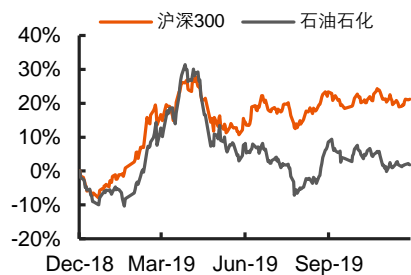


# 石油石化行业 2020 年度策略报告

## 精选细分龙头，静待估值回归

### 强于大市（维持）

行情走势图



#### 相关研究报告

《行业动态跟踪报告\*石油石化\*行业利润下滑，板块分化明显，预计四季度盈利环比改善》 2019-11-07

《行业专题报告\*石油石化\*新旧动能转换，化工园区治理，化工大省产业升级在路上》 2019-10-14

《行业动态跟踪报告\*石油石化\*营收增长，净利下滑；板块分化，精选标的》 2019-09-04

《行业专题报告\*石油石化\*大宗周期行业全景图——石油化工篇》 2019-08-15

#### 证券分析师

**陈建文** 投资咨询资格编号  
S1060511020001  
0755-22625476  
CHENJIANWEN002@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**刘永来** 一般从业资格编号  
S1060118060026  
LIUYONGLAI647@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **化工估值修复空间大：**当前化工板块的价值不论是从纵向还是横向来看，都被严重低估，投资的风险基本已经释放完毕。我们认为 2020 年化工板块是 A 股最值得关注和投资的板块之一。
- **原油价格区间震荡，中枢看平：**2019 年国际原油市场错综复杂，多空交织，OPEC 国家和俄罗斯等产油国的减产计划仍促使油价强势反弹，但宏观经济不景气和美国页岩油增产促使油价回落。2020 年需求方面关注贸易协议的签订，供应方面 OPEC 和俄罗斯等国已经达成 170 万桶/天的减产计划，应重点关注 OPEC 减产的执行力度，另外美国原油产量的变化和伊朗等地缘政治风险也是影响 2020 年油价的重要因素。预计 2020 年原油价格大概率会在 60-70 美元之间震荡，布伦特中枢预计 65 美元左右。
- **天然气油气改革改变行业格局：**国内天然气需求增速回落但增量仍然可观。国家管道公司于 2019 年 12 月 9 日正式成立，对油气公司、LNG 接收站、非常规天然气、燃气公司等存在不同程度的影响，其中重要的影响包括民营天然气企业的上网难问题有望得以解决，同时行业并购重组和上下游合作成为未来发展趋势。
- **民营大炼化业绩增长确定性强：**2020 年贸易摩擦带给纺织行业的压力或仍将持续，但随着民营大炼化投产改善行业成本端，聚酯产业链利润从 PX 环节向 PTA 和涤纶环节转移，同时炼油项目和乙烯项目给相关企业提供业绩增量。
- **烯烃行业的低成本优势和进口替代值得关注：**轻烃裂解成本安全空间高，抗风险能力远胜于石脑油和煤制烯烃等工艺。丁二烯重要下游己二腈国产化加速，具有很大的进口替代空间。
- **投资建议：**我们建议 2020 年关注：1) 油价阶段性反弹机会，建议阶段性配置油气公司中国石油和中国石化，建议关注油服板块。2) 天然气体制改革带来的利好，推荐新奥股份，建议关注广汇能源和蓝焰控股；3) 新建项目带来业绩增长，推荐恒力石化和新凤鸣，关注荣盛石化；4) 轻烃裂解成本优势明显，抗风险能力强，推荐卫星石化，建议关注万华化学；丁二烯制己二腈国产化加速，建议关注齐翔腾达。
- **风险提示：**1) 宏观经济波动风险影响产品需求；2) 油价和原材料剧烈波动影响企业盈利；3) 项目建设进度不及预期；4) 装置不可抗力；5) 环保限产停产；6) 中美贸易谈判不顺利。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E			评级	
		2019/12/11	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E		2021E
中国石油	601857	5.65	0.29	0.30	0.33	0.36	19.66	18.59	17.12	15.59	推荐
中国石化	600028	4.96	0.52	0.49	0.53	0.54	9.52	10.10	9.38	9.15	推荐
新奥股份	600803	10.29	1.07	1.12	1.22	1.34	9.57	9.17	8.43	7.68	推荐
恒力石化	600346	14.24	0.47	1.28	1.66	1.91	30.17	11.12	8.58	7.45	推荐
新凤鸣	603225	11.62	1.02	1.09	1.64	2.02	11.43	10.70	7.09	5.74	推荐
卫星石化	002648	14.72	0.88	1.26	1.53	2.49	16.68	11.71	9.61	5.90	推荐
广汇能源	600256	3.39	0.26	0.27	0.38	0.48	13.21	12.38	8.85	7.02	未评级
蓝焰控股	000968	10.25	0.70	0.78	0.92	1.10	14.61	13.13	11.19	9.33	未评级
荣盛石化	002493	12.20	0.26	0.45	0.90	1.13	47.74	27.29	13.59	10.79	未评级
万华化学	600309	51.20	3.38	3.41	3.99	4.79	15.15	15.00	12.84	10.70	未评级
齐翔腾达	002408	7.09	0.47	0.43	0.53	0.79	14.93	16.40	13.40	8.98	未评级

注：采用 wind 一致性预期

# 正文目录

<b>一、</b>	<b>2019 年化工跑输大盘，行业估值修复空间大</b>	<b>6</b>
1.1	2019 年化工跑输大盘，全行业盈利同比下滑	6
1.2	明年展望：行业估值修复空间较大，子行业存多重利好	8
<b>二、</b>	<b>预计 2020 年油价中枢 65 美元/桶，关注阶段性机会</b>	<b>9</b>
2.1	油价回顾：强势反弹后震荡回落	9
2.2	需求端：2020 年需求继续承压但中美贸易协定有望签订	10
2.3	供给端：OPEC 减产加码，与美国原油产量增长多空对决	11
2.4	成本端：生产成本对当前的油价支撑较强	13
2.5	地缘政治：伊朗制裁继续加码的可能性不大	14
2.6	全球原油价格 2020 展望	15
<b>三、</b>	<b>民营大炼化：2020 年业绩增长确定性增强</b>	<b>15</b>
3.1	民营大炼化投产显著提高 2019 年 PX 自给率	15
3.2	产业链利润下移是未来几年的主题	17
3.3	需求仍承压，但新建项目提供 2020 年业绩增量	18
<b>四、</b>	<b>天然气：国家管网公司成立改变行业格局</b>	<b>19</b>
4.1	中国天然气需求增速回落但增量依然可观	19
4.2	资本开支增加，非常规气是发展亮点	20
4.3	国家管网公司成立重塑天然气行业生态	21
<b>五、</b>	<b>烯烃：轻质化原料和深加工值得关注</b>	<b>23</b>
5.1	低成本轻烃裂解陆续投产	23
5.2	烯烃深加工：己二腈国产化加速，取代进口产品	25
<b>六、</b>	<b>投资建议</b>	<b>27</b>
<b>七、</b>	<b>风险提示</b>	<b>28</b>

## 图表目录

图表 1	截止 12 月 6 日 A 股化工板块行情 .....	6
图表 2	A 股各板块年度涨跌幅行业排名 (2019.1.1-2019.12.06) .....	6
图表 3	石油和化工 32 个子行业年度涨跌幅排名 (2019.1.1-2019.12.06) .....	7
图表 4	石油和化工产品价格走势 .....	7
图表 5	子行业净利润同比增速 .....	7
图表 6	化工板块收盘价 (左) 和 PE (右) .....	8
图表 7	化工板块估值修复空间大 .....	8
图表 8	2020 年投资逻辑图 .....	9
图表 9	2019 年国际油价走势一览 (美元/桶) .....	9
图表 10	全球原油需求和 GDP 增速的关系 (%) .....	10
图表 11	IMF 不断调低全球经济预测 (%) .....	10
图表 12	OPEC 对主要国家 GDP 增速所做的预测 (%) .....	10
图表 13	2019 年 OPEC 各国减产承担减产份额 .....	11
图表 14	主要减产国家前十月的减产幅度 (万桶/天) .....	11
图表 15	美国原油产量和库存增长和进口量减少 (mbpd) .....	11
图表 16	美国原油出口增速受管道运能限制有所放缓 (kbpd) .....	12
图表 17	美国新扩建原油管道加速投产 (mbpd) .....	12
图表 18	美国原油管道建设规划 (2019-2023) .....	13
图表 19	美国页岩油主要产区的盈亏平衡点 (美元/桶) .....	14
图表 20	沙特遇袭导致原油产量剧烈波动 (mbpd) .....	14
图表 21	伊朗和委内瑞拉原油出口减少 (mbpd) .....	14
图表 22	全球油价影响因素分析 .....	15
图表 23	对二甲苯产能、产量、进口量 (万吨) 和进口依赖度 (%) .....	16
图表 24	2018 年中国对二甲苯主要进口来源地 .....	16
图表 25	中国对二甲苯进口量 (万吨) .....	16
图表 26	对二甲苯价格 (元/吨) 和国际油价 (美元/桶) 出现背离 .....	17
图表 27	2019 年-2021 年 PX 新增产能 (万吨) .....	17
图表 28	中国涤纶长丝的产能新扩建计划 (万吨) .....	18
图表 29	中国 PTA 行业的产能新扩建计划 (万吨) .....	18
图表 30	江浙地区涤纶长丝和短纤库存 (天) .....	18
图表 31	恒力石化乙烯项目主要装置 .....	19
图表 32	2010-2019 年三季度中国天然气供需 (亿立方米) .....	19
图表 33	2014-2019 年我国的油气产业资本开支同比增速 (%) .....	20

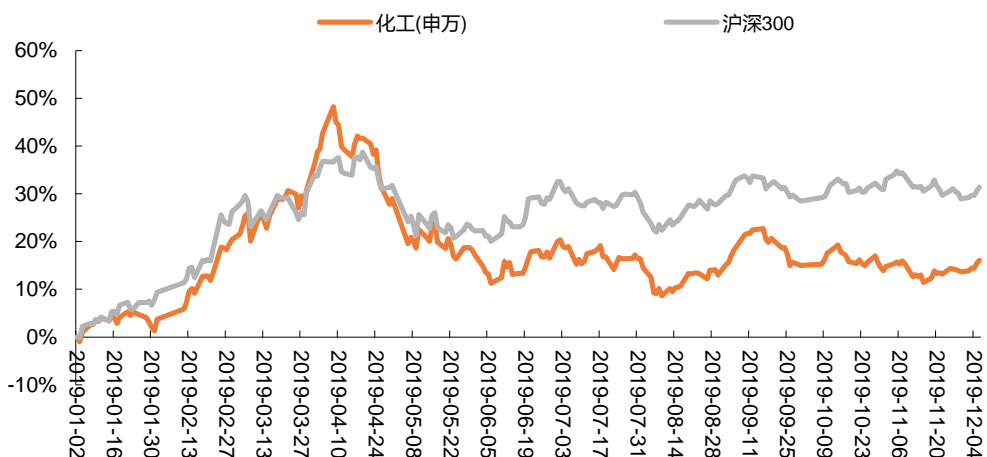
图表 34	中国页岩气的产量增长（亿立方米）	20
图表 35	十三五规划页岩气开发的重点区域	20
图表 36	我国页岩气开发的主要政策	21
图表 37	《中长期油气管网规划》发展预期目标	21
图表 38	国家管网公司主要下属部门	22
图表 39	国家管网公司成立的影响	22
图表 40	天然气上下游联合有望成为行业趋势	23
图表 41	2018 年乙烷裂解制乙烯理论成本（单位：元/吨）	24
图表 42	乙烷裂解相对竞争优势分析（单位：元/吨）	24
图表 43	国内主要乙烷裂解项目	24
图表 44	中国尼龙 66 需求和净进口（万吨）	25
图表 45	中国尼龙 66 主要的进口来源国	25
图表 46	中国己二腈进口依赖度 100%（万吨）	25
图表 47	全球己二腈贸易格局	26
图表 48	天辰齐翔项目主要装置	26
图表 49	丁二烯法己二腈成本估算（元/吨）	27

## 一、2019 年化工跑输大盘，行业估值修复空间大

### 1.1 2019 年化工跑输大盘，全行业盈利同比下滑

2019 年化工行业从年初的低点强势反弹，截止 12 月 6 日申万化工板块全年涨幅 16%，跑输沪深 300 指数 15.4 个百分点。响水爆炸事故导致化工产品价格普涨，受此影响化工板块在 4 月份之前跑赢大盘但随后回落。

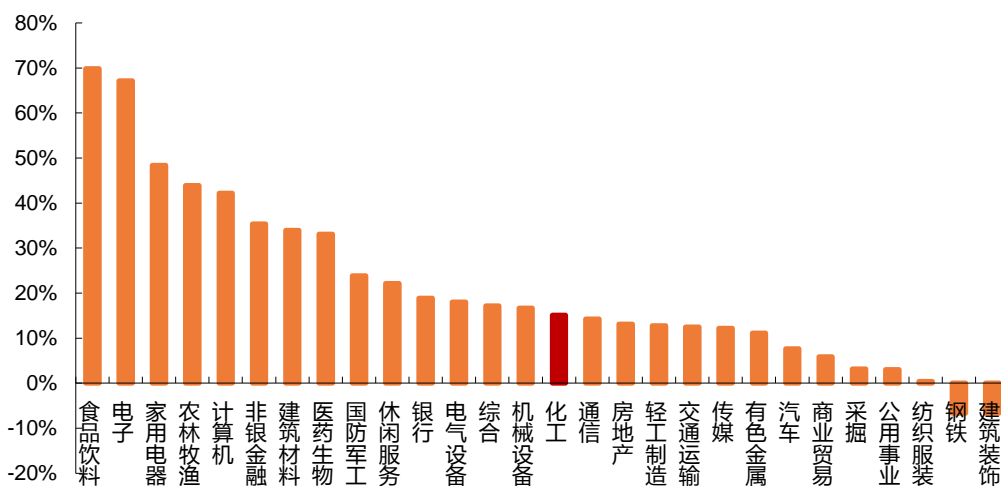
图表1 截止 12 月 6 日 A 股化工板块行情



资料来源：Wind，平安证券研究所

A 股 28 个行业板块今年大部分上涨，其中食品饮料、电子、家用电器、农林牧渔和计算机排名靠前，建筑装饰、钢铁、纺织服装、公用事业和采掘排名靠后。化工板块在 28 个子行业中排名第 15 位，处于中游水平。

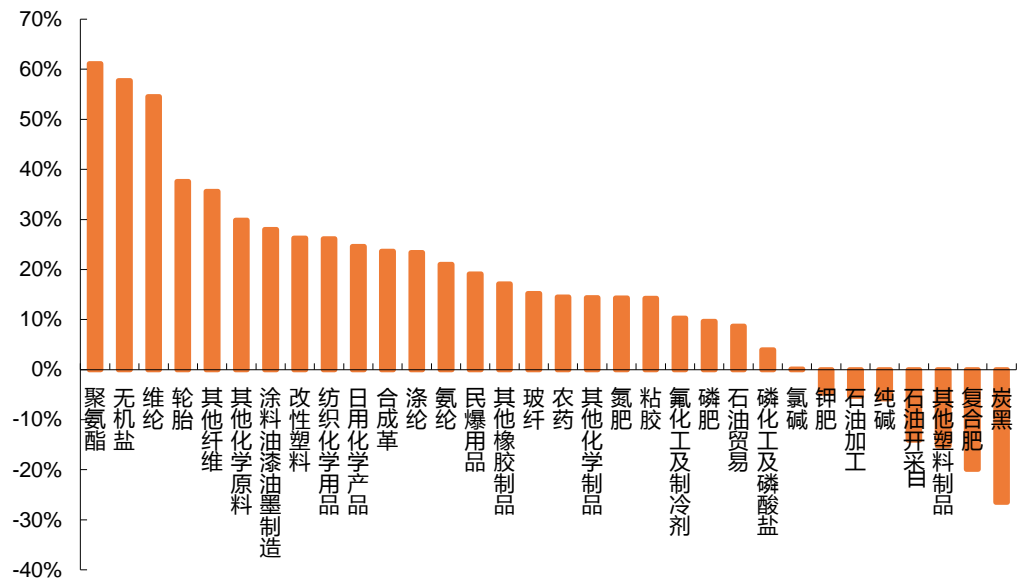
图表2 A 股各板块年度涨跌幅行业排名 (2019.1.1-2019.12.06)



资料来源：Wind，平安证券研究所

石油和化工子行业中表现较好的有聚氨酯、无机盐、维纶、轮胎和其他纤维等行业，表现较差的有炭黑、复合肥、塑料制品、石油开采和纯碱等。

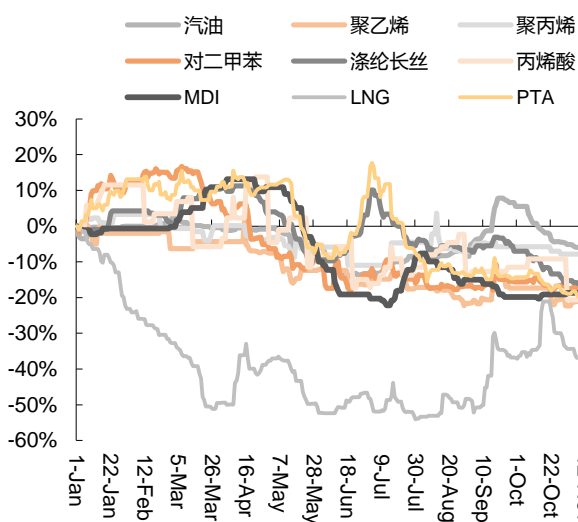
图表3 石油和化工 32 个子行业年度涨跌幅排名 (2019.1.1-2019.12.06)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

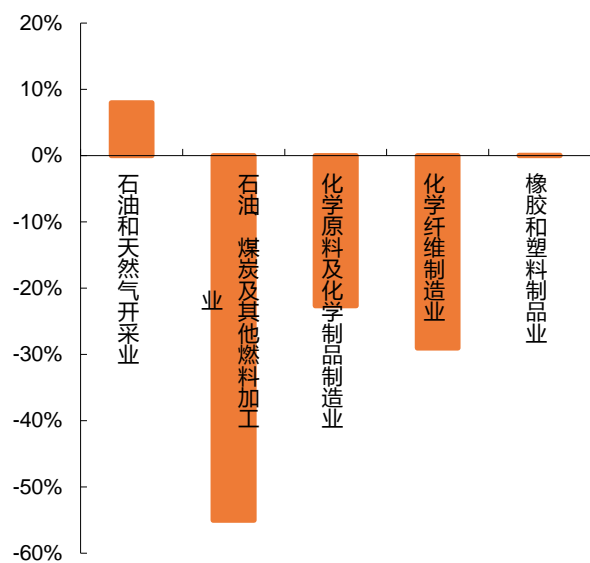
产品价格方面,上半年大部分石油和化工产品的价格受原油价格反弹和化工事故的影响,整体上行,但进入三季度,随着国际原油价格的疲软以及部分行业产能过剩叠加需求面的低迷,产品价格出现下跌,拖累前三季度业绩。行业盈利方面,前三季度油气开采行业一枝独秀,主要是因为上半年国际油价从年初的低点震荡上行,以及国内勘探开采力度的增强促进产销量的提升,但下游受成本端和需求端的双重挤压,盈利不尽如人意,例如炼油行业受到成品油消费低迷、油价成本上升等因素影响,前三季度盈利下滑接近 60%。

图表4 石油和化工产品价格走势



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表5 子行业净利润同比增速

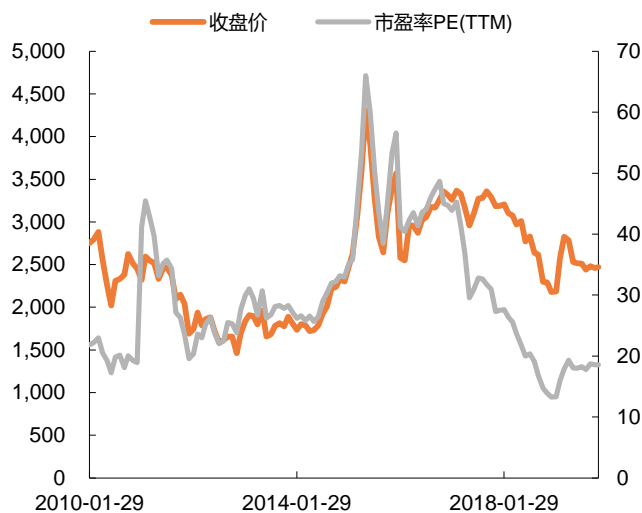


资料来源: Wind、平安证券研究所

## 1.2 明年展望：行业估值修复空间较大，子行业存多重利好

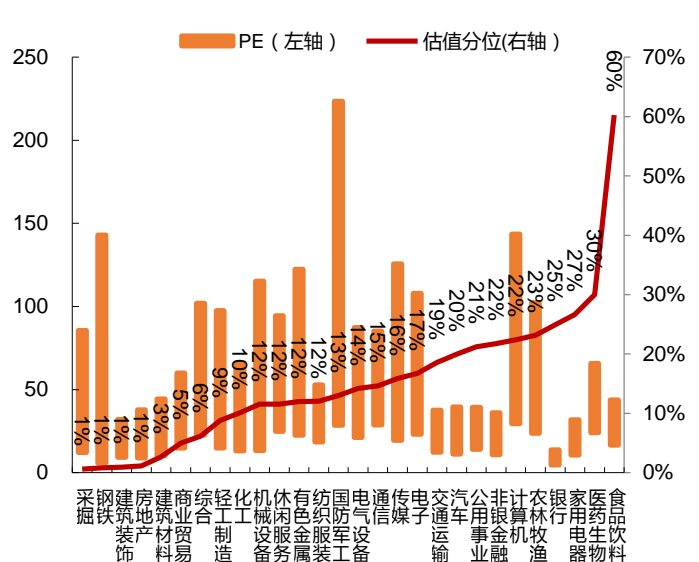
目前 A 股申万化工板块的价值严重低估，PE 只有 18 倍左右，基本上是 2010 年来的最低点。跟其他子行业相比，目前的估值点位大约是 2010 年以来 PE 区间的 10% 位置，在 28 个子行业中排名第 9，估值修复空间较大。

图表6 化工板块收盘价（左）和 PE（右）



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表7 化工板块估值修复空间大



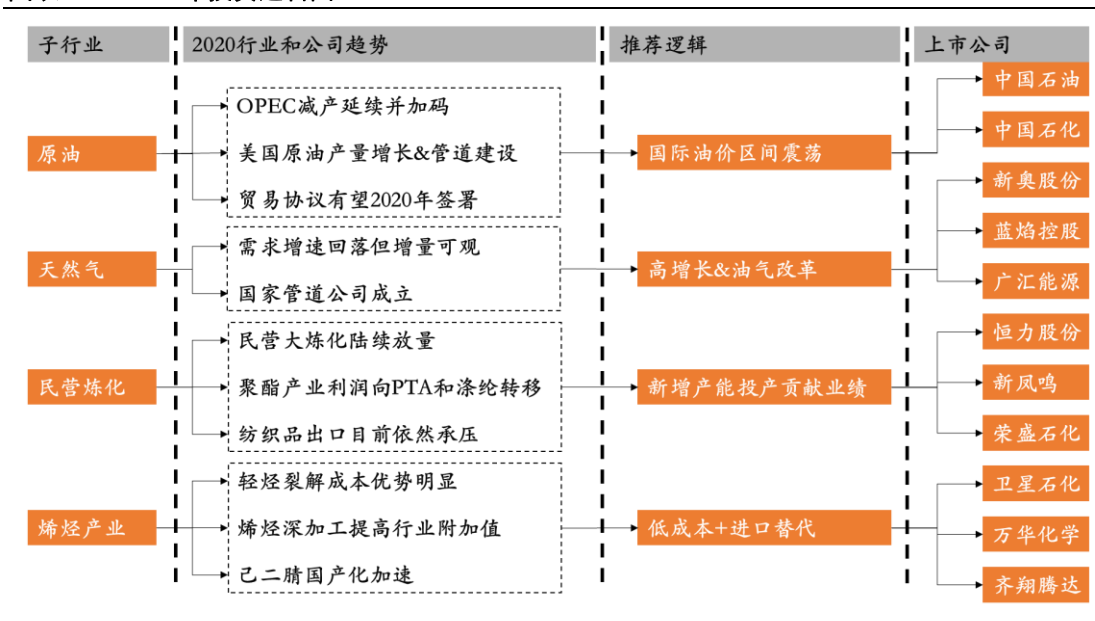
资料来源：Wind、平安证券研究所

展望 2020 年 A 股石油化工行业投资，我们认为除了行业整体存在估值修复的机会之外，分析子行业的发展趋势和存在的投资机会更为重要：

- 原油：2019 年国际原油市场错综复杂，多空交织，OPEC 国家和俄罗斯等产油国的减产计划促使油价强势反弹，但宏观经济不景气和美国页岩油增产促使油价回落。2020 年需求方面关注贸易协议的签订，供应方面 OPEC 和俄罗斯等国已经达成 170 万桶/天的减产计划，应重点关注 OPEC 减产的执行力度，另外美国原油产量的变化和伊朗等地缘政治风险也是影响 2020 年油价的重要因素。预计 2020 年原油价格大概率会在 60-70 美元之间震荡，布伦特中枢预计 65 美元左右。
- 天然气：国内天然气需求增速回落但增量仍然可观。国家管道公司于 2019 年 12 月 9 日正式成立，对油气公司、LNG 接收站、非常规天然气、燃气公司等存在不同程度的影响，其中重要的影响包括民营天然气企业的上网难问题有望得益解决，同时行业并购重组和上下游合作成为未来发展趋势。
- 炼油-化纤产业链：2020 年贸易摩擦带给纺织行业的压力或仍将持续，但随着民营大炼化投产改善行业成本端，聚酯产业链利润从 PX 环节向 PTA 和涤纶环节转移，同时炼油项目和乙烯项目给相关企业提供业绩增量。
- 烯烃及深加工行业：轻烃裂解具有很高的成本安全空间，抗风险能力远高于石脑油和煤制烯烃等工艺。丁二烯重要下游己二腈国产化加速，具有很高的进口替代空间。



图表8 2020年投资逻辑图



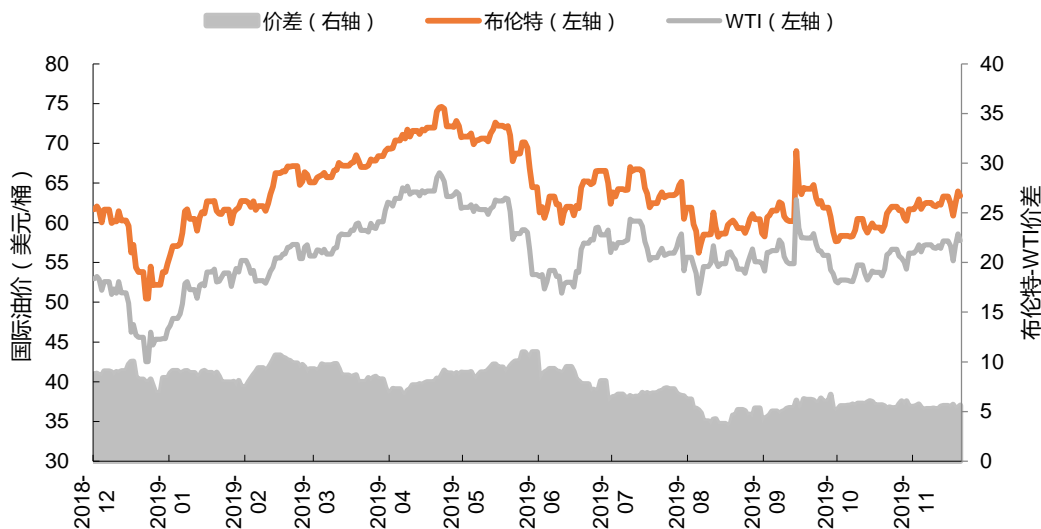
资料来源：平安证券研究所

## 二、 预计 2020 年油价中枢 65 美元/桶，关注阶段性机会

### 2.1 油价回顾：强势反弹后震荡回落

2019年初，国际油价强势反弹；从3-4月份开始在经济数据不佳、贸易摩擦发酵和美国原油产量增长等背景下，国际油价整体下行，三季度沙特遇袭事件导致油价短暂暴涨，但快速回落。全年国际原油市场错综复杂，多空交织，概括起来，主要的利空因素包括：1) 贸易摩擦和全球宏观经济的不景气；2) 美国页岩油产量的持续增加。尽管如此，OPEC国家和俄罗斯等产油国的减产计划仍促使油价强势反弹，地缘政治的不稳定也导致油价阶段性暴涨暴跌。

图表9 2019年国际油价走势一览（美元/桶）

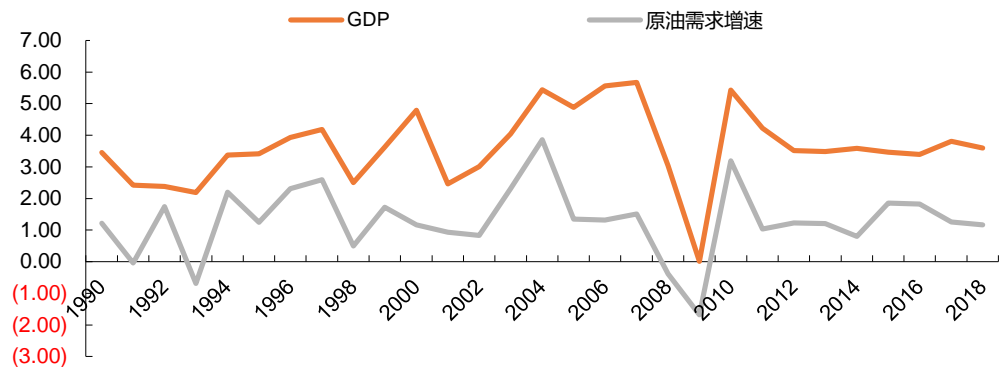


资料来源：Wind，平安证券研究所

## 2.2 需求端：2020 年需求继续承压但中美贸易协定有望签订

原油需求与全球经济增长率息息相关。石油产品种类繁多，包括汽油、柴油、航空煤油、液化气、沥青、塑料、橡胶、化纤和各类精细化工产品，这些产品分别对应着汽车、卡车、航空、民用燃气、公路建设、日用品、轮胎和纺织服装等下游行业。因此，石油需求的增速跟宏观经济的增速表现出较好的一致性。

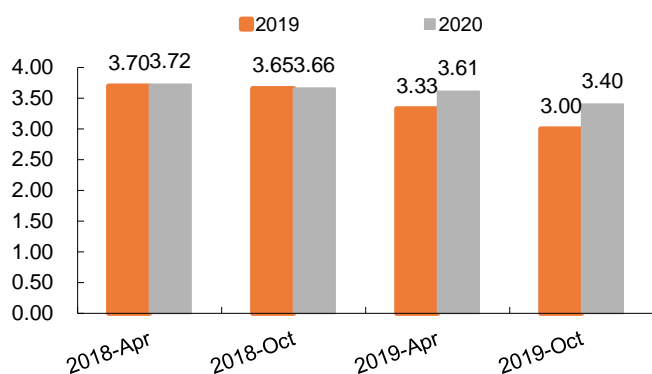
图表10 全球原油需求和 GDP 增速的关系 (%)



资料来源：EIA，平安证券研究所

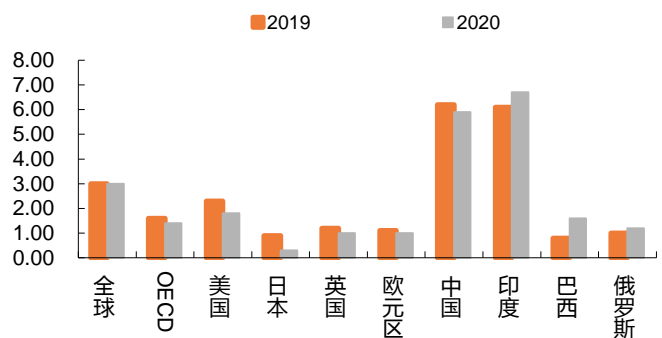
近年来全球宏观经济疲软影响了原油消费，全球原油需求增速从 2015 年的阶段性高点 1.9% 回落至 2018 年的 1.2%，预计 2019 年的全球原油需求大概率回落至 1% 以内。在最近的一次预测中，IMF 继续调低 2019 年和 2020 年的 GDP 增速为 3.0% 和 3.4%。同时 OPEC 对全球主要国家的经济预测也偏谨慎。因此我们认为 2020 年全球原油的需求增速仍然承压。

图表11 IMF 不断调低全球经济预测 (%)



资料来源：IMF、平安证券研究所

图表12 OPEC 对主要国家 GDP 增速所做的预测 (%)



资料来源：OPEC、平安证券研究所

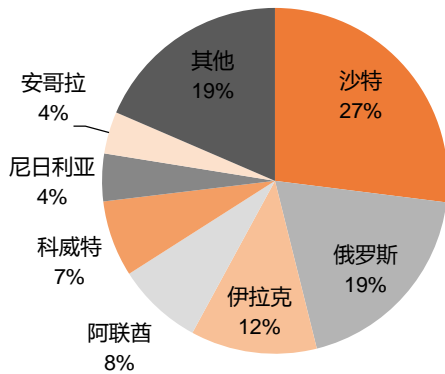
微观方面，原油市场受中美贸易摩擦的影响较为显著，中美贸易谈判反反复复、一波三折，对宏观经济和原油市场形成扰动，但近期第一阶段的谈判已经出现积极的信号，11 月份，特朗普表示：“在智利亚太经合组织(APEC)会议因无关原因被取消后，中国和美国正在选择一个新地点签署第一阶段的贸易协议，大约占总协议的 60%。”市场估计年底有可能签署协议但几天后特朗普又表示可能要等到 2020 年 11 月美国总统大选后，才能与中国达成贸易协议。尽管如此，市场仍然预计协议有较大概率在美国大选之前签订。

## 2.3 供给端：OPEC 减产加码，与美国原油产量增长多空对决

2019 年原油市场，呈现出 OPEC 减产和美国页岩油产量增加“两极角力”的格局，整体来看 OPEC 和非 OPEC 国家的减产力度很高，减产的执行率达到 140%，俄罗斯的减产执行率也达到了 76%，减产对油价的支撑效果十分显著。

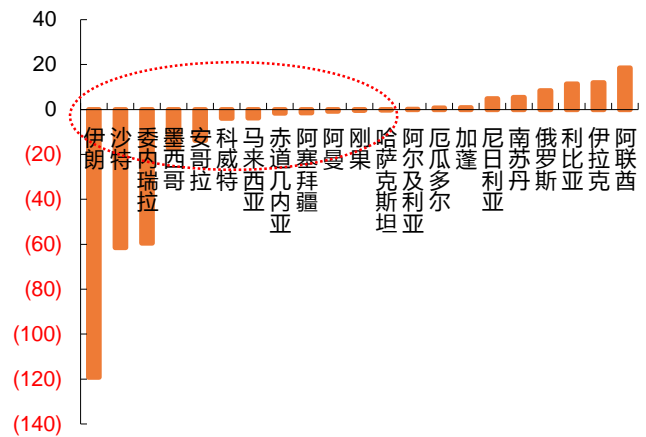
OPEC+会议已经在 12 月 6 日结束，最终决定扩大 50 万桶/日的减产规模，由于第五届 OPEC+会议的决定为减产 120 万桶，所以新的减产规模为 170 万桶/日；另外，在一定条件下沙特自愿超额减产，最终减产规模约为 210 万桶/日。沙特之所以在减产问题上态度这么坚决，除了油价影响其财政收入之外，沙特阿美 IPO 也是重要的因素。虽然减产仍存在执行率不确定的问题，但 210 万桶/天的减产幅度还是远超市场预期，预计对 2020 年的油价起到较大的支撑作用。

图13 2019 年 OPEC 各国减产承担减产份额



资料来源：OPEC、平安证券研究所

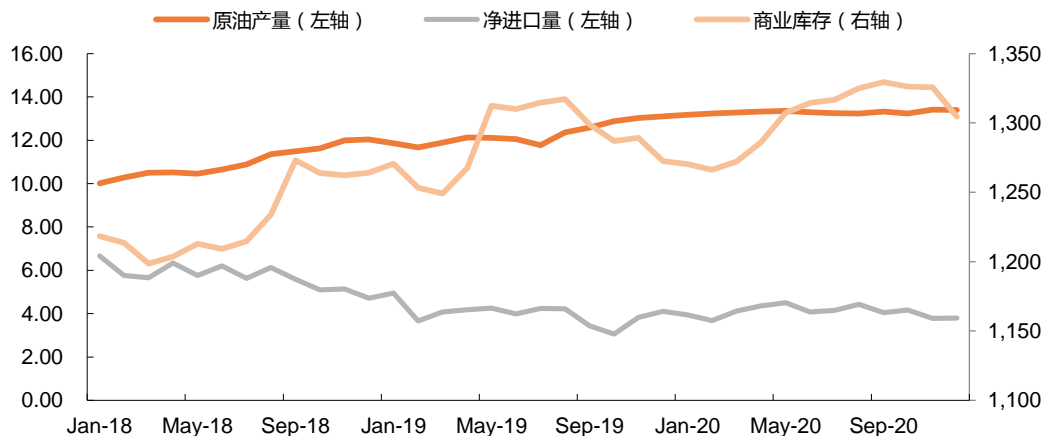
图14 主要减产国家前十月的减产幅度（万桶/天）



资料来源：OPEC、平安证券研究所

2019 年美国页岩油产量持续增长，成为原油供给端最大的利空因素。随着美国页岩油产量和原油库存的持续增长，以及 OPEC 减产效果的边际递减，2019 年下半年国际油价有所回落。预计 2020 年美国产量和库存将继续增长，从而利空国际油价。

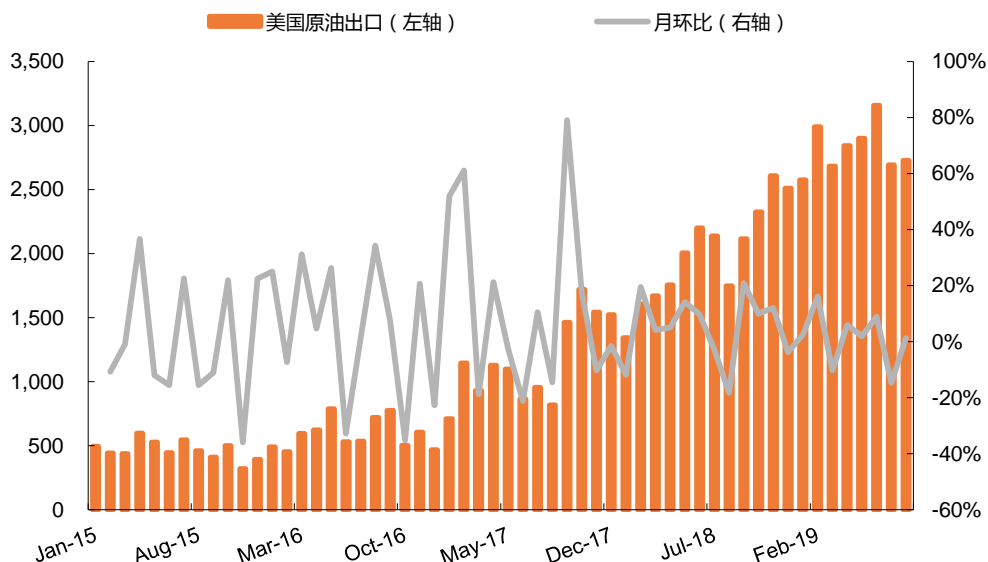
图15 美国原油产量和库存增长和进口量减少 (mbpd)



资料来源：EIA、平安证券研究所

除了产量的增长之外,美国原油管道的建设对 2020 年的油价影响也比较大。自从页岩油气革命之后,美国原油产量迅速增加,美国原油出口也呈现爆发式增长,美国原油在全球原油定价体系中的权重将越来越高。但是 2018 年以来,美国原油出口几乎没有增长,背后的原因除了中美贸易战导致美国原油出口中国剧烈减少之外,最重要的原因是美国原油管道已经达到最大负荷,满足不了原油运输的需求。

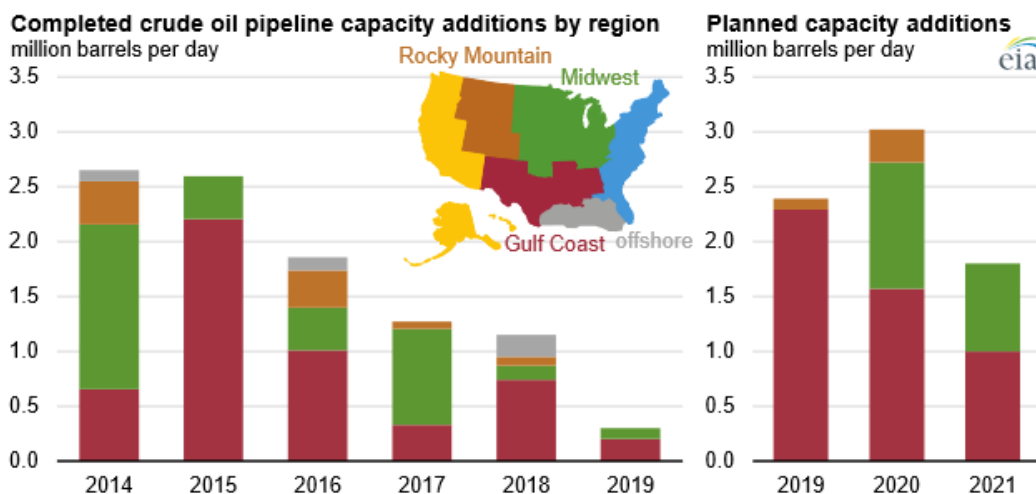
图表16 美国原油出口增速受管道运能限制有所放缓 ( kbpd )



资料来源: EIA, 平安证券研究所

为破除原油运输瓶颈,美国正加大管道方面的投资。按照相关的项目进度,2019 年-2021 年美国原油管道将重新迎来投产高峰。随着 2019 年多条原油管道的投产,预计出口量将进一步增加,从而利空原油市场。

图表17 美国新建原油管道加速投产 ( mbpd )



资料来源: EIA, 平安证券研究所

图表18 美国原油管道建设规划 (2019-2023)

管道项目	状态	投产年份	季度	长度 (英里)	输送能力 ( bpd )
Midland-to-Sealy pipeline expansion	投产	2019	Q1	418	45000
Seaway Pipeline expansion 2	投产	2019	Q1	500	100000
Seminole Red Pipeline conversion	投产	2019	Q1	440	200000
Bayou Bridge Pipeline phase 2	投产	2019	Q2	163	480000
Iron Horse Pipeline	在建	2019	Q2	80	100000
Cactus II Pipeline	在建	2019	Q3		670000
EPIC Crude Pipeline	在建	2019	Q3	730	600000
Red Wolf Crude Connector	公告	2019	Q3	40	120000
Gray Oak Pipeline	在建	2019	Q4	850	900000
Gray Wolf Crude Connector	公告	2019	Q4	55	120000
Matador Pipeline	公告	2019	Q4	38	220000
Capline reversal	公告	2020	Q3	632	300000
Diamond Pipeline expansion	公告	2020	Q3	440	200000
Pony Express Pipeline expansion	公告	2020	Q3	760	300000
Jupiter Pipeline	公告	2020	Q4	650	1000000
Red Oak Pipeline	公告	2020	Q4		400000
Voyager Pipeline	公告	2020	Q4	500	300000
Ace Pipeline System	公告	2020			400000
Enbridge Line 3 Replacement Project	在建	2020		1031	370000
Southern Access (Line 61) Upgrade Project expansion 4	在建	2020		454	250000
Swordfish Pipeline	公告	2020		60	170000
Wink-to-Webster Pipeline	公告	2021	Q1	650	1000000
Seahorse Pipeline	公告	2021	Q3	700	800000
Southern Lights Pipeline reversal	公告	2023			150000

资料来源: EIA、平安证券研究所

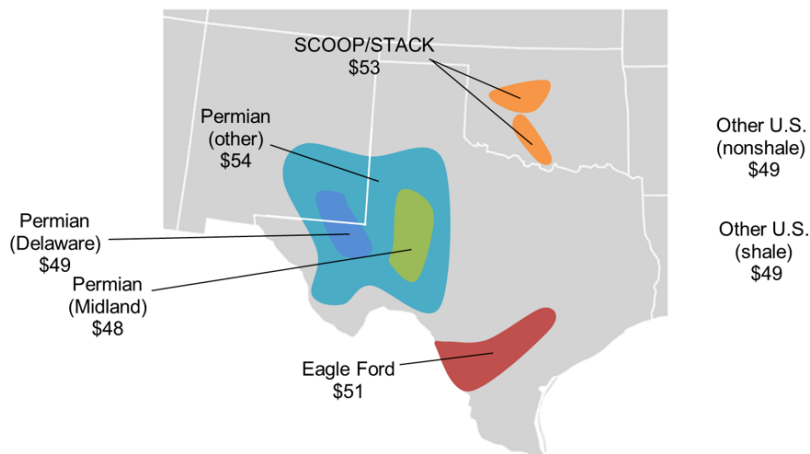
## 2.4 成本端：生产成本对当前的油价支撑较强

美国页岩油气的开采生产与油价之间是相互影响的，页岩油气的增产利空国际油价，但国际油价下跌到一定程度也会导致页岩油气触及盈亏平衡点。跟常规油气田相比，页岩油气井的衰竭速度也较快，所以页岩油气开采企业需要不断进行资本支出以维持或增厚自身的油气储量。当油价达到盈亏平衡点的时候，页岩油气的开采企业将无法保持长期的资本再投入。那么目前美国页岩油气的盈亏平衡点到底在什么水平？

最新的数据显示，美国页岩油主产区的盈亏平衡油价大约从 48-54 美金不等（当然对于每一口油井来说，原油的生产成本差异很大，例如 Permian 盆地的油井生产成本大概覆盖 46-87 美元/桶的范围，主要取决于当地的地质条件、前期资本开支和油井的寿命等因素）。

当前油价下，国际原油价格已经接近主产区页岩油的盈亏平衡点，因此虽然美国产量增长将利空油价，但我们认为在成本支撑的前提下，国际原油长时间继续下跌的可能性也较小。

图表19 美国页岩油主要产区的盈亏平衡点（美元/桶）



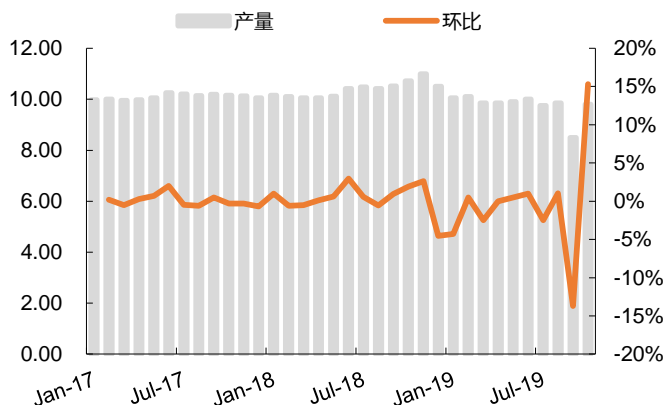
资料来源：路透社，平安证券研究所

## 2.5 地缘政治：伊朗制裁继续加码的可能性不大

地缘政治因素是影响油价的重要因素，往往造成短时间油价的暴涨或者暴跌。2019年三季度沙特原油设施遇袭事件导致沙特原油产量急剧下跌，对油价造成了短期的冲击。在中东地区，沙特和伊朗的矛盾是当地局势的最大不稳定因素之一，沙特和伊朗的矛盾根源涉及地区领导权、亲美和反美态度、宗教矛盾等复杂因素，毫无疑问仍然是2020年油价最值得研究的要素之一。

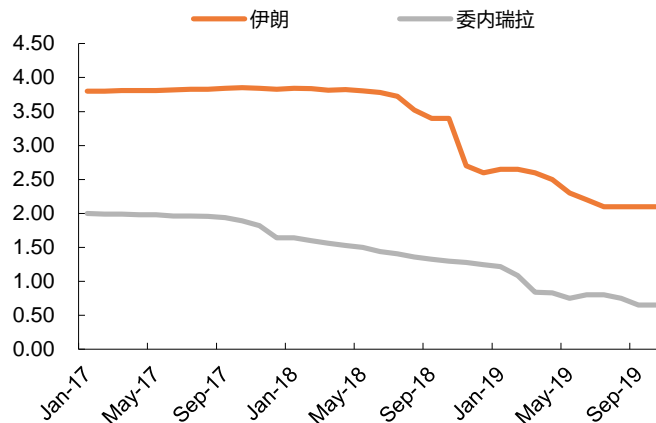
另一不确定性是伊朗制裁，美国重启伊朗制裁以来，伊朗原油产量和出口量呈整体降低趋势。2019年5月份，美国给与与中国等国家的6个月豁免期到期，并终止对豁免延期。伊朗制裁在2020年是否继续加码，对2020年的油价影响较大。我们认为在霍尔木兹海峡油轮遇袭和沙特原油设施遇袭时间的“警告”下，伊朗制裁加码的可能性较小。但2020年是美国大选之年，美国政府为了提升支持率，启动宣传机器给伊朗制裁造势，这种“口头加码”的可能性较大，尽管如此，这种宣传机器之间的对抗也容易导致伊朗问题的升级。此外，委内瑞拉局势、沙特IPO和美国大选本身等因素也将成为油价分析的政治面因素。

图表20 沙特遇袭导致原油产量剧烈波动（mbpd）



资料来源：OPEC、平安证券研究所

图表21 伊朗和委内瑞拉原油出口减少（mbpd）



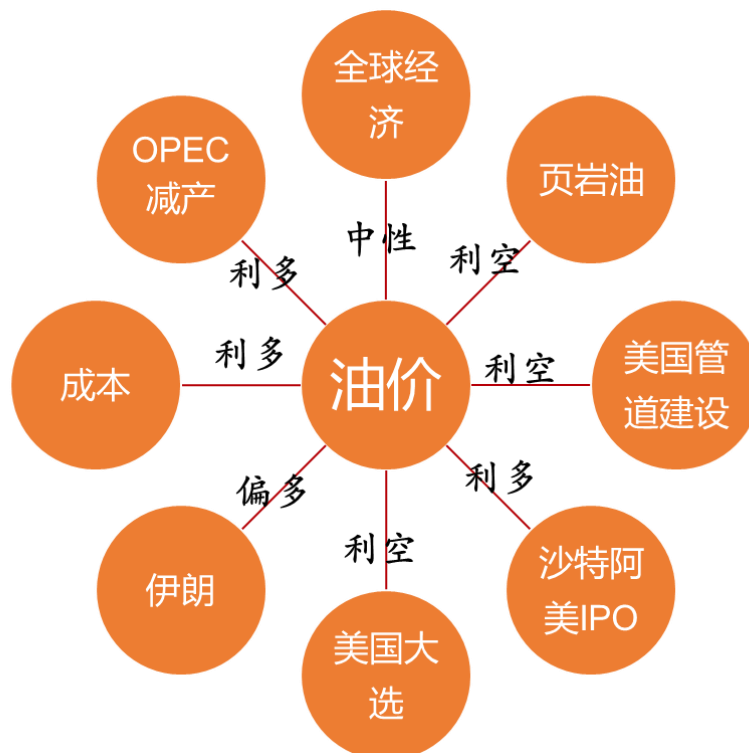
资料来源：OPEC、平安证券研究所

## 2.6 全球原油价格 2020 展望

通过对国际原油市场 2020 年供应端、需求端、成本端和地缘政治因素的分析，我们认为明年的油价仍然多空交织，较为复杂。其中利多因素包括 OPEC 减产、成本面的支撑、中东地缘局势尤其是伊朗制裁、沙特阿美 IPO 后的市场表现；利空因素主要包括美国页岩油的产量增加、美国管道瓶颈的逐渐解除、美国大选；全球经济整体上还是利空原油但若贸易协定签订较为顺利，则将会促进全球宏观经济的回暖，同时在原油期货的投机情绪上也有表现。

综合考虑，我们判断 2020 年的油价区间将位于 60-70 之间，布伦特中枢约为 65 美元，同 2019 年的油价相比，基本持平。但是全年油价中枢的持平并不代表阶段性的波动幅度减小，我们认为 2020 年国际原油的波动幅度目前没有减小的理由，因此把握阶段性的行情十分必要。

图表22 全球油价影响因素分析



资料来源：平安证券研究所

## 三、 民营大炼化：2020 年业绩增长确定性强

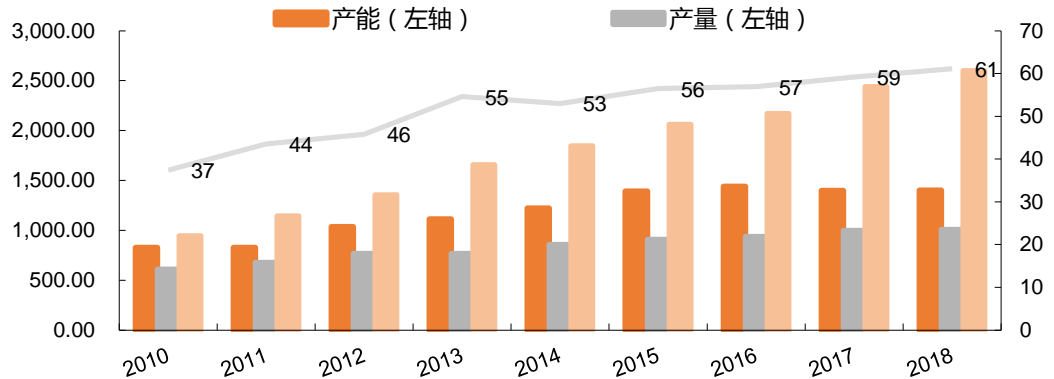
### 3.1 民营大炼化投产显著提高 2019 年 PX 自给率

我国是聚酯化纤的生产大国，PTA 是聚酯的直接上游原料，PX（对二甲苯）是 PTA 的上游原料。中国也是全球最大的 PTA 生产国和消费国，但与 PTA 和聚酯行业相比，中国 PX（对二甲苯）产业相对发展滞后。

国内 PX 需求量很大，需求增长很快但产能的建设却远远落后需求的增长，最主要的原因是民众对于自身安全与环境污染的顾虑。过去几年的 PX 项目，从 2007 年的厦门，到 2011 年大连、2012 年宁波，再到 2013 年的彭州、昆明，以及 2015 年的漳州，或多或少都受到过民众的反对和抗议。因此我国的 PX 产能一直发展缓慢。

一边是下游 PTA 和聚酯的持续扩能，一方面 PX 产能的严重不足，造成我国的 PX 进口依赖度不断攀升，2018 年已达到 61%。

图表23 对二甲苯产能、产量、进口量（万吨）和进口依赖度（%）



资料来源: Wind、平安证券研究所

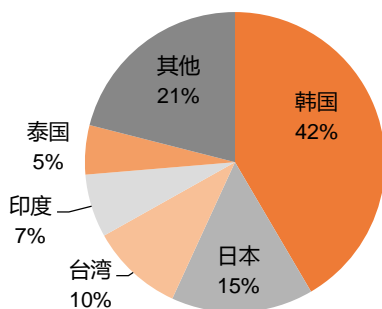
日本和韩国是中国 PX 的主要进口来源，2018 年韩国 PX 约占中国总进口的 42%，日本占 15%。PX 产能的严重不足，导致了 PX 的价格一直居高不下，造成的后果是国内的下游聚酯行业一直承受着较大的成本压力，聚酯产业链的大部分利润被日本韩国拿走。这种情况是国内聚酯企业的痛点，也是恒力和荣盛等企业投资建设 PX 产能的动机所在。

由于 PX 生产装置属于炼油厂芳烃联合装置的一部分，而生产 PX 的原料混合芳烃又直接来自炼油厂催化重整和乙烯厂蒸汽裂解装置，因此要生产 PX，往往需要兴建炼油厂。经过几年的建设，2019 年和 2020 年成为中国民营大炼化的投产高峰年：

- 2019 年 5 月份，恒力石化大连长兴岛 2000 万吨炼化一体化投产。
- 2019 年 11 月恒逸石化文莱 PMB 项目投产。
- 荣盛石化为主要投资方的浙江石化一期 2000 万吨炼化一体化预计将于 2020 年一季度投产。
- 东方盛虹的连云港 1600 万吨炼化一体化项目也在顺利推进。

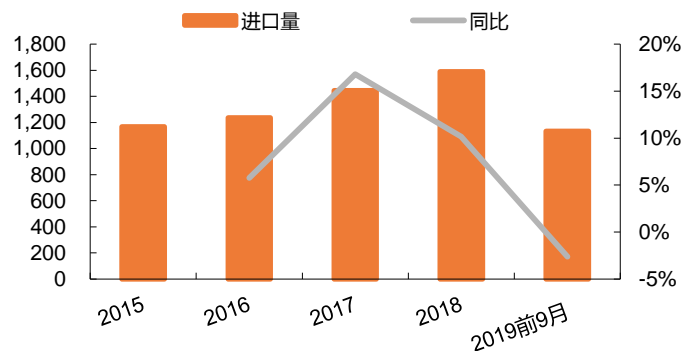
民营大炼化的投产最显著的影响是中国的 PX 进口 2019 年首次出现负增长，中国 PX 的自给率大大提升，产业链的利润开始从日本和韩国转移到国内的民营大炼化和聚酯化纤企业。

图表24 2018 年中国对二甲苯主要进口来源地



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表25 中国对二甲苯进口量（万吨）



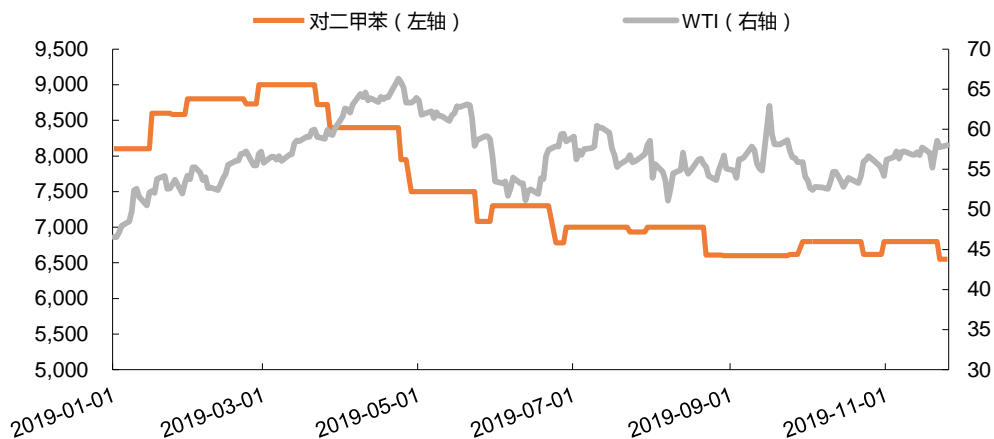
资料来源: Wind、平安证券研究所



### 3.2 产业链利润下移是未来几年的主题

民营大炼化陆续投产，国内 PX 供需关系越来越宽松，这在 PX 的价格也有所反映。一般来讲由于 PX 的原料是石脑油（炼油产品），因此 PX 的价格跟国际原油价格的走势基本是正向相关的。但由于民营大炼化的投产，供需面代替成本面成为 2018 年 PX 价格变动的最主要因素。在国际原油增长的背景下，PX 价格出现明显的下滑。PX 价格的下滑，有利于产业链利润从上游转移到 PTA 和聚酯涤纶环节。

图表26 对二甲苯价格（元/吨）和国际油价（美元/桶）出现背离

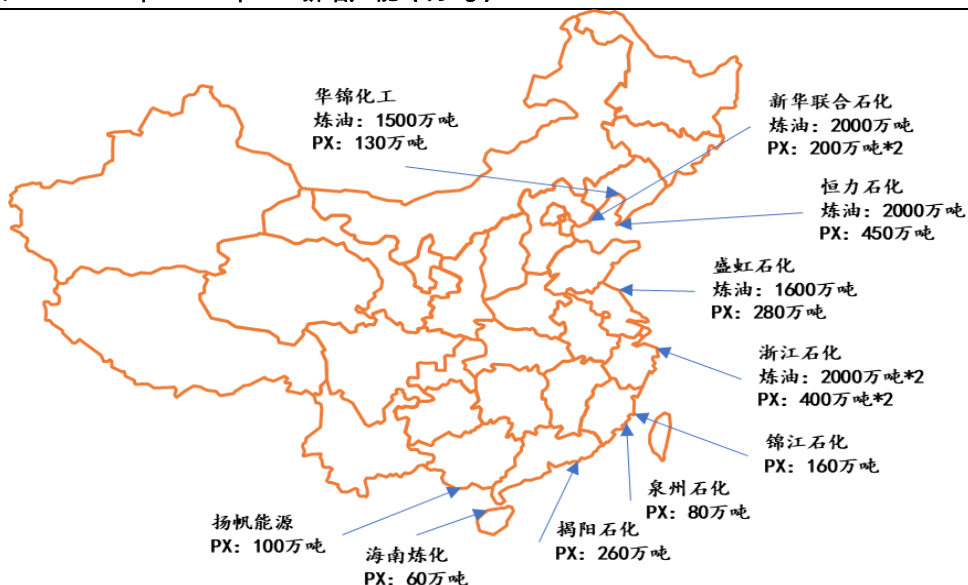


资料来源：Wind、平安证券研究所

那么未来几年产业链利润往下游转移是否是一种趋势，我们通过分析 PX 段、PTA 段和聚酯涤纶未来的产能扩建计划可以看出些端倪。

未来几年是中国 PX 项目建设投产的高峰期。除了恒力石化和浙江石化一期，未来三年还有浙江石化二期、盛虹石化等 10 多个 PX 项目投产，合计产能预计 1800 多万吨，而同期的 PTA 新增产能约 2000 万吨，按照 0.65 的 PX 单耗计算，PX 的新增产能远大于新增需求。

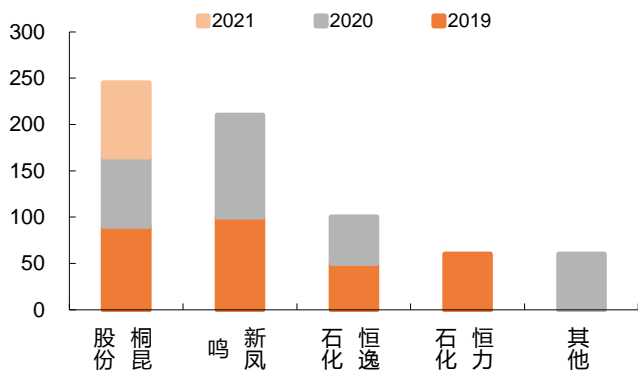
图表27 2019年-2021年PX新增产能（万吨）



资料来源：Wind、平安证券研究所

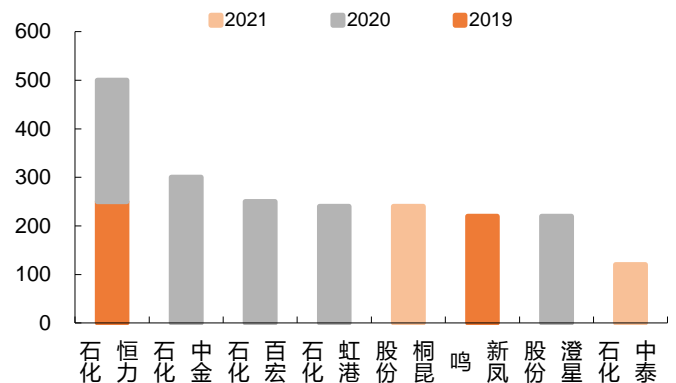
截止 2019 年上半年，涤纶长丝国内产能超 3800 万吨，其中前八家产能总计占据行业的 54%。未来三年共有约 675 万吨新增产能即将投放，几乎全部由行业前五家厂家投资建设。通过简单计算就可以得到，PTA 产能的扩建计划远大于涤纶长丝的产能扩建计划。因此产业链利润往下游转移将会是未来几年的主题。

图表28 中国涤纶长丝的产能新扩建计划（万吨）



资料来源：隆众资讯、平安证券研究所

图表29 中国 PTA 行业的产能新扩建计划（万吨）



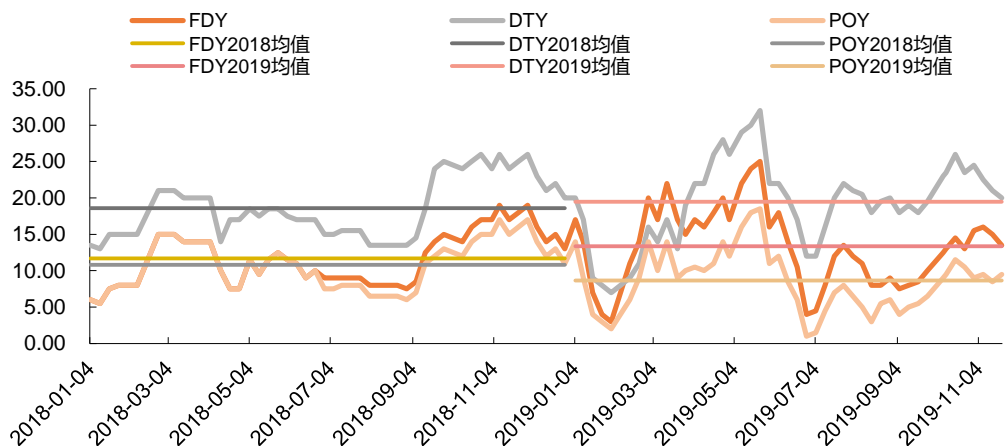
资料来源：隆众资讯、平安证券研究所

### 3.3 需求仍承压，但新建项目提供 2020 年业绩增量

中美贸易摩擦对纺织品和服装出口影响很大，拖累了上游的化纤市场。根据最新公布的数据 2019 年 9 月，我国纺织品服装贸易额 265.6 亿美元，下降 7.9%，其中出口 245.2 亿美元，下降 7.6%，进口 20.4 亿美元，下降 10.6%，当月贸易顺差 224.8 亿美元，下降 7.3%。2019 年 1~9 月，我国纺织品服装贸易额 2205.3 亿美元，同比下降 3.2%。其中出口 2020 亿美元，下降 2.8%；进口 185.2 亿美元，下降 6.8%，累计贸易顺差 1834.8 亿美元，下降 2.4%。

从库存数据来看，当前的涤纶长丝库存也处于高位，虽然 POY 均值低于去年均值，但如果考虑到一季度库存低位的季节性因素，2019 年涤纶长丝三个品种预计均比去年均值高，说明当前的下游市场仍然承受较大的压力，如果 2020 年贸易摩擦谈判进展不顺利，长丝仍将承压。

图表30 江浙地区涤纶长丝和短纤库存（天）



资料来源：Wind、平安证券研究所

虽然下游市场压力较大，暂时看不到回暖的迹象，但 2020 年几大民营大炼化和聚酯龙头的业绩增长确定性还是非常强的，主要的逻辑是炼化项目的投产（例如荣盛石化）和乙烯项目（例如恒力石化）的投产对于业绩的贡献。以恒力石化为例，其 150 万吨的乙烯及下游衍生产品项目投产后，不但本身产品的外售贡献新的业绩，生产的乙二醇等产品还可以跟现有的业务实现协同效应。

图表31 恒力石化乙烯项目主要装置

序号	装置	产能	单位
1	蒸汽裂解	150	万吨
2	乙二醇#1	90	万吨
3	乙二醇#2	90	万吨
4	苯乙烯	72	万吨
5	HDPE	40	万吨
6	PP#1	20	万吨
7	PP#2	20	万吨
8	裂解汽油加氢	35	万吨
9	丁二烯抽提	14	万吨
10	碳四加氢	17	万吨
11	燃料气转换	110000	Nm <sup>3</sup> /h
12	海水淡化	45000	Nm <sup>3</sup> /d

资料来源：公司公告、平安证券研究所

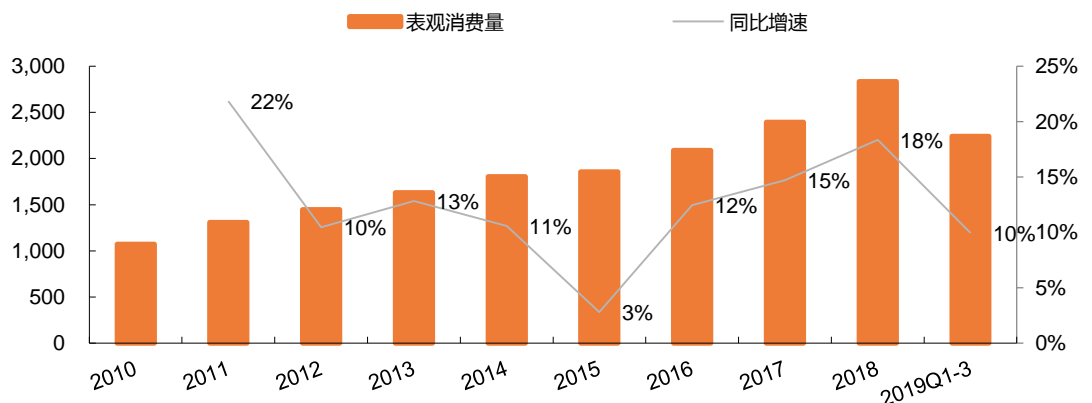
## 四、 天然气：国家管网公司成立改变行业格局

### 4.1 中国天然气需求增速回落但增量依然可观

受能源结构调整和环保等因素的影响，过去几年中国的天然气需求呈现爆发式增长，而国家出台的各项天然气政策更加速了这种增长；同时天然气基础设施的日益完善为我国天然气市场的健康发展提供了储运保障。

2019 年前三季度我国天然气表观消费量 2241 亿立方米，同比增长 10%；生产天然气 1277 亿立方米，同比增长 9.5%；天然气进口量为 7122 万吨，同比增长 10%。整体来看天然气的需求增速有所回落，但这主要是因为基数较大造成的，天然气每年的增量市场依然是十分可观的。

图表32 2010-2019 年三季度中国天然气供需（亿立方米）

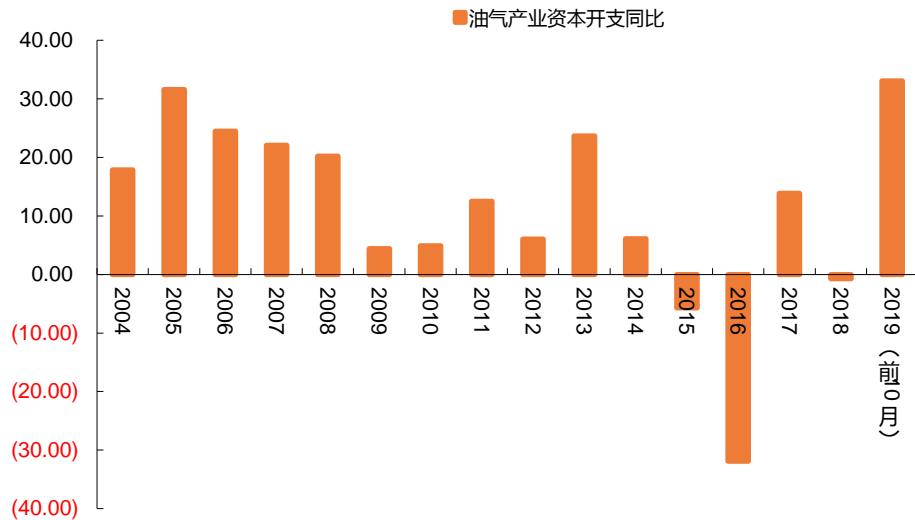


资料来源：发改委、统计局、平安证券研究所

## 4.2 资本开支增加，非常规气是发展亮点

2019年在保障能源安全战略任务的要求下，三桶油均加大了对上游勘探生产的力度，2019年前三季度，油气产业资本开支同比增长30%，国内生产的提速稳定了天然气市场，同时也成为油气公司业绩的增长来源。

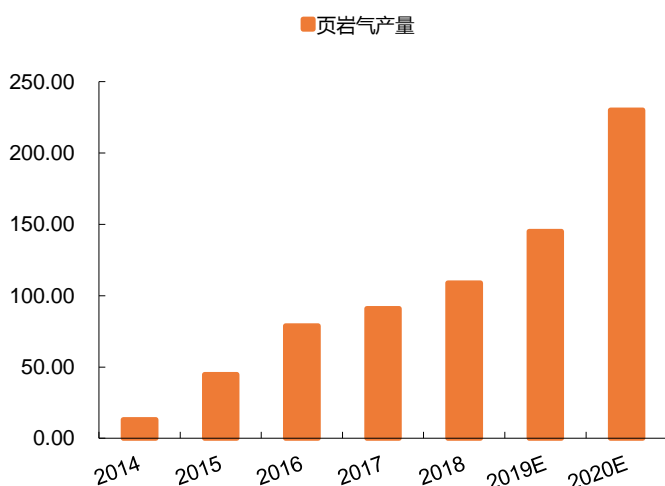
图表33 2014-2019年我国的油气产业资本开支同比增速（%）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

跟常规气相比，我国的非常规气发展十分迅速。随着页岩气的发展突破技术瓶颈，我国页岩气的产量获得了迅速的提升，2014-2019年预计年均复合增速达到62%（2019年为预测数据），尤其是中石化和中石油在西南地区的页岩油气田产量增长最为明显。

图表34 中国页岩气的产量增长（亿立方米）



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表35 十三五规划页岩气开发的重点区域

产区名称	地理位置	开采权归属	埋层(平方公里)	地质资源量(亿立方米)
涪陵勘探开发区	重庆东南部	中石化	600	4767
长宁勘探开发区	四川盆地与云贵高原结合部	中石油	4450	19000
威远勘探开发区	四川和重庆境内	中石油	8500	39000
昭通勘探开发区	四川和云南交界	中石油	1430	4965
富顺-永川勘探开发区	四川	中石油	1000	5000

资料来源: 相关规划, 平安证券研究所

近年来国家政策持续支持页岩气的开发，据 2019 年财政部印发《可再生能源发展专项资金管理暂行办法》的补充通知，非常规天然气开采利用补贴标准升级，补贴持续但是补贴的方式略有调整，不再按定额标准进行补贴，而是按照“多增多补”的原则进行。因此预计 2020 年页岩气的勘探生产仍将保持高速增长。

图表36 我国页岩气开发的主要政策

时间	部门	政策	要点
2012	国家财政部	页岩气开发利用补贴政策	中央财政对页岩气开采企业给予补贴，2012 年—2015 年的补贴标准为 0.4 元/立方米，补贴标准将根据页岩气产业发展情况予以调整。地方财政可根据当地页岩气开发利用情况对页岩气开发利用给予适当补贴
2013	国家能源局	页岩气产业政策	页岩气开发纳入国家战略性新兴产业，加大对页岩气勘探开发等的财政扶持力度。
2015	财政部、国家能源局	关于页岩气开发利用财政补贴政策的补充通知	2016~2020 年，中央财政对页岩气开采企业给予补贴，其中：2016~2018 年的补贴标准为 0.3 元/立方米；2019~2020 年补贴标准为 0.2 元/立方米。财政部、国家能源局将根据产业发展、技术进步、成本变化等因素适时调整补贴政策。
2016	国家能源局	页岩气发展规划（2016-2020 年）	2020 年力争实现页岩气产量 300 亿立方米；2030 年实现页岩气产量 800-1000 亿立方米
2018	国家财政部	关于对页岩气减征资源税的通知	自 2018 年 4 月 1 日至 2021 年 3 月 31 日，对页岩气资源税（按 6% 的规定税率）减征 30%
2019	国家财政部	关于《可再生能源发展专项资金管理暂行办法》的补充通知	对非常规天然气的补贴，自 2019 年起不再按定额标准进行补贴。按照“多增多补”的原则，对超过上年开采利用量的，按照超额程度给予梯级奖补；相应，对未达到上年开采利用量的，按照未达标程度扣减奖补资金。同时，对取暖季生产的非常规天然气增量部分，给予超额系数折算，体现“冬增冬补”。

资料来源：能源局、财政部、平安证券研究所

### 4.3 国家管网公司成立重塑天然气行业生态

天然气管网是天然气储运的重要载体，我国的天然气管道里程跟发达国家相比较为落后。为此国家发改委在《中长期油气管网规划》中明确，到 2020 年，全国油气管网规模达到 16.9 万公里，其中原油、成品油、天然气管道里程分别为 3.2 万、3.3 万、10.4 万公里，储运能力明显增强。到 2025 年，全国油气管网规模达到 24 万公里，原油、成品油、天然气管网里程分别达到 3.7 万、4 万和 16.3 万公里，逐步实现天然气入户入店入厂，全国城镇用天然气人口达到 5.5 亿，天然气在能源消费结构中的比例达到 12% 左右。天然气应急调峰气量（含 LNG）达到消费量的 8%。

图表37 《中长期油气管网规划》发展预期目标

指标	单位	2015 年	2025 年	年均增速
原油管道	万公里	2.7	3.7	3.2%
成品油管道	万公里	2.1	4.0	6.7%
天然气管网	万公里	6.4	16.3	9.8%
原油管道进口能力	亿吨	0.72	1.07	4.0%
原油海运进口能力	亿吨	6.00	6.60	1.0%

指标	单位	2015年	2025年	年均增速
天然气管道进口能力	亿立方米	720	1500	7.6%
LNG 接卸能力	万吨	4380	10000	8.6%
天然气(含 LNG) 储存能力	亿立方米	83	400	17%
城镇天然气用气人口	亿	2.9	5.5	6.6%

资料来源：发改委、能源局、平安证券研究所

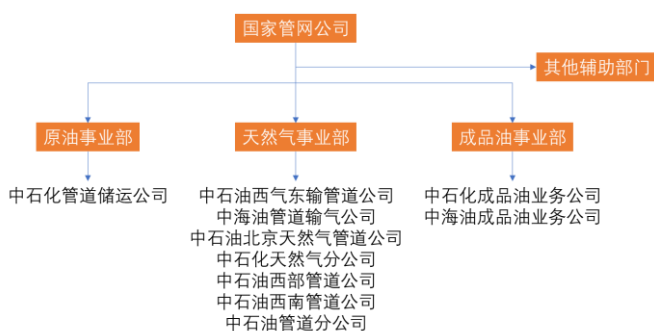
除了管道里程较短之外，此前油气管网分别隶属于“三桶油”等能源企业旗下，一定程度上不利于管网资源利用效率的提升。媒体曾报道中石油陕京四线、中海油蒙西煤制天然气外输管道和中国石化鄂尔多斯—安平—沧州管道，3条管道走向相似，存在气源不足争抢气源的情况。

因此多年来对管网进行改革的呼声不断，2017年5月，国务院正式印发的《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》提到，在中游管输领域，要分步推进国有大型油气企业干线管道独立，实现管输和销售分开，实现油气干线管道、省内和省际管网均向第三方市场主体公平开放。2018年12月初，重组“三桶油”管道业务并成立新公司的组建事项及组建方案，上报至国家层面等待高层批复。2019年3月19日两会期间，中央在全面深化改革委员会第七次会议上再次强调，要推动石油天然气管网运营机制改革，组建国有资本控股、投资主体多元化的石油天然气管网公司。

经过多年的论证和两年多的稳步推进，2019年12月9日上午，国家石油天然气管网集团有限公司（“国家管网公司”）正式挂牌成立，预计2020年三大石油公司全资或控股的干线管网、持有的省级管网股权、部分LNG接收站和储气库、管网调度业务等资产将被纳入新的管网公司。国家管网公司业务板块将划分为三个事业部和四个本部，分别为原油事业部、天然气事业部和成品油事业部，以及生产运行指挥本部、科技研发本部、工程建设本部和管道完整性本部。

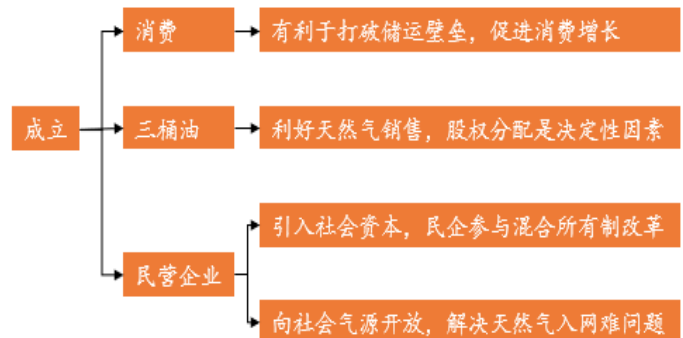
国家管网公司的成立对油气行业的影响深远而重大，具体来看，主要包括：1) 将实现油气的管输和生产、销售分开，按照“管住中间、放开两头”的原则实现上游气源和下游燃气市场的公平开放，有利于促进市场竞争，提高资源配置效率，进一步推进市场化的油气价格机制。2) 将促进管网的互联互通，打破现有的储运瓶颈，有利于油气资源调配，保障油气能源安全稳定供应。3) 有利于全国统筹油气管网规划，吸引资本进行油气管网建设。

图表38 国家管网公司主要下属部门



资料来源：新华社、平安证券研究所

图表39 国家管网公司成立的影响



资料来源：平安证券研究所

国家管网公司的成立，对于中国石油、中国石化和中国海油三家主要的油气公司有利有弊。有利的方面主要是管网的瓶颈破除之后，天然气的销售通路更为顺畅，尤其是对于此前管网资产较少的中国石化和中国海油来说。但是另外一方面，管道资产的剥离也会对“三桶油”的业绩造成一定的影响。因此目前三桶油开始重视下游燃气市场。比如中石油加大直供用户的销售力度，中石化2019

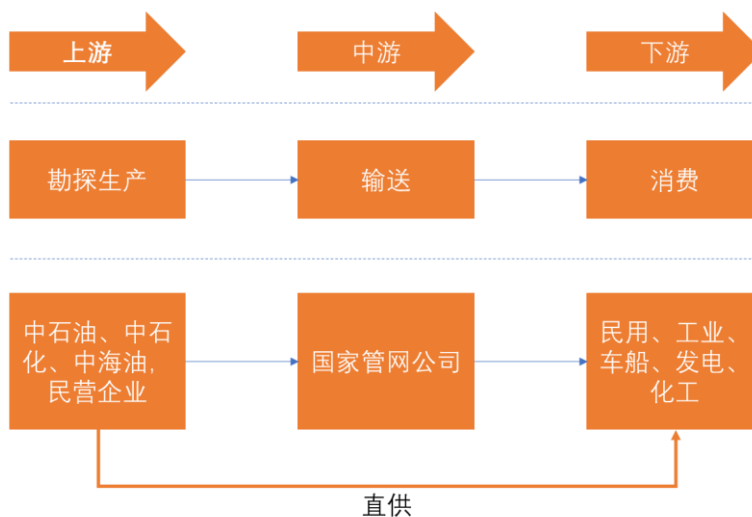
年 11 月与中燃集团签订了战略合作协议，计划合资共同发展下游 LNG 市场。中石油和中石化的这些动作，不能排除是国家管网公司带来的影响。

下游燃气市场跟上游不同，企业众多。目前城燃市场现有超过 3000 家企业。昆仑能源(00135.HK)、华润燃气(01193.HK)、新奥能源(02688.HK)、中国燃气(00384.HK)和港华燃气(01083.HK)等企业市占率超过六成，两桶油进入城燃市场，必将对城燃行业带来巨大影响。

除了“三桶油”，城燃市场还将迎来更多外资公司的加入。2019 年 6 月 30 日，国家发改委、商务部发布《外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2019 年版)》称，在基础设施建设方面，取消城市人口 50 万以上的城市燃气、热力管网须由中方控股的限制，预计外资将成为中国城市燃气市场竞争者之一，下游市场进入群雄逐鹿的时代。

因此我们认为在这种背景下，未来天然气领域上游和下游联手的可能性以及燃气领域兼并重组的机会出现的几率较高。

图表40 天然气上下游联合有望成为行业趋势



资料来源：平安证券研究所

## 五、 烯烃：轻质化原料和深加工值得关注

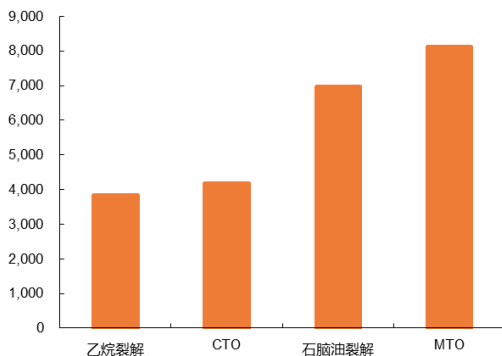
### 5.1 低成本轻烃裂解陆续投产

乙烯是需求量最大的烯烃之一，是合成塑料、合成纤维和合成橡胶的基础原料，其下游主要有聚乙烯(细分为高密度聚乙烯、低密度聚乙烯和线性低密度聚乙烯)、苯乙烯(聚苯乙烯、丁苯橡胶和 ABS 的原料)、环氧乙烷(乙二醇的原料)、PVC、乙丙橡胶、EVA 和直链阿尔法烯烃(用作共聚单体、表面活性剂、合成润滑油的生产)等，乙烯的下游衍生物应用的领域异常广泛，包括汽车、建筑、物流、农业、日用容器、服装鞋子、电力线缆、家电和医疗等等，所以其需求的增长跟国民经济各部门的增长息息相关。

过去十年我国的乙烯表观消费快速增长，从 2008 年的 1096 万吨增长到 2018 年的 2099 万吨，年均复合增长率 8%，大致与 GDP 平均增速同步。在国内乙烯消费结构中，LLDPE 约占总消费量的 28%、HDPE 约占 24%、LDPE 约占 12%、环氧乙烷/乙二醇约占 19%、苯乙烯约占 8%、PVC 约占 5%。

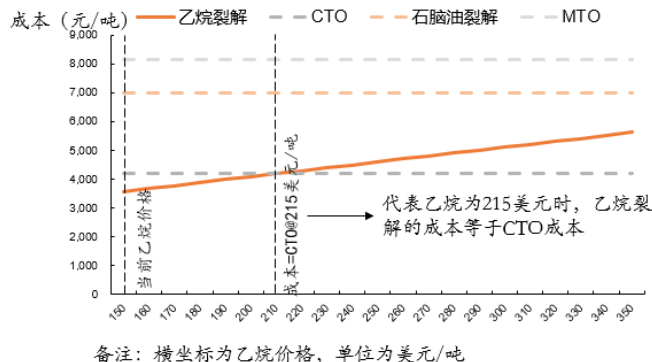
蒸汽裂解是目前生产乙烯、丙烯、丁二烯和芳烃的主要工艺之一，商业化历史悠久、技术成熟，在全球范围内装置众多。蒸汽裂解可适用的原料范围非常广泛，主要包括乙烷、丙烷、正丁烷、异丁烷、石脑油、常压柴油甚至减压蜡油和减压渣油，裂解炉既可以单组分进料也可以混合进料。其基本原理是原料跟蒸汽通过管式裂解炉在高温下使长链大分子断裂生成低分子烯烃和烷烃。一般来讲轻质化原料生产烯烃比重组分原料具有成本优势。

图表41 2018年乙烷裂解制乙烯理论成本（单位：元/吨）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表42 乙烷裂解相对竞争优势分析（单位：元/吨）



资料来源：Wind，平安证券研究所

因此国内的企业纷纷投资兴建轻烃裂解项目（包括乙烷裂解）。截止目前我国共有 15 个乙烷裂解项目（包括混烷裂解），投资方既有中国石油等国企也有社会企业（新浦化学、卫星石化和万华化学等），中石油的乙烷裂解项目主要采用自有油气田生产的乙烷原料，而社会企业的主要原料来源为进口美国乙烷。

图表43 国内主要乙烷裂解项目

序号	项目运营商	原料来源	乙烯产能（万吨）	装置地点	预计投产时间
1	江苏新浦化学	英力士	65	泰兴	2019年
2	中石油塔里木油田	塔里木油田	60	巴州库尔勒	在建
3	中国石油兰州石化	长庆油田	80	陕西榆林	在建
4	浙江卫星石化	美国	250	江苏连云港	2020年
5	天津渤化	美国	100	天津滨海新区	2020年
6	广西投资集团	美国	100	广西钦州	2020年
7	辽宁聚能重工集团	美国	200	锦州	2021年
8	大连汇昆	美国	200	大连西中岛	2021年
9	鲁清石化	—	120	山东寿光羊口镇	2021年
10	南山集团	美国	200	山东龙口	—
11	山西阳煤集团	美国	150	青岛	—
12	宁波华泰	炼厂气+外购乙烷	70	宁波大树	—
13	烟台万华	自产+外购丙烷	100	山东烟台	—
14	永荣集团	美国	150	福建莆田	—
15	东华能源	—	2*100	河北曹妃甸	—

资料来源：Wind，平安证券研究所

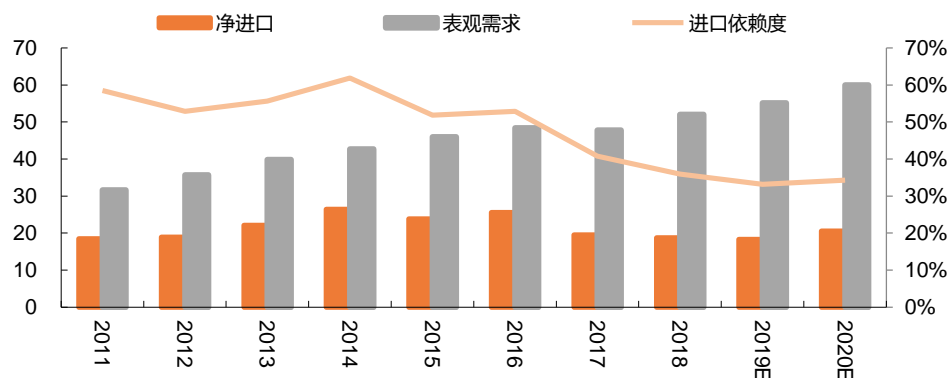


新浦化学和上市公司卫星石化是国内乙烷裂解的先行者：新浦化学乙烷裂解制乙烯项目已经于 2019 年投产。卫星石化在建的连云港石化 320 万吨/年轻烃综合加工利用项目，建设项目内容包括年产 250 万吨乙烷裂解制乙烯装置、年产 150 万吨丙烷脱氢制丙烯装置、PE、EO/EG、醋酸乙烯、环氧丙烷、丙烯腈、聚丙烯、丙烯酸及酯等下游配套装置。该项目计划将于 2020 年底投产，届时预计将为公司每年贡献 20-30 亿的净利润。

## 5.2 烯烃深加工：己二腈国产化加速，取代进口产品

烯烃（乙烯、丙烯、丁二烯等）属于大宗化学产品，产品同质化比较严重，毛利率较薄，因此不断深化烯烃的加工，生产高附加值的下游产品是提升企业盈利的重要手段。尼龙 66 是烯烃（丁二烯）的重要下游行业之一，尼龙 66 在工业和民用产品中具有广泛应用。2011-2018 年中国尼龙 66 表观需求从 2011 年的 31.6 万吨，增长到 2018 年的 52 万吨，年均复合增长福 7.4%，预计 2020 年中国尼龙 66 的表观需求达到 60 万吨。

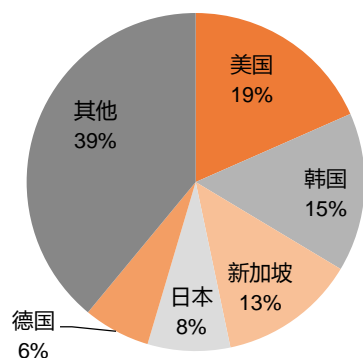
图表44 中国尼龙 66 需求和净进口（万吨）



资料来源：Wind、平安证券研究所

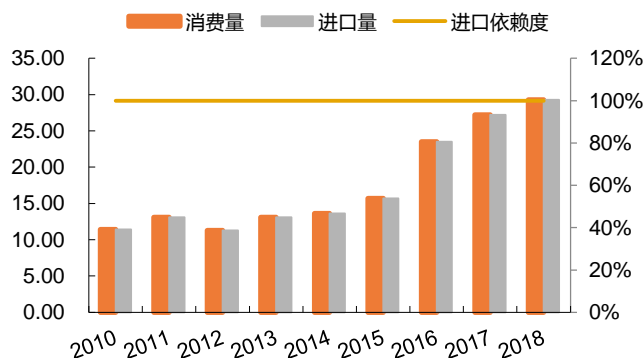
需求快速稳步增长的同时，2011-2018 年尼龙 66 产能从 25.6 万吨增长到 52 万吨，年均复合增长率 10.7%，国内产能的增长速度快于需求量的增长速度，所以我们的进口依赖度也逐渐从 2011 年的 60%左右降低到目前的 36%。但是我国的尼龙行业存在结构性的矛盾，具体表现在低端产能过剩和高端牌号缺乏，所以我们还需要从国外大量进口尼龙 66 产品。

图表45 中国尼龙 66 主要的进口来源国



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表46 中国己二腈进口依赖度 100% (万吨)



资料来源：Wind、平安证券研究所

更为严重的是尼龙 66 的原料己二腈 100%依赖进口，而且全球贸易的主要流向是从美国英威达流向中国神马尼龙化工。可以说中国的尼龙 66 行业在上游原材料上完全受制于人。

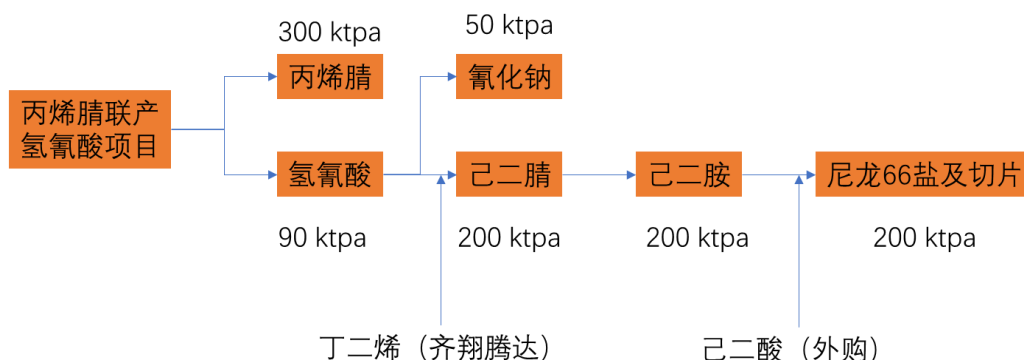
图表47 全球己二腈贸易格局



资料来源：中国海关、平安证券研究所

因此己二腈的国产化具有重要的战略意义，同时也具有极高的经济意义。2019 年中国化学联合上市公司齐翔腾达合资建设天辰齐翔己二腈配套尼龙项目，一期建设内容主要包括：建设 30 万吨/年丙烯腈联产氢氰酸装置、5 万吨/年氰化钠装置、9 万吨/年氢氰酸装置、20 万吨/年己二腈装置、20 万吨/年加氢装置和 20 万吨/年尼龙 66 成盐及切片装置，以及配套公用工程和辅助生产设施。

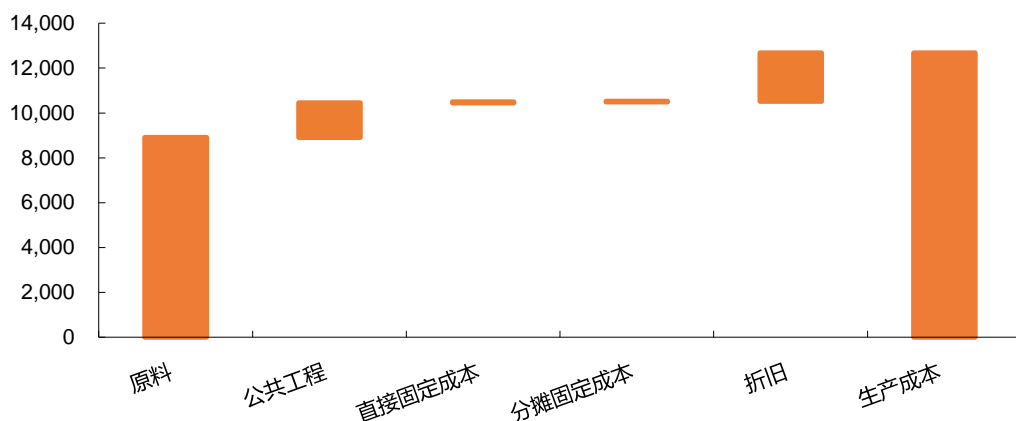
图表48 天辰齐翔项目主要装置



资料来源：公司公告、平安证券研究所

作为国内首个己二腈配套己二胺和尼龙 66 项目，天辰齐翔的己二腈项目投产后将打破英威达等跨国公司在尼龙 66 上游原料上的垄断，争夺上游原材料的定价权，从而对我国的尼龙 66 行业起到巨大的推动作用。利润方面，按照中国化学 34%估算和齐翔腾达 10%估算，项目投产后我们预计分别为中国化学和齐翔腾达增厚 5.78 亿元和 1.7 亿元的利润，我们认为该项目本身的盈利和对尼龙行业的影响都是值得期待的。

图表49 丁二烯法己二腈成本估算（元/吨）



资料来源：平安证券研究所

## 六、投资建议

当前化工板块的价值不论是从纵向还是横向来看，都被严重低估，投资的风险基本已经释放完毕。我们认为 2020 年化工板块是 A 股最值得关注和投资的板块之一。展望 2020 年，我们建议按照几个细分行业仔细挑选优质的标的：

1) 原油：2019 年国际原油市场错综复杂，多空交织，OPEC 国家和俄罗斯等产油国的减产计划仍促使油价强势反弹，但宏观经济不景气和美国页岩油增产促使油价回落。2020 年需求方面关注贸易协议的签订，供应方面 OPEC 和俄罗斯等国已经达成 170 万桶/天的减产计划，应重点关注 OPEC 减产的执行力度，另外美国原油产量的变化和伊朗等地缘政治风险也是影响 2020 年油价的重要因素。预计 2020 年原油价格大概率会在 60-70 美元之间震荡，布伦特中枢预计 65 美元左右。建议阶段性配置油气公司中国石油和中国石化，建议关注油服板块。

2) 天然气：国内天然气需求增速回落但增量仍然可观。国家管道公司于 2019 年 12 月 9 日正式成立，对油气公司、LNG 接收站、非常规天然气、燃气公司等存在不同程度的影响，其中重要的影响包括民营天然气企业的上网难问题有望得益解决，同时行业并购重组和上下游合作成为未来发展趋势。推荐新奥股份，建议关注广汇能源、蓝焰控股。

3) 民营大炼化：2020 年贸易摩擦带给纺织行业的压力仍存，但随着民营大炼化投产改善行业成本端，聚酯产业链利润从 PX 环节向 PTA 和涤纶环节转移，同时炼油项目和乙烯项目给相关企业提供业绩增量。推荐恒力股份和新凤鸣，建议关注荣盛石化。

4) 烯烃行业的低成本优势和进口替代值得关注：轻烃裂解具有很高的成本安全空间，抗风险能力远高于石脑油和煤制烯烃等工艺，推荐卫星石化，建议关注万华化学。丁二烯重要下游己二腈国产化加速，具有很高的进口替代空间，建议关注齐翔腾达。

## 七、风险提示

- 1) 宏观经济波动风险：**石油石化行业是国民经济的基础行业，产品应用在汽车、建筑、电子电器、日用品等各个领域，因此石化行业的需求增长跟 GDP 等宏观指标有紧密的联系，宏观经济增速回落会导致石化产品需求增长不及预期。
- 2) 油价和原材料剧烈波动风险：**石化产品的成本和价格跟油价/原材料价格关系极为紧密，油价/原材料价格的剧烈波动会导致厂家成本管理和产品定价上极为困难，影响行业盈利水平。
- 3) 项目建设进度不及预期：**油气开发储运项目、LNG 工厂、民营大炼化和乙烷裂解项目进度受产品和原料市场环境、项目融资、工程管理等多方因素影响，不排除项目进展不及预期的风险。
- 4) 装置不可抗力：**石油化工装置的稳定运行对原料和产品市场的健康运行极为重要，不可抗力因素可在极短的时间内导致供需失衡，造成原料成本或者产品价格的剧烈波动
- 5) 环保因素：**近两年来日益趋严的环保政策和环保督查使得众多中小企业停产或者减产，影响了行业内相关公司的生存和盈利。
- 6) 贸易风险：**如果未来贸易战继续激化，将影响相关产品的出口和原料的进口。

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

- 强烈推荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上 )
- 推 荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间 )
- 中 性 ( 预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间 )
- 回 避 ( 预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上 )

### 行业投资评级:

- 强于大市 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上 )
- 中 性 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间 )
- 弱于大市 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上 )

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

### 平安证券研究所

电话: 4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融  
融中心 B 座 25 楼  
邮编: 518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 26 楼  
邮编: 200120  
传真: (021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编: 100033