

石油化工2019年中期策略报告

——天然气改革释放红利；成本端改善利好化工

2019年06月28日



行业评级

石油石化 强于大市（维持）

证券分析师

陈建文 投资咨询资格编号：S1060511020001

邮箱：chenjianwen@pasc.com.cn

研究助理

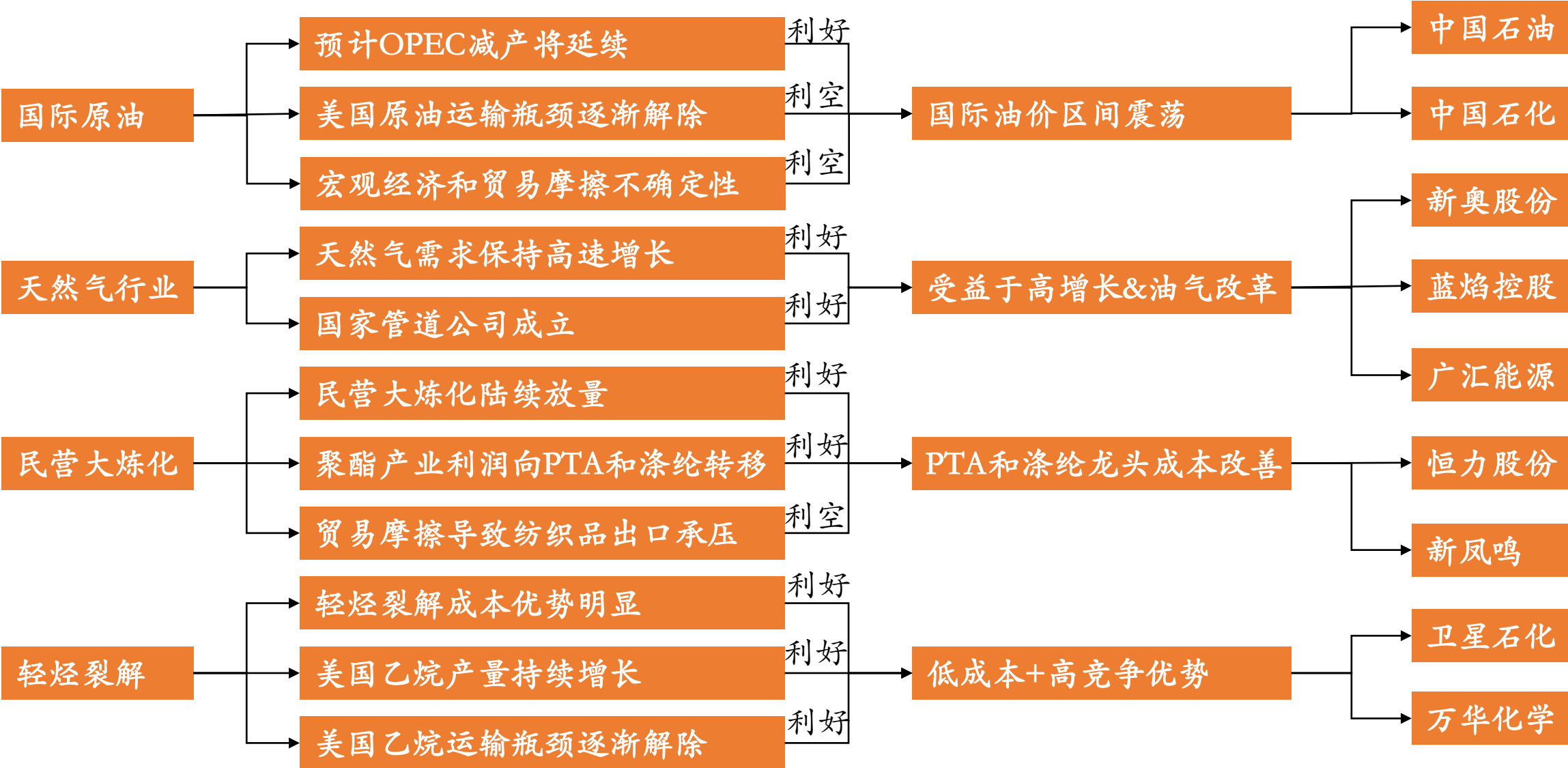
刘永来 一般从业资格编号：S1060118060026

邮箱：liuyonglai647@pingan.com.cn

投资要点

- **原油-供需面宽松，预计区间震荡：**上半年国际原油市场错综复杂，多空交织，OPEC国家和俄罗斯等产油国的减产计划仍促使油价强势反弹。下半年需求方面关注贸易摩擦是否有缓和的迹象，供应方面关注OPEC减产会议、美国原油产量和伊朗等地缘政治风险。预计下半年原油价格大概率会在60-70美元之间震荡。
- **天然气-需求保持高增，关注管道公司成立：**国内天然气产销两旺，进口高速增长。国家管道公司预计8月份成立，利好三桶油的天然气销售，同时民营天然气企业的上网难问题有望得益解决。
- **民营大炼化-陆续放量，改善聚酯行业成本端：**虽然2019年贸易摩擦给纺织行业带来一定的压力，但随着恒力石化和浙江石化的投产，PX开始放量，聚酯产业链利润从PX环节向PTA和涤纶环节转移。
- **轻烃裂解-低成本带来相对竞争优势：**轻烃裂解具有很高的成本安全空间，抗风险能力远高于石脑油和煤制烯烃等工艺，推荐国内轻烃裂解标的卫星石化，建议关注万华化学。
- **投资建议：**我们建议下半年关注：1) 油价阶段性反弹机会，推荐中国石油和中国石化；2) 天然气体制改革带来的利好，推荐新奥股份，建议关注广汇能源和蓝焰控股；3) 聚酯产业成本端改善，推荐恒力石化，建议关注新凤鸣；4) 轻烃裂解成本优势明显，抗风险能力强，推荐卫星石化，建议关注万华化学。
- **风险提示：**宏观经济波动风险、油价和原材料剧烈波动风险、项目建设进度不及预期、装置不可抗力、环保因素、贸易风险。

投资逻辑



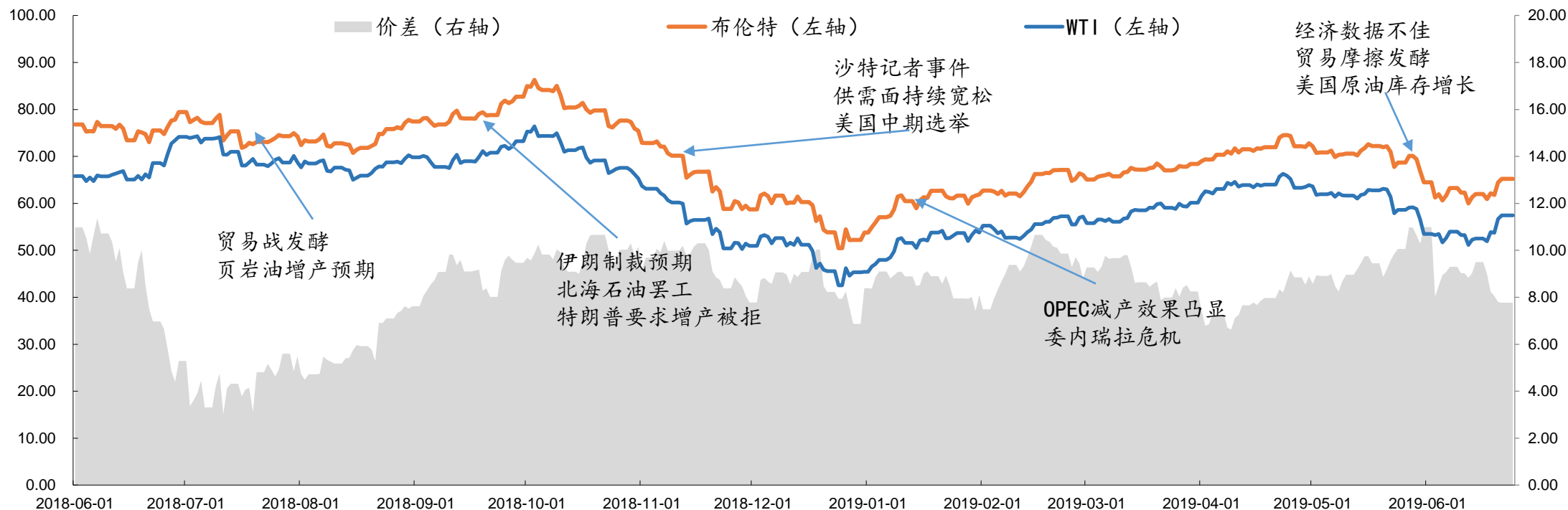
目录 CONTENTS

- 原油：供需面宽松，预计区间震荡
- 天然气：需求保持高增，关注管道公司成立
- 民营大炼化：陆续放量，改善聚酯行业成本端
- 轻烃裂解：低成本带来相对竞争优势
- 投资建议：关注天然气体制改革和化工成本端改善
- 风险提示

油价回顾 | 2019上半年OPEC减产支撑国际油价反弹

- **油价走势：**2019上半年国际油价震荡上行，其中布伦特从年初的53.8美元/桶涨至65.2美元/桶，涨幅21.2%；WTI从年初的45.4美元/桶涨至57.4美元/桶，涨幅26.5%。
- **油价影响因素分析：**上半年国际原油市场错综复杂，多空交织。概括起来，主要的利空因素包括：1) 贸易摩擦和全球宏观经济的不景气；2) 美国页岩油产量的持续增加。尽管如此，OPEC国家和俄罗斯等产油国的减产计划仍促使油价强势反弹。

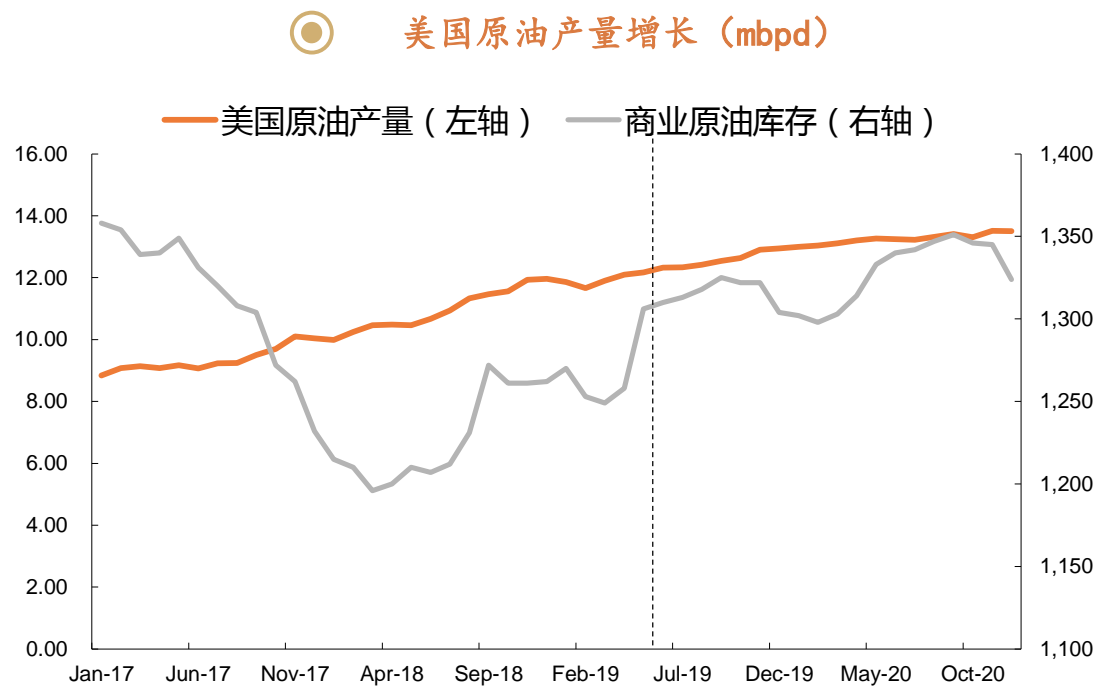
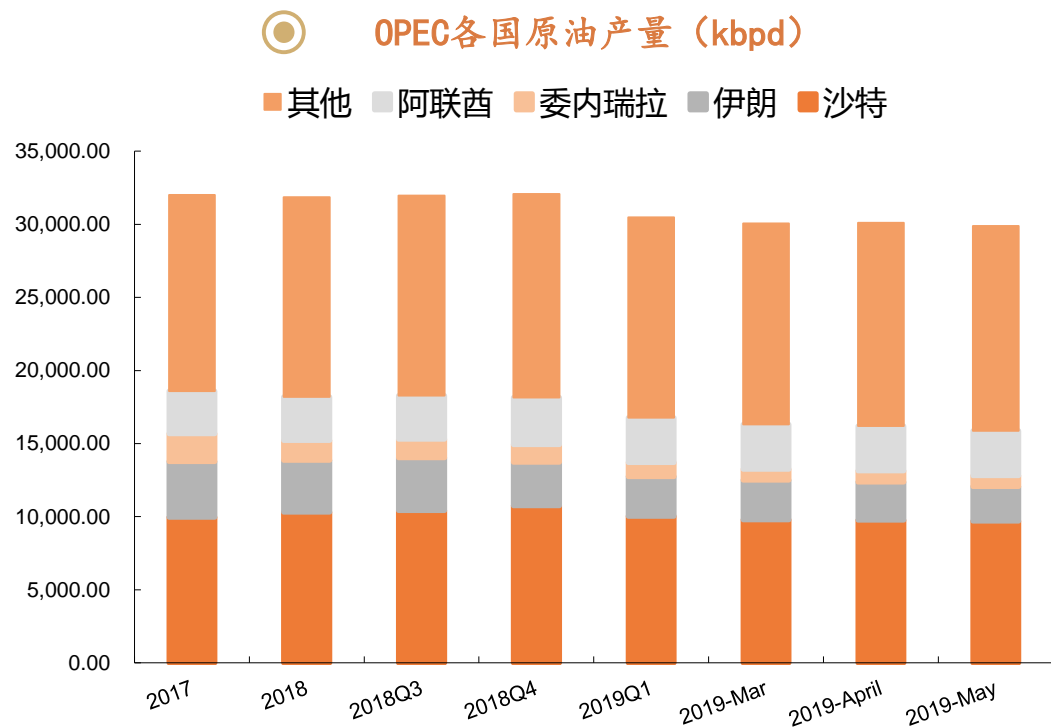
过去一年国际原油价格（美元/桶）



资料来源：Wind，平安证券研究所

供给端 | OPEC减产大概率延续，将继续和美国页岩油增产角力

- **供应端：**2019年上半年的原油市场，呈现出OPEC减产和美国页岩油产量增加“双极角力”的格局，整体来看OPEC减产的效果十分显著，但是随着美国页岩油产量和原油库存的持续增长，以及OPEC减产效果的边际递减，下半年供应端预计将日趋宽松。
- **关注减产协议延续：**截止6月底，主要OPEC产油国都表示有意保持目前的减产力度不变，但俄罗斯态度未明。

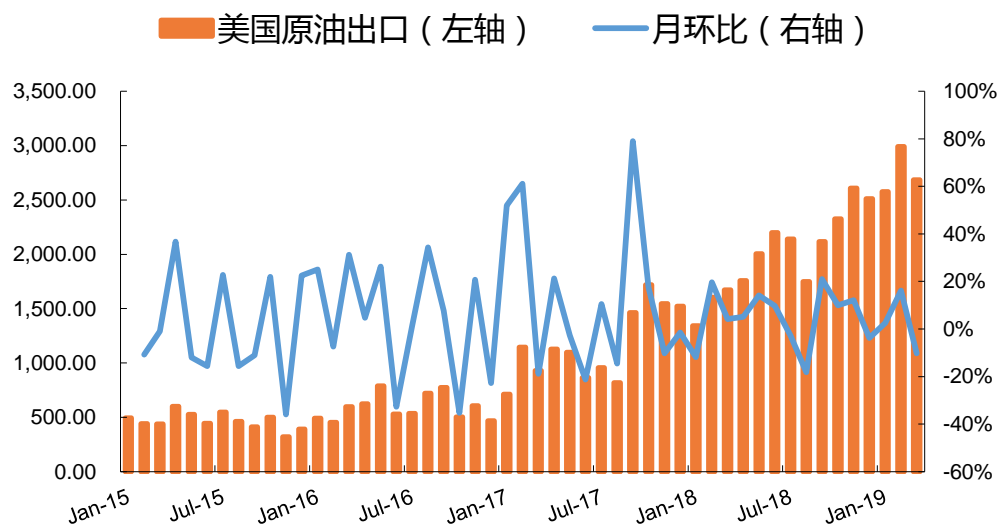


资料来源：OPEC, EIA, 平安证券研究所

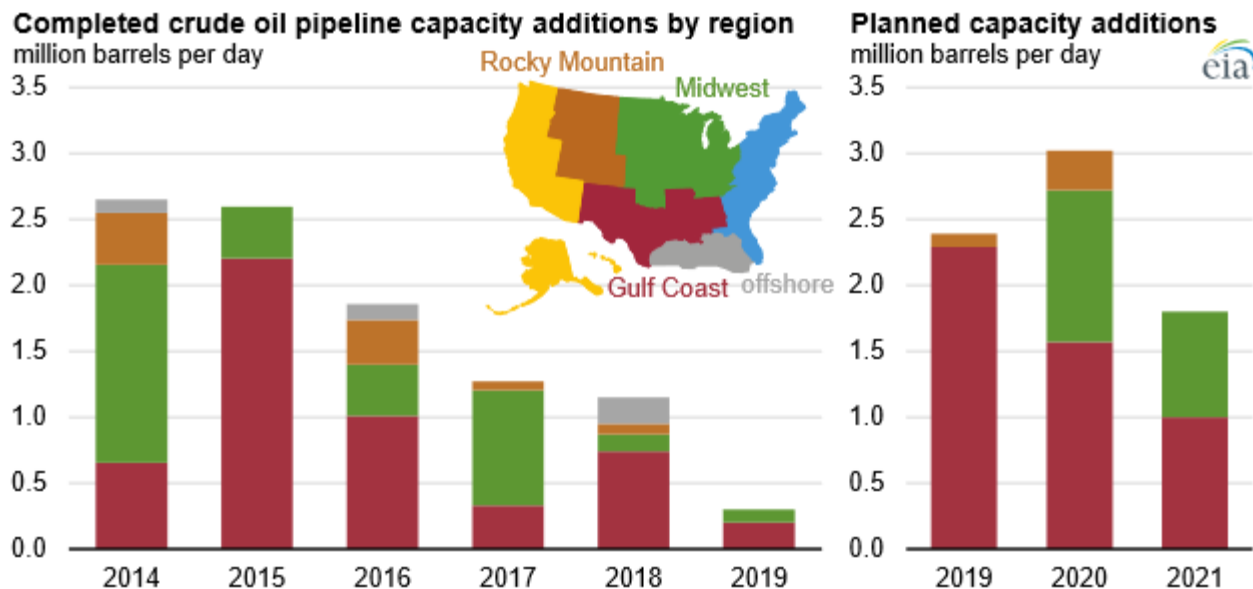
供给端 | 下半年美国原油管道投产将解除原油出口瓶颈

- **美国原油出口**：页岩油气革命使得美国原油产量迅速增加，美国原油出口也呈现爆发式增长，美国正从原油净进口国变成原油净出口国，远期来看美国原油在全球原油定价体系中的权重将越来越高。
- **管输瓶颈即将解除**：近两年来美国原油出口管道已经满负荷运行，对原油出口增速限制较大，随着2019年三季度多条原油管道的投产，预计出口量将进一步增加，从而利空原油市场。

☉ 美国原油出口增速受管道运能限制有所放缓 (kbpd)



☉ 美国新扩建原油管道加速投产 (mbpd)



资料来源：EIA，平安证券研究所

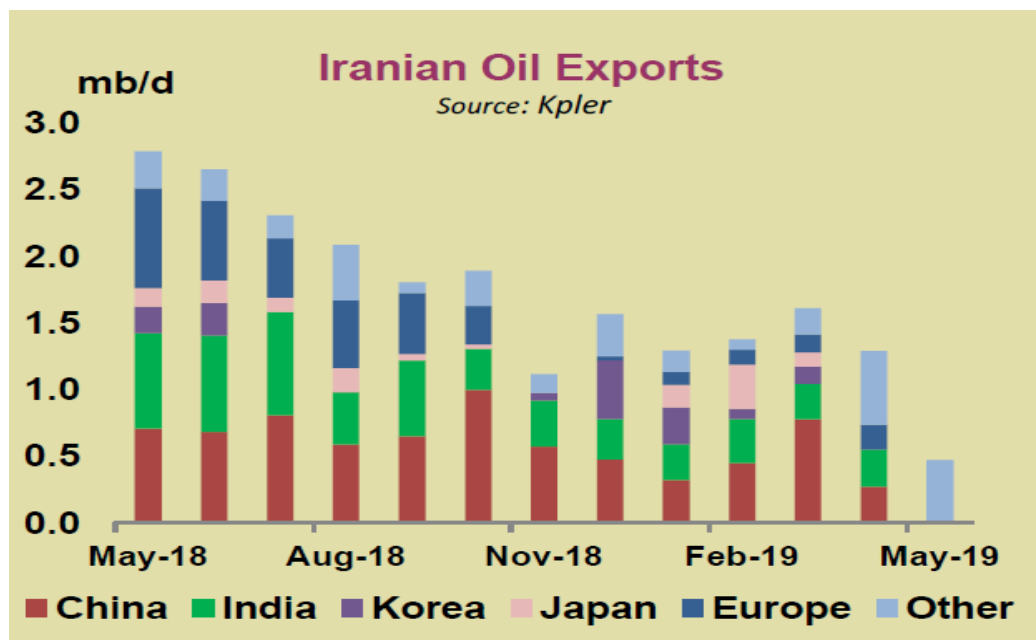
供给端 | 伊朗制裁等地缘政治因素仍存不确定性

- 关注地缘政治因素：**美国重启伊朗制裁以来，伊朗原油产量和出口量呈整体降低趋势。2019年5月份，美国给与中国等国家的6个月豁免期到期，并终止对豁免延期。随着豁免期的结束，美国对伊朗的制裁力度越来越强，中东局势也越来越紧张。2019年6月13日，靠近霍尔木兹海峡的阿曼湾两艘大型油轮遇袭。除此之外，委内瑞拉和利比亚等地缘局势也存在较大的不确定性，下半年地缘政治事件仍将是国际原油价格的重要推手。

◎ 中东地缘局势面临压力



◎ 伊朗原油出口减少 (mbpd)

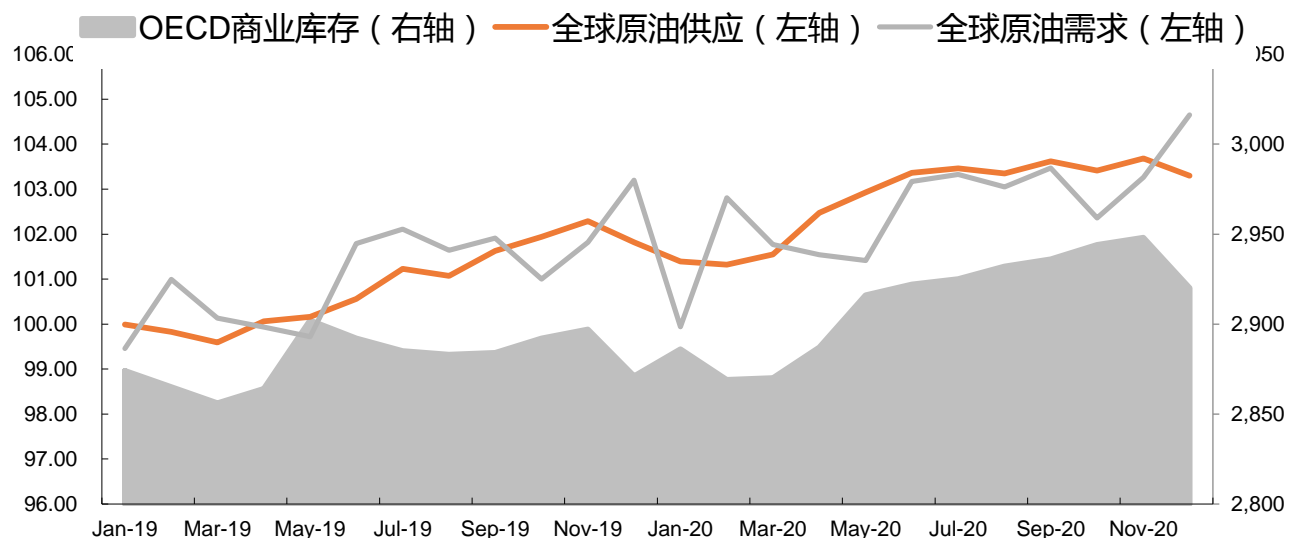


资料来源：路透社，IEA，平安证券研究所

需求端 | 2019年全球经济仍面临较强的压力

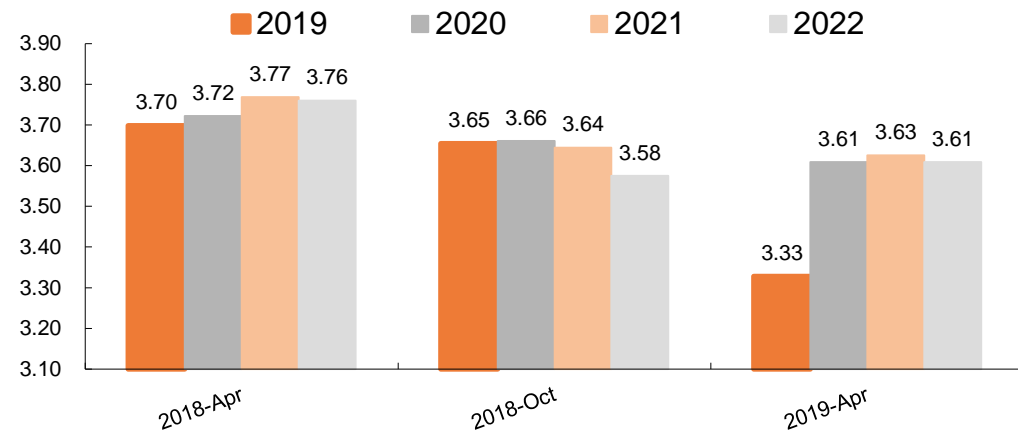
- **宏观经济疲软影响原油消费**：2018年以来，IMF不断调低全球GDP增速预测。在最近的一次预测中，全球主要原油消费大国除日本和印度外，2019年的GDP增速有明显的下滑。美国EIA预测未来全球的原油消费增速将低于供应增速，OECD商业库存将继续增长。
- **油价预测**：综合考虑供需面因素我们预计下半年油价（布伦特）将在60-70美元区间震荡。

全球原油供需预测 (mbpd)



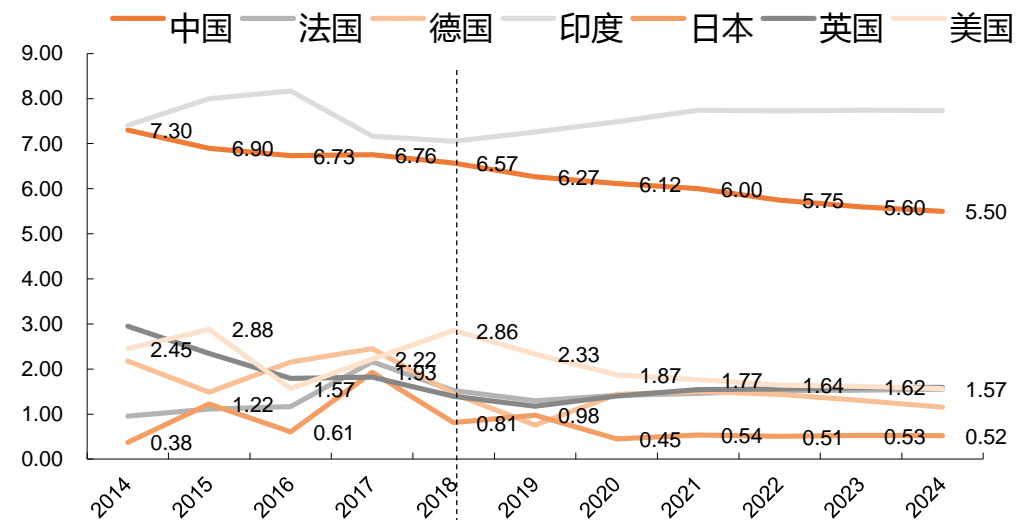
资料来源：IMF, EIA, 平安证券研究所

IMF不断调低全球经济预测 (%)



备注：横坐标为IMF预测结果发布时间

全球主要国家GDP增速预测 (%)





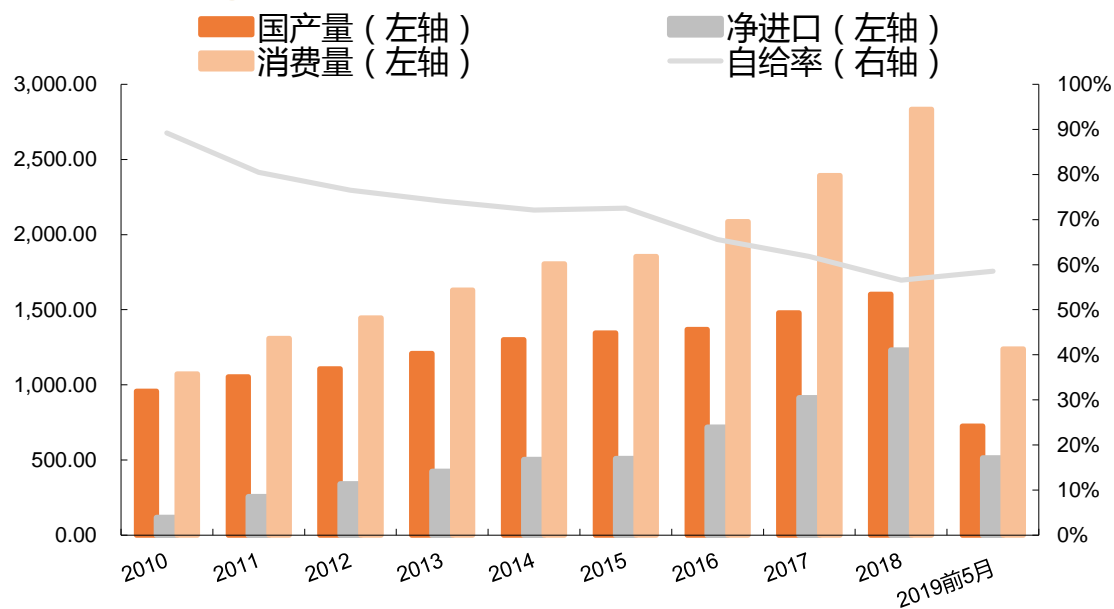
目录 CONTENTS

- 原油：供需面宽松，预计区间震荡
- 天然气：需求保持高增，关注管道公司成立
- 民营大炼化：陆续放量，改善聚酯行业成本端
- 轻烃裂解：低成本带来相对竞争优势
- 投资建议：关注天然气体制改革和化工成本端改善
- 风险提示

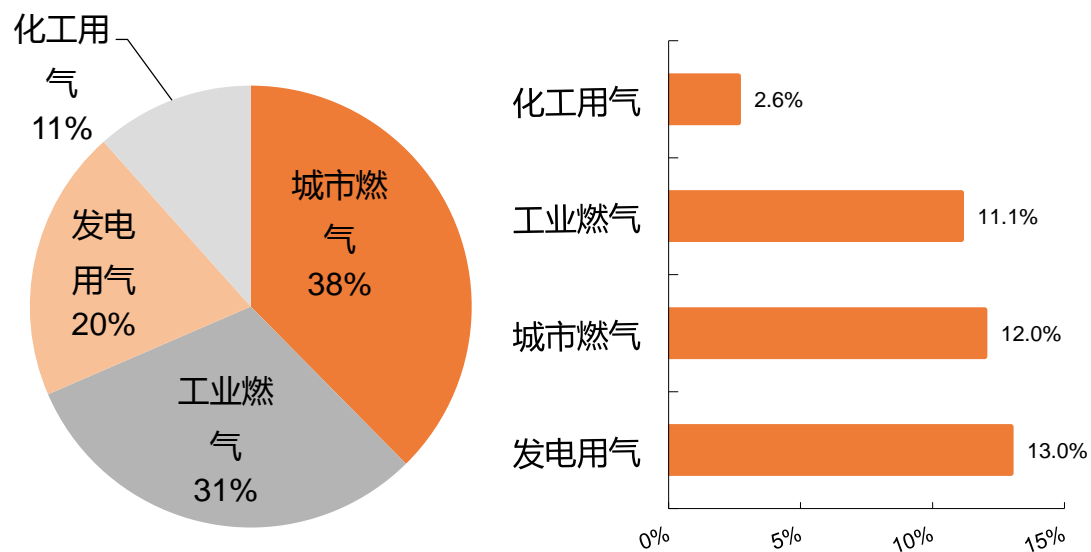
供需 | 天然气产销两旺，自给率略有回升

- **天然气产销两旺**：2019年1-5月份，国内天然气产量725亿立方米，同比增长9.8%；天然气需求量1238亿立方米，同比增长8.1%；在国内天然气勘探生产提速的背景下，1-5月份天然气自给率略有回升。2010-2018年全国天然气消费量年均增速为13%，预计未来仍将保持高速增长。
- **进口高速增长**：2019年1-5月份中国进口天然气3943万吨（折合513亿立方米），同比增长13.4%。短期来看，随着中俄东线的投产，俄罗斯气将成为进口管道气的重要组成，长期来看，随着中俄能源合作的进一步深化，中俄西线有望提速。

2010-2019年前5月中国天然气供需（亿立方米）



中国天然气消费结构和分行业增速预测



资料来源：国家统计局，Wind，平安证券研究所

基础设施 | 天然气基础设施迎来黄金发展期

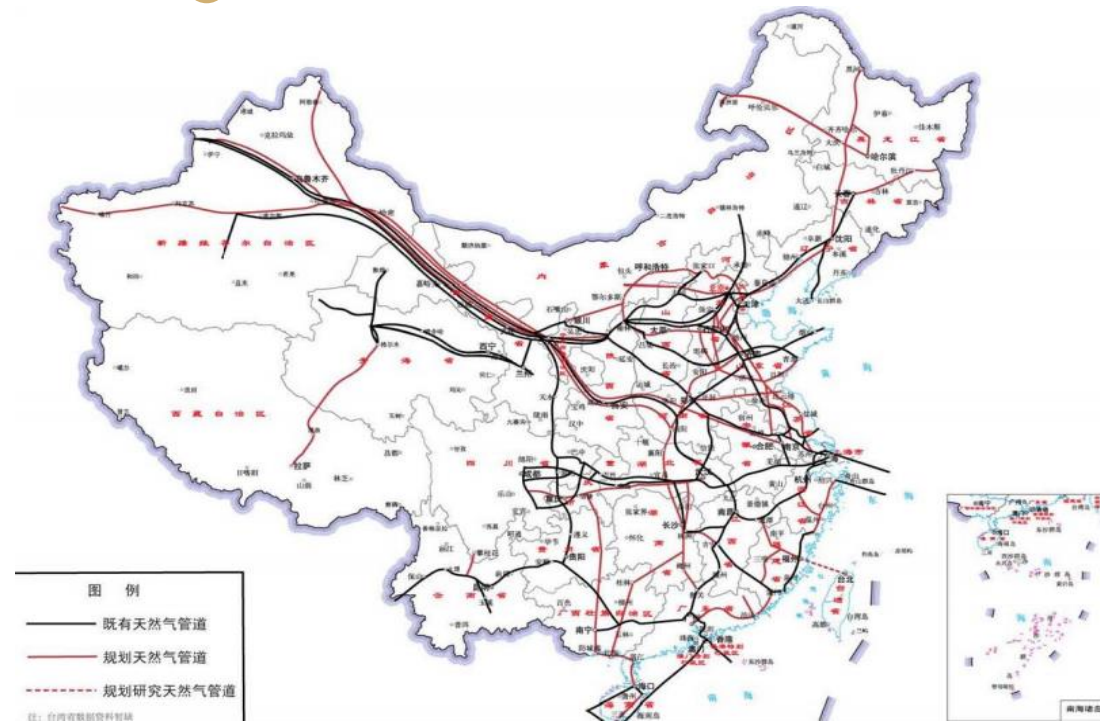
- **中长期油气管网规划：**规划显示到2020年，全国油气管网规模达到16.9万公里，其中原油、成品油、天然气管道里程分别为3.2万、3.3万、10.4万公里，储运能力明显增强。到2025年，全国油气管网规模达到24万公里。
- **油气管网建设提速：**2004-2017年管道总里程年平均增速为12%以上。2011以来是中国天然气管网建设的高峰期，在此期间投产了战略进口管道西气东输二线东段、中亚天然气进口管道C段、干线配套支线、LNG接收站外输线。

◎ 中长期油气管网规划目标

指标	单位	2015年	2025年	年均增速
原油管道	万公里	2.7	3.7	3.2%
成品油管道	万公里	2.1	4.0	6.7%
天然气管网	万公里	6.4	16.3	9.8%
原油管道进口能力	亿吨	0.72	1.07	4.0%
原油海运进口能力	亿吨	6.00	6.60	1.0%
天然气管道进口能力	亿立方米	720	1500	7.6%
LNG接卸能力	万吨	4380	10000	8.6%
天然气(含LNG)储存能力	亿立方米	83	400	17%
城镇天然气用气人口	亿	2.9	5.5	6.6%

资料来源：国家发改委，平安证券研究所

◎ 中长期油气管网规划



油气体制改革 | 即将成立的国家管道公司将给行业释放利好

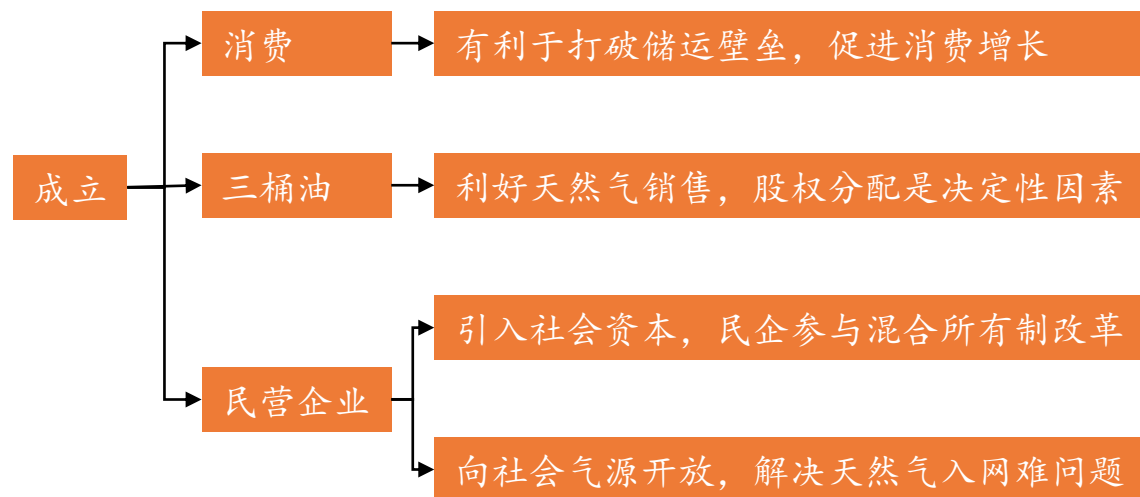
国家管道公司顶层设计

	顶层设计要点
公司定位	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 副部级央企，由国资委直接管理，与三大石油央企同级。
机制	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 所有权、运营权和使用权三权分离。国家油气管网公司在所有权方面实施混合所有制改革，由国资委代表国家控股，社会资本将可参股。其在运营方面保持独立，无论是否是国家油气管网公司的股东，在使用管网时地位平等。 ▶ 资产以天然气管网为主，成品油和原油管网也包括其中。此外，部分储气库、LNG接收站以及油品码头亦将划归国家油气管网公司 ▶ 设计压力5兆帕以上的管线有望划入国家油气管网公司，主要包括跨省干线和部分支线。属于三大石油央企的相关管网必须划入国家油气管网公司，而属于省级管网公司的则是自愿加入。 ▶ 城市燃气公司建设运营的管网，则暂不划入国家油气管网公司 ▶ 为了国家油气管网公司资产的安全和稳定，跨境管道暂不划入国家油气管网公司，仍由中石油运营管理。
配套	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 在国家油气管网公司挂牌成立的同时，国家管网建设工程公司可能也将一起成立。

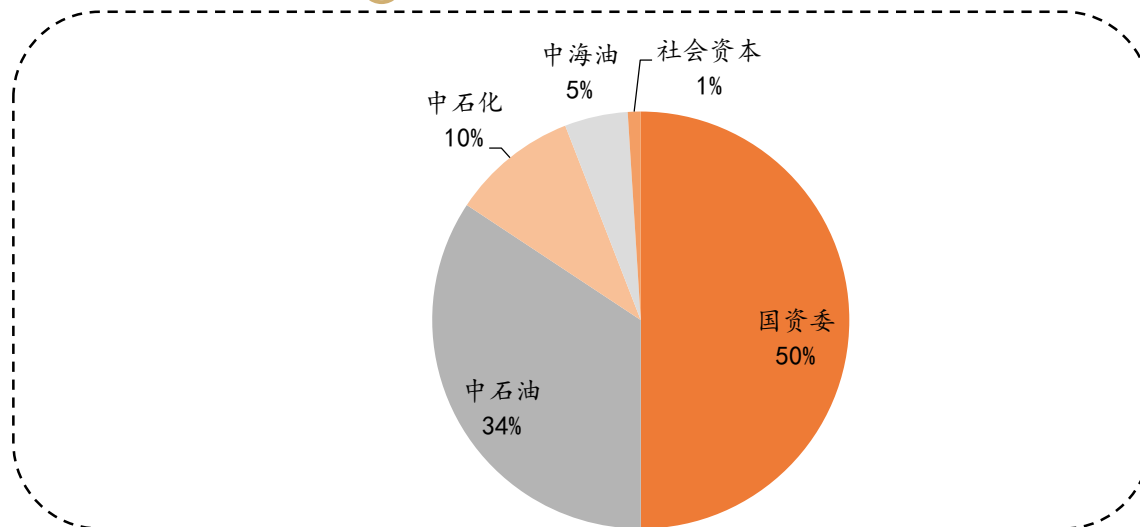
备注：根据媒体披露总结

资料来源：Bloomberg，中国石油，能源情报，平安证券研究所

国家管道公司成立的影响



国家管道公司推测股权方案





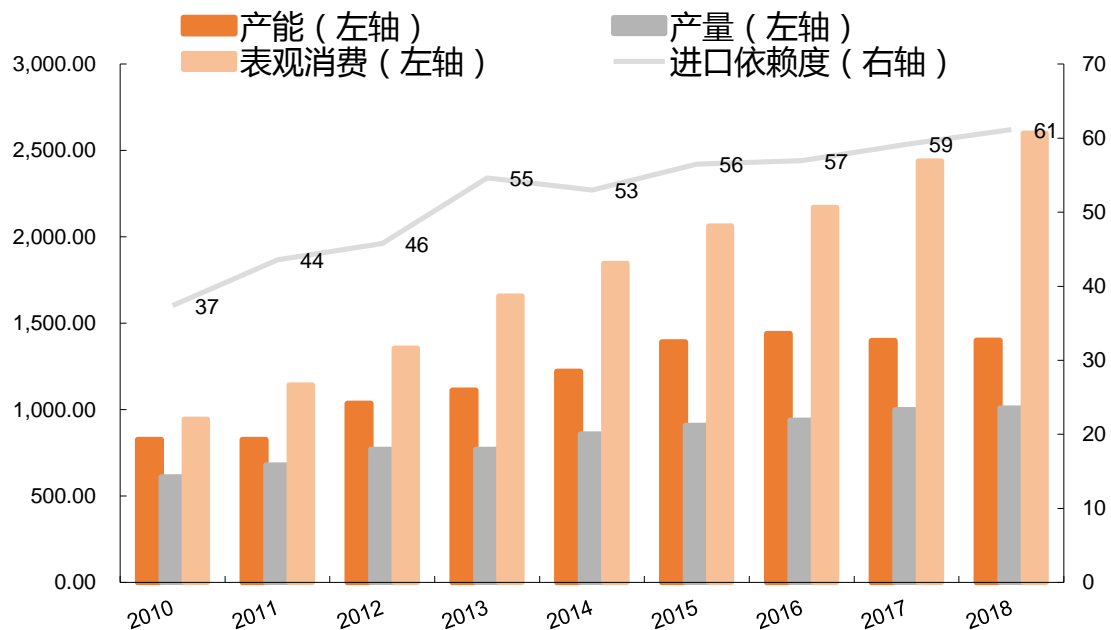
目录 CONTENTS

- ① 原油：供需面宽松，预计区间震荡
- ① 天然气：需求保持高增，关注管道公司成立
- ① 民营大炼化：陆续放量，改善聚酯行业成本端
- ① 轻烃裂解：低成本带来相对竞争优势
- ② 投资建议：关注天然气体制改革和化工成本端改善
- ② 风险提示

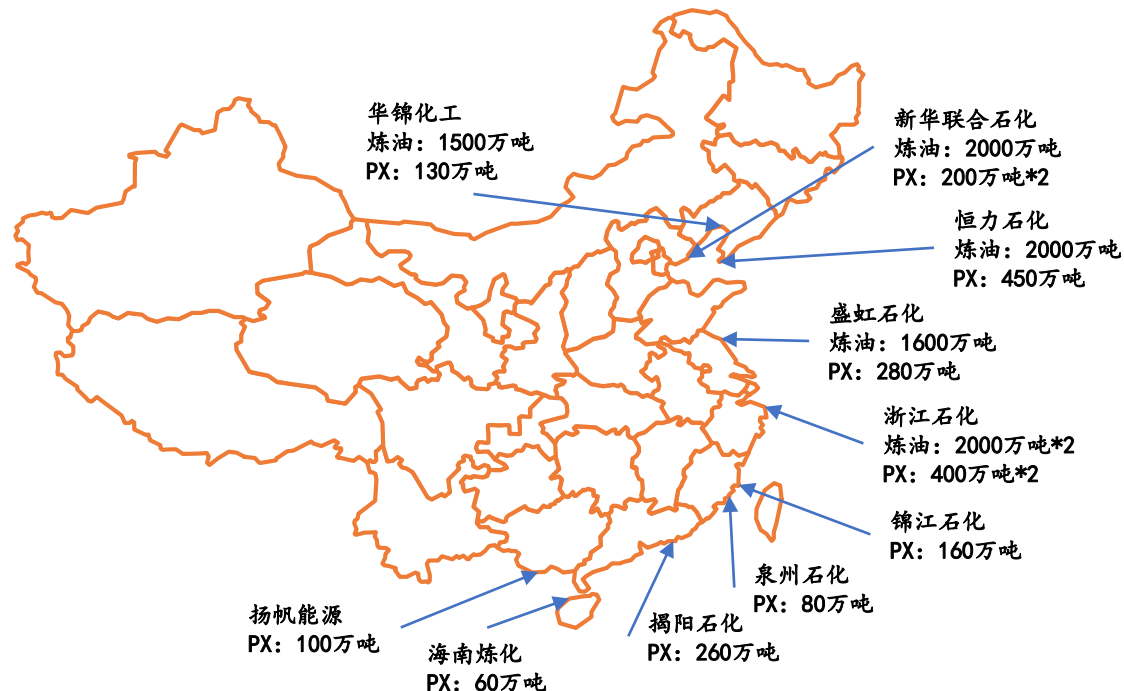
产能产量 | 民营大炼化陆续投产，PX开始放量

- **中国PX需求量高速增长，进口依赖度不断提高**：2018年我国的PX进口依赖度已达到60%，聚酯行业的原料严重依赖进口，造成产业链利润大部分被日韩拿走，因此以恒力石化和浙江石化为代表的民营炼化实力趁势而起，力图解决原料供应问题。
- **民营大炼化项目陆续投产**：2019年5月恒力2000万吨/年炼化一体化项目全面投产，随后浙江石化一期2000万吨炼化一体化项目投产，PX开始放量。

◎ PX产能、产量、进口量（万吨）和进口依赖度（%）



◎ 2019年-2021年沿海PX新增产能（万吨）

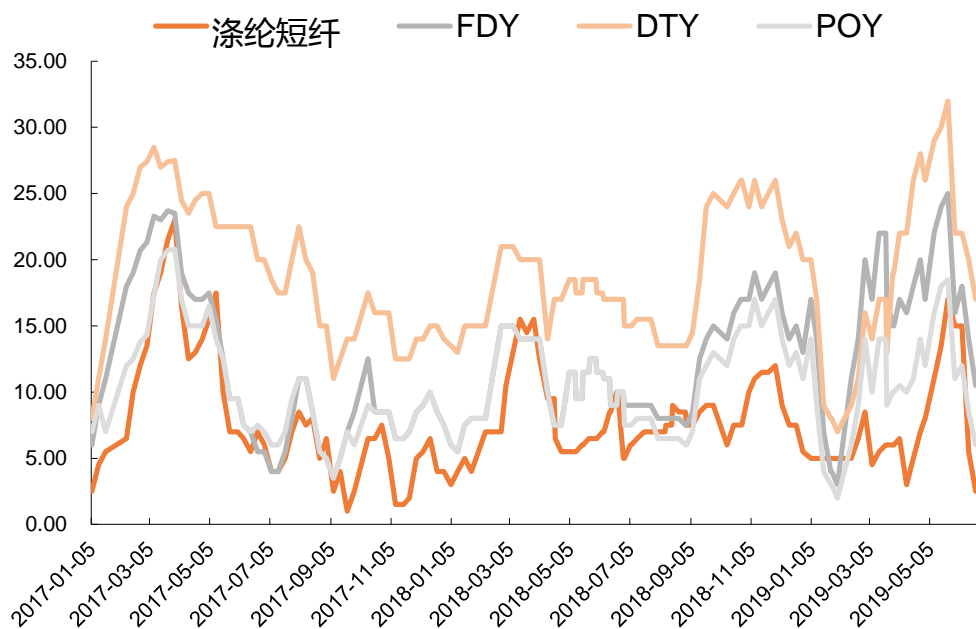


资料来源：Wind，平安证券研究所

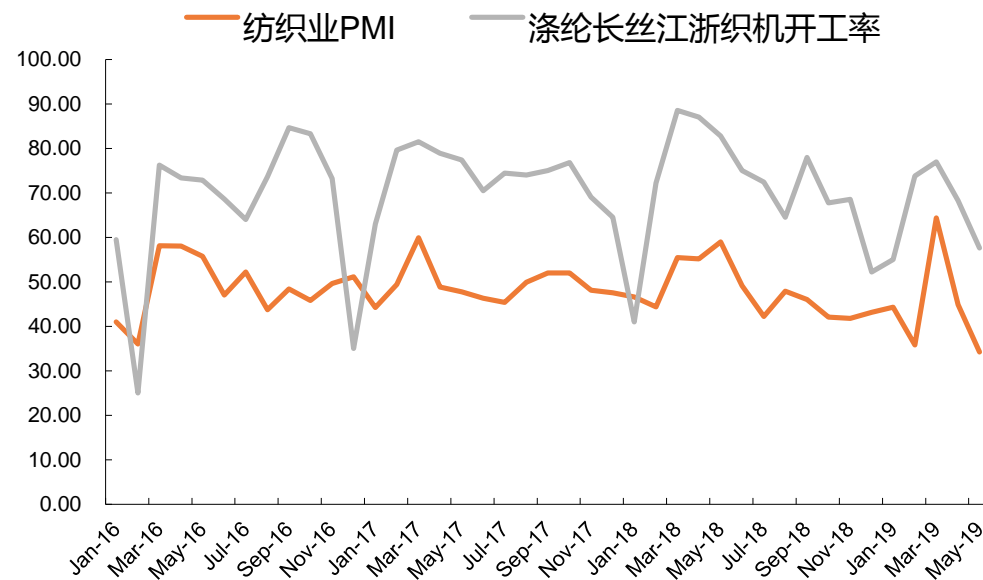
景气度 | 近期库存消化难掩纺织行业景气度回落

- **近期涤纶库存消化较快**：近期受下游工厂补仓和中美首脑互通电话、全球贸易关系缓和的影响，涤纶库存下降较快。
- **下游纺织景气度回落**：但从下游纺织行业的采购经理人指数和织机的开工率来看，库存的消化只是短期因素促动的，缺乏下游市场需求的基本面支持，因此我们认为下半年的聚酯行业仍然承受较大的压力。当然如果中美贸易摩擦缓和，纺织品出口出现明显的增长，涤纶行情预计会强势反弹。

江浙地区涤纶长丝和短纤库存



下游织机的开工率

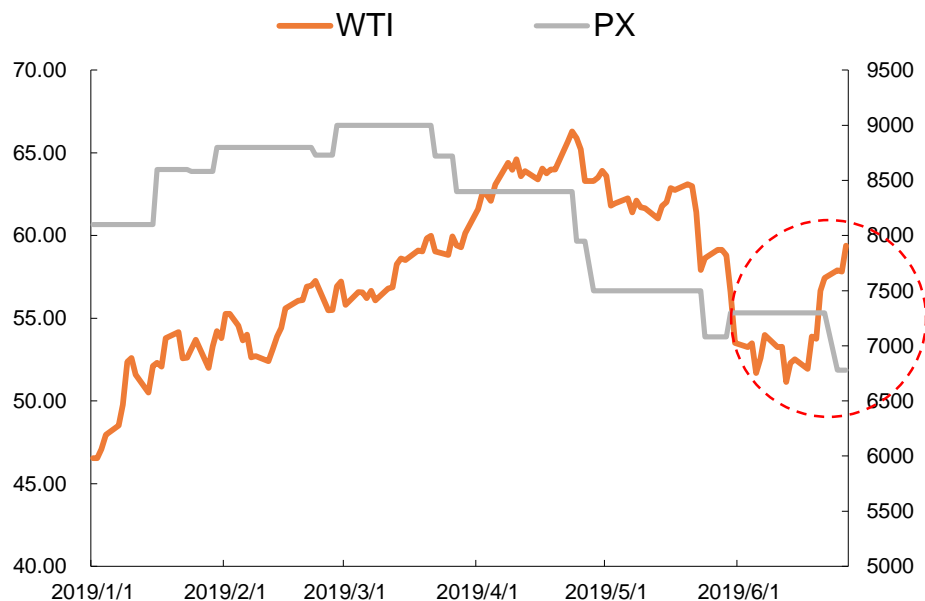


资料来源：Wind，平安证券研究所

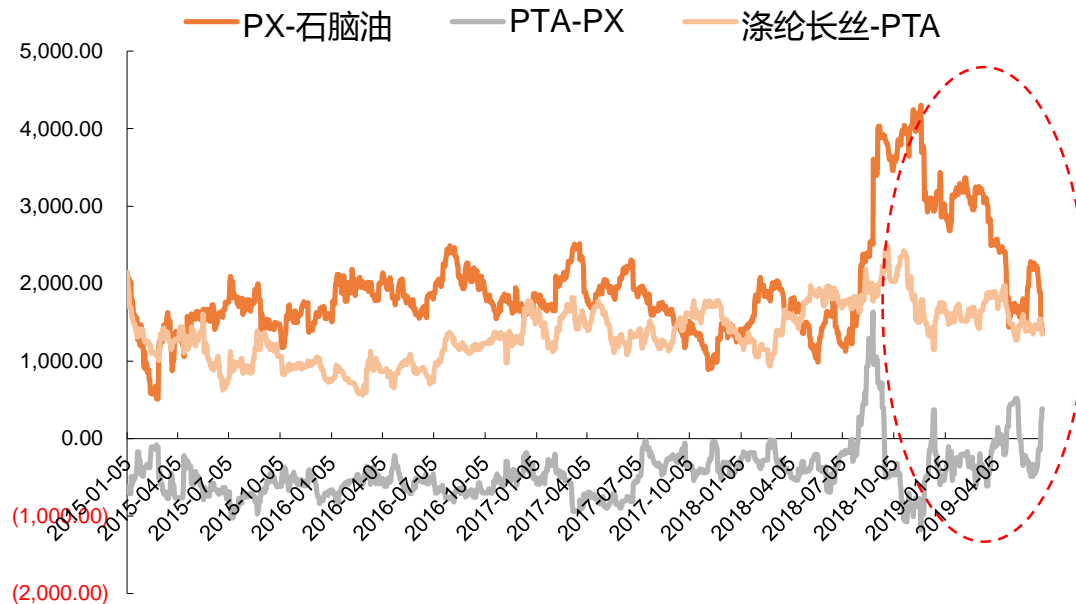
利润分布 | 产业链利润从PX向PTA和涤纶转移，利好PTA和涤纶龙头公司

- **PX和油价开始背离**：一般来讲由于PX的原料是石脑油（炼油产品），因此PX的价格跟国际原油价格的走势基本是正向相关的。但由于恒力石化和浙江石化的投产，供需面代替成本面成为近期PX价格变动的最主要因素。在国际原油增长的背景下，PX价格出现明显的下滑。
- **聚酯行业利润开始下移**：受PX价格下移的影响，聚酯产业链的利润分布也出现明显的变化，产业链利润开始从上游的PX转到下游的PTA和涤纶环节。

● PX价格和油价



● 聚酯产业链毛利分布



资料来源：Wind，平安证券研究所



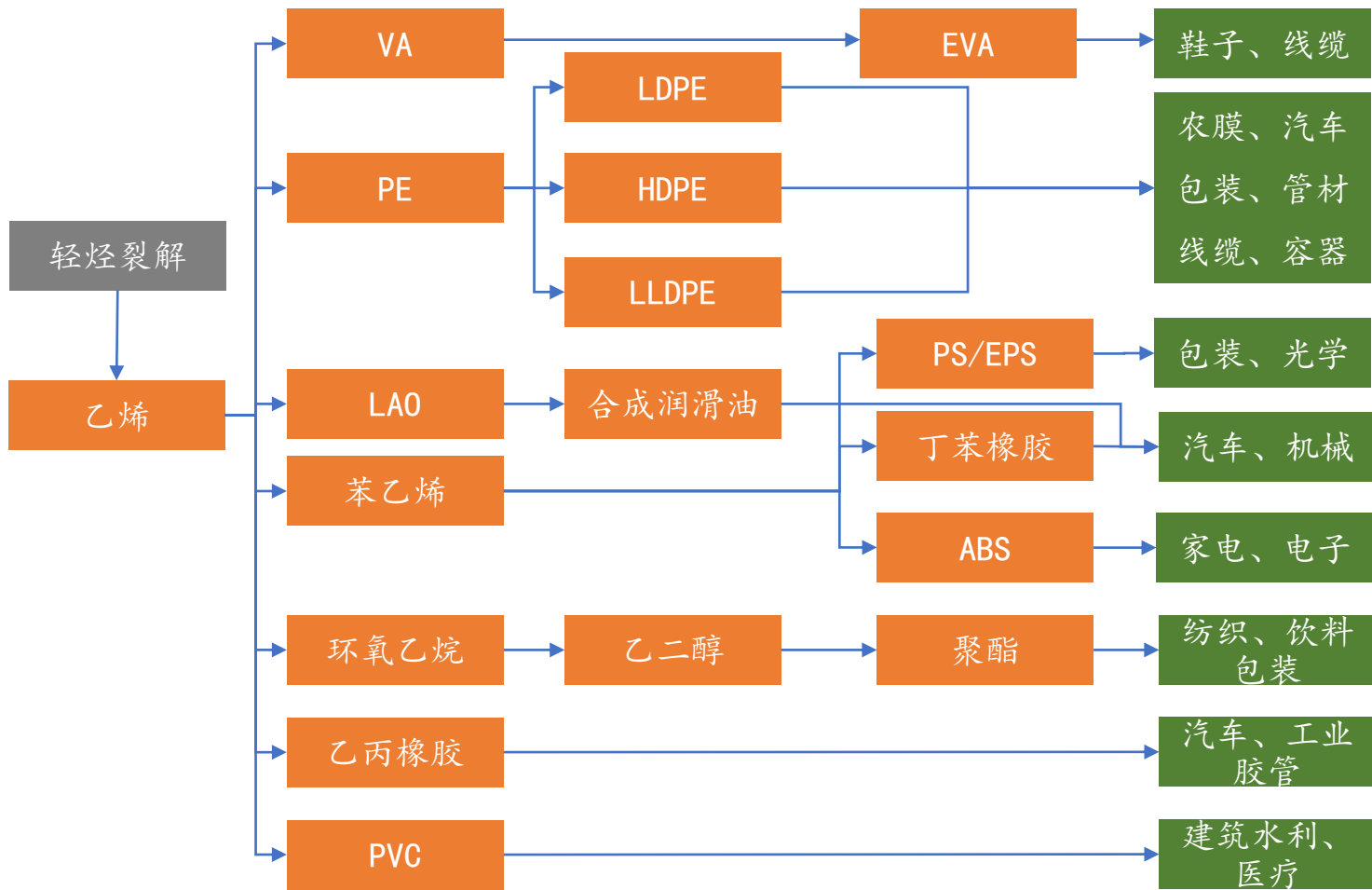
目录 CONTENTS

- 原油：供需面宽松，预计区间震荡
- 天然气：需求保持高增，关注管道公司成立
- 民营大炼化：陆续放量，改善聚酯行业成本端
- 轻烃裂解：低成本带来相对竞争优势
- 投资建议：关注天然气体制改革和化工成本端改善
- 风险提示

产业 | 轻烃（乙烷）裂解制乙烯是最重要的化工产业之一

- **乙烯工业是重要的石化产业指标：**乙烯是合成塑料、合成纤维和合成橡胶的基础原料，乙烯工业是一个国家石化产业发展的最重要的标志，其下游衍生物应用的领域异常广泛。
- **乙烯需求快速增长：**过去十年我国的乙烯表观消费快速增长，从2008年的1096万吨增长到2018年的2099万吨，年均复合增长率8%，大致与GDP平均增速同步。在国内乙烯消费结构中，LLDPE约占总消费量的28%、HDPE约占24%、LDPE约占12%、环氧乙烷/乙二醇约占19%、苯乙炔约占8%、PVC约占5%。

乙烷裂解制乙烯产业链

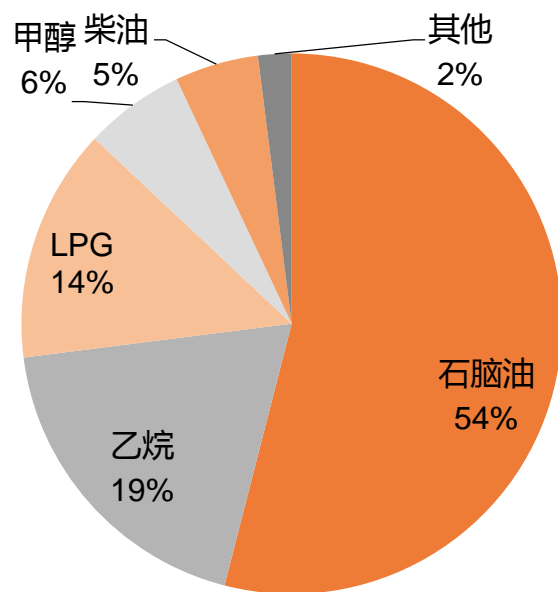


资料来源：平安证券研究所

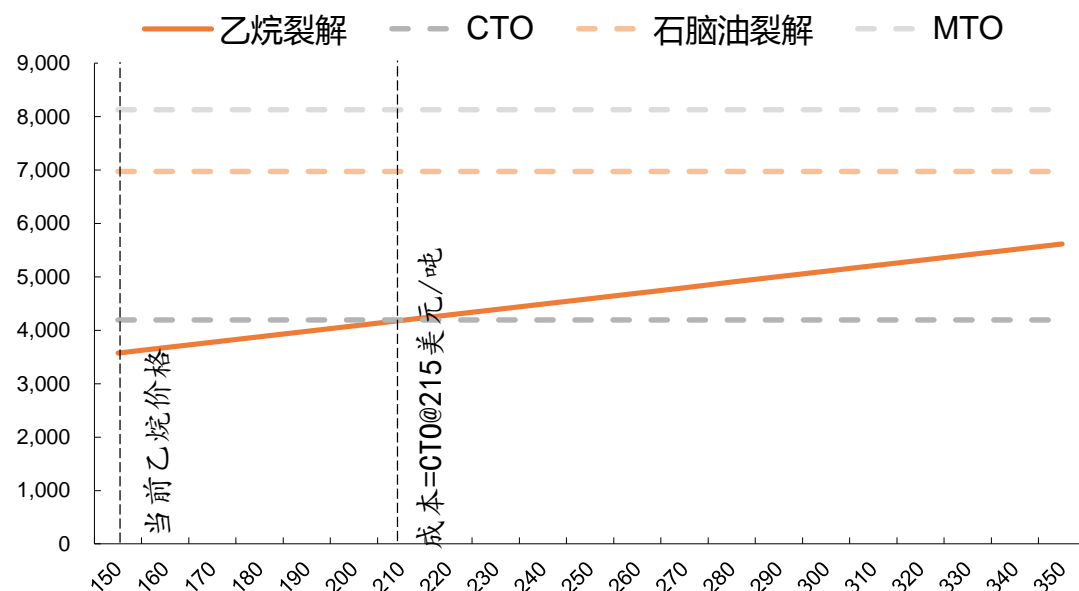
成本优势 | 乙烷裂解具有很高的成本安全空间

- **乙烯的原料：**蒸汽裂解是目前生产乙烯的主要工艺之一，可适用的原料范围非常广泛，主要包括乙烷、LPG、石脑油和柴油等，其中乙烷原料约占全球原料结构的20%左右，但中国目前还没有乙烷裂解制乙烯的项目投产。
- **乙烷裂解制乙烯的成本优势明显：**其生产成本大约比石脑油路线低3000元/吨、比煤制烯烃低350元每吨、比进口甲醇制烯烃低4000元/吨。即便乙烷价格翻番，成本仍然远低于石脑油路线和进口甲醇路线。IHS预测2021年美国乙烷价格有可能达到318美元，在此价格下中国进口美国乙烷裂解制乙烯仍然比石脑油路线成本低。

全球乙烯原料结构



乙烷裂解成本敏感性分析 (元/吨)



资料来源：EIA，平安证券研究所

项目 | 乙烷裂解迎来建设高峰

- **乙烷裂解迎来建设高峰：**截止目前我国共有15个乙烷裂解项目（包括混烷裂解），投资方既有中国石油等国企也有社会企业，原料来源既有国产轻烃也有进口乙烷（主要来自美国）。
- **上市公司卫星石化是国内乙烷裂解的先行者之一：**目前公司在建连云港石化320万吨/年轻烃综合加工利用项目，建设项目内容包括年产250万吨乙烷裂解制乙烯装置、年产150万吨丙烷脱氢制丙烯装置、PE、EO/EG、醋酸乙烯、环氧丙烷、丙烯腈、聚丙烯、丙烯酸及酯等下游配套装置。
- **中石油塔里木乙烷裂解项目近日开工：**项目是中石油近年来在新疆单体投资规模最大的项目，项目于6月19日在新疆巴州上库综合产业园开工。

资料来源：公司公告，项目公告，平安证券研究所

中国主要乙烷裂解项目列表

序号	项目运营商	原料来源	乙烯产能 (万吨)	装置地点	预计投产时间
1	浙江卫星石化	美国	250	江苏连云港	2020年
2	中石油塔里木油田	塔里木油田	60	巴州库尔勒	2020年
3	江苏新浦化学	英力士	65	泰兴	2019年
4	中国石油兰州石化	长庆油田	80	陕西榆林	2020年
5	天津渤化	美国	100	天津滨海新区	2020年
6	广西投资集团	美国	100	广西钦州	2020年
7	辽宁聚能重工集团	美国	200	锦州	2021年
8	大连汇昆	美国	200	大连西中岛	2021年
9	鲁清石化	—	120	山东寿光羊口镇	2021年
10	南山集团	美国	200	山东龙口	—
11	山西阳煤集团	美国	150	青岛	—
12	宁波华泰	炼厂气+外购乙烷	70	宁波大榭	—
13	烟台万华	自产+外购丙烷	100	山东烟台	—
14	永荣集团	美国	150	福建莆田	—
15	东华能源	—	2*100	河北曹妃甸	—



目录 CONTENTS

- ① 原油：供需面宽松，预计区间震荡
- ② 天然气：需求保持高增，关注管道公司成立
- ③ 民营大炼化：陆续放量，改善聚酯行业成本端
- ④ 轻烃裂解：低成本带来相对竞争优势
- ⑤ 投资建议：关注天然气体制改革和化工成本端改善
- ⑥ 风险提示

投资建议 | 关注天然气体制改革和化工成本端改善

- **1) 油价:** 下半年国际原油市场仍然是多空交织, 需求方面建议关注贸易摩擦是否有缓和的迹象, 供应方面关注OPEC减产会议、美国原油产量和伊朗等地缘政治风险。我们预计下半年原油价格大概率会在60-70美元之间震荡, 建议关注中国石油和中国石化等原油标的的阶段性投资机会。**2) 天然气:** 国内天然气产销两旺, 同时国家管道公司预计8月份成立, 利好三桶油的天然气销售, 同时民营天然气企业的上网难问题有望得益解决。推荐新奥股份, 建议关注蓝焰控股和广汇能源。**3) 民营大炼化:** 随着恒力石化和浙江石化的投产, PX开始放量, 聚酯产业链利润从PX环节向PTA和涤纶环节转移, 推荐上下游一体化的恒力石化, 建议关注下游PTA和涤纶龙头新凤鸣。**4) 轻烃裂解:** 轻烃裂解具有很高的成本安全空间, 抗风险能力远高于石脑油和煤制烯烃等工艺, 推荐国内轻烃裂解标的卫星石化, 建议关注万华化学。

证券简称	证券代码	股票价格	EPS				PE				评级
		2019/6/27	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
中国石油	601857	6.99	0.29	0.37	0.42	0.47	24.64	18.99	16.82	15.01	推荐
中国石化	600028	5.43	0.52	0.53	0.57	0.59	8.41	10.15	9.58	9.16	推荐
新奥股份	600803	10.53	1.07	1.26	1.40	1.54	9.53	8.34	7.55	6.83	推荐
恒力石化	600346	12.15	0.47	1.07	1.58	1.84	15.68	11.37	7.70	6.61	推荐
卫星石化	002648	14.71	0.88	1.26	1.56	2.47	11.85	11.63	9.45	5.94	推荐
广汇能源	600256	3.61	0.26	0.35	0.47	0.55	14.33	10.17	7.73	6.57	未评级
蓝焰控股	000968	11.79	0.70	0.80	0.95	1.11	15.84	14.66	12.46	10.65	未评级
新凤鸣	603225	12.94	1.19	1.52	2.25	2.75	7.82	8.54	5.74	4.70	未评级
万华化学	600309	42.92	3.38	3.96	4.62	5.47	6.20	10.85	9.28	7.84	未评级

注: 采用Wind一致预测, 单位: 元

目录 CONTENTS

- ① 原油：供需面宽松，预计区间震荡
- ② 天然气：需求保持高增，关注管道公司成立
- ③ 民营大炼化：陆续放量，改善聚酯行业成本端
- ④ 轻烃裂解：低成本带来相对竞争优势
- ⑤ 投资建议：关注天然气体制改革和化工成本端改善
- ⑥ 风险提示

风险提示

- **宏观经济波动风险：**石油石化行业是国民经济的基础行业，产品应用在汽车、建筑、电子电器、日用品等各个领域，因此石化行业的需求增长跟GDP等宏观指标有紧密的联系，宏观经济增速回落会导致石化产品需求增长不及预期。
- **油价和原材料剧烈波动风险：**石化产品的成本和价格跟油价/原材料价格关系极为紧密，油价/原材料价格的剧烈波动会导致厂家成本管理和产品定价上极为困难，影响行业盈利水平。
- **项目建设进度不及预期：**油气开发储运项目、LNG工厂、民营大炼化和乙烷裂解项目进度受产品和原料市场环境、项目融资、工程管理等多方因素影响，不排除项目进展不及预期的风险。
- **装置不可抗力：**石油化工装置的稳定运行对原料和产品市场的健康运行极为重要，不可抗力因素可在极短的时间内导致供需失衡，造成原料成本或者产品价格的剧烈波动
- **环保因素：**近两年来日益趋严的环保政策和环保督查使得众多中小企业停产或者减产，影响了行业内相关公司的生存和盈利。
- **贸易风险：**如果未来贸易战继续激化，将影响相关产品的出口和原料的进口。

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2019版权所有。保留一切权利。