

# 布局早周期和逆周期

## ——石油化工行业 2020 年度投资策略

行业年度报告

◆**原油市场趋于宽松，下行空间有限。**1) 供给短缺预期支撑油价：以沙特为代表的 OPEC 超额减产，受制裁的伊朗和委内瑞拉产量和出口骤减；2) 但全球经济增速放缓，贸易摩擦抑制原油需求；3) 巴西和北美页岩等非 OPEC 产量将继续增长，原油市场趋于宽松。

◆**布局逆周期——油服景气度复苏。**我国原油和天然气自给率逐年下降，成为能源安全的潜在威胁。在政策支持下，上游资本支出有望持续增加。三大油公司已制定“七年行动计划”，确定国内勘探开发优先发展战略，2019-2025 年期间油气投资要稳定增长，保障国内能源供应。油服行业直接受到油气公司勘探开发的资本支出水平影响，2019 年后是勘探开发支出真正兑现时期。海洋石油开发和页岩气开采前景广阔，推荐中海油服、海油工程等油服公司。

◆**布局早周期——化纤行业。**1) 相比于其他化工品，化纤行业呈现投资启动早，结束早的特征；投资周期也对应了景气周期启动的顺序。化纤品种的新增产能投放在 2019 年会告一段落，从供给的角度看行业已见底；2) 2019 年需求下行影响较大，2020 年等待企稳。关注化纤板块中率先触底的氨纶、粘胶短纤和涤纶长丝子板块。

◆**轻烃裂解的成本优势和民营大炼化达产。**1) 烯烃行业和炼化、PTA 行业仍处于大的产能周期中，2020 年行业预期没有改善；2) 低成本的轻烃裂解路径和民营大炼化项目相比现有产能具有成本优势，新增项目对业绩预期和公司价值仍有增量；3) 民营大炼化项目在 2019 年逐步达产，2020 年将验证项目的盈利中枢；4) PTA 行业的巨大产能周期有望带动醋酸行业引来一波景气行情。

◆**投资建议：**1) 推荐轻烃裂解龙头**卫星石化**，推荐其他轻烃裂解公司**东华能源**和**万华化学**，关注**金能科技**和**滨化股份**；2) 油服推荐**中海油服**和**海油工程**；3) 关注化纤板块龙头公司**三友化工**、**华峰氨纶**、**新乡化纤**和**海利得**等；4) 中长线推荐大炼化龙头公司**荣盛石化**、**桐昆股份**、**恒逸石化**、**恒力石化**和**东方盛虹**，关注**新凤鸣**。

◆**风险分析：**1) 国内经济增速放缓和中美贸易摩擦对需求影响的不确定性；2) 炼油、烯烃和芳烃新一轮产能周期对大炼化和轻烃裂解项目盈利带来的不确定性；3) 油价大幅波动的风险。

### 增持（维持）

#### 分析师

裴孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)  
021-52523535  
[giuxf@ebsec.com](mailto:giuxf@ebsec.com)

傅锴铭 (执业证书编号：S0930517070001)  
021-52523823  
[fukm@ebsec.com](mailto:fukm@ebsec.com)

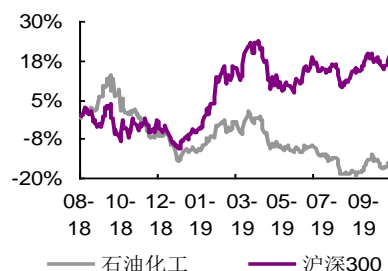
赵乃迪 (执业证书编号：S0930517050005)  
010-56513000  
[zhaond@ebsec.com](mailto:zhaond@ebsec.com)

吴裕 (执业证书编号：S0930519050005)  
010-58452014  
[wuyu1@ebsec.com](mailto:wuyu1@ebsec.com)

行业主要数据图



行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

#### 相关研报

油价紧平衡，看好轻烃裂解和 PTA 景气——石化化工行业 2019 年下半年投资策略  
..... 2019-06-06  
油价大波动，看好民营炼化、农化和成长——石化化工行业 2019 年投资策略  
..... 2019-01-04

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
002648	卫星石化	14.86	0.88	1.29	1.46	11	10	9	买入
601808	中海油服	16.68	0.01	0.54	0.66	577	27	22	买入
600583	海油工程	6.98	0.02	0.02	0.17	272	291	41	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 29 日

## 投资聚焦

### 研究背景

当前市场对石化行业最大的担忧是基础石化产品面临周期向下的压力：1) 烯烃行业面临新一轮的产能周期；2) 成品油过剩压力凸显；3) 国内需求增速放缓和贸易摩擦加剧化纤需求的不确定性。石化行业在经历了 2019 年的下行后，大部分产品还未见到底部向上的动力，因此行业的大行情还未出现；2020 年我们希望能够在周期下行的压力下，找到逆周期和早周期的品种。

### 我们区别于市场的观点

烯烃的下行周期仍未结束，2020-2021 年，我们仍将看到炼化一体化项目、PDH 项目和煤化工项目的大量投放，行业盈利压力加大。在这个背景下，我们认为新项目的成本优势至关重要，轻烃裂解和煤制烯烃目前来看是具有竞争力的。**1) 看好轻烃裂解的投资机会。**乙烷裂解制乙烯项目回报高，是继 PDH 后轻烃裂解投资的重大机会，在烯烃的各条路线中具有成本优势。

油价波动从低油价区间进入中油价区间，国家对能源安全的重视带动了油服行业的逆势行情。**2) 继续布局逆周期的油服行业。**在政策支持下，上游资本支出有望持续增加。三大油公司已制定“七年行动计划”，确定国内勘探开发优先发展战略，2019-2025 年期间油气投资要稳定增长，保障国内能源供应。

相比于其他化工品，化纤行业呈现投资启动早，结束早的特征；投资周期也对应了景气周期启动的顺序。**3) 提前布局早周期的化纤行业。**化纤品种的新增产能投放在 2019 年会告一段落，从供给的角度看行业已见底；2019 年需求下行影响较大，2020 年等待企稳。关注化纤板块中率先触底的氨纶、粘胶短纤和涤纶长丝子板块。

### 投资观点

1) 推荐轻烃裂解龙头卫星石化，推荐其他轻烃裂解公司东华能源和万华化学，关注金能科技和滨化股份；2) 油服推荐中海油服和海油工程；3) 关注化纤板块龙头公司三友化工、华峰氨纶、新乡化纤和海利得等；4) 中长线推荐大炼化龙头公司荣盛石化、桐昆股份、恒逸石化、恒力石化和东方盛虹，关注新凤鸣。

## 目 录

1、 原油：原油市场趋于宽松，下行空间有限.....	4
1.1、 OPEC 原油供给收缩，应对非 OPEC 的供应增加.....	4
1.2、 非 OPEC 国家原油供给继续增长.....	6
1.3、 OECD 库存仍略高于五年均值.....	7
1.4、 原油需求表现疲软，但油价下行空间有限.....	8
2、 政策驱动上游资本支出，油服行业景气复苏.....	9
2.1、 国家推进能源安全战略，上游资本支出持续增加.....	9
2.2、 海油开发前景广阔，相关油服公司有望持续受益.....	12
2.3、 天然气开发潜力大，油服行业迎来新机遇.....	13
3、 布局早周期——化纤板块.....	14
3.1、 氨纶行业周期触底.....	19
3.2、 粘胶短纤行业筑底，有望周期反转.....	21
4、 轻烃裂解的成本优势和民营大炼化达产.....	23
4.1、 乙烷裂解等轻烃裂解路径的低成本优势.....	23
4.2、 民营大炼化：项目达产和预期兑现.....	24
4.3、 聚酯产业链：长丝触底，PX 承压，PTA 新一轮产能周期到来.....	25
4.4、 醋酸行业有望迎来一波机会.....	28
5、 投资建议.....	29
5.1、 推荐轻烃裂解龙头卫星石化.....	29
5.2、 看好油服板块景气向上的投资机会.....	30
5.3、 早周期品种——化纤板块.....	31
5.4、 中长期看好民营大炼化板块.....	32
6、 风险分析.....	32

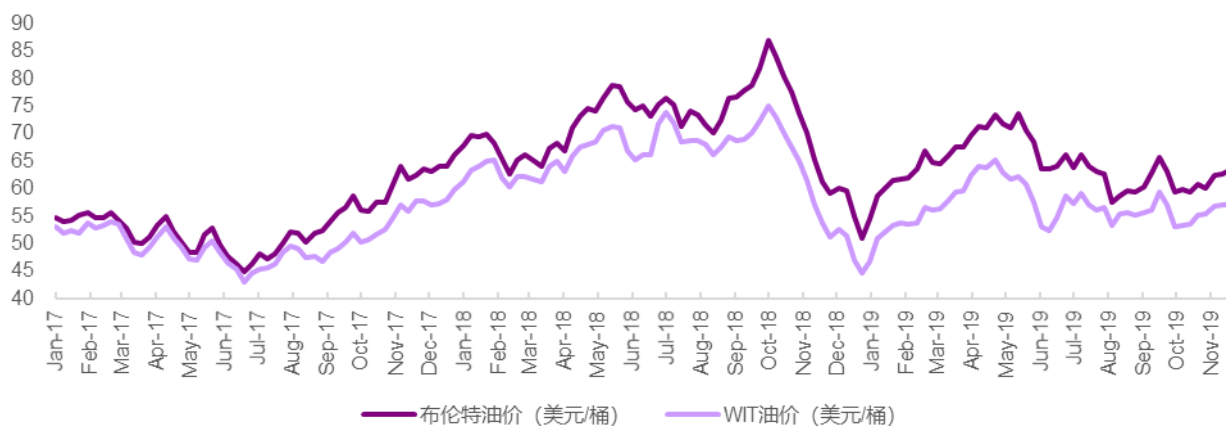
## 1、原油：原油市场趋于宽松，下行空间有限

2019 年以来，在供给端适当宽松、需求端下滑预期影响下，油价震荡下行。OPEC 减产协议与地缘政治因素增加供给短缺风险，推动国际原油价格走高；而经济增速下滑与贸易摩擦升温使得市场对原油需求预期较为悲观，打压原油价格。展望 2020 年，我们认为原油市场趋于宽松，油价将继续呈现震荡态势，但下行空间有限。

**2019 年 1-5 月国际油价震荡上行，支撑油价上涨的主要因素是市场对原油供给紧张的预期。**具体影响因素包括 OPEC 减产计划的执行以及国际地缘政治的紧张局势。自 1 月开始，OPEC+ 减产协议初见成效，加之美国对委内瑞拉的制裁冲击供给面等因素，油价触底反弹。此后委内瑞拉受停电事件影响产量大幅下降，同时美国宣布取消对伊朗原油出口豁免，原油供给预期再受冲击，油价继续上涨。而 5 月末开始美国页岩油产量大增抵消了市场对伊朗原油供给缺口的担忧，加之全球贸易摩擦加剧，IEA 下调对原油需求增长的预期，油价不断回落。

**6-10 月，对原油需求的悲观预期给油价带来下行压力，国际油价在 55-70 美元/桶间宽幅震荡。**受全球经济增速下滑以及贸易摩擦加剧的影响，市场对原油需求较为悲观，尽管 OPEC 延续减产，油价仍较上半年有所回落。9 月，沙特原油设施遇袭事件后，油价短期上涨，但随着沙特逐步恢复原油产能，油价逐步回落。

图 1：国际原油价格走势



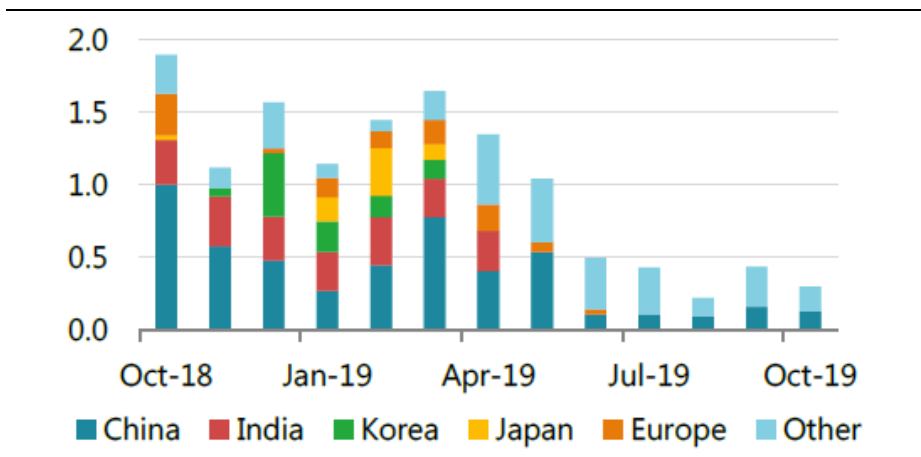
资料来源：Wind，光大证券研究所整理，2017.1.1-2019.11.29

### 1.1、OPEC 原油供给收缩，应对非 OPEC 的供应增加

**美国取消伊朗原油进口豁免，伊朗原油产量骤降。**

美国取消伊朗原油进口豁免，美伊关系影响中东安全局势。2019 年 4 月 22 日，美国宣布决定终止对伊朗石油进口的制裁豁免，并于 5 月 2 日起正式生效。截至 10 月，伊朗原油产量仅为 215 万桶/日，原油出口量从 2018 年 10 月的 190 万桶/天降低至 30 万桶/日。

图 2: 伊朗原油出口情况 (单位: 百万桶/日)

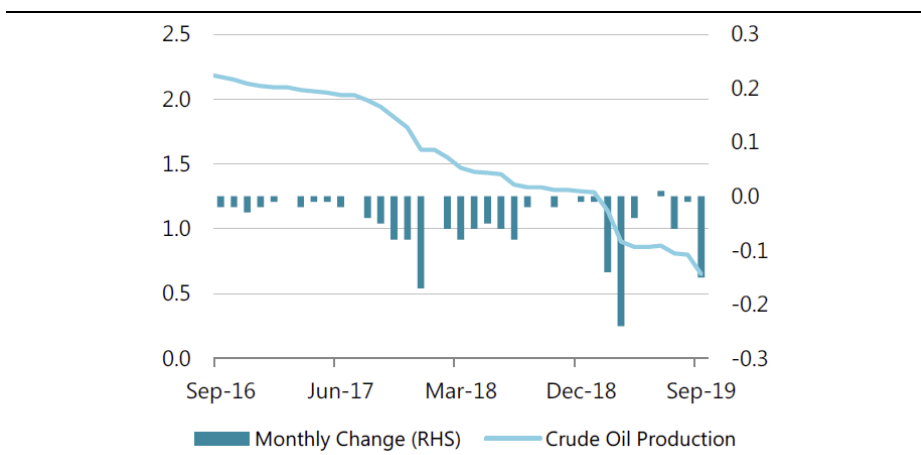


资料来源: IEA, 备注: China 指中国大陆地区

### 委内瑞拉形势脆弱, 石油产量面临不确定性。

委内瑞拉面临经济衰退与政治动荡, 产量持续下滑。作为 OPEC 主要产油国, 由于对石油产业的过分依赖, 委内瑞拉自国际油价暴跌之后便引发了经济危机, 2017 年 4 月国内又爆发了对于总统马杜罗的持续抗议活动。经济衰退和政治动荡直接打击了其石油基础设施, 原油产量加速下滑。2019 年, 美国的制裁与停电事故的频发对委内瑞拉本来已经十分脆弱的经济形势无疑是雪上加霜, 委内瑞拉石油生产进入至暗时期。根据 OPEC 数据, 委内瑞拉 9 月份和 10 月份原油产量分别只有 64.4 万桶/日和 68.7 万桶/日, 相比 2018 年的 135.4 万桶/日大幅下降。

图 3: 委内瑞拉原油产量 (百万桶/日)



资料来源: IEA, 截止 2019 年 9 月

### OPEC 减产执行良好, 原油供给收缩。

2018 年 12 月 7 日, OPEC+ 在维也纳达成协议, 以 10 月原油产量为基础, 从 2019 年 1 月起合计减产 120 万桶/日, 其中 OPEC 减产 80 万桶/日, 非 OPEC 减产 40 万桶/日, 持续 6 个月, 伊朗、委内瑞拉、利比亚豁免减产。2019 年 7 月 2 日, OPEC+ 宣布减产协议将延长至 2020 年 3 月。

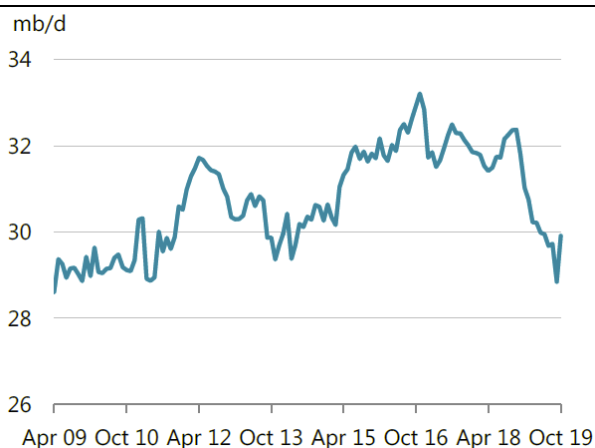
表 1: 2017 年以来, OPEC 减产延长情况

时间	减产协议主要内容	减产时长
2016 年 9 月	OPEC 同意将产量限制在 3250-3300 万桶/日的范围内, 且 OPEC 将设立委员会决定各国减产规模。	2016.11, 决定减产时长
2016 年 12 月	OPEC 减产 120 万桶/日, 非 OPEC 国家减产 55.8 万桶/日, 共计减产 175.8 万桶/日。	2017.1-2017.6, 6 个月
2017 年 5 月	维持现有的约 180 万桶/日减幅不变, 不限制伊朗、利比亚、尼日利亚的产量。	2017.7-2018.3, 9 个月
2017 年 11 月	维持现有的约 180 万桶/日减幅不变, 豁免减产的利比亚和尼日利亚通知 OPEC, 两国明年的石油产出不会超过今年水平。	2018.4-2018.12, 9 个月
2018 年 12 月	OPEC 减产 80 万桶/日, 非 OPEC 国家减产 40 万桶/日, 共计减产 120 万桶/日, 伊朗、委内瑞拉、利比亚予以豁免。	2019.1-2019.6, 6 个月
2019 年 7 月	延长减产协议至 2020 年 3 月。	2019.7-2020.3, 9 个月 2019 年 12 月召开会议决定是否进一步减产

资料来源: Wind, 光大证券研究所

**OPEC 减产协议执行良好, 原油供给显著减少, 沙特减产幅度远超承诺。**根据 IEA 数据, 2019 年以来, OPEC 各成员国在减产协议 (DOC) 框架下积极主动减产, 减产执行率较 2018 年四季度有明显提升。OPEC 平均减产执行率达到 149%, OPEC+ 达到 136%。OPEC+ 收紧原油供给, 供需缺口逐渐收缩, 推动国际原油价格回升。欧佩克和非欧佩克减产同盟将于 12 月 7 日在维也纳举行会议, 审议石油市场形势, 判断市场趋势, 做出是否进一步减产的决定。

图 4: 最近十年 OPEC 原油供应情况 (百万桶/日)



资料来源: IEA

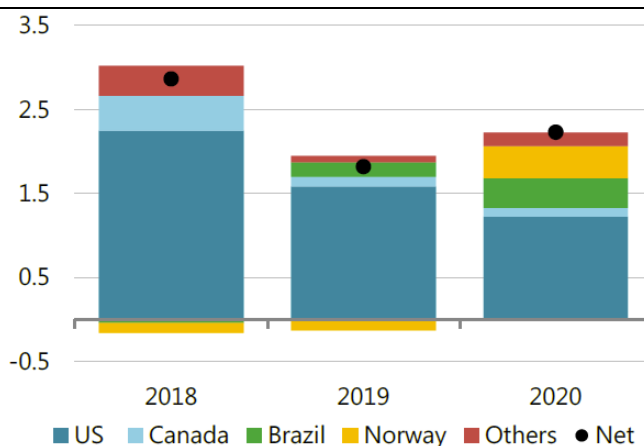
## 1.2、非 OPEC 国家原油供给继续增长

**美国供应增速放缓, 但非 OPEC 供给将继续增长。**

受资本约束的影响, 美国钻机台数 2019 年 11 月下降至 668 台, 相比 1 年前下降 219 台, 页岩油生产商开始消耗未完井 (DUCs) 来增加产量, 根据 EIA 的数据, 截止 2019 年 10 月, 未完井数已经从 2 月份高点下降 715 口至 7642 口, 钻机台数的下降将对美国页岩油的长期增长产生影响。IEA 预计 2019-2020 年美国原油产量增幅分别是 120 万桶/天和 90 万桶/天。另一方面, 巴西的产量将继续快速增长, IEA 预期 2019 年非 OPEC 产量增长

183 万桶/日，相比 2018 年增长 286 万桶/天放缓，但预期 2020 年仍将增长 230 万桶/日。

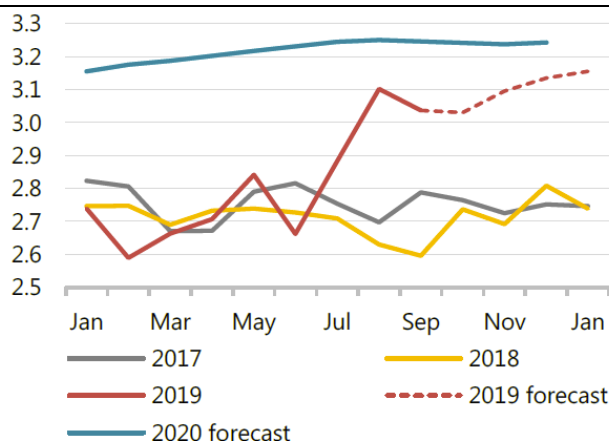
图 5：非 OPEC 原油供应增量（百万桶/日）



资料来源：IEA，2019 和 2020 年为预测值

巴西原油产量激增，预期将对全球原油供给带来较大影响。近年，巴西在桑托斯海岸盆地发现了大型深海盐下油田，预计石油储量高达 700 亿桶，被认为是“新千年以来世界上发现的最大石油资源”。占巴西原油产量 82% 的巴西国家石油公司 2018 年年产量已攀升至 1.1 亿吨，每天出口 40.4 万桶原油。IEA 预计，2019 年巴西原油产量将增长 16 万桶/日，2020 年将增长 35 万桶/日。

图 6：巴西原油产量（百万桶/日）

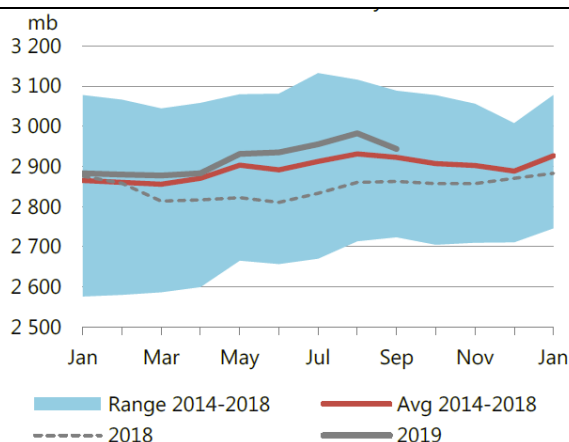


资料来源：IEA

### 1.3、OECD 库存仍略高于五年均值

库存方面，OECD 库存水平仍高于五年均值。自从减产协议达成，全球原油市场库存快速下降后又在 2019 年缓慢回升。IEA 数据显示 2019 年 9 月份 OECD 库存仍较 5 年均值高出 294 万桶，对于远期需求覆盖天数这一更加确切的衡量指标而言，库存较 5 年平均水平低 1 天。沙特等产油国也表明，尽管减产执行但仍未看到市场短缺，库存仍高于五年的平均水平，OPEC 的目标是将 OECD 库存降至五年线以下，维持原油的供需平衡。

图 7: 非 OPEC 原油供应增量 (百万桶/日)



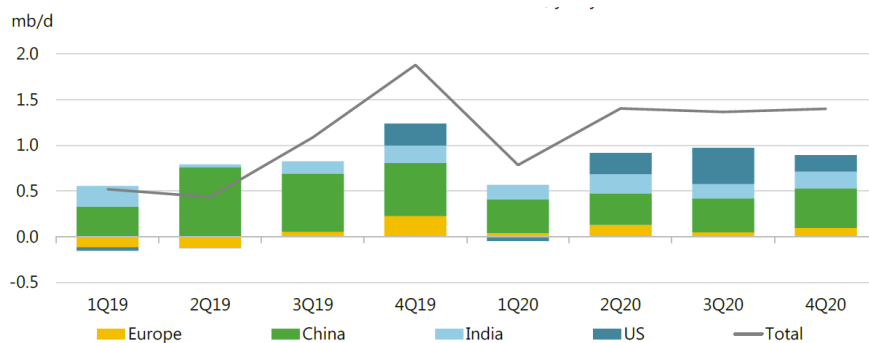
资料来源: IEA

从剩余产能来看,根据 IEA 数据,10 月 OPEC 国家还有 281 万桶/日(不包括伊朗)的剩余生产能力,处于历史低位;其中沙特有 180 万桶/日的剩余生产能力,具备应付伊朗原油出口全部停止的能力。

#### 1.4、原油需求表现疲软,但油价下行空间有限

OECD 国家原油需求表现疲软,IEA 多次下调全球原油需求增长预期。在 10 月月报中,IEA 今年第四次下调了全球需求增长的预测,将 2019 年和 2020 年的全球增长预测分别下调 10 万桶/日,至 100 万桶/日和 120 万桶/日。

图 8: 全球原油需求增长预期 (百万桶/日)



资料来源: IEA, 4Q19-4Q20 为预测值

非 OPEC 新增的原油产量可以覆盖全球新增的需求。2020 年全球原油需求的增长预期是 120 万桶/天,非 OPEC 的产量增长是 230 万桶/天,足以满足需求增长,使得未来原油市场趋于宽松。

沙特阿美正式 IPO,提升油价诉求。沙特国有石油公司沙特阿美已于 11 月正式在沙特证券交易所启动首次公开募股,这可能是有史以来规模最大的 IPO。沙特希望尽力确保此次 IPO 成功。



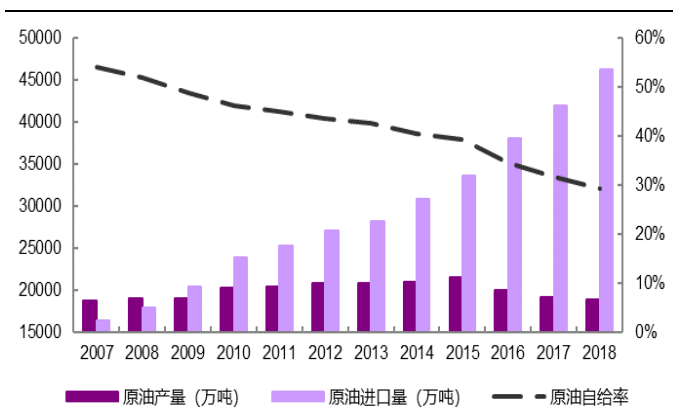
## 2、政策驱动上游资本支出，油服行业景气复苏

### 2.1、国家推进能源安全战略，上游资本支出持续增加

当前我国原油和天然气自给率逐年下降。国内原油产量从 2015 年以来持续下降，2018 年原油年产 18911 万吨，为 2007 年以来的产量最低水平，2018 年原油自给率仅为 29%。我国天然气进口依赖度也持续攀升，2018 年进口依赖度达 44%。2018 年我国首次超过日本，成为世界最大的天然气进口国。

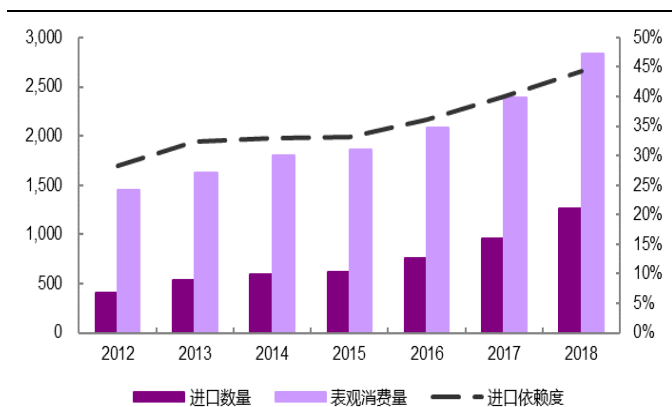
国家政策明确要加大上游勘探开发力度。2018 年 8 月，受国内外油气形势影响，为保证国家能源安全，中央批示要加大国内油气勘探开发力度。2019 年 1 月举行的中国石油经济技术研究院发布会上，中石油集团指出“当前我国油气对外依存度高，构建全面开放条件下的油气安全保障体系，提升国际油气市场话语权是当务之急”。三大石油公司召开的 2019 年度工作会议上均明确表示要聚焦上游，加大勘探开发投入，努力实现有质量地增产，保证国内油气自给率。

图 9：我国原油产量及进口量（万吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 10：我国天然气进口量及表观消费量（亿立方米）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

从国内情况来看，增加油气自给率目标明确，相关政策正逐步落地。居高不下的油气对外依存度为我国能源安全造成潜在威胁。能源安全问题得到了中央的关注。在国内加快“增储上产”战略的大方向指引下，中央反复强调能源安全问题，出台配套政策，鼓励对油气资源的勘探开发，保障国内能源供给。同时国家油气体制改革不断深化，有望形成竞争性市场机制，激发油气全产业链活力。我们认为未来增储上产预期明确，国家政策支撑将增加对油田开采设备与服务的需求，持续利好油服企业，本轮国内油服行业的上行周期方兴未艾。

表 2：关于加大上游勘探开发的系列政策与会议

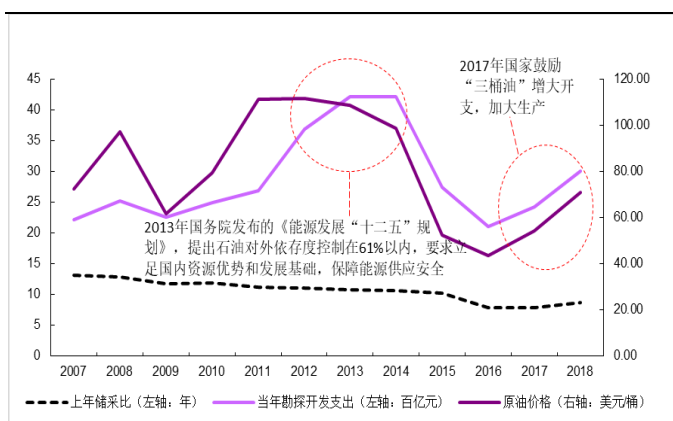
时间	事件	主要内容
2014.12	《能源发展战略行动计划(2014-2020)》	坚持立足国内，将国内供应作为保障能源安全的主渠道，牢牢掌握能源安全主动权。加强国内能源资源勘探开发，着力增强能源供应能力。
2017.01	《石油发展“十三五”规划》《天然气发展“十三五”规划》	明确“十三五”期间石油天然气发展目标，到 2020 年国内石油产量要达到 2 亿吨以上，天然气综合供保能力要达到 3600 亿立方米以上。
2017.05	《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》	全面实施国家能源战略，通过改革促进油气行业持续健康发展，大幅增加探明资源储量，不断提高资源配置效率，确保油气供应稳定可靠。
2018.09	《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》	落实天然气发展规划，加快天然气产能和基础设施重大项目建设，加大国内勘探开发力度，力争到 2020 年底国内天然气产量达到 2000 亿立方米以上。
2019.02	《石油天然气规划管理办法(2019 年修订)》	国家能源局在文件中明确提出重大项目应遵循加大勘探开发力度、保障能源安全的原则。
2019.03	《关于 2018 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2019 年国民经济和社会发展计划草案的报告》	国家发展改革委在两会期间提出，今年拟放开油气勘探开采准入限制，积极吸引社会资本加大油气勘探开采力度。
2019.05	三大石油公司“七年行动计划(2019-2025)”	国家能源局组织召开大力提升油气勘探开发力度工作推进会，强调石油企业要不折不扣完成七年行动方案要求，落实增储上产主体责任；指出各部委及地方政府应发挥协同作用，加强配套政策，保障重点项目落地实施。
2019.06	《外商投资准入特别管理措施负面清单(2019 年版)》	取消外资油气勘探开发限于合资合作的限制，油气开采上游向外资企业开放，标志油气产业全面开放，有利于激发市场活力。
2019.06	《可再生能源发展专项资金管理暂行办法》的补充通知	非常规天然气开采补贴从定额标准改为“多增多补”，鼓励加大天然气开采力度。
2019.07	大力提升油气勘探开发力度工作座谈会	国家能源局要求持续推动油气增储上产见实效、见长效，继续做实重点盆地油气增储上产，扎实推进页岩油开发专项研究，加快推进勘探开发重大项目工作，推动油气勘探开发“减税降费”精准施策。
2019.08	《中华人民共和国资源税法》审议通过	2020 年 9 月 1 日起新资源税法正式施行，低丰度油气田开采、三次采油、深水油气田开采、稠油及高凝油将相应减征资源税。
2019.08	十九届中央第三轮巡视反馈情况	中央第二巡视组反馈三大石油公司保障国家能源安全方面不够有力，紧迫感、使命感不够强。
2019.10	国家能源委员会会议	李克强总理指出应加大国内油气勘探开发力度，促进增储上产，提高油气自给能力；深入推进能源领域市场化改革，放宽油气勘探开发和油气管网等设施建设

资料来源：国家能源局、国家发改委、新华社、新浪网等，光大证券研究所整理

在国家政策指引下，国内油气勘探资本支出已明显提升。从历史经验来看，国家政策导向会显著影响油气公司的资本支出水平。2013 年能源发展“十二五”规划提出要控制石油对外依存度后，中石油、中石化、中海油当年勘探开发支出水平均显著提升。2017 年国家鼓励增大资本支出、加大生产后，三大石油公司当年勘探开发支出也止跌回升。

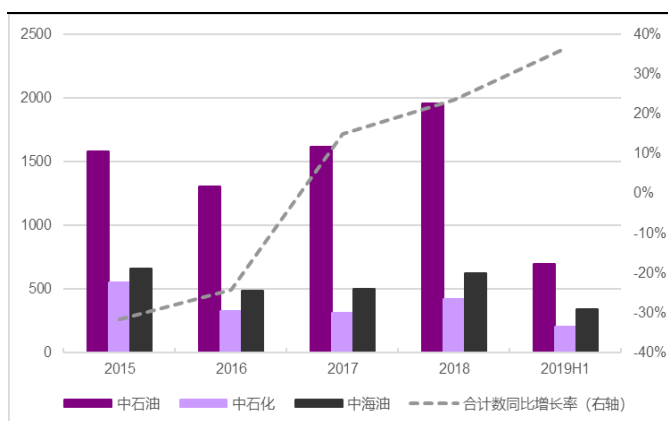
三大石油公司相继提出七年行动计划，确定国内勘探开发优先发展战略定位，2019-2025 年期间油气投资要稳定增长，继续加快油气勘探开发步伐，保障国内能源供应。中石油 2019-2025 每年将支出 50 亿元用于风险勘探投资。中石化确定国内勘探开发优先发展战略定位。中海油目标是到 2025 年实现探勘工作量与探明储量翻一番。2019 年上半年，中石油勘探开发支出 693.83 亿元（同比+18.9%），中石化支出 200.64 亿元（同比+86.4%），中海油支出 267 亿元（同比+61.8%）。三大油企资本支出初步兑现，增储上产取得良好成效，国内油服公司业绩随之复苏。

图 11: 政策指引下, 勘探开发支出随油价变化呈正相关



资料来源: 三大石油公司 (中石油、中石化和中海油) 公告, 光大证券研究所整理

图 12: 三大石油公司实际勘探开发资本支出 (亿元)



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所整理

**国内增储上产进展加快。**受益于国内政策对油气探勘开发的重视, 国内油气勘探取得多项重大突破。千亿级大油气田捷报频传, 新增探明地质储量企稳回升。根据自然资源部统计数据, 2018 年, 石油新增探明地质储量 9.59 亿吨, 同比增长 9.4%, 继两年连续下降后实现再增长。天然气新增探明地质储量 8311.57 亿立方米, 同比增长 49.7%。油气产量扭转下跌趋势, 根据国家统计局数据, 2019 年前 10 个月, 国内原油产量 1.59 亿吨, 同比增加 1.1%, 天然气产量 1422.8 亿立方米, 同比增加 9.3%。油气资源前期勘探与后期开发均需要技术与设备支持, 利好油服公司业绩增长。我们看好油服行业持续受益于国内增储上产战略的实施。

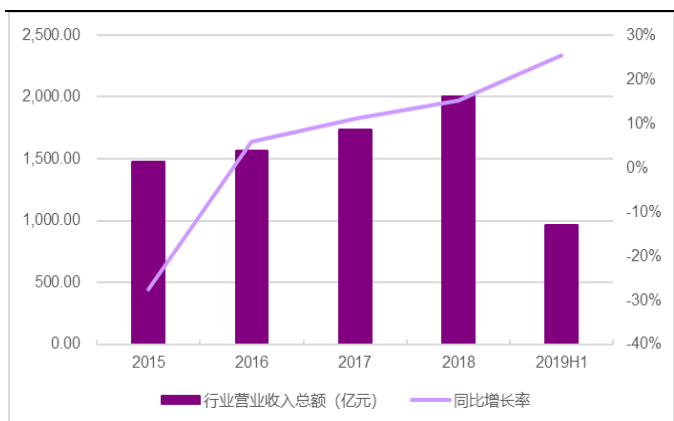
表 3: 近期油气勘探重大发现

公布时间	油气公司	地点	事件
2018.12	中石油	塔里木盆地	中秋 1 井试获高产工业油气流, 预示中秋将有 1000 亿方级凝析气藏
2019.01	中石油	准噶尔盆地	高探 1 井喜获高产油气流, 日产原油 1213 立方米、天然气 32.17 万立方米, 井口压力 32.4 兆帕, 创准噶尔盆地单井日产量最高纪录
2019.02	中海油	渤海湾	渤中 19-6 凝析气田天然气探明地质储量超过千亿方, 凝析油探明地质储量超亿方
2019.03	中石化	四川盆地	威 (远) 荣 (县) 页岩气田提交探明储量 1247 亿立方米, 今年将建成 10 亿立方米产能; 丁山—东溪区块东页深 1 井试获日产 31 万立方米高产气流
2019.09	中石油	鄂尔多斯盆地	长 7 生油层内勘探发现 10 亿吨级庆城大油田
2019.09	中石油	四川盆地	长宁-威远和太阳区块累计探明超万亿立方米
2019.09	中石化	鄂尔多斯盆地	东胜气田新增探明储量 442 亿立方米, 累计探明储量达 1239 亿立方米
2019.10	中石油	塔里木盆地	博孜 9 井试获高产工业油气流, 发现千亿方级大气田

资料来源: 中国石油新闻中心等, 光大证券研究所整理

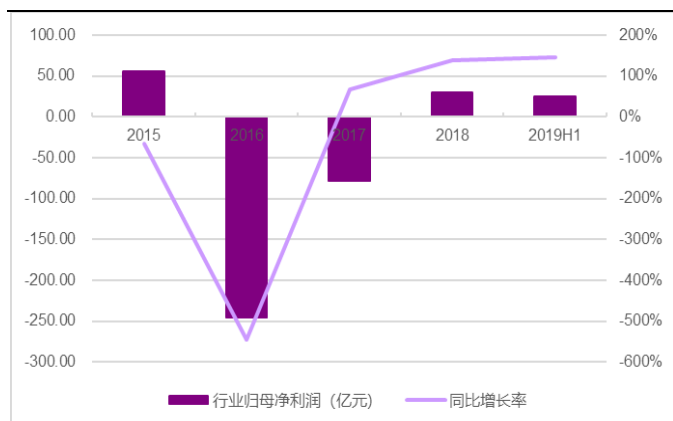
**油服行业整体盈利处于高速恢复阶段。**油服行业作为石油产业链的上游, 行业的营收规模直接受到油气公司勘探开发的资本支出水平影响。此次在国家批示的大方向指引下, 三大石油公司资本支出预算明确提升, 2019 年是勘探开发支出真正兑现之年, 带动国内油服行业公司营收增长。2019 年上半年, 我们所统计油服板块 16 家公司营业收入 963 亿元, 同比增长 25%, 延续了近年的上升趋势。受益于国内勘探力度加大、国外市场的积极开拓, 油服公司订单量普遍大幅上升。上半年油服板块归母净利润 24.4 亿元, 同比大幅回升 146%。

图 13: 油服板块营业收入合计数及增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 我们统计 16 家有代表性的油服公司, 包括中海油服、海油工程、杰瑞股份、安东油田服务等。

图 14: 油服板块归母净利润合计数及增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

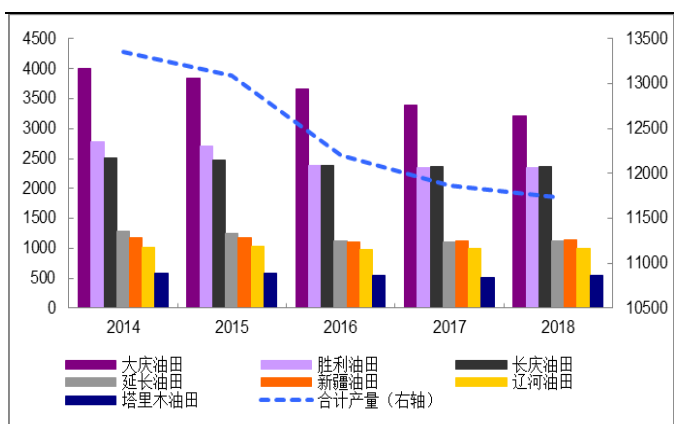
## 2.2、海油开发前景广阔, 相关油服公司有望持续受益

陆上可采原油资源减少, 海油开发大势所趋。

近年来国内各大陆上油田常规原油产量下滑, 大庆油田等七大常规原油生产基地的总产量从 2014 年的 1.34 亿吨下降至 2018 年的 1.17 亿吨, 年均下降 3.2%。而我国海域拥有十分丰富的油气储量, 尤其是南海区域被誉为“第二个波斯湾”, 随着国内陆地原油资源的开采到达瓶颈, 海洋油气资源逐渐成为我国资源增量的主要来源。中海油近两年产量已呈现回升趋势, 未来三年仍会保持增长, 2019-2021 年的产量目标分别为 480~490、505~515、535~545 百万桶油当量。

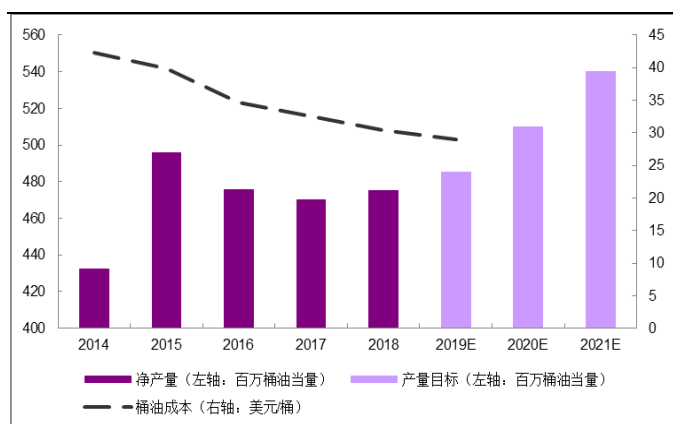
此外, 技术的创新与突破逐步颠覆了传统的开采方式, 大幅度降低了深水油气勘探开发的成本和风险, 推动了海洋油气生产工程的发展。以中海油为例, 其桶油成本已从 2014 年的 42.30 美元/桶, 降至 2019 年上半年的 28.99 美元/桶, 成本大幅降低, 进一步推动油企对海洋油气资源的开采。

图 15: 2014-2018 年我国常规油田产量 (单位: 万吨)



资料来源: 中国石油新闻中心等, 光大证券研究所整理

图 16: 中海油油气净产量、产量目标、桶油成本



资料来源: 中海油公告, 光大证券研究所整理

中海油服的业务几乎贯穿海上油气勘探、开发、生产的全过程, 具有较大的受益空间。中海油服 2019 年前三季度实现营业收入 213 亿元, 同比增

长 56%；实现归属于母公司净利润 21 亿元，第三季度实现 11.5 亿元。前三季度公司毛利率为 18.9%，第三季度达到 24.0%，延续上升趋势。从作业量来看，钻井板块景气持续回升。报告期内公司的钻井平台作业 10662 天，同比增加 32.6%。

## 2.3、天然气开发潜力大，油服行业迎来新机遇

根据天然气发展“十三五”规划，到 2020 年，国内天然气综合保供能力达到 3600 亿立方米以上。若按该目标要求，2019-2020 年，我国天然气消费量年均复合增速约为 12.73%。根据中国石油经济技术研究院预测，2040 年前我国天然气产业将处于黄金发展期，消费的需求也将带动产量的增长，预计 2035 年我国天然气产量将达 3000 亿方，2050 年达 3500 亿方。天然气的增产需求较大，将进一步推动油服行业回暖。

表 4：“十三五”天然气行业发展主要指标

指标	2015 年	2020 年	年均增速
累计探明储量（常规气，万亿方）	13	16	4.3%
产量（亿方/年）	1350	2070	8.9%
消费量（亿方/年）	1931	3600	13.3%
天然气占一次能源消费比例（%）	5.9	8.3-10	-
气化人口（亿人）	3.3	4.7	10.3%
城镇人口天然气气化率（%）	42.8	57	-
管道里程（万公里）	6.4	10.4	10.2%
管道一次运输能力（亿立方米）	2800	4000	7.4%
地下储气库工作气量（亿立方米）	55	148	21.9%

资料来源：《天然气发展“十三五”规划》，光大证券研究所整理

页岩气开发为油服行业带来新的发展契机。中国的页岩气储量集中在四川盆地海相页岩，四川盆地的页岩气规模化生产使得我国成为继美国、加拿大后第三个成功实现页岩气商业开发的国家。目前国内已形成涪陵、长宁、威远和延长 4 大页岩气产区，其中涪陵页岩气田已成为全球除北美之外最大的页岩气田，截至 2018 年底，累计产量突破 214.5 亿方。

表 5：四川盆地已发现的页岩气田情况

气田	技术可采资源量（亿立方米）	探明页岩气面积（km <sup>2</sup> ）	完钻水平井/投产井（口）
威远	4512	48.23	60/48
长宁-昭通	4807	159.64	68/47
富顺-永川	8514	-	23/16
涪陵	4046	383.54	256/180
彭水	3764	-	-
巫溪	1533	-	-
南川-丁山	2852	-	-
渝西	2058	-	-
合计	32086	591.41	407/291

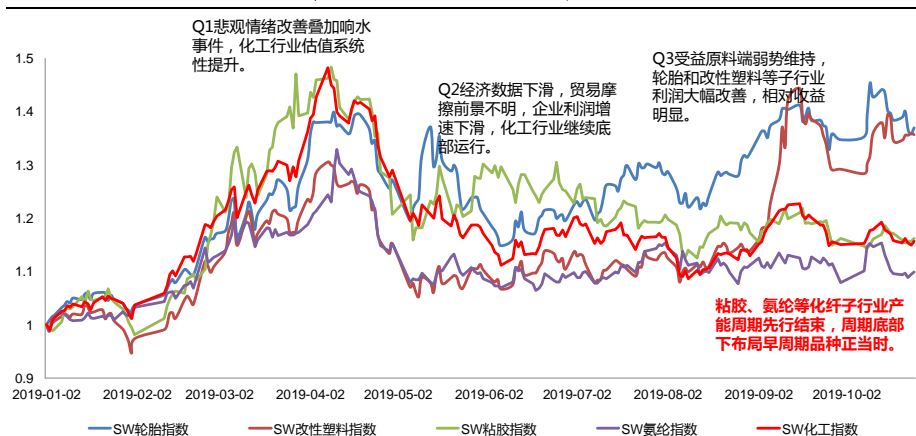
资料来源：《中国页岩气勘探开发现状及北美页岩气的启示》程涌等，光大证券研究所整理

2018 年我国页岩气产量为 110 亿立方，根据《页岩气发展规划（2016-2020 年）》，2020 年要力争实现页岩气产量 300 亿立方米，2030 年实现产量 800-1000 亿立方米。按照涪陵页岩气田建成产能 100 亿立方米/年，累计完成投资 331.52 亿元来估算，若 2020 年页岩气产量实际达到目标要求，则需新增投资金额约为 630 亿元。我们认为未来页岩气的投资空间较大，加之非常规油气的单位勘探开发费用较常规油气更高，国内页岩气开发将为油服行业带来新的发展契机。

### 3、布局早周期——化纤板块

2019 年，化工行业整体处于供给扩张和需求下滑的双重压力之下，行业景气度下行。在化工产品价格普遍下行的走势下，偏下游的改性塑料和轮胎行业受益于原材料价格下跌，毛利率反而有所改善。而其他主要的中游化工品种，大多在行业景气中下位置运行。

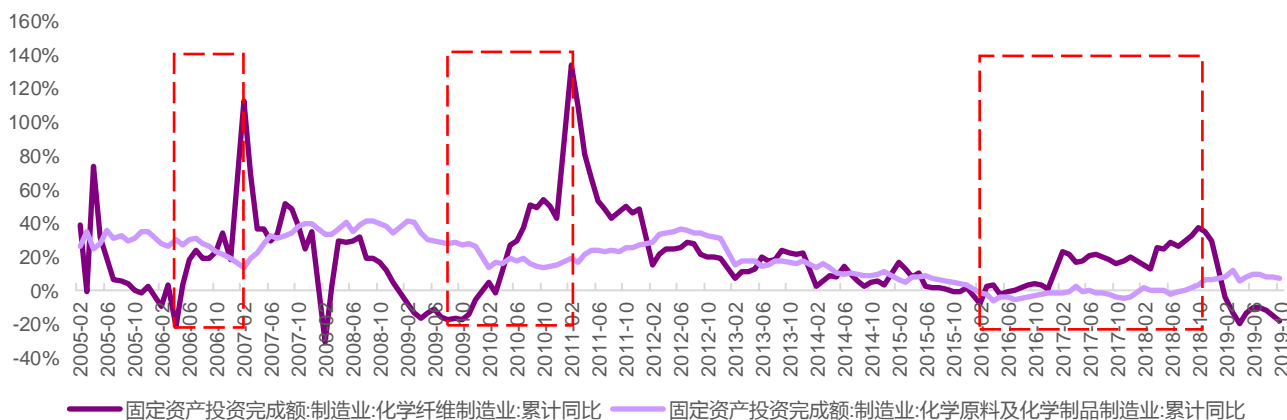
图 17：粘胶、氨纶等化纤子行业处于周期底部



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，2019.1-2019.10，按 2019.1.2 指数为 1 计算

相比于其他化工品，化纤行业呈现投资启动早、投资结束早的特征：06-10 年，09-17 年，16-至今这三轮周期无不例外。而对作为周期品的化工产品来说，投资周期的结束通常也意味着景气周期的启动。

图 18：化纤行业早周期特征



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

从行业固定资产累计投资增速数据来看，化纤行业的新增产能投放增速，从2019年以来已经开始放缓，从供给的角度看化纤行业已在筑底阶段。

**表 6：化纤和化学原料和制品投资周期比较**

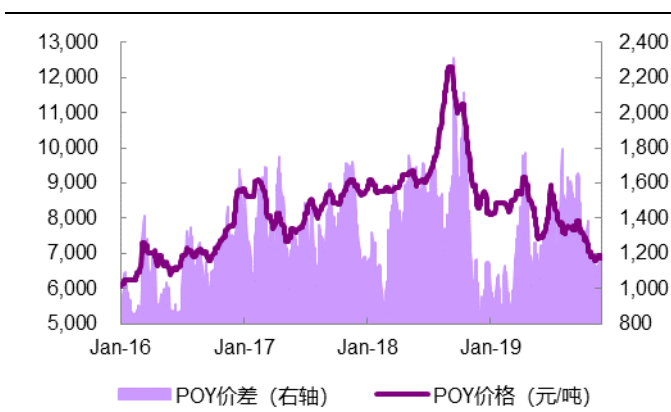
化纤行业	化学原料和制品行业	周期	相差
2006.5~2007.2	2007.2~2009.3	投资增加	9 个月
2007.3~2009.10	2009.4~2010.2	投资放缓	25 个月
2009.11~2011.2	2010.3~2012.7	投资增加	4 个月
2011.3~2016.2	2012.8~2017.11	投资放缓	17 个月
2016.3~2018.10	2017.12~至今	投资增加	21 个月
2018.11~至今	-	投资放缓	-

资料来源：光大证券研究所整理

具体到主要的各个化纤品种，包括涤纶长丝、氨纶和粘胶短纤，行业的产能投放在2019年后都将告一段落，从子行业的角度也是可以印证的。

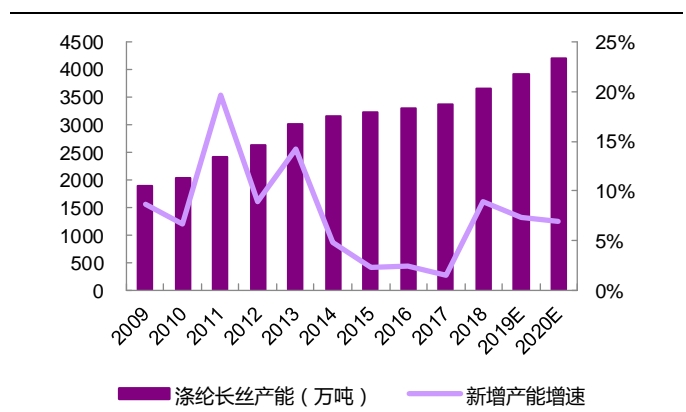
**涤纶长丝，2018年见顶下行，2020年或见底。**涤纶长丝自2016年以来步入景气周期，2018年达到景气顶峰。2018-2020年是涤纶长丝产能投放高峰，第一波以2018-2019年桐昆股份和新凤鸣为代表，第二波以2019-2020年恒逸石化和恒力石化为代表，2020年后行业有望筑底回升。

**图 19：涤纶长丝 POY 价差和景气度**



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

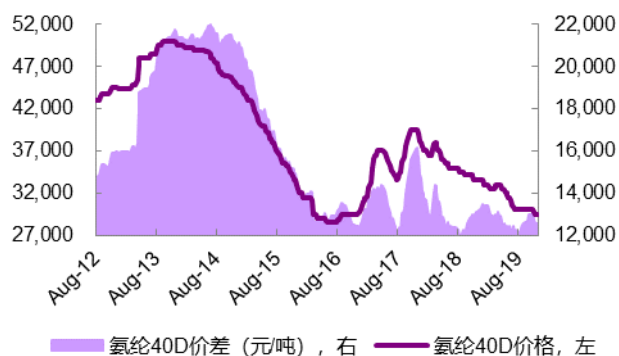
**图 20：涤纶长丝产能变化**



资料来源：CCF，百川资讯，光大证券研究所整理和预测

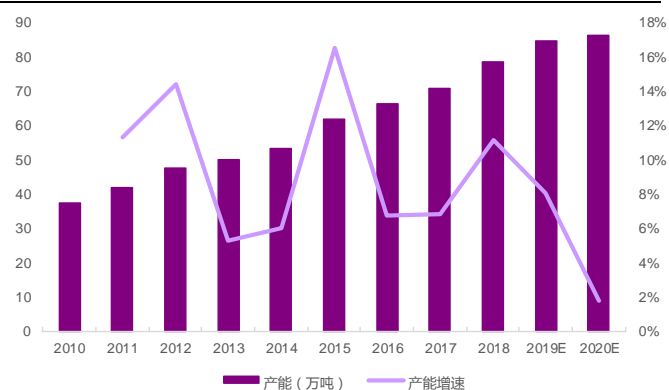
**氨纶，2020年将见底回升。**氨纶行业上一轮景气周期从2012年开始，2013-2014年达到顶峰，之后产能投放一直持续，2019年后产能增速下来，2020年新增产能大幅下降，将筑底回升。

图 21：氨纶 40D 价差和景气度



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

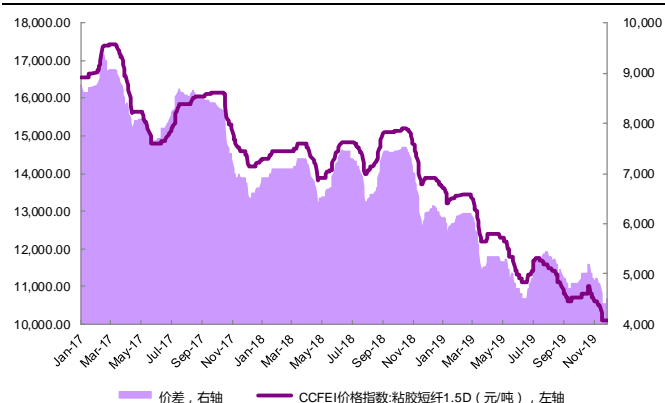
图 22：氨纶产能变化



资料来源：CCF，百川资讯，光大证券研究所整理和预测

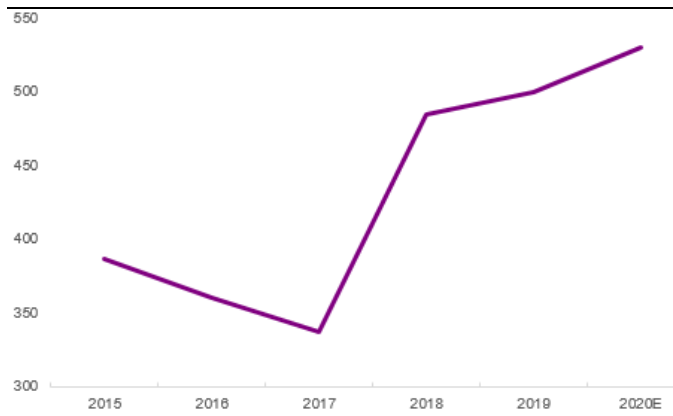
**粘胶短纤，周期筑底。**粘胶短纤上一轮牛市的顶峰在 2016-2017 年，2017-2018 年为产能投放顶峰。粘胶短纤价格已到达历史底部，接近上轮周期低点。当前，粘胶短纤价格为 11000 元/吨，接近完全成本线。

图 23：粘胶短纤价差和景气度



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 24：粘胶短纤产能变化（万吨）

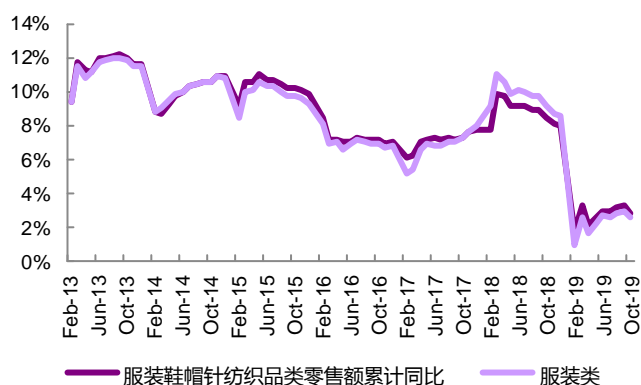


资料来源：CCF，百川资讯，光大证券研究所整理和预测

从需求的角度看，化纤行业的下游需求，偏消费端占主导，主要需求来自纺织服装、日用品、汽车和房地产。纺织服装类国内需求增速在 2018-2019 年下了一个台阶，已经经历了剧烈的一波下行。随着中美贸易摩擦的缓和和国内经济增速的换挡企稳，行业下行的风险释放。包括纺织服装、日用品、汽车和房地产等下游行业的需求，有可能在 2020 年触底企稳。而近期，房地产竣工面积数据已经有积极的信号。

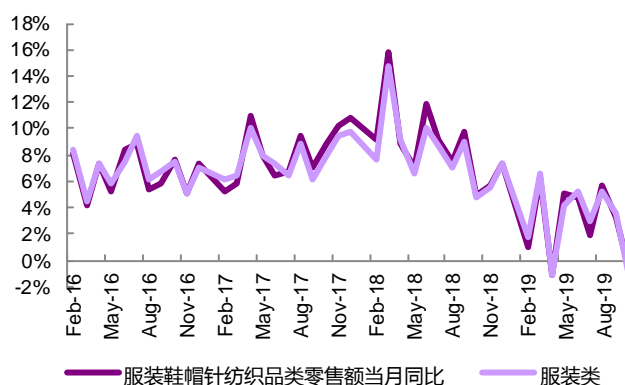


图 25：纺织服装累计同比增速



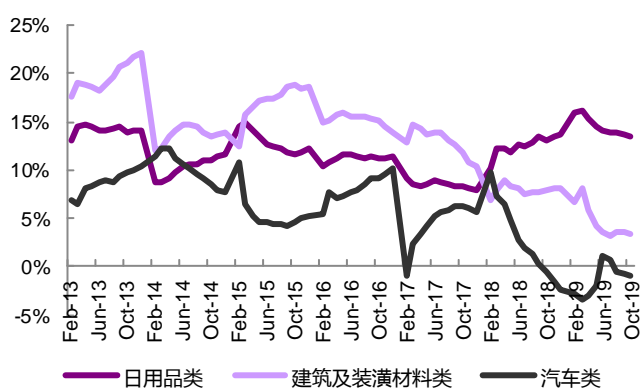
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 26：纺织服装当月同比增速



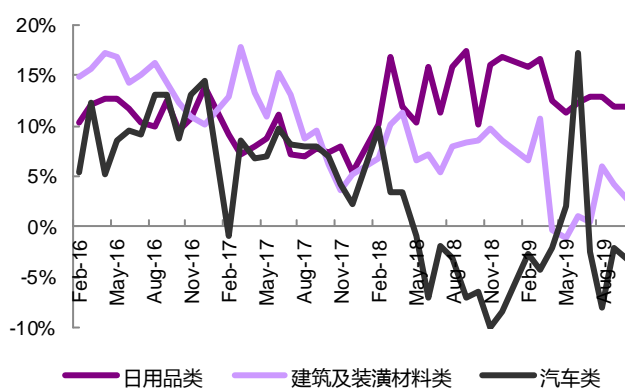
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 27：汽车等相关行业累计同比增速



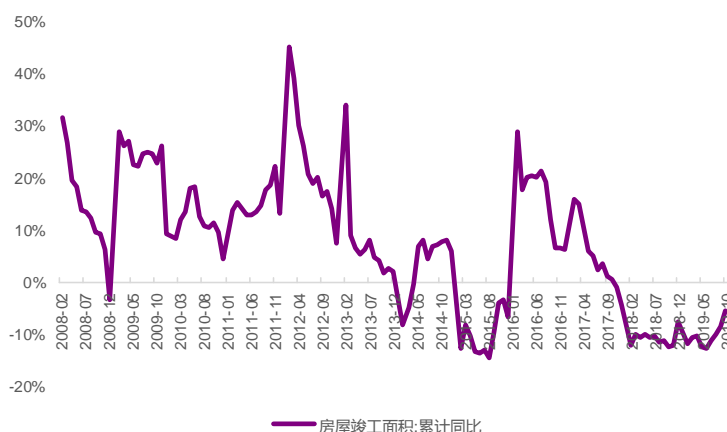
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 28：汽车等相关行业当月同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

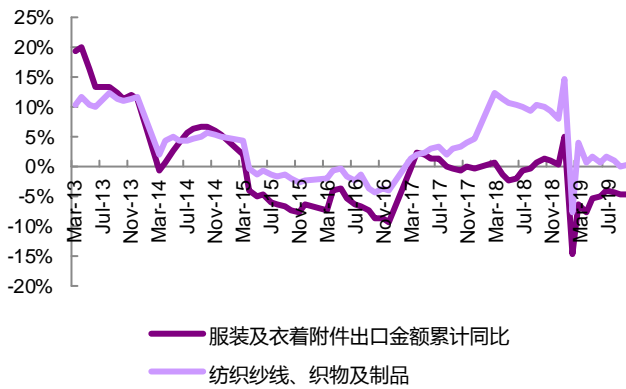
图 29：房地产竣工累计同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

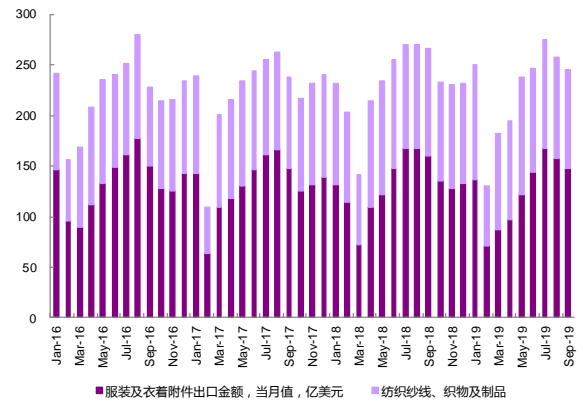
从出口数据来看，受中美贸易摩擦和全球经济增速放缓的影响，纺织服装类的出口数据也在 2019 年恶化，但下行速度也有减缓迹象。随着中美贸易摩擦达成阶段性协议，出口的下行风险修复在即。

图 30：纺织服装出口累计同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

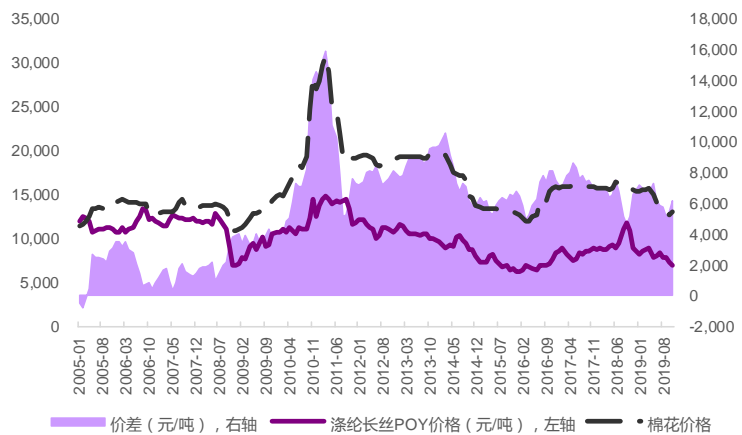
图 31：纺织服装出口当月金额



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

从化纤替代品的角度看，08 年以后，涤纶长丝和棉花的价格始终保持着较大价差。而且，化纤的性能不断提高改进，纺织服装行业和其他产业对化纤的需求增加高于对坯布的需求增加，这也是化纤行业需求较为刚性的一个重要解释。

图 32：涤纶和棉花保持价差



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，2015.1-2019.11

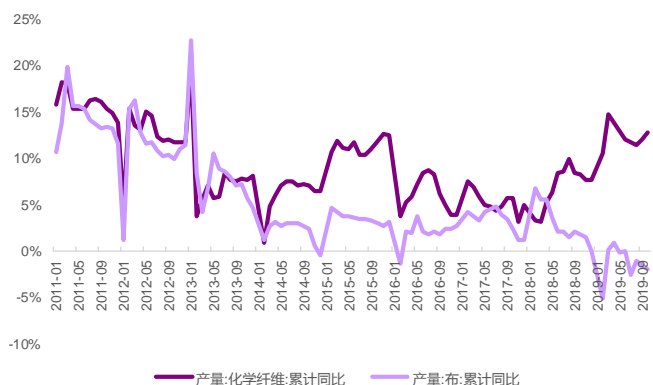
由于化学纤维的技术进步和消费升级属性，其需求增速比下游表现出更强的韧性。数据显示，纤维布的产量增速数据好于棉布，而很多时候，化学纤维的产量增速数据和布出现较大分离（其中也有库存扰动的因素）。

表 7：化纤下游需求的结构（2018 年）

	涤纶长丝	氨纶	粘胶短纤
服装	52%	75%	95%
家纺	33%	15%	5%
产业	15%	10%	

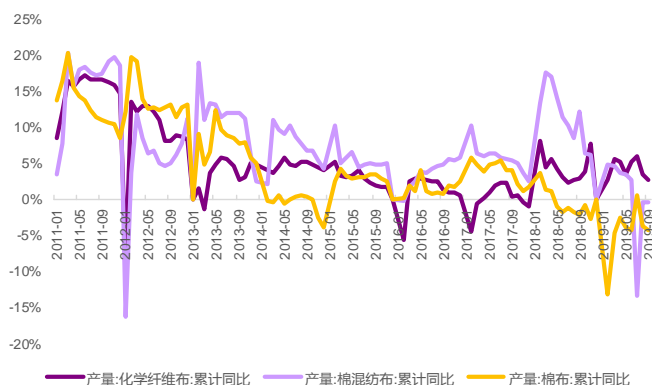
资料来源：百川资讯

图 33：化学纤维和布的产量增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 34：化纤布、混纺布和棉布增速



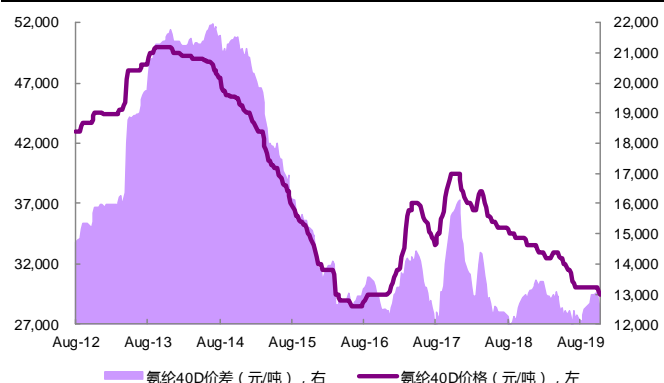
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

### 3.1、氨纶行业周期触底

氨纶行业上一轮周期的顶峰是在 2013-2014 年，之后经历了两轮投资高峰，2018-2019 年，行业整体仍处于难以盈利的状态。

经过 4 年的行业低迷和龙头企业的产能更新，行业中小产能已经在逐步退出，随着这轮龙头企业产能更新的完成，行业将在 2020 年迎来喘息机会。

图 35：氨纶 40D 价差和景气度



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 36：氨纶产能变化



资料来源：CCF，百川资讯，光大证券研究所整理和预测

2020 年，龙头企业产能更新暂告段落，小产能逐步退出。目前 2 万吨以下的产能仍有 6 套，小厂长期不盈利。此外氨纶行业集中度进一步提升，新产能向中西部转移，预计到 2019 年底行业集中度 CR4>50%。

表 8：氨纶龙头企业扩产计划

龙头企业	产能 (万吨)	备注
华峰氨纶	11.7 (现有) +6 (在建) +4 (计划)	6 万吨预计 2019Q4-2020H1 建成
新乡化纤	12 (现有)	最新 4 万吨 2019Q2 建成
泰和新材	烟台: 4.5 (现有) +1.5 (计划) 宁夏: 3 (现有) +3 (在建)	烟台新产能为产能置换 宁夏 3 万吨预计 2021H1 建成
晓星 (中国)	15	最新 4 万吨 2018 年建成

资料来源：卓创资讯、各公司公告，光大证券研究所整理

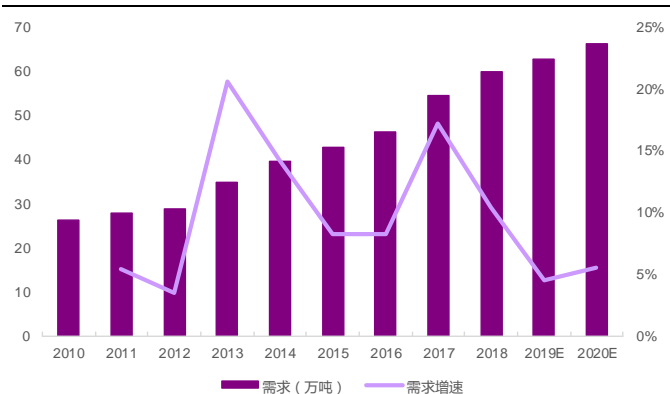
表 9：17 年以来氨纶行业淘汰企业和低负荷产能

淘汰企业	产能 (万吨)	备注
英威达 (上海)	1.6	2017 年关停
益邦	2.25	2018 年关停
蓝孔雀	0.5	2018 年关停
薛永兴	1.5	2019 年 7 月关停
邦联	2.5	低负荷运行
华海	8	较低负荷运行
泰和 (烟台)	4.5	较低负荷运行

资料来源：CCF，卓创资讯，百川资讯，光大证券研究所整理

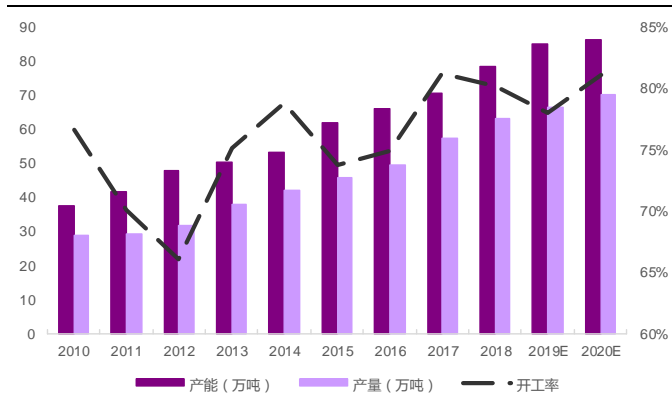
受中美贸易摩擦和国内经济增速放缓影响，2019 年氨纶行业增速大幅下行，这也影响了氨纶行业复苏。2020 年，经济增速是否企稳回升，纺织服装行业是否企稳回升，将对氨纶需求和氨纶供需平衡表的改善至关重要。

图 37：氨纶需求增速变化



资料来源：CCF，百川资讯，光大证券研究所整理预测

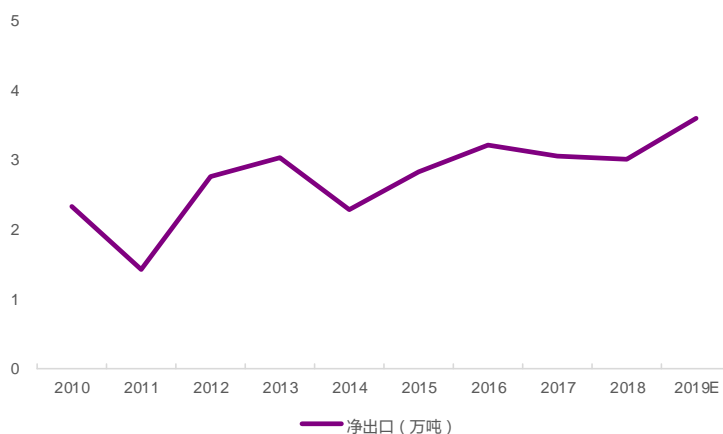
图 38：氨纶开工率变化



资料来源：CCF，百川资讯，光大证券研究所整理和预测

受纺织服装行业向海外转移的影响，氨纶行业出口量情况好于国内需求，呈快速增长态势。

图 39：氨纶净出口量持续提升



资料来源：CCF，百川资讯，光大证券研究所整理和预测

在氨纶的龙头企业中，华峰氨纶、新乡化纤和泰和新材弹性较大。华峰氨纶由于重组并入华峰新材料板块，在单一氨纶产品上的弹性将大幅削弱，目前新乡化纤成为氨纶弹性最大的上市公司。

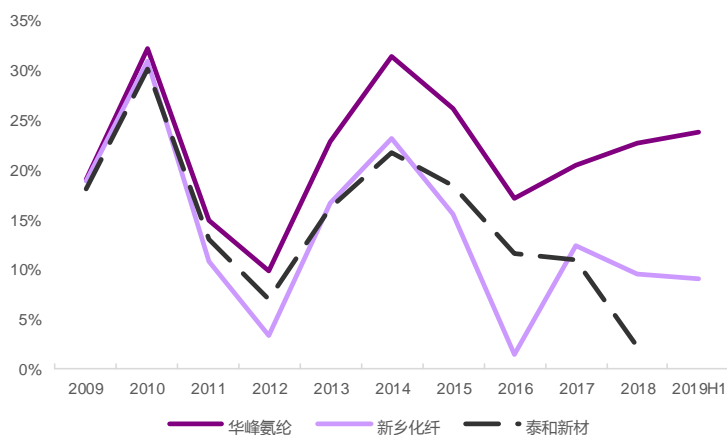
表 10: 氨纶企业弹性

	股价	市值 (亿)	EPS (元)			PE (X)			产能 (万吨)	产量 (2018)	毛利弹性 (涨 1000 元/吨增厚毛利), 亿元	毛利弹性 /市值
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E				
华峰氨纶	5.70	96	0.27	0.31	0.41	21	19	14	11.7	14.4	0.88	0.009
新乡化纤	3.59	45	0.09	0.12	0.20	40	31	18	12.0	7.2	0.90	0.020
泰和新材	10.37	63	0.26	0.32	0.48	40	32	22	7.5	-	0.56	0.009

资料来源: Wind, 光大证券研究所测算, 股价为 2019.11.29, EPS 为 Wind 一致预期

龙头企业新建的氨纶产能成本优势显著: 1) 能源成本方面, 西部地区电价、气价大幅低于东部地区; 2) 新产能规模优势, 纺丝卷绕头增加, 纺速更快, 折旧低; 3) 原料采购优势, 华峰重庆园区 PTMEG 和 MDI 园区内采购; 4) 质量提升, 品牌溢价。

图 40: 氨纶企业毛利率水平



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

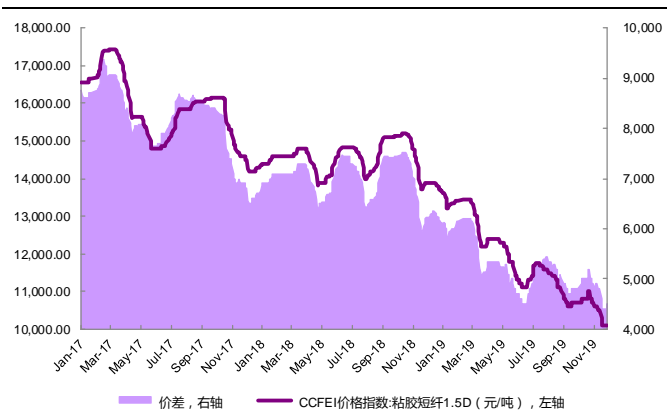
### 3.2、粘胶短纤行业筑底, 有望周期反转

#### 粘胶短纤周期筑底, 供给端有望边际改善

粘胶短纤价格已到达历史底部, 接近上轮周期低点。2017 年来, 粘胶短纤价格价差震荡下跌, 自 2018 年行业产能集中释放后, 粘胶短纤产能维持在 485 万吨左右, 供给过剩, 叠加中美贸易摩擦对下游纺织需求影响, 市场价格进一步下滑。当前, 粘胶短纤价格为 11000 元/吨, 接近完全成本线。由于供给端边际改善和需求端的回暖, 粘胶短纤继续下行的压力有限。

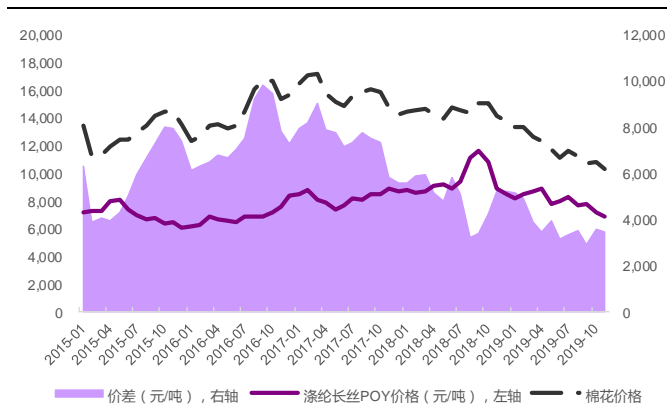
棉价与粘胶短纤互为替代品, 价格有较强的相关性, 棉价在 2018 年起进入下降周期。经历了大幅下跌过后, 棉价即将接近历史底部, 棉花产能缩紧、库存较低。短纤作为替代品优势凸显, 价格有望触底回升。

图 41：2017 年至今粘胶短纤价格价差走势图



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 42：粘胶短纤与棉花价差走势图



资料来源：Wind，光大证券研究所

**后续新增产能放缓，供给端有望边际改善。**2018 年粘胶短纤新增产能密集释放，粘胶短纤总产能骤增约 140 万吨，增幅超过三分之一。造成 2018 年下半年起粘胶短纤市场供需失衡，价格大幅下跌。当前粘胶短纤总产能约为 501 万吨，相较 2018 年增幅不大。2019 年上半年，仅阜宁澳洋新增 8 万吨产能投产。2019 年下半年及 2020 年上半年，粘胶短纤新增产能大约为 40 万吨。南京化纤 16 万吨粘胶项目已更改为 4 万吨 Lyocell 纤维项目，新乡化纤老产线开始陆续淘汰，预计将降低有效产能 10 万吨。新增产能放缓，预计行业将逐步消化新产能。

表 11：2018-2020 年粘胶短纤新增产能统计表

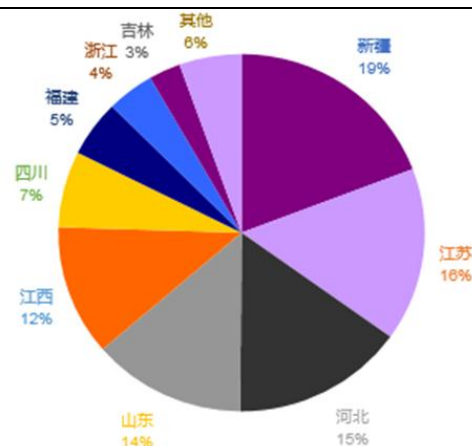
厂家	新增产能（万吨）	时间
唐山三友	20	2018 年 10 月
阜宁澳洋	16	2018 年 6 月（其中 8 万吨推迟至 2019 年 3 月）
中泰化学（阿拉尔富利达）	30	2018-2019 年
江西龙达（赛得利九江）	16	2018 年一季度
新疆天泰	10	2018 年
吉林化纤	12	2018 年
赛得利（江西）	25	2019 年底之前投产一半，另一半 2020 年 1 季度投产
赛得利（江苏）	5	2019 年底将 25 万吨产能提升为 30 万吨
恒天海龙	10	2020 年上半年投产，规划 20 万吨

资料来源：百川资讯，隆众资讯，光大证券研究所

**行业开工率有所回升。**年中以来行业整体开工率有所回升。2019 年 9 月，行业平均开工率反弹至 79%，相较 6 月粘短行业 69% 的整体平均开工率有所反弹，但仍低于 2017 年 9 月的高位开工率 11 个百分点。随着新产能增加速度放缓，供给面改善，预计行业开工率将继续反弹。

**政策趋紧、门槛升高，粘胶行业逐步整合。**在行业环境、行业准入规则、环保政策等多重压力下，粘胶短纤行业的准入门槛不断升高，旧产能随之淘汰，新产能增速逐渐放慢，行业开始向高度集中化发展。目前产能在 30 万吨以上的企业为 6 家，总产能达到约 350 万吨，占行业总产能比例超过三分之二。同时，我国粘胶短纤产能发生区域整合，大多集中在距离原材料较近的六个省份。

图 43：我国粘胶短纤产能区域分布情况（截止 2019 年上半年）



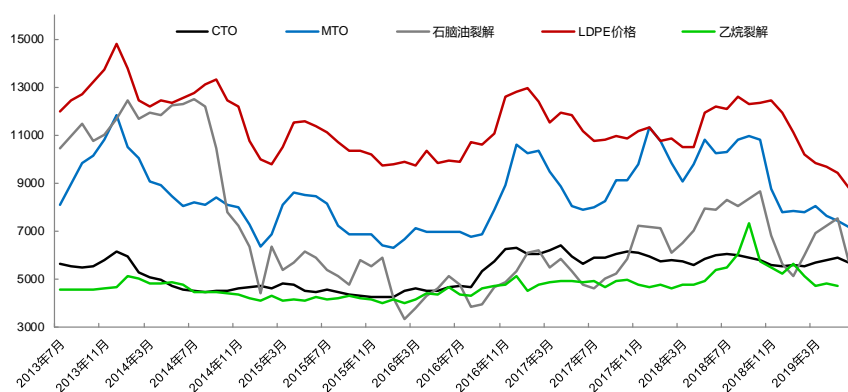
资料来源：百川资讯，国家统计局，光大证券研究所

## 4、轻烃裂解的成本优势和民营大炼化达产

### 4.1、乙烷裂解等轻烃裂解路径的低成本优势

未来三年烯烃行业面临一个前所未有的产能周期，未来各种路线下的聚烯烃盈利能力有很大概率会持续下滑，行业有可能会迎来一段时间较长的恶劣市场状况，而现金成本则决定了各种路线在未来的生存能力强弱，目前来看，乙烷裂解制乙烯、煤制烯烃在成本竞争中处于优势地位。（1）目前作为边际产能的外采甲醇 MTO 路线，未来将面临着现金成本被击穿的风险；（2）煤制烯烃的高折旧特征决定了较低的现金成本，在低油价情形下仍能保持稳定的现金流入，有较强的抵抗风险能力；（3）目前国内 30 多套蒸汽裂解装置的现金成本曲线相对陡峭，中高油价下部分以石脑油和轻柴油为单一进料的边际产能将面临较大压力；（4）乙烷裂解制乙烯的成本优势最为突出。

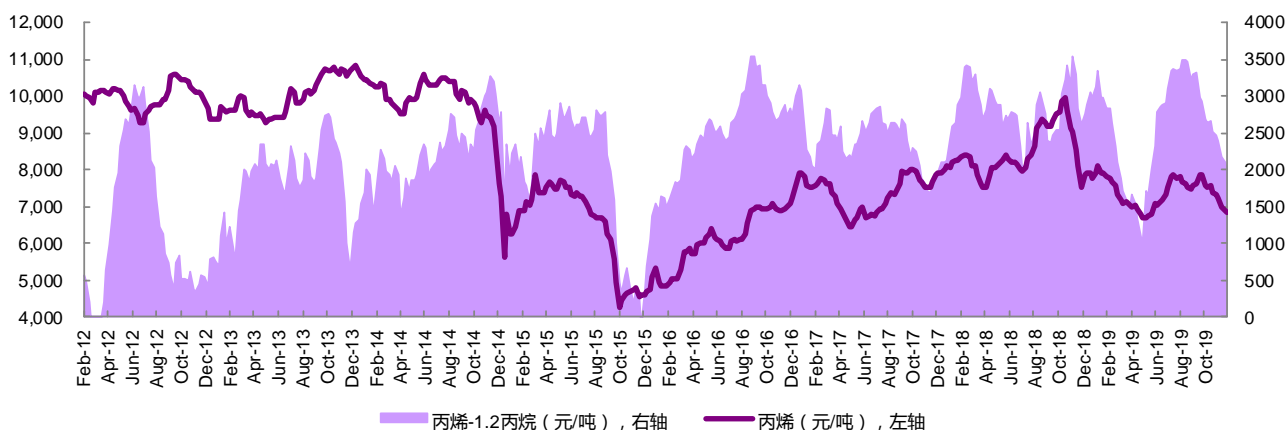
图 44：各路线下生产乙烯的现金成本比较（元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

以 PDH 为例，2019 年以来，在石脑油裂解和煤制烯烃承压的背景下，8 月 PDH 价差仍创出 2015 年以来的新高。

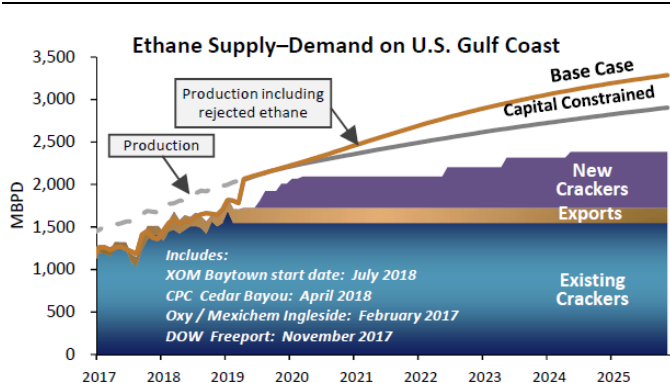
图 45: PDH 价差波动



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

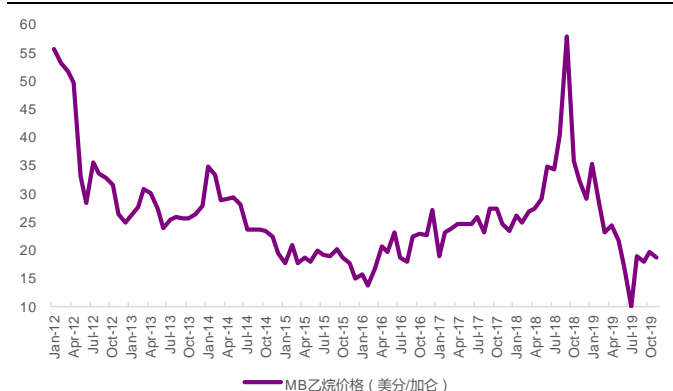
乙烷裂解制乙烯路径的成本优势突出。美国富余的乙烷和低廉价格使得不仅在北美,在东北亚建设乙烷裂解制乙烯装置也有利可图。目前美国 MB 乙烷价格不到 150 美元/吨,按照这个价格,即使以当前较低的乙二醇和聚乙烯价格,乙烷裂解仍有 1500-2000 元/吨的盈利空间。

图 46: 美国乙烷富余充足



资料来源: EPD Fundamentals

图 47: 美国 MB 地区乙烷价格



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理

## 4.2、民营大炼化：项目达产和预期兑现

2019 年是民营大炼化项目达产和预期兑现年。恒力石化于 2019 年 5 月全面投产,截止 2019Q3 项目已完成两个季度的业绩,其中 2019Q2 净利润为 13.6 亿,2019Q3 约 18 亿。恒逸石化于 2019 年 11 月全面投产,文莱项目具有税收减免优势和成品油在东南亚市场消化不受限制的优势。浙石化进度方面,预期于 2019 年 11-12 月 PX 和乙烯部分逐步投产。2020 年,炼化一体化项目对这些民营大炼化公司有业绩增量贡献,有望弥补他们在 PTA 和长丝环节业绩的下行压力。



表 12: 民营大炼化项目投产进度

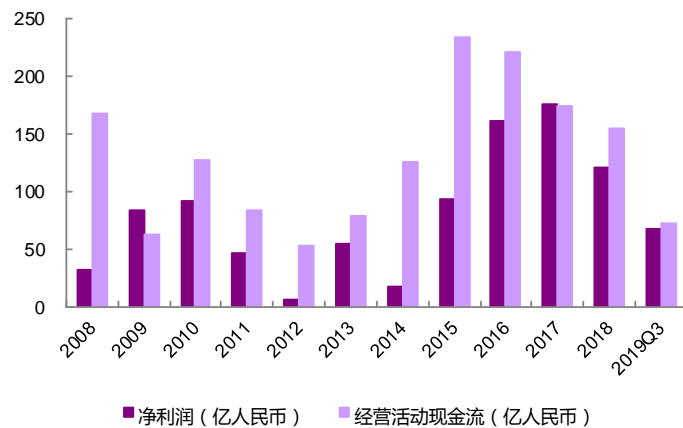
项目	进度预期
恒力石化大连长兴岛 2000 万吨	2019 年 5 月炼油芳烃全面投产, 11-12 月乙烯投产
恒逸文莱一期 800 万吨	2019 年 11 月全面投产
浙石化舟山一期 2000 万吨	2019 年 11-12 月逐步投产

资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所整理

从长周期的角度来看, 民营大炼化项目的竞争力强, 回报好。估值方面, 我们跟全球特别是东北亚地区炼化企业相比较, 长期是有向上空间的。

炼化公司中一个典型的代表是台塑石化, 其拥有 2700 万吨炼油和 300 万吨乙烯产能, 在行业景气高点实现了 150 亿以上的利润, 在行业低点也有 50 亿左右的利润。但自 2018 年下半年以来, 台塑石化也受炼化周期波动影响, 业绩下行, 目前处于历史中位数水平。此外, 值得注意的是, 2019-2020 年, 受益于 IMO 对船用燃油的新规, 柴油的盈利能力获得提升。

图 48: 台塑石化利润和现金流波动

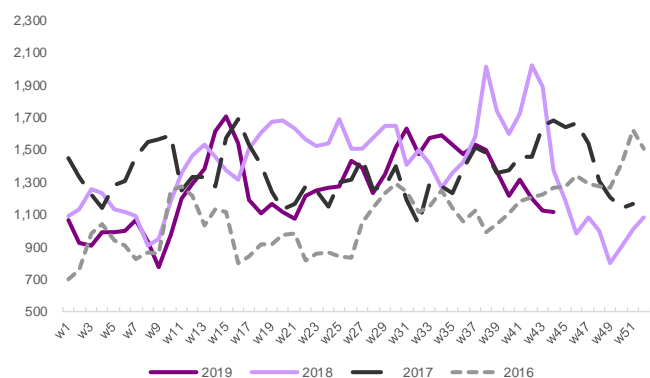


资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 汇率按历史当期财报时点计算

### 4.3、聚酯产业链: 长丝触底, PX 承压, PTA 新一轮产能周期到来

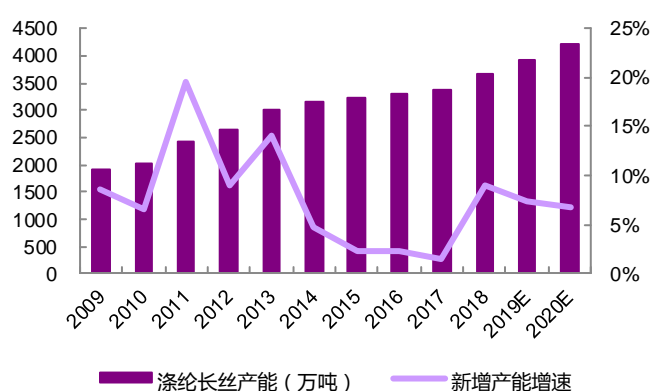
涤纶长丝环节, 2018-2020 年为涤纶长丝产能释放高峰期, 以桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化和恒力石化为代表的涤纶长丝龙头公司在 2018-2020 年集中释放产能, 2020 年后新增产能增速将有所放缓。预计涤纶长丝环节景气度将在 2020 年见底。

图 49: 涤纶长丝 POY 价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 50: 涤纶长丝产能增速



资料来源: CCF, 百川资讯, 光大证券研究所整理和预测

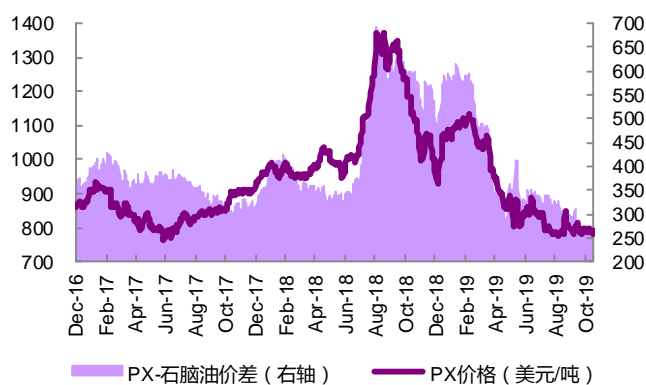
表 13: 2019-2020 年涤纶长丝新增产能

	产能 (万吨)	投产时间
吴江立新	8	2019Q1
经纬化纤	20	2019Q1
嘉兴逸鹏	25	2019Q2
新凤鸣中跃 1	28	2019Q3
桐昆恒邦四期	30	2019Q3
桐昆恒优 1	30	2019Q3
桐昆恒腾四期	30	2019Q3
桐昆恒优 2	30	2019Q4
新凤鸣中跃 2	30	2019Q4
恒逸海宁	25	2020Q1
南通恒科	20	2020 年
新凤鸣中益	60	2020 年
盛虹港虹	25	2020 年
南通恒科	60	2020 年
嘉兴逸鹏	25	2020 年
恒逸海宁	75	2020 年
天龙新材料	20	2020 年

资料来源: 卓创资讯, 百川资讯, CCF, 光大证券研究所整理

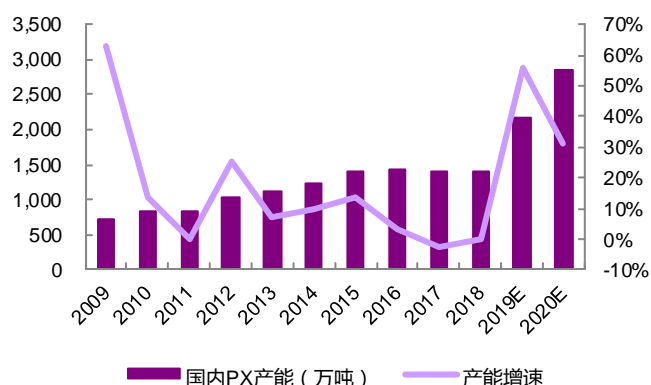
PX 环节, 伴随着民营大炼化和现有炼厂的升级扩建, PX 产能持续扩张, PX 价差和盈利将在 2020 年进一步筑底。

图 51: PX 价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 52: PX 产能增速



资料来源: CCF, 百川资讯, 光大证券研究所整理和预测

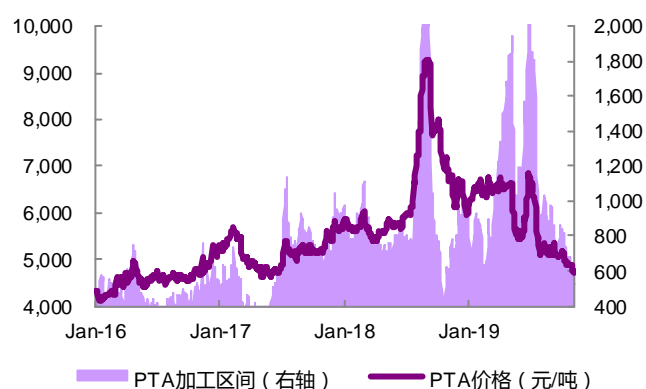
表 14: PX 新增产能

生产商	产能 (万吨)	投产时间
恒力石化	450	2019Q2
中化弘润	80	2019Q3
恒逸文莱	150	2019Q4
海南炼化二期	100	2019Q4
浙石化一期	400	2019 年底
东营联合石化	200	2020 年
中化泉州	80	2020 年

资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所整理

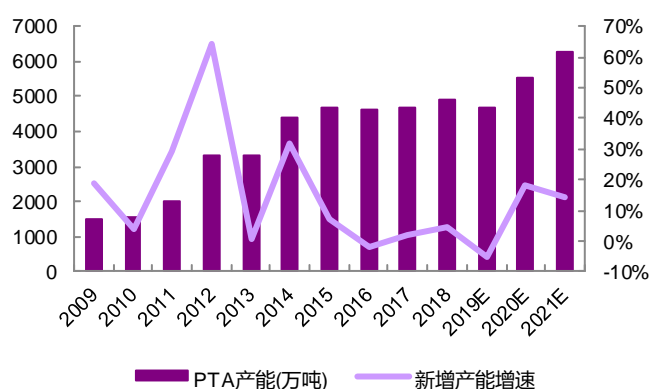
PTA 方面, 以英威达 P8 技术为代表的新一代 PTA 技术带来 100-200 元/吨的成本下降, 龙头企业更新产能力足。2019Q4-2021 年, PTA 行业面临新一轮巨大的产能释放周期。

图 53: PTA 价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 54: PTA 产能增速



资料来源: CCF, 百川资讯, 光大证券研究所整理和预测

表 15: PTA 新增产能

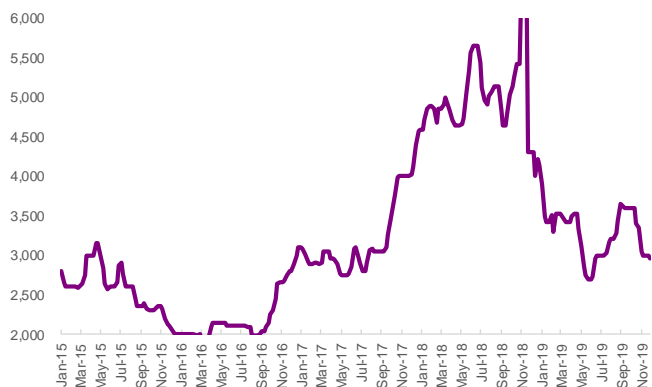
生产商	产能 (万吨)	投产时间
四川晟达	100	2019Q2
新凤鸣 (一期)	220	2019Q4
中泰化学	120	2019Q4
恒力石化 (四期)	250	2020Q1
新凤鸣 (二期)	220	2020Q3
恒力石化 (五期)	250	2020Q3
福建百宏	250	2020 年
东方盛虹	240	2020 年
中金石化	300	2020 年底
台化	150	2020 年
中金石化	300	待定
桐昆	500	待定
澄星&中石化天津	220	待定
华彬&仪征	220	待定

资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所整理

#### 4.4、醋酸行业有望迎来一波机会

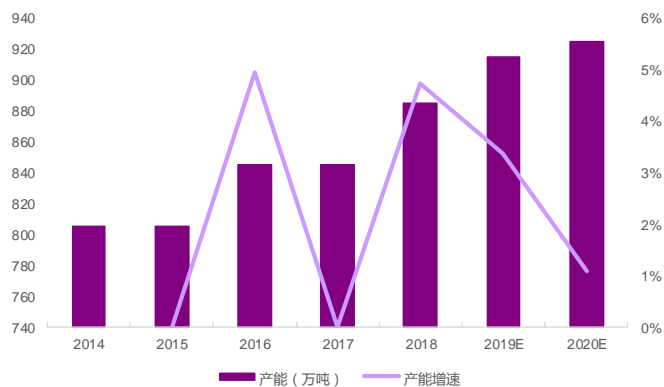
醋酸行业新增产能放缓: 随着 2019 年 5 月恒力的 35 万吨醋酸新增产能投放, 2020 年醋酸新增产能只有延长石油的 10 万吨扩能。醋酸需求受 PTA 带动需求, 一套 250 万吨 PTA 醋酸的消耗大概在 7.5 万吨, 2019 年至 2021 年有至少 8 套 PTA 装置投产。关注江苏索普 (140 万吨醋酸, 重组中)、华鲁恒升 (50 万吨醋酸)。

图 55: 醋酸价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 56: 醋酸产能增速



资料来源: 百川资讯, 光大证券研究所整理和预测

表 16: 醋酸新增产能

生产商	产能 (万吨)	投产时间
延长石油	10	2020 年初
华谊 (钦州)	50	2020 年-2021 年初
浙石化	100	计划
信耐能源	60	待定

资料来源: 百川资讯, 光大证券研究所整理

## 5、投资建议

1) 推荐轻烃裂解龙头卫星石化, 推荐东华能源和万华化学, 关注金能科技和滨化股份; 2) 油服推荐中海油服和海油工程; 3) 关注化纤板块龙头公司三友化工、华峰氨纶、新乡化纤等; 3) 中长期推荐大炼化龙头公司荣盛石化、桐昆股份、恒逸石化、恒力石化和东方盛虹, 关注新凤鸣。

### 5.1、推荐轻烃裂解龙头卫星石化

轻烃裂解路径是烯烃低成本的制备路径, 虽然烯烃行业在未来几年仍处于下行周期, 轻烃裂解方式仍具备成本优势。我们看好在国内上乙烷裂解制乙烯项目的轻烃裂解龙头卫星石化, 推荐东华能源和万华化学, 关注金能科技和滨化股份。

表 17: 轻烃裂解相关标的

公司	轻烃裂解产能
卫星石化	现有 90 万吨 PDH, 250 万吨乙烷裂解制乙烯在建
东华能源	现有 126 万吨 PDH, 66 万吨 PDH 在建
万华化学	现有 75 万吨 PDH, 100 万吨丙烷裂解制乙烯在建
金发科技 (宁波海越)	现有 60 万吨 PDH, 60 万吨 PDH 在建
齐翔腾达	现有 10 万吨混烷裂解, 70 万吨 PDH 配套 PO 在建
金能科技	90 万吨 PDH 配套炭黑在建
滨化股份	60 万吨 PDH 配套 PO 在建

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

#### 卫星石化: 冉冉兴起的烯烃行业巨头

**C3 产业链盈利稳健。**卫星石化在 C3 上稳步扩张, 45 万吨 PDH 二期项目已于 2019 年 2 月投产, 15 万吨 PP 项目于 5 月投产, PDH 二期的顺利投产将保障公司 2019 年业绩增长。36 万吨丙烯酸及酯的扩产项目有序推进, 未来, 公司将拥有从 90 万吨 PDH 到 45 万吨聚丙烯、81 万吨丙烯酸和 84 万吨丙烯酸酯、15 万吨 SAP、22 万吨双氧水的完整 C3 全产业链, 在 C3 板块成本和竞争力具有显著优势。

**C2 项目投产铸就烯烃巨头。**乙烷裂解制乙烯路径的成本优势突出。目前美国 MB 乙烷价格不到 150 美元/吨, 按照这个价格, 即使以当前较低的聚乙烯价格, 乙烷裂解仍有 2000 元/吨左右盈利空间。公司中长期最大的看点是 250 万吨乙烷裂解制乙烯项目的高成长性, 体量相当于中国石化现有乙烯体量的四分之一。目前, 公司连云港石化项目和公司美国项目都在稳步推进中。

**维持盈利预测, 维持“买入”评级。**我们维持公司 2019-2021 年 EPS 为 1.29 元和 1.46 元和 3.47 元, 当前股价对应 PE 为 10/9/4 倍。基于对公司乙烯项目成长性的看好, 维持“买入”评级和目标价 18.9 元。

**风险提示:** 乙烷裂解制乙烯项目不及预期的风险; PDH 价差收窄的风险; 丙烯酸景气度下行的风险。

### 卫星石化业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	8,188	10,029	13,266	14,104	26,775
营业收入增长率	52.91%	22.49%	32.27%	6.32%	89.83%
净利润（百万元）	942	941	1,374	1,555	3,696
净利润增长率	202.49%	-0.19%	46.07%	13.19%	137.67%
EPS（元）	0.88	0.88	1.29	1.46	3.47
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.09%	11.70%	14.72%	14.46%	25.86%
P/E	17	17	10	9	4
P/B	2.2	2.0	1.5	1.3	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年11月29日

## 5.2、看好油服板块景气向上的投资机会

在国家要求增储上产的大目标指引下，国内三大石油公司均制定了2019-2025七年行动方案。我们认为未来七年，随着三大石油公司资本开支有望持续增加，油服公司受益明显，推荐中海油服和海油工程等油服公司。

### 中海油服：作业量大幅提升，业绩持续增长

**政策支持驱动上游资本开支，公司发展前景广阔。**出于对国内能源安全问题的考虑，促进油气资源增储上产已成为明确政策方向。在中央加大油气勘探力度的要求下，中海油提出“七年行动计划”，目标到2025年实现勘探工作量与探明储量翻一番。陆上油气资源开采存在瓶颈，海洋丰富的油气资源开发利用程度相对较低，加大海洋油气开发将成为大势所趋，为中海油及旗下子公司带来良好发展机遇。

中海油上游资本开支的增加直接利好子公司中海油服业绩。随着增储上产支持政策逐步落地，中海油勘探开发资本支出兑现预期明确，旗下油田服务公司中海油服将持续受益。

**维持盈利预测，维持A股“买入”评级，维持H股“增持”评级。**由于行业景气复苏，公司业务需求广阔，业绩有望保持高速增长，故我们维持公司2019-2021年的净利润分别为25.72、31.71、38.09亿元，EPS分别为0.54、0.66、0.80元，维持A股“买入”评级，H股“增持”评级。

**风险提示：**国际原油价格波动风险、国际市场运营风险、市场竞争风险、汇率波动风险、恶劣天气导致费用增加影响业绩。

### 中海油服业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	17,436.41	21,945.88	40,949.12	49,164.01	58,624.60
营业收入增长率	15.08%	25.86%	86.59%	20.06%	19.24%
净利润 (百万元)	33.07	70.80	2,572.47	3,170.53	3,809.26
净利润增长率	-100.29%	114.12%	3533.31%	23.25%	20.15%
EPS (元)	0.01	0.01	0.54	0.66	0.80
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.10%	0.21%	7.00%	8.10%	9.07%
P/E (A股)	2407	1124	31	25	21
P/E (H股)	1361	636	17	14	12
P/B (A股)	2.3	2.3	2.2	2.0	1.9
P/B (H股)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 11 月 29 日, 港元兑人民币汇率为 0.8980

### 海油工程: 在手订单快速增长, 业绩转正向上

**能源安全战略驱动上游资本开支, 公司成长潜力可期。**在国家政策指引下, 中石油、中石化和中海油提出七年行动计划, 加大了油气勘探开发力度, 保障能源安全。中海油提出到 2025 年实现探勘工作量与探明储量翻一番, 建成南海西部油田 2000 万方、南海东部油田 2000 万吨的上产目标。作为中海油旗下油田工程建设公司, 海油工程直接受益于中海油资本开支的增加。而国际行情的复苏将利好海外业务扩张, 公司未来成长空间广阔。

**盈利预测及投资建议:** 由于公司订单快速增长, 第三季度业绩回暖, 符合我们的预期, 我们维持对公司的盈利预测, 预计 2019-2021 年的净利润分别为 1.05/7.38/8.59 亿元, EPS 为 0.02/0.17/0.19 元, 维持“增持”评级。

**风险提示:** 油价波动风险、汇率风险、海外市场风险、工程项目风险。

### 海油工程业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	10,253	11,052	13,836	16,160	18,323
营业收入增长率	-14.50%	7.80%	25.19%	16.79%	13.39%
净利润 (百万元)	491	80	105	738	859
净利润增长率	-62.67%	-83.75%	31.05%	605.83%	16.38%
EPS (元)	0.11	0.02	0.02	0.17	0.19
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.12%	0.35%	0.46%	3.14%	3.56%
P/E	63	387	295	42	36
P/B	1.3	1.3	1.4	1.3	1.3

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 11 月 29 日

## 5.3、早周期品种——化纤板块

2020 年, 我们预期化纤板块有望在众多化工品中率先反弹, 建议关注氨纶龙头公司华峰氨纶、新乡化纤和泰和新材; 粘胶短纤龙头三友化工; 车用工业丝龙头海利得。

## 5.4、中长期看好民营大炼化板块

民营大炼化项目均布局在国家七大石化基地，项目起点高、深加工能力强、配套下游产业链，项目相比现有的炼化项目，具有长期竞争力。尽管短期公司在“PX-PTA-聚酯”环节面临行业盈利收窄的压力，但民营大炼化公司具有全产业链优势，在成本和产业链上具有竞争力；经过新一轮行业洗牌之后，有望在行业景气上行周期中取得较好的回报。推荐荣盛石化、桐昆股份、恒逸石化、恒力石化和东方盛虹，关注新凤鸣。

## 6、风险分析

### 1) 国内经济增速放缓和中美贸易摩擦对需求影响的不确定性。

中美贸易摩擦面临巨大的不确定性，对国内经济增速和石化下游需求影响较大。我们面临成品油消费增速、塑料产业消费增速和涤纶的化纤产品需求增速的不确定性加大。

### 2) 炼油、烯烃和芳烃新一轮产能周期对大炼化和轻烃裂解项目盈利带来的不确定性。

由于 16-18 年化工行业，特别是烯烃和炼油行业的景气度较高，国内的炼油、烯烃和芳烃产业链在 2018-2021 年面临新一轮的巨大产能周期。目前不管是大炼化项目还是轻烃裂解项目的可研预测都是基于景气较好时点的预测，如果这些项目投产时遭遇行业景气周期向下，会面临盈利的较大不确定性。

### 3) 油价大幅波动的风险。

油价受全球产油国供应、全球经济增长需求、地缘政治等各种因素影响，油价的大幅下行会对油服公司订单和业绩产生负面影响。



## 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	目标价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
				18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	本次	变动
002648	卫星石化	14.86	18.90	0.88	1.29	1.46	11	10	9	1.3	1.5	1.3	买入	维持
601808	中海油服	16.68	14.72	0.01	0.54	0.66	577	27	22	1.2	1.9	1.8	买入	维持
2883.HK	中海油田服务	10.54	10.94	0.01	0.54	0.66	455	20	16	454.7	1.4	1.3	增持	维持
600583	海油工程	6.98	7.09	0.02	0.02	0.17	272	291	41	0.9	1.3	1.3	增持	维持
002221	东华能源	7.94	9.56	0.65	0.80	0.93	12	10	9	1.6	1.3	1.2	增持	维持
600309	万华化学	48.41	46.20	3.88	3.35	4.00	7	13	11	2.3	3.6	2.8	增持	维持
002493	荣盛石化	12.15	11.15	0.26	0.44	0.71	39	25	16	3.0	3.0	2.7	增持	维持
601233	桐昆股份	12.80	18.90	1.16	1.50	1.75	8	9	7	1.2	1.3	1.1	买入	维持
000703	恒逸石化	13.93	16.10	0.75	1.07	1.49	15	13	9	1.7	1.7	1.5	买入	维持
600346	恒力石化	14.03	19.49	0.66	1.31	1.54	20	13	11	2.4	3.3	24.6	买入	维持
000301	东方盛虹	5.01	7.47	0.21	0.36	0.37	26	14	14	1.7	1.5	1.5	买入	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 11 月 29 日, 港股股价为港币, 港元兑人民币汇率为 0.8980

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼