

油气保供稳增长，改革提速生机遇

——石油石化行业 2019 半年度策略

投资建议： 中性

上次建议： 中性

投资要点：

➤ 石油石化行业回顾

2018年石油石化行业整体利润向好，2019Q1有所下滑。42家石化样本公司2018年整体营收同比增长18%，2019Q1同比增长8%，归属于上市公司股东的净利润同比增长69%，2019Q1行业净利润同比下滑26%。行业总资产及负债较快增长，负债率创历史新高，ROE/ROA小幅回升，在建工程占总资产比率延续了过去6个季度的增长态势，回升至历史较高水平，行业扩张意愿得到明显恢复。2018年现金流净额继续改善，同比增加30.91%，2019Q1相对上年同期则出现下滑。

➤ 石油石化行业展望

近期原油走势受全球宏观经济因素主导，短期震荡动力来自于地缘政治与强人政治因素，长期趋势则受美油增产与OPEC+减产影响。中短期随着进入需求旺季、油价逼近页岩油盈亏平衡点及OPEC+高概率延长减产协议，供给端承压，再叠加地缘政治，油价或阶段上行并大幅波动；中长期则面临需求端考验与美油长期增产压力，出旺季后或下探至50~55美元/桶以下再逐步修复至价格中枢，且Q3管道投用或缩小美、布油差价。

天然气方面，随着我国天然气市场化改革提速，产业链价值将迎来再分配。上游产气企业话语权显著提高，有望迎来价格市场化、价值重估的机会。随着配气成本监审和推进理顺定价机制，我国天然气消费量将在政策与市场需求的推动下稳步增长。上游供气企业预计迎来量价齐升，下游配气企业短期面临毛差缩小，但中长期有望在销量上得到补偿，行业集中度得到提升。

➤ 下半年投资策略

- 在近期供应持续偏紧及地缘政治威胁保供背景下，上游资本开支及国家管网公司建设需求将提升，利好采掘、油服及专业工程板块；
- 保供背景下需维持能源结构均衡，促进天然气、煤炭对原油的部分替代，煤化工、天然气化工产品未来趋势向好。
- 天然气上游供气企业在市场化改革加速下现盈利修复机会。

➤ 重点推荐标的

我们建议重点关注中油工程(600339.SH)、新奥股份(600803.SH)、中国石油(601857.SH、0857.HK)、中曼石油(603619.SH)、中石化炼化工程(2386.HK)、中石化冠德(0934.HK)、航天工程(603698.SH)。

➤ 风险提示

贸易摩擦与宏观经济疲软导致需求不振的风险，国际原油价格大幅下跌的风险，政策推进不及预期的风险，地缘政治影响业务开展的风险。

一年内行业相对大盘走势



马群星 分析师

执业证书编号：S0590516080001

电话：0510-85613163

邮箱：maq@glsc.com.cn

吴诚 研究助理

电话：0510-85611779

邮箱：wucheng@glsc.com.cn

胡亦明 研究助理

电话：0510-85611779

邮箱：huym@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《双重因素推动价格上涨，信心比黄金珍贵》
《化工》
- 2、《下游需求处于下滑通道，机会在于革新》
《化工》
- 3、《行业景气度低迷，烧碱、纯MDI跌幅居前》
《化工》

正文目录

1	2019Q1 石化行业业绩较弱，行业估值整体略升.....	4
1.1	石化营收、利润排名先升后降，股价表现一般.....	4
1.2	石油石化行业市盈率抬升，市净率仍处于历史低位.....	4
1.3	原油价格下跌，多产品价格随油价而动.....	5
1.4	石油石化行业 2018 年净利润大增，2019Q1 利润略降.....	6
1.5	石油石化资产负债率同比上涨，扩张意愿增强.....	7
2	2019 年度下半年石油石化行业市场展望.....	9
2.1	美油增产持续压制，地缘政治放大波动.....	9
2.2	市场化改革带来天然气产业链价值再分配.....	12
2.3	炼化一体化、PTA、涤纶长丝盈利能力静待需求改善.....	17
3	2019 年中期投资策略.....	20
3.1	油气资源保供确定性高，市场化改革带来发展机遇.....	20
3.2	工程与服务景气可期，立足保供走向世界.....	21
4	重点推荐标的.....	22
	中油工程 (600339.SH)	22
	新奥股份 (600803.SH)	22
	中国石油 (601857.SH, 0857.HK)	23
	中石化炼化工程 (2386.HK)	23
	中石化冠德 (0934.HK)	24
	中曼石油 (603619.SH)	24
	航天工程 (603698.SH)	25
5	风险提示	25

图表目录

图表 1:	中信各板块营收利润同比增速 (%)	4
图表 2:	年初至今 (截至 2019 年 5 月 15 日) 中信各子行业涨跌幅 (%)	4
图表 3:	国际原油价格 (美元/桶) 走势.....	5
图表 4:	汽柴油价格 (元/吨)	5
图表 5:	乙烯丙烯价格 (元/吨)	5
图表 6:	PX、PTA 价格 (元/吨)	6
图表 7:	碳四、丁酮价格 (元/吨)	6
图表 8:	乙烯石脑油价差 (美元/吨)	6
图表 9:	涤纶长丝价差 (元/吨)	6
图表 10:	近年石油石化行业利润表 (百万元)	6
图表 11:	近年 Q1 单季度石油石化行业利润表 (百万元)	7
图表 12:	近年石油石化行业资产负债率情况.....	8
图表 13:	近年石油石化行业负债来源情况.....	8
图表 14:	石化行业单季度 ROA 和 ROE 情况 (%)	8
图表 15:	细分板块单季度 ROE 情况 (%)	8
图表 16:	全球 GDP 增长情况及预测 (%)	9
图表 17:	全球原油需求增长 (百万桶/日)	9
图表 18:	美国原油产量 (千桶/日)	10

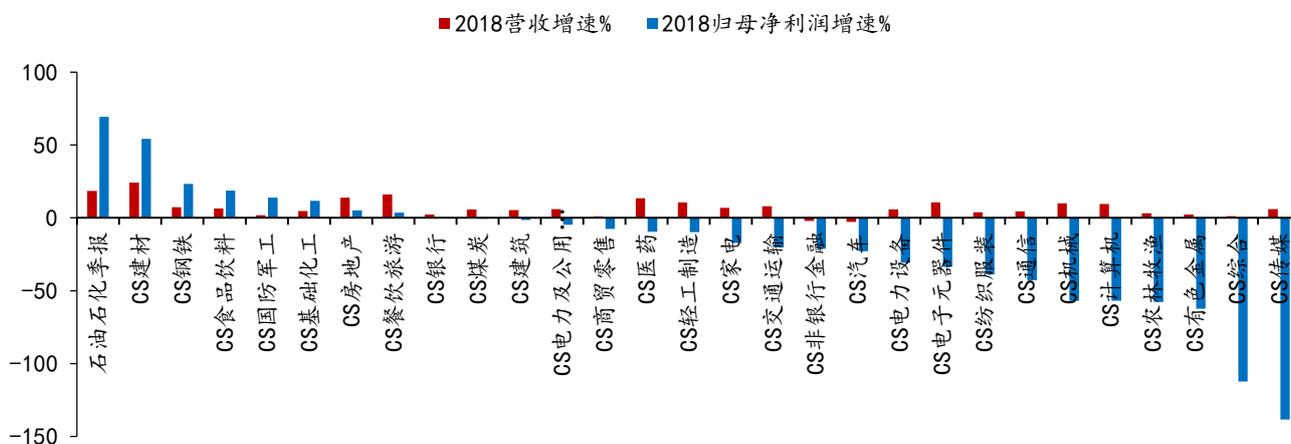
图表 19: 美国油井、气井、混合井数 (口)	10
图表 20: 国际油价 (美元/桶) 与库存 (百万桶)	11
图表 21: 油价 (美元/桶) 与供需平衡差 (百万桶)	11
图表 22: 一次能源占比展望	12
图表 23: 天然气与可再生能源增量巨大	12
图表 24: 全球天然气价格 (美元/百万英热) 处于历史底部	13
图表 25: 天然气价值链	13
图表 26: 2019 年 3 月后各省基准门站价 (元/立方米)	14
图表 27: LNG 进口均价 (美元/吨)	14
图表 28: 产、进、消及对外依存度 (亿方、%)	14
图表 29: 2014 年以来天然气重要政策文件	15
图表 30: 石油石化行业部分产品开工率情况 (%)	17
图表 31: 成品油最高零售价-原油价差 (元/吨)	18
图表 32: 成品油市场价-原油价差 (元/吨)	18
图表 33: 国内成品油出口维持增长 (万吨, %)	18
图表 34: 新加坡裂解价差 (美元/桶)	18
图表 35: 汽油国内、出口以及海外价格 (美元/桶)	19
图表 36: 柴油国内、出口以及海外价格 (美元/桶)	19
图表 37: 近年涤纶长丝-原料价差走势 (元/吨)	19
图表 38: 纺服零售及出口累计同比数据 (%)	20
图表 39: 涤纶长丝产能增速再次加快 (万吨, %)	20
图表 40: 推荐标的参数一览	25

1 2019Q1 石化行业业绩较弱，行业估值整体略升

1.1 石化营收、利润排名先升后降，股价表现一般

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

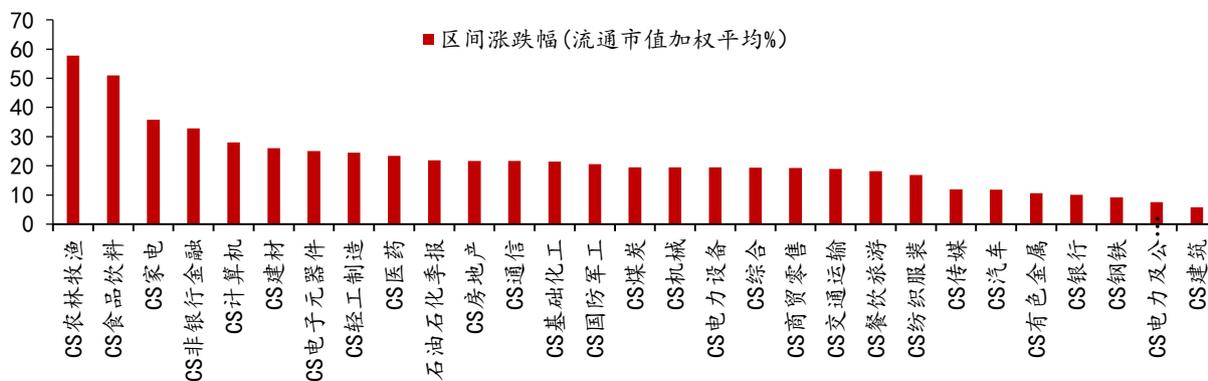
图表 1：中信各板块营收利润同比增速（%）



来源：Wind，国联证券研究所

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

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



来源：Wind，国联证券研究所

1.2 石油石化行业市盈率抬升，市净率仍处于历史低位

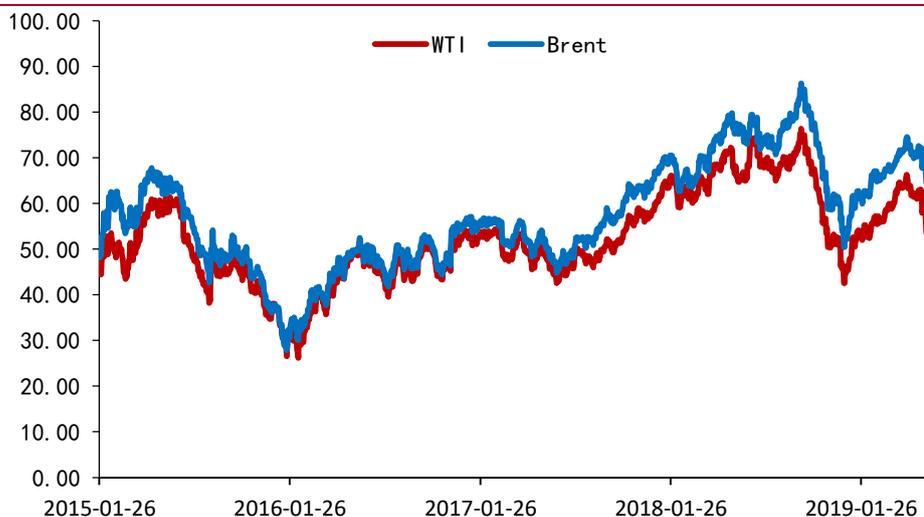
以 2019 年 5 月 15 日收盘价计算，统计的 42 家石油石化公司整体（剔除负值）

的平均市盈率（整体法）为 25.40X，相对全部 A 股市盈率 15.07X，溢价 68.54%，处于近年较高位置。44 家石油石化公司整体 PB 为 1.96 X，相对全部 A 股净率 1.58X，溢价 24.05%，处于历史较低位置。

1.3 原油价格下跌，多产品价格随油价而动

截至 2019 年 6 月 11 日，WTI 原油期货结算价位 53.27 美元/桶，主要下游石化产品价格随原油价格下跌。

图表 3：国际原油价格（美元/桶）走势



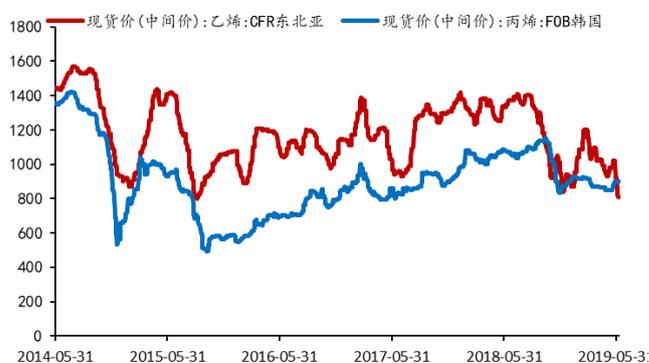
来源：Wind，国联证券研究所

图表 4：汽柴油价格（元/吨）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 5：乙烯丙烯价格（元/吨）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 6: PX、PTA 价格 (元/吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 7: 碳四、丁酮价格 (元/吨)



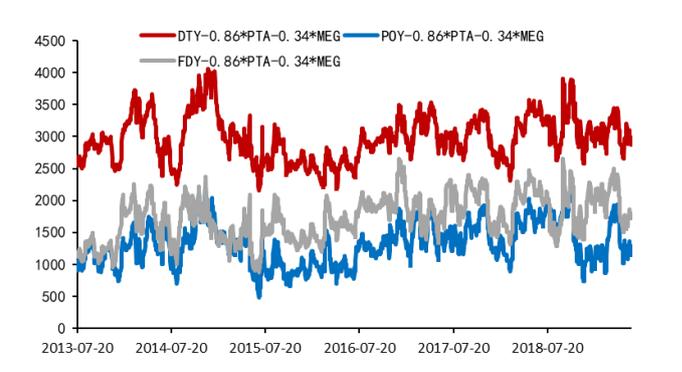
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 8: 乙烯石脑油价差 (美元/吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 9: 涤纶长丝价差 (元/吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

1.4 石油石化行业 2018 年净利润大增, 2019Q1 利润略降

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

图表 10: 近年石油石化行业利润表 (百万元)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	383,061	465,489	374,202	439,731	589,027	769,099
营业成本	338,625	411,210	320,461	392,152	519,231	680,152
营业税金及附加	13,530	14,155	17,809	16,411	18,002	17,578
销售费用	3,399	3,731	3,848	4,110	4,359	6,455
管理费用	11,453	16,450	15,785	18,796	21,051	20,532
财务费用	3,048	6,132	6,884	6,114	7,593	7,917
资产减值损失	511	3,347	4,184	11,445	4,680	3,821

投资净收益	1,771	1,422	2,856	2,452	3,467	3,767
营业利润	14,167	11,975	8,309	-6,376	19,237	34,534
利润总额	16,766	14,922	10,445	-3,024	19,235	34,471
所得税	2,949	3,292	3,177	4,971	6,569	8,419
净利润	13,818	11,630	7,268	-7,995	12,666	26,052
归属母公司股东的净利润	13,461	11,841	7,983	-7,955	12,274	25,133

来源：Wind，国联证券研究所

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

图表 11：近年 Q1 单季度石油石化行业利润表（百万元）

	2014Q1	2015Q1	2016Q1	2017Q1	2018Q1	2019Q1
营业收入	83,248	77,512	76,012	112,356	147,408	175,467
营业成本	74,806	66,956	66,581	96,952	128,416	156,053
营业税金及附加	2,748	4,369	3,618	4,274	4,320	4,182
销售费用	780	885	904	947	1,088	1,765
管理费用	2,223	3,138	3,624	4,410	4,798	4,016
财务费用	1,317	1,484	1,625	1,615	2,269	2,178
资产减值损失	53	-129	64	79	35	144
投资净收益	753	463	-283	810	733	894
营业利润	2,008	1,261	-644	4,999	7,925	6,541
利润总额	2,094	1,510	922	5,299	8,187	6,632
所得税	501	629	794	1,574	1,834	1,560
净利润	1,593	882	128	3,724	6,353	5,071
归属母公司股东的净利润	1,610	960	251	3,664	6,067	4,965

来源：Wind，国联证券研究所

1.5 石油石化资产负债率同比上涨，扩张意愿增强

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

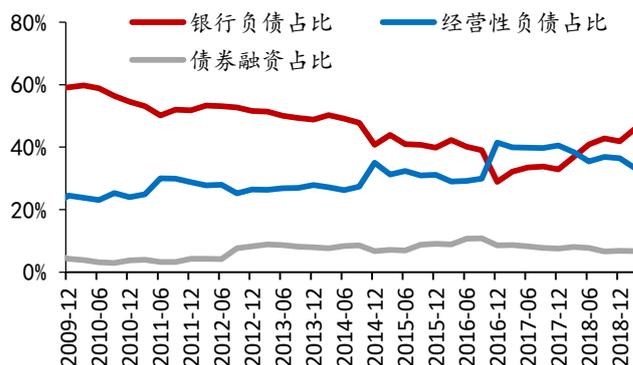
截至2019年3月31日，银行贷款、经营性负债和债券融资负债占比分别为45.83%、33.26%和6.75%。本季度末银行贷款负债较前一季度增加3.98个百分点，整体呈升高趋势；经营性负债占比较上季度末下降3.15个百分点，处于历史中等偏高的位置；债券融资负债占比整体相对平稳。

图表 12: 近年石油石化行业资产负债率情况



来源: Wind, 国联证券研究所

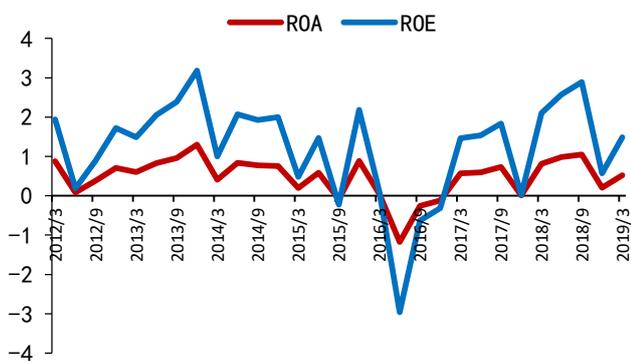
图表 13: 近年石油石化行业负债来源情况



来源: Wind, 国联证券研究所

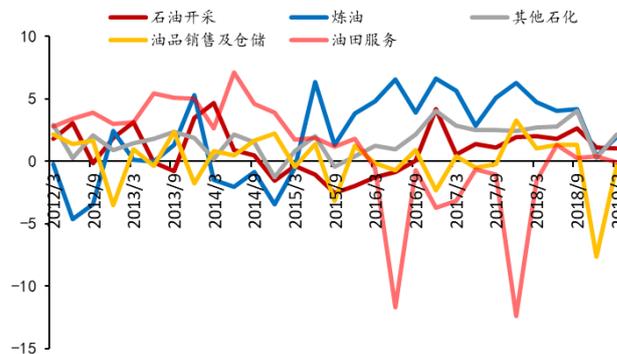
以统计的 42 家石油石化上市公司为样本, 2018Q4 和 2019Q1 的 ROE 分别为 -0.57% 和 1.49%, ROA 分别为 0.20% 和 0.52%。2019Q1 数据的回升延续了 17 年至今的上行走势, 摆脱了 2016Q2 的底部。从石油石化的五个板块来看, 2018Q4 除油服板块扭亏为盈外, 其余板块 ROE 均同比下降。其他石化板块与炼油板块 2019Q1 的净资产收益率环比有所好转, 但均处于下行通道中, 油品销售及仓储板块大幅减亏, 石油开采板块微降, 油服板块转亏, 上述变化主要还是由于 2018Q4 原油价格的大幅下滑及 2019Q1 时油价的缓慢复苏,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

图表 14: 石化行业单季度 ROA 和 ROE 情况 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 15: 细分板块单季度 ROE 情况 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

2 2019 年度下半年石油石化行业市场展望

2.1 美油增产持续压制，地缘政治放大波动

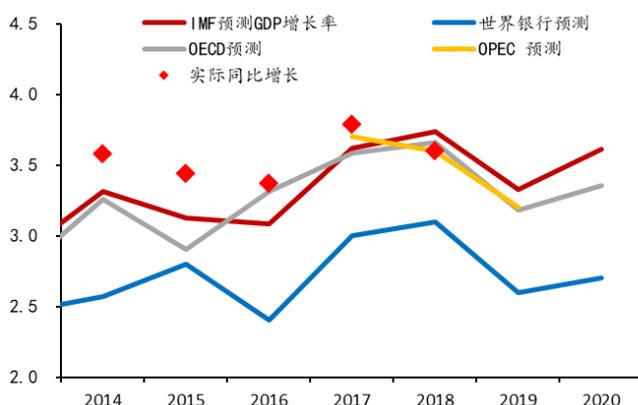
国际油价在经历了 2018 年末制裁预期落空与经济放缓的双重打击后，于 2019 年上半年获得了缓慢的复苏，价格回归至我们 2019 年度策略中所预测的 65 美元/桶 (WTI 价格)，随后又于 4 月末开始震荡下行，一路跌至 55 美元/桶的煤制油盈亏平衡点之下。究其原因，正如我们在此前的 2018 年年报点评中所列举，按重要性排列依次是：1.全球宏观经济因素；2.OPEC+减产及美油增产的供应端因素；3.地缘政治因素。接下来，我们对上述因素依序剖析。

➤ 全球宏观经济因素

全球经济增速放缓造成原油需求增量的下行，是影响供需平衡与市场预期的重要一环，主导了近期的油价下行。从有全球经济“金丝雀”之称的韩国 GDP 萎缩开始，一步步发展至中、欧、美 PMI 的下行，再到美债利率倒挂，宏观经济于 2019 年的下行预期日渐强烈，加上美国与中国等多国间贸易摩擦、英国脱欧等可能进一步拖累全球经济，令原油需求进一步下行。与去年相比，全球主要机构下调了 2019、2020 年全球 GDP 预测值：IMF 将其从之前的 3.65%、3.66%降为 3.33%、3.61%；世界银行将其从之前的 3.00%、2.90%降为 2.60%、2.70%；OECD 将 2019 预测值从之前的 3.93%降为 3.18%；OPEC 将 2019 预测值从之前的 3.60%降为 3.20%。

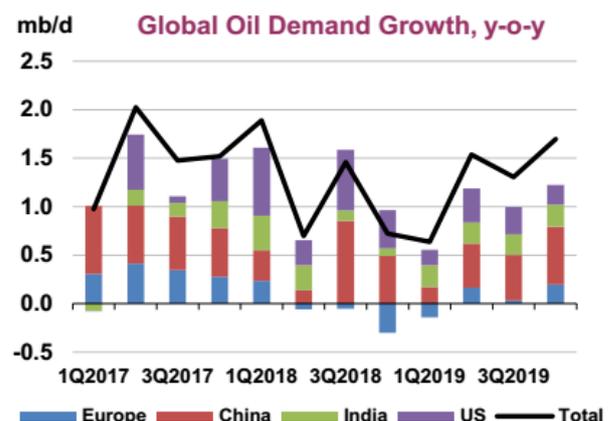
基于 GDP 与原油需求增量的关联性，各机构亦相应下调了全球原油需求增量：IEA 将 2019 年的原油需求增长预估下调 10 万桶/日至 120 万桶/日；EIA 将 2019 年全球原油需求增速预期下调 16 万桶/日至 122 万桶/日，将 2020 年全球原油需求增速预期下调 11 万桶/日至 142 万桶/日；欧佩克维持 2019 年全球原油需求增速预期为 120 万桶/日；摩根士丹利与巴克莱分别将 2019 年全球原油需求增速从 120 万桶/日、130 万桶/日下调至同样的 100 万桶/日。按照 IEA 的预测，影响原油需求增长的主要是中、美、印、欧，从 2019 年二季度起，除印度基本不变外，其余总体呈现环比改善趋势，需求增量将逐步复苏。

图表 16: 全球 GDP 增长情况及预测 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 17: 全球原油需求增长 (百万桶/日)



来源: IEA, 国联证券研究所

➤ OPEC+减产及美油增产的供应端因素

OPEC+持续推进的减产有效缩减了供应，但其内部各国因财政、盈亏平衡点差异而有不同表现，此前 Bloomberg 对主要 OPEC 国家维持财政收支平衡所需油价进行评估，所有国家的平衡价格均高于 50 美元/桶，其中主要生产国沙特、伊拉克、伊朗均超过 60 美元/桶，沙特最新的财政平衡价格更是被指达 85 美元/桶以上，而俄罗斯心理价位据称高于 40 美元/桶即可，因此普京称“60~65 美元/桶（Brent 价格）的价格是合适的”。由此导致的典型对比是沙特有强烈意愿减产保价，而俄罗斯则介意市场份额被美油侵占，显得减产动力不足。目前，OPEC+整体还是倾向于维持减产，市场预期减产协议能延长到 2019 年年底。

与此同时，美国则一直在推高产量。由于国际油价的复苏以及自身技术进步降低了成本，页岩油公司的盈亏平衡点一直在下降，目前有观点认为其已降到 50 美元/桶附近。此外，债务推动的模式加快了美油生产的扩张速度，并且因为出油周期短，具备较强的灵活性，其与 OPEC+在产量上的博弈会是一个长期过程。

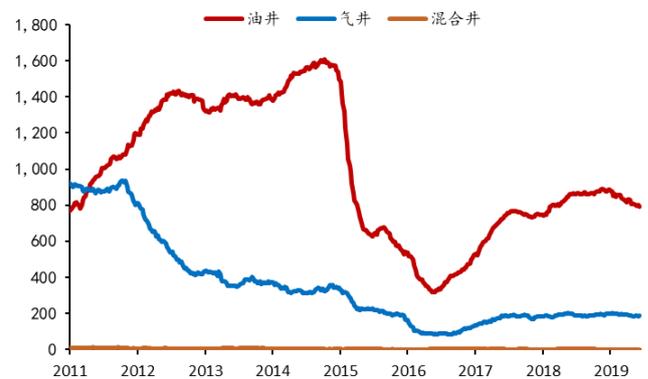
据 Rystad Energy 预计，美油产量将不断刷新历史新高，5 月将达到 1250 万桶/日，12 月将达到 1340 万桶/日。EIA 最新的短期能源展望下调了 2019 年美油产量 13 万桶/日至 1232 万桶/日，下调 2020 年美油产量 12 万桶/日至 1326 万桶/日。根据贝克休斯 6 月 8 日公布的数据显示，当周美油活跃钻井数锐减 11 座至 789 座，创 4 月以来最大单周降幅且触及 2018 年 2 月以来最低，去年同期为 862 座。美油产量从历史新高 1240 万桶/日回落了 10 万桶/日。可见随着原油价格跌至 50 美元/桶的页岩油盈亏平衡点附近，对美油生产商尤其是资金较紧张的中小企业压力越来越大。从 2019 年年初至今，钻井数逐渐减少也间接佐证了较高成本生产商被挤出的观点。由于产量变动滞后于钻井等数据，且低成本、资金雄厚企业逆势提产的影响，美油总产量数据尚未有明显反应，但拐点或正临近。

图表 18：美国原油产量（千桶/日）



来源：EIA，国联证券研究所

图表 19：美国油井、气井、混合井数（口）



来源：贝克休斯，国联证券研究所

➤ 地缘政治因素

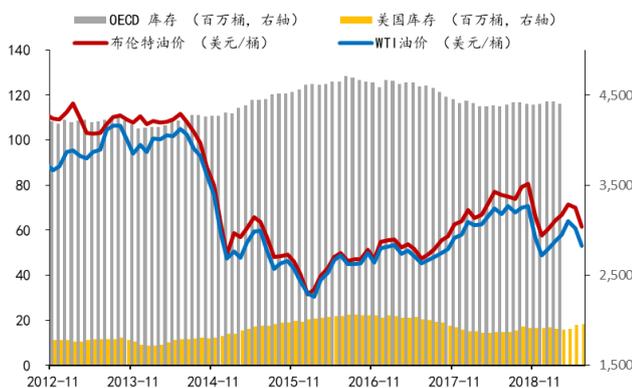
伊朗、委内瑞拉受美制裁均造成了其原油出口的大幅下降，且美或谋求两国的政权更迭，可能对原油产出带来更大的影响。随着伊朗局势不断发酵，甚至可能影响到

周边地区如伊拉克与沙特、阿联酋的原油生产、运输。此外利比亚、叙利亚、苏丹、也门亦发生冲突与动荡，威胁着地区原油的供应，最新的阿曼湾油轮遇袭更是令地区局势加速发酵。原油在因减产以及夏季需求旺季来临造成的紧平衡背景下，地缘政治造成的波动将被显著放大。我们认为当前地缘政治因素的影响程度正在提升。虽然目前地缘政治只主导短期波动，但一方面事件的发生频率或会提升，另一方面对于原油运输量达 2250 万桶/日的霍尔木兹海峡-阿曼湾通道，局势升级失控的风险逐渐累积，从主导短期波动的事件升级至主导中长期波动的可能性在油市低迷时容易被误判。

➤ 回顾与展望

上述三因素构成影响当前原油价格的短期、中期、长期波动，叠加在一起作用于全球市场，其呈现的结果是价格以及全球库存的变化。2014 年由于 OPEC 与美国页岩油争夺市场造成了供应过剩，原油供需平衡差连续数个季度出现供过于求，并在 2014 年达到高峰值。同时，各地原油库存也进入了一个持续的增长期，OECD 库存与美国原油库存持续增长，并因为生产活动的惯性而一直增长到价格低谷出现后的 5~6 个月。随着 2016~2018 年原油供需平衡差的修复以及库存的逐步降低，油价触底反弹并一路上行。2018 年末由于伊朗制裁预期油价一路上行，在经济放缓的征兆出现后，叠加落地的制裁措施不及预期，原油供需平衡差大幅提升，10 月起油价单边下行。在 OPEC+ 提升减产率的努力下，OECD 库存与美国原油库存自 2019 年 1 月起呈降低趋势，油价才得以缓慢复苏，然而在 5 月宏观经济指标恶化后再次下行并在地缘政治因素作用下震荡。

图表 20：国际油价（美元/桶）与库存（百万桶）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 21：油价（美元/桶）与供需平衡差（百万桶/天）



来源：Wind，国联证券研究所

中短期来看，随着进入夏季这一传统能源需求旺季，美国与中东各国自身需求将有季节性的提升，叠加油价逼近页岩油盈亏平衡点对产量提升的压制，两地出口量增长都将存在压力。虽然目前美油库存出现连续增长，但其一方面与中西部洪水对卡车、工业需求、油气运输的影响有关，另一方面也符合库存滞后于价格的规律。目前，OPEC+ 正处于长期减产协议谈判的最终阶段，可能 7 月初签署协议。市场预期其大概率维持减产至 2019 年末，并试图将油价维持在当前水平。若供给端仍然保持紧张，地缘政治因素的风吹草动将令原油价格出现阶段上行与大幅波动。

但是从中长期的视角，度过消费旺季后，对需求的考验或许才真正开始。一方面，

全球宏观经济尤其是对美国经济见顶的预期随着前瞻指标的表现而得到强化，市场对需求的忧虑或加深，需求将继续主导油价的大方向；另一方面，美油产量长期增长将是高概率事件，虽然在当前油价下其增长速度受到抑制，但其趋势未发生改变，对油价的上涨具有压制作用。OPEC+的减产措施目前被动跟随全球供给量的增长，且内部的分裂一直存在，对财政平衡的顾虑令其难以对美油生产进行实质性的打压，反之OPEC+的减产效果则会持续承受美油增产的冲击。

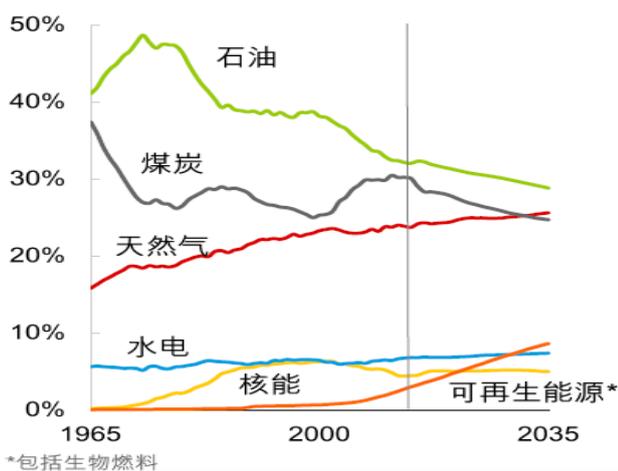
我们认为一方面 50 美元/桶（WTI 价格）接近美国页岩油生产商的盈亏平衡点，另一方面 55 美元/桶附近是煤制油的盈亏平衡点，低于这两个价格将分别对页岩油生产与煤制油产业造成打压，令供给收缩。因此，2019 年下半年，原油价格或将首先在旺季经历震荡或阶段性上行，出旺季后或下探至 50~55 美元/桶以下获得支撑，再逐步修复至价格中枢。另外，美油目前受制于管道等基础设施尚无法大规模出口，三季度迎来新管道投用后或将缩小 WTI、布油间差价。

2.2 市场化改革带来天然气产业链价值再分配

➤ 全球天然气价格底部

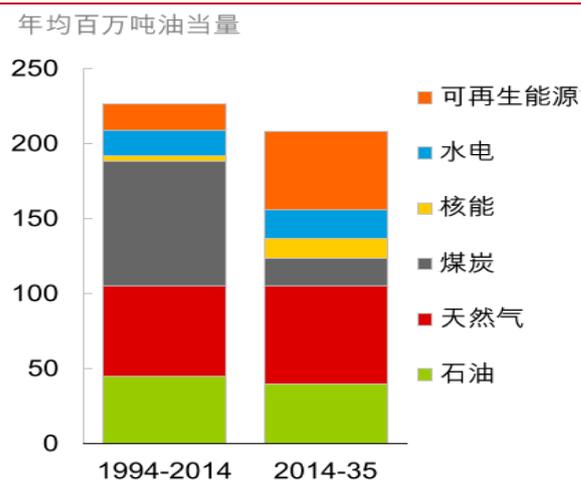
天然气存在于地下岩石储集层中，主要成分为烷烃，其中绝大多数为甲烷。无色无味无毒，可作为清洁优质的燃料和化工原料。天然气燃烧热值可达 8500 卡每立方米，其每单位热值排放污染物明显低于石油和煤炭，其中二氧化碳排放量是煤炭的 59%，燃料油的 72%。

图表 22：一次能源占比展望



来源：BP，国联证券研究所

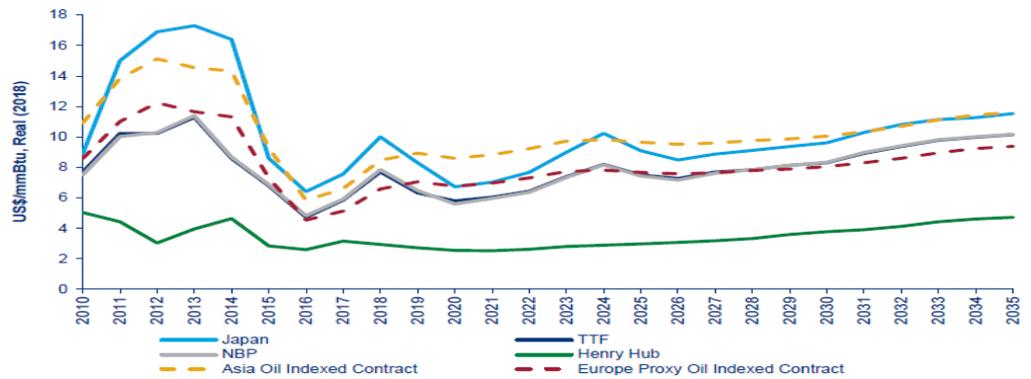
图表 23：天然气与可再生能源增量巨大



来源：BP，国联证券研究所

《BP 世界能源展望》指出 2035 年前全球天然气消费需求将以年均 1.6% 的速度增长，至 2035 年，天然气占一次能源消费比例接近 25%。天然气将超过煤炭，成为仅次于石油的第二大一次能源。并且和石油不同的是，我国天然气税费增值税经过多次下调，已降至 10%，其它国家基本上实施类似税收政策，即鼓励天然气抑制石油煤炭。

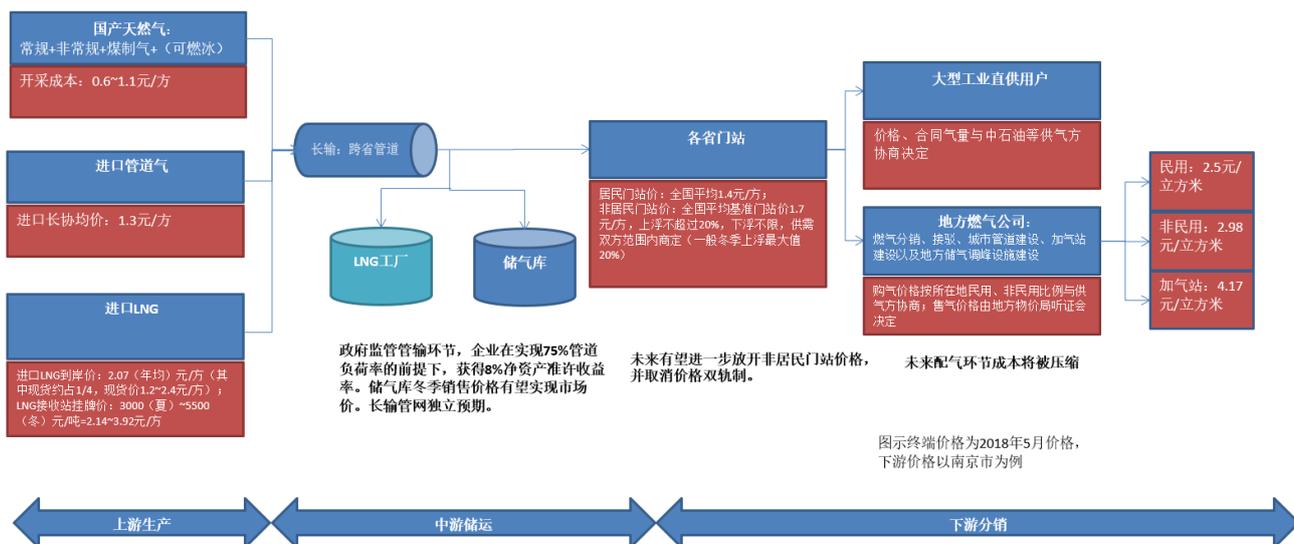
图表 24：全球天然气价格（美元/百万英热）处于历史底部



来源：伍德麦肯兹，国联证券研究所

以美国亨利港价格参考，目前全球天然气价格处于低位，近年来维持在 3 美元/MMBtu 左右。预计 2020 年前全球天然气价格逐步回升，但仍保持相对低位：美国亨利中心价格逐步回升至 4~4.5 美元/MMBtu；未来伴随 LNG 新增产能释放、美国 LNG 出口规模大幅提升和澳大利亚、卡塔尔的产能扩大，东北亚 LNG 进口均价或仍将逐步回归至 10 美元/MMBtu，LNG 现货均价达到 6~8 美元/MMBtu。从国际天然气价格来看，我们认为天然气价格在经历了多年熊市后，共识是当前价格处于底部，一旦出现天然气牛市，潜在的价格上涨空间以及价值链重估机会是巨大的。

图表 25：天然气价值链



来源：国联证券研究所整理绘制

图表 26: 2019 年 3 月后各省基准门站价 (元/立方米)



来源: (发改价格规〔2019〕562号文)《关于调整天然气基准门站价格的通知》, 国联证券研究所

➤ 我国天然气市场化改革提速

政府价格管制下, 长期以来我国上游企业供气成本倒挂, 尤其体现在居民门站价格大幅低于上游企业平均供气成本。2018 年门站价格双轨制的取消终于落地, 成为我国天然气机制市场化重要的一步。

根据海关总署数据分析得知, 2018 年管道气进口均价约为 1.504 元/立方米 (新疆入境价格 1.3-1.4 元/方, 运至消费地需加上 0.4~0.6 元/方的管输成本), LNG 进口均价约为 2.123 元/立方米 (参考 2018 年人民币兑美元平均汇率 6.62)。对比全国平均 1.4 元/方的居民门站价格, 可见上游供气企业压力之大。

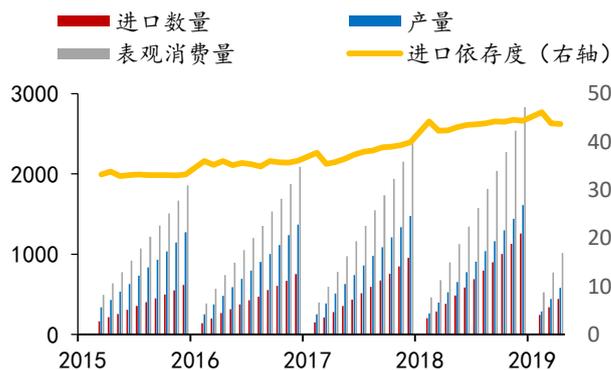
门站价格的整体上调以及输气调峰机制的逐步完善, 给上游企业带来市场纠正、盈利修复的机会, 让供气企业在冬季积极保障供应的同时, 不承担过多亏损。

图表 27: LNG 进口均价 (美元/吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 28: 产、进、消及对外依存度 (亿方、%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 29：2014 年以来天然气重要政策文件

时间	文件	主要内容
2014.2	《天然气基础设施建设与运营管理办法》	鼓励、支持各类资本参与投资建设纳入统一规划的天然气基础设施
2014.3	《关于建立健全居民生活用气阶梯价格制度的指导意见》	对各档气量和价格的确定做出原则性规定
2014.4	《关于建立保障天然气稳定供应长效机制若干意见的通知》	2020 年供气能力达到 4000 亿方。2020 年累计满足“煤改气”用气需求 1120 亿方
2014.7	《关于规范煤制油、煤制天然气产业科学有序发展的通知》	提出煤制油煤制气严格产业准入要求
2015.2	《关于调整非居民用存量天然气价格的通知》	增量气价下调 0.44 元/方，存量气价上调 0.04 元/方，实现存增量门站价格并轨
2015.10	《关于推进价格机制改革的若干意见》	尽快全面理顺天然气价格，加快天然气体制改革试点，健全天然气管道第三方公平准入实施细则和操作方法。加快天然气在城镇燃气、工业燃料、燃气发电、交通燃料的大规模高效科学利用
2015.11	《关于降低非居民用天然气门站价格并进一步推进价格市场化改革的通知》	非居民门站价格下调 0.7 元/方，并由最高门站价管理改为基准门站价管理。同时进一步推进市场化改革
2016.9	《关于印发页岩气发展规划（2016-2020 年）的通知》	大力推进科技攻关、分层次布局勘探开发、加强国家级页岩气示范区建设、完善基础设施及市场
2016.12	《天然气发展十三五规划》	提升天然气在一次能源消费比例，增强供应能力，大力开发非常规气，引导中游基础设施建设和下游市场开发
2017.2	《2017 能源工作指导意见》	2017 天然气消费比重提升至 6.8% 左右，天然气产量 1700 亿方（含页岩气 100 亿方）。加强油气管网设施公平开放监管，推动油气管网和液化天然气设施向第三方公平开放
2017.7	《加快推进天然气利用的意见》	将北方地区冬季清洁取暖、工业和民用“煤改气”、天然气调峰发电、天然气分布式、天然气车船作为重点
2017.8	《关于核定天然气跨省管道运输价格的通知》	经发改委成本监审，中石油、中石化下属 13 家跨省管道运输企业执行管道运输核定价格
2017.8	《关于降低非居民用天然气基准门站价格的通知》	非居民用气基准门站价格降低 0.1 元/方，同时城市燃气供气企业天然气销售价格同步降低
2018.4	《关于加快储气设施建设和完善储气调峰辅助服务市场机制的意见》	2020 年之前储气能力目标：供气企业具备不低于其年合同销售量 10%，城市燃气公司 5%，地方政府日均 3 天。同时强调构建规范的市场化调峰机制。
2018.5	《关于理顺居民用气门站价格的通知》	2018 年 6 月 10 日开始，将居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理，价格水平按非居民用气基准门站价格水平安排，一年后可上浮 20%。

2019.5

《油气管网设施公平开放监管办法》

鼓励和支持各类资本参与投资建设纳入统一规划的油气管网设施，提升油气供应保障能力；鼓励和支持油气管网设施互联互通和公平接入，逐步实现油气资源在不同管网设施间的灵活调配。24个月内建立天然气能量计量计价体系。

来源：国家发改委，国联证券研究所

从2017年长输管道定价的落地，到2018年储气调峰完整目标框架的确立以及双轨制的取消，到今年油气管网设施公平开放监管办法的落地，本轮天然气价格改革按照“管住中间、放开两头”的总体思路稳步落实。我们认为，下一步是对下游输配气环节的成本核算以及中游长输管道的独立——即国家管道公司的成立。

配气成本核算：推动天然气成为我国主体能源之一，除了需要增加上游供应量，还需增加终端天然气价格竞争力。据测算，在国内主要城市工业用气价格构成中，输配费用占比平均水平超过40%，甚至50%，抬高了终端用气成本。在门站价格整体上升的同时，只有靠压缩配气环节不合理加价来降低终端用气价格。配气成本核算将解决配气环节加价过多、居民非居民配气成本分摊不合理的问题。厘清配气成本，居民与非居民的合理分摊成本后，**配气环节整体成本将下降，居民配气成本所占比例将增加，工业配气成本所占比例将下降。**

长输管道独立：已经完成的长输管道成本监审和价格核定只是“管住中间”的一步，长输管道的独立将是今年的另一个重头戏。只有完成了中游的独立才有可能从根源上处理第三方准入、管道利用率低、管道之间互联互通、激发民营资本活力进入上游环节等一系列问题。据联讯社报道：整体计划有望在今年冬天用气高峰到来前推出：中国石油、中国石化和中海油将其所属管道资产和员工剥离并转移至国家管道公司，并将根据各自管道资产的估值确定在新公司的股权比例。新公司计划引入约占总股本50%的社会资本，其中拟包括国有投资基金和民营资本，新组建的公司将寻求上市。

煤改气背景下，我国天然气供气紧张的局面或将持续。进口依存度不断提升，高价进口LNG气源占比提高，抬高天然气整体供应成本。为调动上游供气企业保供动力，去年“气荒”以来，供气企业话语权有所提高。具体体现在：

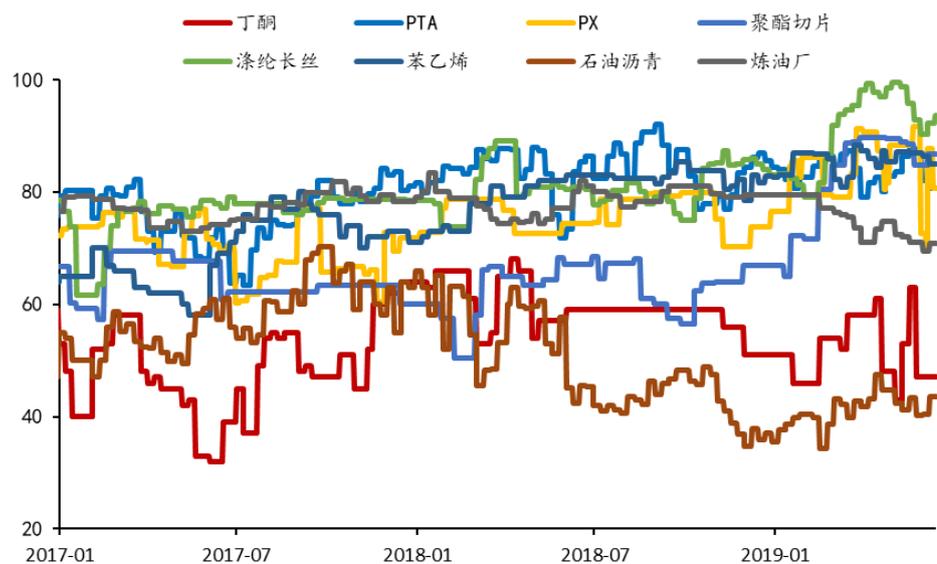
1. 供气企业在这个采暖季获得前所未有的定价权；
2. 致密气开采补贴以及垫底气补贴政策有望出台；
3. 国家管网公司成立预计被推迟至今年10月。

随天然气市场化改革不断推进，上游供气企业迎来市场纠正、盈利修复的机会。同时随配气成本的监审和透明化，终端价格有望下调，我国天然气消费量将在政策和市场的双重推动下稳步增长。上游供气企业迎来量价齐升，下游配气企业短期面临毛差缩小，但中长期有望在销量上得到补偿，行业集中度得到提升。

2.3 炼化一体化、PTA、涤纶长丝盈利能力静待需求改善

资产、负债的同步大幅提升与负债率创历史新高表明石油石化行业扩张意愿仍处高点。行业存货周转率连续五个季度的同比提升给予了行业更多的信心。不过从2019年一季度数据看，除油服外其余子板块经营性现金流的下滑与ROE/ROA的同比下滑都表明行业出现疲软迹象。从我们统计的石化行业部分产品近期开工率情况来看，大部分产品开工率仍处于80%以下，但其中枢明显上移，聚酯切片、涤纶长丝、PTA、PX产业链表现抢眼，这几种产品一度都接近乃至超过90%的开工率，涤纶长丝更是曾接近满开；苯乙烯与炼油也有较好的表现。然而由于中美贸易存在的不确定性以及纺服行业本身持续的产业转移，PTA产业链仍然笼罩着下游需求不振的阴影。民营大炼化年内的集中投产叠加国营巨头一体化需求带来的扩产，炼化产能过剩已成定局，通过加大产品出口可消化部分产能，但市场竞争强度加大趋势短期不会改变。

图表 30：石油石化行业部分产品开工率情况 (%)

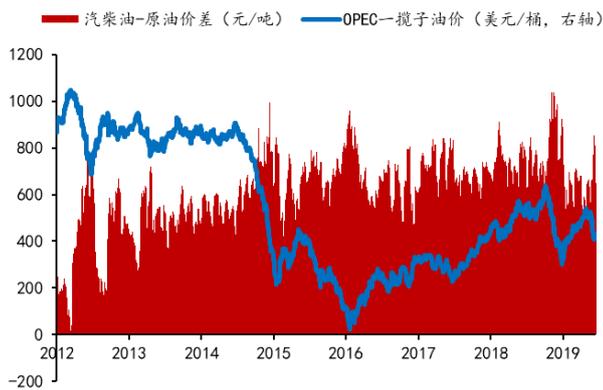


来源：Wind，国联证券研究所

➤ 成品油市场价-原油价差回落

我们以成品油发改委最高零售指导价、OPEC一揽子原油价格、中石化炼油汽柴比、汽柴油产量占比为权重，计算汽柴油与原油价差，数据显示高油价下价差较小，而自2014年原油价格下探以来，汽柴油-原油价差中枢上移，我们认为主要和政策调节、油品升级加价有关。

图表 31: 成品油最高零售价-原油价差 (元/吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

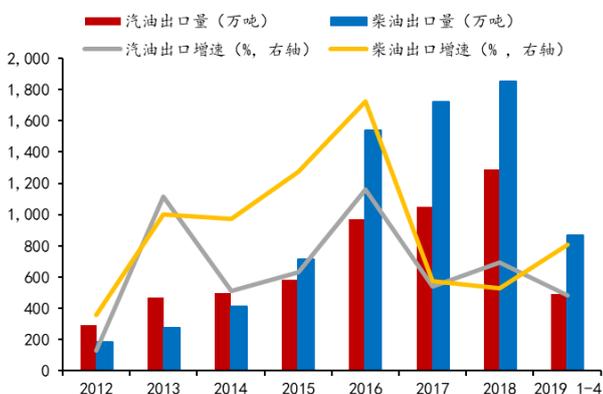
图表 32: 成品油市场价-原油价差 (元/吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

批发价方面,我们以华东地区成品油平均市场价、OPEC 一揽子原油价格、中石化炼油汽柴比、汽柴油产量占比为权重,计算汽柴油与原油价差,成品油市场价-原油价差自 2016 年以来低于前期水平,我们认为主要原因是进口原油双权开放导致国内市场成品油供应过剩。2018 年 Q3 后原油价格大幅提升,价差也跟随走高,一度超过 800 元/吨,目前价差随着原油价格的回落与竞争加剧已经下行近 600 元/吨。

图表 33: 国内成品油出口维持增长 (万吨, %)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 34: 新加坡裂解价差 (美元/桶)



来源: Wind, 国联证券研究所

此前国内成品油 2018 年出口量维持高位,增速总体持平,2019 年 1~4 月增速分化明显,柴油出口加速,汽油则有所下滑。亚洲成品油市场竞争进一步加剧,炼油利润总体跟随原油价格波动,因需求端疲软,较前期有较大下滑。此外,与国际成品油价格相比,此前国内汽油市场价较低,或为出口增速回落叠加国内产能过剩,加剧国内市场竞争所致,2019 年以来国际国内价差呈扩大趋势;柴油则因出口提升抵消了部分产能的增长而与国外价格变化基本一致。未来在成品油扩大出口及 IMO 新规制造出的低硫燃油缺口影响下,国内产能压力或将得到部分缓解。

图表 35: 汽油国内、出口以及海外价格 (美元/桶)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 36: 柴油国内、出口以及海外价格 (美元/桶)

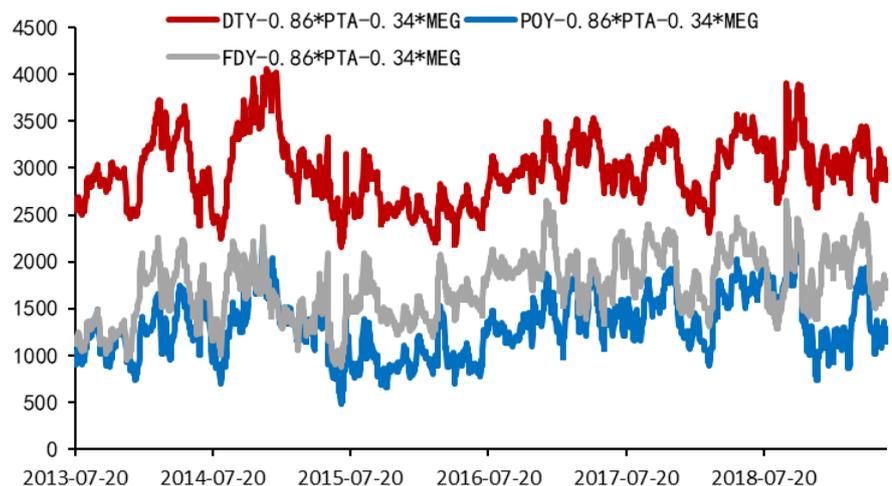


来源: Wind, 国联证券研究所

➤ 需求下滑, 涤纶长丝景气或回落

近期涤纶民用丝价格较 2018 年中枢有所下滑, 主要归因于二季度末 PTA 产业链下游需求萎靡。分别以常规民用丝 DTY (150D/48F)、POY (150D/48F)、FDY (150D/96F) 为例, 年初至今三者与上年均值相比分别下滑 8.68%、11.91%与 8.13%, 其产品-原料价差分别为 3058.95、1323.04 和 2007.29 元/吨, 较去年同期分别提高了 56.53、-158.17 和 68.65 元/吨。

图表 37: 近年涤纶长丝-原料价差走势 (元/吨)

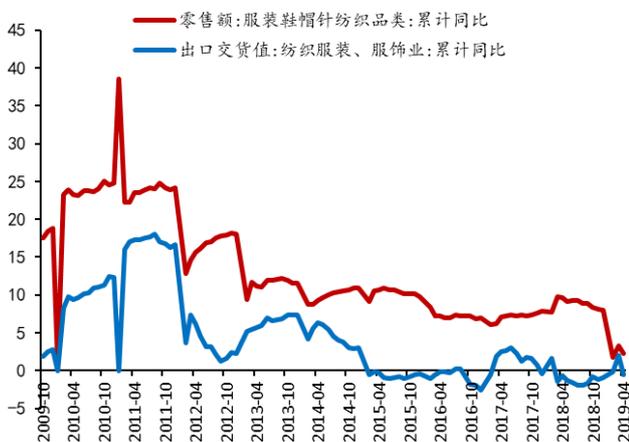


来源: Wind, 国联证券研究所

从聚酯市场的角度看, 4 月中上旬, 聚酯价格触及年内新高后, 下游需求疲软, 难以消化高价原料, 聚酯工厂在出货压力下降价促销。进入 5 月淡季, 再叠加美关税清单覆盖几乎全部对美出口纺服产品, 需求预期受到进一步打压, 最典型的表现就是涤纶长丝 6 月开工率的环比大幅下滑。预计后续聚酯降价促销、降负运行的趋势难以改变, 且将向上游传导。

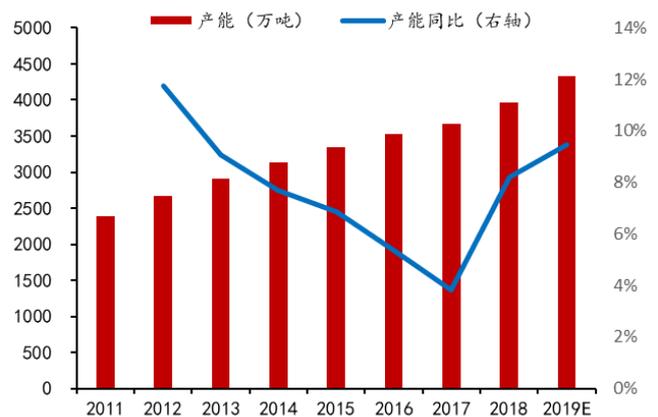
究其原因，我们认为主要是曾经给予支撑的内需出现下滑叠加出口关税的影响：涤纶长丝下游国内消费 2018 年依然保持增长，但进入 2019 年后，增速显著放缓。全球宏观经济增速放缓的预期基本已被市场接受，多个组织下调了全球 GDP 预测值，这一方面包含了全球新兴市场与发达经济体本身增速的见顶，另一方面，主要受到中美贸易争端为标志的贸易保护主义反全球化的影响。受贸易争端的影响，国内纺织服装、服饰业出口年初先升后降。此外，经过 2018 年的产能扩张的大幅提速，2019 年计划扩产量虽有所放缓，但在表观消费增速方面仍存在压力，下游纺纱印染等行业的厂商需求目前尚无明显改善。市场后续最大变量将是中美关税的不确定性，依当前世界局势发展，美方在经济下行及地缘政治因素发酵的压力下，贸易局势或将得到缓和，届时出口的恢复和对世界宏观经济的压力消散或将带来需求的报复性反弹。

图表 38：纺服零售及出口累计同比数据 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

图表 39：涤纶长丝产能增速再次加快 (万吨, %)



来源：百川咨询，国联证券研究所

3 2019 年中期投资策略

3.1 油气资源保供确定性高，市场化改革带来发展机遇

我们认为国际油价短期上下震荡的动力主要来自于地缘政治与强人政治因素，中长期趋势则受美油增产与 OPEC+ 减产带来的供需平衡调整的影响。鉴于我国及周边亚太地区为全球能源主要消费地，能源进口依赖度持续提高，国际油价及与之关联的 LNG 等能化品价格大幅波动可能性提升，加上伊朗、委内瑞拉等地区为我国重要的原油进口来源，该部分进口量短期的完全替代存在难度，随着地缘政治的发酵蕴含着国家能源安全的较大风险。从能源安全的角度来说，一方面需要加大油气勘探开发力度，扩大海外权益量以及进口来源，另一方面可以通过能源多元化比如煤化工、天然气等替代部分原油需求来降低供应风险。

因此，我国一方面与各产区以签署长协等形式保障部分进口量，另一方面加紧国

内油气资源的勘探开发以稳定国内产量。在国有体制给予的上述保障之外，依然存在的缺口就需要由民企资本运用多种灵活的方式来供给。其中，有的企业通过获取海外资源反哺国内，有的企业通过市场化开发盘活国内区块，加速资源的开采，有的企业，还有的企业通过煤等其他资源的清洁转化来弥补能源的结构性缺口。在保障国内油气供需的主旋律下，提供解决方案的各子行业龙头业务量确定性较高。

2018 年我国天然气消费量增速 17.4%，对外依存度持续攀升至 44.6%。我国近年推进了包括“煤改气”、油品升级在内的能源消费升级，以期解决日益加重的空气污染问题。全球天然气市场因中国需求的突增而再次回暖，各大 LNG 项目纷纷加速推进。国内天然气市场化改革进程也同样在加速，从 2017 年长输管道定价的落地，到 2018 年储气调峰完整目标框架的确立以及双轨制的取消以及今年油气管网设施公平开放监管办法的落地，“管住中间、放开两头”的总体思路正稳步落实。门站价格的整体上调以及输气调峰机制的逐步完善，给上游企业带来市场纠正、盈利修复的机会。此前全球天然气价格处于长期底部，今年美国 LNG 出口设施投产延期将继续压制北美天然气价格。全球发展中国家的能源消费升级将给天然气带来需求增长的澎湃动力，价格中枢有望维持甚至提升。

预计 2019 年我国天然气市场依然是供需紧平衡，未来两年随中俄管线的投产，供应将逐步宽松，但局部地区特殊时段气源供应仍需提高储气调峰能力以及加强管网互联互通。另一方面，国家管网公司即将成立，推动市场化改革进一步深化。其作为独立公司，可能存在上浮管输费的潜在动力，对门站价的影响需要进一步跟踪。随着下半年北方开启供暖，传统需求旺季到来，天然气采、储、运、交易等各个环节将迎来需求与机遇。

3.2 工程与服务景气可期，立足保供走向世界

在油价从 2016 年低谷缓慢复苏的背景下，油气巨头们用于扩产及稳产的资本开支得到提高，叠加国内保供增储上产需求，上游钻井、压裂等油气田工程与服务热火朝天。同时，为提升天然气在我国能源结构中的比例，向更加绿色的经济结构转型，中游长输管线、地下储气库、调峰储气库等天然气基础设施建设需求高速增长，叠加即将挂牌的国家油气管网公司，需求有望进一步释放。下游国营巨头一体化需求、民营大炼化的建设需求以及煤化工在保供中的稳定器作用将促使行业投资景气度维持。上述三点将利好油气储运、炼化、油服及煤化工为代表的专业工程与技术服务板块。整体而言 2015~2016 年间工程与服务领域订单较少，需求被持续压制，景气度提升后有望在近几年得到加速释放。

市场开放、进口增加促使国际化工巨头纷纷作出对华投资决定，建设大型一体化生产基地，同时进口 LNG 的接收站等基础设施需求高速增长；IMO 新规、油品升级、油气改革带来炼油厂扩改建和设施改造需求增多；中石化欲斥资 2000 亿打造四大石化基地，中石油加快炼化转型升级步伐，民营大型炼化一体化项目亦如火如荼；油气改革背景下，亦将助力工程服务领域订单回暖。一带一路地区的海外业务增长亦不容忽视：伊拉克、俄罗斯等低成本区块存在逆市增产的成本优势；中亚地区采掘与炼化

工业基础薄弱，规模小，俄罗斯炼油设备陈旧，存在升级换代要求；沙特等传统产油国也在推动深加工提升价值，即从单一售油转向下游炼油、聚烯烃、化工品的产业链延伸与转型，有望带动布局海外业务的工程与服务公司业绩。

4 重点推荐标的

中油工程（600339.SH）

公司是中石油集团旗下工程建设业务核心平台，由管道局、工程建设、寰球、昆仑以及集团工程组成，业务以油气田地面工程、管道与储运工程、炼油与化工工程三大板块为主。中石油集团所有陆上油气田、长输管线、储运设施等业务均由其承接。寰球位居国内 LNG 储罐、接收站等天然气相关工程建设实力榜首位置。此外，公司还积极开拓海外市场，在中东、俄罗斯等一带一路地区连获重大工程订单。

虽然近期国际原油价格震荡下行，但我国对于油气能源的需求持续提高，进口依赖度居高不下。从国家能源安全的角度，无论是储气储油设施的总容量、接收与气化调峰的能力还是管网的覆盖密度与统筹调节能力，在加快能源结构升级、推进油气市场化改革的过程中都有很多需要补的短板，在国家油气管网公司挂牌运行后，对全国管网的统筹规划与实施落地将更为顺畅，建设速度有望大大加快。此外，我国石油储采比约 10~12，远低于国际平均水平，且当前国内相当一部分油田已逐步进入衰退期，产量存在下行压力。油气增储上产任务的下达也令国内巨头提升了上游资本开支，带来油气田地面设施及管线的相关工作量。公司作为资质齐全、拥有多项海内外重大工程尤其是管道工程业绩的中石油下属企业，业务量增长确定性远高于业内民营竞争对手。公司毛利率受 2015~2016 年时低价项目的影响已达历史低点，后续毛利率的逐步恢复在当前业务量饱满的背景下是高概率事件。

新奥股份（600803.SH）

公司由原有多主营业务逐渐聚焦至天然气为核心的清洁能源平台，向公司愿景一步步前进。公司剥离原有农兽药板块，专注于海外天然气、国内煤层气、煤制气、煤化工副产 LNG、LPG 以及甲醇、轻烃等煤基清洁能源，并通过工程公司服务于公司和集团的天然气业务，形成整体协同。至此，公司与集团、港股平台在上游资源、中游接收储运、下游销售的布局接近完整。

公司参股的 Santos 收购完成 Quadrant，获得油气产销量的大幅增长与协同效应；公司 20 万吨轻烃项目进展顺利并验证了不同的煤制气技术，为未来市场化改革机遇做好了技术积累；公司自产天然气与煤化工板块依托优质煤层气/煤矿资源，立足规范园区，高效转化为清洁能源产品。子公司下属煤矿生产能力年内核增 120 万吨/年，更好地对冲煤价波动风险，产生一体化优势。工程板块依托集团发展，继续在 LNG 接收站、制气/净化/液化设施、储存调峰、管输配气、分布式能源等领域发力。即便

国际油价有所波动,公司业务总体仍将受益于我国持续增长的天然气等清洁能源需求、国家能源安全战略中降低能源进口依赖度的要求以及国家管网公司成立后的天然气市场化机遇。

中国石油 (601857.SH, 0857.HK)

公司石油产量逾 9 亿桶,稳居国内第一位,坐拥油田开采和矿权资源,业绩和油价正相关,按照对全球石油供需、中国采购溢价、中国煤制油成本判断,石油内在价值 55 美元/桶,19 年石油中枢区间在 55~65 美元/桶,在减产及地缘政治因素驱动下 WTI 原油上下波动,基本面虽对油价具有压制作用,然石油内在价值及全球需求支撑中枢价格。天然气年产 900 多亿立方,国内绝对龙头。美国页岩气革命带来的产量增长致使 NYMEX 天然气价格现阶段处于底部位置,随着世界能源结构中天然气占比提升,需求逐步改善,未来天然气每立方上涨 0.5 元, EPS 增厚 0.18 元/股。公司借力一带一路强化海外布局,低成本油气开采占比升至 14%。

公司炼油能力国内第二,伴随公司加快炼化转型升级步伐、油品升级加价和产品结构优化,炼油绩效或在产能过剩格局下保持相对优势,加油站具有物理垄断自然属性,控制零售出口,把握市场份额,具稀缺性,增强公司在炼化时的话语权,并直接受益于全国油品升级。

油气市场化改革提速大背景下,天然气业务增量不增亏:1.居民门站价格的提升将提高中国石油天然气实现销售价格,新签订的 LNG 进口合约成本较之前有所下降,双重因素助力其天然气业务减亏。2.未来配气环节成本压缩,终端气价下降后,利好天然气需求稳健增长。3.公司下游议价权显著提高:严格执行合同气量,合同外按照市场化价格销售。

中石化炼化工程 (2386.HK)

公司是中石化旗下工程建设平台,业务以炼油、石化、芳烃、煤化工为主,涵盖天然气化工、环境工程与公用工程。从 2016 年起,随着原油价格的复苏,全球炼化投资就进入了增长阶段,这意味着在 2019 年和随后的几年,全球将出现大量新增炼油产能,以亚太地区和中东地区炼厂产能增长最多,分别由需求和一体化发展所拉动。其中,从国内看,七大石化产业基地中多个项目陆续进入建设高峰,中石化集团的四个世界级炼化基地部分项目将有实质性进展,天然气供需两旺,新型煤化工项目投资意愿提升;从海外看,中东阿联酋、科威特等国公布了炼油化工新建项目计划,俄罗斯计划重启一批炼油厂升级改造项目并扩大 LNG 产能,为行业创造了良好发展机遇。

受益于以下游石化产能和炼油厂升级需求增长为代表的行业景气度复苏,公司去年营收同比增加 29.9%, EPS 增 46.15%,去年至今新签多个境内外大型项目如中科炼化、古雷炼化、中沙项目、洛阳渣油加氢、中化泉州、沙特空分项目等。去年全年新签合同量同比增加 30.4%,未完成合同量同比增 4.3%。截止 2019Q1,公司未完

成合同量为 1040.37 亿元，较 2018 年末增加 9.6%。2019 年公司国内新签合同目标为 450 亿元，海外为 15 亿美元。公司持续受益于近两年不断增长的新签订单，伴随各大在手项目陆续进入执行高峰，业绩或进一步改善。

中石化冠德 (0934.HK)

公司主营原油码头业务、天然气管道业务以及船舶租赁运输服务。2018 年公司原油码头吞吐量 2.62 亿吨，吞吐量增长 6.6%，利用率达到 90%。公司在 2018 年底收购日照港 3 号泊位，同时目前有三条码头到下游炼厂的管线正在施工，将在 2019 年年底-2020 年初全部建成。随我国原油进口量的持续提升，公司继续以提高效率、利用率作为潜在增长空间。天然气业务总体来说利空出尽：天然气管道业务受到 2017 年发改委调整管输价格影响，近年业绩有所受累。2020 年管输价格可能再调整一次，但由于目前公司榆济管线 ROA 低于发改委规定的 8%，所以预计对公司影响不大。气源方面主要靠年产 30 亿方大牛地气田加上部分 LNG、煤层气补充。由于 LNG、煤层气运距较短，因此业绩也受到一定影响，未来不排除 LNG 运量增大的情况下运距继续下降。但随下游消费量的提升以及运价的稳定，天然气业务未来继续下滑的空间不大。船舶租赁运输服务方面，公司 8 条 LNG 运输船今年全年稳定贡献 0.9-1 亿港币利润。总体来看，公司业绩稳定且确定受益于我国原油进口量以及天然气消费量提升，目前 6 倍 PE 被显著低估。

中曼石油 (603619.SH)

公司是拥有一体化钻井服务能力的民营钻井龙头，专注于海外的低成本区块，具有过硬的实力，与国际油服公司和国有油服企业同台竞技。公司拥有 100 万米进尺/年的钻井能力并拥有各类钻机 44 台套，在上海、成都两地拥有两个制造基地、三家分厂，具备年产 60 台套石油钻机以及各种专用部机的石油装备制造能力，形成钻井服务与钻井设备的一体化优势。

美国页岩油盈亏平衡点在 50 美元/桶附近，而公司长期专注的伊拉克地区与新近开拓的俄罗斯地区生产成本都远低于该价格，具备扩产成本优势，且伊拉克称其原油产量将会在 2020 年末达到 620 万桶/天，而到 2023 年末将达到 900 万桶/天。公司深耕于伊拉克低成本区块及高难度钻井一体化服务，获得俄气等众多国际大客户的认可，有望受益于当地业务量的持续增长。

公司此前依靠比国际同行更出色的技术能力和服务，获取大客户认可，收获了一系列高毛利率订单，2018 年大订单正式结束导致利润下滑。公司开启向多元化客户转型，进入的市场容量以翻倍速度增长，截止 2019Q1，公司正在执行项目合计金额 30.2 亿元人民币，一季度新签合同 31 个合计金额 8.88 亿元，同比增长 503.39%，匹配毛利率同步改善，业绩有望较快修复。公司主营向上游采掘与下游销售拓展，入股哈萨克斯坦成熟区块并将进一步增资，目前接管运营后已显著提升其产量；塔里木

盆地 1096 平方公里的温宿区块勘探进展喜人，后续的储量报告将展示其潜力。

航天工程 (603698.SH)

公司拥有自主知识产权的航天粉煤加压气化技术以及核心设备航天炉，与华理水煤浆气化炉作为两大国产煤气化技术占据国内气化炉绝大部分市场份额，从实施案例上看公司近几年增速可观，全国现存 100 多台套，已成为主流工艺。

从全球能源结构看，煤炭占比呈逐年下降趋势，但是从区域看，亚洲地区消费仍呈增长趋势。去年煤炭消费量同比增长 1.4%，是 10 年平均增长率的两倍，以印度（3600 万吨油当量）和中国（1600 万吨油当量）为主，这是区域能源结构导致的，短期难以逆转，唯有谋求更加清洁高效的进行使用，煤气化工艺就是当前主流的煤炭清洁利用途径。此外，从能源安全的角度考虑，在原油与天然气进口依赖度持续攀升、进口来源集中于中东地区且当前地缘政治因素持续发酵的背景下，保障能源的稳定供应除了加大勘探开发以及促进进口来源多元化之外，将煤炭清洁利用作为能源供应的稳定器亦是我国重要的能源战略。公司有望持续受益于煤炭在我国能源与化工产品结构中的压舱石作用，并受益于严环保背景下对企业排放的限制以及退城入园带来的设备更新需求。

图表 40：推荐标的参数一览

证券代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2018A	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
601857.SH	中国石油	7.01	13778.9	0.29	0.45	0.51	24	16	14
0857.HK	中国石油股份	4.27	13778.9	0.29	0.45	0.51	13	9	8
600803.SH	新奥股份	10.18	125.1	1.11	1.02	1.15	9	10	9
600339.SH	中油工程	4.11	229.5	0.17	0.25	0.3	22	16	14
2386.HK	中石化炼化工程	6.5	287.8	0.38	0.65	0.72	15	10	9
603619.SH	中曼石油	18.54	74.2	0.07	0.74	1.31	-304	25	14
0934.HK	中石化冠德	3.13	77.8	0.51	0.51	0.58	6	6	5
603698.SH	航天工程	12.45	66.7	0.55	0.63	0.69	32	20	18

来源：Wind（2019 年 6 月 17 日收盘价），国联证券研究所

5 风险提示

贸易摩擦与宏观经济疲软导致下游需求不振的风险；

国际原油价格大幅下跌的风险；

政策推行进度不及预期的风险；

地缘政治影响业务开展的风险。

分析师声明

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

投资评级说明

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

一般声明

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

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

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

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

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-85603281

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210