

石油石化

2019 年中期策略

中性

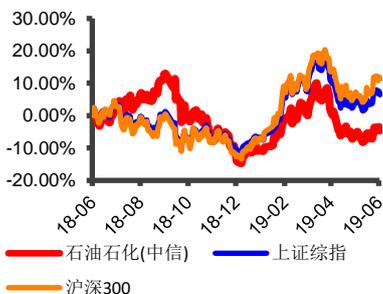
报告原因：中期策略

原油市场面临较大不确定性，聚焦行业内确定性机会

2019 年 6 月 27 日

行业研究/深度报告

近一年市场表现



分析师：

曹玲燕

执业证书编号：S0760511010002

邮箱：caolingyan@sxzq.com

研究助理：

程俊杰

邮箱：chengjunjie@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点

➤ 石油石化行情回顾：市场整体有所回暖

2019 年初至今沪深 300 指数涨幅为 29.14%，较去年涨幅明显，仅有 6 个一级行业跑赢沪深 300 指数，市场整体有所回暖。上证综指涨幅 21.56%，石油石化行业涨幅 13.14%，石油石化板块跑输沪深 300 指数 16 个百分点。

➤ 原油市场回顾与展望

油价自 2018 年底以来稳步回升，2019 年一季度保持上涨，OPEC+减产执行力度高是一季度油价反弹的重要原因之一。4 月下旬油价大幅回落，5 月后跌势加剧，主要是中美贸易紧张局势使得市场对全球经济放缓和原油需求疲软的担忧。2019 年下半年油价仍受到多方因素的影响，包括 7 月举行的主要产油国会议上 OPEC 成员国与俄罗斯能否就减产达成一致，美国原油库存情况，美国是否会对伊朗制裁采取更严厉措施，以及贸易紧张局势能否缓和等因素。虽然原油市场关注中美贸易冲突可能引发的需求变化，而地缘政治冲突导致伊朗、委内瑞拉等国家原油供应中断或停止的问题一定程度上表明支撑油价的基本面支持依然存在，因此我们判断 2019 年原油价格将维持在 60-75 美元/每桶的水平。

➤ 聚酯：原油价格和终端需求从两端影响产业链的景气度

聚酯板块 2017 年景气度开始回升，2018 年聚酯装置投产和产量达到新的高峰，行业景气度比较高，2018 年聚酯产能超过 5000 万吨；产能利用率上升。据国家统计局统计，2018 年化纤产量为 5011.09 万吨，同比增长 7.68%。其中，涤纶产量为 4014.87 万吨，同比增长 8.47%；锦纶产量为 330.37 万吨，同比增长 5.28%；粘胶短纤产量为 377.09 万吨，同比增长 7.94%。聚酯上游，随着恒力炼化、浙江石化等几大民营大炼化项目投产，预计迎来 PX 投产高峰，国产 PX 加快替代进口 PX，长期以来集中在海外厂商的丰厚利润和海外芳烃相关业务将从海外逐步回流到国内产业链和行业相关企业。聚酯下游为纺织服装行业，从 4 月中下旬开始，市场行情便开始转淡，下游终端库存高企，坯布难销，上游原料端则面临成本坍塌和需求萎靡的双重压力，整个纺织产业链都处于承压状态。展望下半年，在国内消费市场平稳发展和外部贸易压力趋于缓和基础上，行业的中下游产能增长可控，同



时民营大炼化项目逐步投产加快打造上游产业竞争优势，行业将迎来较为有利的发展阶段。

➤ **油田服务：行业景气度回升，呈现恢复性增长的态势**

2019年5月我国原油对外依存度为72%，环比下降0.29%，同比增长1.91%，目前对外依存度已超过70%，自给率逐年下降，石油产量连年下降，供需矛盾日益突出，油气对外依存度急剧攀升。国家政策方面要求加大上游勘探力度，中石油、中石化、中海油均提出2019年要进一步加大勘探开发工作力度，推动油气资源增储上产。对于油服行业而言，整个石油产业链上游勘探及生产的发展状况直接决定了油服行业的发展，受益于国际原油价格上升推动境内外油公司增加上游勘探开发资本支出，油田服务市场持续复苏。未来三桶油继续加大上游勘探开发支出，行业景气度有望进一步回升。

投资建议

➤ 2019年一季度，石化行业市场行情整体跌势趋缓，市场整体估值水平仍然处于历史较低的水平，未来仍有较大的提升空间。近期受地缘政治紧张局势推高了油价，但油价仍面临下行冲击，贸易战紧张局势缓和与否及原油需求前景的不确定性依然较大，下半年原油整体波动性也是比较高。我们建议关注两条主线：1) 聚酯化纤板块：随着民营大炼化项目投产，产业链利润向下游PTA涤纶长丝转移，尽管面临原油价格大幅波动、中美贸易摩擦加剧、终端市场需求变化等不确定因素，整个聚酯产业链中，上游PX随油价波动，下游聚酯随纺织服装行业景气度变化，后续若中美贸易关系缓和，带动我国纺织品出口的数量，前期抑制的订单终会陆续释放，根据海关总署统计，5月份全国纺织品服装出口额合计238.31亿美元，同比增长2.77%。其中，纺织品当月出口116.4亿美元，同比增长3.92%；服装当月出口121.9亿美元，同比增长1.69%。可以看到即使在贸易战的压力下，我国纺织品对外出口仍略有增幅，加上下半年是外贸市场的传统旺季，下游终端需求将会放大，而涤纶长丝其市场容量和市场前景取决于下游纺织行业对涤纶长丝产品的需求。因此看好下半年行业的发展。建议关注恒逸石化、桐昆股份。2) 油服板块：我们预计下半年国际油价将延续宽幅剧烈震荡态势，而国内三大油公司在国家能源战略安全的驱动下有望继续加大上游勘探开发投资力度，受此影响，油田服务行业将继续呈现恢复性增长的态势，经营环境将持续好转，看好油服行业的发展。建议关注海油工程。

风险提示

➤ 国际原油价格大幅波动；全球贸易紧张局势加剧；中美贸易摩擦；终端需求大幅下滑；安全环保整治不及预期等。

目录

1.石油石化行业回顾	8
1.1 行情回顾:	8
1.2 业绩回顾: 行业整体盈利实现平稳增长.....	10
2.原油市场回顾与展望	16
2.1 油价走势回顾	16
2.2 5月 OPEC 减产执行率下降, 美油库存大幅增长.....	17
2.3 供需基本面是影响油价的重要因素	19
2.4 美元指数及期货持仓	21
2.5 下半年展望: 预计 2019 年原油价格在 60-75 美元/每桶的水平	23
3.聚酯: 原油价格和终端需求从两端影响产业链的景气度	23
3.1 聚酯化纤产业链 PX-PTA 分析.....	23
3.2 聚酯: 开工率维持高位, 下游承压	27
4.油田服务: 行业景气度回升, 呈现恢复性增长的态势	29
5.投资建议及推荐标的	34
5.1 投资建议	34
5.2 推荐标的	35
恒逸石化 (000703.SZ): 一体化产业链优势明显.....	35
桐昆股份 (601233.SH): 涤纶长丝龙头, 业绩有望持续增长.....	35
海油工程 (600583.SH): 订单增加, 工作量持续增加.....	36
6.风险提示	36

图表目录

图 1 行业涨跌幅（截至 2019 年 6 月 27 日）	8
图 2 各子板块涨跌幅（截至 2019 年 06 月 27 日）	8
图 3 PE（TTM）走势	9
图 4 子版块 PE（TTM）（截至 2019 年 6 月 27 日）	9
表 1 2019 年初至今涨跌幅（截至 6 月 27 日，基金持股比例统计至一季报）	9
图 5 企业行业景气指数	10
图 6 工业增加值增速	10
图 7 行业 PPI 指数	11
图 8 中国化工产品价格指数(CCPI)(截至 6 月 27 日)	11
图 9 产成品存货增速	11
图 10 固定资产投资完成额增速	11
图 11 房地产销售面积增速	12
图 12 汽车销量及同比变化情况	12
图 13 家电产销率	13
图 14 纺织服装零售额当月值（亿）及同比	13
图 15 进口数量指数（单位：上年同月=100）	13
图 16 出口数量指数（单位：上年同月=100）	13
图 17 石化行业营收情况（剔除中国石油、中国石化）	14
图 18 石化行业归属母公司股东的净利润增速（同比）	14
图 19 中国石油、中国石化营收情况	14
图 20 中国石油、中国石化归母净利润情况	14
图 21 石化行业毛利率（%）	14

图 22 石化行业期间费用率 (%)	14
图 23 石化行业 ROE 摊薄-整体法 (%)	15
图 24 石化行业资产负债率 (%)	15
图 25 石化行业在建工程同比增速	15
图 26 石化行业固定资产同比增速	15
图 27 国际原油价格走势 (美元/桶) (截至 2019 年 06 月 27 日)	17
图 28 14 个 OPEC 产油国原油产量 (千桶/日)	18
图 29 OPEC+ 原油产量 (千桶/日)	18
图 30 OPEC 产油国原油产量 (千桶/日)	18
图 31 美国原油产量 (千桶/日)	18
图 32 原油库存 (千桶)	18
图 33 石油需求量 (百万桶/天)	18
图 34 伊朗 GDP (亿美元) 及同比增长	20
图 35 委内瑞拉 GDP (亿美元) 及同比增长	20
图 36 伊朗原油产量 (千桶/日)	20
图 37 伊朗原油出口数量 (千桶/日)	20
图 38 委内瑞拉原油产量 (千桶/日)	21
图 39 委内瑞拉原油出口数量 (千桶/日)	21
图 40 利比亚原油产量 (千桶/日)	21
图 41 利比亚原油出口数量 (千桶/日)	21
图 42 美元兑人民币与 WTI 原油价格走势	22
图 43 美元指数	22
图 44 WTI 非商业持仓数量占比 (%)	22
图 45 WTI 非商业持仓: 净持仓数量占比与油价	22

图 46 我国 PX 产能、产量、表观消费量等	24
图 47 2016-2018 年我国 PX 进口量价对比图	24
表 2 国内主要民营炼化项目规模对比	24
表 3 2019 年 PX 新增产能（万吨）	24
图 48 PX-石脑油价差	25
图 49 PX 开工率	25
图 50 PTA 产能、产量、表观消费量等	25
图 51 2016-2018 年我国 PTA 进口量价对比图	25
表 4 2019 年 PTA 新增产能（万吨）	26
图 52 2016-2019 年 PTA 加工费对比	27
图 53 国内 PTA 价格及价差	27
图 54 聚酯产能统计	27
图 55 聚酯产业链开工率	27
图 56 聚酯工厂库存	28
图 57 库存天数:坯布:盛泽地区样本织造企业	28
图 58 纺织服装零售额同比增速	28
图 59 涤纶长丝国内市场价格	28
图 60 斯伦贝谢营收及归母净利润（亿元）	29
图 61 哈里伯顿营收及归母净利润（亿元）	29
图 62 2014-2019 单季度油田服务营收（亿元）	30
图 63 2014-2019 单季度油田服务归母净利润（亿元）	30
图 64 原油产量及进口量（万吨）	31
图 65 我国原油自给率及对外依存度（%）	31
表 5 相关重要政策及会议	31



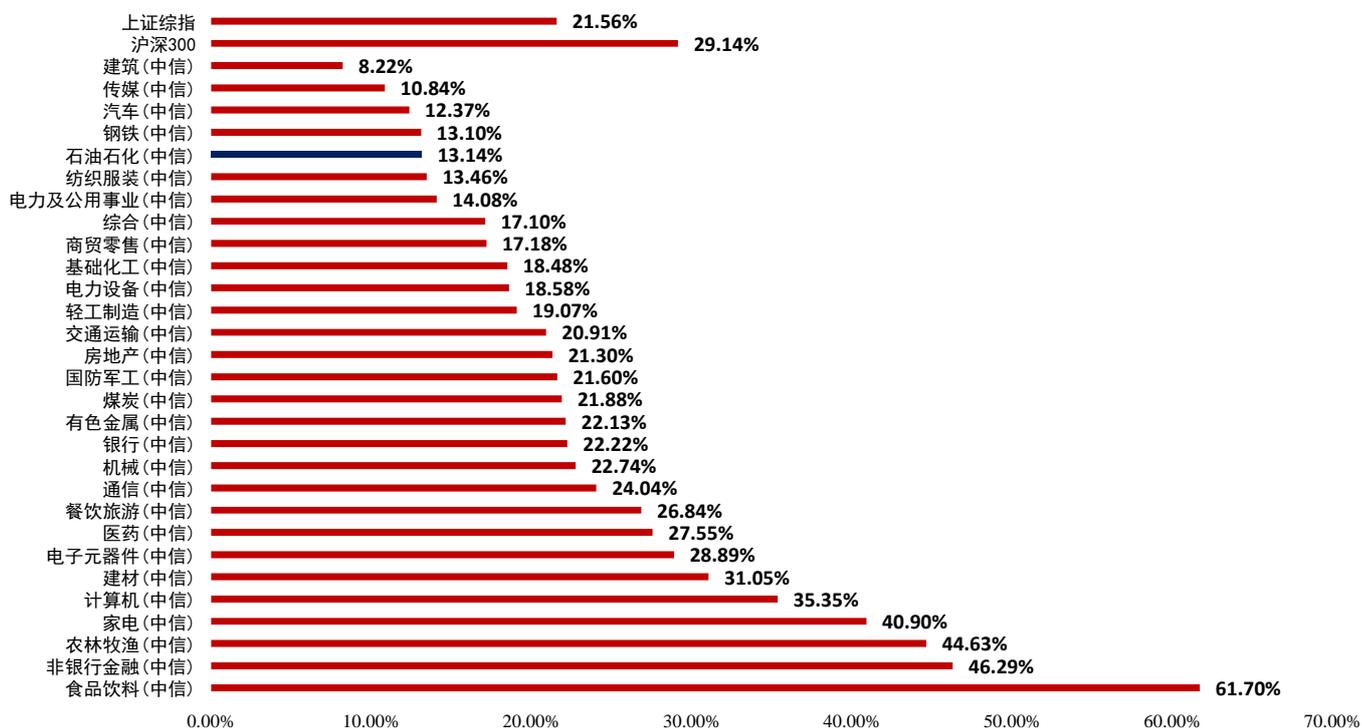
图 66 三桶油资本支出（亿）	33
图 67 油价与油服板块（中信行业分类）公司业绩走势	33
图 68 油价对油服公司业绩的传导	33

1.石油石化行业回顾

1.1 行情回顾：

2019年初至今沪深300指数涨幅为29.14%，相较去年涨幅明显，仅有6个一级行业跑赢沪深300指数，市场整体有所回暖。上证综指涨幅21.56%，石油石化行业涨幅13.14%，石油石化板块跑输沪深300指数16个百分点，在29个一级行业中排第25位，食品饮料行业涨幅为61.7%，位居所有行业第一。

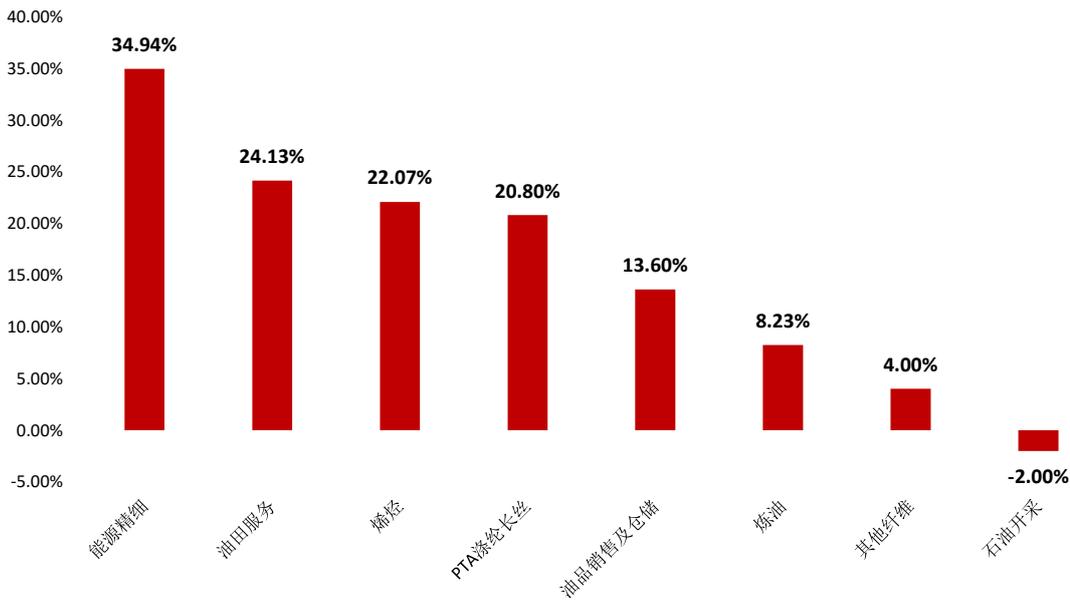
图1 行业涨跌幅（截至2019年6月27日）



资料来源：wind、山西证券研究所

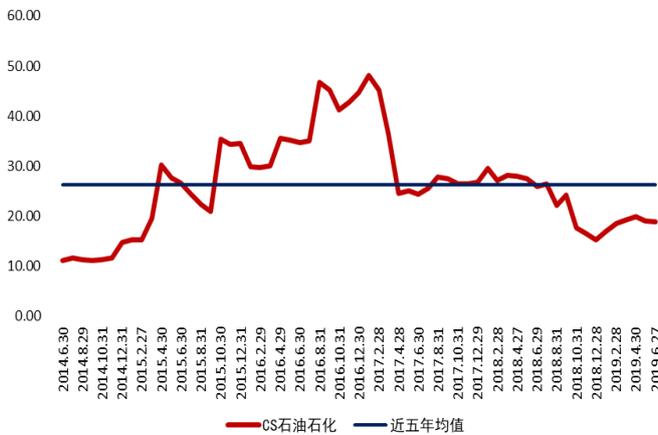
从子行业来看，我们将石油石化行业分为炼油、石油开采、油田服务、油品销售及仓储、PTA/涤纶长丝、烯烃、其他纤维、能源精细8个子板块，各子板块分化较大，其中，能源精细板块涨幅为34.94%，石油开采板块跌幅为2%。

图2 各子板块涨跌幅（截至2019年06月27日）



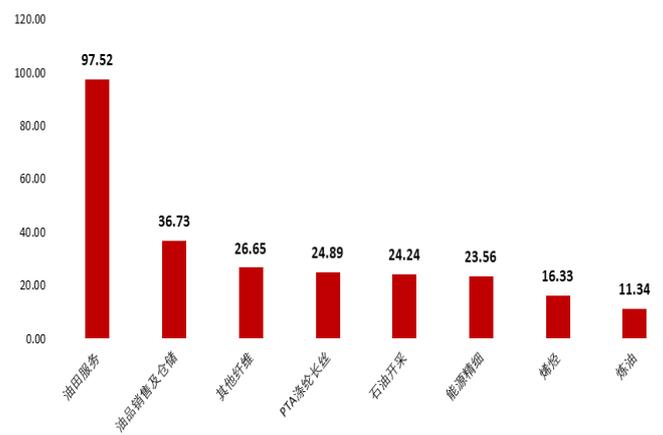
资料来源：wind、山西证券研究所

图 3 PE (TTM) 走势



资料来源：wind、山西证券研究所

图 4 子版块 PE (TTM) (截至 2019 年 6 月 27 日)



资料来源：wind、山西证券研究所

个股方面，年初至今涨跌幅排名靠前的个股集中在能源精细、油服、烯烃、PTA/涤纶长丝板块，其中，国际实业涨幅为 90.78%，位居石化行业上市公司涨跌幅第一。从基金持股比例来看，对 2019Q1 基金持股比例进行统计，基金持股比例排前三上市公司分别为：蓝焰控股（7.92%）、桐昆股份（5.92%）、中曼石油（4.89%），相较 2018 年，2019 年一季度各公司基金持股比例出现明显下降，仅中曼石油（4.89%）和澳洋健康（1.37%）实现基金持股比例的增长。

表 1 2019 年初至今涨跌幅（截至 6 月 27 日，基金持股比例统计至一季报）

代码	名称	涨跌幅	基金持股比例	代码	名称	涨跌幅	基金持股比例
----	----	-----	--------	----	----	-----	--------

000159.SZ	国际实业	90.78%	0.001%	600856.SH	中天能源	-10.24%	1.89%
600378.SH	天科股份	72.94%	0.47%	601113.SH	华鼎股份	-9.18%	-
600759.SH	洲际油气	67.67%	0.60%	603225.SH	新凤鸣	-2.94%	1.64%
601233.SH	桐昆股份	58.60%	5.92%	601857.SH	中国石油	-2.37%	0.41%
002648.SZ	卫星石化	56.29%	1.65%	002254.SZ	泰和新材	-0.84%	1.54%

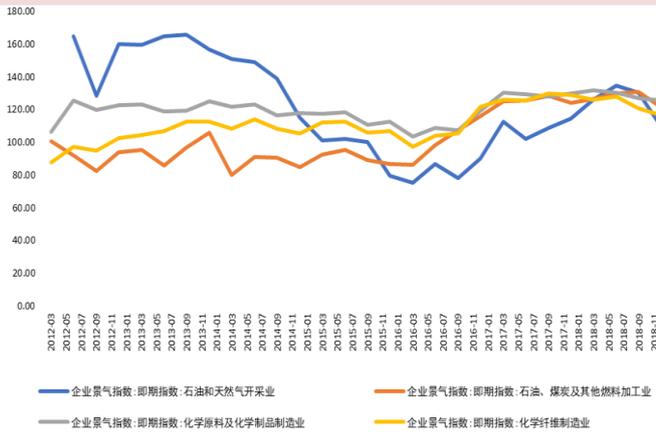
资料来源：wind、山西证券研究所

1.2 业绩回顾：行业整体盈利实现平稳增长

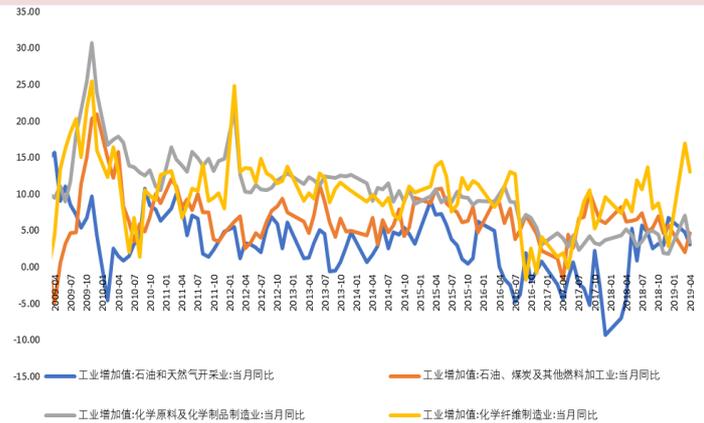
2017年以来，受益于原油价格的反弹以及化工产品价格的上涨，石化行业景气度不断回升，2018年前三季度行业景气依旧维持高位，2018Q4受到国际原油价格快速下跌，行业景气有所下滑，尤其是石油和天然气开采业。2018年12月企业景气指数为109.40，相较9月下降15.98%。受供给侧改革、环保督查持续高压、油价大幅波动等因素影响，2018Q3、Q4行业工业增加值增速出现下滑，2019Q1增加值恢复增长，其中，2019年3月化学纤维制造业工业增加值当月同比增长16.9%，整体来看行业工业增加值增速先降后升，总体运行基本平稳。从行业PPI指数来看，偏上游的石油天然气开采、石油煤炭及其他燃料加工业PPI波动最大，2018Q4国际油价单边大幅下降使得行业PPI持续放缓，由于我国石化行业整体处于工业产业链中上游，因此，国际原油、原材料等商品价格变动都会对国内PPI构成明显影响。截至2019年6月27日，化工产品价格指数CCPI为4345，同比下降14.03%，环比增长0.84%，主要化工产品的价格出现下跌，受到原油等成本端支撑力度减弱，主要化工产品下游市场需求量低于去年同期水平，一定程度上影响了国内化工产品价格走势。产成品存货同比增速维持低位，其中，化学纤维制造业产成品存货同比增速持续增长，产成品存货余额增加，根据库存周期的逻辑，我们认为化纤行业处于被动补库存阶段，未来面临去库存的压力。在国家供给侧改革、环保趋严常态化大背景下，细分行业固定资产投资完成额增速波动较大，其中，2019年2月石油和天然气开采业固定资产投资完成额累计同比为113%，由于石油石化企业加大天然气保供、油气勘探等投资力度。化学纤维制造业固定资产投资完成额出现下滑，增速转负，化学原料及化学制品制造业固定资产投资增速维持低位。行业固定资产投资增速持续走弱，一方面，政府对石化新增项目的环评、安评等审批加严加紧，审批时间拉长；另一方面，中小落后“散乱污”企业在此轮环保督查中将持续退出，有效减少新一轮固定资产投资。

图5 企业行业景气指数

图6 工业增加值增速



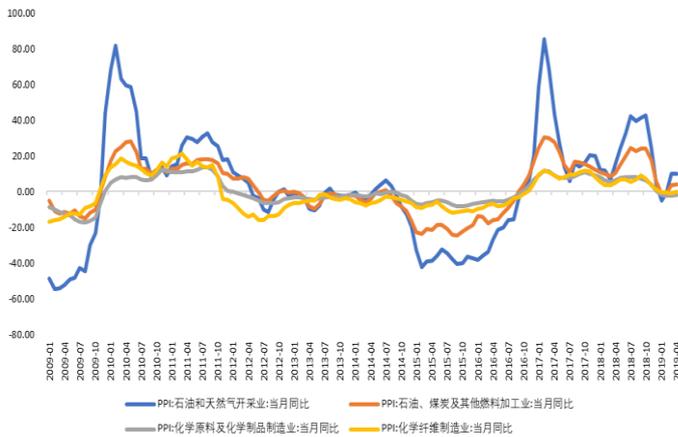
资料来源：wind、山西证券研究所



资料来源：wind、山西证券研究所

图 7 行业 PPI 指数

图 8 中国化工产品价格指数(CCPI)(截至 6 月 27 日)



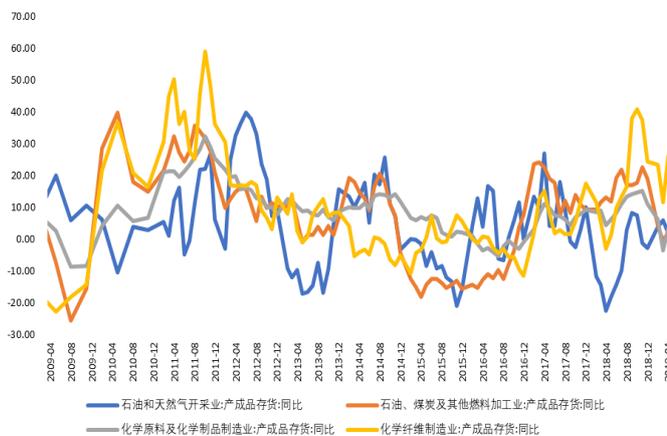
资料来源：wind、山西证券研究所



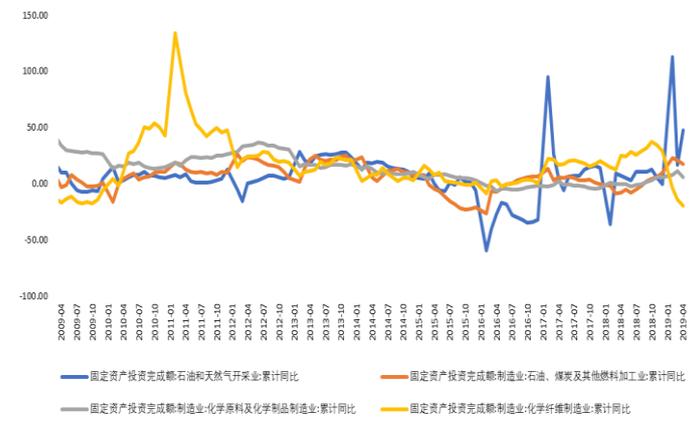
资料来源：wind、山西证券研究所

图 9 产成品存货增速

图 10 固定资产投资完成额增速



资料来源：wind、山西证券研究所



资料来源：wind、山西证券研究所

下游从房地产销售面积、汽车产销、家电产销以及纺织服装零售额数据来看，终端需求较为低迷。房地

产投资稳定增长，根据国家统计局的数据显示，2019年1-4月份，全国房地产开发投资34217亿元，同比增长11.9%，增速比1-3月份提高0.1个百分点。1-4月份，商品房销售面积42085万平方米，同比下降0.3%，降幅比1-3月份收窄0.6个百分点。销售面积同比降幅收窄主要是东部地区销售降幅收窄明显，数据显示，1-4月份东部地区商品房销售面积16686万平方米，同比下降4.3%。

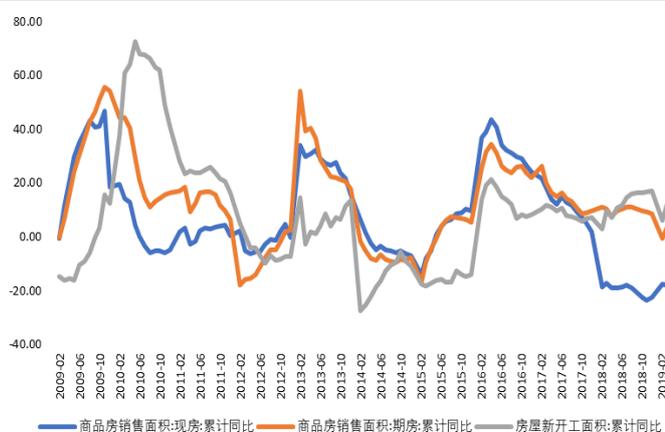
根据汽车工业协会统计的数据，2019年4月，汽车产销同比继续下降，降幅比上个月有所扩大。4月，汽车产销分别完成205.2万辆和198万辆，同比分别下降14.5%和14.6%。1-4月，汽车产销分别完成838.9万辆和835.3万辆，同比分别下降11%和12.1%。汽车产销数据持续下滑，主要取决于宏观经济的不确定、去年产销基数过高，同时国六标准实施临近等因素。

家电行业整体增速回落，2019年在地产与消费双重压力制约下，家电行业预计维持平淡。据中国家用电器研究院联合全国家用电器工业信息中心共同发布的《2019年中国家电行业一季度报告》数据显示：2019年一季度中国家电市场零售额规模达1834亿元，同比下降3.1%。

根据国家统计局的数据显示，1-4月，纺织行业工业增加值同比增长4.1%。从细分行业看，化纤业工业增加值同比增长14.3%，纺织业工业增加值同比增长2.2%，服装、家纺和产业用纺织品行业工业增加值分别同比增长3.3%、1.7%和7.7%。1-4月，我国限额以上服装鞋帽、针、纺织品零售额4418亿元，同比增长2.2%，增速比上年同期下降7.5个百分点。1-4月，网上穿着类零售额同比增长23.7%，增速比上年同期下降4.3个百分点。1-4月，我国纺织品服装出口758亿美元，同比下降3.7%。其中，纺织品出口367亿美元，同比增长0.8%；服装出口391亿美元，同比下降7.6%。市场方面，企业订单数减少，由于中美贸易摩擦升级，国内纺织出口订单受阻，需求转弱，供应链整体产销清淡。

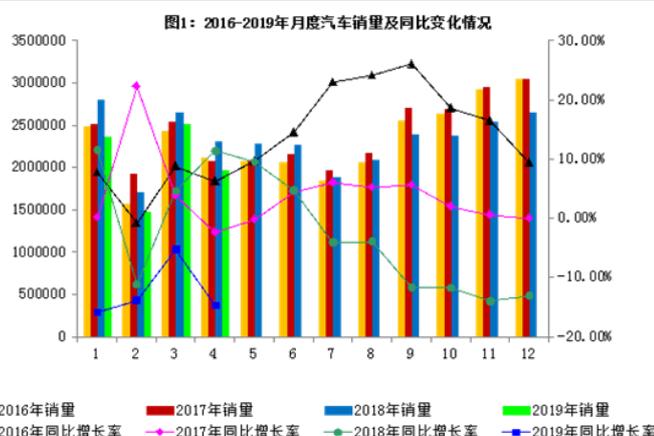
整体下游需求的疲软对于行业有一定的影响，后续终端需求仍存不确定性。

图 11 房地产销售面积增速



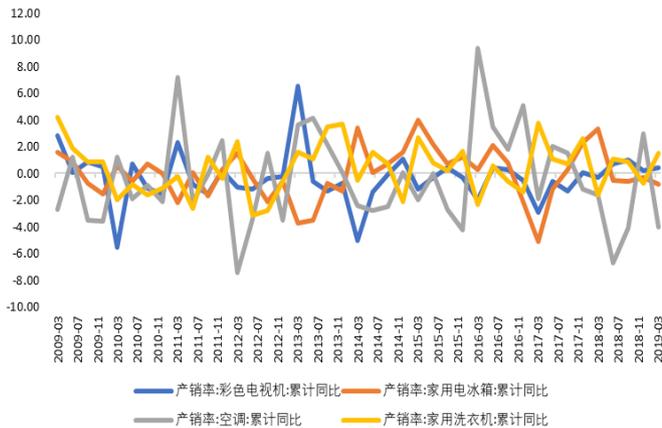
资料来源：wind、山西证券研究所

图 12 汽车销量及同比变化情况



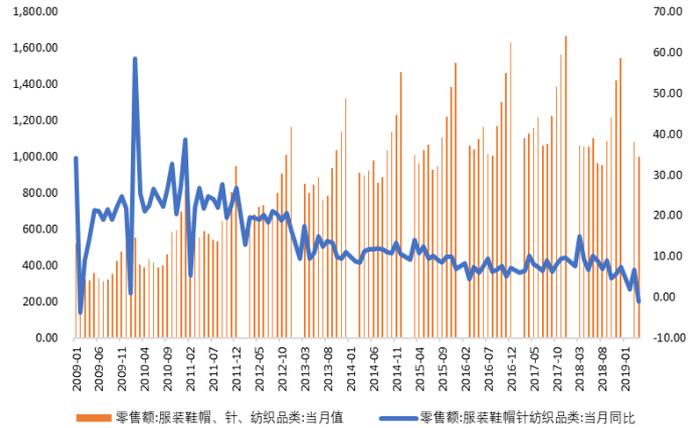
资料来源：汽车工业协会、工信部、山西证券研究所

图 13 家电产销率



资料来源：wind、山西证券研究所

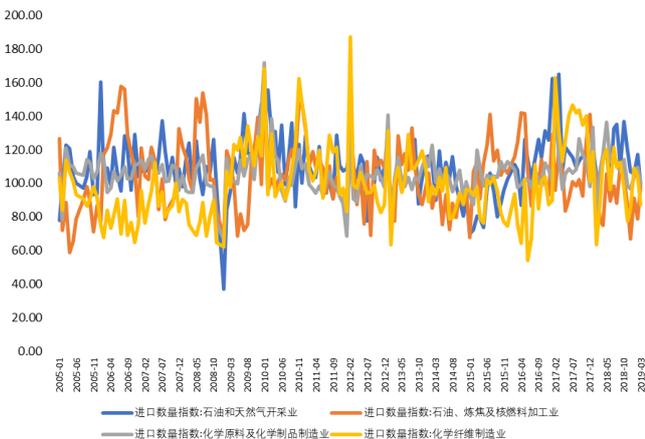
图 14 纺织服装零售额当月值（亿）及同比



资料来源：wind、山西证券研究所

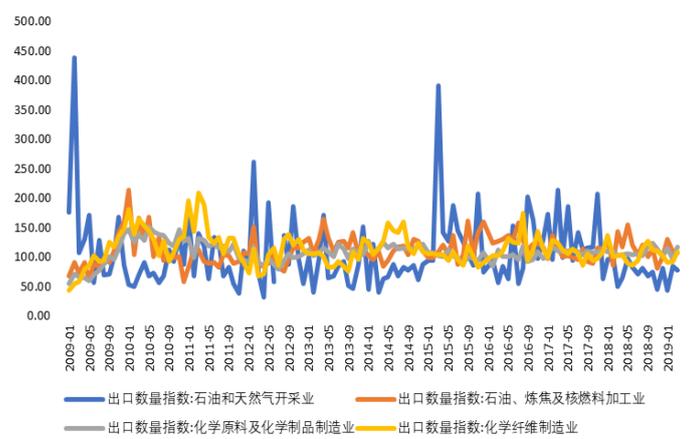
进出口方面，美国 2000 亿美元关税加征清单自 2018 年 9 月 24 日开始正式执行，初期为加征 10% 的税率。2019 年 5 月 10 日，加征的税率上调至 25%，这直接影响我国能源和化工产品进出口，从进出口数量指数来看，能源和化工产品整体进出口量呈弱势趋势。

图 15 进口数量指数（单位：上年同月=100）



资料来源：海关总署、山西证券研究所

图 16 出口数量指数（单位：上年同月=100）



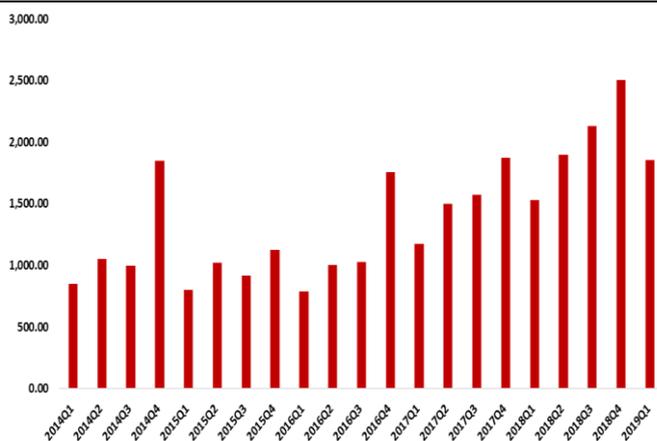
资料来源：海关总署、山西证券研究所

2019Q1 石油石化行业（根据中信一级分类，考虑到体量占比过大，我们将中国石油和中国石化从石油石化行业(中信)中剔除出去，以便更好地反映行业的盈利情况)实现营业收入 1856.2 亿元，同比增长 21.56%，环比减少 25.91%，实现归母净利润 52.4 亿元，同比减少 17.48%，环比增长 479.65%。主要是 2018Q4 油价的单边大幅下降，以及化工品价格的下跌。从石油石化行业 2019Q1 盈利情况来看，行业整体毛利率和净利率均出现下滑，毛利率为 10.8%，较上年下降 16.08 个百分点，净利率为 2.86%，较上年下降 35.15 个百分点。期间费用率为 4.46%，较上年下降 18.17 个百分点。

从体量占比大的两家公司来看，**中国石油** 2019Q1 实现营业收入 5910.4 亿元，同比增长 8.92%，环比减少 8.18%，实现归母净利润 102.5 亿元，同比增长 1%，环比增长 129.82%。毛利率和净利率均有所微降，其

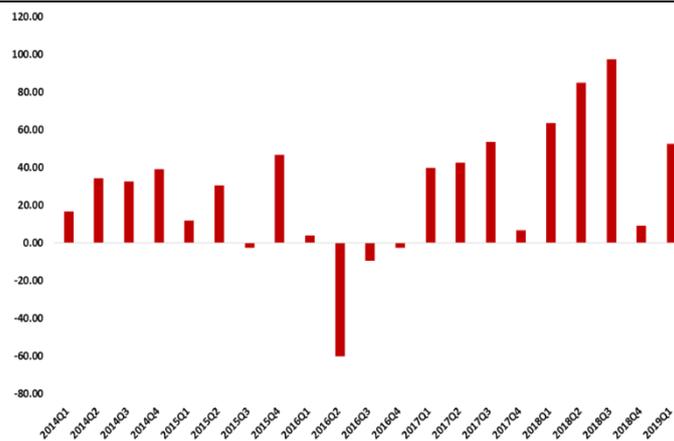
中，毛利率为 20.54%，较上年下降 0.34 个百分点，净利率为 2.71%，较上年下降 3.21 个百分点，期间费用率方面，为 6.50%，较上年下降 10.14 个百分点。中国石化 2019Q1 实现营业收入 7175.8 亿元，同比增长 15.51%，环比减少 12.30%，实现归母净利润 147.6 亿元，同比减少 21.35%，环比增长 374.60%。毛利率和净利率均有所下降，其中，毛利率为 16.89%，较上年下降 12.53 个百分点，净利率为 2.57%，较上年下降 34.94 个百分点，期间费用率为 4.54%，较上年下降 14.02 个百分点。

图 17 石化行业营收情况（剔除中国石油、中国石化）



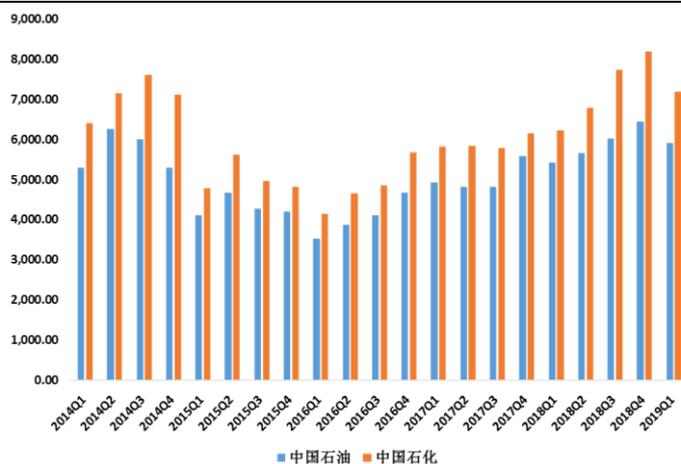
资料来源：wind、山西证券研究所

图 18 石化行业归属母公司股东的净利润增速（同比）



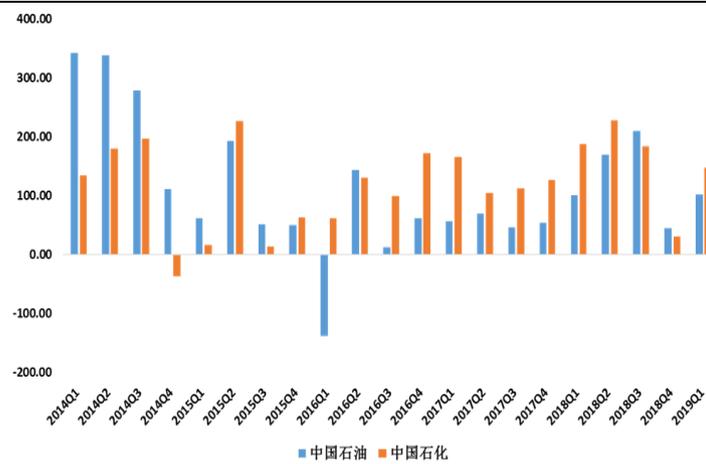
资料来源：wind、山西证券研究所

图 19 中国石油、中国石化营收情况



资料来源：wind、山西证券研究所

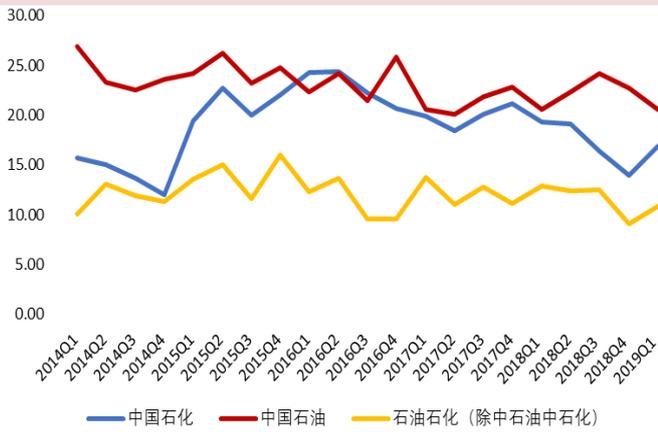
图 20 中国石油、中国石化归母净利润情况



资料来源：wind、山西证券研究所

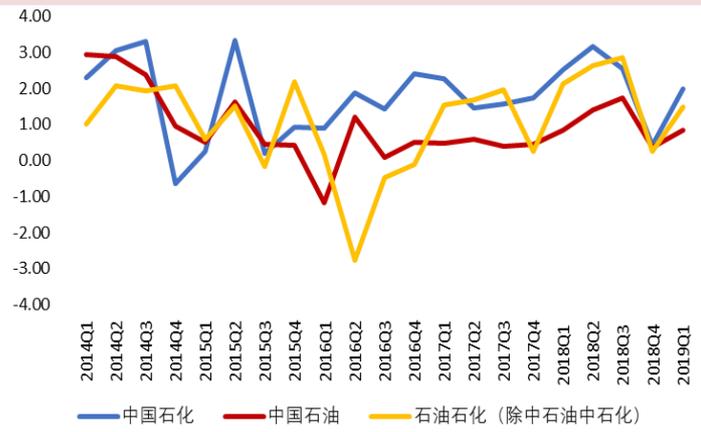
图 21 石化行业毛利率（%）

图 22 石化行业期间费用率（%）



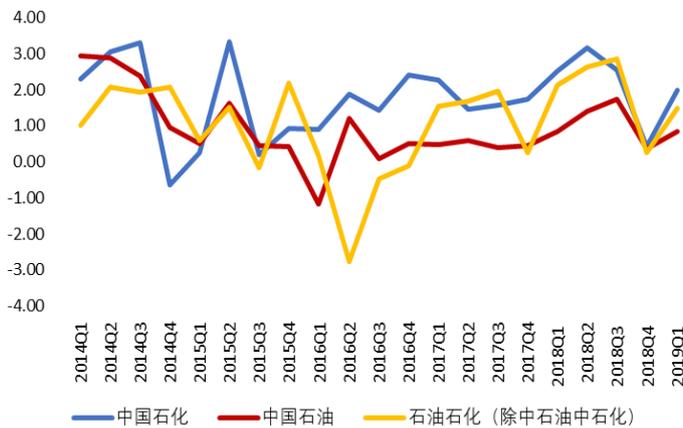
资料来源：wind、山西证券研究所

图 23 石化行业 ROE 摊薄-整体法 (%)



资料来源：wind、山西证券研究所

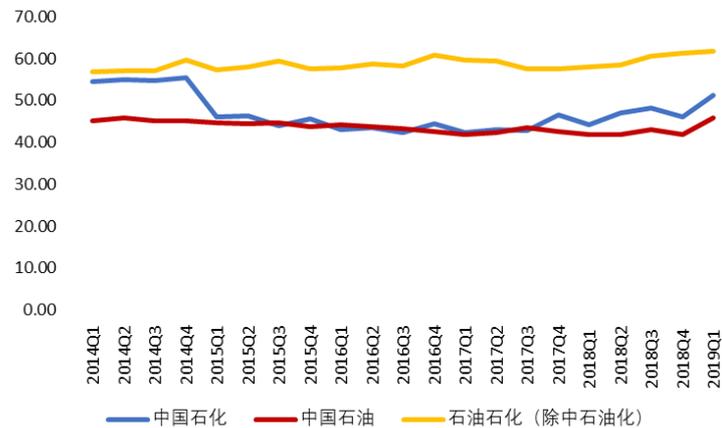
图 24 石化行业资产负债率 (%)



资料来源：wind、山西证券研究所

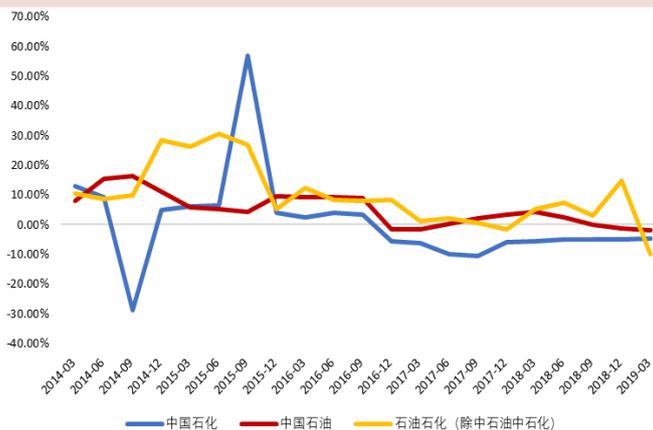
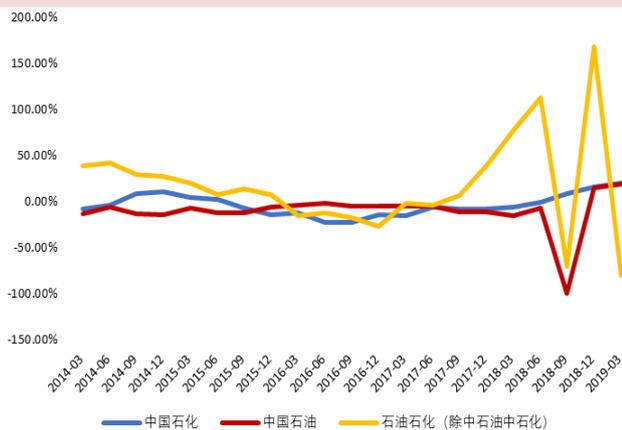
2018 年石化行业 ROE 总体维持高位，Q3 以来 ROE 波动性相对较大，受到原油价格影响明显。石化行业资产负债率较高，维持在 60%附近，由于大炼化项目对于资金的大量需求使石化行业杠杆率有所提高。石化行业在建工程增速波动较大，固定资产增速趋缓。可以看到，从 17 年开始行业在建工程增速由负转正，产能大幅扩张，其中，以恒力股份等一些民营炼化企业往上游扩建产能为主，恒力股份炼化项目处于建设阶段，2018 年中报在建工程同比增速高达 8110.78%。2019Q1 行业在建工程增速转负，显示出产能扩张速度有放缓的趋势。

图 25 石化行业在建工程同比增速



资料来源：wind、山西证券研究所

图 26 石化行业固定资产同比增速



资料来源：wind、山西证券研究所

资料来源：wind、山西证券研究所

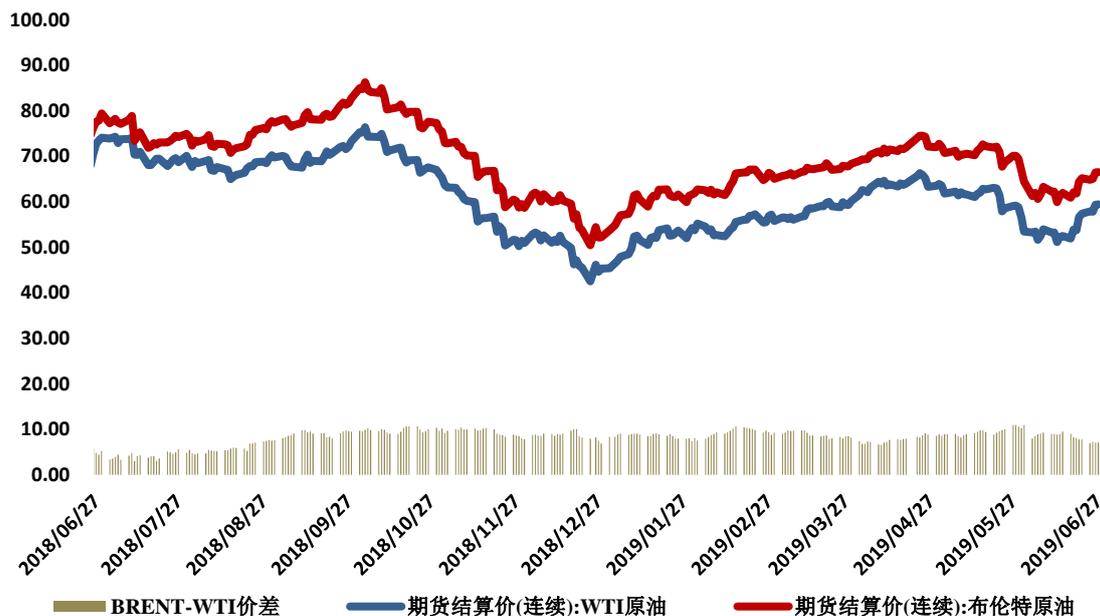
2.原油市场回顾与展望

2.1 油价走势回顾

2018Q3 油价大幅下滑，回吐 2018 年以来的涨幅，受到 EIA 原油库存增长、全球需求量放缓、供应逐步上升等多重因素叠加令油价下行。11 月美国原油库存连增 9 周，创 2017 年 3 月以来最长连涨纪录，产量继续维持在纪录高位不变，沙特 11 月原油产量高于 1070 万桶/日，刷新 2016 年 OPEC+联合减产前的历史最高纪录，使得原油市场对于供应过剩的担忧持续升温。2018 年 12 月 OPEC+各国达成的减产协议正式生效开始执行，12 月 OPEC 原油产量出现近两年最大降幅，根据市场调查显示，15 个 OPEC 产油国 12 月产量为 3268 万桶/日，较 11 月水平下降 46 万桶/日，为 2017 年 1 月来最大的单月降幅。2019Q1 油价触底反弹，进入 1 月份，美国对委内瑞拉制裁，其中包括对委内瑞拉国家石油公司 (PDVSA)，令市场供应相对紧张。2 月 OPEC 原油产量继续下滑，其中超过半数的产量下滑来源于委内瑞拉和伊朗的供应减少，因美国对这两国实施了更严厉的经济制裁，OPEC2 月合计产量环比减少了 56 万桶/日至 3050 万桶/日，其中参与减产的 11 个成员国减产执行率为 108%，一定程度上利多油价。另外中美贸易谈判展现积极信号也令市场风险情绪得到改善，油价持续上涨。3 月份，国际能源署(IEA)发布月报指出，如果委内瑞拉局势继续恶化，将会给原油市场带来重大“挑战”。OPEC 于 3 月 14 日发布月报称，下调年内全球市场对该组织原油需求，预计会将减产行动延长至 6 月底之后，从而解决任何新的供应过剩问题。产油国减产行动进一步加强，是油价保持稳定的重要因素。另外，截至 3 月 22 日当周，美国石油活跃钻井数连续第五周下降且触及近一年最低水平，美国石油活跃钻井数大幅下降为油价带来支撑，部分缓解了市场对美国原油产量持续攀升的担忧。4 月份市场担心美国对伊朗和委内瑞拉追加制裁致使原油供应减少，油价不断上行。5 月受美国原油库存急升以及贸易紧张局势影响，WTI 原油和 BRENT 原油创六个月来最大跌幅，截至 5 月 17 日当周，美国原油库存增加 474 万桶至 4.768 亿桶，升至 2017 年 8 月以来最高。同时中美贸易紧张局势使得市场对全球经济放缓

和原油需求疲软的担忧，油价承压下行，美国总统特朗普宣布将对墨西哥出口的商品征收关税，进一步引发了市场担忧，加剧了全球贸易紧张局势。供应端方面，中东地缘政治紧张局势引发对原油供应担忧，根据 OPEC 发布调查报告显示，5 月 OPEC 原油产量下降至 2015 年来低位 3017 万桶/日，虽然沙特推高原油产量，但不足以填补伊朗的原油供应缺口。此外，5 月 OPEC 减产执行率从 4 月的 132% 锐减至 96%，市场担忧减产力度有所下滑，悲观情绪令油价下行压力依然较大。

图 27 国际原油价格走势（美元/桶）（截至 2019 年 06 月 27 日）



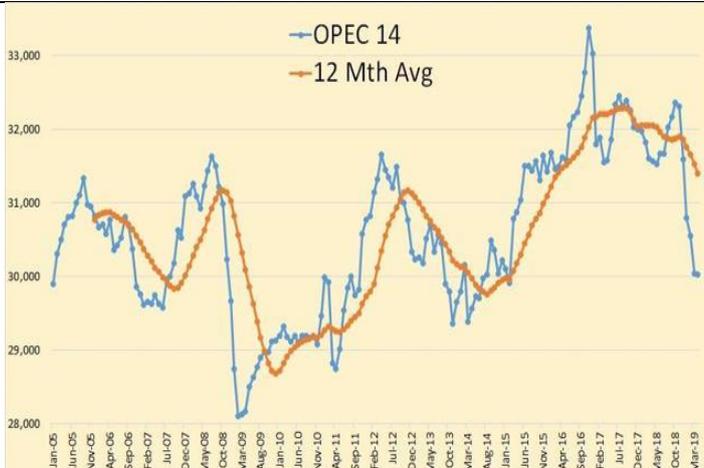
资料来源：wind、山西证券研究所

2.2 5 月 OPEC 减产执行率下降，美油库存大幅增长

根据 OPEC 调查报告，2019 年 5 月 OPEC 原油产量下降至 2015 年来低位 3017 万桶/日，虽然沙特推高原油产量，但不足以填补伊朗的原油供应缺口。由于美国加大对伊朗的经济制裁，这令该国原油供应量大幅下滑，虽然沙特将 5 月原油产量增加 20 万桶/日至 1005 万桶/日，但这依然不足以填补伊朗的供应缺口。伊朗 5 月原油产量环比下降 40 万桶/日。即使沙特推高了原油产量，该国当前原油产量依然远低于 1031.1 万桶/日的承诺减产目标。另一方面，5 月 OPEC 原油产量较 4 月下月 6 万桶/日，除了伊朗原油供应大幅下降以外，委内瑞拉原油供应也减少了 5 万桶/日，因经济危机和美国制裁影响。与此同时，尼日利亚原油产量也在 5 月录得减少，因部分输油管道故障和出口不可抗力。此外，5 月 OPEC 减产执行率从 4 月的 132% 锐减至 96%，因沙特、安哥拉和伊拉克均推高产量。OPEC 成员国将在 7 月 1 日举行会谈，7 月 2 日将举行与非 OPEC 产油国的扩大会议，市场普遍预期 OPEC 将会延长减产协议。沙特等成员国主张延长减产计划至今年年底，目前延长减产协议的最大阻力可能就来自于俄罗斯，若俄罗斯同意延长减产协议，我们认为将为

油价带来一定的支撑。

图 28 14 个 OPEC 产油国原油产量（千桶 / 日）



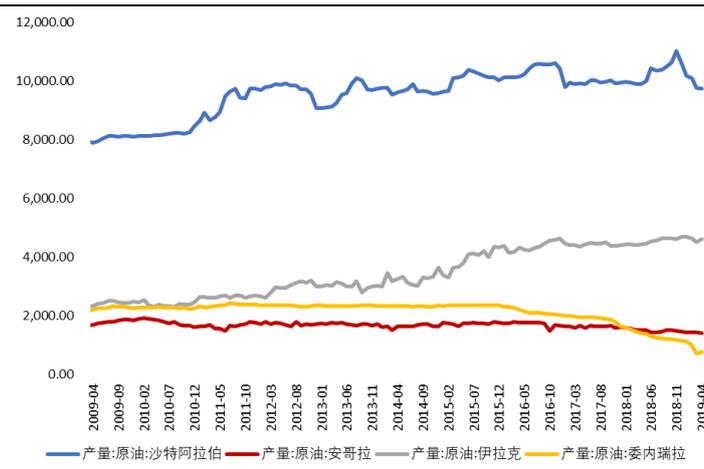
资料来源：OPEC、山西证券研究所

图 29 OPEC+原油产量（千桶/日）



资料来源：OPEC、山西证券研究所

图 30 OPEC 产油国原油产量（千桶/日）



资料来源：wind、山西证券研究所

图 31 美国原油产量（千桶/日）



资料来源：OPEC、山西证券研究所

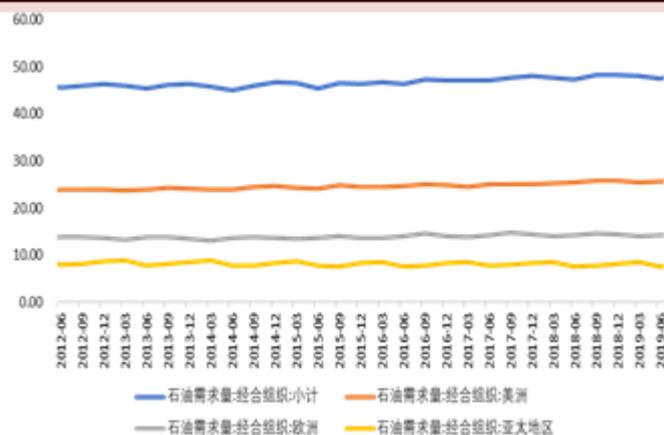
根据公布报告显示，截至 6 月 7 日当周，美国原油库存增加 220.6 万桶至 4.855 亿桶，创 2017 年 7 月以来新高；截至 6 月 21 日当周，美国原油库存减少 1278.8 万桶至 4.696 亿桶，创 2016 年 9 月 9 日当周以来最大降幅，市场预估为减少 289.1 万桶。美国原油产量减少 10 万桶至 1210 万桶/日。尽管美国原油库存和原油产量均有所下滑，美国原油产量仍处在历史最高水平，炼厂开工率提高，一定程度超过市场需求，使库存普遍上涨，后续若美油库存恢复增长，市场对石油需求的担忧可能会进一步加剧。

图 32 原油库存（千桶）

图 33 石油需求量（百万桶/天）



资料来源：wind、山西证券研究所



资料来源：OPEC、山西证券研究所

2.3 供需基本面是影响油价的重要因素

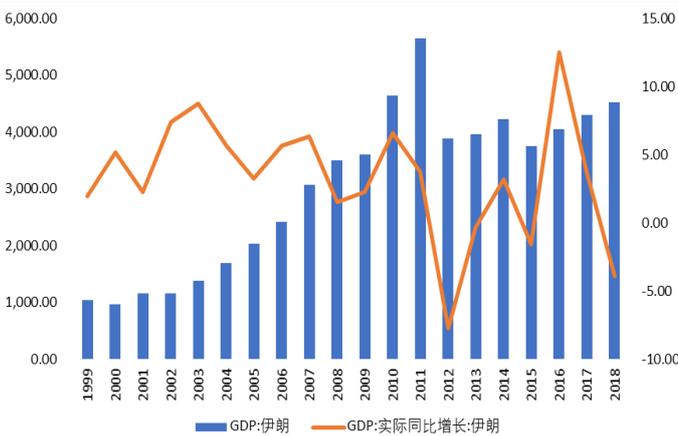
中美贸易紧张局势使得市场对全球经济放缓和原油需求疲软的担忧加剧，EIA 在其短期能源展望报告中下调了 2019 年油价和美国原油产量预测，预计 2019 年美国国内原油日产量为 1232 万桶，较 5 月份的预测下降 1%，将 2020 年日产量下调 0.9%，至 1326 万桶。EIA 同时还将 2019 年全球石油需求增长预估下调 16 万桶/日，至 122 万桶/日。此前 EIA、IEA、OPEC 三大机构均下调了原油需求增速幅度。

地缘政治因素对油价具有不确定性，体现在原油的供应端，主要集中在三方面：（1）美国制裁伊朗，2018 年 5 月 8 日美国总统特朗普宣布美国退出伊核协议（联合全面行动计划，JCPOA）、决定恢复对伊朗制裁后的第三个月末，也即美方设定 90 天和 180 天两个制裁缓冲期的第一个缓冲期到期日，美国对伊朗的第一批制裁开始生效，主要涉及伊朗的金融业、贵金属、汽车和航空业。11 月 5 日重启对伊朗能源和银行等领域制裁。这是美国 5 月宣布退出伊朗核问题全面协议后重启的第二轮对伊制裁，将全面恢复因伊核协议而解除的对伊制裁。2019 年 4 月终止对于八个地区的制裁豁免权，5 月 2 日之后，美国将不再向目前正在进口伊朗原油或凝析油的国家或地区发放制裁豁免，意味着美国将完全切断伊朗原油出口，通过打击伊朗的石油出口来遏制其主要收入来源。调查显示，伊朗原油产量 5 月份降低 23 万桶/日至 232 万桶/日。根据 IMF 在周一发布的《2019 年地区经济展望：中东和中亚最新情况》报告中称，美国恢复对伊朗制裁、中东和北非地区动荡升高、以及国际油价波动震荡，种种因素都拖累中东地区的区域经济成长。IMF 预计，非海湾合作委员会（GCC）成员国的石油出口国的商品和服务产值将缩减 1.7%，而此前去年已下降 1.1%。IMF 表示，推动这一进展的主要原因是伊朗。伊朗经济继去年萎缩 3.9% 后，今年预计将进入经济衰退的第二年、继续萎缩 6.0%，然后在 2020 年才会稍微出现复苏。（2）美国制裁委内瑞拉，2019 年 1 月份美国对委内瑞拉石油公司（PDVSA）进行制裁，委内瑞拉的石油属于重质石油，只有美国墨西哥湾沿岸炼油厂、中国和印度的炼油厂可以提炼。委内瑞拉有一半的原油出口到美国，美国是委内瑞拉的主要传统客户和供应国。美

国对委内瑞拉的经济制裁已经令该国陷入深深的危机，4月委内瑞拉原油产量已经降低至76.8万桶/日。相关数据显示，5月委内瑞拉环比大降17%至87.45万桶/日，已经几乎停止了国内全部的原油设施升级行动。

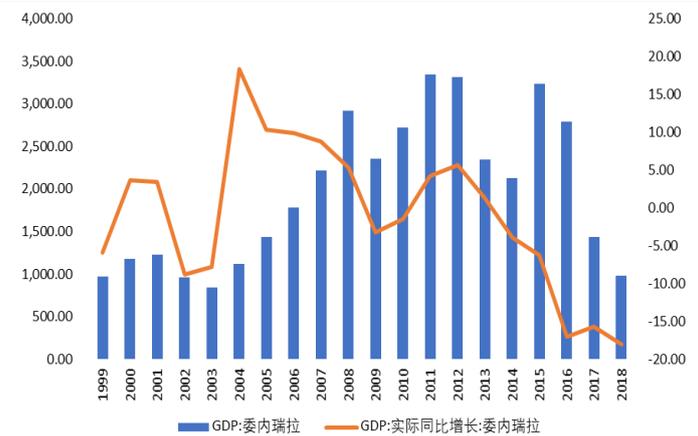
(3) 利比亚供应中断，利比亚拥有非洲最大的石油储量，自20世纪50年代发现石油后，石油开采及炼油工业发展迅速，成为利比亚的经济命脉和主要支柱。其原油品质好、含硫量低、蜡油产量高，广受原油进口商的青睐。利比亚出口收入的95%来自石油，占政府收入的99%。根据OPEC月报显示，作为原油减产豁免国之一，利比亚5月产量依然有125万桶/日。然而随着内战局势加剧，利比亚正面临石油产出完全中断的风险。利比亚石油产量的是否中断在很大程度上取决于国内局势如何演变。此外，利比亚国家石油公司(NOC)表示，由于高温导致发电机火灾，其原油产量已经下降了3万桶/日。虽然原油市场关注美中贸易冲突可能引发的需求变化，而伊朗、委内瑞拉和中东等地的供应中断问题已经愈发明显表明支持油价的基本面支持依然存在。

图 34 伊朗 GDP（亿美元）及同比增长



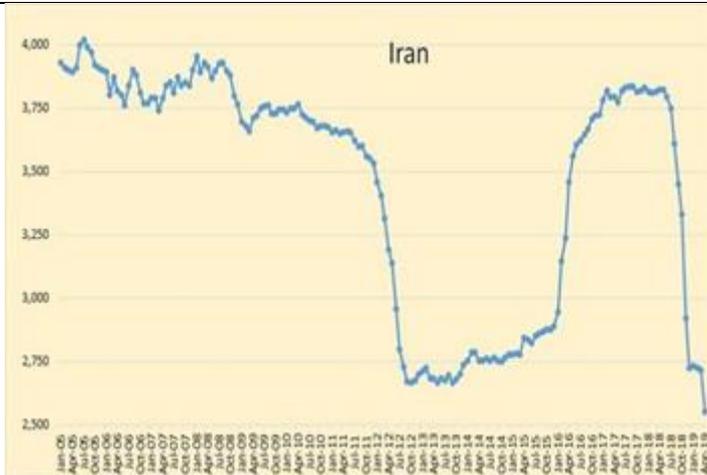
资料来源：wind、山西证券研究所

图 35 委内瑞拉 GDP（亿美元）及同比增长



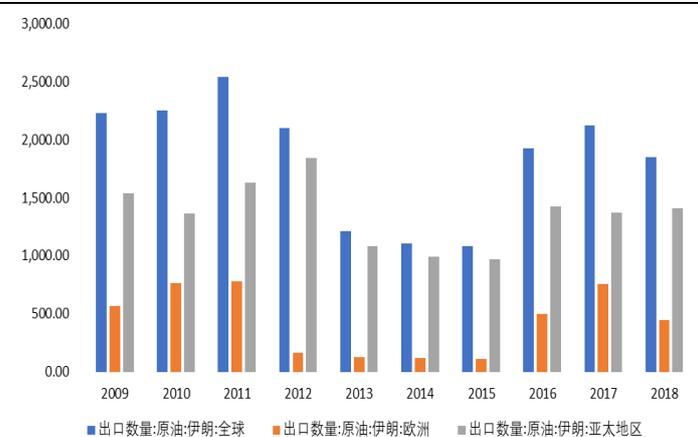
资料来源：wind、山西证券研究所

图 36 伊朗原油产量（千桶/日）



资料来源：OPEC、山西证券研究所

图 37 伊朗原油出口数量（千桶/日）



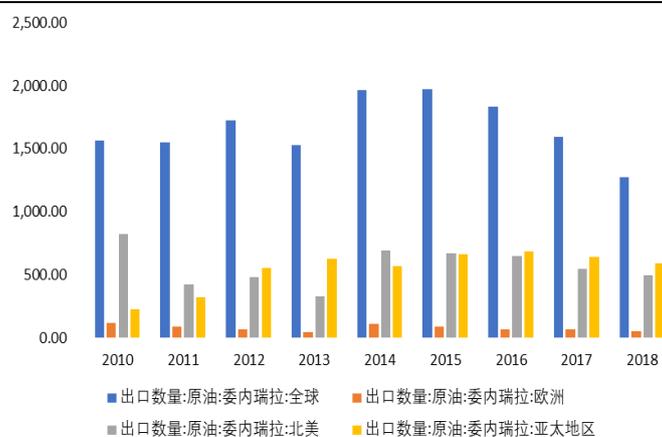
资料来源：wind、山西证券研究所

图 38 委内瑞拉原油产量（千桶/日）



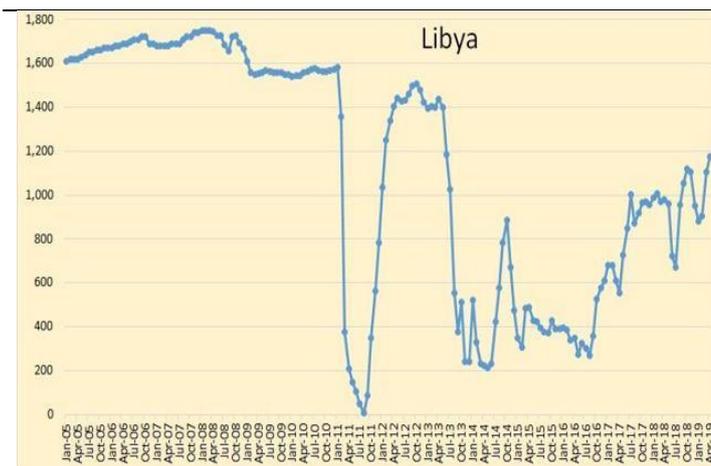
资料来源：OPEC、山西证券研究所

图 39 委内瑞拉原油出口数量（千桶/日）



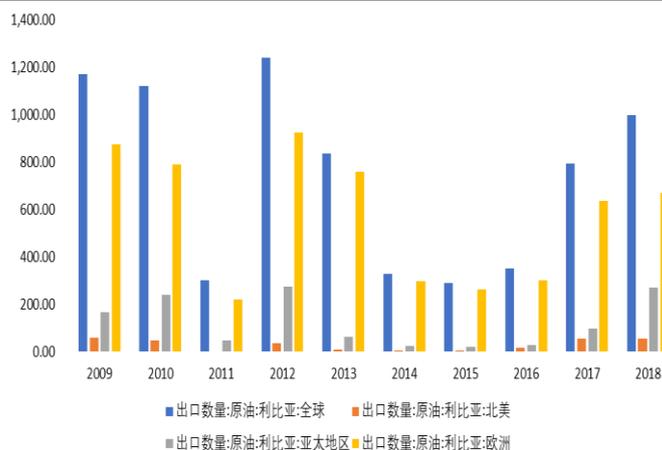
资料来源：wind、山西证券研究所

图 40 利比亚原油产量（千桶/日）



资料来源：OPEC、山西证券研究所

图 41 利比亚原油出口数量（千桶/日）



资料来源：wind、山西证券研究所

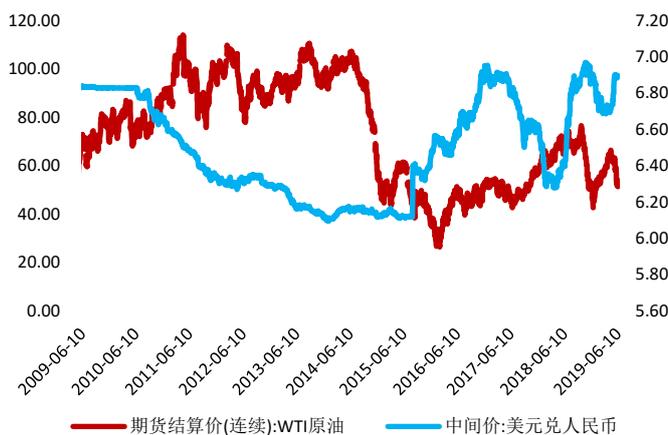
2.4 美元指数及期货持仓

原油的金融属性影响其价格波动，通过近 10 年的原油期货价格和美元指数的走势图，通过直接观察可以看出，原油价格与美元指数是负相关的，石油按照美元计价的情况下，美元走强，石油价格走弱；美元走弱，石油价格走强。美元走强将对油价形成压制作用。对于石油生产国而言，石油生产成本通常以本币计算，当美元升值时，本币将相对贬值，从而引起石油生产成本的相对下降，美元升值会刺激石油供给；对于石油消费国而言，美元升值将引起非美元国家购买力下降，从而降低其石油需求。美元走势的关键影响因素除贸易局势以外就是美联储政策前景。6 月 20 日公布的美联储利率决议维持利率于 2.25%-2.5% 不变，美联储主席鲍威尔强调美联储将采取适当措施以确保美国经济持续扩张，尽管鲍威尔仍未明确表明美联储将于年内

降息，但相较其 2019 年 1 月份以来对美国经济保持乐观的看法已发生重大改变。6 月 21 日公布的美国 6 月 Markit 服务业采购经理人指数(PMI)初值下降至 50.7，不及预期 51.0，创 2016 年 2 月以来新低。其中美国 6 月服务业中的商业预期指标下滑至 57.8，创历史最低水平；而美国 6 月 Markit 制造业采购经理人指数初值亦下降至 50.1，不及预期 50.5，创 2009 年 9 月以来新低，预计美国未来几个月内经济进一步放缓的可能性增大，因疲弱的经济数据增加了美联储放松货币政策的可能性，美联储降息预期升温，美元承压，会给原油价格带来提振。未来受到美联储加息、贸易紧张局势能否进一步缓和以及美国经济放缓等因素影响，我们认为美元仍有进一步下跌的空间。

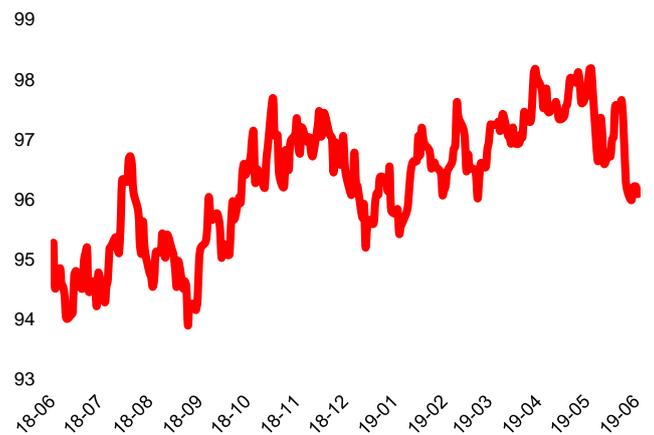
从期货持仓头寸角度来看，非商业性持仓主要是机构的投资，也是基金持仓，从非商业性持仓净持仓量变化与油价的对比，具有正的相关性。通过非商业性持仓净持仓量的变化趋势可以判断油价的变动情况，6 月 18 日 NYMEX 轻质低硫原油(WTI 原油)的非商业多头持仓数量为 502749 张，较上一周下降 2.47%，NYMEX 轻质低硫原油(WTI 原油)的非商业空头持仓数量为 139662 张，较上一周下降 14.74%，目前市场净持仓量持续下降，油价出现回落。

图 42 美元兑人民币与 WTI 原油价格走势



资料来源：wind、山西证券研究所

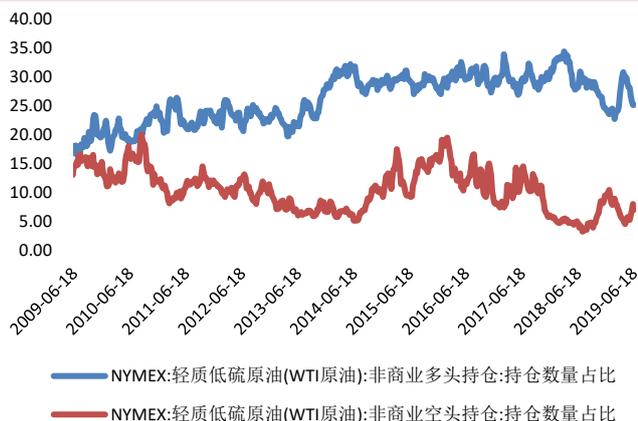
图 43 美元指数



资料来源：wind、山西证券研究所

图 44 WTI 非商业持仓数量占比(%)

图 45 WTI 非商业持仓：净持仓数量占比与油价



资料来源：wind、山西证券研究所

资料来源：wind、山西证券研究所

2.5 下半年展望：预计 2019 年原油价格在 60-75 美元/每桶的水平

2019 年下半年油价仍受到多方因素的影响，包括 7 月举行的主要产油国会议上 OPEC 成员国与俄罗斯能否就减产达成一致，美国原油库存情况，美国是否会对伊朗制裁采取更严厉措施，以及贸易紧张局势能否缓和等因素。虽然原油市场关注中美贸易冲突可能引发的需求变化，而地缘政治冲突导致伊朗、委内瑞拉等国家原油供应中断或停止的问题一定程度上表明支撑油价的基本面支持依然存在，因此我们判断 2019 年原油价格将维持在 60-75 美元/每桶的水平。

3. 聚酯：原油价格和终端需求从两端影响产业链的景气度

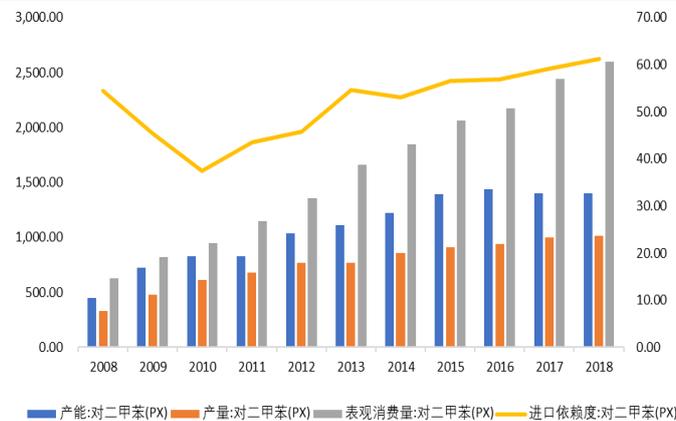
3.1 聚酯化纤产业链 PX-PTA 分析

目前国内民营炼化项目主要包括恒力 2000 万吨炼化一体化项目、浙江石化 2000 万吨炼化一体化项目、恒逸（文莱）800 万吨 PMB 炼化项目、盛虹 1600 万吨炼化一体化项目，这四大项目预计于 2019-2021 年陆续建成投产。2019 年 3 月，恒力 2000 万吨/年炼化一体化项目顺利打通生产全流程，标志着国内聚酯化纤产业链第一次实质性连接、打通、经营上游炼化、芳烃业务这一最后缺失的瓶颈环节。随着恒力炼化、浙江石化等几大民营大炼化项目投产，预计迎来 PX 投产高峰，国产 PX 加快替代进口 PX，长期以来集中在海外厂商的丰厚利润和海外芳烃相关业务将从海外逐步回流到国内产业链和行业相关企业。

2018 年 PX 产能 1400 万吨，较上年增长 0.07%，产量为 1010 万吨，较上年增长 1%，表观消费量为 2600.5 万吨，较上年增长 6.56%，进口量达到 1590.51 万吨，较上年增长 10.16%，处于历史高位，进口依赖度为 61.16%，进口量和依存度进一步上升。而 3 月份恒力炼化打通生产全流程，上游 PX 国内供应瓶颈有望逐步打破，进口依赖度进一步下降，整个产业链上、中、下游业务的利润分配模式预计将告别 PX 一家独大并逐步走向更加均衡合理的盈利分配格局。另外，根据隆众资讯统计数据，2019 年我国 PX 新增的产能

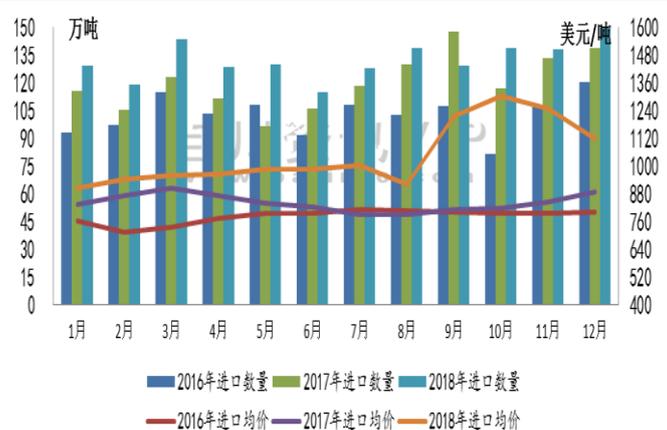
包括恒力集团大连 450 万吨、中化弘润 60 万吨、海南炼化 100 万吨、恒逸文莱 150 万吨、浙江石化 400 万吨，以及辽阳石化扩能 23 万吨，共计 1183 万吨。预计 2019 年年底，中国 PX 产能在 2604 万吨，亚洲 PX 产能在 6118.2 万吨。

图 46 我国 PX 产能、产量、表观消费量等



资料来源：wind、山西证券研究所

图 47 2016-2018 年我国 PX 进口量价对比图



资料来源：BII INFO、山西证券研究所

表 2 国内主要民营炼化项目规模对比

项目	恒力石化	浙江石化	盛虹石化	恒逸石化
投资（亿元）	562	1730	714	238
规模（万吨）	2000	4000（一期和二期）	1600	800
炼油	2000	4000	1600	800
乙烯	150	280	110	-
芳烃	450 万吨 PX	1040	280 万吨 PX	150 万吨 PX、50 万吨苯
预计投产时间	2018 年底	2019-2021 年	2021 年	2019 年

资料来源：公司公告，山西证券研究所

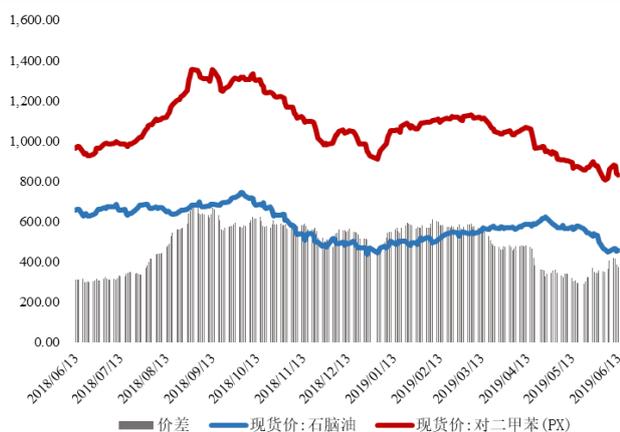
表 3 2019 年 PX 新增产能（万吨）

工厂	产能	具体时间
恒力集团大连	450	2019 年 5 月
中化弘润	60	2019 年 6 月
海南炼化	100	2019 年 6 月
恒逸集团	150	2019 年 7 月
浙江石化	400	2019 年年底
辽阳石化	23（扩能）	2019 年 6-7 月
	1183	

资料来源：隆众资讯，山西证券研究所

受国际油价不断走高以及下游 PTA 价格大幅波动的影响，2018 年 PX 价格震荡整理运行。随着中美贸易战再度升级及油价不断走弱，成本端的支撑受到限制，PX 价格不断回调。根据百川盈孚统计的数据，2018 年 PX 平均价为 1052.09 元/吨，较去年平均价上涨 24.38%；最低点为 932 元/吨，较去年最低价上涨 22.04%；最高点为 1371.5 元/吨，较去年最高价上涨 47.16%。2019 年初至今，因全球经济增速放缓，市场对于原油需求疲软的担忧，叠加美国原油库存及产量大幅增长，同时 OPEC+后续减产的不确定性，油价呈现弱走势，承压下行，成本端对于 PX 价格支撑不断减弱，而供需方面的压力依然较大，随着恒力石化 450 万吨/年 PX 生产线路全线投放，每月国内新增 PX 释放量达 30 万吨左右，且进入 6 月以来国内 PTA 装置停车检修事件增多，亦相应降低对 PX 需求能力。从 PX-石脑油价差来看，2019 年初至 5 月，价差不断下行，5 月 21 日价差最低达到 290.25 美元/吨，随后价差修复性反弹，根据历史数据来看，PX-石脑油价差在 360-370 美元/吨以上，才能实现盈利，而年初至今价差均值保持在 474.64 美元/吨，整体还是实现盈利。但是考虑到下半年浙石化 400 万吨装置投产，加以后续中化弘润、海南二期等新增投放预期，预计后续 PX-石脑油价差仍将呈现收窄趋势。

图 48 PX-石脑油价差

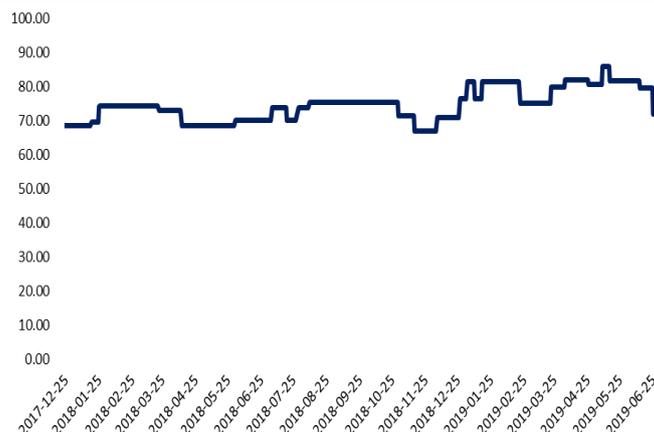


资料来源：wind、山西证券研究所

2018 年国内 PTA 产能 5129 万吨，同比增长 1.36%，PTA 产量 4041 万吨，同比增长 23.46%，PTA 表观消费量为 4034 万吨，同比增长 23.24%，进口依赖度为 1.60%，较上年下降 0.62 个百分点。2018 年 PX 进口量 64.55 万吨，同比增长 22.65%，9 月进口量处于历史高位，进口依存度在 3.53%，2018 年出口量为 71.55 吨，同比增长 36.75%。

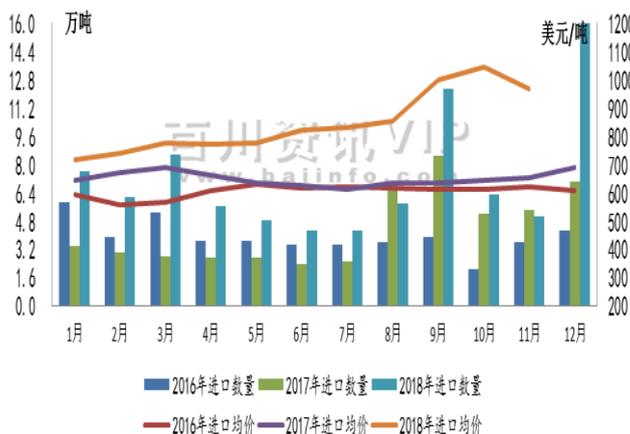
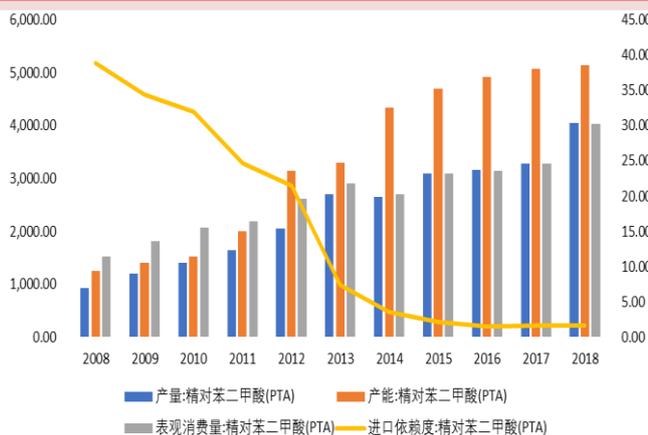
图 50 PTA 产能、产量、表观消费量等

图 49 PX 开工率



资料来源：wind、山西证券研究所

图 51 2016-2018 年我国 PTA 进口量价对比图



资料来源：wind、山西证券研究所

资料来源：BAIINFO、山西证券研究所

根据隆众资讯数据，预计 2019 年中国 PTA 产能在 5479 万吨左右，2019 年 PTA 新增的产能包括恒力集团大连 250 万吨、四川能投化学 100 万吨、新凤鸣独山能源 220 万吨，共计 570 万吨，新增 PTA 装置比较有限。2018 年聚酯产能约 5400 万吨，产量约 4600 万吨，对应 PTA 需求量 4000 万吨左右，在聚酯需求保证情况下，PTA 供需维持稳定，而 2020-2021 年是我国 PTA 投产的高峰期，预计有超过 800 万吨 PTA 计划投入市场，下游对 PTA 的需求依旧较强。

表 4 2019 年 PTA 新增产能（万吨）

工厂	产能	具体时间
恒力集团大连	250	2019 年 4 季度
四川能投化学	100	2019 年
新凤鸣集团	220	2019 年 3 季度
	570	

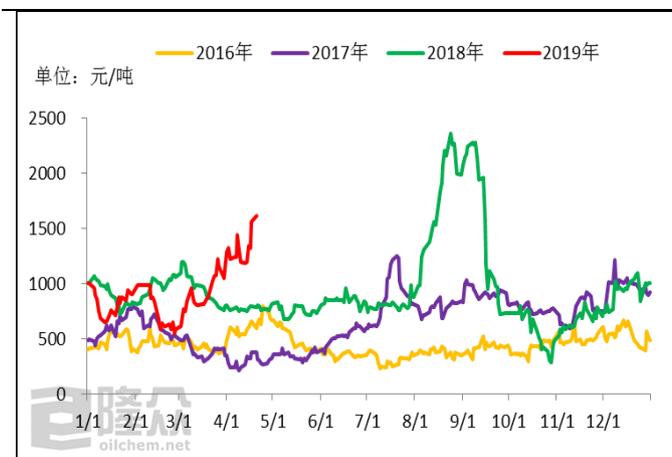
资料来源：隆众资讯，山西证券研究所

目前，PTA 开工率维持在 80%以上，而聚酯开工率在 88%左右，PTA 处于去库存状态。在低库存下，PTA 厂家有较强的议价能力，成本坍塌带来的利润转移。同时近期加工费不断攀升，截至 4 月 23 日，PTA 加工费在 1610 元/吨高位，较去年同期上涨 813 元/吨，增幅高达 102.15 个百分点。从 PTA 加工费对比可以看到处于近三年较高水平，一方面产业链成本坍塌使得产业链利润转移到 PTA。另一方面，PTA 新增产能不多，在需求较为稳定下能够维持一定的加工差，后市若 PTA 仍保持高加工费，不排除部分 PTA 工厂装置推迟检修。

近期 PTA 价格受到油价回升，PTA 装置进入集中检修期，中美关系缓和等因素，PTA 价格大幅反弹。检修方面，逸盛大连 220 万吨装置故障负荷 5 成运行，四川能投 100 万吨升温重启，亚东石化 75 万吨装置短停重启，福海创 450 万吨/装置计划 7 月初检修，短期 PTA 装置检修及中美关系缓和的利好推动 PTA 板块的反弹，我们认为后市 PX 产能投产可能使成本端支撑进一步减弱，然而整个产业链供需面的关键在于终

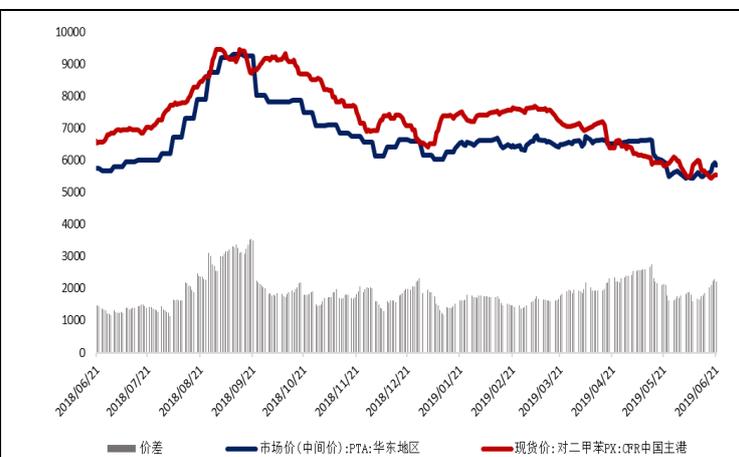
端订单，如果贸易形势缓和，终端订单增加，直接利好产业链发展。如果终端订单趋弱，消费端的低迷将制约行情持续反弹。

图 52 2016-2019 年 PTA 加工费对比



资料来源：隆众资讯、山西证券研究所

图 53 国内 PTA 价格及价差

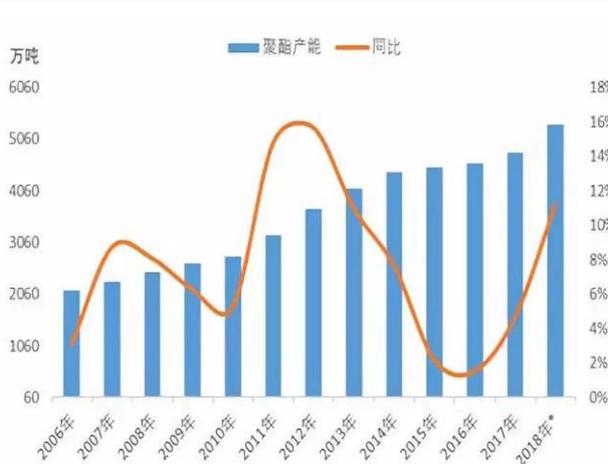


资料来源：wind、山西证券研究所

3.2 聚酯：开工率维持高位，下游承压

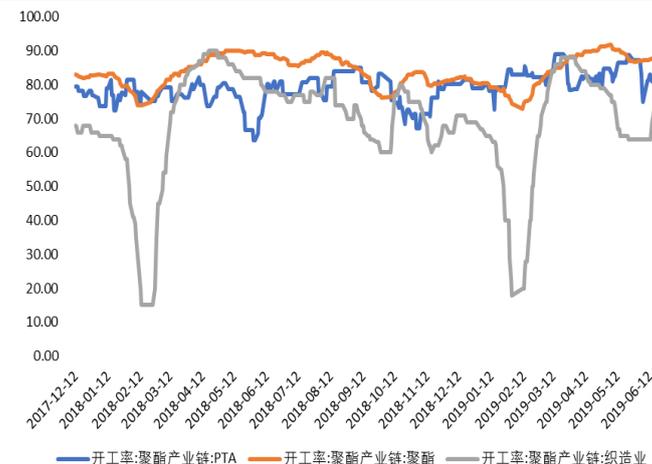
聚酯板块 2017 年景气度开始回升，2018 年聚酯装置投产和产量达到新的高峰，行业景气度比较高，2018 年聚酯产能超过 5000 万吨；产能利用率上升。据国家统计局统计，2018 年化纤产量为 5011.09 万吨，同比增长 7.68%。其中，涤纶产量为 4014.87 万吨，同比增长 8.47%；锦纶产量为 330.37 万吨，同比增长 5.28%；粘胶短纤产量为 377.09 万吨，同比增长 7.94%。

图 54 聚酯产能统计



资料来源：全球纺织网、山西证券研究所

图 55 聚酯产业链开工率

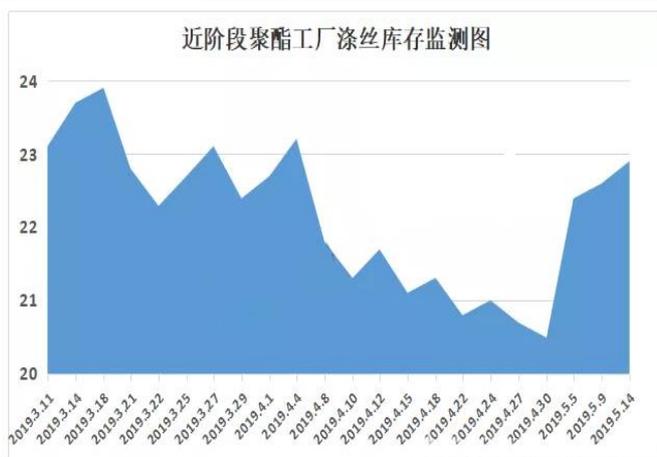


资料来源：wind、山西证券研究所

聚酯开工率维持高位，聚酯工厂库存压力有所缓解，但是与去年同期以及前一阶段相比，聚酯库存压力仍较大。库存压力转移至坯布厂，目前织造企业的平均库存已经来到了 40 天以上的历史高位，去年同期平均库存在 20 天左右，同时终端订单情况并未显著改善，需求不足仍困扰下游织造厂家。

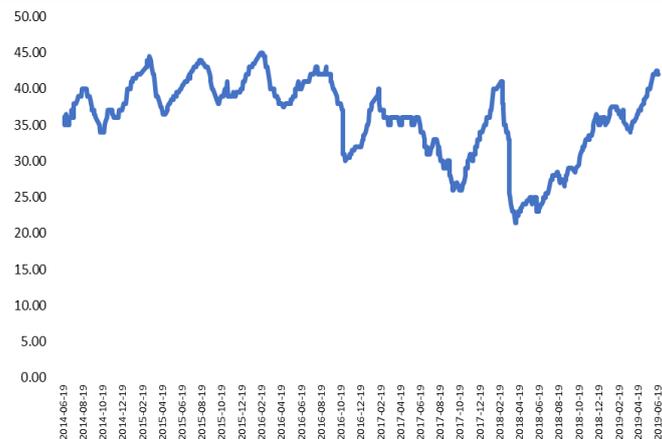
聚酯纤维下游为纺织服装行业，从4月中下旬开始，市场行情便开始转淡，下游终端库存高企，坯布难销，上游原料端则面临成本坍塌和需求萎靡的双重压力，整个纺织产业链都处于承压状态。中美贸易摩擦逐步升级对纺织服装行业影响比较大，2019年5月10日，美国将2000亿美元中国输美商品的关税从10%上调至25%，据中国纺织品进出口商会统计，涉及中国对美国纺织服装出口额约103亿美元，占中国对美国纺织服装及原料出口额的22.6%，涉及出口企业2万家左右。受贸易摩擦加剧影响，据海关统计，前5个月，美国为我国第三大贸易伙伴，中美贸易总值为1.42万亿元，下降9.6%，占外贸总值的11.7%。其中，对美国出口1.09万亿元，下降3.2%；自美国进口3352.7亿元，下降25.7%；对美贸易顺差7506.2亿元，扩大11.9%。整个纺织市场处于一个相对不景气的周期，纺织业利空对聚酯产业链形成从下至上传导，虽然聚酯开工率维持高位，但终端织造市场不旺，坯布库存偏高，导致涤纶长丝产销不佳，库存上升。从涤纶长丝的价格来看，目前涤纶长丝市场平稳，根据百川盈孚数据统计，江浙主流参考价格：POY150D/48F在8050元/吨左右，FDY150D/96F在8350元/吨左右，DTY150D在9450元/吨左右。预计短期内涤纶长丝市场行情震荡偏稳。

图 56 聚酯工厂库存



资料来源：中国绸都网、山西证券研究所

图 57 库存天数:坯布:盛泽地区样本织造企业



资料来源：wind、山西证券研究所

图 58 纺织服装零售额同比增速

图 59 涤纶长丝国内市场价格



资料来源：wind、山西证券研究所



资料来源：wind、山西证券研究所

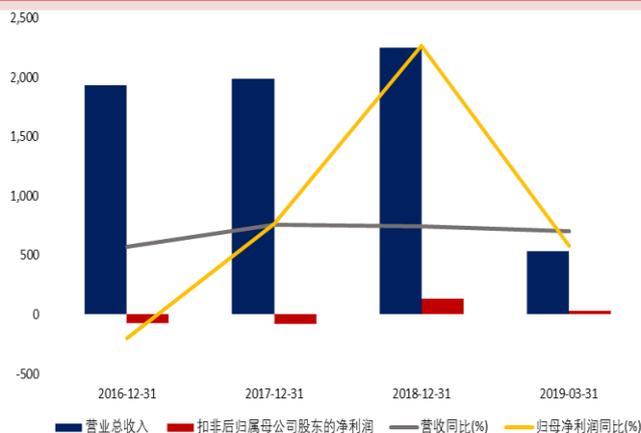
尽管面临原油价格大幅波动、中美贸易摩擦加剧、终端市场需求变化等不确定因素，整个聚酯产业链中，上游PX随油价波动，下游聚酯随纺织服装行业景气度变化，后续若中美贸易关系缓和，带动我国纺织品出口的数量，前期抑制的订单终会陆续释放，根据海关总署统计，5月份全国纺织品服装出口额合计238.31亿美元，同比增长2.77%。其中，纺织品当月出口116.4亿美元，同比增长3.92%；服装当月出口121.9亿美元，同比增长1.69%。可以看到即使在贸易战的压力下，我国纺织品对外出口仍有增幅，加上下半年是外贸市场的传统旺季，下游终端需求将会放大，而涤纶长丝其市场容量和市场前景取决于下游纺织行业对涤纶长丝产品的需求。因此看好下半年行业的发展。

4.油田服务：行业景气度回升，呈现恢复性增长的态势

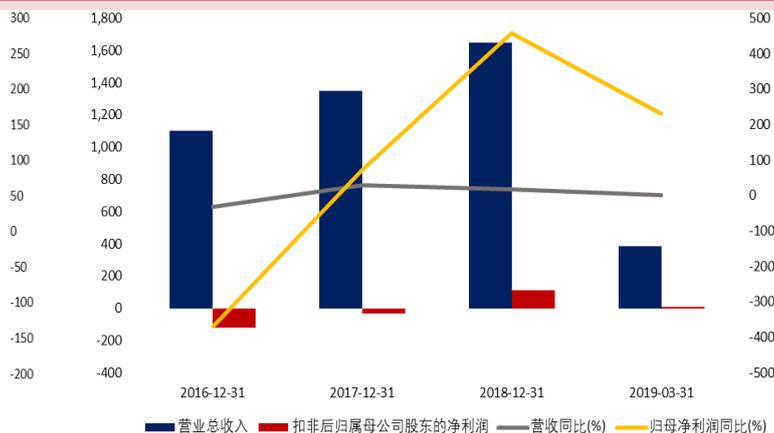
近年来随着油价不断回升，油服市场呈现出底部复苏的态势，据行业信息机构Spears & Associates的研究报告显示，2018年全球油田设备和服务市场规模为2620亿美元，较2017年上升10%。2018年国际综合油田服务巨头收入和利润同比大幅提升，业绩复苏的最大驱动力来自北美市场。受境内外油公司增加上游勘探开发资本支出的影响，2018年全球油田服务行业经营环境持续改善，油服公司经营业绩持续好转，斯伦贝谢和哈里伯顿2018年营业收入分别为328.15亿美元和239.95亿美元，同比分别增长7.80%和16.37%；2018年净利润分别为21.38亿美元和16.56亿美元，而2017年斯伦贝谢和哈里伯顿分别净亏损15.05亿美元和4.63亿美元。

图 60 斯伦贝谢营收及归母净利润（亿元）

图 61 哈里伯顿营收及归母净利润（亿元）



数据来源：wind、山西证券研究所

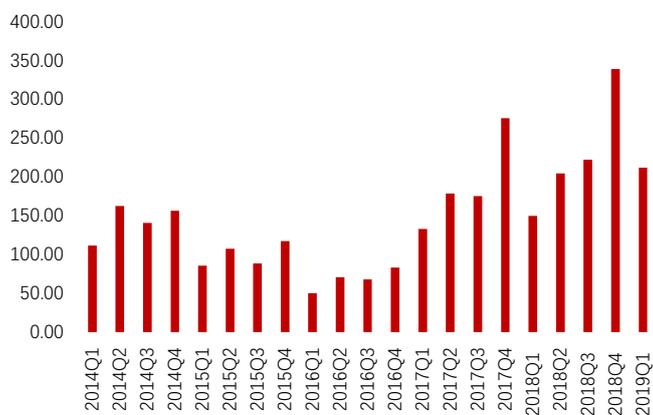


数据来源：wind、山西证券研究所

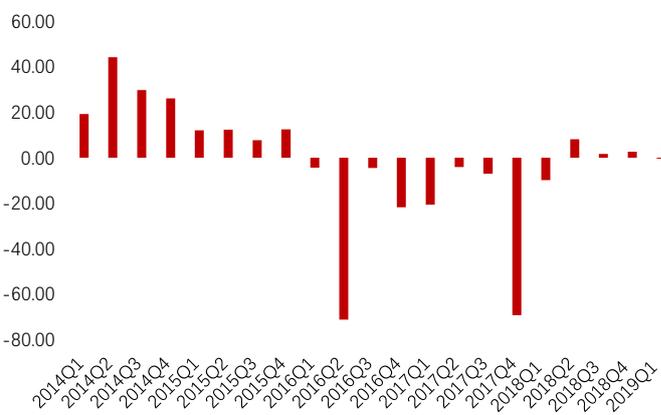
国内油服板块（根据中信行业分类）2018 年实现营业收入 914.07 亿元，同比增长 20%，实现归母净利润为 2.93 亿元，同比扭亏为盈。2019Q1 实现营业收入 211.60 亿元，同比增长 41.52%，实现归母净利润为 -0.42 亿元，同比亏损。受益于国际原油价格上升推动境内外油公司增加上游勘探开发资本支出，油田服务行业经营环境进一步改善，油田服务工作量同比明显增加，油田服务市场持续复苏。

图 62 2014-2019 单季度油田服务营收（亿元）

图 63 2014-2019 单季度油田服务归母净利润（亿元）



数据来源：wind、山西证券研究所



数据来源：wind、山西证券研究所

2018 年中国原油产量下滑态势得到初步遏制。根据国家统计局数据，2018 年中国原油产量约为 1.89 亿吨，同比下降 1.3%，降幅比上年收窄 2.7 个百分点；进口原油 4.6 亿吨，同比增长 10.1%，进口量与生产量之比为 2.44:1；中国石油消费继续保持中低速增长，石油表观消费量约为 6.25 亿吨，同比增长 7.0%；2019 年 5 月我国原油对外依存度为 72%，环比下降 0.29%，同比增长 1.91%，目前对外依存度已超过 70%，自给率逐年下降，石油产量连年下降，供需矛盾日益突出，油气对外依存度急剧攀升。未来几年我国油气供应安全形势趋于严峻，因此迫切需要加大国内油气资源勘探开发力度，提高国内油气供应能力。

图 64 原油产量及进口量（万吨）

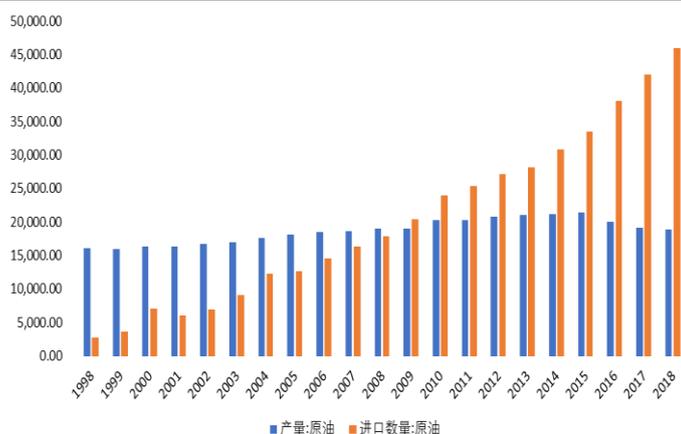
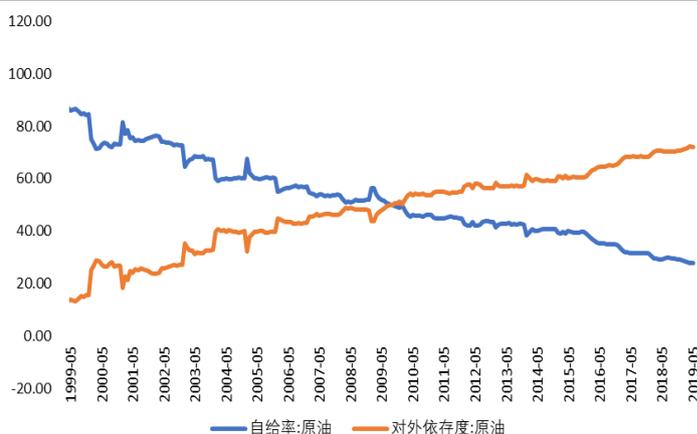


图 65 我国原油自给率及对外依存度（%）



数据来源：wind、山西证券研究所

数据来源：wind、山西证券研究所

国家政策方面要求加大上游勘探力度，无论从国家层面出台的相关政策，还是中石油、中石化、中海油三家石油央企在 2019 年工作会议上提到对上游业务的重视，均提出 2019 年要进一步加大勘探开发工作力度，推动油气资源增储上产。中国石化确立国内勘探开发“优先发展”战略定位，实施“七年行动计划”，将加大油气勘探开发投资力度，加快油气增储上产步伐。根据已编制完成的《2019-2025 年国内勘探与生产加快发展规划方案》，中国石油将进一步加大风险勘探投资，2019-2025 年每年安排 50 亿元，是目前年投资额的 5 倍。中海油制定了《关于中国海油强化国内勘探开发未来“七年行动计划”》，提出到 2025 年，公司勘探工作量和探明储量要翻一番。5 月 24 日，国家能源局组织召开大力提升油气勘探开发力度工作推进会，指出大力提升油气勘探开发工作布局良好、进展顺利。为进一步把 2019 年和今后若干年大力提升油气勘探开发各项工作落到实处，石油企业要落实增储上产主体责任，不折不扣完成 2019-2025 七年行动方案工作要求。这将为国内油气行业带来新一波的发展机遇。

表 5 相关重要政策及会议

时间	发布部门	政策	要点
2017.5	中共中央、国务院	关于深化石油天然气体制改革的若干意见	《意见》提出，完善并有序放开油气勘查开采体制，提升资源接续保障能力。实行勘查区块竞争出让制度和更加严格的区块退出机制，加强安全、环保等资质管理，在保护性开发的前提下， 允许符合准入要求并获得资质的市场主体参与常规油气勘查开采 ，逐步形成以大型国有油气公司为主导、多种经济成分共同参与的勘查开采体系。
2018.12	国家发展改革委、国家能源局	全国能源工作会议	指出 要加快推进油气产业发展，将加大政策支持和改革力度 ，推动落实油气探矿权竞争出让、加快区块流转、设立综合性示范区等政策措施，大力提升油气勘探开发力度；加快推进天然气产供储销体系建设，深入挖掘气田增产和管网互联互通潜力，科学有序推进煤制油、煤制气等示范项目，积极推动管道储气设施建设和天然气价格市场化改革。

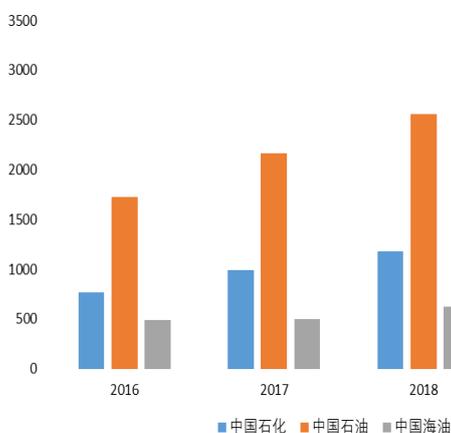
<p>2019.2</p>	<p>国家能源局</p>	<p>关于印发《石油天然气规划管理办法》（2019年修订）的通知</p>	<p>规划编制要落实能源生产和消费革命，贯彻油气体制改革、天然气产供储销体系建设、大力提升油气勘探开发力度等工作要求，明确指导思想、基本原则、发展目标、重点任务、产业布局、重大工程，加强科技创新，强化政策支持和措施保障，保障国家能源安全，服务能源结构转型。管理办法提出，重大项目布局应该遵循：大力提升国内油气勘探开发力度，保障能源安全；跨境、跨省干线原油、成品油、天然气管道纳入国家石油天然气规划；纳入石油天然气规划的 LNG 接收站项目应符合天然气稳定供应需要和储气能力建设相关规划及方案。</p>
<p>2019.4</p>	<p>中共中央办公厅、国务院办公厅</p>	<p>关于统筹推进自然资源资产产权制度改革的指导意见</p>	<p>促进自然资源资产集约开发利用。既要通过完善价格形成机制，扩大竞争性出让，发挥市场配置资源的决定性作用，又要通过总量和强度控制，更好发挥政府管控作用。深入推进全民所有自然资源资产有偿使用制度改革，加快出台国有森林资源资产和草原资源资产有偿使用制度改革方案。全面推进矿业权竞争性出让，调整与竞争性出让相关的探矿权、采矿权审批方式。有序放开油气勘查开采市场，完善竞争性出让方式和程序，制定实施更为严格的区块退出管理办法和更为便捷合理的区块流转管理办法。</p>
<p>2019.5</p>	<p>国家发展改革委、国家能源局、住房城乡建设部、市场监管总局</p>	<p>关于印发《油气管网设施公平开放监管办法》的通知</p>	<p>《监管办法》要求，国家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。油气管网设施运营企业不得阻碍符合规划的其他管网设施接入，并应当为接入提供相关便利。油气管网设施运营企业不得以统购统销等名义拒绝开放油气管网设施。办法指出，国家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。国家推行天然气能量计量计价，于本办法施行之日起24个月内建立天然气能量计量计价体系。</p>
<p>2019.5.24</p>	<p>国家能源局、自然资源部、生态环境部、交通运输部等</p>	<p>大力提升油气勘探开发力度工作推进电视电话会议</p>	<p>石油企业认真落实中央领导同志重要批示指示精神，真抓实干，各部门和各级地方政府全力做好协调保障，大力提升油气勘探开发工作布局良好、进展顺利。为进一步把2019年和今后若干年大力提升油气勘探开发各项工作落到实处，石油企业要落实增储上产主体责任，不折不扣完成2019-2025七年行动方案工作要求。各部委和地方政府各部门要充分发挥协同保障作用，在加强用地用海保障、优化环评审批、加大非常规天然气财税支持等方面配套稳定的支持政策，保障重点项目落地实施。</p>
<p>2019.06.18</p>	<p>国家发展改革委、国家能源局</p>	<p>关于做好2019年能源迎峰度夏工作的通知</p>	<p>提高油品天然气供应保障能力。各地要深入分析供需形势，摸清需求情况，细化完善供应保障预案，采取综合措施，协调解决油品供应中矛盾和问题。中石油、中石化等主要油品生产企业要加强与有关部门和地方沟通协调，及时掌握农机作业进展情况，合理组织生产，确保资源供应。中石油、中石化、中海油等主要供气企业要加快推进重点气田新建产能建设，合理安排气田、储气库、管道等基础设施检修，统筹储气库注气进展，保障夏季高峰发电合理天然气需求，确保天然气供应稳定。要加快推进应急储气设施、管网互联互通工程等重点项目建设进度，确保按期建设投产发挥作用。</p>

资料来源：公开资料，山西证券研究所

从三桶油资本开支来看，呈逐年上升的趋势。中国石化 2019 年计划资本支出 1363 亿元。其中，勘探及开发板块资本支出 596 亿元，重点安排胜利原油、西北原油、川西雷口坡、涪陵页岩气、威荣页岩气等油气产能建设，推进天然气管道和储气库以及境外油气项目建设等，中国石油 2019 年计划资本支出 3006 亿元，预计 2019 年勘探与生产板块的资本性支出为 2282 亿元。国内勘探突出松辽、鄂尔多斯、塔里木、四川、渤海湾等重点盆地；国内开发实现油气增长，做好大庆、长庆、辽河、新疆、塔里木、西南等油气田的开发工作，加大页岩气等非常规资源开发力度。海外继续做好中东、中亚、美洲、亚太等合作区现有项目的经营和新项目开发工作，确保实现规模有效发展。中国海油 2019 年计划资本支出为 700-800 亿元。对于国内石油行业而言，将迎来发展新机遇。

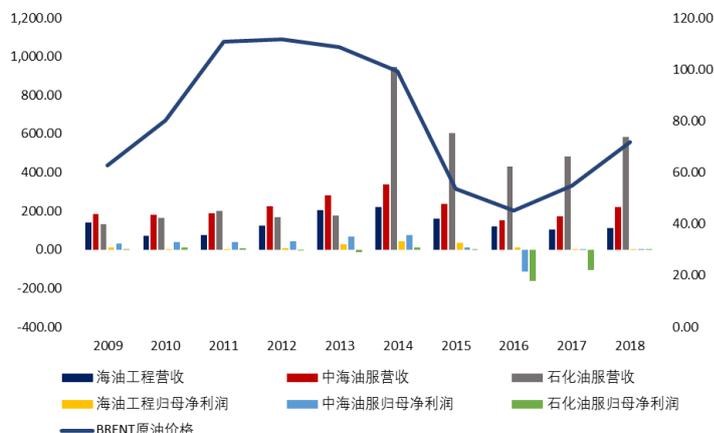
面对国际形势波谲云诡，中美贸易摩擦升级，伊朗、委内瑞拉等产油国屡遭美国制裁，美国已经是全球最大原油生产国之一，美国前国务卿基辛格有句名言：“谁控制了石油,谁就控制了所有国家。”这句话足以说明石油对一个国家的重要程度。我国原油对外依存度已超过 70%，一旦原油供应国减少或者中断供应，对我国经济将造成巨大影响，因此要加大油气勘探开发力度，减少我国原油对外依存度，进一步保障国家能源安全。

图 66 三桶油资本支出（亿）



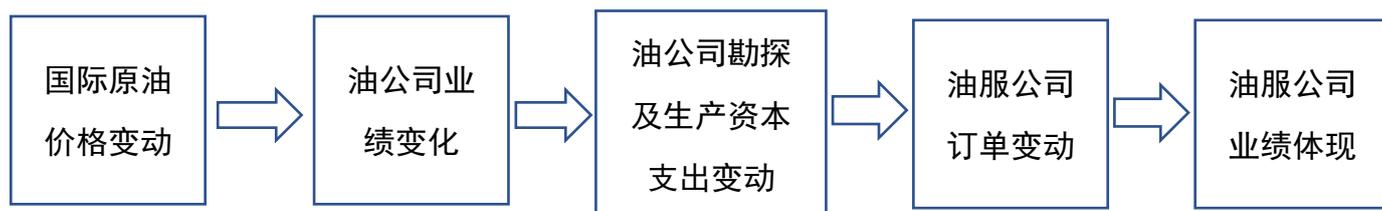
数据来源：wind、山西证券研究所

图 67 油价与油服板块（中信行业分类）公司业绩走势



数据来源：wind、山西证券研究所

图 68 油价对油服公司业绩的传导



资料来源：山西证券研究所

对于油服行业而言，整个石油产业链上游勘探及生产的发展状况直接决定了油服行业的发展，而上游勘探与生产的业绩与国际油价是正相关，油价变化对油服行业有一定的滞后，一般是 1-2 年油服公司业绩体现。当油价大幅上涨，油气公司提高资本支出，尤其是勘探及生产资本性支出，油服公司订单增加，最后体现在业绩增长，油价的上涨是推动油服市场规模扩大和行业快速发展的主要因素。基于前面对油价的判断，我们认为国际油价将延续宽幅剧烈震荡态势，而国内三大油公司在国家能源战略安全的驱动下有望继续加大上游勘探开发投资度，受此影响，油田服务行业将继续呈现恢复性增长的态势，经营环境将持续好转，看好油服行业的发展。

5.投资建议及推荐标的

5.1 投资建议

2019 年一季度，石化行业市场行情整体跌势趋缓，市场整体估值水平仍然处于历史较低的水平，未来仍有较大的提升空间。近期受地缘政治紧张局势推高了油价，但油价仍面临下行冲击，贸易战紧张局势缓和与否及原油需求前景的不确定性依然较大，下半年原油整体波动性也是比较高。我们建议关注两条主线：

1) **聚酯化纤板块**：随着民营大炼化项目投产，产业链利润向下游 PTA 涤纶长丝转移，尽管面临原油价格大幅波动、中美贸易摩擦加剧、终端市场需求变化等不确定因素，整个聚酯产业链中，上游 PX 随油价波动，下游聚酯随纺织服装行业景气度变化，后续若中美贸易关系缓和，带动我国纺织品出口的数量，前期抑制的订单终会陆续释放，根据海关总署统计，5 月份全国纺织品服装出口额合计 238.31 亿美元，同比增长 2.77%。其中，纺织品当月出口 116.4 亿美元，同比增长 3.92%；服装当月出口 121.9 亿美元，同比增长 1.69%。可以看到即使在贸易战的压力下，我国纺织品对外出口仍有增幅，加上下半年是外贸市场的传统旺季，下游终端需求将会放大，而涤纶长丝其市场容量和市场前景取决于下游纺织行业对涤纶长丝产品的需求。因此看好下半年行业的发展。建议关注恒逸石化、桐昆股份。

2) **油服板块**：我们预计下半年国际油价将延续宽幅剧烈震荡态势，而国内三大油公司在国家能源战略

安全的驱动下有望继续加大上游勘探开发投资度，受此影响，油田服务行业将继续呈现恢复性增长的态势，经营环境将持续好转，看好油服行业的发展。建议关注海油工程。

5.2 推荐标的

恒逸石化（000703.SZ）：一体化产业链优势明显

投资逻辑：恒逸石化作为国内 PTA、聚酯纤维的龙头企业，参控股 PTA 产能达到 1350 万吨，聚酯参控股产能 630 万吨，具备体量优势。根据中国化学纤维工业协会的预测，预计 2016-2020 年国内涤纶长丝需求量以年均 2.4% 的速度增长，2020 年将达到 3340 万吨左右，公司未来将充分受益行业景气红利。随着文莱项目的投产，公司上、中、下游逐步实现原料完全自给，实现 PX、PTA、聚酯（PET）产能匹配的均衡一体化产业链，盈利能力有望进一步强化。公司将全面加快推进文莱炼化项目，该项目预计在 2019 年二季度进入投料试车阶段，三季度进入商业运营。项目已累计发生建设期投资额 300,965 万美元，项目总体建设进度累计完成 92.78%，项目按计划稳步推进。我们认为作为国家“一带一路”倡议的重点建设项目，文莱炼化项目建成后，实现向石化产业链上游延伸，实现“产业链一体化”的战略布局，将显著降低产业成本，提高持续盈利能力 2019 年随着 PX 投产，共涉及产能约 1380 万吨，预计将面临较大新增产能释放的压力，产业链利润有望向下游 PTA 转移。与此同时，2019 年新增 PTA 产能较少，随着二季度 PTA 装置检修增多以及下游聚酯需求恢复，目前聚酯开工负荷维持在 90% 左右，从上、中游新产能投产计划和需求端考虑，PTA 供需偏紧，预计将维持高景气。公司参控股 PTA 产能达到 1350 万吨，聚酯参控股产能 630 万吨，己内酰胺产能 30 万吨，PTA 产能和聚酯产能位列全球前列，市场占有率持续提升，市场话语权持续增强，规模优势明显。

盈利预测：预测公司在 2019-2021 年的营业收入分别为 1049.37、1365.07、1536.70 亿元，对应 EPS 分别为 1.22 元、1.74 元、1.95 元，对应 PE 为 10.76、7.53、6.73 倍，给予“增持”评级。

桐昆股份（601233.SH）：涤纶长丝龙头，业绩有望持续增长

投资逻辑：PX-PTA-涤纶长丝产业链龙头企业之一，公司聚酯聚合产能约为 520 万吨，涤纶长丝产能约为 570 万吨，连续十多年来在国内市场实现产量及销量第一，涤纶长丝的国内市场占有率超过 16%，全球占比接近 11%。随着大炼化陆续投产，利润向下游 PTA/涤纶长丝转移，公司盈利有望大幅增长，同时参股的浙石化项目顺利推进，预计 2019 年浙石化一期项目将建成投产，项目投产后公司将实现产业链一体化格局，将进一步巩固公司在聚酯行业的龙头地位。

盈利预测：预测公司在 2019-2021 年的营业收入分别为 483.33、540.43、584.04 亿元，对应 EPS 分别为 1.51 元、1.91 元、2.28 元，对应 PE 为 9.59、7.55、6.35 倍，给予“增持”评级。

海油工程（600583.SH）：订单增加，工作量持续增加

投资逻辑：公司是国内惟一的大型海洋油气开发工程总承包公司，在国内市场具有独特的市场地位，在资金支持、装备发展、科技研发等方面具有先天优势。2018 年公司实现营业收入 110.52 亿元，同比增长 7.8%；实现归属于上市公司股东的净利润 7977.8 万元，同比下降 83.75%，业绩出现下降，主要是 2018 年全球海洋油气工程服务价格水平仍处于低位所致。2018 年公司实现市场承揽额约 175.54 亿元人民币，其中实现国内市场承揽额 164.29 亿元，较去年同期 93.11 亿元增长 76%；实现海外市场承揽额 11.25 亿元，略高于去年同期 10.55 亿元。公司在手未完成订单额约 185 亿元，随着在手订单的快速增长及海外业务不断开拓，预计总体工作量将持续增加，业绩不断改善。另外，受益于近年来中国对天然气等清洁能源的巨大需求，LNG 产业发展总体要比上游油气产业稳定，随着一些大型 LNG 项目前期研究和投资决策工作的完成，预计 2019 年这些项目的招投标工作将陆续公布结果，并将逐步进入工程建设阶段，国内外 LNG 市场开发有望在 2019 年迎来明显增长，公司一季度实现国内外市场承揽额 51.14 亿元，其中实现海外市场承揽额 50.24 亿元。公司利用在模块化建造领域的丰富经验和传统优势，紧密跟踪海外 LNG 模块化项目，取得了预期效果，2019 年 3 月公司全资子公司海洋石油工程（青岛）有限公司签订了陆地 LNG 模块建造合同，未来将大力开拓市场，尤其是 LNG 模块化订单的获得，将改善订单结构，国内油气增产增储的行业发展趋势为公司带来新增项目，公司项目运行数量和总体工作量保持增长。

盈利预测：预测公司在 2019-2021 年的营业收入分别为 144.50、173.22、197.75 亿元，对应 EPS 分别为 0.18 元、0.29 元、0.39 元，对应 PE 为 32.65、19.53、14.72 倍，首次给予“买入”评级。

6.风险提示

- 1) 国际原油价格大幅波动
- 2) 全球贸易紧张局势加剧
- 3) 终端需求大幅下滑
- 4) 安全环保整治不及预期

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入：相对强于市场表现 20%以上

增持：相对强于市场表现 5~20%

中性：相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持：相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好：行业超越市场整体表现

中性：行业与整体市场表现基本持平

看淡：行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

邮编：030002

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

邮编：100032

电话：010-83496336

