数据的陆续披露,三家机构均大幅下调了各自测算的 2019 年 1 季度的原油需求数据,相较于 2019 年 1 月,三家机构最新测算的 2019 年 1 季度全球原油新增需求 EIA (下调 46 万桶/日)、OPEC(下调 37 万桶/日), IEA (下调 50 万桶/日)! 目前,除 OPEC 大幅下调 2019 年 4 季度新增需求外, EIA 和 IEA 仍对 2019 年 4 季度需求保持相对乐观。但不排除在贸易摩擦影响全球经济增速下滑的情况下,随着新的统计数据陆续披露三家机构进一步下调 2019 年全球原油新增需求!

**图 28 EIA 预测 2019 年全球原油各季度新增需求 (百万桶/日)**


资料来源: EIA, 信达证券研发中心

**图 29 OPEC 预测 2019 年全球原油各季度新增需求 (百万桶/日)**


资料来源: OPEC, 信达证券研发中心

**图 30 IEA 预测 2019 年全球原油各季度新增需求 (百万桶/日)**


资料来源: IEA, 信达证券研发中心

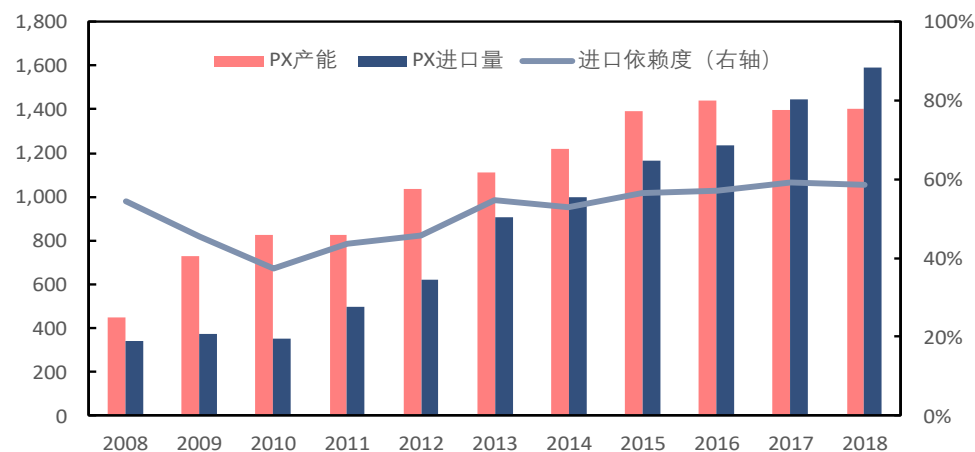
## PX 价格暴跌利润向下游转移，一体化龙头充分受益！

### 一、上游产能爆发，利润向下游转移趋势不可逆转

#### (一) PX 大规模投产，自给率提升！

中国是全球最大的 PX 需求国，2018 年 PX 消费量达 2990 万吨，而与此同时，2018 年，我国 PX 的产能仅为 1404 万吨，对外依赖度高达 58%。国内 PX 行业供需缺口仍在扩大。2015-2018 年，我国 PX 产能几乎没有增长，这也导致了原油-PX-PTA-长丝产业链的利润长期被 PX 垄断，而其他环节利润受到极大的压缩。

图 31 中国 PX 产能、产量、表观消费量和进口依赖度 (万吨, %)



资料来源：万得，信达证券研发中心

而进入 2019 年，随着我国 7 大石化基地的各种大型炼化项目的陆续投产，我国 PX 产能将迎来爆发式增长。2019 年，对应约 430 万吨 PX 的恒力炼化一体化项目、浙江石化 400 万吨 PX 项目、恒逸文莱 160 万吨 PX 项目将先后投产，新增产能将达到 1000 万吨左右，相当于 2018 年供需缺口的 89%，进口依赖度会大幅下降。随着进口货源受新增产能冲击，PX 生产企业定价权将会减弱，下游环节将获得更大的利润空间。到 2021 年，随着浙石化二期项目等新增产能的陆续投产，中国的 PX 产能将突破 3000 万吨，有望初步实现自给自足。从亚洲地区整体产能来看，到 2021 年 PX 产能可能会出现一定程度的过剩。

表格 2 亚太地区 2018 年及之后新增 PX 产能

| 国家       | 名称          | 产能 (万吨) |
|----------|-------------|---------|
| 越南       | Nghi Son    | 70      |
| 沙特       | PetroRagigh | 134     |
| 2018 年总计 |             | 204     |

|          |          |      |
|----------|----------|------|
| 中国       | 浙江石化一期   | 400  |
| 中国       | 恒力石化     | 434  |
| 中国       | 海南炼化二期   | 100  |
| 文莱       | 恒逸文莱一期   | 150  |
| 俄罗斯      | Bashneft | 10   |
| 2019 年总计 |          | 1094 |
| 中国       | 中金石化二期   | 160  |
| 中国       | 盛虹炼化     | 280  |
| 中国       | 中化泉州一期   | 80   |
| 科威特      | 科威特石化    | 140  |
| 2020 年总计 |          | 660  |
| 文莱       | 恒逸文莱二期   | 200  |
| 中国       | 浙江石化二期   | 400  |
| 2021 年总计 |          | 600  |

资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心

## (二) 乙二醇将迎来全面过剩, 原材料成本进一步下降

除了上游原材料 PX, 乙二醇也是涤纶长丝生产的重要原材料。近年随着煤制乙二醇工艺技术逐步成熟及大型炼化项目投产, 乙二醇项目集中建设。根据 CCFEI 统计, 2019 年中国预计将新增 450 万吨煤制乙二醇产能, 中国、沙特、美国等国将新增 354 万吨油制乙二醇产能, 2019 年全球累计将新增 834 万吨; 2020 年中国预计将新增 144 万吨煤制乙二醇产能, 中国、沙特、美国等国将新增 315 万吨油制乙二醇产能, 2020 年全球累计将新增 514 万吨。因此, 未来 2 年新增煤制和油制乙二醇项目均较多。

**表格 3 乙二醇新增产能计划**

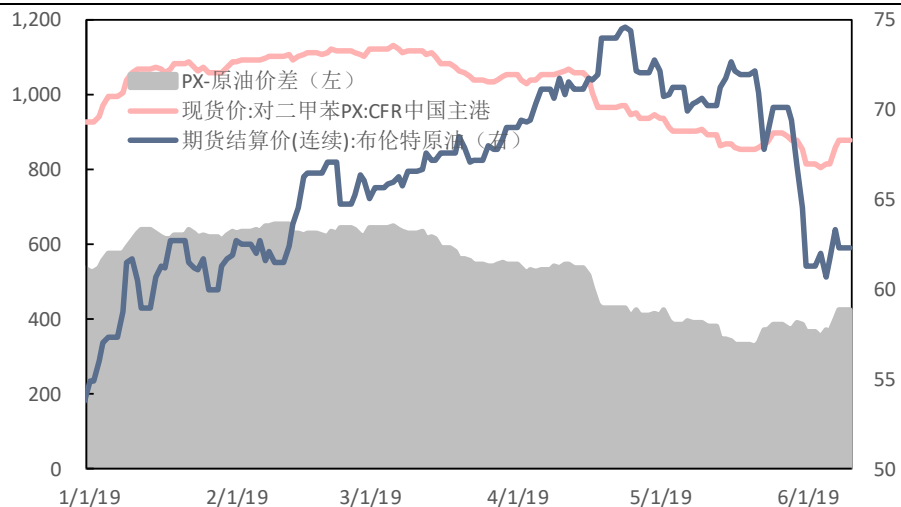
| 投产时间 | 设计产能 (万吨/年) | 工艺路线   |
|------|-------------|--------|
| 2019 | 30          | 甲醇制乙二醇 |
| 2019 | 450         | 煤制乙二醇  |
| 2019 | 354         | 油制乙二醇  |
| 合计   | 834         |        |
| 2020 | 55          | 甲醇制乙二醇 |
| 2020 | 144         | 煤制乙二醇  |
| 2020 | 315         | 油制乙二醇  |
| 合计   | 514         |        |

资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心

### (三) PTA+长丝利润提升显著

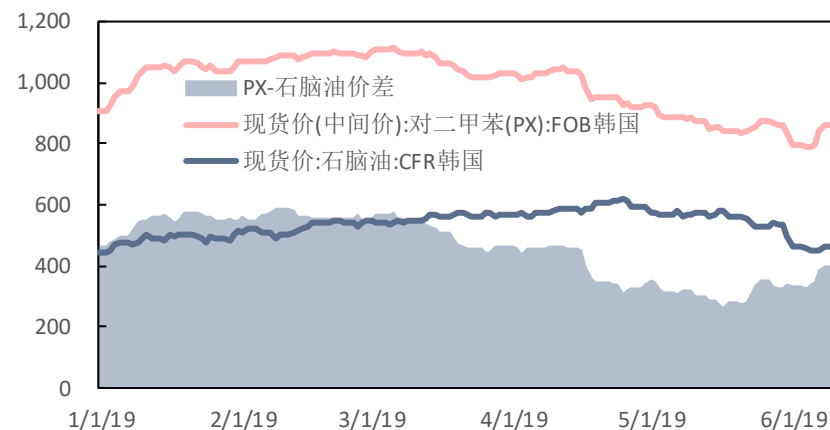
受恒力大连 2000 万吨/年炼化一体化装置投产释放 PX 产能预期的影响，2019 年 3 月以来 PX 价格持续下跌，尽管 2019 年 6 月之后有所企稳，但 PX-原油价差仍从年初的 600 美元/吨下降至当前的 400 美元/吨，大幅下降超过 30%。PX-石脑油价差从年初的 550 美元/吨下降至当前的 350 美元/吨。

图 32 2019 年原油、PX 价格及价差 (美元/吨, 美元/桶)



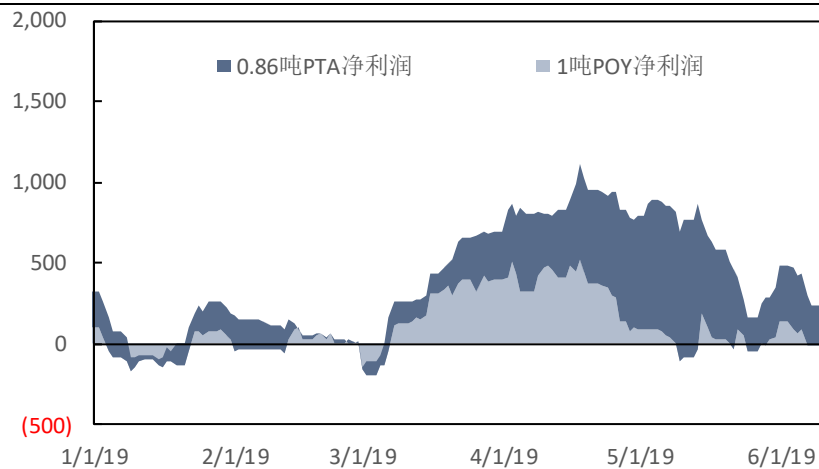
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 33 2019 年石脑油、PX 价格及价差 (美元/吨)

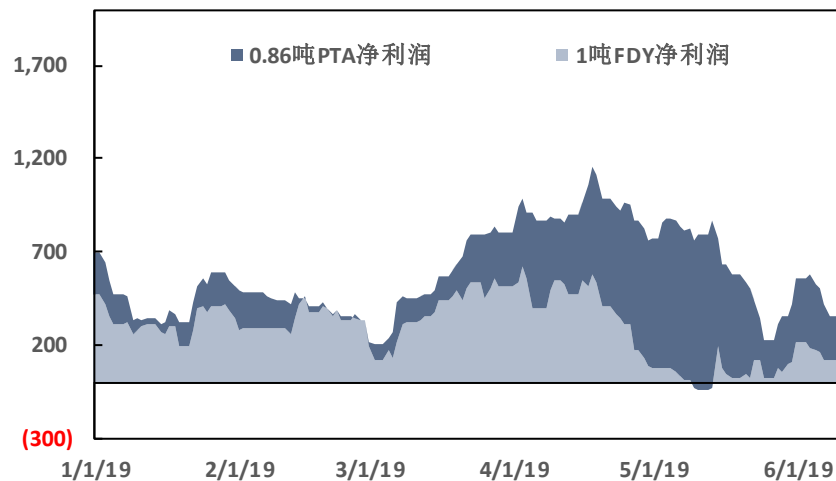


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

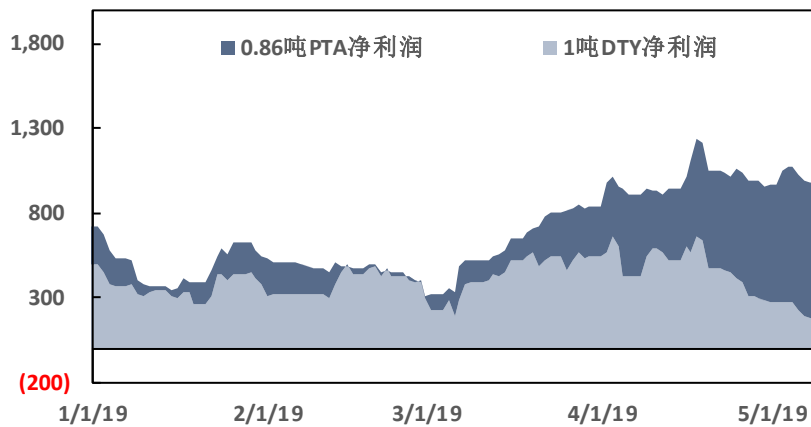
随着上游利润向下游转移，PTA 和长丝利润改善明显。与市场不同的是，我们认为虽然 PTA 和长丝分别的盈利波动均较大，但是按照 1 吨涤纶长丝需要 0.86 吨 PTA 配套，2019 年 2 季度以来，(0.86 吨 PTA+1 吨涤纶长丝) 单吨净利润 (不含税) 环比和同比均大幅增加。

**图 34 2019 年 0.86 吨 PTA 净利润+1 吨 POY 单吨净利润 (元/吨, 元/吨)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 35 2019 年 0.86 吨 PTA 净利润+1 吨 FDY 单吨净利润 (元/吨, 元/吨)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 36 2019 年 0.86 吨 PTA 净利润+1 吨 DTY 单吨净利润 (元/吨, 元/吨)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

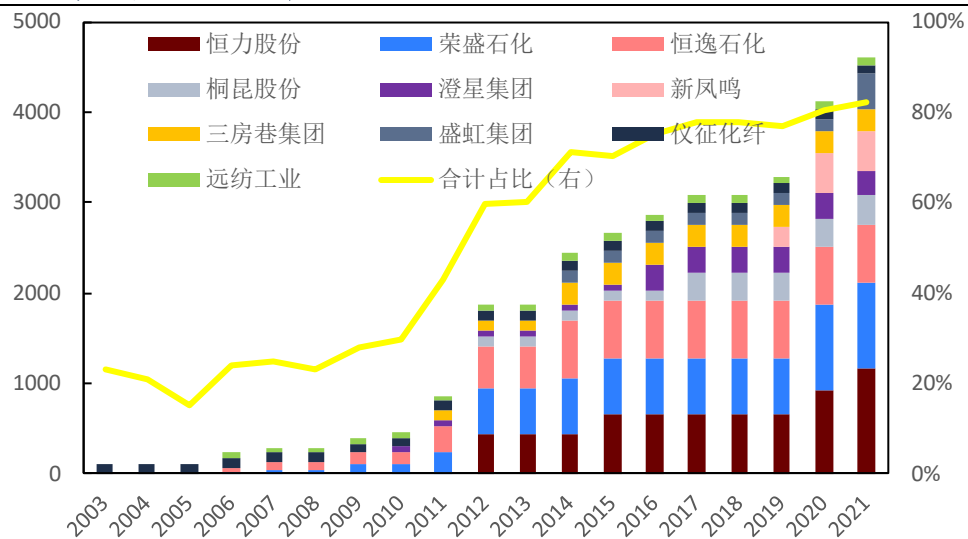


## 二、PTA 和长丝集中度提升

### (一) PTA 形成寡头垄断

目前，我国 PTA 产能已经呈现高度寡头垄断的格局。而在 2020-2021 年间，恒力股份拟新增 500 万吨 PTA 产能，从而达到单体 1160 万吨/年的全球最大规模，逸盛石化拟新增 350 万吨 PTA 产能，届时中国十大 PTA 企业的总产能将超过 4100 万吨，将占中国 PTA 总产能的 82%。需要强调的是，到 2020 年，中国前五大 PTA 企业恒力股份、桐昆股份、荣盛石化、恒逸石化、新凤鸣的合计产能将达到 3260 万吨，占中国 PTA 总产能的 64%，PTA 行业已充分形成寡头垄断的格局，同时，这些企业也同时是 PTA 下游涤纶长丝的龙头企业，进一步增强 PTA 的定价权。

图 37 中国十大 PTA 企业的产能和占比 (万吨/年, %)



资料来源：各公司公告，CCFEI，信达证券研发中心 注：2019 年以后为根据拟建产能计算

从未来 1-3 年新增 PTA 项目进度来看，未来新增产能主要是 PTA 行业龙头投建，其有充裕的自主空间决定 PTA 的建设和投产进度，PTA 价格再次重现 2010-2014 年暴跌行情可能性较小，PTA 价格波动性将减弱。需要强调的是，由于部分项目现在仍处于投资规划的状态，后续产能建设和投产情况具有不确定性。

表格 4 中国 2019 年及之后新增 PTA 产能

| 企业名称 | 产能(万吨/年) | 拟建成时间     |
|------|----------|-----------|
| 四川晟达 | 120      | 2019 年中   |
| 新凤鸣  | 220      | 2019 年 Q3 |

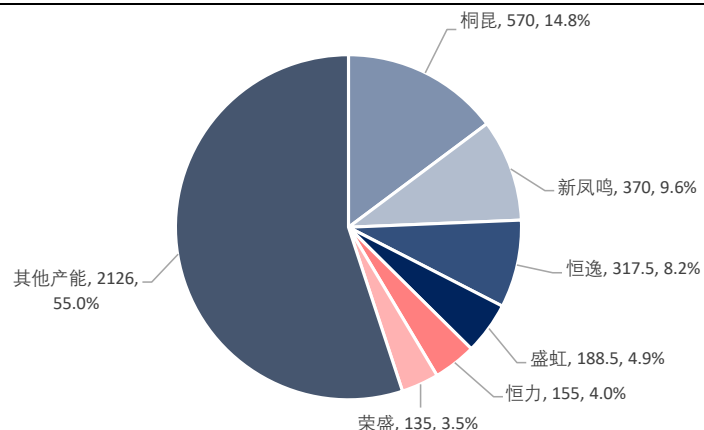
|          |     |           |
|----------|-----|-----------|
| 2019 年总计 | 340 |           |
| 恒力股份     | 250 | 2020 年    |
| 逸盛石化     | 350 | 2020 年    |
| 新凤鸣      | 220 | 2020 年 Q3 |
| 2020 年总计 | 820 |           |
| 东方盛虹     | 240 | 2021 年    |
| 恒力股份     | 250 | 2021 年    |
| 2021 年总计 | 490 |           |

资料来源: CCFEI, 各公司公告, 信达证券研发中心

## (二) 长丝龙头溢价显著

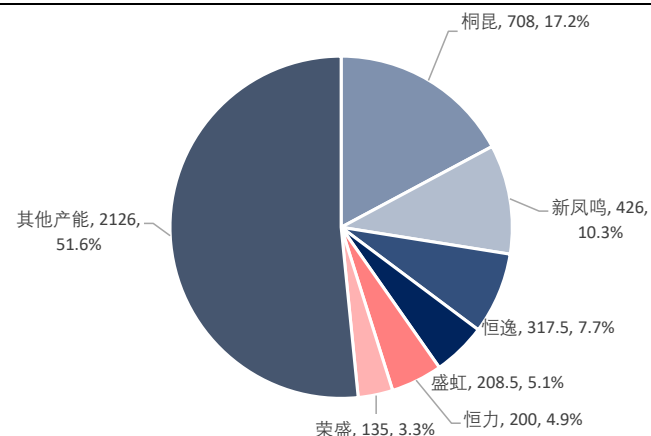
2018 年涤纶长丝行业全国共有 80 余家企业参与生产, 产能总共约为 3862 万吨, 其中 CR6 (桐昆、恒力、恒逸、新凤鸣、盛虹、荣盛) 产能共计 1601 万吨, 占到总产能的 45%。而根据 CCFEI 和公司公布的投产计划, 2019 年涤纶长丝新增产能也主要来自于龙头企业, 2019 年 CR6 产能占比将进一步提高至 48%。涤纶长丝产业集中度的提高有利于龙头议价权的提升, 尤其是涤纶长丝行业的下游经编织布高度分散更有利于龙头企业的优质产品享受产业溢价。

图 38 2018 年涤纶长丝产能及占比 (万吨, %)



资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心

图 39 2019 年预计涤纶长丝产能及占比 (万吨, %)

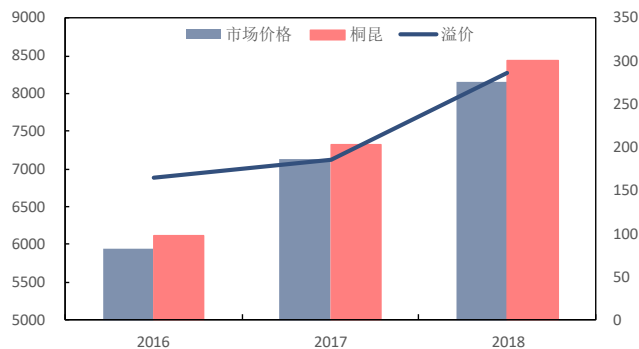


资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心

以涤纶长丝产能最大的桐昆股份来看, 因为其产品品类齐全且产品结构平均, 基本涵盖了涤纶长丝的全部型号, 我们认为, 其产品售价与市场价格之差即为龙头溢价。2018 年桐昆股份涤纶长丝平均销售价格 (不含税) 分别为 POY (8446 元/吨)、FDY (8858 元/吨) 和 DTY (10069 元/吨), 而根据 CCFEI 统计的 2018 年国内涤纶长丝市场中间价 (不含税) 分别为 POY (8160 元/吨)、FDY (8453 元/吨) 和 DTY (9488 元/吨), 与行业平均水平相比, 桐昆涤纶长丝分别比行业平均高 POY (285

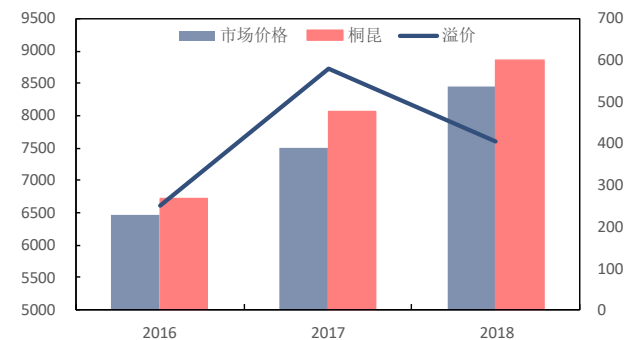
元/吨)、FDY (405 元/吨) 和 DTY (581 元/吨)。2016-2018 年期间, 桐昆股份涤纶长丝平均比国内市场中间价高 POY (211 元/吨)、FDY (410 元/吨) 和 DTY (478 元/吨), 且价差整体呈现扩大趋势。我们认为, 随着产能集中度提高, 涤纶长丝龙头企业将享受更大的议价权! 除此以外, 涤纶长丝与上游产品最大的不同是其产品型号多, 不同产品差异大, 对于技术实力领先的龙头企业而言, 高端产品将享受更高的盈利!

图 40 桐昆 POY 产品售价与行业平均对比 (元/吨)



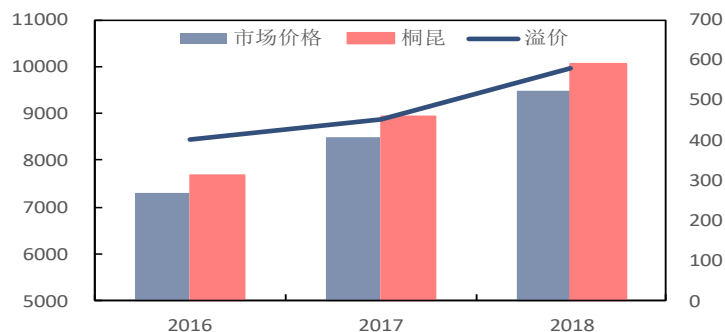
资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心

图 41 桐昆 FDY 产品售价与行业平均对比 (元/吨)



资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心

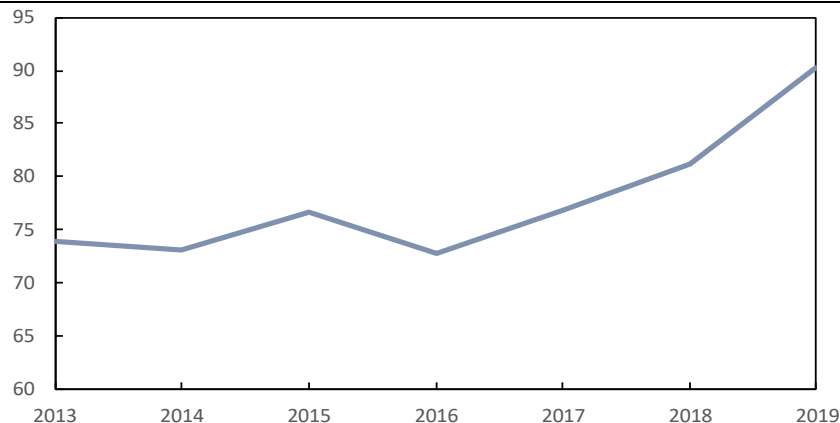
图 42 桐昆 DTY 产品售价与行业平均对比 (元/吨)



资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心

随着涤纶长丝行业集中度提高，落后产能淘汰，涤纶长丝开工率自 2016 年以来逐步提升，2019 年以来开工率达到 90% 的近 5 年来最高水平。

图 43 涤纶长丝开工率 (%)

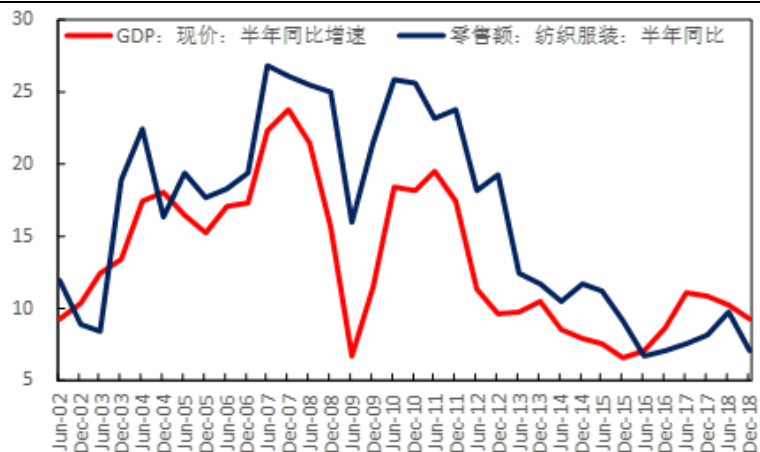


资料来源：万得，信达证券研发中心

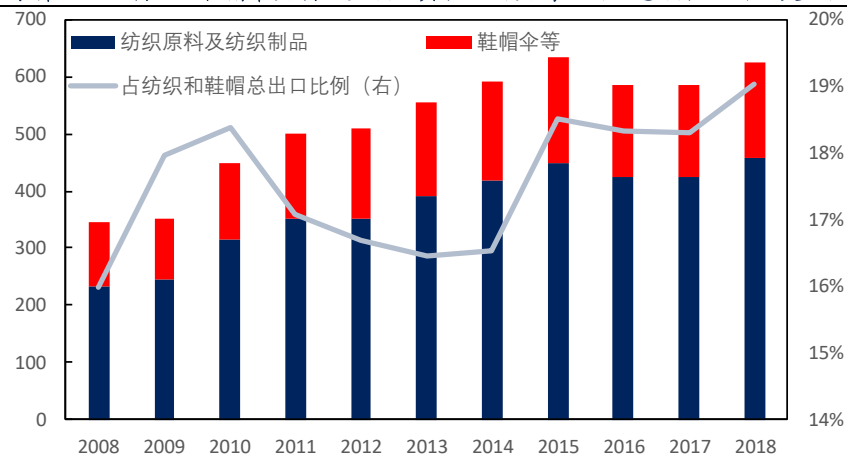
### 三、贸易摩擦对下游需求影响几何？

涤纶长丝的终端需求主要为纺织服装。作为“原油-PX-PTA-聚酯-长丝”产业链的下游，纺织服装属于消费行业“衣-食-住-行”中的衣，为居民必需消费品之一。根据国家统计局公布的纺织服装零售额和 GDP（现价）的同比增速，我们发现，纺织服装行业的增速与 GDP 增速高度正相关，从 2002 年至 2018 年间，二者的相关系数达到 0.82。同时，我们发现，尽管近年来随着我国 GDP 增速下降进入新常态阶段，但是在 GDP 增速高于 5% 的情况下，纺织服装行业的增速一直保持正增长。过去 5 年（2014-2018 年），以零售额计算的纺织服装行业同比增速平均达到 8.8%，最低为 2016 年上半年的 6.7%。

2019 年 5 月 9 日，美国政府宣布对从中国进口的 2000 亿美元清单商品加征的关税税率由 10% 提高到 25%（加上之前的 500 亿美元，总计 2500 亿美元）。同时，2019 年 5 月 13 日，美国贸易代表办公室（USTR）发布公告称将就对中国进口的剩余约 3000 亿美元商品加征 25% 关税征求意见并举行公开听证会。根据美国国际贸易委员会（USITC）统计数据，HS 分类（海关编码，Harmonized System）下我国对美国出口可能涉及到纺织服装的且在本轮加征关税清单中的品类主要有纺织原料及纺织品；鞋帽伞类（注：该类别下还有皮革等产品不属于涤纶长丝的下游）这两类。这两类在 2500 亿加征关税清单总共占 56 亿美元，纺织原料及纺织制品（42 亿美元）、鞋帽伞类（14 亿美元）。根据海关总署统计数据，2018 年，我国出口美国的这两类商品合计 626 亿美元，即加征关税的产品占比约为 9%，而这两类商品出口至美国量占我国这两类商品全部出口的占比约为 19%，如果美国对剩余产品（约 3000 亿美元）加征关税将会影响到约 600 亿美元的纺织服装和鞋帽类产品出口。

**图 44 我国 GDP（现价）同比增速和纺织服装零售额同比增速（%）**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 45 我国出口至美国纺织原料及纺织制品、鞋帽伞类制品金额及其占这两类商品出口总额占比（亿美元，%）**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

根据信达证券宏观策略组 2019 年 6 月 11 日专题研究报告《贸易摩擦影响几何?》中测算,在 2000 亿商品加征的关税从 10% 上调至 25% 后,并考虑将对剩余约 3000 亿美元商品继续加征 25% 关税的极端情形下,在假定我国出口价格不变加征关税全部由美国消费者承担的情况下(实际上我国出口价格可能下降,对出口影响可能比测算更小),根据出口价格弹性测算得到贸易摩擦将造成纺织原料及纺织品和鞋帽伞类的出口分别下降 79.11 亿美元和下降 28.81 亿美元,贸易摩擦造成这两类商品出口下降金额占我国该两类商品 2018 年出口总额(纺织原料及纺织品 2672 亿美元,鞋帽伞类 620 亿美元,总计 3292 亿美元)的 3%,即可能对出口造成 3% 的增速影响。

而从总的需求来看,按照总需求=国内消费+出口来测算,2018 年我国服装鞋帽、针、纺织品类零售总额为 13706 亿元人民币,按 2018 年美元兑人民币中间价平均值 6.62 折算约相当于 2071 亿元美金,则极端情况下,贸易摩擦对下游需求(国内消费+出口,其中出口为纺织原料及纺织制品和鞋帽伞两类)总的增速影响约为 2%。按照国内消费 2018 年 8% 的增速以及出口 6.8% 的增速,我们认为在贸易摩擦影响的极端情况下,纺织服装作为必须消费品的增速仍能保持在 5% 左右!同时需要注意的是,贸易摩擦主要影响的是下游纺织品,如果下游纺织品出口受到影响转移到东南亚地区,但由于东南亚地区上游配套产能建设不足,则只能通过加大进口国内的涤纶长丝等原材料来进行生产,因此我们认为贸易摩擦对于长丝原材料的影响会小于下游纺织服装!

图 46 服装鞋帽、针、纺织品类零售额及同比增速(亿元人民币,%)

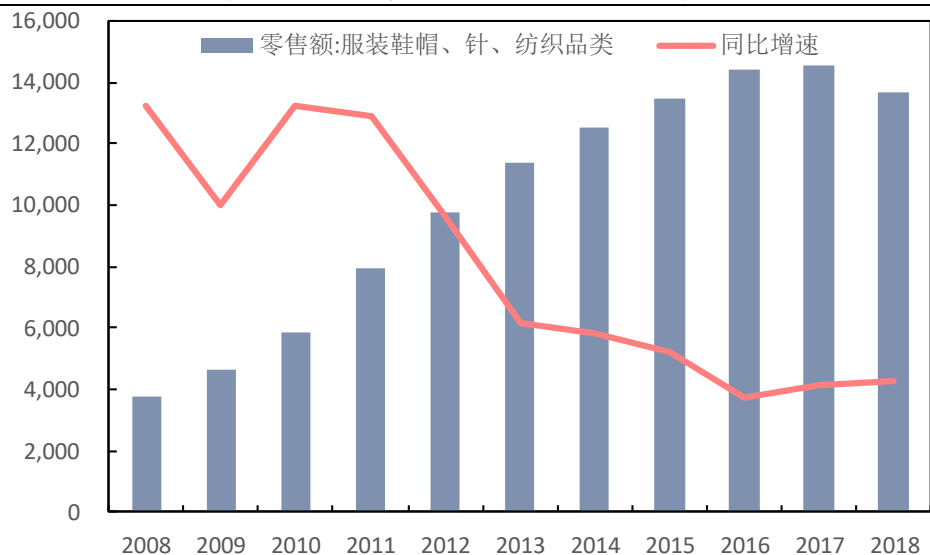
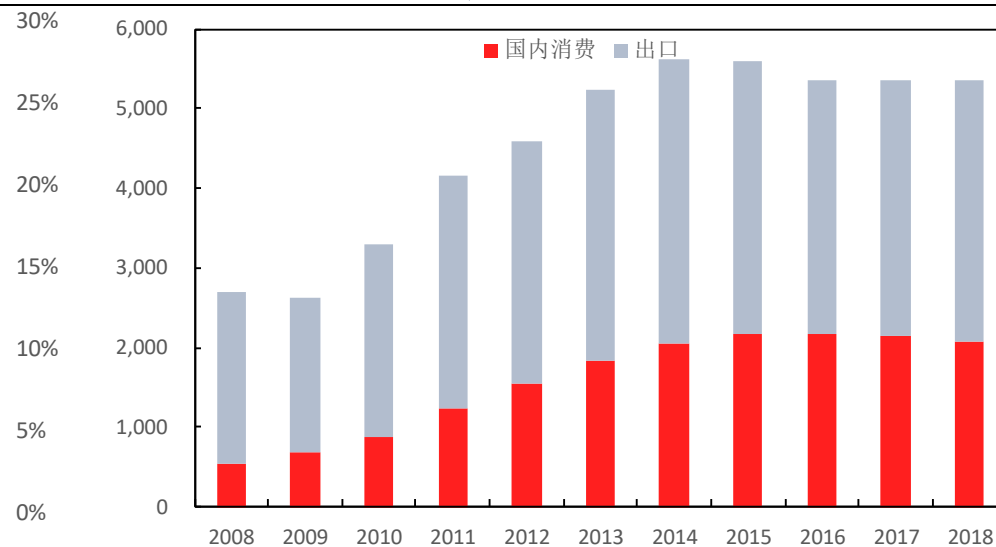


图 47 服装鞋帽纺织品类下游总需求(亿美元)



资料来源:国家统计局,信达证券研发中心,注:不同年度统计口径不同导致零售额规模和同比增速不一致  
 资料来源:万得,信达证券研发中心

从 2019-2021 年的产能扩张来看，涤纶长丝行业的新增产能主要来自龙头企业，按照龙头企业的产能扩张计划，每年新增产能在 200-300 万吨，约为现有产能的 5%左右，与我们预测的未来下游需求增速匹配，因此我们认为涤纶长丝行业将继续保持供需紧平衡的格局。

我们认为，随着民营大炼化项目投产，PX 价格暴跌且利润向下游 PTA 和涤纶长丝转移是不可逆的趋势，但是不同阶段 PX 向 PTA 和涤纶长丝的转移程度有所不同，这凸显了已实现“PTA-涤纶长丝”一体化的企业更加具备高盈利和抗风险能力。在终端需求保持稳定的情况下，我们继续看好通过炼化一体化实现“原油-PX-PTA-PET-涤纶长丝-化纤织造”全产业链【从无到有】的民营巨头！

## 行业评级与投资策略

我们认为，随着民营大炼化项目投产，PX 价格暴跌且利润向下游 PTA 和涤纶长丝转移是不可逆的趋势，但是不同阶段 PX 向 PTA 和涤纶长丝的转移程度有所不同，这凸显了已实现“PTA-涤纶长丝”一体化的企业更加具备高盈利和抗风险能力。在终端需求保持稳定的情况下，我们继续看好通过炼化一体化实现“原油-PX-PTA-PET-涤纶长丝-化纤织造”全产业链【从无到有】的民营巨头！同时，随着美国管道瓶颈在下半年解除，带来完井率上升和页岩油产量释放，我们认为以北美射孔、压裂为主营业务的油服企业将充分受益！我们对 2019 年石油加工行业维持“看好”评级。

## 相关标的

桐昆股份 (601233.SH)，恒逸石化 (000703.SZ)，通源石油 (300164.SZ)。

## 风险因素

1、大炼化装置运行出现故障，达产不及预期。2、宏观经济增速严重下滑，导致成品油、聚酯、纺服等需求端严重不振。3、油价大幅波动。4、美国管道投产进度低于预期。

## 研究团队简介

**左前明**，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国信达业务审核咨询专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

**陈淑娴**，北京大学数学科学学院（SMS）金融数学系学士，北京大学国家发展研究院（CCER）经济学双学士和西方经济学硕士。2017年7月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工行业研究。

**洪英东**，清华大学工学博士，2018年4月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工行业研究。

## 机构销售联系人

| 区域 | 姓名  | 办公电话         | 手机          | 邮箱                       |
|----|-----|--------------|-------------|--------------------------|
| 华北 | 袁 泉 | 010-83252068 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com        |
| 华北 | 张 华 | 010-83252088 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com    |
| 华北 | 巩婷婷 | 010-83252069 | 13811821399 | gongtingting@cindasc.com |
| 华东 | 王莉本 | 021-61678580 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com    |
| 华东 | 文襄琳 | 021-61678586 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com  |
| 华东 | 洪 辰 | 021-61678568 | 13818525553 | hongchen@cindasc.com     |
| 华南 | 袁 泉 | 010-83252068 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com        |
| 国际 | 唐 蕾 | 010-83252046 | 18610350427 | tanglei@cindasc.com      |



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准   | 股票投资评级                        | 行业投资评级                  |
|---|-------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；   | <b>看好：</b> 行业指数超越基准；    |
|   | <b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%； | <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； |
|   | <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；   | <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。    |
|   | <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。    |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。