

# 石油化工

证券研究报告  
2020年02月09日

## 上调行业评级至“强于大市”

### 投资评级

行业评级 强于大市(调高评级)  
上次评级 中性

### 作者

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

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

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

郑小兵 联系人  
zhengxiaobing@tfzq.com

**翻多核心逻辑:** 2018 年底, 我们考虑到油价因素、产能周期, 将行业评级下调为“中性”。下调评级之后 14 月的今天, 我们重新上调行业评级至“强于大市”。**翻多核心逻辑是:** 1) 油价筑底; 2) 产能周期接近见底; 3) 价差见底; 4) 龙头效应凸显; 5) 主要标的估值低位。

我们原本预期 2020、2021 年石化行业盈利水平处于一个较长的底部区间。考虑到疫情影响, 2020 年上半年业绩低点之后, 或出现 V 型反转。主要标的估值方面, 即使在偏悲观的盈利情形下, 也已经具备投资价值。随着市场对业绩底部认知的逐渐清晰, 估值有望先于业绩率先修复。

**推荐标的:** 卫星石化、海油工程、中海油服、恒逸石化、恒力石化、荣盛石化、中国石油股份(H)、中国石化、中油工程等。

**风险提示:** 1) 就行业而言景气拐点可能略偏左侧的风险; 2) 石化下游需求受疫情影响, 可能存在复工晚于预期的风险

### 行业走势图



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《石油化工-行业专题研究:卫星石化推荐专题一:疫情结构性影响丙烯供给, PDH 价差将修复》2020-02-05
- 《石油化工-行业专题研究:回顾:2003 非典前后的石油石化市场》2020-02-01
- 《石油化工-行业研究周报:伊拉克在世界石油体系中处于什么样的地位?》2020-01-11

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2020-02-07	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002648.SZ	卫星石化	17.05	买入	0.88	1.28	1.66	2.82	19.38	13.32	10.27	6.05
600583.SH	海油工程	6.66	买入	0.02	0.02	0.22	0.48	333.00	333.00	30.27	13.88
601808.SH	中海油服	16.39	买入	0.01	0.52	0.79	0.99	1639.00	31.52	20.75	16.56
000703.SZ	恒逸石化	13.20	买入	0.69	1.13	1.87	1.90	19.13	11.68	7.06	6.95
600346.SH	恒力石化	15.20	买入	0.47	1.17	1.56	1.63	32.34	12.99	9.74	9.33
002493.SZ	荣盛石化	10.48	买入	0.26	0.67	1.25	1.42	40.31	15.64	8.38	7.38
00857.HK	中国石油股份	3.50	买入	0.29	0.26	0.31	0.37	10.97	12.08	10.11	8.63
600028.SH	中国石化	4.73	买入	0.52	0.46	0.49	0.50	9.10	10.28	9.65	9.46
600339.SH	中油工程	2.77	增持	0.17	0.17	0.38	0.46	16.29	16.29	7.29	6.02
600623.SH	华谊集团	5.92	买入	1.08	1.35	1.42		5.48	4.39	4.17	
600968.SH	海油发展	2.52		0.10	0.15	0.19	0.20	25.20	16.80	13.26	12.60
600256.SH	广汇能源	2.82	买入	0.26	0.26	0.43	0.63	10.85	10.85	6.56	4.48



002408.SZ	齐翔腾达	6.28	增持	0.47	0.39	0.56	0.95	13.36	16.10	11.21	6.61
600746.SH	江苏索普	9.48	增持	-0.00	0.05	0.09		-9480.00	189.60	105.33	
603619.SH	中曼石油	13.22	增持	0.07	0.55	1.08	1.68	188.86	24.04	12.24	7.87

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS，货币单位：人民币

## 内容目录

回顾：过去两年石化板块走势和我们的判断 .....	3
翻多理由一：油价全年低点大概率在 Q1 已经出现.....	3
翻多理由二：石化产能周期接近见底.....	4
翻多理由三：价差先于产能周期见底.....	5
翻多理由四：龙头企业成本优势比上轮周期更加明显.....	5
上调石化行业评级至“买入” .....	6

## 图表目录

图 1：石化指数绝对、相对收益，以及我们关键观点变化.....	3
图 2：历史及预测全球原油供需平衡情况（单位：百万桶/天）及油价变化.....	4
图 3：石化下游主要产品利润区间及当前水平（元/吨） .....	5
图 4：PTA 行业高竞争力装置与业内中等竞争力装置成本对比.....	6
图 5：桐昆+新凤鸣+恒逸产能（万吨/年）及市占率变化 2013vs2019.....	6
图 6：乙烯成本曲线（元/吨） .....	6
图 7：丙烯成本曲线（元/吨） .....	6
表 1：主要石化产品产能（万吨）及增速 .....	4

## 回顾：过去两年石化板块走势和我们的判断

石化行业的投资观点，在绝对表现和相对表现的权衡上，一直是两难。

回顾我们过去两年的推荐表现：1) 2018 年初的年度投资策略《重视石化行业配置价值》，给与石化行业“强于大市”评级。2018 年全年实际走势与我们判断比较接近，石化行业虽然整体下跌，但是跌幅远小于大盘跌幅，体现出配置价值。2) 2019 年的年度策略报告《成长龙头在下行周期酝酿，现金奶牛仍具防御》中，考虑到油价因素、产能周期，将行业评级下调为“中性”。2019 年全年，石化行业的表现明显弱于大盘。过去两年我们在重要节点上的判断没有发生大的错误，但是我们的失误在于，2018 年底翻空时间晚了 2 个月，当时已经是行业向下拐点的右侧。

下调评级之后 14 月的今天，我们翻多核心逻辑是：1) 油价筑底；2) 产能周期接近见底；3) 价差见底；4) 龙头效应凸显；5) 主要标的估值低位。

最大的风险在于：就行业而言景气拐点可能略偏左侧，但是如果综合考虑上市公司低估值水平（即使基本面悲观假设下也相当低），我们认为当下是翻多良好时机。

图 1：石化指数绝对、相对收益，以及我们关键观点变化



资料来源：wind，天风证券研究所

### 翻多理由一：油价全年低点大概率在 Q1 已经出现

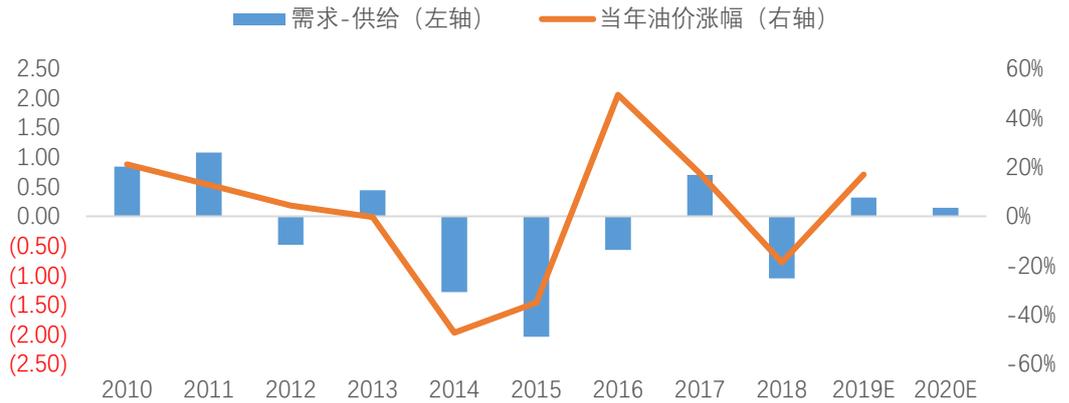
2020 年，原油市场大概率供需双低，Q1 中国疫情带来全年低点。

供给端几乎都是利多因素，美国页岩油产量增速显著下降；OPEC 限产挺价动力足；非 OPEC 常规油产量增长今年是相对低点。

需求端原本年初预期就不高，中国疫情又带来黑天鹅，Q1 全球原油需求大概率出现负增长（详见《回顾：2003 非典前后的石油石化市场》）。即使悲观情形，疫情到 4-5 月份天暖之后才趋于稳定，Q2-4 应该也是逐季好转的格局。

维持 2020 年油价预测：Brent 均价 65 美金左右，前低后高。详见《2020 年投资策略：油价不宜悲观，天然气将现变局》。

图 2：历史及预测全球原油供需平衡情况（单位：百万桶/天）及油价变化



资料来源：EIA，天风证券研究所

## 翻多理由二：石化产能周期接近见底

### 1) 聚酯产业链

PX 方面，经历 16-18 年长达 3 年产能投放真空期后，19 年 PX 迎来产能投放高峰，产能扩张幅度高达 58.2%，20 年增速放缓至 16.6%；21 年增速 21.5%。

PTA 方面，恒力 PTA4/5 项目（250+250 万吨/年）、逸盛新材料 330 万吨/年项目和福建百宏 250 万吨/年项目有望在 20 年先后投产，PTA 环节产能增速将达到 22.6%，是 20 年聚酯产业链中扩能幅度最大的环节；21 年增速 8%。

涤纶方面，尽管近两年涤纶环节效益较好，但受限于进口设备卷绕头壁垒，涤纶长丝扩张幅度温和，乐观估计 20 年产能投放合计 300 万吨，扩张幅度 7.2%；21 年新增产能 100 万吨，增速明显放缓仅为 2.2%。

### 2) 烯烃产业链

烯烃及下游主要产品的产能投放高峰期出现在 2020 年。2021 年及之后，大炼化项目投产高峰带来的乙烯投产高峰过去，尚有轻烃路线、煤头路线新产能，乙烯、丙烯产能增速预计分别降至 13%、8%。下游主要产品，聚乙烯、聚丙烯、丙烯酸 2021 年产能增速也将放缓。

丙烯产业链的情况好于乙烯产业链，本轮周期产能扩张幅度没有乙烯那么高，且地炼丙烯供给减量影响值得关注。2019 年以来，在炼化盈利低迷大背景下，叠加消费税趋严，春节后疫情影响地炼严重降负荷。考虑到地炼 FCC 副产丙烯量较大，如有地炼淘汰退出，将形成丙烯供给缺口。

表 1：主要石化产品产能（万吨）及增速

主要石化产品	产能（万吨）					产能增速（%）				
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2017	2018	2019	2020E	2021E
乙烯	2323	2488	2690	3530	3995	3.6%	7.1%	8.1%	31.2%	13.2%
丙烯	3437	3540	3885	4450	4805	3.6%	3.0%	9.7%	14.5%	8.0%
聚乙烯	1672	1787	1882	2382	2754	2.3%	6.9%	5.3%	26.6%	15.6%
聚丙烯	2254	2354	2574	3169	3432	7.6%	4.4%	9.3%	23.1%	8.3%
丙烯酸	296	310	326	362	382	3.9%	4.7%	5.2%	11.0%	5.5%
PX	1440	1445	2285	2665	3265	0.0%	0.3%	58.2%	16.6%	21.5%
PTA	5132	5132	5452	6522	7042	4.5%	0.0%	6.2%	22.6%	8.0%
涤纶	3592	3882	4155	4455	4555	3.9%	8.1%	7.0%	7.2%	2.2%

资料来源：卓创资讯，中纤网，天风证券研究所

## 翻多理由三：价差先于产能周期见底

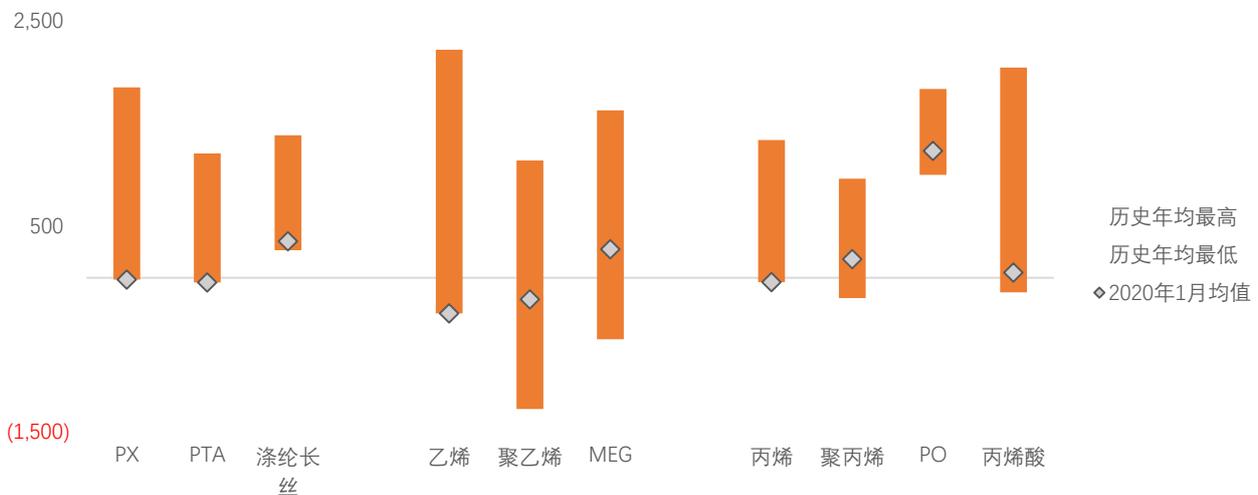
2019~2020 年炼化和主要石化产品产能持续扩张，以及需求增速下滑。当前主要产品价差明显缩窄，均以处于历史区间偏下限，绝对值基本已经跌至亏损线附近。（考虑到我们的计算公式使用的加工费是先进企业水平，行业整体应该已经出现大面积亏损）。

聚酯产业链，PX、PTA、涤纶长丝价差均已跌破过去 10 年区间下限，PX、PTA 已无利润。

烯烃产业链，2018~2020 年体现出海外低成本冲击的传导过程。2018 年开始，海外低成本产能率先冲击烯烃下游的聚烯烃、MEG 等产品，使得这类产品跌至巨幅亏损。2019 年开始，随着国内乙烯、丙烯产能投放，烯烃本身价格下跌，烯烃盈利跌破十年低点，下游产品盈利出现修复。

**各子行业已大面积亏损，考虑到产能增速呈现放缓趋势，我们判断，主要产品价差向下空间小、向上空间大。**

图 3：石化下游主要产品利润区间及当前水平（元/吨）



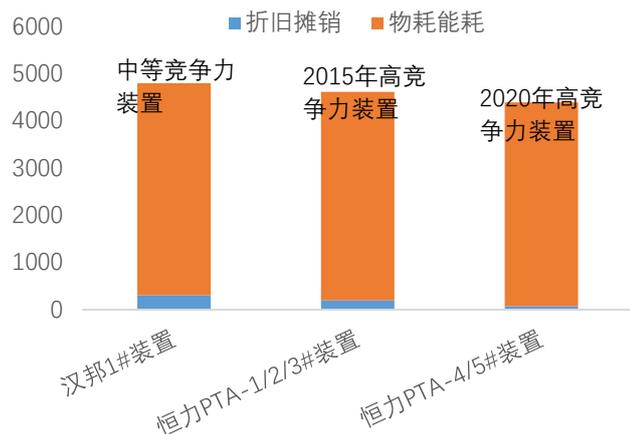
资料来源：卓创资讯，中纤网，天风证券研究所

## 翻多理由四：龙头企业成本优势比上轮周期更加明显

**聚酯 PTA 龙头企业成本优势更加显著。**2015 年恒力 PTA1/2/3#装置属于成本曲线左侧的高竞争力装置，与业内中等竞争力装置（如 60 万吨/年的汉邦石化 1#）相比，竞争差异主要体现在单位物耗及折旧摊销，单吨成本优势在 179 元/吨；随着英威达、BP 公司的 PTA 技术代际升级，2020 年恒力 4/5#装置将成为成本曲线左侧的高竞争力装置，与汉邦石化 1#相比，单吨成本优势扩大至 403 元/吨，PTA 龙头企业的成本优势更加显著。详见《十年难遇 PTA、MEG 双双跌价，聚酯环节有望受益》

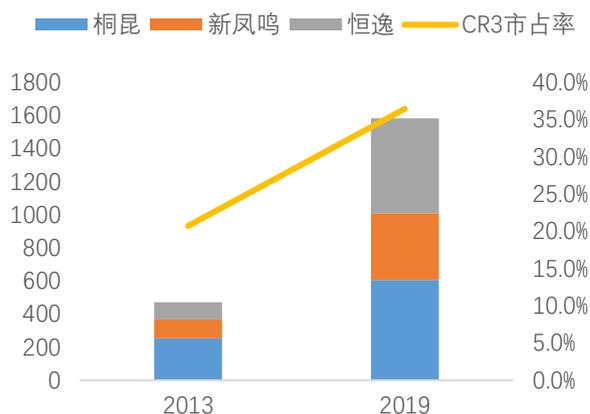
**涤纶龙头企业市占率更高、话语权更强。**涤纶 3 家龙头企业——桐昆、新凤鸣和恒逸，2013 年产能合计 472 万吨/年，市占率 20.7%。经过 6 年大力发展，桐昆、新凤鸣新项目不断落地，恒逸则在景气底部大举横向并购，截止 2019 年 3 家龙头涤纶产能合计达到 1583 万吨，CR3 达到 36.4%，并在萧绍地区对织造企业形成了更高的客户粘性和话语权。

图 4：PTA 行业高竞争力装置与业内中等竞争力装置成本对比



资料来源：中纤网，天风证券研究所，注：单位：元/吨

图 5：桐昆+新凤鸣+恒逸产能(万吨/年)及市占率变化 2013vs2019



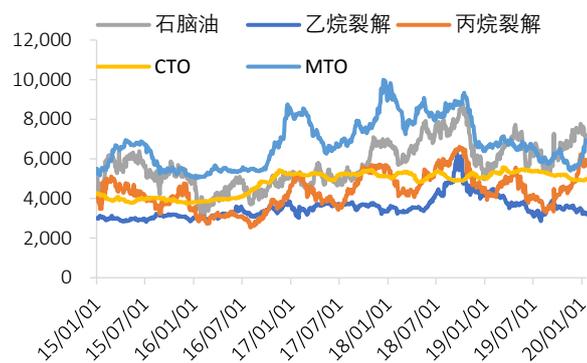
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 烯烃产业链：龙头企业轻质化路线优势明显

与聚酯产业链龙头优势来自于规模效应、物耗能耗节约的逻辑不同，烯烃产业链龙头优势来自原料路线差异。

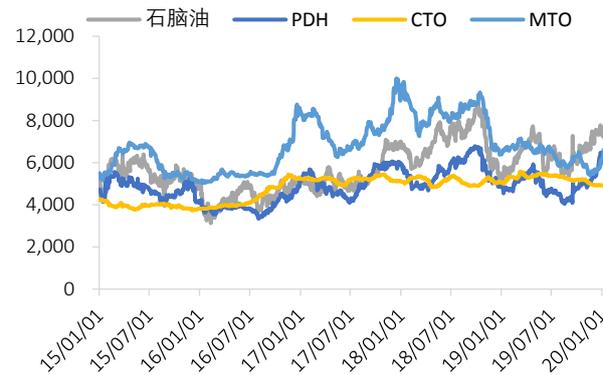
从 2015 年至今数据来看，PDH 成本较石脑油丙烯成本低 850 元/吨，乙烷裂解制乙烯成本较石脑油乙烯成本低 2200 元/吨。

图 6：乙烯成本曲线 (元/吨)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：丙烯成本曲线 (元/吨)



资料来源：wind，天风证券研究所

## 上调石化行业评级至“强大于市”

**核心逻辑：**1) 油价 Q1 筑底；2) 石化产能周期接近见底；3) 价差领先产能周期率先见底；4) 龙头效应凸显；5) 主要标的估值低位。

我们原本预期 2020、2021 年石化行业盈利水平处于一个较长的底部区间。考虑到疫情影响，2020 年上半年业绩低点之后，或出现 V 型反转。主要标的估值方面，即使在悲观的盈利情形下，也已经具备投资价值。随着市场对业绩底部认知的逐渐清晰，估值有望先于业绩率先修复。

**推荐标的：**卫星石化、海油工程、中海油服、恒逸石化、恒力石化、荣盛石化、中国石油股份(H)、中国石化、中油工程等。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

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

## 天风证券研究

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