

聚焦上游油气资源，改革推动价值回归

——石油石化行业 2020 年度策略

投资建议：中性

上次建议：中性

投资要点：

石油石化行业回顾

2019Q3石油石化行业整体利润增长平稳。42家石化样本公司掐捻三季度整体营收同比增长8.4%，归属于上市公司股东的净利润同比增长10.2%。行业总资产及负债较快增长，负债率再创历史新高，在建工程占总资产比率有所下滑，但仍处历史高位，行业扩张意愿有所下降。行业ROE与ROA持续提升，油服板块增长表现强劲，其余板块环比显著放缓。

石油石化行业展望

近期原油走势受美油增产与OPEC+减产主导，短期震荡动力来自于地缘政治与强人政治因素，长期则受制于全球宏观经济。中短期随着进入需求旺季、美油增速放缓及OPEC+高概率延长减产协议，供需紧平衡，再叠加地缘政治与贸易谈判的波折，油价或阶段上行并剧烈波动；中长期则面临需求忧虑与非OPEC国家的增产压力，出旺季后或先下探再逐步修复至价格中枢，期间随着美基础设施投用，美、布油价差或进一步缩小。

天然气方面，随着我国天然气市场化改革提速，产业链价值将迎来再分配。上游产气企业话语权显著提高，有望迎来价格市场化、价值重估的机会。随着配气成本监审和推进理顺定价机制，我国天然气消费量将在政策与市场需求的推动下稳步增长。上游供气企业预计迎来量价齐升，下游配气企业短期面临毛差缩小，但中长期有望在销量上得到补偿，行业集中度得到提升。

2020年投资策略

- 在供应维持紧平衡及地缘政治威胁保供背景下，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；
- 保供背景下需维持能源结构均衡，促进天然气、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。
- 天然气上游供气企业在市场化改革加速下现盈利修复机会。

重点推荐标的

我们建议重点关注新奥股份(600803.SH)、中油工程(600339.SH)、中国石油(601857.SH、0857.HK)、中石化冠德(0934.HK)、航天工程(603698.SH)。

风险提示

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

一年内行业相对大盘走势



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、《生物素供给紧张，养殖业逐渐回暖》
《化工》
- 2、《重视高端轮胎制造领域，海外工厂盈利能力强劲》
- 3、《间甲酚供应持续紧张，维生素 E 价格长期看涨》

正文目录

1	2019 前三季度行业营收稳健增长，行业估值整体略升.....	4
1.1	三季度石化营收利润稳健增长，股价表现中等偏弱.....	4
1.2	石油石化行业市盈率抬升，市净率仍处于历史低位.....	5
1.3	原油价格下跌，多产品价格随油价而动.....	5
1.4	石油石化行业 2019 前三季度营收稳健增长，Q3 利润增幅较大.....	6
1.5	石油石化资产负债率增速放缓，扩张意愿下降.....	7
2	2020 年度石油石化行业市场展望.....	8
2.1	美油增产放缓，地缘暂被压制.....	8
2.2	市场化改革带来天然气产业链价值再分配.....	13
2.3	炼化一体化、PTA、涤纶长丝盈利能力静待需求改善.....	18
3	2020 年度投资策略.....	21
3.1	聚焦上游油气资源，改革推动价值回归.....	21
3.2	油服与工程景气可期，立足保供走向世界.....	22
4	重点推荐标的.....	23
	新奥股份（600803.SH）.....	23
	中油工程（600339.SH）.....	23
	中国石油（601857.SH, 0857.HK）.....	24
	中石化冠德（0934.HK）.....	24
	航天工程（603698.SH）.....	25
5	风险提示.....	25

图表目录

图表 1: 2019Q1-3 中信各板块营收利润同比增速 (%).....	4
图表 2: 年初至今 (截至 2019 年 11 月 12 日) 中信各子行业涨跌幅 (%).....	4
图表 3: 国际原油价格 (美元/桶) 走势.....	5
图表 4: 汽柴油价格 (元/吨).....	5
图表 5: 乙烯丙烯价格 (元/吨).....	5
图表 6: PX、PTA 价格 (元/吨).....	6
图表 7: 碳四、丁酮价格 (元/吨).....	6
图表 8: 乙烯石脑油价差 (美元/吨).....	6
图表 9: 涤纶长丝价格 (元/吨).....	6
图表 10: 近年石油石化行业利润表 (百万元).....	6
图表 11: 近年 Q3 单季度石油石化行业利润表 (百万元).....	7
图表 12: 近年石油石化行业资产负债率情况.....	8
图表 13: 近年石油石化行业负债来源情况.....	8
图表 14: 石化行业单季度 ROA 和 ROE 情况 (%).....	8
图表 15: 细分板块单季度 ROE 情况 (%).....	8
图表 16: 美国原油产量 (千桶/日).....	9
图表 17: 美国油井、气井、混合井数 (口).....	9
图表 18: 全球 GDP 增长情况及预测 (%).....	11
图表 19: 原油需求增长与增速 (百万桶/日, %).....	11
图表 20: 国际油价 (美元/桶) 与库存 (百万桶).....	12
图表 21: 油价 (美元/桶) 与供需平衡差 (百万桶).....	12
图表 22: 一次能源占比展望.....	13
图表 23: 天然气与可再生能源增量巨大.....	13

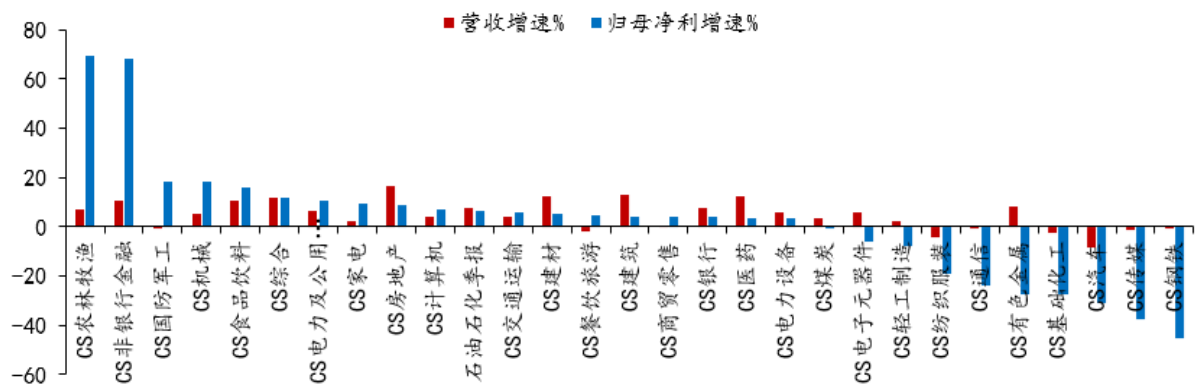
图表 24: 全球天然气价格 (美元/百万英热) 处于历史底部.....	14
图表 25: 天然气价值链.....	14
图表 26: 2019 年 3 月后各省基准门站价 (元/立方米)	15
图表 27: LNG 进口平均单价 (美元/吨)	15
图表 28: 产、进、消及对外依存度 (亿方、%)	15
图表 29: 2014 年以来天然气重要政策文件.....	16
图表 30: 石油石化行业部分产品开工率情况 (%)	18
图表 31: 成品油最高零售价-原油价差 (元/吨)	19
图表 32: 成品油市场价-原油价差 (元/吨)	19
图表 33: 国内成品油出口维持增长 (万吨, %)	19
图表 34: 新加坡裂解价差 (美元/桶)	19
图表 35: 汽油国内、出口以及海外价格 (美元/桶)	20
图表 36: 柴油国内、出口以及海外价格 (美元/桶)	20
图表 37: 近年涤纶长丝-原料价差走势 (元/吨)	20
图表 38: 纺服零售及出口累计同比数据 (%)	21
图表 39: 涤纶长丝产能及增速 (万吨, %)	21
图表 40: 推荐标的参数一览.....	25

1 2019 前三季度行业营收稳健增长，行业估值整体略升

1.1 三季度石化营收利润稳健增长，股价表现中等偏弱

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 前三季度整体营收同比增长 8.4%，在中信 29 个子行业中排名第 10 位；前三季度石化行业归属于上市公司股东的净利润同比上升 10.2%，排名第 11 位。

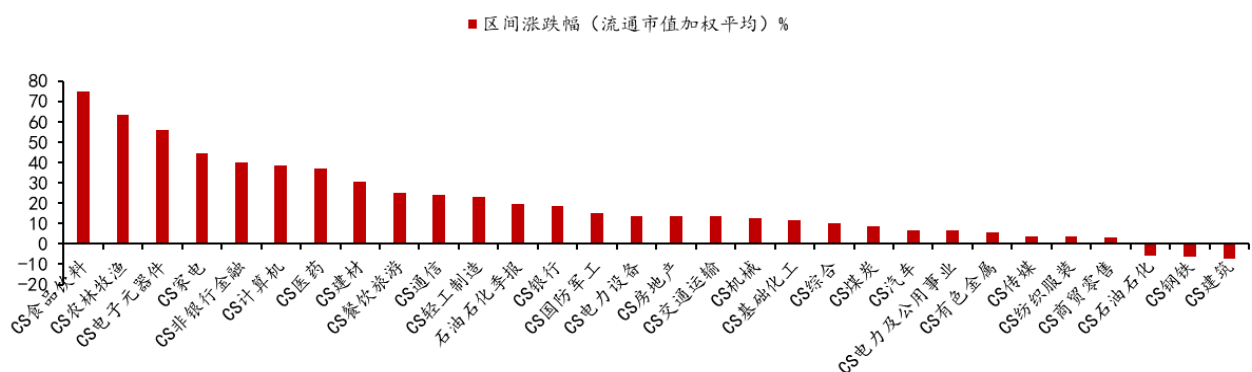
图表 1：2019Q1-3 中信各板块营收利润同比增速 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

以我们统计的 42 家石油石化公司为样本，截至 2019 年 11 月 12 日，其指数上涨 19.61%，涨幅位列 29 个子行业中第 12 位，相对全部 A 股上涨 22.49%，股价表现中等偏弱。

图表 2：年初至今（截至 2019 年 11 月 12 日）中信各子行业涨跌幅 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

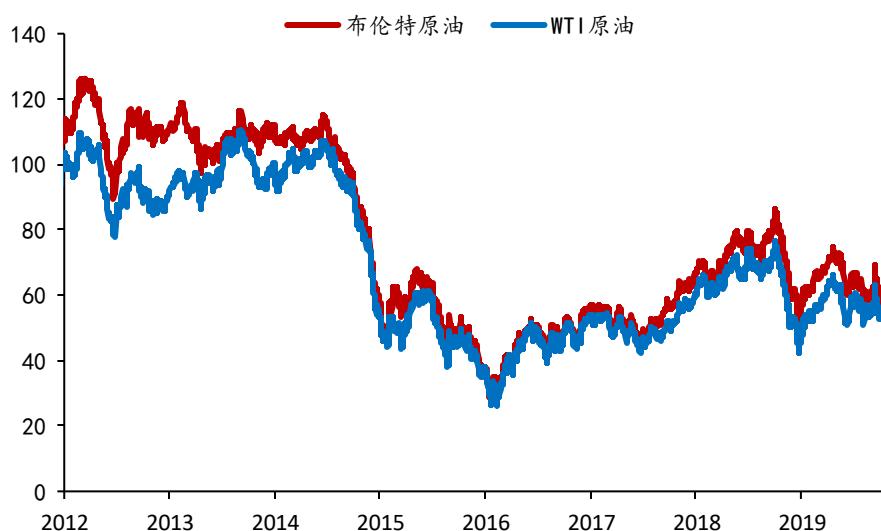
1.2 石油石化行业市盈率抬升，市净率仍处于历史低位

以 2019 年 11 月 12 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 17.96X，相对全部 A 股市盈率 14.67X，溢价 22.43%，处于近年偏低位置。44 家石油石化公司整体 PB 为 1.81X，相对全部 A 股市净率 1.54X，溢价 17.53%，处于历史偏低位置。

1.3 原油价格下跌，多产品价格随油价而动

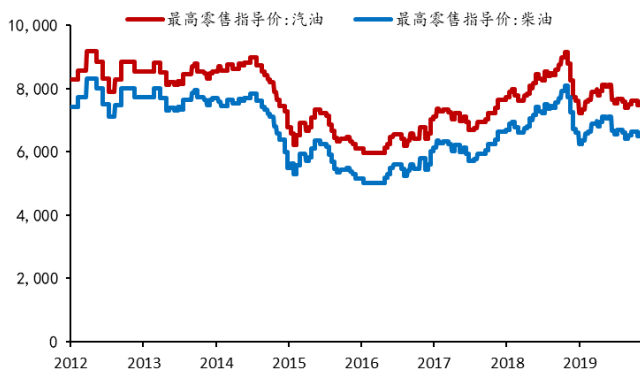
截至 2019 年 11 月 12 日，WTI 原油期货结算价位 56.80 美元/桶，主要下游石化产品价格随原油价格下跌。

图表 3：国际原油价格(美元/桶)走势



来源：Wind，国联证券研究所

图表 4：汽柴油价格(元/吨)



来源：Wind，国联证券研究所

图表 5：乙烯丙烯价格(元/吨)



来源：Wind，国联证券研究所

图表 6: PX、PTA 价格 (元/吨)



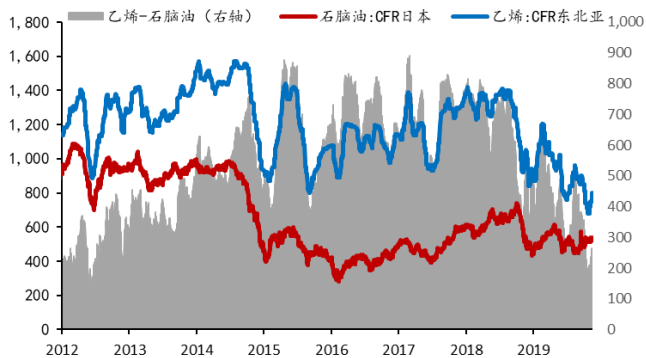
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 7: 碳四、丁酮价格 (元/吨)



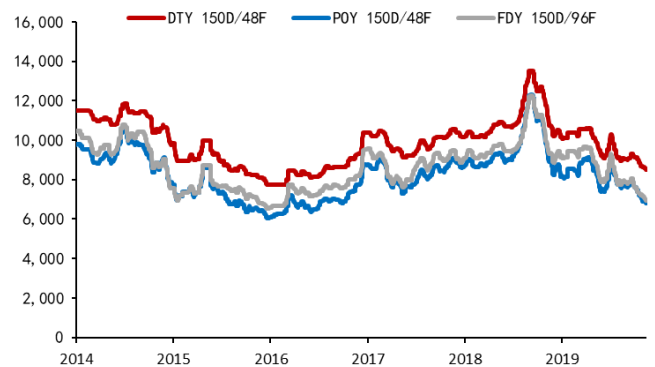
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 8: 乙烯石脑油价差 (美元/吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 9: 涤纶长丝价格 (元/吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

1.4 石油石化行业 2019 前三季度营收稳健增长, Q3 利润增幅较大

2019 前三季度,我们统计的 42 家石油石化行业公司共实现营收 5739.08 亿元,较去年同比增长 8.4%;营业成本 5030.61 亿元,同比增长 8.7%;石化板块归属上市公司股东的净利润 256.65 亿元,同比增长 10.2%。

图表 10: 近年石油石化行业利润表 (百万元)

	2015Q1-Q3	2016 Q1-Q3	2017 Q1-Q3	2018 Q1-Q3	2019 Q1-Q3
营业收入	265,129	269,916	406,992	529,257	573,908
营业成本	229,091	237,975	356,874	462,952	503,061
营业税金及附加	12,884	11,359	13,037	12,704	10,427
销售费用	2,736	2,890	2,999	4,315	5,622
管理费用	10,436	12,243	14,145	14,427	12,422
财务费用	5,371	5,078	5,911	5,616	7,307
资产减值损失	1,889	8,433	550	825	-680
投资净收益	1,585	933	2,053	3,263	4,110

营业利润	4,186	-6,953	16,407	31,130	33,900
利润总额	5,377	-4,357	16,913	31,477	34,083
所得税	2,285	3,136	4,360	7,053	7,524
净利润	3,092	-7,493	12,553	24,424	26,560
归属母公司股东的净利润	3,436	-7,220	12,231	23,282	25,665

来源: Wind, 国联证券研究所

单看 2019 年 Q3, 石化板块实现营收 1873.99 亿元, 同比减少 6.4%, 实现归属于上市公司股东的净利润 105.06 亿元, 同比大幅增长 13.9%, 这可归因于三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 11: 近年 Q3 单季度石油石化行业利润表 (百万元)

	2015Q3	2016Q3	2017Q3	2018Q3	2019Q3
营业收入	88,441	97,839	151,500	200,114	187,399
营业成本	78,028	88,626	132,353	175,304	163,142
营业税金及附加	4,026	3,414	4,822	4,222	1,848
销售费用	919	1,000	1,060	1,705	1,959
管理费用	3,603	4,254	5,308	4,429	4,052
财务费用	2,340	1,765	2,325	1,586	2,711
资产减值损失	393	473	113	378	-85
投资净收益	431	578	671	1,414	1,503
营业利润	-658	-1,036	6,529	12,332	13,799
利润总额	-249	-308	6,607	12,379	13,886
所得税	423	953	1,601	2,586	2,967
净利润	-671	-1,261	5,006	9,794	10,919
归属母公司股东的净利润	-391	-1,246	4,830	9,222	10,506

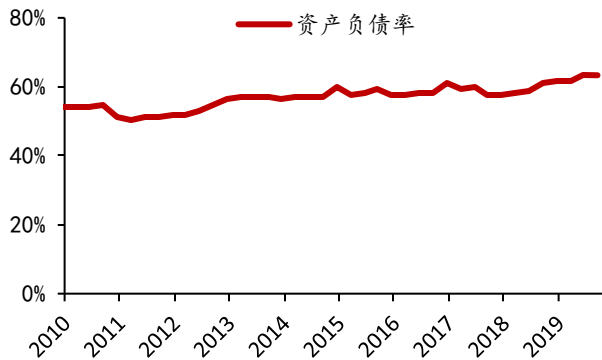
来源: Wind, 国联证券研究所

1.5 石油石化资产负债率增速放缓, 扩张意愿下降

以我们统计的 42 家石油石化上市公司计, 截至 2019 年 9 月 30 日, 行业总资产为 7468.32 亿元, 同比增长 19.60%; 负债总额为 4339.28 亿元, 同比增长 16.80%; 行业资产负债率为 63.35%, 同比提升 2.43 个百分点, 环比增加 0.09 个百分点, 近期资产负债率再创历史新高。在建工程占总资产比率有所下滑, 但仍处历史高位。

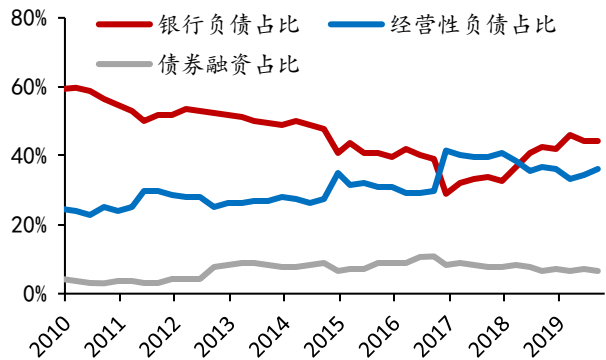
截至 2019 年 9 月 30 日, 银行贷款、经营性负债和债券融资负债占比分别为 44.45%、36.09% 和 6.36%。本季度末银行贷款负债较前一季度增加 0.15 个百分点, 整体呈升高趋势; 经营性负债占比较上季度末提高 1.74 个百分点, 处于历史中等偏高的位置; 债券融资负债占比整体相对平稳。

图表 12: 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

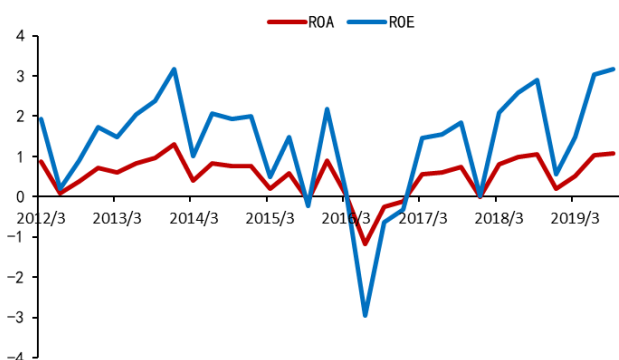
图表 13: 近年石油石化行业负债来源情况



来源: Wind, 国联证券研究所

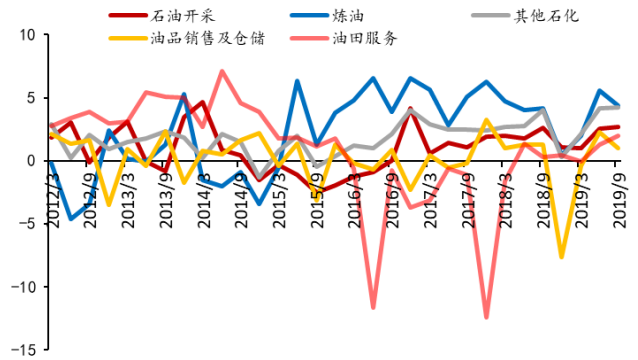
以统计的 42 家石油石化上市公司为样本, 2019Q3 的 ROE 为 3.17%, ROA 为 1.08%。2019Q3 数据的回升延续了 17 年至今的上行走势, 摆脱了 2016Q2 的底部。从石油石化的五个板块来看, 2019Q3 除油品销售及仓储板块下降外, 其余板块 ROE 均同比提升。但是除油服板块呈现较快增速外, 其余板块增速均放缓, 其中炼油板块、油品销售及仓储板块出现环比下滑, 上述变化主要还是由于 2019Q3 时油价仍然处于低位, 期间原油价格主要受宏观经济增速放缓的影响。需求不振的影响在油品销售及仓储板块、炼油板块最为显著, 主要是受到库存贬值以及下游采购减少带来的双重影响。油田服务板块净资产收益率增速表现强劲, 虽然原油价格低位震荡, 油服同比与环比已大幅改善, 整体仍在修复之前长期低油价对行业带来的伤害, 相信随着上游勘探与开发资本支出的持续提升, 板块盈利有望进一步改善。

图表 14: 石化行业单季度 ROA 和 ROE 情况 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 15: 细分板块单季度 ROE 情况 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

2 2020 年度石油石化行业市场展望

2.1 美油增产放缓, 地缘暂被压制

国际油价在经历了 2018 年末制裁预期落空与经济放缓的双重打击后，于 2019 年上半年获得了缓慢的复苏，价格回归至我们 2019 年度策略中所预测的 65 美元/桶 (WTI 价格)，随后又于 4 月末开始震荡下行，一路跌至 55 美元/桶的煤制油盈亏平衡点之下，经历了沙特油田袭击的剧烈波动后目前在 55 美元/桶附近震荡。我们系列策略、点评中所述的油价三要素排序再次发生了变化，当前按重要性排列依次是：1. OPEC+减产及美油增产的供应端因素；2. 全球宏观经济因素；3. 地缘政治因素。接下来，我们对上述因素依序剖析。

➤ 美油增产及 OPEC+减产的供应端因素

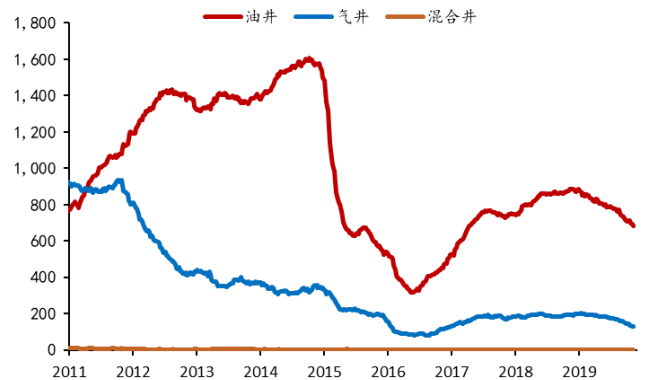
美油中长期维持产量增长的预期并未发生变化，但其增速或许不会再像前两年那样惊人：2018 年美国贡献了全球石油产量增量——220 万桶/日中的绝大部分，这一数字打破了历史上单一国家的年产量增长记录。自 2018 年末的下跌开始，2019 年原油价格同比下跌超过 10%后，美企在石油领域的支出显著降低，采矿业的私人投资已经连续五个季度下降。国际机构对于美油产量的预期正在不断调整，此前 Rystad Energy 预计美油产量将不断刷新历史新高，12 月将达到 1340 万桶/日，目前的情况是从 10 月第一周至 11 月，美油产量连续 5 周停滞在 1260 万桶/日的水平，在本周因美油价格连续两周位于 56 美元/桶以上而导致产量反弹 20 万桶/日，同时美国国内的石油钻机数仍在不断下降——5 周锐减 26 座，短期很难再保持 2018 年那样的快速增长趋势。

图表 16：美国原油产量 (千桶/日)



来源：EIA，国联证券研究所

图表 17：美国油井、气井、混合井数 (口)



来源：贝克休斯，国联证券研究所

据 IHS Markit 的最新测算，2021 年，美国将面临页岩油产量增速大幅下降的局面——从 2018 年增加近 200 万桶/日到 2021 年的几乎零增长。在预测中，美国页岩油日产量在 2020 年仅会增加 44 万桶，增幅到后面还将进一步下降，其主要原因在于 2019 年以来油价大部分时间低迷的情况下，债务推动的页岩行业增长模式正受到越来越多的质疑——WTI 原油价格持续在每家页岩油生产商的盈亏平衡区间内震荡，债务偿还对美油生产商尤其是资金较紧张的中小企业来说正成为他们不得不优先考虑的一个要素，投资者渴望收回投资从而对生产商的资本支出施加了极大的压力。

与此同时，对生产商有利的一面是曾经限制美油出口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，目前维持在 5.5 美元/桶附近，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，美油将具备进一步扩大出口规模的物理条件。在美油平稳增产预期下，届时价差将再次同步缩窄，WTI 价格将得到部分支撑。

从 OPEC+ 的角度出发，其稳市保价的诉求仍未发生变化。此前 Bloomberg 对主要 OPEC 国家维持财政收支平衡所需油价进行评估，所有国家的平衡价格均高于 50 美元/桶，其中主要生产国沙特、伊拉克、伊朗均超过 60 美元/桶，而 IMF 对 2019 年各国财政收支平衡油价的分析表明这一数字只增不减，沙特的财政平衡价格超过 85 美元/桶，伊朗甚至已经超过了 155 美元/桶，压力之大可见一斑。俄罗斯心理价位则相对较低，加上国内各生产商介意市场份额被美油侵占而存在扩产意愿，但普京从扩大中东影响力的角度出发仍需配合沙特等国减产。由此导致的对比是沙特等国强烈意愿减产保价，而俄罗斯则显得减产动力不足。

影响 OPEC+ 决策的另一个重要因素是沙特阿美的 IPO。随着 IPO 日期的逐渐临近，沙特主导的 OPEC+ 面对市场疲弱的需求再次开始探讨深化减产的可能，名义上是协调 OPEC+ 各产油国同步减产以平衡油市供需，让价格更为“健康”，其内在原因是期望推高或至少是维持油价中枢来尽可能抬高沙特阿美的整体估值以获取更多现金来推动经济结构的转型。

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+ 仍将继续维持减产，但在厄瓜多尔退出 OPEC 所折射出的两难困局之下，其各怀心事的成员国们的减产执行率在美油长期蚕食市占率的过程中仍有待观察。目前，欧佩克秘书长巴尔金都称欧佩克+ 协定将持续到 2020 年 3 月，并相信欧佩克+ 国家 2020 年将继续落实其减产协议。

➤ 全球宏观经济因素

全球经济增速放缓造成原油需求增量的下行，是影响供需平衡与市场预期的重要一环，主导了此前的油价下行。从有全球经济“金丝雀”之称的韩国 GDP 萎缩开始，一步步发展至中、欧、美 PMI 的下行，再到美债利率倒挂，宏观经济于 2019 年的下行预期日渐强烈，加上美国与中国等多国间贸易摩擦、英国脱欧等可能进一步拖累全球经济，令原油需求进一步下行。

然而，国际能源署此前警告称，世界可能正在转向可再生能源，但其速度尚不足以抵消全球经济扩张和人口增长的影响。因此，社会仍将严重依赖化石燃料，在没有重大政策转变之前，这一全球趋势不会改变。对当前以美国为代表的各国能源政策来说，显然呵护经济要优先于能源转型，在这一大前提下，市场对于原油需求的预期存在过度悲观，后续在需求逐步企稳的过程中存在修复可能。

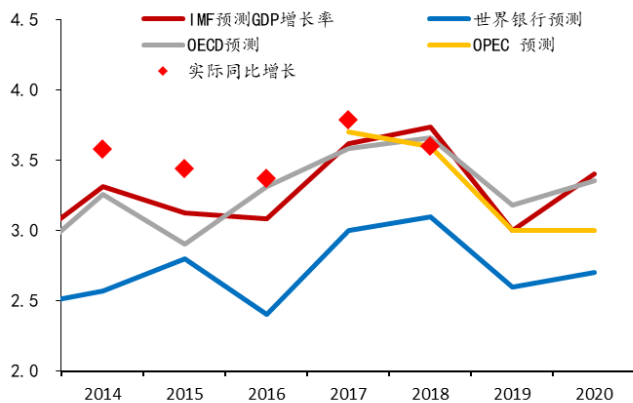
中美贸易摩擦发展至当下阶段，各方施加的关税额已接近极限，市场对贸易摩擦亦经过了比较充分的消化，考虑到特朗普大选临近的诉求，后续发展将以缓和为主基调，但必然将经历反复与波折。

与去年相比,IMF、世界银行、OECD 以及 OPEC 等全球主要机构均下调了 2019、2020 年全球 GDP 预测值。最新 IMF 的预测将 2019 年世界经济增速较今年 7 月份预测值又下调了 0.2 个百分点至 3%, 将 2020 年预测值下调 0.1 个百分点至 3.4%。

基于 GDP 与原油需求增量的关联性,各机构亦相应逐步下调了全球原油需求增量,目前最新的权威机构对 2019 年需求增速的预测值均已下调至 100 万桶/日以下。其中,EIA 最新的短期能源展望将 2019 年全球原油需求增速预期下调 9 万桶/日至 75 万桶/日,将 2020 年全球原油需求增速预期上调 7 万桶/日至 137 万桶/日;欧佩克将 2019 年全球原油需求增速预期下调 4 万桶/日至 98 万桶/日,维持 2020 年全球原油需求增速预期为 108 万桶/日;IEA 分别将 2019、2020 年的原油需求增长预估下调 10 万桶/日至 100、120 万桶/日。

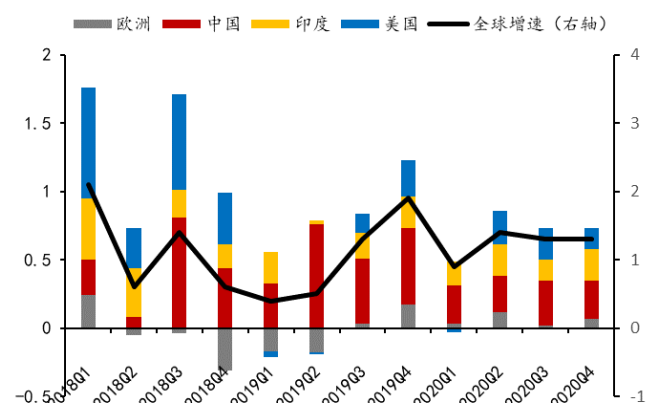
按照 IEA 的预测,影响原油需求增长的主要是中、美、印、欧四大经济体,2019 年四季度集体增长之后,2020 年一季度除印度基本不变外,其余将呈现明显的环比下降,随后需求增量将复苏并维持在中枢位置。

图表 18: 全球 GDP 增长情况及预测 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 19: 原油需求增长与增速 (百万桶/日, %)



来源: IEA, 国联证券研究所

➤ 地缘政治因素

沙特两处设施遇袭的影响随着其宣布产能恢复而慢慢淡出人们视野,在保障沙特阿美顺利 IPO 与维护其估值的强烈诉求推动下,沙特在包括也门、伊朗事务在内的各领域均暂时有所让步,但地区供给中断的可能性依旧笼罩海湾。

一方面,以制裁为主线:受美国制裁影响,伊朗与委内瑞拉原油出口持续处于低位,短期看不到恢复的可能性。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危及政权的地步,或引发新一轮地区对抗与冲突。目前,国际原子能机构 (IAEA) 证实伊朗存在多种违规行为,铀浓缩活动急速增加,在没有根本性措施解决美伊制裁危机之前,任由这一趋势发展将是极其危险的。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。

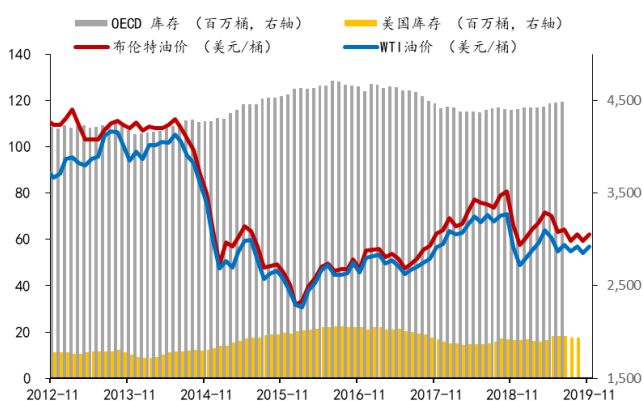
另一方面,以动乱为主线:在宏观经济放缓的同时,原油等大宗资源品价格低迷,中东与南美等资源国经济普遍受挫,包括伊拉克以及将退出 OPEC 的厄瓜多尔都出现了骚乱,威胁到其原油产出。其中,厄瓜多尔退出 OPEC 的直接原因就是希望增产原油以获取更多财政收入来平息取消燃油价格补贴引发的民众不满。伊拉克民众的不满则除了针对经济长期低迷与腐败之外,还针对美国、伊朗地区博弈对其的控制与干预,可以说与美伊核协议危机也是息息相关的。

我们认为当前地缘政治因素的影响程度虽然暂居后列,但其引发矛盾的两条主线仍在不断酝酿新的冲突点。目前地缘政治因素主导了数次油价的短期波动,在沙特阿美 IPO 前因各方的克制而暂被压制,但一方面随着各产油国经济、政治压力的加大,国内矛盾将日渐积累,另一方面对于原油运输量达 2250 万桶/日的霍尔木兹海峡-阿曼湾通道,国家/阵营间局势升级失控的风险也在逐渐累积,从主导短期波动的事件升级至主导中长期波动的风险在油市低迷时容易被误判。

回顾与展望

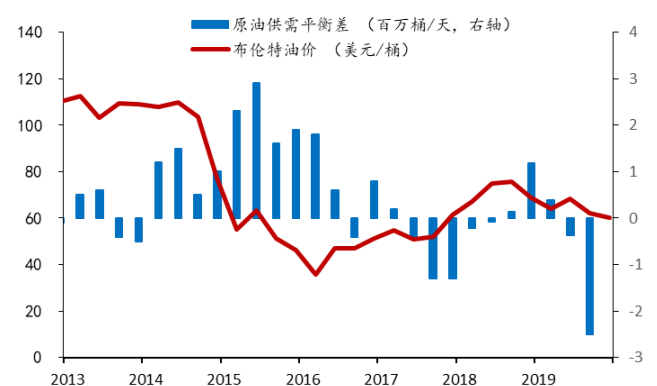
前述的油价三要素构成影响当前原油价格的短期、中期、长期波动,叠加在一起作用于全球市场,其呈现的结果是价格以及全球库存的变化。随着 2016~2018 年原油供需平衡差的修复以及库存的逐步降低,油价触底反弹并一路上行。2018 年末由于伊朗制裁预期油价一路上行,在经济放缓的征兆出现后,叠加落地的制裁措施不及预期,原油供需平衡差大幅提升,10 月起油价单边下行。在 OPEC+ 提升减产率的努力下,OECD 库存与美国原油库存自 2019 年 1 月起呈降低趋势,油价才得以缓慢复苏,然而在 5 月宏观经济指标恶化以及库存的再次提升下转为下行,当前原油供需平衡差已连续 2 季度为负,但市场对需求的担忧始终萦绕,油价在地缘政治与供应端预期的作用下于平衡点附近震荡。

图表 20: 国际油价 (美元/桶) 与库存 (百万桶)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 21: 油价 (美元/桶) 与供需平衡差 (百万桶)



来源: Wind, 国联证券研究所

中短期来看,随着进入冬季这一传统能源需求旺季,季节性需求或有环比改善,叠加价格低迷对美油产量提升的压制以及 OPEC+ 对减产的维持,全球原油供需平衡差或持续为负,对价格构成支撑。若供给端呈现紧平衡,地缘政治因素的风吹草动将再次令原油价格出现阶段上行与大幅波动,并且从短期影响因素转化为长期影响因素

的风险亦不可忽略。

从中长期的视角看，度过今冬旺季后，2020年及往后的需求或总体修复但仍存疑问。一方面，当下降息等丰富的手段支撑了全球尤其是美国经济的增速，但其操作空间正越来越有限，市场对需求的忧虑始终是油价上行的天花板；另一方面，美油产量长期增长将是高概率事件，虽然在当前油价下其增长速度受到抑制，但其趋势未发生改变，并且 OPEC+ 以外的非美国国家也存在增产可能，这将对 OPEC+ 作出的减产努力。OPEC+ 的减产措施目前被动跟随全球供给量的增长，且内部分裂隐忧常存，对财政平衡的顾虑令其难以对美油生产进行实质性的打压，反之 OPEC+ 的减产效果则会持续承受美油增产的冲击。

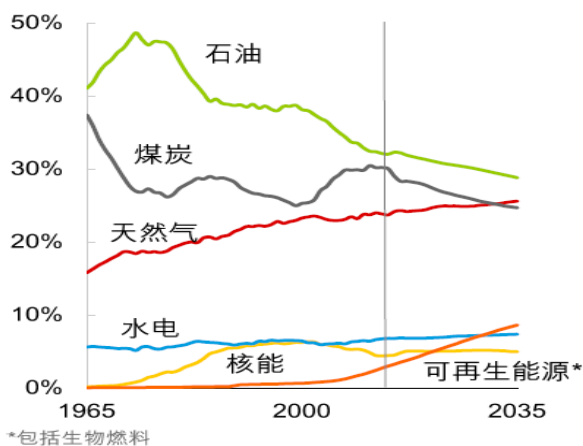
我们认为一方面 50 美元/桶（WTI 价格）接近美国页岩油生产商的盈亏平衡点，另一方面 55 美元/桶附近是煤制油的盈亏平衡点，低于这两个价格将分别对页岩油生产与煤制油产业造成打压，令供给收缩，反之则存在价格博弈的空间。因此，2020 年原油价格或将于旺季经历阶段性上行与震荡，旺季过后或下探，再随着需求改善而逐步修复至价格中枢，期间地缘政治与贸易摩擦或引发剧烈波动。另外，随着美油管道等基础设施瓶颈的进一步破除，WTI、布油间差价或进一步缩小。

2.2 市场化改革带来天然气产业链价值再分配

➤ 全球天然气价格底部

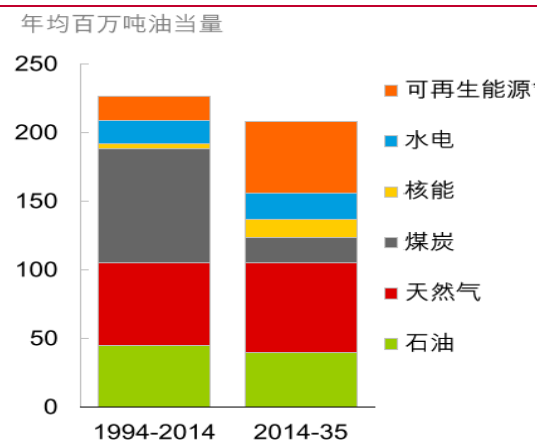
天然气存在于地下岩石储集层中，主要成分为烷烃，其中绝大多数为甲烷。无色无味无毒，可作为清洁优质的燃料和化工原料。天然气燃烧热值可达 8500 卡每立方米，其每单位热值排放污染物明显低于石油和煤炭，其中二氧化碳排放量是煤炭的 59%，燃料油的 72%。

图表 22：一次能源占比展望



来源：BP，国联证券研究所

图表 23：天然气与可再生能源增量巨大

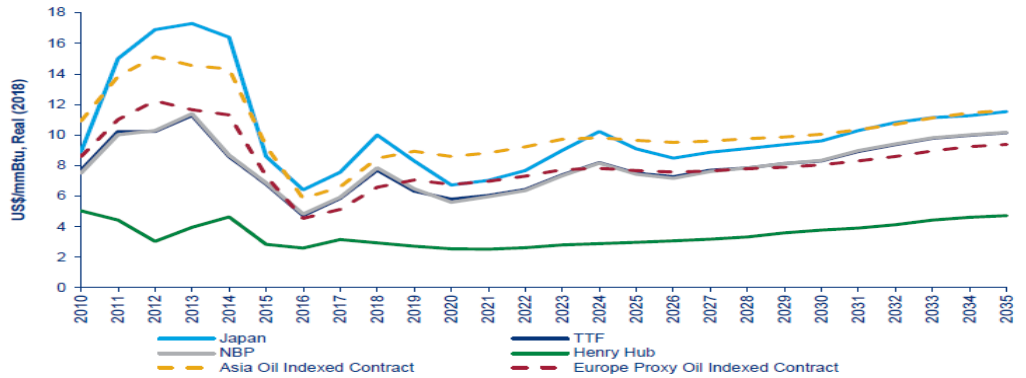


来源：BP，国联证券研究所

《BP 世界能源展望》指出 2035 年前全球天然气消费需求将以年均 1.6% 的速度增长，至 2035 年，天然气占一次能源消费比例接近 25%。天然气将超过煤炭，成为仅次于石油的第二大一次能源。并且和石油不同的是，我国天然气税费增值税经过多

次下调，已降至 10%，其它国家基本上实施类似税收政策，即鼓励天然气抑制石油煤炭。

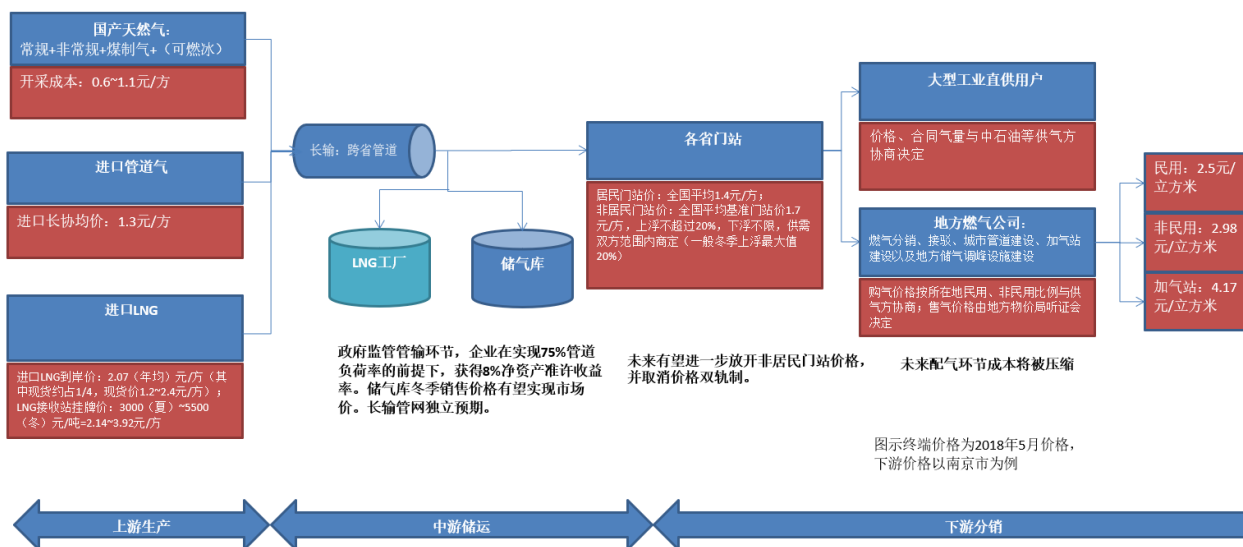
图表 24：全球天然气价格（美元/百万英热）处于历史底部



来源：伍德麦肯兹，国联证券研究所

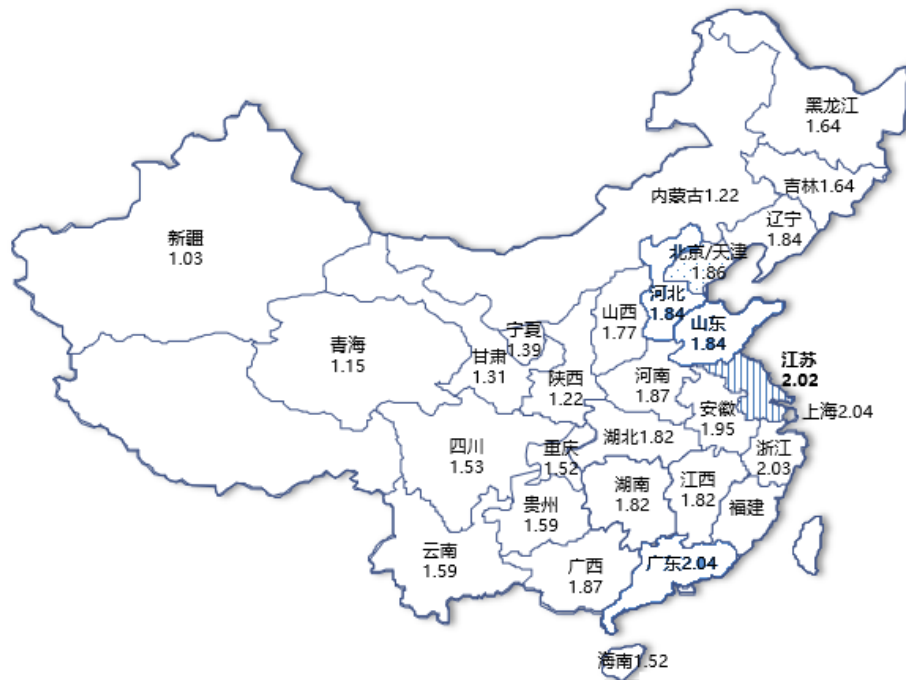
以美国亨利港价格参考，目前全球天然气价格处于低位，近年来维持在 3 美元/MMBtu 左右。预计 2020 年前全球天然气价格逐步回升，但仍保持相对低位：美国亨利中心价格逐步回升至 4~4.5 美元/MMBtu；未来伴随 LNG 新增产能释放、美国 LNG 出口规模大幅提升和澳大利亚、卡塔尔的产能扩大，东北亚 LNG 进口均价或仍将逐步回归至 10 美元/MMBtu，LNG 现货均价达到 6~8 美元/MMBtu。从国际天然气价格来看，我们认为天然气价格在经历了多年熊市后，共识是当前价格处于底部，一旦出现天然气牛市，潜在的价格上涨空间以及价值链重估机会是巨大的。

图表 25：天然气价值链



来源：国联证券研究所整理绘制

图表 26: 2019 年 3 月后各省基准门站价 (元/立方米)



来源: (发改价格规〔2019〕562号文)《关于调整天然气基准门站价格的通知》, 国联证券研究所

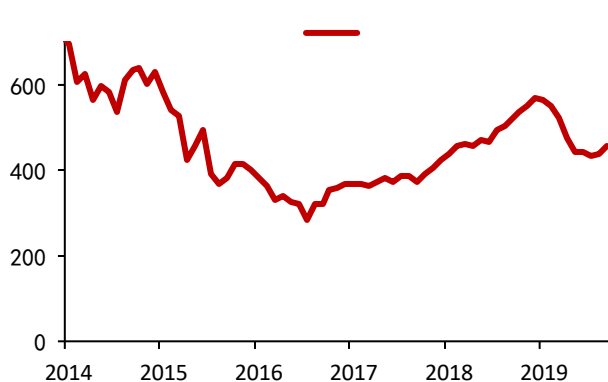
我国天然气市场化改革提速

政府价格管制下, 长期以来我国上游企业供气成本倒挂, 尤其体现在居民门站价格大幅低于上游企业平均供气成本。2018 年门站价格双轨制的取消终于落地, 成为我国天然气机制市场化重要的一步。

根据海关总署数据分析得知, 2018 年管道气进口均价约为 1.504 元/立方米 (新疆入境价格 1.3-1.4 元/方, 运至消费地需加上 0.4~0.6 元/方的管输成本), LNG 进口均价约为 2.123 元/立方米 (参考 2018 年人民币兑美元平均汇率 6.62)。对比全国平均 1.4 元/方的居民门站价格, 可见上游供气企业压力之大。

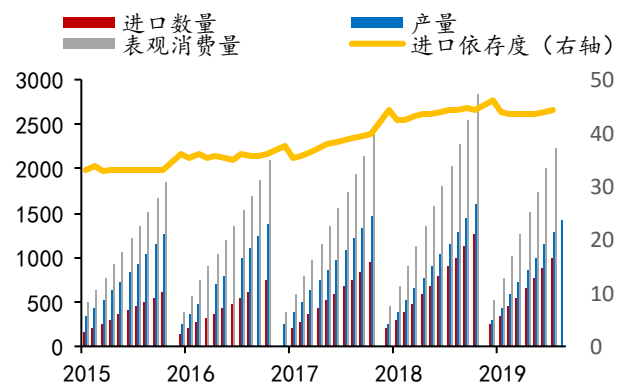
门站价格的整体上调以及输气调峰机制的逐步完善, 给上游企业带来市场纠正、盈利修复的机会, 让供气企业在冬季积极保障供应的同时, 不承担过多亏损。

图表 27: LNG 进口平均单价 (美元/吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 28: 产、进、消及对外依存度 (亿方、%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 29：2014 年以来天然气重要政策文件

时间	文件	主要内容
2014.2	《天然气基础设施建设与运营管理办法》	鼓励、支持各类资本参与投资建设纳入统一规划的天然气基础设施
2014.3	《关于建立健全居民生活用气阶梯价格制度的指导意见》	对各档气量和价格的确定做出原则性规定
2014.4	《关于建立保障天然气稳定供应长效机制若干意见的通知》	2020 年供气能力达到 4000 亿方。2020 年累计满足“煤改气”用气需求 1120 亿方
2014.7	《关于规范煤制油、煤制天然气产业科学有序发展的通知》	提出煤制油煤制气严格产业准入要求
2015.2	《关于调整非居民用存量天然气价格的通知》	增量气价下调 0.44 元/方，存量气价上调 0.04 元/方，实现存增量门站价格并轨
2015.10	《关于推进价格机制改革的若干意见》	尽快全面理顺天然气价格，加快天然气体制改革试点，健全天然气管道第三方公平准入实施细则和操作方法。加快天然气在城镇燃气、工业燃料、燃气发电、交通燃料的大规模高效科学利用
2015.11	《关于降低非居民用天然气门站价格并进一步推进价格市场化改革的通知》	非居民门站价格下调 0.7 元/方，并由最高门站价管理改为基准门站价管理。同时进一步推进市场化改革
2016.9	《关于印发页岩气发展规划（2016-2020 年）的通知》	大力推进科技攻关、分层次布局勘探开发、加强国家级页岩气示范区建设、完善基础设施及市场
2016.12	《天然气发展十三五规划》	提升天然气在一次能源消费比例，增强供应能力，大力开发非常规气，引导中游基础设施建设和下游市场开发
2017.2	《2017 能源工作指导意见》	2017 天然气消费比重提升至 6.8%左右，天然气产量 1700 亿方（含页岩气 100 亿方）。加强油气管网设施公平开放监管，推动油气管网和液化天然气设施向第三方公平开放
2017.7	《加快推进天然气利用的意见》	将北方地区冬季清洁取暖、工业和民用“煤改气”、天然气调峰发电、天然气分布式、天然气车船作为重点
2017.8	《关于核定天然气跨省管道运输价格的通知》	经发改委成本监审，中石油、中石化下属 13 家跨省管道运输企业执行管道运输核定价格
2017.8	《关于降低非居民用天然气基准门站价格的通知》	非居民用气基准门站价格降低 0.1 元/方，同时城市燃气供气企业天然气销售价格同步降低
2018.4	《关于加快储气设施建设和完善储气调峰辅助服务市场机制的意见》	2020 年之前储气能力目标：供气企业具备不低于其年合同销售量 10%，城市燃气公司 5%，地方政府日均 3 天。同时强调构建规范的市场化调峰机制。
2018.5	《关于理顺居民用气门站价格的通知》	2018 年 6 月 10 日开始，将居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理，价格水平按非居民用气基准门站价格水平安排，一年后可上浮 20%。

2019.5

《油气管网设施公平开放监管办法》

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；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。24 个月内建立天然气能量计量计价体系。

来源：国家发改委，国联证券研究所

从 2017 年长输管道定价的落地，到 2018 年储气调峰完整目标框架的确立以及双轨制的取消，到今年油气管网设施公平开放监管办法的落地，本轮天然气价格改革按照“管住中间、放开两头”的总体思路稳步落实。我们认为，下一步是对下游输配气环节的成本核算以及中游长输管道的独立——即国家管道公司的成立。

配气成本核算：推动天然气成为我国主体能源之一，除了需要增加上游供应量，还需增加终端天然气价格竞争力。据测算，在国内主要城市工业用气价格构成中，输配费用占比平均水平超过 40%，甚至 50%，抬高了终端用气成本。在门站价格整体上升的同时，只有靠压缩配气环节不合理加价来降低终端用气价格。配气成本核算将解决配气环节加价过多、居民非居民配气成本分摊不合理的问题。厘清配气成本，居民与非居民的合理分摊成本后，**配气环节整体成本将下降，居民配气成本所占比例将增加，工业配气成本所占比例将下降。**

长输管道独立：已经完成的长输管道成本监审和价格核定只是“管住中间”的一步，长输管道的独立将是今年的另一个重头戏。只有完成了中游的独立才有可能从根源上处理第三方准入、管道利用率低、管道之间互联互通、激发民营资本活力进入上游环节等一系列问题。据联讯社报道：整体计划有望在今年冬天用气高峰到来前推出：中国石油、中国石化和中海油将其所属管道资产和员工剥离并转移至国家管道公司，并将根据各自管道资产的估值确定在新公司的股权比例。新公司计划引入约占总股本 50% 的社会资本，其中拟包括国有投资基金和民营资本，新组建的公司将寻求上市。

煤改气背景下，我国天然气供气紧张的局面或将持续。进口依存度不断提升，高价进口 LNG 气源占比提高，抬高天然气整体供应成本。为调动上游供气企业保供动力，去年“气荒”以来，供气企业话语权有所提高。具体体现在：

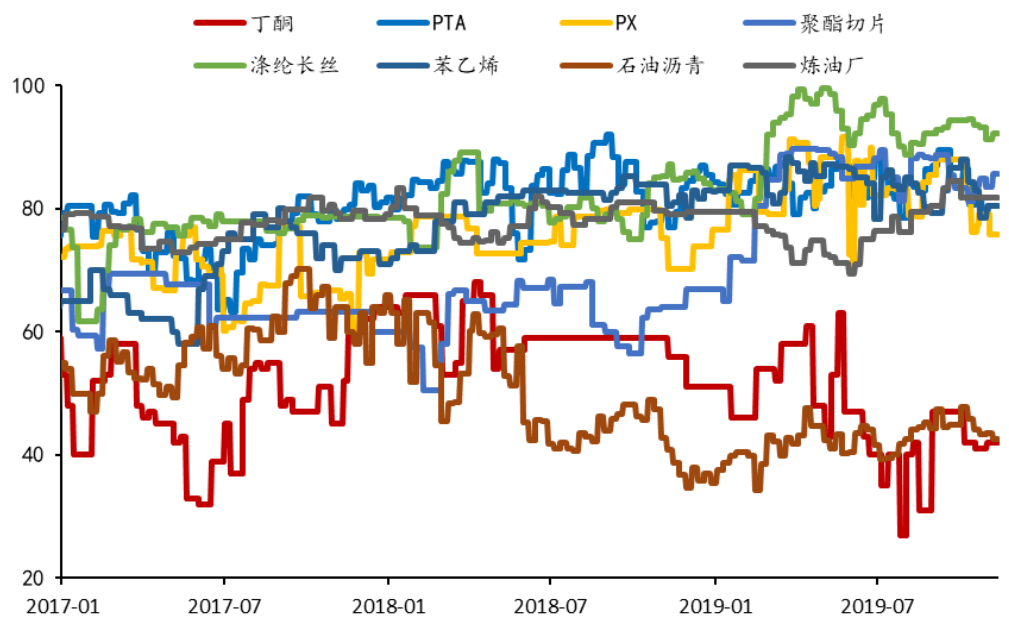
1. 供气企业在这个采暖季获得前所未有的定价权；
2. 致密气开采补贴以及垫底气补贴政策有望出台；
3. 国家管网公司成立。

随天然气市场化改革不断推进，上游供气企业迎来市场纠正、盈利修复的机会。同时随配气成本的监审和透明化，终端价格有望下调，我国天然气消费量将在政策和市场的双重推动下稳步增长。上游供气企业迎来量价齐升，下游配气企业短期面临毛差缩小，但中长期有望在销量上得到补偿，行业集中度得到提升。

2.3 炼化一体化、PTA、涤纶长丝盈利能力静待需求改善

资产、负债的同步大幅提升与负债率创历史新高表明石油石化行业扩张意愿仍处高点。行业存货周转率连续五个季度的同比提升给予了行业更多的信心。不过从 2019 年三季度数据看，除油服外其余子板块经营性现金流的下滑与 ROE/ROA 的同比下滑都表明行业出现疲软迹象。从我们统计的石化行业部分产品近期开工率情况来看，大部分产品开工率仍处于 80% 以下，并且中枢出现下移，涤纶长丝、聚酯切片、PTA 产业链表现抢眼，这几种产品一度都接近乃至超过 90% 的开工率，近期虽有回落但仍处于景气区间；苯乙烯与炼油也有较好的表现。然而由于中美贸易存在的不确定性以及纺服行业本身持续的产业转移，PTA 产业链仍然笼罩着下游需求不振的阴影。民营大炼化年内的集中投产叠加国营巨头一体化需求带来的扩产，炼化产能过剩已成定局，通过加大产品出口可消化部分产能，但市场竞争强度加大趋势短期不会改变。

图表 30：石油石化行业部分产品开工率情况 (%)

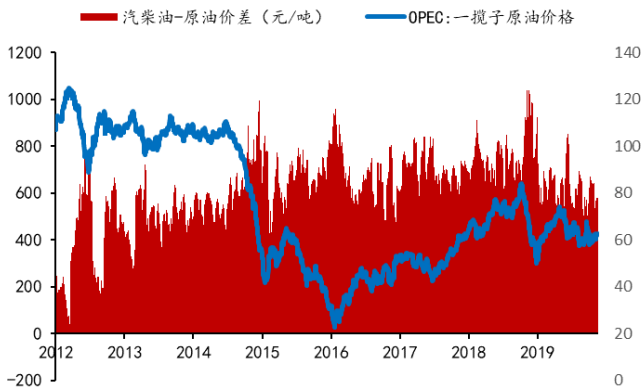


来源：Wind，国联证券研究所

➤ 成品油市场价-原油价差有所修复

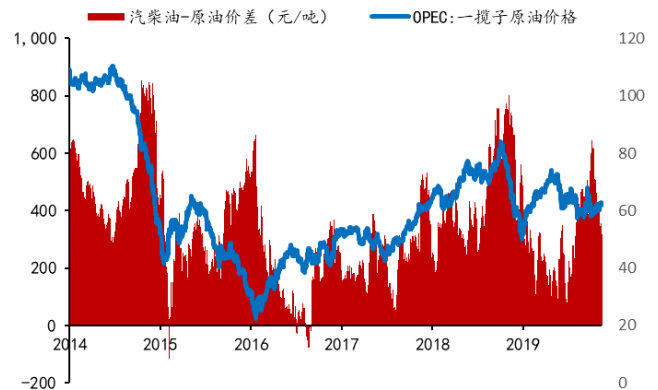
我们以成品油发改委最高零售指导价、OPEC 一揽子原油价格、中石化炼油汽柴比、汽柴油产量占比为权重，计算汽柴油与原油价差，数据显示高油价下价差较小、而自 2014 年原油价格下探以来，汽柴油-原油价差中枢上移，我们认为主要和政策调节、油品升级加价有关。

图表 31: 成品油最高零售价-原油价差 (元/吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

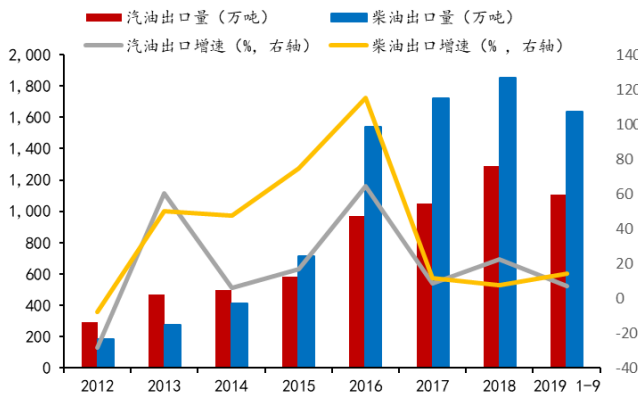
图表 32: 成品油市场价-原油价差 (元/吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

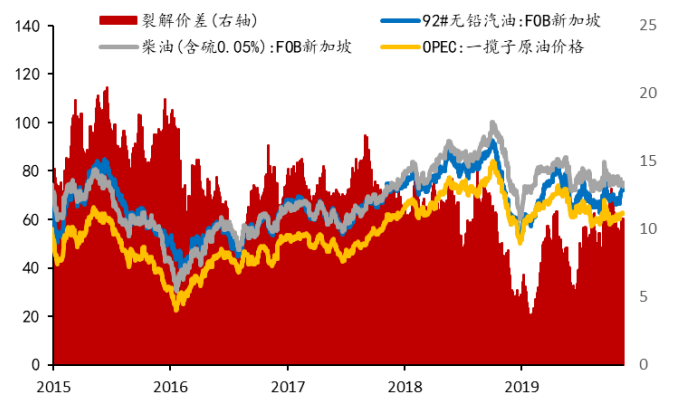
批发价方面,我们以华东地区成品油平均市场价、OPEC 一揽子原油价格、中石化炼油汽柴比、汽柴油产量占比为权重,计算汽柴油与原油价差,成品油市场价-原油价差自 2016 年以来低于前期水平,我们认为主要原因是进口原油双权开放导致国内市场成品油供应过剩。2018 年 Q3 后原油价格大幅提升,价差也跟随走高,一度超过 800 元/吨,后续随着年中原油上涨与竞争加剧而快速回落,价差一度下行至 100 元/吨以下,目前随着原油价格的走弱已经修复至 300 元/吨的三年均值附近。

图表 33: 国内成品油出口维持增长 (万吨, %)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 34: 新加坡裂解价差 (美元/桶)



来源: Wind, 国联证券研究所

此前国内成品油 2018 年出口量维持高位,增速总体持平,2019 年 1~9 月增速依然呈现分化,柴油出口加速,汽油则有所下滑,但相比上半年分化趋势收窄。亚洲成品油市场竞争进一步加剧,炼油利润总体跟随原油价格波动,因需求端疲软,较前期有较大下滑,目前部分修复。此外,与国际成品油价格相比,此前国内汽油市场价较低,或为出口增速回落叠加国内产能过剩,加剧国内市场竞争所致,2019 年以来国际国内价差呈扩大趋势;柴油则因出口提升抵消了部分产能的增长而与国外价格变化基本一致。未来在成品油扩大出口及 IMO 新规制造出的低硫燃油缺口影响下,国内产能压力或将得到部分缓解。

图表 35: 汽油国内、出口以及海外价格 (美元/桶)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 36: 柴油国内、出口以及海外价格 (美元/桶)

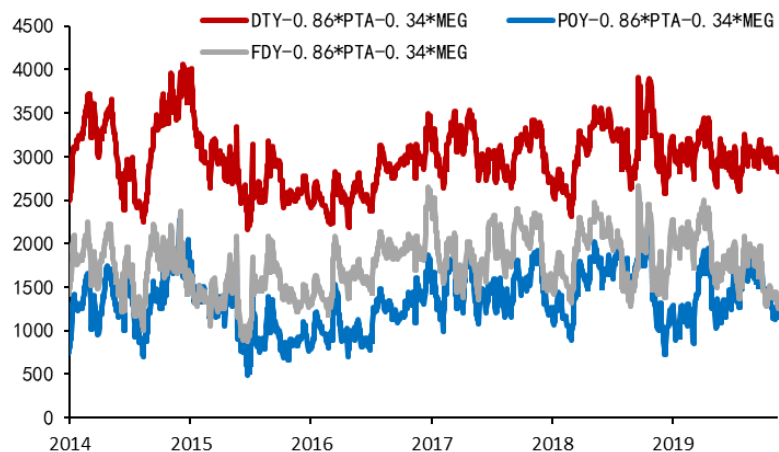


来源: Wind, 国联证券研究所

➤ 需求下滑, 涤纶长丝景气回落

近期涤纶民用丝价格较 2018 年中枢有所下滑, 主要归因于二季度末 PTA 产业链下游需求萎靡。分别以常规民用丝 DTY (150D/48F)、POY (150D/48F)、FDY (150D/96F) 为例, 年初至今三者与上年均值相比分别下滑 13.62%、16.69%与 14.80%, 其产品-原料平均价差分别为 3013.97、1413.50 和 1846.81 元/吨, 较去年同期分别下滑了 107.52、199.84 和 59.33 元/吨。

图表 37: 近年涤纶长丝-原料价差走势 (元/吨)

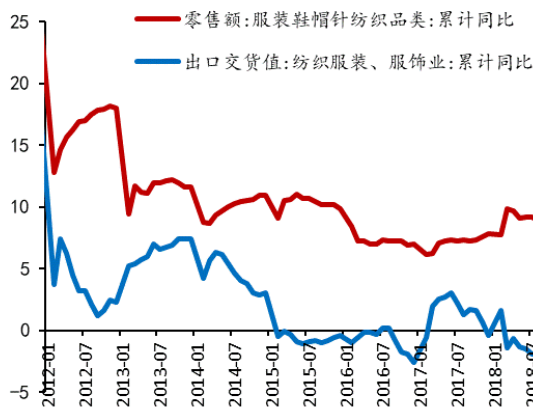


来源: Wind, 国联证券研究所

从聚酯市场的角度看, 近期对冬季面料采购接近尾声, 随着气温走低, 部分秋冬产品产销好于前期, 整体有所回暖, 但下游织造企业对后市预期仍然偏谨慎, 面对涤纶长丝工厂出货心态下的优惠促销, 部分下游厂商低价适当买入, 但采购主要以满足刚需为主。此外, 上游原料方面, MEG 因煤制负荷提升与新增产能投产, 供应压力增大, PTA 上游 PX、原油价格均处于低位, 加上新产能投放, 原料端成本支撑均不足。预计后续聚酯降价促销、降负运行的趋势将维持一段时间并缓慢修复。

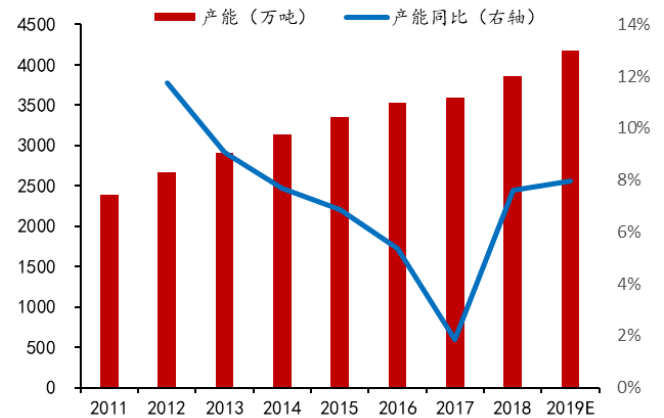
究其原因，我们认为主要是曾经给予支撑的内需出现下滑叠加出口关税的影响：涤纶长丝下游国内消费 2018 年依然保持增长，但进入 2019 年后，增速显著放缓。全球宏观经济增速放缓的预期基本已被市场接受，多个组织下调了全球 GDP 预测值，这一方面包含了全球新兴市场与发达经济体本身增速的见顶，另一方面，主要受到中美贸易争端为标志的贸易保护主义反全球化的影响。受贸易争端的影响，国内纺织服装、服饰业出口年初先升后降。此外，经过 2018 年的产能扩张的大幅提速，2019 年计划扩产速度虽有所放缓，但在表观消费增速方面仍存在压力，下游纺纱印染等行业的厂商需求目前尚无明显改善。市场后续最大变量仍是中美关税的不确定性，在当前美国大选临近的情况下，贸易局势后续或将伴随激烈博弈的缓和为主基调，届时或将打破当前出口与零售双双低迷的现状。

图表 38：纺服零售及出口累计同比数据 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

图表 39：涤纶长丝产能及增速 (万吨, %)



来源：百川咨询，国联证券研究所

3 2020 年度投资策略

3.1 聚焦上游油气资源，改革推动价值回归

我们认为国际油价短期上下震荡的动力主要来自于地缘政治与强人政治因素，中长期趋势则受美油增产与 OPEC+ 减产带来的供需平衡调整的影响。鉴于我国及周边亚太地区为全球能源主要消费地，能源进口依赖度持续提高，国际油价及与之关联的 LNG 等能化品价格大幅波动可能性提升，加上沙特、伊朗、伊拉克、委内瑞拉等地区为我国重要的原油进口来源，虽然地缘政治因素目前被暂时压制，但其矛盾内核并未消解，蕴含着国家能源安全的重大风险。从能源安全的角度来说，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来降低供应风险。

因此，我国一方面与各产区以签署长协等形式保障部分进口量，另一方面加紧国内油气资源的勘探开发以稳定国内产量。在国有体制给予的上述保障之外，依然存在的缺口就需要由民企资本运用多种灵活的方式来供给。其中，有的企业通过获取海外资源反哺国内，有的企业通过市场化开发盘活国内区块，加速资源的开采，有的企业，还有的企业通过煤等其他资源的清洁转化来弥补能源的结构性缺口。在保障国内油气

供需的主旋律下，提供解决方案的各子行业龙头业务量确定性较高。

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%。我国近年推进了包括“煤改气”、油品升级在内的能源消费升级，以期解决日益加重的空气污染问题。全球天然气市场因中国需求的突增而再次回暖，各大 LNG 项目纷纷加速推进。国内天然气市场化改革进程也同样在加速，从 2017 年长输管道定价的落地，到 2018 年储气调峰完整目标框架的确立以及双轨制的取消以及今年油气管网设施公平开放监管办法的落地，“管住中间、放开两头”的总体思路正稳步落实。门站价格的整体上调、部分放开以及输气调峰机制的逐步完善，给上游企业带来市场纠正、盈利修复的机会。此前全球天然气价格处于长期底部，今年美国 LNG 出口设施投产延期将继续压制北美天然气价格。全球发展中国家的能源消费升级将给天然气带来需求增长的澎湃动力，价格中枢有望维持甚至提升。

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。随着下半年北方开启供暖，传统需求旺季到来，天然气采、储、运、交易等各个环节将迎来需求与机遇。

3.2 油服与工程景气可期，立足保供走向世界

在油价从 2016 年低谷缓慢复苏的背景下，油气巨头们用于扩产及稳产的资本开支得到提高，叠加国内保供增储上产需求，上游钻井、压裂等油气田工程与服务热火朝天。同时，为提升天然气在我国能源结构中的比例，向更加绿色的经济结构转型，中游长输管线、地下储气库、调峰储气库等天然气基础设施建设需求高速增长，叠加即将挂牌的国家油气管网公司，需求有望进一步释放。下游国营巨头一体化需求、民营大炼化的建设需求以及煤化工在保供中的稳定器作用将促使行业投资景气度维持。上述三点将利好油服、油气储运及炼化为代表的专业工程与技术服务板块。整体而言 2015~2016 年间工程与服务领域订单较少，需求被持续压制，景气度提升后有望在近几年得到加速释放。

市场开放、进口增加促使国际化工巨头纷纷作出对华投资决定，建设大型一体化生产基地，同时进口 LNG 的接收站等基础设施需求高速增长；IMO 新规、油品升级、油气改革带来炼油厂扩改建和设施改造需求增多；中石化欲斥资 2000 亿打造四大石化基地，中石油加快炼化转型升级步伐，民营大型炼化一体化项目亦如火如荼；油气改革背景下，亦将助力工程服务领域订单回暖。一带一路地区的海外业务增长亦不容小视：伊拉克、俄罗斯等低成本区块存在逆市增产的成本优势；中亚地区采掘与炼化工业基础薄弱，规模小，俄罗斯炼油设备陈旧，存在升级换代要求；沙特等传统产油国也在推动深加工提升价值，即从单一售油转向下游炼油、聚烯烃、化工品的产业链延伸与转型，有望带动布局海外业务的工程与服务公司业绩。

4 重点推荐标的

新奥股份 (600803.SH)

公司由原有多主营业务逐渐聚焦至天然气为核心的清洁能源平台,向公司愿景一步步前进。公司剥离原有农兽药板块,专注于海外天然气、国内煤层气、煤制气、煤化工副产 LNG、LPG 以及甲醇、轻烃等煤基清洁能源,并通过工程公司服务于公司和集团的天然气业务,形成整体协同。至此,公司与集团、港股平台在上游资源、中游接收储运、下游销售的布局接近完整。

公司参股的 Santos 经营数据强劲,其购买康菲石油北澳项目权益提升了公司 5000 万桶油当量的 2P 储量;公司 20 万吨轻烃项目进展顺利并验证了不同的煤制气技术,为未来市场化改革机遇做好了技术积累;公司自产天然气与煤化工板块依托优质煤层气/煤矿资源,立足规范园区,高效转化为清洁能源产品。子公司下属煤矿生产能力年内核增 120 万吨/年,更好地对冲煤价波动风险,产生一体化优势。工程板块依托集团发展,继续在 LNG 接收站、制气/净化/液化设施、储存调峰、管输配气、分布式能源等领域发力。公司注入燃气业务的重大资产重组策划仍在进展中,若通过极大提升公司估值与现金流水平但上游弹性将有所削弱。即便国际油价有所波动,公司业务总体仍将受益于我国持续增长的天然气等清洁能源需求、国家能源安全战略中降低能源进口依赖度的要求以及国家管网公司成立后的天然气市场化机遇。

中油工程 (600339.SH)

公司是中石油集团旗下工程建设业务核心平台,由管道局、工程建设、寰球、昆仑以及集团工程组成,业务以油气田地面工程、管道与储运工程、炼油与化工工程三大板块为主。中石油集团所有陆上油气田、长输管线、储运设施等业务均由其承接。寰球位居国内 LNG 储罐、接收站等天然气相关工程建设实力榜首位置。此外,公司还积极开拓海外市场,在中东、俄罗斯等一带一路地区连获重大工程订单。

虽然近期国际原油价格震荡下行,但我国对于油气能源的需求持续提高,进口依赖度居高不下。从国家能源安全的角度,无论是储气储油设施的总容量、接收与气化调峰的能力还是管网的覆盖密度与统筹调节能力,在加快能源结构升级、推进油气市场化改革的过程中都有很多需要补的短板,在国家油气管网公司挂牌运行后,对全国管网的统筹规划与实施落地将更为顺畅,建设速度有望大大加快。此外,我国石油储采比约 10~12,远低于国际平均水平,且当前国内相当一部分油田已逐步进入衰退期,产量存在下行压力。油气增储上产任务的下达也令国内巨头提升了上游资本开支,带来油气田地面设施及管线的相关工作量。公司作为资质齐全、拥有多项海内外重大工程尤其是管道工程业绩的中石油下属企业,业务量增长确定性远高于业内民营竞争对手。公司毛利率受 2015~2016 年时低价项目的影响已达历史低点,后续毛利率的逐步恢复在当前业务量饱满的背景下是高概率事件。

中国石油 (601857.SH, 0857.HK)

公司石油产量逾 9 亿桶，稳居国内第一位，坐拥油田开采和矿权资源，业绩和油价正相关，按照对全球石油供需、中国采购溢价、中国煤制油成本判断，石油内在价值 55 美元/桶，19 年石油中枢区间在 55~65 美元/桶，在减产及地缘政治因素驱动下 WTI 原油上下波动，宏观经济不确定性虽对油价具有压制作用，然石油内在价值及全球需求支撑中枢价格。天然气年产 900 多亿立方，国内绝对龙头。美国页岩气革命带来的产量增长致使美天然气价格现阶段处于底部位置，随着世界能源结构中天然气占比提升，需求逐步改善，未来天然气每立方上涨 0.5 元，EPS 增厚 0.18 元/股。公司借力一带一路强化海外布局，低成本油气开采占比升至 14%。

公司炼油能力国内第二，伴随公司加快炼化转型升级步伐、油品升级加价和产品结构优化，炼油绩效或在产能过剩格局下保持相对优势，加油站具有物理垄断自然属性，控制零售出口，把握市场份额，具稀缺性，增强公司在炼化时的话语权，并直接受益于全国油品升级。

油气市场化改革提速大背景下，天然气业务增量不增亏：1.居民门站价格的提升将提高中国石油天然气实现销售价格，新签订的 LNG 进口合约成本较之前有所下降，双重因素助力其天然气业务减亏。2.未来配气环节成本压缩，终端气价下降后，利好天然气需求稳健增长。3.公司下游议价权显著提高：严格执行合同气量，合同外按照市场化价格销售。

中石化冠德 (0934.HK)

公司主营原油码头业务、天然气管道业务以及船舶租赁运输服务。2018 年公司原油码头吞吐量 2.62 亿吨，吞吐量增长 6.6%，利用率达到 90%。公司在 2018 年底收购日照港 3 号泊位，同时目前有三条码头到下游炼厂的管线正在施工，将在 2019 年年底-2020 年初全部建成。2019 上半年，随区域内鄂安沧天然气管线的投入使用，以及人民币汇率上的变动，给公司生产经营带来些许挑战。

随我国原油进口量的持续提升，公司继续以提高效率、利用率作为潜在增长空间。我国原油进口增速未来虽将有所放缓，但仍将保持在 5%以上。天然气业务总体来说利空出尽：天然气管道业务受到 2017 年发改委调整管输价格影响，近年业绩有所受累。2020 年管输价格可能再调整一次，但由于目前公司榆济管线 ROA 低于发改委规定的 8%，所以预计对公司影响不大。气源方面主要靠年产 30 亿方大牛地气田加上部分 LNG、煤层气补充。由于 LNG、煤层气运距较短，因此业绩也受到影响，未来不排除 LNG 运量增大的情况下运距继续下降。但随下游消费量的提升以及运价的稳定，天然气业务未来继续下滑的空间不大。船舶租赁运输服务方面，公司 8 条 LNG 运输船今年全年稳定贡献 0.9-1 亿港币利润。总体来看，公司业绩稳定且确定受益于我国原油进口量以及天然气消费量提升，目前 6 倍 PE 被显著低估。

航天工程 (603698.SH)

公司拥有自主知识产权的航天粉煤加压气化技术以及核心设备航天炉,与华理水煤浆气化炉作为两大国产煤气化技术占据国内气化炉绝大部分市场份额,从实施案例上看公司近几年增速可观,已成功应用于 49 个项目,合计应用 105 台,已成为主流工艺。

从全球能源结构看,煤炭占比呈逐年下降趋势,但是从区域看,亚洲地区消费仍呈增长趋势。去年煤炭消费量同比增长 1.4%,是近 10 年平均增长率的两倍,以印度(3600 万吨油当量)和中国(1600 万吨油当量)为主,这是区域能源结构导致的,短期难以逆转,唯有谋求更加清洁高效的进行使用,煤气化工艺就是当前主流的煤炭清洁利用途径。此外,从能源安全的角度考虑,在原油与天然气进口依赖度持续攀升、进口来源集中于中东地区且当前隐含地缘政治风险不断积累的背景下,保障能源的稳定供应除了加大勘探开发以及促进进口来源多元化之外,因地制宜地将我国煤炭清洁利用来作为能源供应的稳定器亦是核心的能源战略。公司有望持续受益于煤炭在我国能源与化工产品结构中的压舱石作用,并受益于严环保背景下对企业排放的限制以及退城入园带来的设备更新需求。

图表 40: 推荐标的参数一览

证券代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2018A	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
601857.SH	中国石油	5.5	10066.2	0.29	0.35	0.51	24	16	11
0857.HK	中国石油股份	3.7	6771.8	0.29	0.35	0.51	15	11	7
600803.SH	新奥股份	9.81	120.6	1.11	1.02	1.15	9	10	9
600339.SH	中油工程	3.16	176.4	0.17	0.18	0.3	21	18	11
0934.HK	中石化冠德	3.15	78.3	0.51	0.51	0.58	6	6	5
603698.SH	航天工程	11.7	62.7	0.55	0.35	0.69	42	33	17

来源: Wind (2019 年 11 月 15 日收盘价), 国联证券研究所

5 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 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 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，国联证券可能会持有本报告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：0510-85603281

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210