

## 石油化工 (072201)

基本面与情绪面共振，油价将继续上行

**评级：增持（维持）**

分析师：商艾华

执业证书编号：S0740518070002

Email: shangah@r.qlzq.com.cn

## 重点公司基本状况

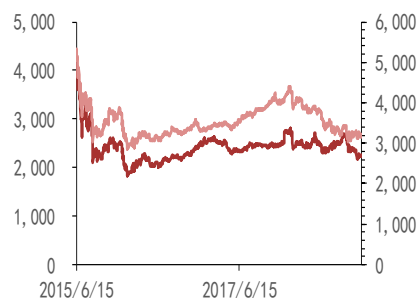
简称	股 价	EPS				PE				18P EG	评级
		2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020		
中国石油	6.88	0.12	0.31	0.33	0.36	62	24	22	21	0.15	买入
中国石化	5.47	0.42	0.62	0.66	0.73	13	9	9	8	0.19	买入
中油工程	4.22	0.12	0.26	0.37	0.49	38	18	12	9	0.15	增持
新奥股份	10.4	0.64	1.17	1.42	1.60	19	10	8	7	0.12	买入
广汇能源	3.56	0.13	0.26	0.38	0.48	32	16	11	9	0.16	买入
桐昆股份	15.5	1.35	1.32	1.64	2.25	12	12	10	7	-5.3	买入
恒力股份	12.1	0.34	0.8	1.29	1.67	49	21	9	7	0.15	买入

备注：中油工程和新奥股份 EPS 来自 wind 一致预期

## 基本状况

上市公司数	47
行业总市值(百万元)	3027317
行业流通市值(百万元)	2563317

## 行业-市场走势对比



## 相关报告

## 投资要点

- 地缘事件缓和，原油供需明显好转，基本面接力推升油价。**我们上周报告《油价如期反弹，基本面将接力推升油价》提示油价基本面将持续改善，推动油价反弹，本周原油市场继续上涨，BRENT 原油期货连续合约价格 66.55 美元/桶，较之前一周上涨 1.2 美元/桶，涨幅 1.84%；WTI 原油期货换月，价格为 58.47 美元/桶，较之前一周上涨 0.86 美元/桶，涨幅 1.49%。本周油价反弹的主要因素包括：**(1) 原油基本面明显好转**，EIA 公布的上周美国商业原油库存为 48236.4 万桶，较之前一周减少 1278 万桶，降幅 0.63%；**(2) 地缘紧张局势持续**，周五美国之外的伊核国家为缓解美伊间紧张局势的努力宣告失败，美伊间紧张局势持续，美国或采取进一步措施限制伊朗原油出口；**(3) 市场预期 OPEC 可能进一步削减产量**，OPEC 此前下调全球原油需求增速，伊拉克石油部长此前表示，7 月份的 OPEC 会议上可能讨论进一步削减产量的计划，市场预期 OPEC 原油产量可能进一步削减。
- 上周原油产量减少，本周采油钻机数继续回落，运输压力明显缓解，在无新增运力投入情况下，我们认为本周原油产量出现了一定下降。**从最新的 EIA 原油产量数据来看，上周美国原油产量为 1210 万桶/天，较之前一周减少 10 万桶/天；本周美国采油钻机数为 793 台，较之前一周的数量增加 4 台，本周北美钻机数为 1091，较之前一周增加 5 台；本周休斯顿港口同 Midland 地区现货价差 4.1 美元/桶，较上周的 5.7 美元/桶大幅缩小 1.6 美元/桶，本周页岩油产区到加工区的运输压力大幅减小，在尚无新增运力投入的情况下，我们认为本周页岩油产量继续明显下降。
- 上周汽油需求明显好转，本周炼厂盈利明显改善，预计原油需求边际改善。**从最新的 EIA 数据来看，上周美国炼厂产能利用率为 94.2%，较之前一周增长 0.3 个百分点，生产继续加快；上周美国汽油产量 1051.2 万桶/天，较之前一周增加 8.9 万桶/天，美国汽油库存为 232.2 百万桶，较之前一周减少 99.6 万桶；上周美国馏分油库存为 125.4 百万桶，较之前一周减少 240 万桶。本周复合模型计算的美湾地区炼厂价差 5.73 美元，较上周的 2.59 美元，上涨 3.14 美元，炼厂盈利明显改善，支撑未来原油需求。
- 本周地缘紧张局势持续，但 G20 会谈透露出贸易和谈信号。**我们上周提出，美伊双方冲突进一步升级为大规模冲突的概率较低，双方冲突将停留在小规模摩擦的级别，大部分风险溢价或已反映到油价当中。本周，虽然美国之外的伊核国家为缓解美伊间紧张局势的努力宣告失败，但市场并未对此做出明显反应，证实之前判断；本周六 G20 的习特会谈透露出中美局势缓和的积极信号，贸易格局对原油需求的负面预期或被扭转。
- 未来支撑原油价格的因素包括：(1) 美国制裁之下，伊朗原油产量和出口量的持续收缩**，根据 IEA 月报数据，5 月份伊朗原油产量下降 21 万桶/天至 240 万桶/天，出口量骤降 48 万桶/天至 81 万桶/天，主要受美国取消了对日、韩、印等国对伊朗原油进口的豁免，双方对伊核问题均不愿让步情况下，冲突不断，美国可能会采取更多措施限制伊朗原油出口；**(2) 炼厂盈利及库存数据显示汽油需求持续恢复**，我们之前提示美国中西部地区罕见的持续性降雨导致汽油需求旺季不旺，汽油库存累积，随着洪水消退，汽油需求有望恢复；**(3) 本周价差数据显示美国页岩油产量可能持续下降**，在未有新增运力投入运行的背景下，页岩油产区到加工区运输压力明显缓解，页岩油产量可能出现下降，一方面前期钻机数持续

下滑，另一方面 6 月初油价快速下跌至边际完全成本，我们预计产量的下滑会有一定持续性。

- **2019Q3 油价预测：**G20 习特会谈流露出贸易和谈的积极信号；7 月份 OPEC 会议可能进一步削减产量；美国炼厂利润和库存数据显示成品油需求持续好转；价差数据显示美国原油产量继续回落；在美伊互不让步背景下，伊朗原油出口会持续受到影响；**基本面同情绪面共振，我们预计油价继续震荡上行，2019Q3 布伦特油价中枢在 65\$/桶之上。**
- **石化产业链已进入景气下行周期，低油价为产业链提供较高的成本优势，中间环节产品的价差将持续走阔，重点关注中间环节生产及一体化企业。**
- **» (1) 从行业周期定位角度：终端需求增速放缓，上游三苯三烯等原料产能投放加速，石化产业链景气度整体进入下降周期。**石化产业链上次盈利的高峰期是在 2011 年，其后高盈利驱动 2012~2015 年大量产能投放，需求成长减速，石化产业链陷入盈利下降周期，2016 年开始全球经济复苏，加上原油价格下跌后，国内采用 CTO/MTO 工艺的企业竞争优势降低，需求复苏，成本低位下石化产业进入盈利景气周期，2018 年为上升周期第三年，2019 年开始大量上游的烯烃、芳香烃产能投产，全球上游原料产能增速达 5.5%，大幅高于 2018 年的 3.1%并有加速趋势，然而全球经济增速已开始下滑，2019 年 4 月 IMF 下调全球经济增速至 3.3%，为金融危机以来的最低水平。上游原材料的扩产以及全球经济回落使石化产业链陷入景气回落周期。
- **» (2) 从成本端角度：油价位于 80\$/桶以下时，利于石化产业链的整体盈利表现。**油价在 80\$/桶以下时，相较于 CTO/MTO 企业，石化产业链成本优势明显，同时低成本下，石化企业更易于将成本向终端消费者转移。目前美国页岩油主力产区的边际完全成本位于 50 美元/桶左右，当价格大幅上行时会刺激页岩油的产量快速攀升，并且伴随着下半年美国主产区至港口的管道的贯通，我们预计未来油价将长期位于 80\$/桶以下，石化产业链将维持较高的成本优势。
- **» (3) 产业链盈利分布角度：产业链扩产瓶颈主要来源于的中间环节，产业链盈利向中间环节持续转移。**前期利差已经复苏明显的石化产业链下游的聚酯、PC、MMA 等产品已处于扩产能周期，带动中游的 PTA、MEG、PVC、酚酮等产品需求；上游三苯三烯等石化基本原料产能的快速投放，而中间环节的 PTA、PVC、酚酮等产品新增产能不足，产业链整体的扩产瓶颈主要来源于中间环节；预计石化产业链中间环节产品的价差将持续走阔，相关公司业务的盈利将持续改善。
- **价格和价差跟踪。**本周中泰化工持续跟踪的 121 个化工产品中，产品价格上涨有 50 个品种，下跌的有 26 个品种。价格涨幅前五为：PTA(期货连续结算价)，上涨 10.6%；PTA(华东地区)，上涨 7.6%；PTA(CCFEI 内盘)，上涨 7.2%；电石(华东)，上涨 6.7%；涤纶 POY(CCFEI)，上涨 5.7%。价格跌幅前五：PTA(逸盛石化结算价)，下跌 7.3%；PX(齐鲁石化)，下跌 7.8%；PTA(中石化结算价)，下跌 6.3%；PTA(恒力石化结算价)，下跌 6.3%；PX(中石化结算价)，下跌 4.2%。本周石化产品价差涨幅前五：PTA-0.66\*PX(国内)，上涨 69.7%；天胶-顺丁橡胶，上涨 33.3%；炭黑 N330-1.65\*煤焦油，上涨 15.9%；PP-丙烯，上涨 10.1%；LLDPE-乙烯，上涨 8.3%。价差跌幅前五：PX-石脑油(国内)，下跌 80.0%；纯苯-石脑油，下跌 14.7%；顺丁橡胶-丁二烯，下跌 13.5%；乙烯-石脑油，下跌 12.3%；丙烯-石脑油，下跌 6.5%
- **»投资建议：建议布局高分红中国石化、低估值民营大炼化公司、农化板块、油服板块和非常规天然气开采公司。**
- **1、建议重点关注：恒力股份、恒 X 石化、新凤鸣、荣盛石化等。**
- **2、建议布局农化优质龙头：新洋丰、扬农化工、利尔化学等。**看好下半年农产品价格的周期底部反转，农产品价格周期同厄尔尼诺周期高度相关，统计过去三十年厄尔尼诺强度同农产品产量及价格的关系，发现两者相关性明显，根据 NOAA 最新预测，今年厄尔尼诺将持续至年底 11 月份，主要农产品价格将迎来周期底部的反转行情，农产品价格有望持续上行。农产品价格的复苏有望推动磷肥、尿素、钾肥、复合肥、农药等产品需求。此外，供给端的收缩助力行业复苏。以我国磷肥行业为例，由于我国磷肥行业长期产能过剩，受益供给侧改革，行业不但没有新增产能，反而正处于去产能周期。2015 年至 2017 年，磷酸一铵产能增速分别为 8.1%、18.4%、-8.4%，2017 年产能增速录得首次下降，产能正处于去化过程中。由于供需两端持续向好，磷肥、尿素、钾肥等价格持续上涨，行业已经逐步走出底部。当前尿素、磷肥等价格持续上涨，有望推动相关公司业绩向上。建议重点关注：华鲁恒升、新洋丰、金正大、诺普信、藏格控股、扬农化工、利尔化学等。
- **3、建议布局油服及非常规天然气开发企业：中油工程、石化油服、杰瑞股**

份、中国石油、中国石化、蓝焰控股等。6月20日财政部发布关于《可再生能源发展专项资金管理暂行办法》的补充通知，对非常规天然气的补贴方式做出重要调整。本次调整有四个明显的变化：(1)取消定补，采用多增多补的补贴方式，最新补贴政策下，非常规天然气企业对国内天然气增量的贡献越多，其单位产气获得的补贴越高，为了获得更多补贴金额，企业之间可能竞争性增产；(2)鼓励取暖季保供增产，取暖季增产部分的产量折算权重额外多出1.5，相同产量增速下，取暖季会比非取暖季额外获得更多补贴，提高企业在取暖季扩产的积极性；(3)致密砂岩首次纳入补贴名单，在新补贴政策之前，致密砂岩气无补贴，页岩气、煤层气定额补贴，本次将致密砂岩气首次引入受补贴的非常规天然气名单；(4)煤层气给予更高产量折算权重，煤层气产量折算权重1.2，页岩气和致密砂岩气折算权重均为1，在相同产量增速下，煤层气能比另外两种非常规天然气多获得20%的补贴。新的补贴政策将增产程度与边际补贴挂钩，产量贡献度与补贴金额挂钩，鼓励非常规天然气企业竞争性增产保供，油服行业直接受益，中油工程、石化油服、杰瑞股份等；致密砂岩气是对非常规天然气气源的有益补充，初次纳入补贴范围，直接资源开采者将直接受益，中国石油、中国石化等；页岩气在我国非常规天然气发展中仍将占据重要位置，未来生产积极性持续扩张；新的补贴政策提升煤层气开采经济性，利好煤层气开采龙头企业，蓝焰控股等。

- 风险提示事件：下游需求萎靡的风险；产品价格下行的风险。

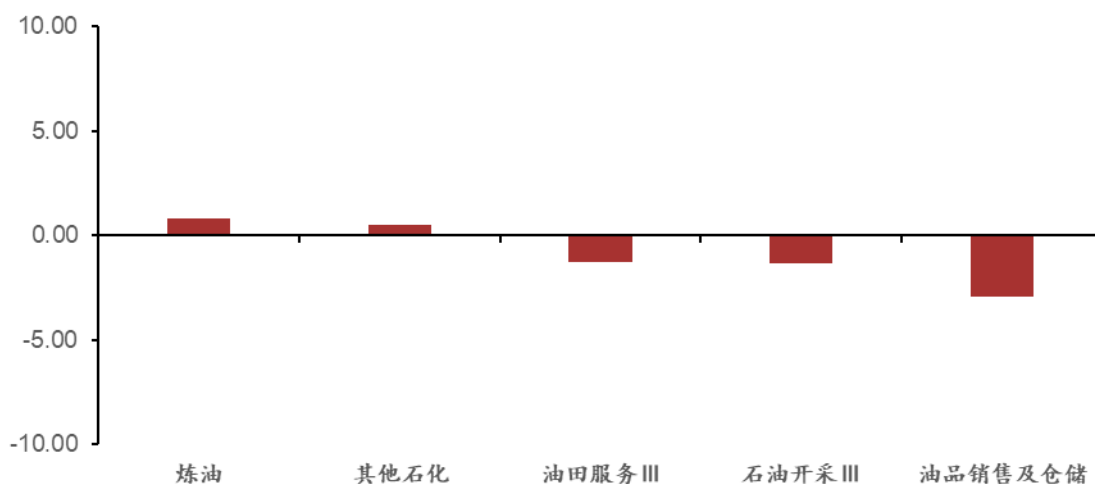
## 内容目录

石油石化行业市场复盘.....	- 5 -
上周石油石化行业数据回顾 .....	- 5 -
原油期货价格.....	- 5 -
钻机数变化情况 .....	- 6 -
原油期货价格美国原油库存及产量 .....	- 7 -
原油期货持仓情况 .....	- 10 -
石化产品价格与价差 .....	- 11 -
石化产品价格 .....	- 11 -
石化产品价差 .....	- 13 -
投资建议.....	- 15 -
重点关注油气产业链投资机会（广汇能源、中油工程、新奥股份） .....	- 15 -
持续看好民营大炼化（恒力股份、桐昆股份、荣盛石化） .....	- 16 -
持续看好煤化工板块（华鲁恒升、华谊集团） .....	- 16 -
风险提示.....	- 17 -

## 石油石化行业市场复盘

上周（2019.6.24~2019.6.28）石油石化指数（中信）上涨 0.15%，沪深 300 指数下跌 0.41%，石油化工板强于大盘。上周石油化工子行业中，炼油（0.82%）、其他石化（0.51%）、油田服务Ⅲ（-1.28%）和石油开采Ⅲ（-1.35%）和油品销售及仓储（-2.93%）、。

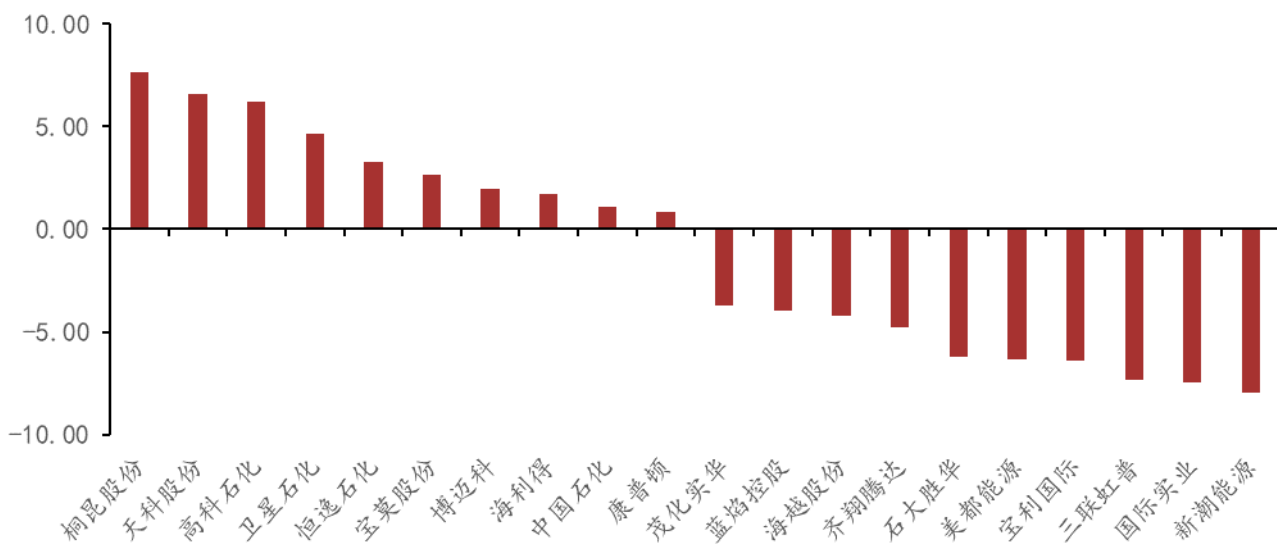
图表 1：本周石油化工表现



来源：Wind、中泰证券研究所

- 石油石化：上周石油化工板块领涨个股为桐昆股份（7.63%）、天科股份（6.57%）、高 X 石化（6.20%）、卫星石化（4.64%）、恒 X 石化（3.25%）。

图表 2：本周石油化工股票表现



来源：Wind、中泰证券研究所

## 上周石油石化行业数据回顾

### 原油期货价格

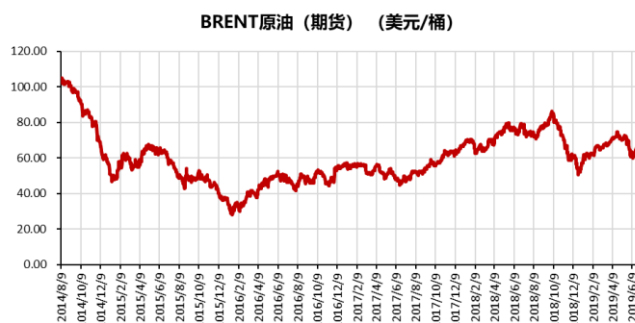
- 期货价格：6月28日 BRENT 原油期货价格为 66.55 美元/桶，较之前一周上涨 1.32 美元/桶；6月28日 WTI 原油期货价格为 58.47 美元/桶，较之前一



上涨 1.04 美元/桶。

**图表 3: WTI 原油期货价格**


来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 4: BRENT 原油期货价格**


来源: Wind、中泰证券研究所

**钻机数变化情况**

- 采油钻机数: 6月28日美国采油钻机数为793台,较之前一周的数量增加4台,较去年同比减少65台。6月28日美国天然气钻机数为173台,较之前一周减少4台,较去年同比减少14台。

**图表 5: 美国采油钻机数**


来源: Wind、中泰证券研究所

- 北美地区钻机数: 本周北美钻机数为1091,较与上周增加5台,较去年同比减少128台。

**图表 6: 北美采油钻机数**

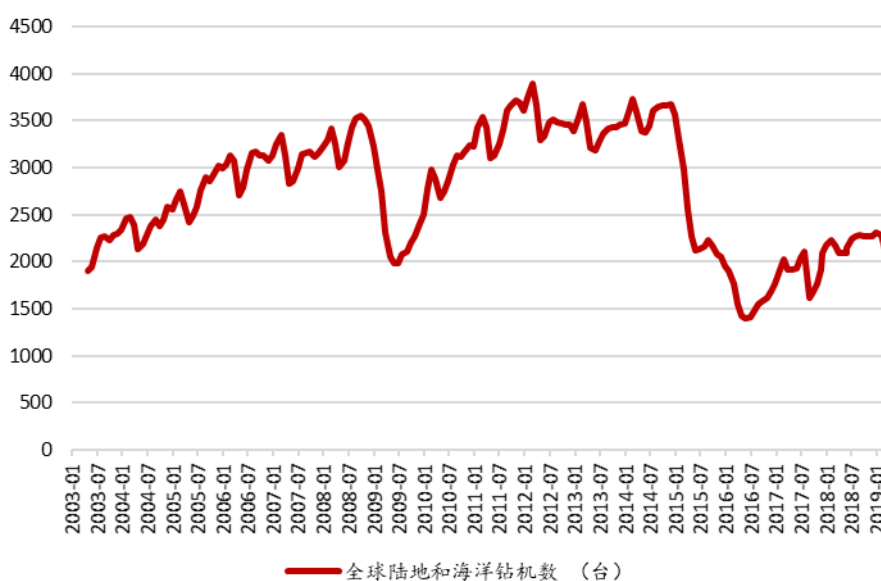
国家	本周	上周环比变化	去年同比变化
美国	967	0	-80
加拿大	124	5	-48

北美	1091	5	-128
<b>美国钻机数量</b>	<b>本周</b>	<b>上周环比变化</b>	<b>去年同比变化</b>
采油钻机	793	4	-65
天然气钻机	173	-4	-14
其他钻机	1	0	-1
定向钻机	68	0	3
水平钻机	840	-6	-86
垂直钻机	59	6	3
<b>美国主要区块钻机数</b>	<b>本周</b>	<b>上周环比变化</b>	<b>去年同比变化</b>
Ardmore Woodford	6	0	3
Arkoma Woodford	2	0	-6
Barnett	1	0	-3
Cana Woodford	49	4	-25
DJ-Niobrara	26	-2	0
Eagle Ford	71	-2	-9
Granite Wash	4	-2	-12
Haynesville	53	0	3
Marcellus	58	0	5
Mississippian	2	-1	-3
Permian	441	2	-33
Utica	17	0	-6
Williston	55	-1	1

来源: Wind、中泰证券研究所

■ 全球钻机数: 5月全球采油钻机数为2195台, 较上月增加82台。

图表 7: 全球采油钻机数



来源: Wind、中泰证券研究所

原油期货价格美国原油库存及产量

■ 6月21日美国原油产量为1210万桶/天，较之前一周减少10万桶/天。

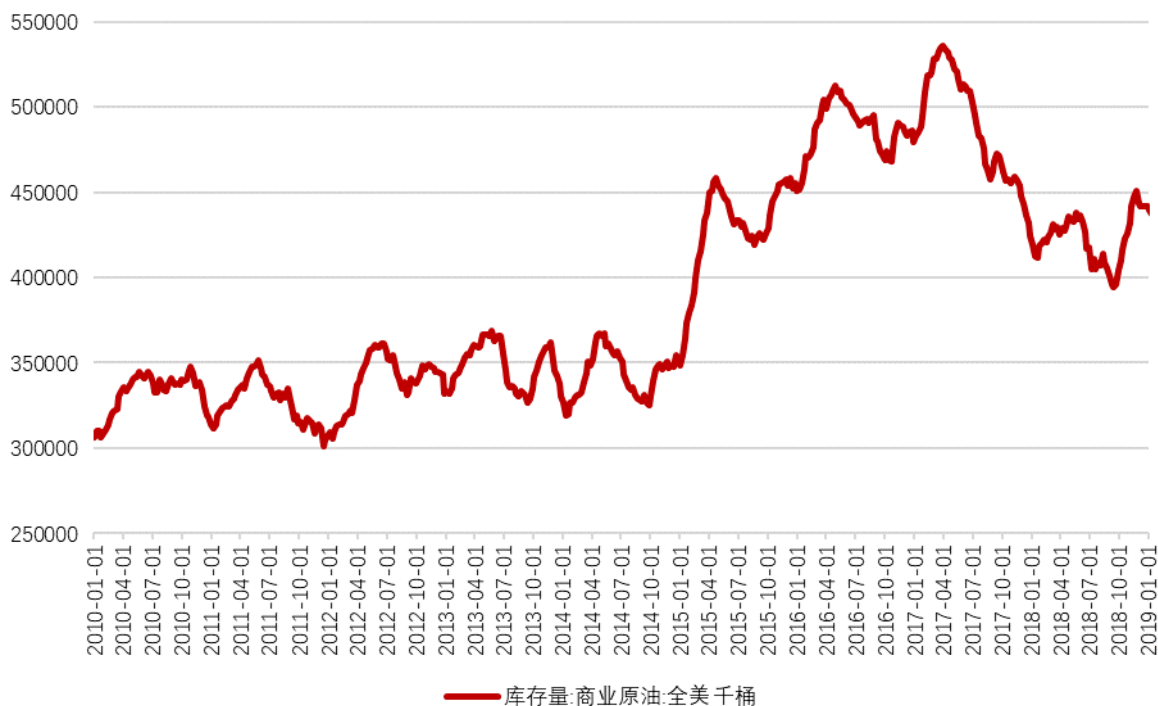
**图表8：美国原油产量**



来源：Wind、中泰证券研究所

■ 美国商业原油库存：6月21日美国商业原油库存为46957.6万桶，较之前一周减少1278.8万桶。

**图表9：美国商业原油库存**



来源：Wind、中泰证券研究所

■ 美国库欣地区原油库存：6月21日美国库欣地区原油库存为5183.6万桶，较之前一周减少174.6万桶。



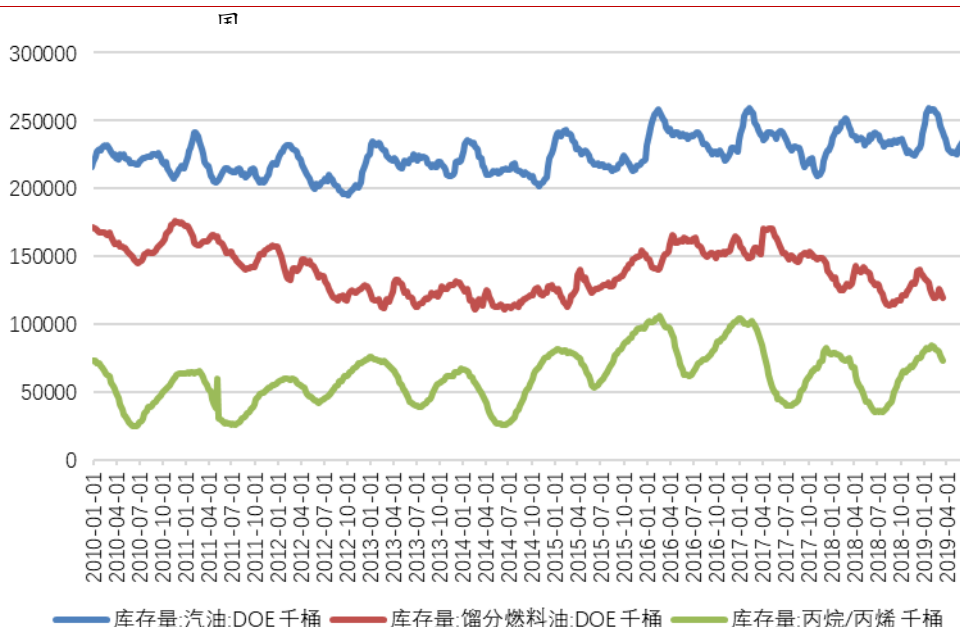
图表 10: 美国库欣地区商业原油库存



来源: Wind、中泰证券研究所

■ 美国汽油、馏分油和丙烷/丙烯库存: 6月21日美国汽油库存为23222.5万桶,较之前一周减少99.6万桶;6月21日美国馏分油库存为12538.0万桶,较之前一周减少244.1万桶;6月21日美国丙烷/丙烯库存为7586.6万桶,较之前一周增加140.3万桶。

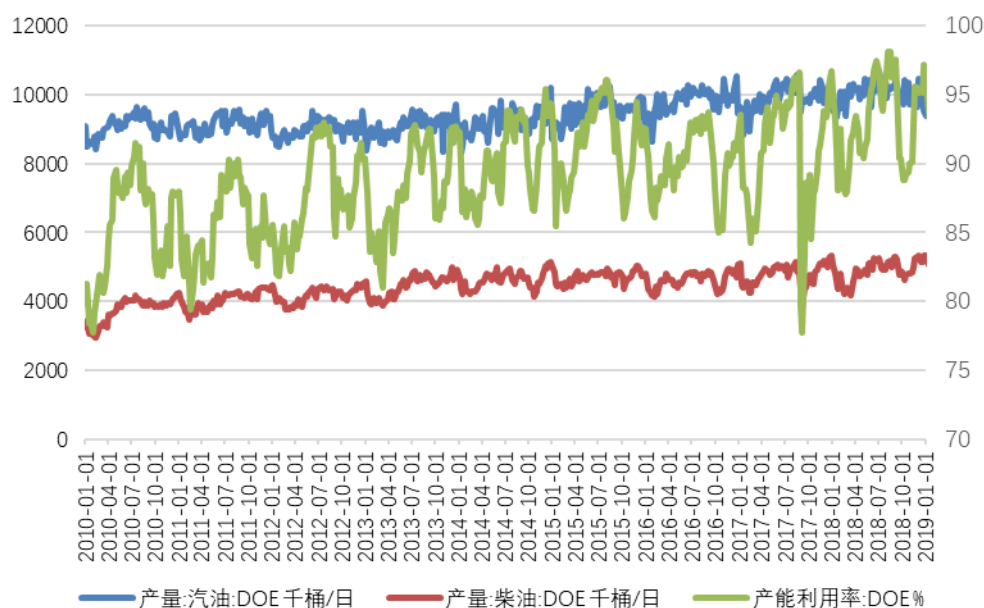
图表 11: 美国汽油、馏分油和丙烷/丙烯库存



来源: Wind、中泰证券研究所

产量1051.2万桶,较之前一周增加8.9万桶;6月21日美国柴油产量为510.2万桶,较之前一周减少4.7万桶;6月21日美国产能利用率为94.2%,较之前一周增长0.3个百分点。

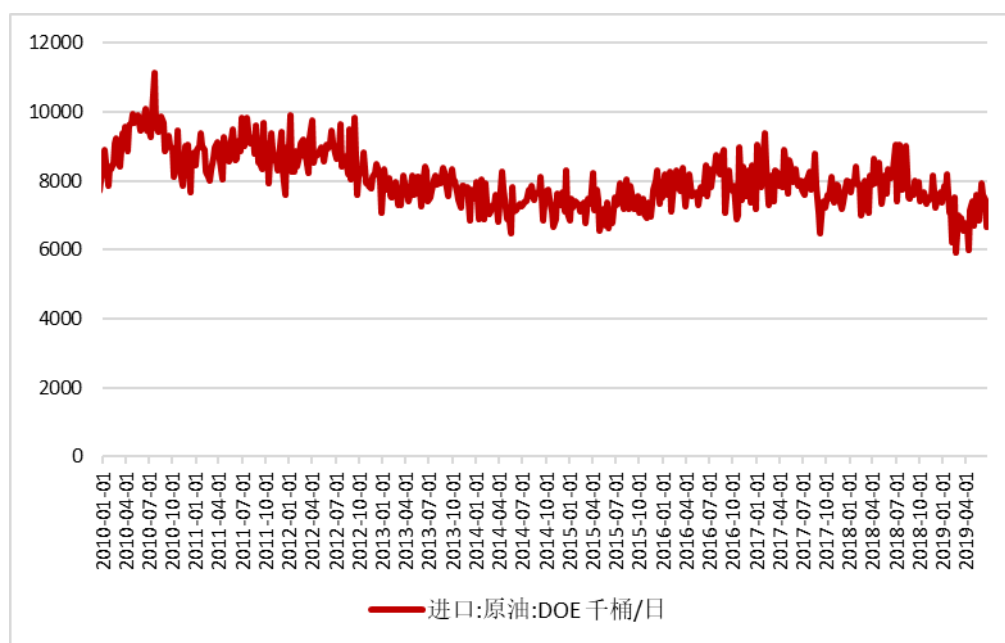
图表 12: 美国汽油和柴油产量及炼厂开工率



来源: Wind、中泰证券研究所

- 美国原油进口量: 6月21日美国原油进口量为665.6万桶/天, 较上周减少81.1万桶/天。

图表 13: 美国汽油和柴油产量及炼厂开工率

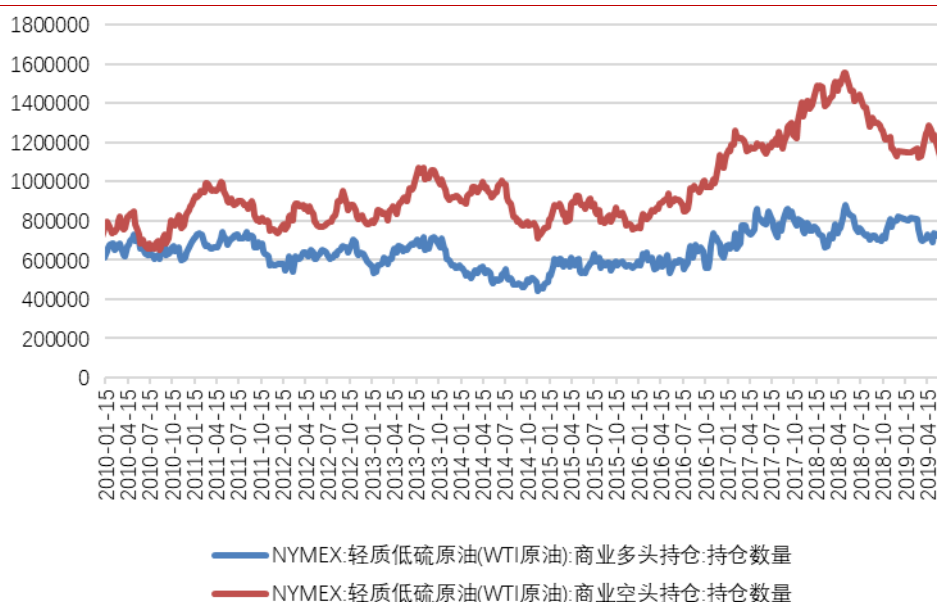


来源: Wind、中泰证券研究所

### 原油期货持仓情况

- 6月25日NYMEX轻质低硫原油(WTI原油)的商业多头持仓数量为741191份, 较之前一周增加1.31%; 6月25日NYMEX轻质低硫原油(WTI原油)的非商业多头持仓数量为496941份, 较之前一周减少1.16%。

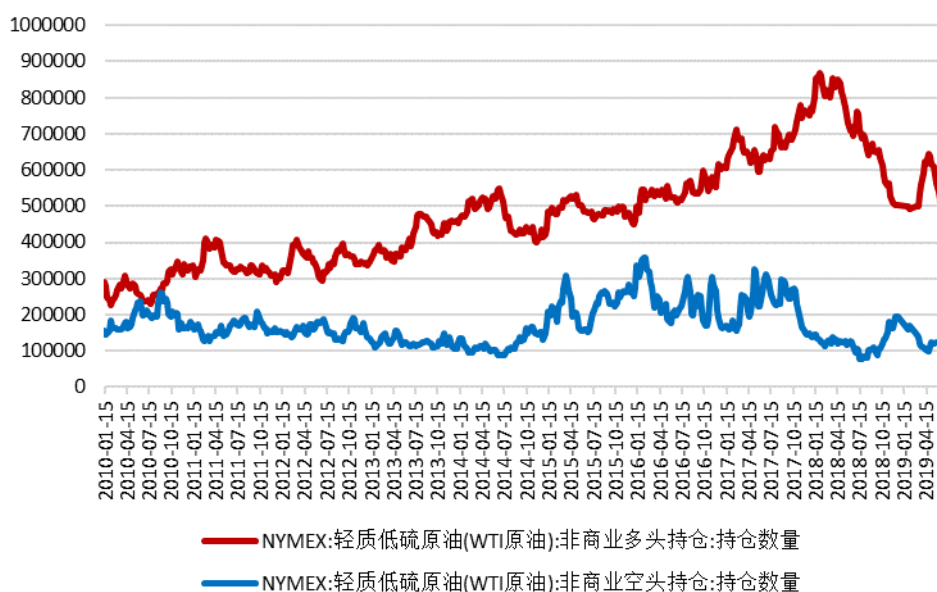
**图表 14: 商业多空持仓**



来源: Wind、中泰证券研究所

- 6月25日NYMEX轻质低硫原油(WTI原油)的商业空头持仓数量为1116099份,较之前一周增加1.99;6月25日NYMEX轻质低硫原油(WTI原油)的非商业空头持仓数量为118138份,较之前一周减少15.41%。

**图表 15: 非商业多空持仓**



来源: Wind、中泰证券研究所

## 石化产品价格与价差

### 石化产品价格

- 本周中泰化工持续跟踪的121个化工产品中,产品价格上涨有50个品种,下跌的有26个品种。价格涨幅前五:PTA(期货连续结算价),上涨10.6%;PTA(华东地区),上涨7.6%;PTA(CCFEI内盘),上涨7.2%;电石(华东),上涨6.7%;涤纶POY(CCFEI),上涨5.7%。价格跌幅前五:PTA(逸盛石化

结算价), 下跌 7.3%; PX (齐鲁石化), 下跌 7.8%; PTA (中石化结算价), 下跌 6.3%; PTA (恒力石化结算价), 下跌 6.3%; PX (中石化结算价), 下跌 4.2%。

图表 16: NYMEX 天然气价格



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 17: 石脑油价格



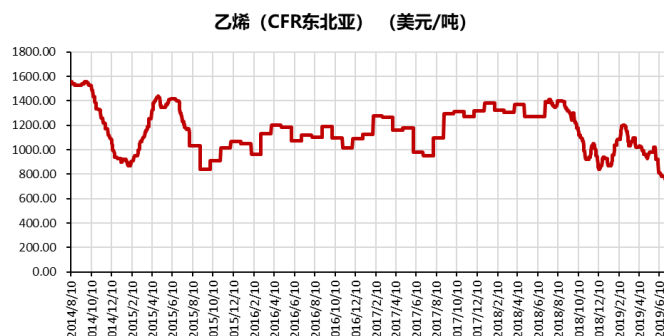
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 18: 丙烯价格



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 19: 乙烯价格



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 20: PX 价格



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 21: PTA 价格



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 22: 涤纶 POY 价格



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 23: 聚酯切片价格



来源: Wind、中泰证券研究所

### 石化产品价格差

上周石化产品价格差涨幅前五: PTA-0.66\*PX (国内), 上涨 69.7%; 天胶-顺丁橡胶, 上涨 33.3%; 炭黑 N330-1.65\*煤焦油, 上涨 15.9%; PP-丙烯, 上涨 10.1%; LLDPE-乙烯, 上涨 8.3%。价差跌幅前五: PX-石脑油 (国内), 下跌 80.0%; 纯苯-石脑油, 下跌 14.7%; 顺丁橡胶-丁二烯, 下跌 13.5%; 乙烯-石脑油, 下跌 12.3%; 丙烯-石脑油, 下跌 6.5%。

图表 24: 乙烯价差



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 25: 丙烯价差



来源: Wind、中泰证券研究所

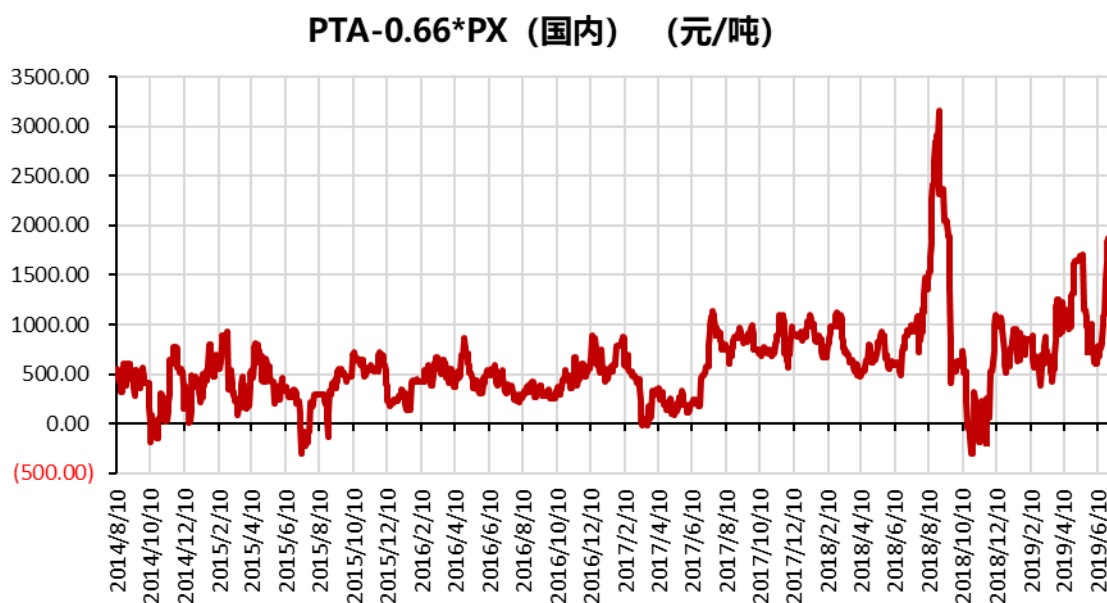
图表 26: PX-石脑油价差



来源: Wind、中泰证券研究所

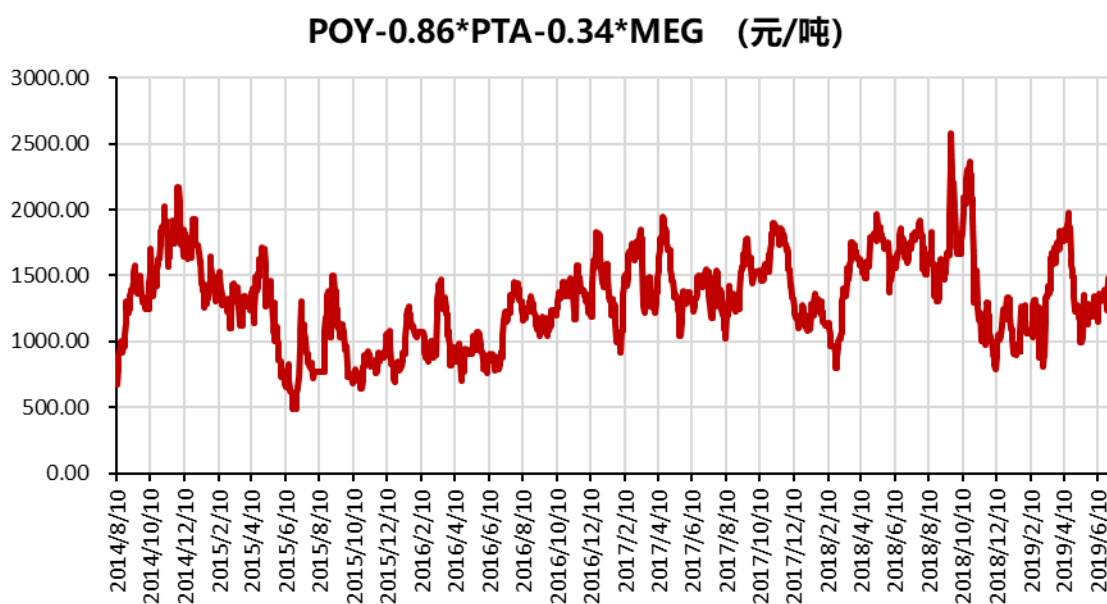


图表 27: PTA 价差



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 28: 涤纶长丝价差



来源: Wind、中泰证券研究所

## 投资建议

重点关注油气产业链投资机会（广汇能源、中油工程、新奥股份）

- 国家能源安全，政策要求三桶油扩大资本开支，重点关注油气产业链投资机会。9月5日，国务院发布《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，旨在加快天然气产供储销体系建设。为应对天然气的需求高增，我们预计相应的天然气“保供”政策后续仍会出台。主要解读如下：
- 加大国内勘探开发力度。根据意见第三条，力争到2020年，国内产量达2000亿立方米，17-20复合增速高达11%，而当前我国产量增速仅为5.5%，

增速远低于规划产量增速。我们预计国内将加大勘探开发力度，加大企业资本开支，利好上游和设备公司。

- 多元化保供将带动基础建设加速。主要分为健全海外供应体系和构建多层次储备体系。其中要求供气企业到 2020 年形成不低于其年合同销售量 10% 的储气能力和城镇燃气企业到 2020 年形成不低于其年用气量 5% 的储气能力。我们预计政策指引下，LNG 的进口量将进一步增加，同时储气库、管道运输等基础建设有望加速。
- **油气板块投资建议：我们建议关注广汇能源、中油工程、新奥股份。**

#### 持续看好民营大炼化（恒力股份、桐昆股份、荣盛石化）

- 当前油价水平下，炼化景气度高企。自 2014 年起炼化景气度逐步攀升，乙烯裂解价差是炼化景气度的关键指标。油价在 80 美元/桶以下是炼化企业盈利最好的阶段，炼化企业将在这个时期完成资产负债表和估值的双重修复。
- 民营大炼化将塑造千亿市值行业龙头，看好聚酯产业链。据我们预计，2018 年底之后将迎来几大民营炼化投产高峰，此轮民营炼化扩产具备独一无二的优势：
  - 1) 技术先进、规模大、成本低、竞争力极强。据石油与化工园区网数据显示，荣盛石化和桐昆股份参股的浙江石化炼化项目一期和二期均为 2000 万吨产能，恒力集团在大连长兴岛的炼化项目也是 2000 万吨规模，恒逸在文莱规划的炼化项目一期和二期分别为 800 万吨和 1400 万吨，合计 2200 万吨。这些炼化装置的规模均是世界一流的，目前全球 2000 万吨炼化规模的企业仅有 20 余家，国内仅有中石化的镇海炼化（2300 万吨）和中石油的大连石化（2050 万吨），民营大炼化将跻身全球最具竞争力的炼化企业行列，并且由于采用了最先进的生产工艺和更加合理的产品方案，盈利能力胜过已有产能。
  - 2) 产品结构更加合理。民营大炼化的核心产品的对二甲苯（PX），目前我国 PX 对外依赖度达到 59%，2017 年进口量为 1444 万吨，目前在我国整个聚酯产业链中，PX 最为短缺，长期受制于人（韩国、日本、新加坡等），产业链盈利很大一部分被海外截留。浙江石化一期 PX400 万吨，恒力炼化 PX450 万吨，恒逸文莱炼化 PX150 万吨，他们投产之后将有效降低我国 PX 对外依赖度，并将整个产业链的利润点均掌握在自己手中。与国内炼化企业相比，这几个民营大炼化尽量降低成品油的产量，增加具备高附加值的化工品的产量，从而可以有效规避成品油过剩带来的威胁，保证项目盈利能力。
  - 3) 实现真正的一体化配套，掌握全产业链利润。这几个民营大炼化将进一步提升我国聚酯行业龙头的全球竞争能力，实现“原油—PX—PTA—聚酯”的一体化布局。荣盛和恒逸目前具备强大的中游 PTA 能力，因此他们在积极布局上游炼化和下游聚酯长丝的能力；桐昆具备独一无二的下游长丝产能，因此正在努力补齐上游 PX 和中游 PTA 的能力。

#### 持续看好煤化工板块（华鲁恒升、华谊集团）

- 当前油价处于中高油价时代，煤化工竞争优势仍比较明显。我们建议持续关注优质煤化工龙头，推荐华鲁恒升、华谊集团等。

- **华鲁恒升 (600426): 抓住煤化工黄金时期下的龙头溢价。**
- **煤化工黄金时期已至, 龙头有望充分受益。**公司作为煤化工一体化平台, 是我国优质煤化工龙头企业, 目前公司拥有 220 万吨尿素 (100 万吨二季度投产)、16 万吨己二酸、50 万吨醋酸、55 万吨乙二醇、25 万吨 DMF 和 170 万吨甲醇等产能。以乙二醇为例, 在原油价格 50~60 美元/桶区间, 我国煤制乙二醇与石脑油路线相比已经具备竞争力, 公司在 19 年上半年盈利或仍处于高位
- **尿素价格高位, 产能扩张提升业绩。**全球角度来看, 在全球尿素供需平衡的态势下, 尿酸价格持续高位。受海外价格提振, 国内尿素同样高位运行。此外, 环保的影响同时叠加气头尿素开工受限的影响, 同样促使价格高位。虽然当前尿素价格有所回落, 但仍看好尿素价格高位运行, 主要是受益于供给收缩、海外集中招标、成本提升等逻辑的支撑。公司具有 220 万吨尿素产能, 较 17 年提升 40 万吨, 且成本低, 公司将充分受益行业景气周期。
- **乙二醇投产将带来业绩增量。**乙二醇投产将带来较大业绩增量。我国乙二醇需求严重依赖进口, 随着人民币贬值导致进口价格上涨, 且下游聚酯大幅涨价带动乙二醇需求高增。当前公司乙二醇装置 55 万吨, 其中三季度投产 50 万吨。公司依托现有煤化工平台, 成本优势明显, 完全投产后吨成本有望低至 4000 元/吨。我国煤制乙二醇成本较高, 当前价格乙二醇价格为 5200 元/吨, 已跌至部分公司成本线, 在油价止跌回升下, 预计乙二醇价格开启反弹, 乙二醇对于公司业绩贡献仍可值得期待。
- **风险提示事件:** 产品价格大幅下行的风险、项目投产不达预期的风险、煤化工景气下滑的风险。

## 风险提示

- 下游需求萎靡的风险;
- 地缘政治冲突的风险;
- 商品价格下行的风险;
- 项目建设不达预期的风险。

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。