

石油化工

证券研究报告
2019年10月06日

19Q3 业绩预测：关注外部压力下的内生动力

投资评级

行业评级 强于大市(调高评级)
上次评级 中性

作者

张樾樾 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517120003
zhangxixi@tfzq.com

贾广博 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519010002
jiaguangbo@tfzq.com

刘子栋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519090001
liuzidong@tfzq.com

郑小兵 联系人
zhengxiaobing@tfzq.com

三桶油：增储降本对抗油价下跌

三桶油在 2019 年上半年均体现出降本趋势。未来若干年，在加大勘探开发政策推动下，新储量的上表，将拉动三桶油上游成本进一步下降。

仅看 Q3，布伦特原油和 Oman 价格环比均下降约 6 美金/桶，跌幅 9%。预计三桶油实现油价也有与此相当幅度的环比下降。考虑人民币贬值，Q3 人民币计价的实现油价降幅预计在 6-7%。降本有助于缓和上游盈利下跌幅度。预计三桶油 Q3 上游盈利环比小幅下降。

民营大炼化：聚酯盈利新稳态，炼化盈利或继续超预期

1) 成品油价差有一定韧性。Q3 国内主营炼厂裂解价差 1388 元/吨，环比 Q2 的 1480 元/吨小幅下降。2) 聚酯产业链利润重新分配，目前以涤纶长丝环节盈利稳定且丰厚。

我们判断，民营大炼化项目在投产初期，折旧、财务费用等成本包袱较轻，结合当前涤纶长丝较好的盈利情况，预计 Q3 及 Q4 有望进入业绩释放期。

油服：受益国内加大自主开发，行业景气持续向上

油服行业景气持续复苏，国际海上钻井平台使用率持续提升，国内陆上及海上装备使用率接近饱和，设备需求旺盛。在“七年行动计划”的要求下，未来国内上游勘探开发投资持续性有保证，油服行业有望进入较长的景气周期。

19Q3，预计中海油服钻井平台使用率维持饱满，价格稳定，业绩有望环比维持高位；海油工程进入下半年订单结算高峰，业绩有望转正。

风险提示：国际油价进一步大幅下跌导致产业链库存损失严重的风险；主要化工品产能区域过剩导致盈利低迷风险；贸易战升级对需求的负面影响，以及石油天然气进口来源受限的风险。

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《石油化工-行业点评:关注沙特遇袭对化工品市场的影响》 2019-09-18
- 《石油化工-行业点评:烯烃原料轻质化,老逻辑的新演绎》 2019-08-11
- 《石油化工-行业专题研究:专题:揭开沙特阿美神秘面纱》 2019-08-03



1. 三桶油：增储降本对抗油价下跌

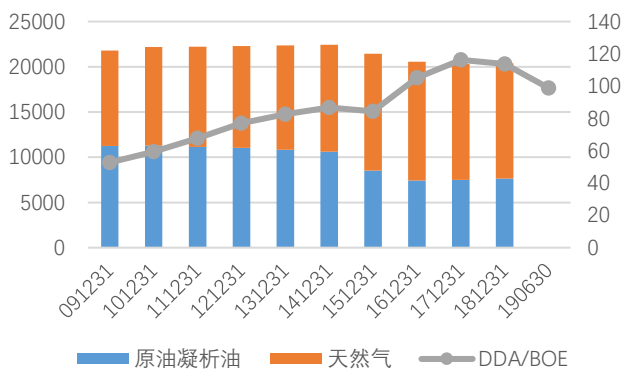
三桶油在 2019 年上半年均体现出降本趋势。中石油 19H 桶油成本同比下降 7.6 美金/桶至 50 美金/桶以下，以人民币计价的成本-197 元/吨。中国海洋石油桶油主要成本首次降至 30 美金/桶以下。中石化折旧摊销折耗成本同比下降 29 亿。上游成本下降的重要原因之一，如中石油在其中报中指出的“增加油气储量”，以及中海油中报指出的“增储带来单位 DDA 成本下降”。

未来若干年，在政策推动下，三桶油仍有较好的增储潜力。中海油提出，2019 年储量替代率要达到 120%。中石油近期公告了勘探重大发现，鄂尔多斯盆地和四川盆地分别获得 3.58 亿吨原油、7410 亿方天然气的新增探明储量。未来新储量的上表，将拉动三桶油上游成本进一步下降。

我们认为，对三桶油上游业务长期不必悲观。如果把国际油价作为外生变量，三桶油加大勘探开发力度带来的增储降本就是重要的内在变化，桶油成本的下降将有助于合理估值水平上台阶。

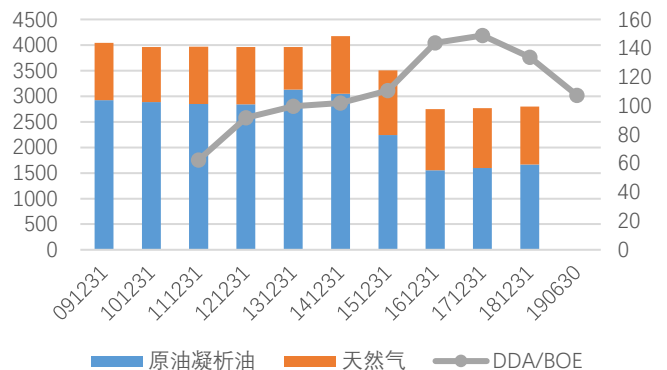
仅看 Q3，布伦特原油和 Oman 价格环比均下降约 6 美金/桶，跌幅 9%。预计三桶油实现油价也有与此相当幅度的环比下降。考虑人民币贬值，Q3 人民币计价的实现油价降幅预计在 6-7%。降本有助于缓和上游盈利下跌幅度。预计三桶油 Q3 上游盈利环比小幅下降。

图 1：中国石油采储量（左轴,百万桶油当量）和 DDA（右轴,元/桶）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：中国石化采储量（左轴,百万桶油当量）和 DDA（右轴,元/桶）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 民营大炼化：聚酯盈利新稳态，炼化盈利或继续超预期

成品油价差有一定韧性。尽管 Q3 一路下探至一年低位，但 9 月中旬油价快速回调之后，成品油价回调不明显，裂解价差快速恢复。Q3 国内主营炼厂裂解价差 1388 元/吨，环比 Q2 的 1480 元/吨小幅下降。

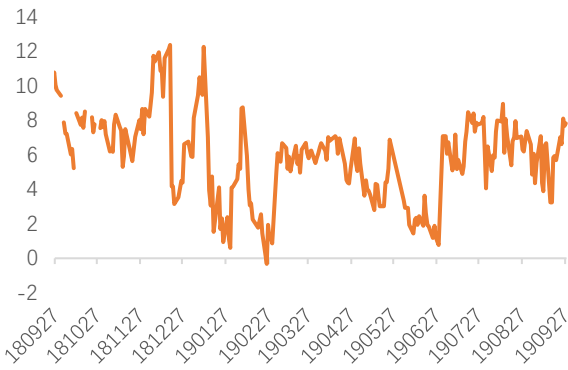
聚酯产业链利润重新分配。恒力炼化 PX 投产是一个明确的时间分界，此前产业链利润以 PX 最丰厚，此后经历了剧烈调整，目前以涤纶长丝环节盈利稳定且丰厚。

民营炼化中，恒力石化项目率先投产，且在 Q2 贡献 13.6 亿业绩，大超市场预期。恒逸石化文莱炼油项目 9 月投产，Q4 有望贡献业绩。我们判断，民营大炼化项目在投产初期，折旧、财务费用等成本包袱较轻，结合当前涤纶长丝较好的盈利情况，预计 Q3 及 Q4 有望进入业绩释放期。

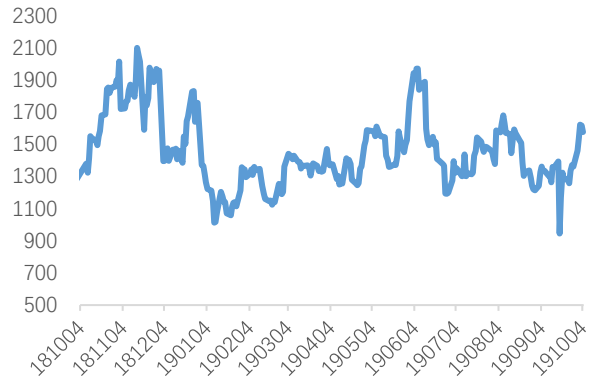
展望 Q4，需要注意沙特官价贴水变化，以及原油运费暴涨，给炼化行业带来的潜在影响。

图 3：亚太成品油裂解价差（美元/桶）

图 4：国内主营炼厂裂解价差（元/吨）

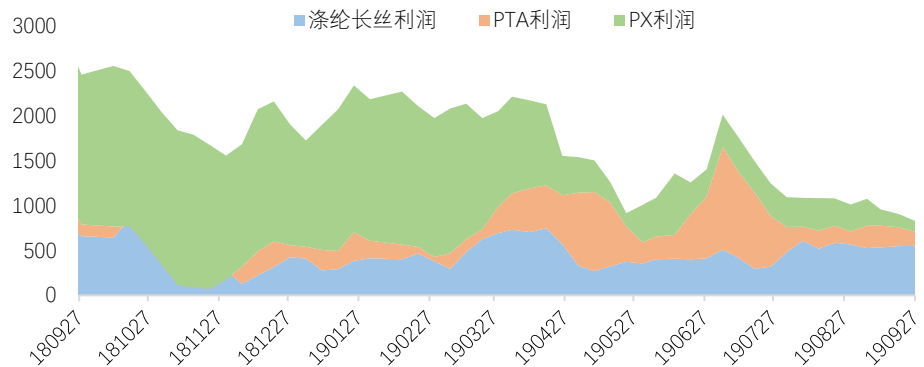


资料来源: bloomberg, 天风证券研究所



资料来源: 隆众石化, 天风证券研究所

图 5: 涤纶长丝、PTA、PX 单位利润 (元/吨)



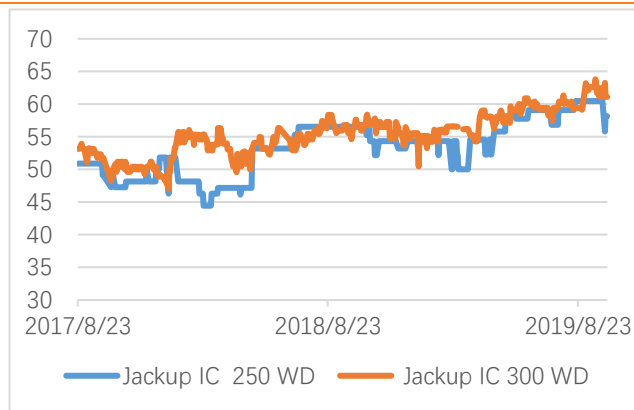
资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

3. 油服: 景气持续向上

油服行业景气持续复苏, 国际海上钻井平台使用率持续提升, 国内陆上及海上装备使用率接近饱和, 设备需求旺盛。在“七年行动计划”的要求下, 未来国内上游勘探开发投资持续性有保证, 油服行业有望进入较长的景气周期。

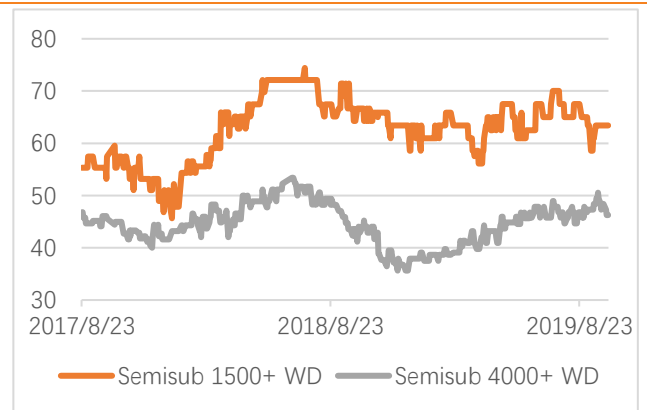
19Q3, 预计中海油服钻井平台使用率维持饱满, 价格稳定, 业绩有望环比维持高位; 海油工程进入下半年订单结算高峰, 业绩有望转正。

图 6: 海上自升式钻井平台使用率 (%)



资料来源: bloomberg, 天风证券研究所

图 7: 海上自半潜式井平台使用率 (%)



资料来源: bloomberg, 天风证券研究所

4. 业绩预测

表 1: 主要上市公司 19Q3 业绩预测 (亿元)

上市公司	2018Q3	2019Q3E	单季度同比	2018Q1-3	2019Q1-3	累计同比
------	--------	---------	-------	----------	----------	------

中国石油	210.4	140.0	-33%	481.2	424.2	-12%
中国石化	183.8	134.0	-27%	599.8	447.4	-25%
中海油服	1.0	9.7	887%	-2.8	19.4	转正
海油工程	0.4	4.0	835%	-1.4	-3.1	—
中油工程	4.0	4.0	0%	5.2	4.8	-7%
恒逸石化	11.0	10.8	-2%	22.0	23.6	7%
荣盛石化	6.5	6.6	1%	17.7	17.1	-21%
恒力股份	17.7	41.5	134%	36.5	81.7	124%
卫星石化	3.0	3.2	8%	6.2	8.8	41%
广汇能源	4.9	2.5	-49%	13.6	10.3	-24%
中曼石油	-0.3	0.9	—	0.8	1.2	51%
齐翔腾达	1.9	2.1	9%	7.0	5.6	-19%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/或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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/或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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com