

# 板块分化现端倪，油气保供高确定

## ——石油石化 2019 中报点评

投资建议：中性

上次建议：中性

### 事件：

42家A股上市石油石化公司2019年中报公布，2019H1行业营收稳健增长，2019Q2行业利润增幅较大。

### 投资要点：

#### ➤ 石油石化行业2019Q2业绩环比改善，估值小幅走高

以中信石油石化行业（不包括中国石油、中国石化）的42家上市公司为样本，2019上半年整体营收同比增长17.4%，2019Q2营收同比增长16.1%。2019H1石化行业归属于上市公司股东的净利润同比增长6.9%，2019Q2行业净利润同比提升27.7%。42家公司整体（剔除负值）的平均市盈率为37.47X，相对全部A股市盈率溢价41.93%，处于近年较高位置，其整体PB为1.96X，相对全部A股净资产率溢价18.07%，处于历史较低位置。

#### ➤ 2019H1石油石化行业资产负债率再创新高，经营性现金流净额回升

以上述42家公司计，截至2019年6月30日，行业总资产为9879.45亿元，同比增长21.97%；负债总额为6249.45亿元，同比增长31.69%；行业资产负债率为63.26%，同比提升4.67个百分点，环比增加1.32个百分点，续创历史新高。季末银行贷款负债环比降低1.53个百分点，整体仍呈升高趋势；经营性负债占比环比上升1.08个百分点，处于历史中等偏高位置；债券融资负债占比整体相对平稳。石化行业固定资产总额占总资产的27.97%，较上季度末大增6.66个百分点，占比扭转了原先的下降趋势；在建工程（合计）总额为1707.41亿元，占总资产总额比例为17.28%，较上季度末降低1.00个百分点，终止了过去7个季度的增长态势，总体仍处于历史较高水平，石油石化行业扩张意愿略微回落。2019H1现金流净额继续改善，同比增加14.12%，2019Q1相对上年同期则出现下滑。

#### ➤ 维持“中性”评级

基于美油出口能力提升带来的供应过剩，我们维持行业“中性”评级。在地缘政治抬升风险溢价及能源安全面临长期挑战背景下，我们认为上游资本开支及国家管网公司建设需求将提升，利好采掘、油服及专业工程板块，亦促进了天然气、煤炭对原油的部分替代，煤化工、天然气化工产品未来趋势向好。建议关注中国石油股份（0857.HK）、中油工程

（600339.SH）、新奥股份（600803.SH）、航天工程（603698.SH）、中曼石油（603619.SH）、中石化冠德（0934.HK）、中石化炼化工程（2386.HK）等标的。

#### ➤ 风险提示

贸易摩擦与宏观经济疲软致需求不振的风险；国际原油价格大幅下跌的风险；政策推行进度不及预期的风险；地缘政治影响业务开展的风险。

### 一年内行业相对大盘走势



马群星 分析师

执业证书编号：S0590516080001

电话：0510-85613163

邮箱：maqx@glsc.com.cn

吴诚 分析师

执业证书编号：S0590519070001

电话：0510-85611779

邮箱：wucheng@glsc.com.cn

胡亦明 分析师

执业证书编号：S0590519050001

电话：0510-85611779

邮箱：huym@glsc.com.cn

### 相关报告

- 1、《江苏省确定化工产业安全环保整治目标，计划关闭三分之一企业》
- 2、《行业盈利同比下滑，聚焦优质细分冠军》  
《化工》
- 3、《沙特原油供给遇袭影响油价走势，关注近油端化工品及煤化工》

## 正文目录

|      |                                 |    |
|------|---------------------------------|----|
| 1.   | 2019H1 石油石化行业营收稳健增长，行业估值整体略升    | 3  |
| 1.1. | 2019 年上半年石油石化行业营收利润稳健增长         | 3  |
| 1.2. | 年初至今石油石化指数上涨 23.62%，股价表现中等偏下    | 3  |
| 1.3. | 石油石化行业市盈率抬升，市净率仍处于历史低位          | 4  |
| 2.   | 石油石化 2019 上半年营收稳健增长，Q2 利润增幅较大   | 4  |
| 2.1. | 石油石化行业 2019 上半年营收稳健增长，Q2 利润增幅较大 | 4  |
| 2.2. | 2019Q2 毛利率回升，期间费用率继续下降，净利率回升    | 5  |
| 2.3. | 炼油毛利略升，各板块费用率继续下降               | 5  |
| 3.   | 石油石化资产负债率同比上涨，扩张意愿增强            | 7  |
| 3.1. | 总资产、总负债继续大增，资产负债率再创新高           | 7  |
| 3.2. | 炼油板块资产负债率大增，其余以缓慢复苏为主           | 7  |
| 3.3. | 在建工程占比仍在高位，存货周转率显著回落            | 8  |
| 4.   | 石油石化行业 2019H1 经营性现金流净额回升        | 9  |
| 4.1. | 经营性现金流与投资支出良好，扩张意愿持续提升          | 9  |
| 4.2. | 炼油与油服板块经营性现金流同比改善               | 10 |
| 5.   | 石油化工行业 ROE、ROA 继续回升             | 10 |
| 6.   | 重点推荐标的                          | 11 |
| 7.   | 风险提示                            | 13 |

## 图表目录

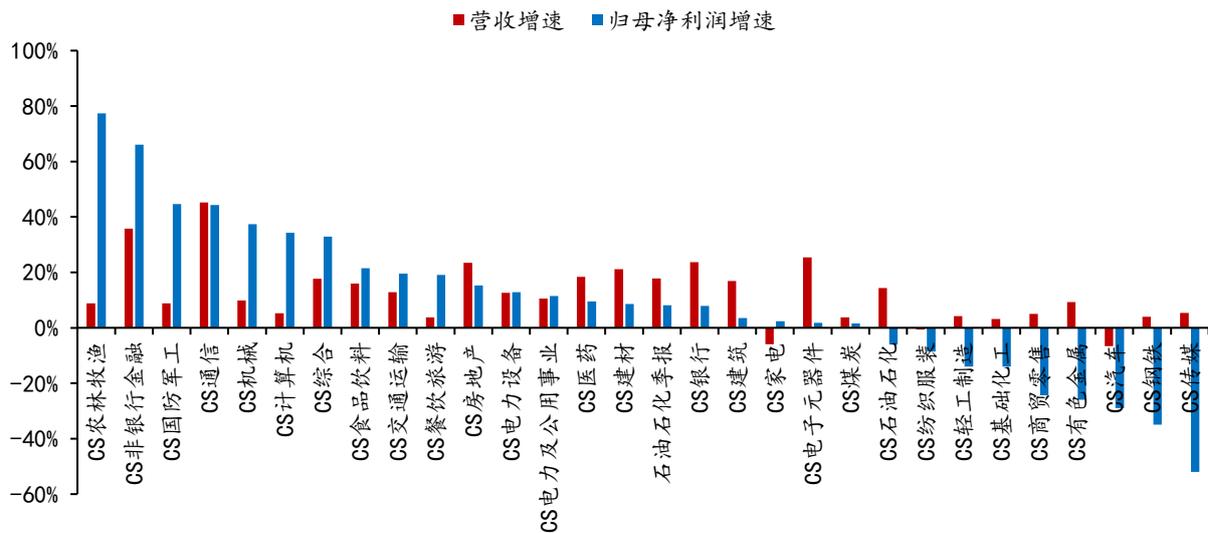
|        |  |    |
|--------|--|----|
| 图表 1:  | 2019 上半年中信各板块营收利润同比增速 (%)              | 3  |
| 图表 2:  | 年初至今 (截至 2019 年 9 月 9 日) 中信各子行业涨跌幅 (%) | 3  |
| 图表 3:  | 近年石油石化行业利润表 (百万元)                      | 4  |
| 图表 4:  | 近年 Q2 单季度石油石化行业利润表 (百万元)               | 4  |
| 图表 5:  | 石油石化行业毛利率、净利率和期间费用率                    | 5  |
| 图表 6:  | 石油石化行业销售、管理、财务费用率                      | 5  |
| 图表 7:  | 石油开采毛利率、净利率和期间费用率                      | 6  |
| 图表 8:  | 炼油毛利率、净利率和期间费用率                        | 6  |
| 图表 9:  | 其他石化毛利率、净利率和期间费用率                      | 6  |
| 图表 10: | 销售与仓储毛利率、净利率和期间费用率                     | 6  |
| 图表 11: | 油田服务毛利率、净利率和期间费用率                      | 6  |
| 图表 12: | 近年石油石化行业资产负债情况                         | 7  |
| 图表 13: | 近年石油石化行业资产负债率情况                        | 8  |
| 图表 14: | 近年石油石化行业负债来源情况                         | 8  |
| 图表 15: | 近年石油石化细分板块资产负债率情况                      | 8  |
| 图表 16: | 近年在建工程、固定资产占比情况                        | 9  |
| 图表 17: | 近年存货周转率情况 (次)                          | 9  |
| 图表 18: | 细分板块在建工程/固定资产比例                        | 9  |
| 图表 19: | 细分板块存货周转率 (次)                          | 9  |
| 图表 20: | 近年石油石化行业现金流情况                          | 10 |
| 图表 21: | 近年 H1 各板块经营性现金流净额 (百万)                 | 10 |
| 图表 22: | 石化行业单季度 ROA 和 ROE 情况 (%)               | 11 |
| 图表 23: | 细分板块单季度 ROE 情况 (%)                     | 11 |

## 1. 2019H1 石油石化行业营收稳健增长，行业估值整体略升

### 1.1.2019 年上半年石油石化行业营收利润稳健增长

以中信石油石化行业（不包括中国石油、中国石化）的 42 家上市公司为样本，其 2019 年上半年整体营收同比增长 17.8%，在中信 29 个子行业中排名第 8 位；2019 年上半年石化行业归属于上市公司股东的净利润同比上升 8.1%，排名第 16 位。

图表 1：2019 上半年中信各板块营收利润同比增速 (%)

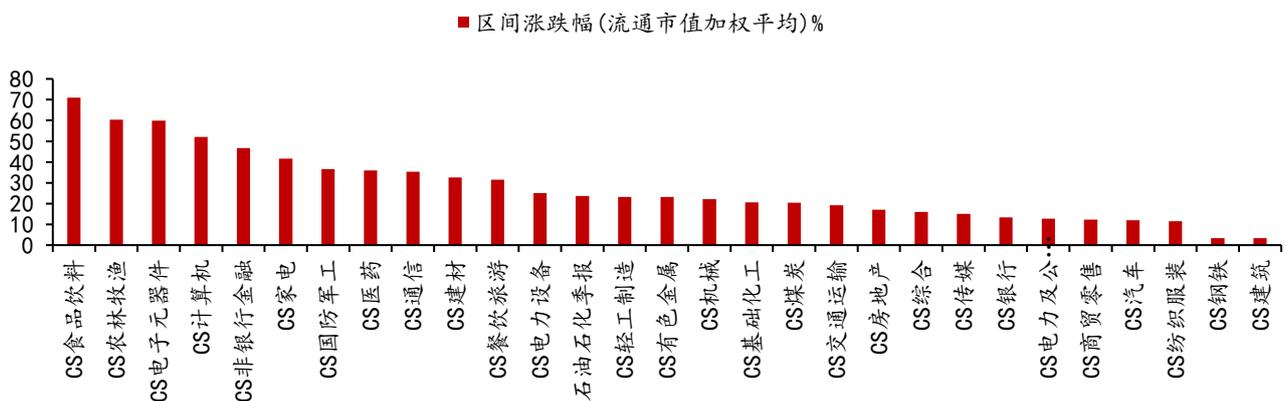


来源：Wind，国联证券研究所

### 1.2.年初至今石油石化指数上涨 23.62%，股价表现中等偏下

以我们统计的 42 家石油石化公司为样本，截至 2019 年 9 月 9 日，其指数上涨 23.62%，涨幅位列 29 个子行业中第 13 位，相对全部 A 股涨幅 27.32%，股价表现中等偏下。

图表 2：年初至今（截至 2019 年 9 月 9 日）中信各子行业涨跌幅 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

### 1.3. 石油石化行业市盈率抬升，市净率仍处于历史低位

以 2019 年 9 月 9 日收盘价计算，统计的 42 家石油石化公司整体（剔除负值）的平均市盈率（整体法）为 37.47X，相对全部 A 股市盈率 26.40X，溢价 41.93%，处于近年较高位置。44 家石油石化公司整体 PB 为 1.96X，相对全部 A 股市净率 1.66X，溢价 18.07%，处于历史较低位置。

## 2. 石油石化 2019 上半年营收稳健增长，Q2 利润增幅较大

### 2.1. 石油石化行业 2019 上半年营收稳健增长，Q2 利润增幅较大

2019 上半年，我们统计的 42 家石油石化行业公司共实现营收 3865.09 亿元，较去年同比增长 17.4%；营业成本 3399.19 亿元，同比增长 18.2%；石化板块归属上市公司股东的净利润 156.41 亿元，同比增长 6.9%。

图表 3：近年石油石化行业利润表（百万元）

|             | 2015H1  | 2016H1  | 2017H1  | 2018H1  | 2019H1  |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入        | 176,688 | 172,077 | 255,491 | 329,143 | 386,509 |
| 营业成本        | 151,063 | 149,349 | 224,521 | 287,648 | 339,919 |
| 营业税金及附加     | 8,858   | 7,945   | 8,215   | 8,482   | 8,580   |
| 销售费用        | 1,817   | 1,890   | 1,938   | 2,610   | 3,662   |
| 管理费用        | 6,833   | 7,990   | 8,836   | 9,998   | 8,370   |
| 财务费用        | 3,032   | 3,312   | 3,586   | 4,030   | 4,596   |
| 资产减值损失      | 1,496   | 7,960   | 437     | 446     | 883     |
| 投资净收益       | 1,154   | 355     | 1,382   | 1,849   | 2,608   |
| 营业利润        | 4,844   | -5,917  | 9,878   | 18,798  | 20,101  |
| 利润总额        | 5,626   | -4,049  | 10,306  | 19,098  | 20,198  |
| 所得税         | 1,863   | 2,183   | 2,759   | 4,467   | 4,557   |
| 净利润         | 3,763   | -6,232  | 7,546   | 14,630  | 15,641  |
| 归属母公司股东的净利润 | 3,827   | -5,974  | 7,401   | 14,060  | 15,159  |

来源：Wind，国联证券研究所

单看 2019 年 Q2，石化板块实现营收 2110.42 亿元，同比增长 16.1%，实现归属于上市公司股东的净利润 105.70 亿元，同比大幅增长 27.7%，这可归因于二季度原油价格较去年同期低位运行，下游石化产品成本降低。

图表 4：近年 Q2 单季度石油石化行业利润表（百万元）

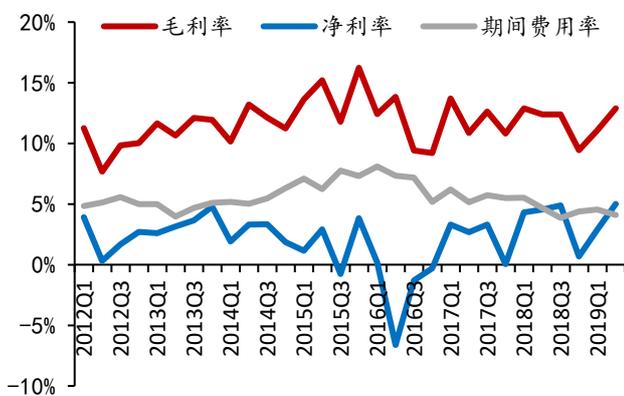
|         | 2015Q2 | 2016Q2 | 2017Q2  | 2018Q2  | 2019Q2  |
|---------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入    | 99,175 | 96,065 | 143,135 | 181,735 | 211,042 |
| 营业成本    | 84,107 | 82,768 | 127,569 | 159,231 | 183,866 |
| 营业税金及附加 | 4,489  | 4,327  | 3,941   | 4,162   | 4,398   |
| 销售费用    | 932    | 986    | 991     | 1,522   | 1,897   |

|             |       |        |       |        |        |
|-------------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 管理费用        | 3,695 | 4,366  | 4,426 | 5,200  | 4,354  |
| 财务费用        | 1,548 | 1,687  | 1,971 | 1,761  | 2,419  |
| 资产减值损失      | 1,626 | 7,896  | 359   | 412    | 739    |
| 投资净收益       | 691   | 638    | 572   | 1,116  | 1,714  |
| 营业利润        | 3,583 | -5,273 | 4,879 | 10,873 | 13,560 |
| 利润总额        | 4,115 | -4,971 | 5,007 | 10,911 | 13,566 |
| 所得税         | 1,234 | 1,390  | 1,185 | 2,633  | 2,997  |
| 净利润         | 2,881 | -6,361 | 3,822 | 8,278  | 10,570 |
| 归属母公司股东的净利润 | 2,867 | -6,225 | 3,737 | 7,993  | 10,194 |

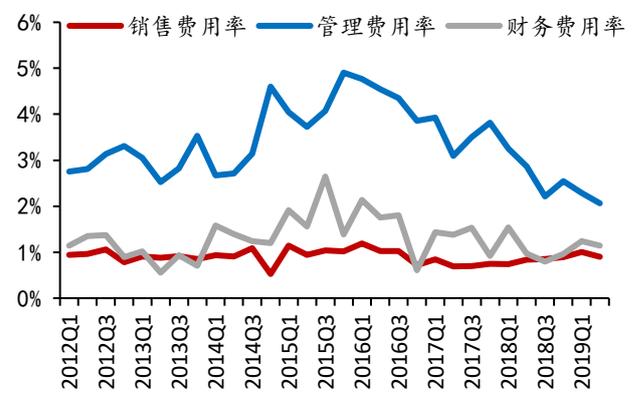
来源：Wind，国联证券研究所

## 2.2. 2019Q2 毛利率回升，期间费用率继续下降，净利率回升

2019Q2，石油石化行业综合毛利率为 12.88%，同比增加 0.5 个百分点，环比增加 1.82 个百分点；期间费用率为 4.11%，同比下降 0.56 个百分点，拆分来看，2019Q2 销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 0.90%、2.06%和 1.15%，2018 年 Q1 以来管理费用下降趋势明显。

**图表 5：石油石化行业毛利率、净利率和期间费用率**


来源：Wind，国联证券研究所

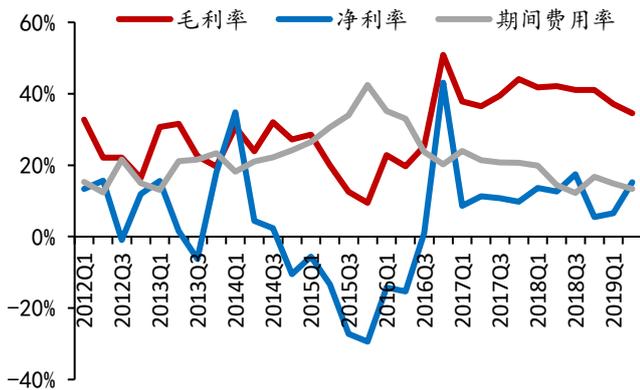
**图表 6：石油石化行业销售、管理、财务费用率**


来源：Wind，国联证券研究所

## 2.3. 炼油毛利略升，各板块费用率继续下降

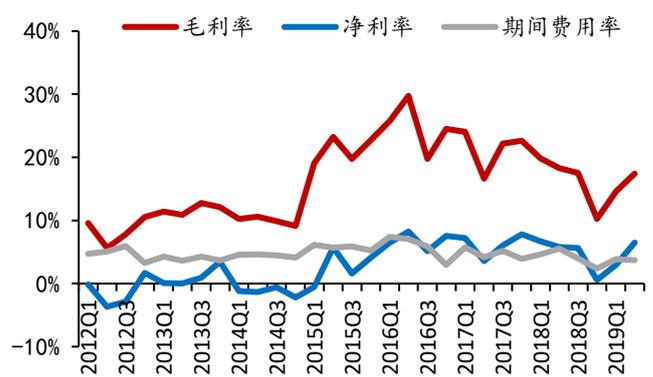
按照中信石油石化行业的划分，其下游五个子板块：石油开采、炼油、其他石化、油品销售及仓储和油田服务。2019Q2，石油开采板块毛利率为 34.52%，较前期略降，主要是受国际油价下滑影响；炼油板块毛利率相应提升至 17.41%；其他石化方面，毛利率 8.80%；油品销售与仓储毛利率 8.43%；二季度油价略有回暖，油田服务毛利率由一季度 7.68% 低点小幅提升至 11.78%。

图表 7：石油开采毛利率、净利率和期间费用率



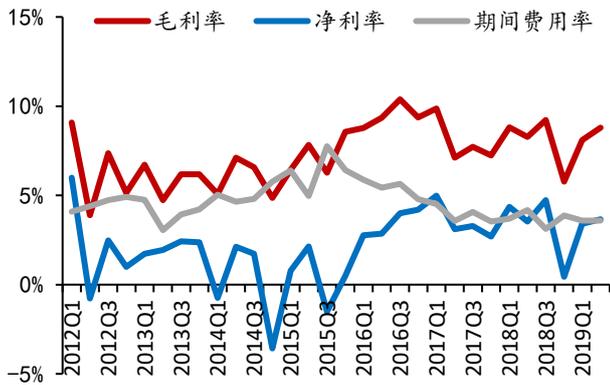
来源：Wind，国联证券研究所

图表 8：炼油毛利率、净利率和期间费用率



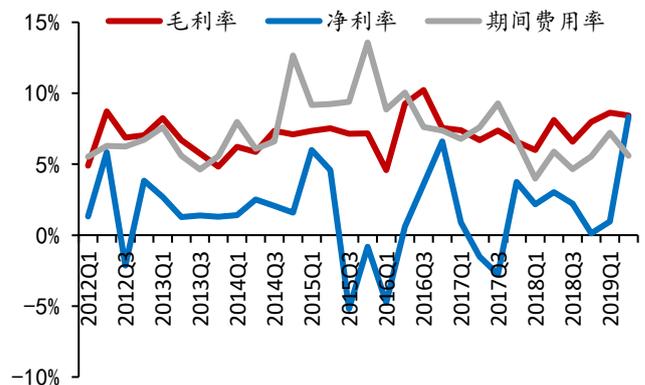
来源：Wind，国联证券研究所

图表 9：其他石化毛利率、净利率和期间费用率



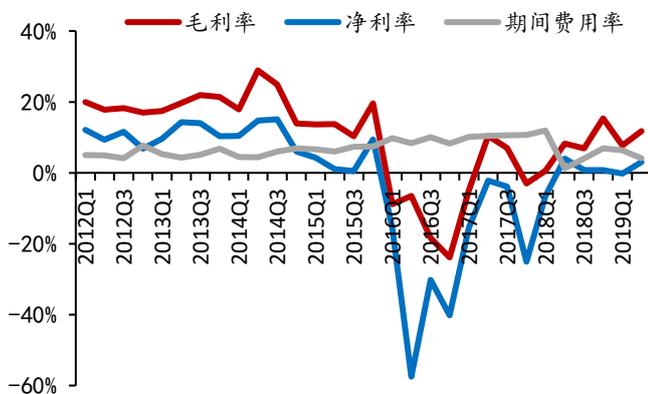
来源：Wind，国联证券研究所

图表 10：销售与仓储毛利率、净利率和期间费用率



来源：Wind，国联证券研究所

图表 11：油田服务毛利率、净利率和期间费用率



来源：Wind，国联证券研究所

期间费用率方面，各板块期间费用率均呈现稳中有降的趋势。

### 3. 石油石化资产负债率同比上涨，扩张意愿增强

#### 3.1. 总资产、总负债继续大增，资产负债率再创新高

以我们统计的 42 家石油石化上市公司计，截至 2019 年 6 月 30 日，行业总资产为 9879.45 亿元，同比增长 21.97%；负债总额为 6249.45 亿元，同比增长 31.69%；行业资产负债率为 63.26%，同比提升 4.67 个百分点，环比增加 1.32 个百分点，近期资产负债率续创历史新高。

图表 12：近年石油石化行业资产负债情况

| 资产负债表 (单位: 百万元)      | 2014/6/30      | 2015/6/30      | 2016/6/30      | 2017/6/30      | 2018/6/30      | 2019/6/30      |
|----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>资产:</b>           |                |                |                |                |                |                |
| 货币资金                 | 41,207         | 45,782         | 58,721         | 81,432         | 135,150        | 132,395        |
| 应收票据及应收账款            | 40,576         | 52,906         | 48,463         | 72,548         | 80,358         | 85,187         |
| 其他应收款 (合计)           | 2,781          | 6,535          | 7,884          | 13,644         | 15,642         | 14,367         |
| 预付款项                 | 9,404          | 10,557         | 13,627         | 17,803         | 19,340         | 20,265         |
| 存货                   | 39,363         | 49,880         | 48,046         | 80,456         | 74,846         | 95,138         |
| 流动资产合计               | 147,061        | 179,756        | 200,990        | 288,565        | 361,260        | 395,013        |
| 固定资产                 | 157,020        | 204,152        | 220,161        | 225,022        | 241,154        | 276,290        |
| 在建工程 (合计)            | 48,068         | 49,749         | 43,482         | 42,318         | 92,774         | 170,741        |
| 非流动资产合计              | 254,100        | 310,162        | 326,980        | 338,771        | 448,713        | 592,932        |
| <b>资产总计</b>          | <b>401,161</b> | <b>489,918</b> | <b>527,971</b> | <b>627,336</b> | <b>809,973</b> | <b>987,945</b> |
| <b>负债:</b>           |                |                |                |                |                |                |
| 短期借款                 | 69,946         | 81,300         | 89,836         | 94,820         | 131,303        | 143,248        |
| 应付票据及应付账款            | 54,611         | 81,235         | 78,900         | 115,103        | 132,161        | 174,271        |
| 预收款项                 | 5,446          | 11,104         | 11,153         | 34,035         | 36,022         | 40,366         |
| 其他应付款 (合计)           | 12,317         | 18,707         | 19,101         | 24,548         | 24,158         | 25,208         |
| 一年内到期的非流动负债          | 9,388          | 15,467         | 18,704         | 18,970         | 12,598         | 23,854         |
| 流动负债合计               | 156,497        | 217,551        | 228,676        | 299,860        | 358,854        | 425,817        |
| 长期借款                 | 42,644         | 35,550         | 34,043         | 30,528         | 62,697         | 133,596        |
| 应付债券                 | 19,177         | 19,703         | 33,008         | 30,997         | 36,710         | 43,906         |
| 长期应付款 (合计)           | 4,360          | 4,910          | 4,884          | 3,549          | 5,008          | 5,953          |
| 非流动负债合计              | 72,676         | 67,661         | 80,039         | 74,359         | 115,710        | 199,128        |
| <b>负债合计</b>          | <b>229,174</b> | <b>285,212</b> | <b>308,715</b> | <b>374,219</b> | <b>474,564</b> | <b>624,945</b> |
| <b>所有者权益(或股东权益):</b> |                |                |                |                |                |                |
| 所有者权益合计              | 171,987        | 204,707        | 219,256        | 253,117        | 335,410        | 363,000        |
| <b>负债和所有者权益总计</b>    | <b>401,161</b> | <b>489,918</b> | <b>527,971</b> | <b>627,336</b> | <b>809,973</b> | <b>987,945</b> |

来源: Wind, 国联证券研究所

#### 3.2. 炼油板块资产负债率大增，其余以缓慢复苏为主

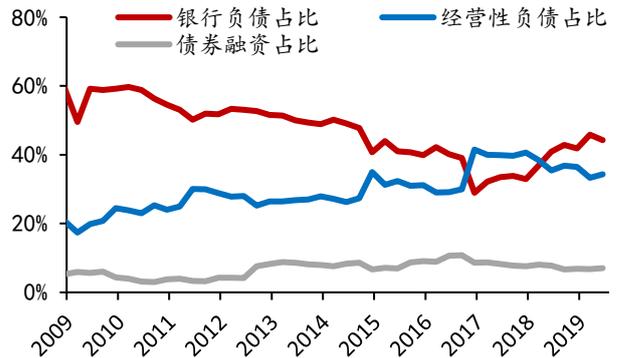
截至 2019 年 6 月 30 日，银行贷款、经营性负债和债券融资负债占比分别为 44.30%、34.35% 和 7.03%。本季度末银行贷款负债较前一季度降低 1.53 个百分点，整体仍呈升高趋势；经营性负债占比较上季度末上升 1.08 个百分点，处于历史中等偏高的位置；债券融资负债占比整体相对平稳。

图表 13：近年石油石化行业资产负债率情况



来源：Wind，国联证券研究所

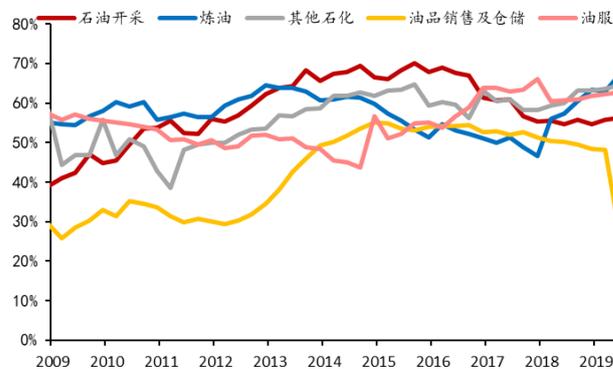
图表 14：近年石油石化行业负债来源情况



来源：Wind，国联证券研究所

从细分行业资产负债率情况来看，石油开采板块资产负债率从 2018 年的低点开始缓慢复苏，2019H1 资产负债率为 56.13%，同比提升 1.49%，环比微增 0.46%。原先长期下降后于去年反转的炼油板块总体延续升势：2019H1 资产负债率为 66.84%，较上年同期大增 9.47 个百分点，较上一季度提升 3.99 个百分点。其他石化板块负债率为 64.44%，较上年同期上升 4.49 个百分点，继续保持回升。油品销售及仓储板块资产负债率为 28.54%，同比大幅下降 21.67 个百分点，主要系海越能源总负债大幅下降所致。油服板块资产负债率在 2018Q1 显著下降后，目前处于缓慢回升之中，当季资产负债率为 62.59%，同比提升 2.02%，环比微升 0.28%。

图表 15：近年石油石化细分板块资产负债率情况

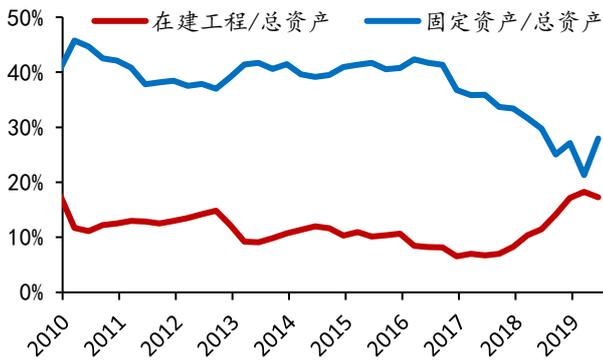


来源：Wind，国联证券研究所

### 3.3. 在建工程占比仍在高位，存货周转率显著回落

以我们统计的 42 家石油石化上市公司计，截至 2019 年 6 月 30 日，固定资产总额为 2762.90 亿元，占总资产的比例为 27.97%，较上季度末大增了 6.66 个百分点，占比扭转了原先的下降趋势；2019 年 6 月 30 日，在建工程（合计）总额为 1707.41 亿元，占总资产总额比例为 17.28%，较上季度末降低 1.00 个百分点，终止了过去 7 个季度的增长态势，总体仍处于历史较高水平，石油石化行业扩张意愿略微回落。2019 年二季度末，石油石化行业存货周转率为 1.24，同比下滑 39.76%，环比亦明显下降，降至 2009 年以来的历史低点。

图表 16: 近年在建工程、固定资产占比情况



来源: Wind, 国联证券研究所

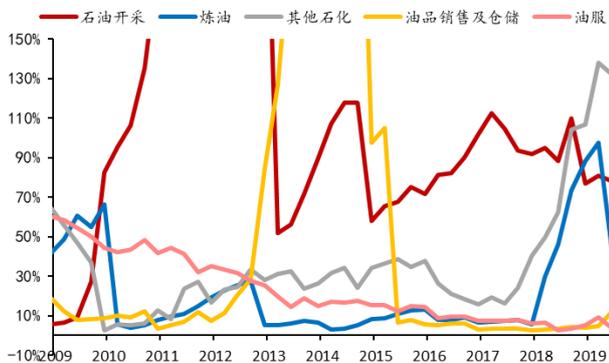
图表 17: 近年存货周转率情况 (次)



来源: Wind, 国联证券研究所

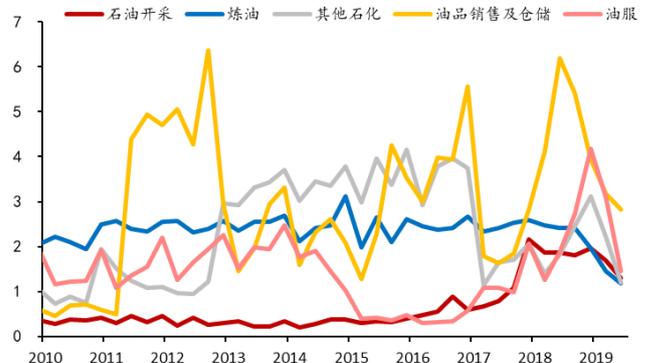
截至 2019 年第二季度末, 石油石化行业在建工程/固定资产为 61.80%, 较去年同期大增 23.33 个百分点。从子行业的情况来看, 主要是其他石化板块在建工程/固定资产比例同比大增 70.18 个百分点至 132.34%, 油品销售及仓储板块同比上升 8.37 个百分点至 11.99%, 剩余板块中石油开采同比下降 9.80 个百分点至 78.30%, 同时炼油与油服变化不大; 而环比来看, 除了油品销售及仓储板块提升 7.39 个百分点至 11.99% 外, 其余板块均出现下降, 其中炼油环比大降 53.15 个百分点至 44.44%。从存货周转率看, 所有板块均出现了同比与环比的下降, 延续了上一季度的下行趋势, 同比降幅最大的是油品销售及仓储板块, 环比降幅最大的是油服板块。

图表 18: 细分板块在建工程/固定资产比例



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 19: 细分板块存货周转率 (次)



来源: Wind, 国联证券研究所

## 4. 石油石化行业 2019H1 经营性现金流净额回升

### 4.1. 经营性现金流与投资支出良好, 扩张意愿持续提升

以统计的 42 家石油石化上市公司为样本, 2019H1 共产生经营性现金流净额 142 亿元, 同比增加 14.12%, 现金流净额继续改善。从构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金看, 石油石化行业 2019H1 年共支出 697 亿元, 同比大增 57.69%, 连续两年呈大幅提升态势, 表明公司扩张意愿持续提升。

图表 20：近年石油石化行业现金流情况

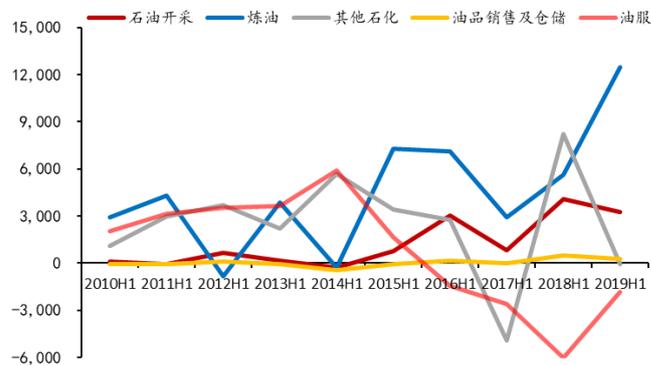
| 现金流量情况 (单位: 亿元)         | 2014H1 | 2015H1 | 2016H1 | 2017H1 | 2018H1 | 2019H1 |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售商品、提供劳务收到的现金          | 1,958  | 1,995  | 1,868  | 2,663  | 3,451  | 4,013  |
| 购买商品、接受劳务支付的现金          | 1,647  | 1,548  | 1,427  | 2,322  | 2,872  | 3,353  |
| 支付给职工以及为职工支付的现金         | 87     | 151    | 144    | 186    | 218    | 247    |
| 经营活动产生的现金流量净额           | 106    | 131    | 117    | -37    | 124    | 142    |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 | 140    | 125    | 107    | 108    | 442    | 697    |
| 净利润                     | 75     | 59     | -17    | 77     | 83     | 106    |
| 现金流净额/净利润               | 142%   | 222%   | -668%  | -48%   | 150%   | 134%   |

来源：Wind，国联证券研究所

#### 4.2. 炼油与油服板块经营性现金流同比改善

从石油石化细分板块来看，2019 年上半年石油开采、炼油、其他石化、油品销售及仓储和油服板块经营性现金流净额分别为 32.67、124.65、-0.45、2.90 和 -18.02 亿元。其中，炼油板块同比大增 122.48%，油服板块减亏 69.94%，其余板块现金流均同比下滑：石油开采板块、其他石化板块、油品销售及仓储板块分别下降 20.05%、100.55%、41.75%。

图表 21：近年 H1 各板块经营性现金流净额（百万）



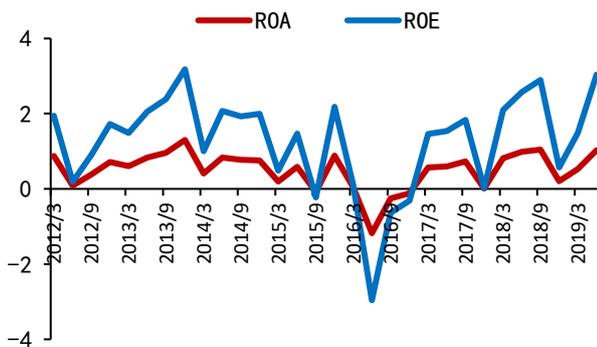
来源：Wind，国联证券研究所

### 5. 石油化工行业 ROE、ROA 继续回升

以统计的 42 家石油石化上市公司为样本，2019Q2 的 ROE 为 3.04%，ROA 为 1.03%。2019Q2 数据的回升延续了 2017 年至今的上行走势，摆脱了 2016Q2 的底部。从石油石化的五个板块来看，除油服板块外，其余板块 ROE 均同比上升，并且所有板块均环比大幅改善。油品销售及仓储板块同比增幅最高，环比也大幅减亏，其他石化板块、石油开采板块与炼油板块 ROE 同比与环比增幅紧随其后，油服板块同比微降但环比增幅最大，上述变化主要还是由于 2018Q4 原油价格的大幅下滑后

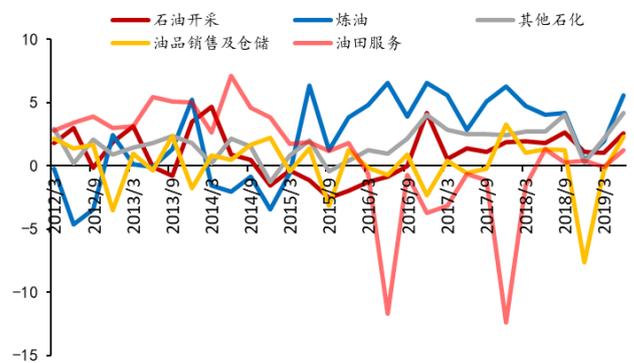
2019 年总体处于油价复苏的状态，期间原油价格主要受 OPEC+维持减产与地缘政治风险加剧的影响。油品销售及仓储板块、炼油板块和其他石化板块基本与油价同步波动，2018Q4 下降后在 2019H1 出现持续回升，其中油品销售及仓储板块波动最剧烈，主要是受到库存贬值、升值带来的影响。油田服务板块与石油开采板块波动幅度较小，其中油服净资产收益率在各板块中居后，虽然原油价格已经走出低谷，油服 2018Q4 同比已大幅改善，但整体仍在修复之前长期低油价对行业带来的伤害，2019Q1 与 2019Q2 的反复表明行业尚未完全进入景气阶段，但相信随着上游勘探与开发资本支出的逐渐提升，板块盈利有望逐步改善。

图表 22：石化行业单季度 ROA 和 ROE 情况 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

图表 23：细分板块单季度 ROE 情况 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

## 6. 重点推荐标的

2019 年 1~8 月份，我国原油进口量同比增长 9.6%，原油生产量则同比微增 1%。其中，8 月产量同比增长 1.0%，增速环比回落 1.5 个百分点，8 月进口量同比增长 9.9%，环比回落 4.0 个百分点，8 月的对外石油进口依存度达 72.27%。在我国原油表观消费攀升，国内产量增速屡屡落后于需求增长的情况下，国际油价在 OPEC+ 持续推进减产与中东、南美地缘政治因素引发的供应下降甚至中断的预期下于传统淡季大幅震荡，目前影响油价的主要因素有：

1. 地缘政治因素。沙特两处设施遇袭导致 570 万桶/日的产能损失，虽然已宣布恢复大部分产能，且为保沙特阿美 IPO 将被迫有所让步，但地区供给中断的可能性依旧笼罩海湾。一方面，阿联酋也收到胡赛武装的攻击威胁，攻击石油设施的行为成为有效的谈判筹码，或在周边国家呈扩散趋势；另一方面，伊朗被美欧单方面指认为袭击主谋，并被美国施加最严厉金融制裁，其国内财政本已在极低的原油出口量下抱受重压，后续恐进一步恶化至可能动摇政权，或引发新一轮地区对抗与冲突。我们延续今年上半年策略与点评报告中对中东地缘政治的推演思路：伊朗周边地区如沙特、阿联酋、伊拉克、科威特、卡塔尔的原油生产、运输将面临长期的风险，而原先就冲突动荡不断的也门、叙利亚、利比亚、苏丹亦会受到中东核心区域幕后力量的影响并随之

共振。

2. 包括中美贸易摩擦在内的全球宏观经济因素。全球经济增速放缓使得今年各机构不断下调对原油需求的预期增速，令未来全球原油需求蒙上一层阴影。而中美贸易摩擦发展至当下阶段，各方施加的关税额已接近极限，市场对贸易摩擦亦经过了比较充分的消化，考虑到特朗普大选临近的诉求，后续发展将以间或反复的缓和为主基调，原油受贸易摩擦影响的波动幅度将有所缩窄。长期看，宏观经济的放缓将对原油价格存在持续的压制。
3. 美油增产及 OPEC+减产的供应端因素。美油中长期将维持产量的增长并抑制油价过快上涨，此前受制于管道运力的瓶颈正被逐步破除。三季度迎来新管道投用后 Brent、WTI 间价差已显著缩窄约 3 美元/桶，下一步随着更多管道的投用以及远期港口等基础设施的完善，美油将进一步扩大出口规模，届时价差将再次同步缩窄。基于 OPEC+成员国对于防止油价暴跌、提高财政收入的普遍诉求以及沙特对于维持沙特阿美 IPO 高估值的强烈意愿，OPEC+ 仍将继续推进减产，但其减产执行率在内部出现分裂倾向与美油增速放缓的背景下将有所下降。

随着今年夏季消费旺季的结束，市场重新陷入对需求不振的忧虑中，但随后中东地缘冲突的升级大幅提升了风险溢价，虽然在沙特释放较快复产消息后价格波动被平抑，但其显现出的供应端风险令人警醒。继伊朗、委内瑞拉等我国重要原油进口来源国因地缘因素而被动降产后，原本被寄予厚望的沙特也未能幸免，中东地区的进口量短期难以被替代，蕴含着国家能源安全的极大风险。从保供的角度来说，一方面需要加大油气勘探开发力度，扩大海外权益量以及分散进口来源，另一方面可以通过能源多元化比如煤化工、天然气等替代部分原油需求优化能源结构。

2018 年我国天然气消费量增速 17.4%，对外依存度持续攀升至 44.6%。预计 2019 年我国天然气市场依然是供需紧平衡，未来两年随中俄管线的投产，供应将逐步宽松，但局部地区特殊时段气源供应仍需提高储气调峰能力以及加强管网互联互通。另一方面，国家管网公司即将成立，推动市场化改革进一步深化。其作为独立公司，可能存在上浮管输费的潜在动力，对门站价的影响需要进一步跟踪。

在我国油气进口依存度持续提升，并可能出现部分进口来源受地缘政治因素断供的大背景下，我们认为将存在以下投资机会。

石油开采板块及煤化工板块。我们认为全球未来原油维持中枢及以上价格的情形有望继续提升上游勘探与开采领域的盈利能力，建议继续关注拥有优质油气资源的**中国石油股份 (0857.HK)**。同时，目前全球天然气价格处于底部，随我国天然气在一次能源消费占比的提高，以及市场化改革进一步深化，公司天然气业务有望迎来量的攀升与价格的回归。**新奥股份 (600803.SH)** 拥有一体化的煤化工产业链（煤矿，煤制甲醇/轻烃，煤制气）以及天然气领域上中下游布局（煤层气制 LNG，对澳洲天然气巨头 Santos 的战略投资以及后续可能的燃气板块注入），将受益于天然气市场化改革以及对原油需求的部分替代，建议关注。

油气及化学专业工程、能源设备行业。受益于国家管网公司即将成立以及持续深

化的市场化改革，天然气管网、接收站、地下储气库、储气调峰等基础设施建设将迎来高峰，三桶油资本开支增加、行业景气度的提升与国内“煤改气”的推进也使得油气及炼化项目的投资与建设加快，均利好专业工程行业，推荐专注于管道储运工程、油气田地面工程与炼化工程的中油工程(600339.SH)，以及受益于煤气化需求高位、核心产品航天炉市占率不断提升的航天工程(603698.SH)，并适当关注专注于炼化、化学工程的中石化炼化工程(2386.HK)。

油服板块及相关油气储运业务。油价复苏背景下，全球油气巨头纷纷增加资本开支，同时中国国内出于对能源安全的考虑也急需提高油气产量。随着目前订单量的攀升以及低油价时期订单的逐渐结束，油服板块营收与毛利有望得到持续改善，今年有望出现业绩拐点。推荐专注于海外低成本区块与钻井一体化服务的中曼石油(603619.SH)。受益于原油、天然气进口量增长，推荐关注码头与管线利用率提升、LNG运输船工作量饱满的中石化冠德(0934.HK)。

## 7. 风险提示

贸易摩擦与宏观经济疲软导致下游需求不振的风险；

国际原油价格大幅下跌的风险；

政策推行进度不及预期的风险；

地缘政治影响业务开展的风险。

### 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。

### 投资评级说明

|            |      |                                |
|------------|------|--------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上        |
|            | 推荐   | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上        |
|            | 谨慎推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上         |
|            | 观望   | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10% |
|            | 卖出   | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上      |
| 行业<br>投资评级 | 优异   | 行业指数在未来 6 个月内强于大盘              |
|            | 中性   | 行业指数在未来 6 个月内与大盘持平             |
|            | 落后   | 行业指数在未来 6 个月内弱于大盘              |

### 一般声明

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

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

### 分公司机构销售联系方式

| 地区 | 姓名  | 固定电话              |
|----|-----|-------------------|
| 北京 | 管峰  | 010-68790949-8007 |
| 上海 | 刘莉  | 021-38991500-831  |
| 深圳 | 薛靖韬 | 0755-82560810     |