

2019年石化行业景气向下 看好细分领域投资机会

分析师：刘兰程

执业证书编号：S0130517100001

联系人：任文坡

☎：010-83574570

✉：renwenpo_yj@chinastock.com.cn

中国银河证券股份有限公司

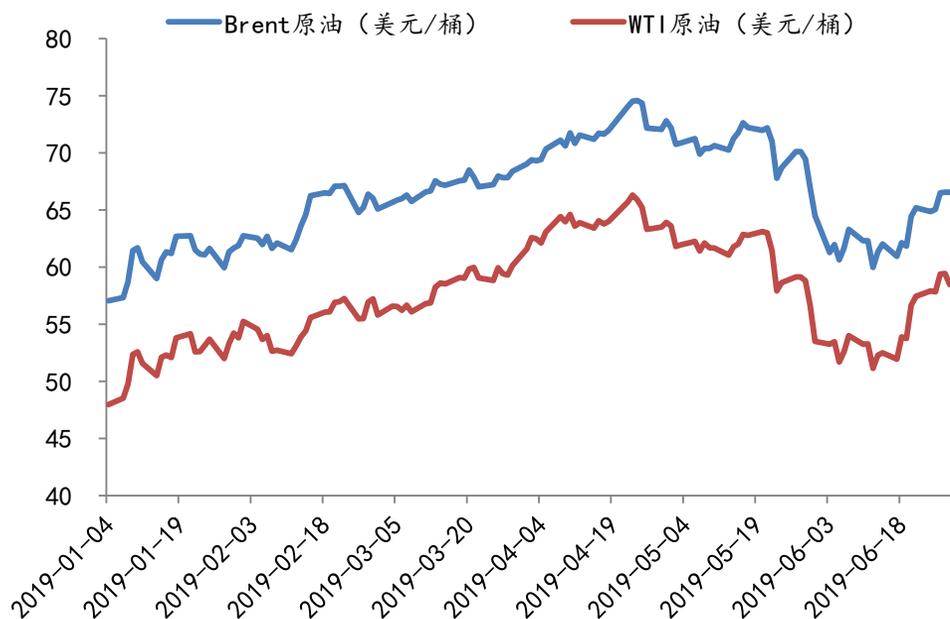
CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

目录
CONTENTS

- 01 | 国际油价走势分析
- 02 | 中油价属行业发展相对舒适区
- 03 | 扩能加剧叠加需求放缓 行业景气向下
- 04 | 投资机会分析
- 05 | 重点推荐标的

1.1 2019年H1油价走势回顾

2019年H1国际油价走势



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

✚ 1-4月：油价震荡上行

Brent原油**上涨35%**、WTI原油**上涨41%**，主要受供给侧驱动，影响因素包括OPEC超预期减产、地缘政治紧张局势（利比亚战事、美国制裁伊朗）等

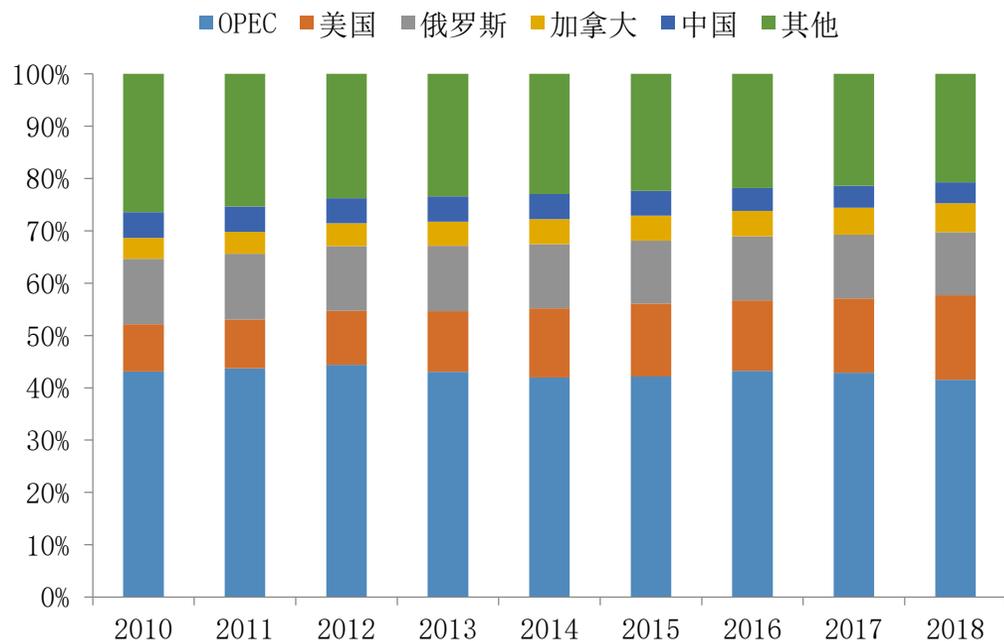
✚ 5-6月：油价呈“V型”走势

“V型”前半段：Brent原油**下跌18%**、WTI原油**下跌20%**，主要受需求侧驱动，影响因素包括全球贸易紧张局势（中美）、欧美经济数据疲软等带来的原油需求增长放缓的担忧。

“V型”后半段：油价大幅提升，源于中东地缘政治紧张局势（伊朗击落一架美国军用无人机）、美联储显示将要降息等因素影响。

1.2 2019H2油价走势预测：供需博弈

全球原油生产构成



资料来源：BP，中国银河证券研究院整理

供给侧：

- 油价易受OPEC+减产控制。OPEC 42%、俄罗斯 12%，合计占比54%。
- 地缘政治紧张局势的不确定性

需求侧：

- 全球经济增速放缓，抑制原油需求上涨

各方意愿：

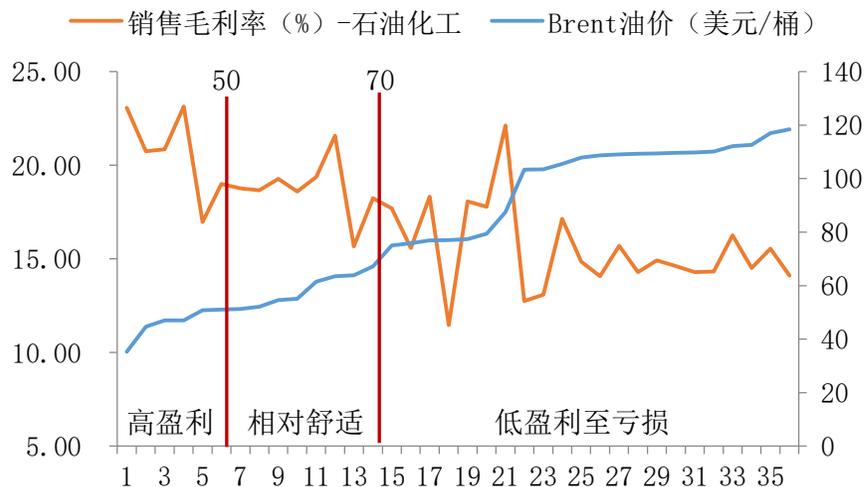
- 俄罗斯、沙特财政平衡油价
- 美国因素
- 中国等主要进口国家

我们认为，中油价水平符合各方利益；油价短期可能会出现波动，但长远不会受到太大影响；在不发生大的极端地缘政治事件的情况下，维持60-70美元/桶的判断。

Brent油价60-70美元/桶虽不是最优，但属行业相对舒适的价格区间

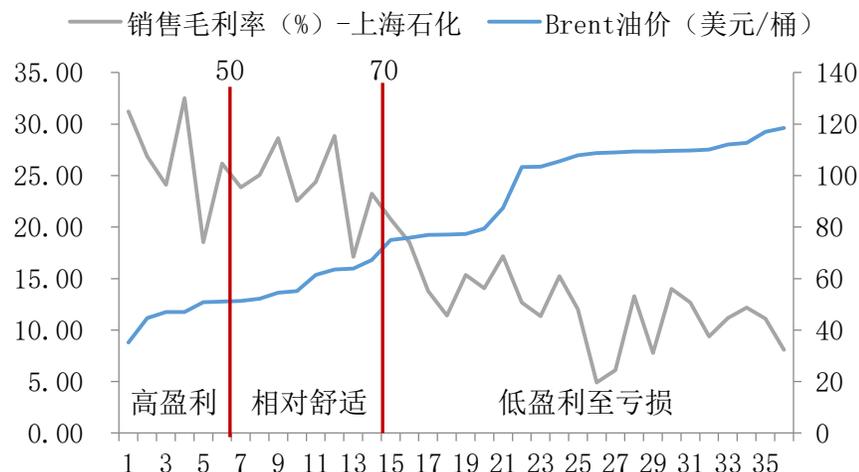
- 原油成本占企业营业成本的40%-70%左右，油价的高低直接影响到石油化工行业的盈利水平。
- 高盈利：**Brent油价在50美元/桶以下区间，油价越低盈利能力越强。
- 相对舒适：**50-70美元/桶，虽然较低油价水平盈利能力有所下降，但依然处在合理范围内。
- 低盈利至亏损：**若油价突破70美元/桶，继续向高位上涨，行业盈利将大度缩窄，甚至亏损。

油价与石油化工行业盈利关系（季度）



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

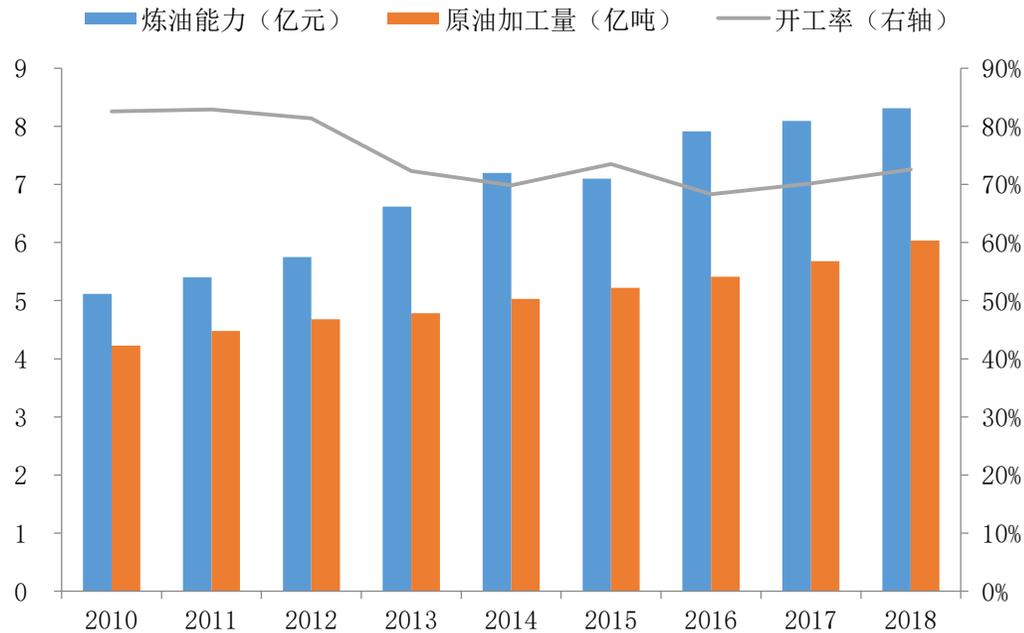
油价与上海石化盈利关系（季度）



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

3.1 行业大举扩能、加剧竞争 面临新一轮洗牌

我国原油加工能力及加工量

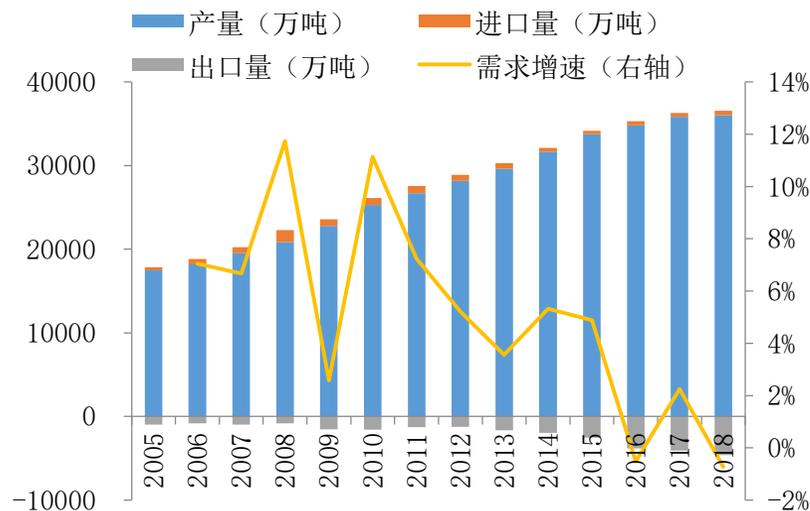


资料来源: CNKI, 中石油经研院, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

- 2018年, 我国炼油能力8.3亿吨/年, 炼厂开工率仅为72.6%, 为全球最低; 全球炼厂开工率为83%, 美国炼厂开工率始终维持在90%左右。
- 按照83%开工率计算, 当前我国炼油能力已经过剩约8600万吨/年。随着我国大量新增炼油产能陆续投产, 未来产能严重过剩的态势将持续恶化。
- 下游成品油、聚丙烯、对二甲苯、乙二醇也将迎来扩产高峰, 产量增速远超需求增速。
- 行业竞争加剧, 面临新一轮**洗牌**, 规模小、成本高、竞争力差的落后产能将被淘汰。行业集中度有望进一步提升, 综合性大型石化公司将**强者恒强**。

3.2 主要产品需求增长总体乏力

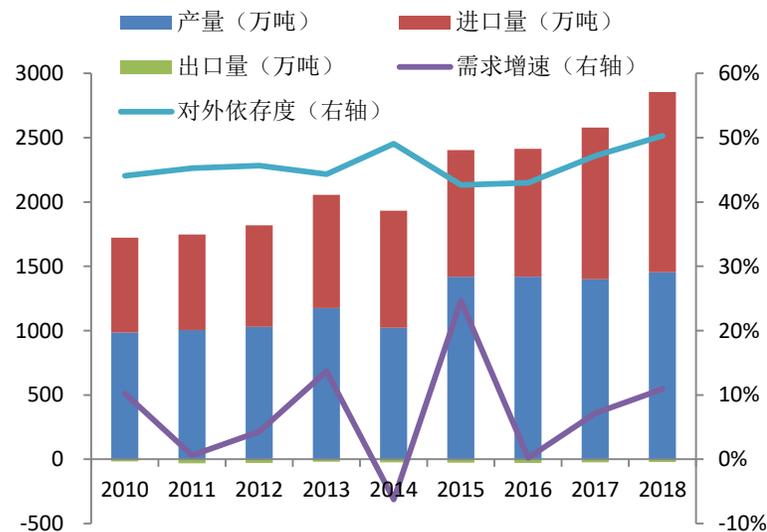
我国成品油供需情况统计



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

成品油需求增速大幅放缓甚至负增长，对外出口量急剧增加

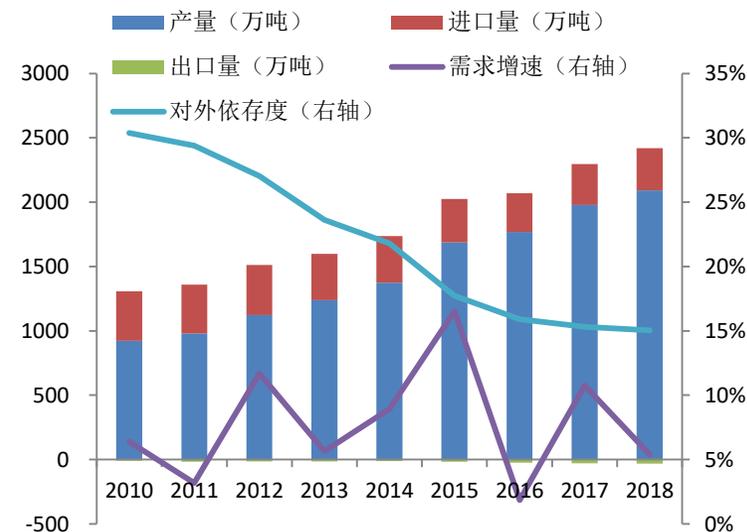
我国聚乙烯供需情况统计



资料来源: 卓创, 中国银河证券研究院整理

聚乙烯需求增速基本稳定，约50%依赖进口，缺口较大

我国聚丙烯供需情况统计



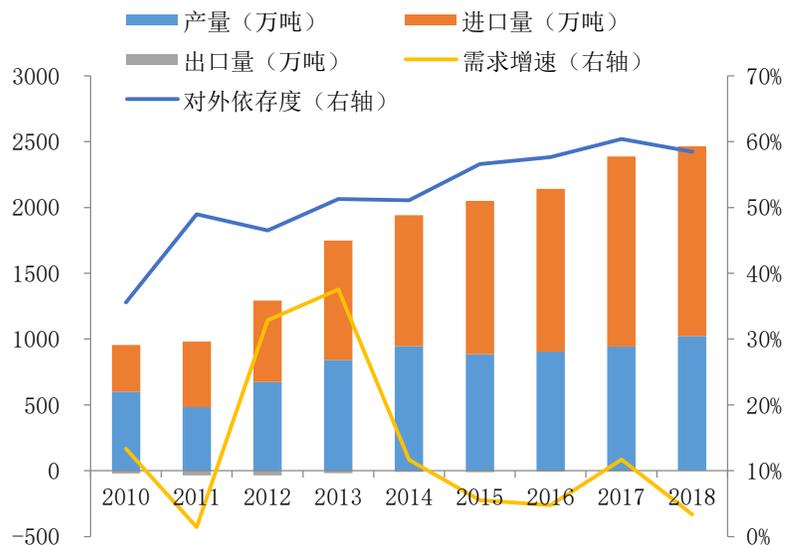
资料来源: 卓创, 中国银河证券研究院整理

聚丙烯需求增速放缓，约15%依赖进口

3.2 主要产品需求增长总体乏力

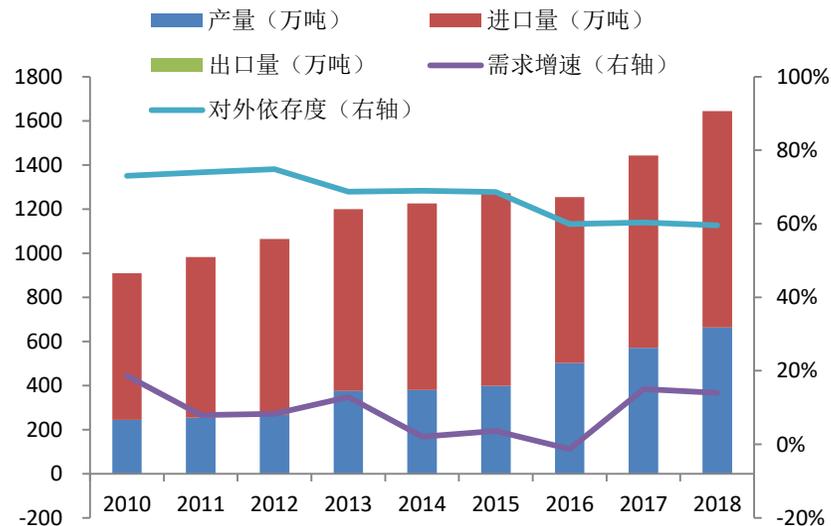
受纺织行业低速增长影响，聚酯需求将维持低增长，进一步导致PX和乙二醇需求增长乏力。

我国PX供需情况统计



资料来源：卓创，中国银河证券研究院整理

我国乙二醇供需情况统计

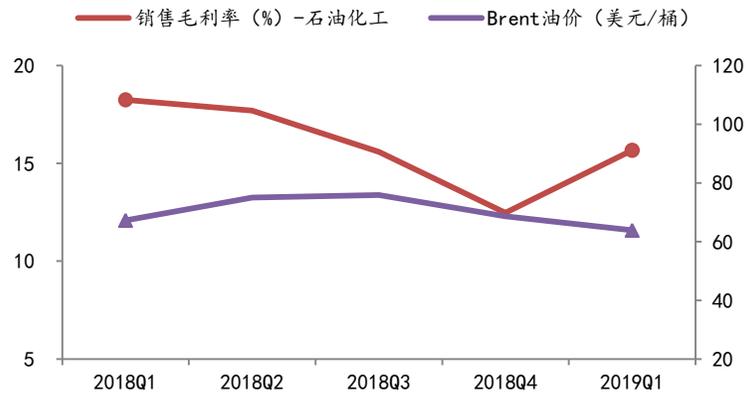


资料来源：卓创，中国银河证券研究院整理

总体来看，未来我国石化产品需求仍将上涨，但受经济增长放缓、工业化进入中后期等因素影响，我国主要石化产品的市场需求增速将放缓，总体乏力。

3.3 供给过剩+需求放缓 石油化工行业景气向下

油价走势与行业毛利率关系



2019年Q1，Brent 油价触底反弹，处于上升通道，均价达到63.83美元/桶；

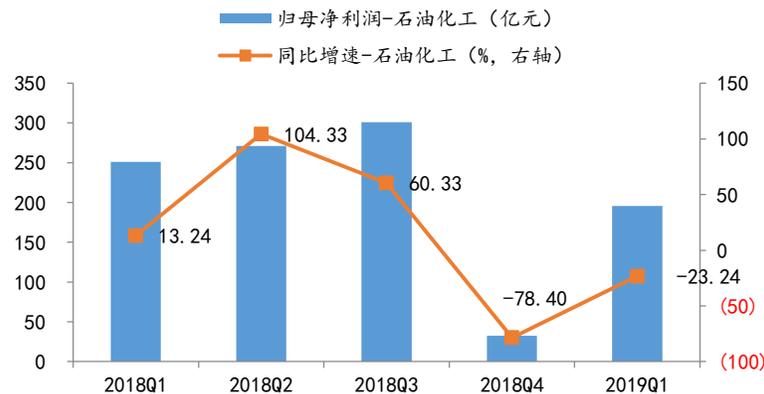
行业营收8756亿元，同比增长15.8%；

行业毛利率环比回暖（2018年Q4为12.5%），达到15.7%，但同比下降2.6个百分点，依然处于近年来的较低水平；

归母净利润196亿元，同比下降23.2%；

与2018Q1相比，在行业包含个股不变、油价均价基本相当甚至略低的情况下，2019Q1归母净利润同比大幅下降的原因主要系行业竞争加剧带来的盈利下降，这也印证了我们对石油化工行业景气度下降的判断。

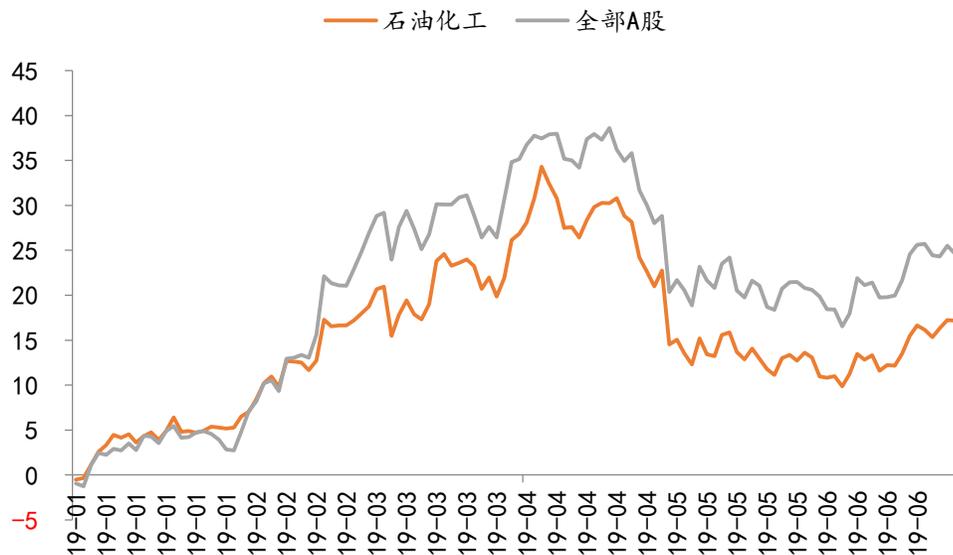
行业归母净利润与同比增速



3.4 石油化工行业表现落后于整个市场

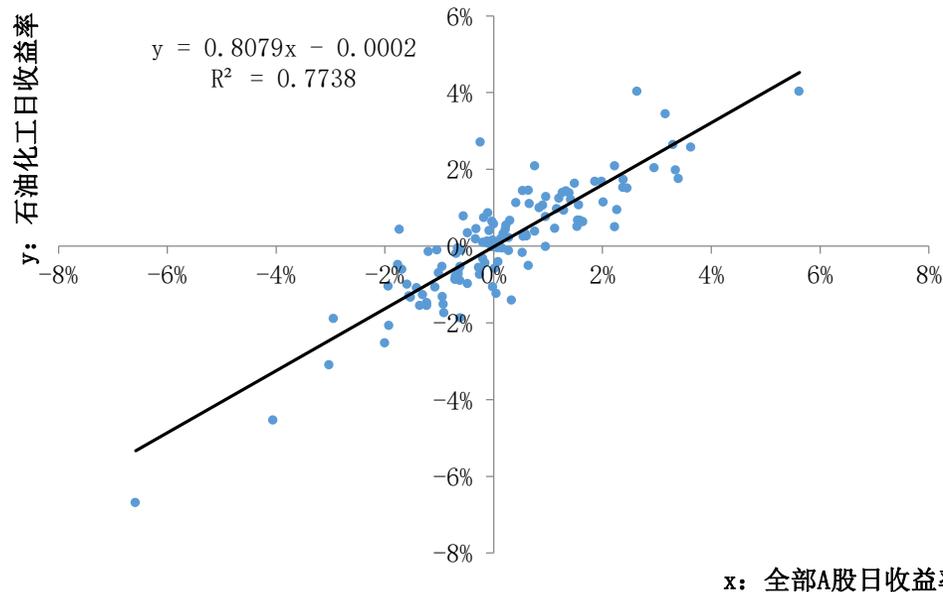
- 2019年H1，石油化工行业收益率17.2%，表现落后于整个A股市场7.5个百分点；排在83个二级子行业的第49位。
- 石油化工行业相对全部A股的 $\beta < 1$ 。

行业相较于A股市场收益率表现



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

行业相较于A股市场 β 表现

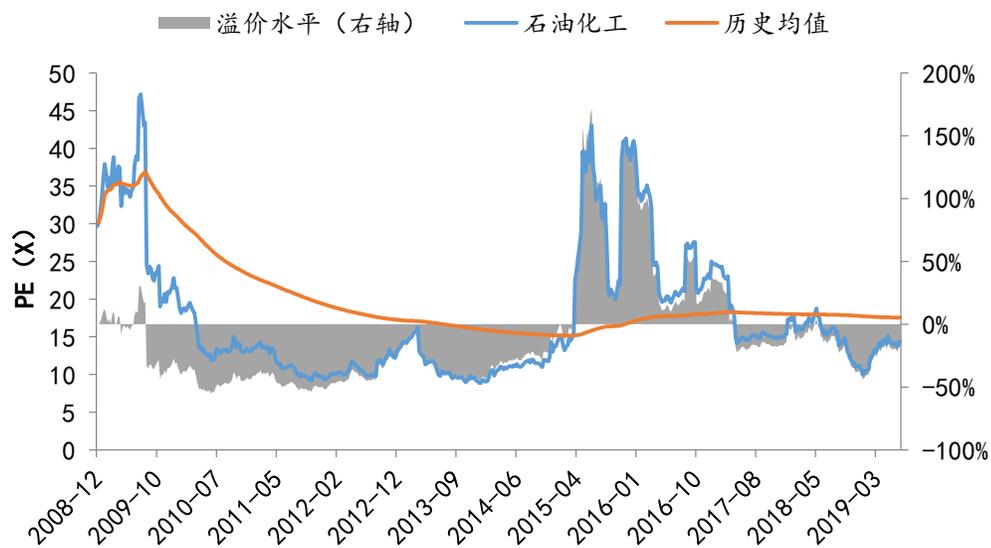


资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

4.1 行业估值大幅下降 处于历史底部区域

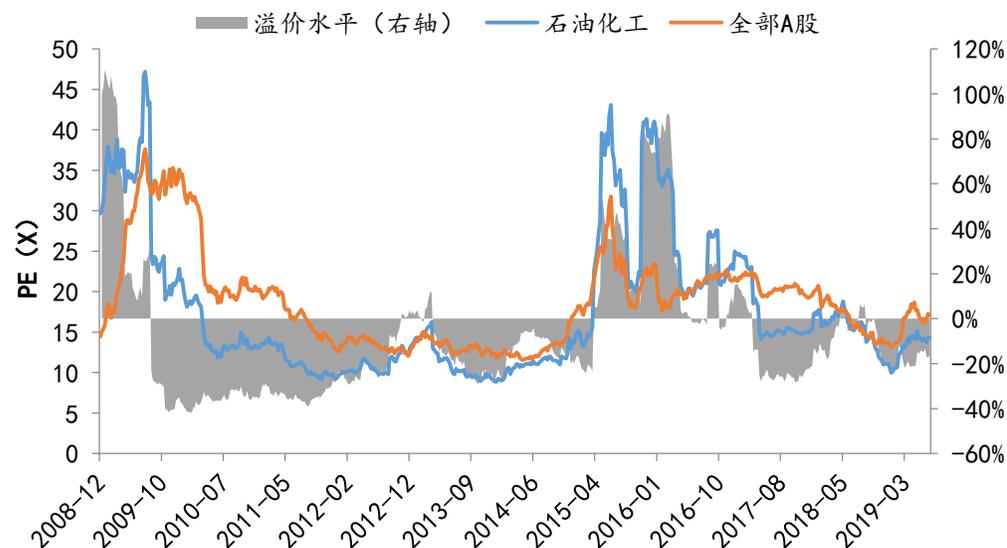
- 截至6月30日，行业整体估值（PE（TTM））约为14.34x，明显低于2009年以来的历史均值（17.52X），目前处在历史底部区域。中长期来看，目前估值水平与历史均值相比仍具备20%的回归空间。
- 行业估值相较于整个A股市场溢价水平处于历史较低位置。

行业估值相较历史均值变化情况



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

行业估值相较全部A股变化情况



资料来源: wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

4.2 看好细分领域投资机会 推荐龙头企业和成长性个股

✦ 行业自身

- 市场竞争加剧+安全环保趋严，低效落后产能淘汰步伐将加快，行业集中度不断提升，优质龙头企业将充分受益，强者恒强。长期看好具有上中下游一体化综合竞争优势的中国石化（600028）、“C3产能扩张+C2产能布局”双引擎发展的卫星石化（002648）。

✦ 行业所处产业链

- 我国天然气行业仍将处于黄金发展期，未来发展潜力和增量空间巨大，看好具有低成本气源优势+布局LNG接收站的标的，推荐广汇能源（600256）；
- 聚丙烯、聚碳酸酯等未来供应偏宽松，利润有望向下游改性塑料加工环节转移，看好高成长性化工新材料标的，建议关注金发科技（600143）、国恩股份（002768）。

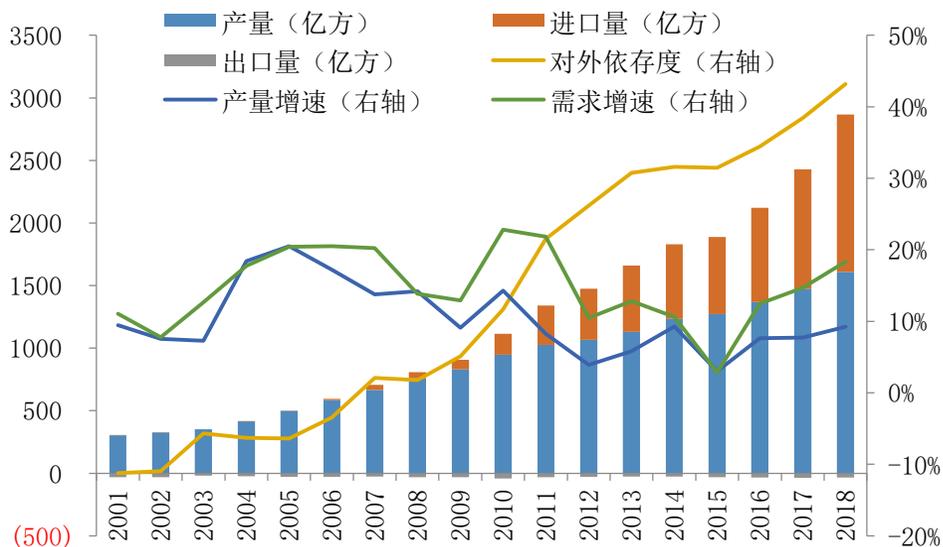
✦ 其他

- 纯碱行业供需紧平衡，处在景气周期，推荐山东海化（000822）。

4.2 看好细分领域投资机会 推荐龙头企业和成长性个股

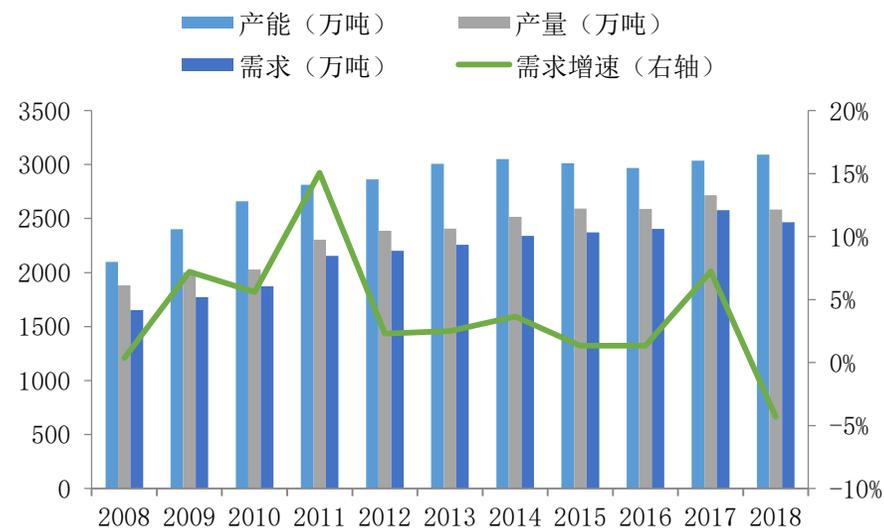
- 中国社科院预计：未来10年，我国天然气占一次能源比重预计将由2018年的7.5%上升至15%左右。
- 纯碱行业安全环保去产能常态化、行业新增产能有限、未来需求稳中有增，供需关系紧平衡。开工率维持在90%左右的高位，行业处于景气周期。

我国天然气供需情况统计



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

我国纯碱供需情况统计



资料来源：卓创，中国银河证券研究院整理

5.1 标的评级

股票代码	股票名称	股价 (6月30日)	EPS(元)			PE (X)			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
600028	中国石化	5.47	0.52	0.53	0.57	10.50	10.23	9.65	推荐
002648	卫星石化	14.88	0.88	1.26	1.56	16.86	11.77	9.56	推荐
600256	广汇能源	3.56	0.26	0.35	0.47	13.87	10.03	7.62	推荐
600143	金发科技	4.90	0.23	0.31	0.37	21.33	15.79	13.24	推荐
002768	国恩股份	25.25	1.14	1.54	1.97	22.20	16.36	12.85	推荐
000822	山东海化	5.08	0.66	0.74	0.78	7.75	6.90	6.48	推荐

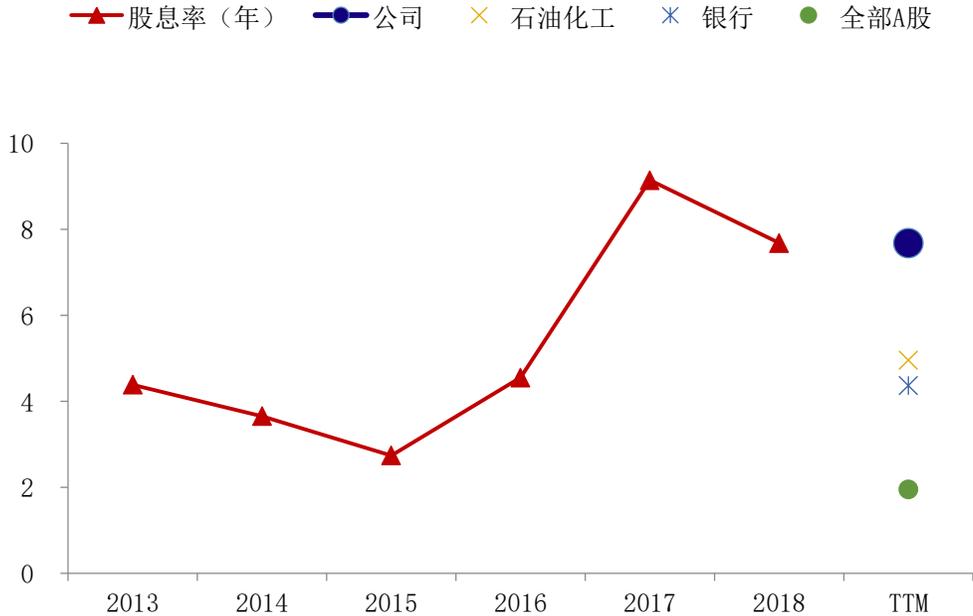
注：EPS、PE预测值为wind一致预测

资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

5.2 推荐逻辑

中国石化

公司股息率及对比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

- 规模优势:** 公司是我国最大的成品油和石化产品供应商，炼油能力约占全国1/3、乙烯产能超过1/3、加油站数量近1/3。
- 上中下游一体化优势:** 公司以中下游炼化和销售业务为主；中油价对中下游业务最为有利同时也有利于上游勘探开发业务扭亏，是公司发展的舒适区，有助于公司维持高景气度。
- 技术和渠道优势:** 四家实力雄厚石化研究院和成熟发达的销售网络，同时页岩气高效开发也将成为公司的一个增长点。
- 低估值+高分红优势:** 2018年分红508亿元、股利支付率高达80.6%；2013-2018年股息率平均5.4%；10X PE、0.94X PB，具备长期投资价值。

5.2 推荐逻辑

卫星石化

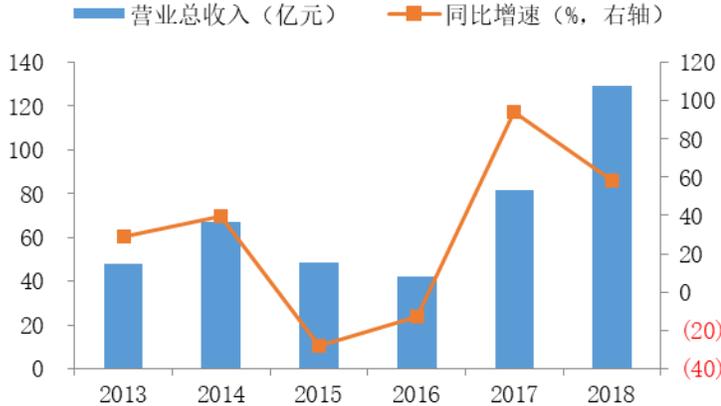
- ✦ **C3产业链一体化龙头公司：**打造“丙烷-丙烯-丙烯酸-高附加值产品”全产业链，是国内最大丙烯酸制造商；公司丙烯酸成本低于国内同行，竞争优势突出，抵御风险能力强；
- ✦ **C3产能扩张 巩固公司龙头优势：**45万吨/年PDH二期即将全面投产，其中PDH装置、15万吨/年聚丙烯装置已投产，6万吨/年SAP、36万吨/年丙烯酸及酯预计年内陆续投产，进一步巩固行业竞争优势。
- ✦ **C2项目有序推进 开启向上空间：**率先布局乙烷裂解制乙烯项目（两期各125万吨/年），国内第一套乙烷裂解制乙烯装置，开启向上发展空间。未来中美双方不再加征新的关税为大概率事件，有利于公司C2项目。
- ✦ **地处长三角氢走廊发展带 与浙能集团开展富氢利用战略合作：**公司C3和C2生产基地分别位于浙江嘉兴和江苏连云港，地处长三角氢走廊发展带。4月29日，公司与浙江省能源集团有限公司签订了富氢利用战略合作协议。浙能集团发挥其省属能源企业全产业链优势，布局覆盖全省的氢能供给网络；卫星石化发挥工业副产氢富余的优势，为浙能集团氢能供应提供保障。目前公司富余氢气2.6万吨/年，未来乙烷项目将带来超过20万吨/年的氢气，潜力巨大。

5.2 推荐逻辑

广汇能源

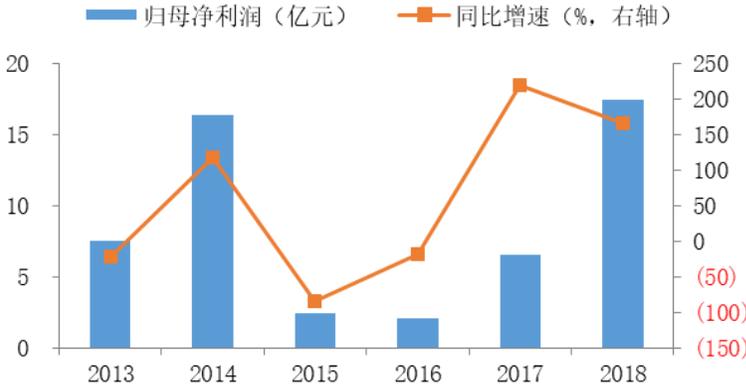
- 低成本煤炭资源优势：**公司煤炭资源丰富，80%以上属露天开采，呈开采难度低、成本低的双低优势。
- 低成本天然气优势：**斋桑油气田生产的天然气和哈密煤化工项目生产的天然气，成本非常低，优势显著。
- LNG接收站优势：**江苏启东已投产一期60万吨/年、二期115万吨/年，三期预计年内投产；岳阳一期50万吨/年已核准。
- 其他项目：**红淖铁路项目、粗芳烃加氢项目、煤炭分级提质利用项目、荒煤气生产乙二醇项目等，打开企业向上发展空间。

公司营收及增长率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

公司归母净利润及增长率



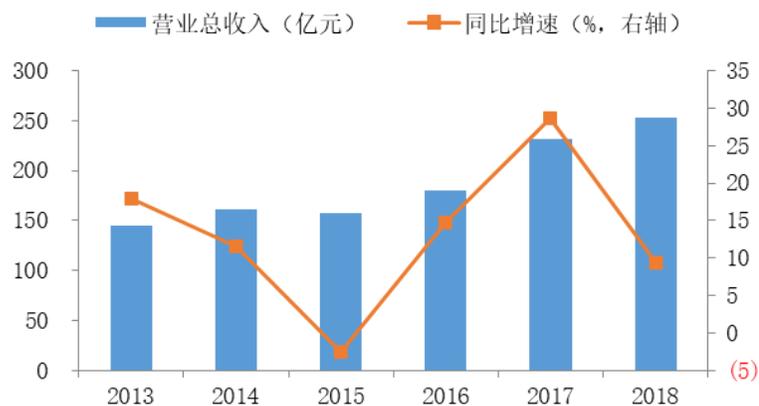
资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

5.2 推荐逻辑

金发科技

- 改性塑料行业龙头规模优势：**亚太地区规模最大、产品种类最为齐全的改性塑料生产企业；受未来石化行业竞争加剧影响，产业链利润有望流向加工环节。
- 完全生物降解塑料占领行业制高点：**产能全球前三、亚洲第一，是市场最大的海外供应商，占据欧洲市场30%的份额；未来随着快递包装、商超购物袋、可生物降解地膜的推广，将实现快速发展。
- 布局其他化工新材料：**环保高性能再生塑料（公司具有全国最大的生态木生产规模）、特种工程塑料、碳纤维及复合材料。

公司营收及增长率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

公司归母净利润及增长率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

