

# 石油化工

证券研究报告  
2018年12月17日

## 成长龙头在下行周期酝酿，现金牛仍具防御价值

投资评级

行业评级

上次评级

中性(调低评级)

强于大市

作者

张樾樾

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517120003

zhangxixi@tfzq.com

刘子栋

联系人

liuzidong@tfzq.com

郑小兵

联系人

zhengxiaobing@tfzq.com

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:2019年原油市场展望:底部可能已现、波动收敛、55美金中枢》 2018-12-09
- 《石油化工-行业专题研究:中美贸易图鉴》 2018-12-02
- 《石油化工-行业研究周报:天然气市场外热内冷》 2018-12-02

**2019年原油展望:大概率不会二次探底、波动趋于下降、WTI 中枢 55 美金。** 1) 我们预计, 2019 年可能不会重演 2015 年第二阶段暴跌的格局, 最大的差异体现在 OPEC 剩余产能及其对减产的态度上。2) 原油市场波动有望收敛。原油市场的恐慌指数已经接近历史高位, 进入 2019 年, 诸多不确定因素将逐渐给出答案。3) “两个硬核+一个稳定器”, 中枢价格或出现在 55 美金/桶附近。OPEC 和非 OPEC 共同达成的减产协议, 如果执行良好会给原油市场提供稳定器。

**炼油+聚酯: 供给压力逐渐显现, 关注结构性机会。** 2019-2020 年炼油产能扩张提速, 民营企业成为大型炼化一体化项目建设的主力, 预计未来国内成品油市场将面临过剩。IMO 低硫船燃政策对柴油盈利或有支撑。聚酯产业链, 2019 年涤纶长丝景气度需重点关注供需变化是否相匹配; PTA 恰逢产能投放真空期; PX 短期价格畸高, 待 19 年民营炼化 PX 项目投产, 产业链利润有望重新分配。

**烯烃: 2019 年供需将趋于宽松, 追求轻质化红利。** 2018 年 1-9 月表观需求 1561 万吨, 同比+2.9%, 而产能增长预估 7%, 供需略趋宽松。2019 年, 预计乙烯、丙烯国内产能增速将分别接近 20%、15%, 供给压力较大。原料轻质化趋势将带来挑战和机遇, 成本优势显著, 压缩传统路线利润空间。国内企业拥抱轻质原料趋势, PDH 丙烯 2019 年迎来第二次扩能潮, 乙烷裂解项目也在国内陆续开花, 先投产的项目有望优先享受轻质化红利。

**天然气: 发展更加理性, 看好长期成长性。** 18/19 年冬季气荒概率下降, 主要原因是国家重视保供导致 LNG 主动增加进口、煤改气放缓、互联互通增强、以及暖冬的可能性。2019~2020 年, 预测国内天然气需求 CAGR8%左右, 仍保持较快增长。供给能力方面, 国产气在非常规拉动下增速小幅提升, 进口俄罗斯气以及 LNG 接收站的陆续投产将提升进口供给能力。

**油运: 运距拉长+供给收缩, 利好 VLCC。** 美国新建 VLCC 终端将极大刺激 VLCC 需求。当前美国只有 LOOP 一个终端可以装载 VLCC。在规划的有 5 个 VLCC 终端, 最快有望在 2020 年投入使用。美国通过 VLCC 出口的原油量增加, 将拉长平均运距, 拉动 VLCC 吨海里需求。供给端, 已进入运力低增速时期, 关注 2019 年老船淘汰进度, 以及 IMO 加装脱硫塔对运力的影响。

**投资观点及重点公司。** 2016 年以来, 石化行业进入 3 年的景气上行周期, 2019 年不排除景气下行风险。当前石化行业整体 PB 估值水平 1.2 倍, 接近历史最低。考虑到油价基本筑底, 判断 2019 年 PB 水平继续向下空间很小, 在配置上仍有防御价值。下调行业评级至“中性”。投资主线: 1) 布局低估值、高分红的现金奶牛; 2) 炼化存结构性机会, 长期看好产业链合理扩张龙头公司; 3) 天然气上游公司短期仍具量价弹性, 长期关注城市燃气。

**风险提示:** 油价二次探底的风险; 地缘政治走向变化导致油价超预期暴涨的风险; 炼化行业景气下行幅度较大的风险; 成品油定价体系调整的风险; 天然气需求低于预期的风险; 烯烃原料轻质化冲击大于预期的风险等。



## 内容目录

<b>1. 原油市场 2019 年展望：OPEC 托底、波动收敛、55 美金中枢</b>	<b>5</b>
1.1. 2018 年回顾：市场的得与失	5
1.2. 2019 年展望：“两个硬核+一个稳定器”	5
1.2.1. 2019 年会重复 2015 年吗？这次不一样	5
1.2.2. 2019 年动荡加剧还是归于平静？我们倾向后者	6
1.2.3. 2019 年中枢油价展望：55 美金/桶	7
<b>2. 炼化：供给压力逐渐显现</b>	<b>8</b>
2.1. 炼油：恒力、浙石化投产在即，2019 年国内成品油市场面临过剩	8
2.2. 芳烃-聚酯产业链：2018 景气延续，2019 蓄势待变	9
2.2.1. 涤纶长丝：关注供需变化匹配情况，较好盈利有望延续	9
2.2.2. PTA：2019 年利润中枢有望高于 2018 年	12
2.2.3. PX：2018 享受高盈利，2019 年供给压力加大	13
2.3. 烯烃产业链明年迎来投产高峰，行业竞争加剧	15
2.3.1. 乙烯丙烯供需走弱，轻质化是趋势	15
2.3.2. 边际产能 MTO 最先受到冲击	16
2.3.3. 下游需求不足，聚烯烃盈利承压	17
<b>3. 天然气：发展更加理性，看好长期成长性</b>	<b>18</b>
3.1. 2018/2019 冬季“气荒”为何难重演？	18
3.2. 供需紧张缓解，长期仍看好天然气产业链增长前景	20
3.2.1. 需求：19/20 年仍有 8%左右年增速	20
3.2.2. 供给：中俄管道、LNG 接收站均有增量供给	20
<b>4. 油运：运距拉长+供给收缩，利好 VLCC</b>	<b>21</b>
4.1. 需求端：美国管运+出口设施改善，拉长运距	21
4.2. 供给端：已进入运力低增速时期（2018~2020 年）	22
<b>5. 投资策略及重点公司</b>	<b>23</b>
5.1. 配置建议：中性	23
5.2. 投资主线：稳健+成长	24
5.2.1. 景气下行周期关注高分红标的	24
5.2.2. 炼化把握结构性机会，长期看好产业链合理扩张龙头	25
5.2.3. 天然气上游公司短期仍具量价弹性，长期关注城市燃气	25
5.3. 重点公司	25
中国石化：业绩虽有下行压力，低估值和分红能力支撑配置价值	25
恒力股份：炼化项目进度领先，关注炼化业绩增量	26
荣盛石化：浙石化项目开启新一轮成长，预计 19 年小幅贡献业绩	27
恒逸石化：聚酯产业链布局均衡，关注文莱项目利润增量	27
卫星石化：公司 C3 产业链继续完善，19 年多数产品陆续投产增厚利润	28
广汇能源：公司成长性仍值得关注	28
关注新奥能源（H）：受益行业高速增长，成本有望降低	29

## 图表目录

图 1: 2018 年原油价格走势回顾 (单位: 美元/桶) .....	5
图 2: 历史及 2018 年供给、需求及平衡情况 (右轴) 回顾 (单位: 百万桶/天) .....	5
图 3: 油价 2014/2015 年下行周期与本轮下行的比较 .....	6
图 4: 原油恐慌指数 .....	7
图 5: 2010-2020 年国内新增原油加工能力及增速 .....	8
图 6: 2016-2020 年国内油品需求及增速 .....	8
图 7: 2005 年全国炼油能力结构分布 .....	9
图 8: 2017 年全国炼油能力结构分布 .....	9
图 9: 国内裂解价差走势 (元/吨) .....	9
图 10: 2018 年涤纶长丝价格、单位利润变化 .....	10
图 11: 2014-2018 年 POY 库存情况 (天) .....	11
图 12: 2014-2018 年 DTY 库存情况 (天) .....	11
图 13: 2014-2018 年 FDY 库存情况 (天) .....	11
图 14: 2013-2018 盛泽坯布库存情况 (天) .....	11
图 15: 2008-2017 年涤纶行业投资总额 (亿) .....	12
图 16: 2018 年 PTA 价格、单位利润变化 .....	12
图 17: 2018 年 PX 价格、单位利润变化 .....	13
图 18: 全球 PX 产能投放情况 .....	14
图 19: 国内乙烯供需平衡情况 (万吨) .....	15
图 20: 国内丙烯供需平衡情况 (万吨) .....	15
图 21: 不同路线乙烯产能投产时间表 (万吨) .....	15
图 22: 不同路线丙烯产能投产时间表 (万吨) .....	15
图 23: 油价在 40-80 美元/桶对应的丙烷价格 (美元/吨) .....	16
图 24: 乙烯对外依存度 (%) .....	17
图 25: 布伦特价格 (右, 美元/桶) 与区域价差 (左, 美元/吨) .....	17
图 26: MTO 与进口乙烯价格比较 (元/吨) .....	17
图 27: LLDPE 与乙烯价差 (元/吨) .....	17
图 28: PP 与丙烯价差 (元/吨) .....	17
图 29: 聚乙烯供需平衡情况 (万吨) .....	18
图 30: 聚丙烯供需平衡情况 (万吨) .....	18
图 31: LNG 市场价 (元/吨) .....	18
图 32: 西北和华东地区出厂价开始倒挂 (元/吨) .....	18
图 33: LNG 进口量 (万吨) .....	19
图 34: LNG 运费 (美元/百万英热) .....	19
图 35: 国产气产量 (亿方) .....	21
图 36: 管道气进口量 (亿方) .....	21
图 37: 接收站周转能力 (万吨) 与负荷 (%) .....	21
图 38: 近年原油区域间贸易流向 (百万吨) 及 VLCC 运输航线 .....	22

图 39: 截至 2018 年 9 月 1 日, 原油、成品油油轮船队净变化.....	23
图 40: VLCC 船龄结构 (艘) .....	23
图 41: 各行业 2018 年度 K 线图 .....	23
图 42: 石油和主要化工产品价格 2018 年度 K 线图 .....	24
图 43: 石化行业子板块 ROE 变化趋势 .....	24
图 44: 石化行业历史 PE 估值 .....	24
图 45: 石化行业 PB 估值 .....	24
表 1: 悲观、中性、乐观情形下均衡油价分析 .....	7
表 2: 2018-2020 国内新增炼化产能 .....	8
表 3: 2019 年涤纶长丝产能投放列表 .....	11
表 4: 涤纶长丝供需平衡表预测 (单位: 万吨) .....	12
表 5: 2019 年 PTA 潜在新增供给 .....	13
表 6: PTA 供需平衡表 (万吨) .....	13
表 7: PX 供需平衡表 (万吨) .....	14
表 8: 不同原料成本比较 .....	16
表 9: 天然气供需平衡表 (亿方) .....	20
表 10: 2018 年新投产接收站 .....	21
表 11: 中国石化盈利预测与估值 .....	26
表 12: 恒力股份盈利预测与估值 .....	26
表 13: 荣盛石化盈利预测与估值 .....	27
表 14: 恒逸石化盈利预测与估值 .....	28
表 15: 卫星石化盈利预测与估值 .....	28
表 16: 广汇能源盈利预测与估值 .....	29

## 1. 原油市场 2019 年展望：OPEC 托底、波动收敛、55 美金中枢

### 1.1. 2018 年回顾：市场的得与失

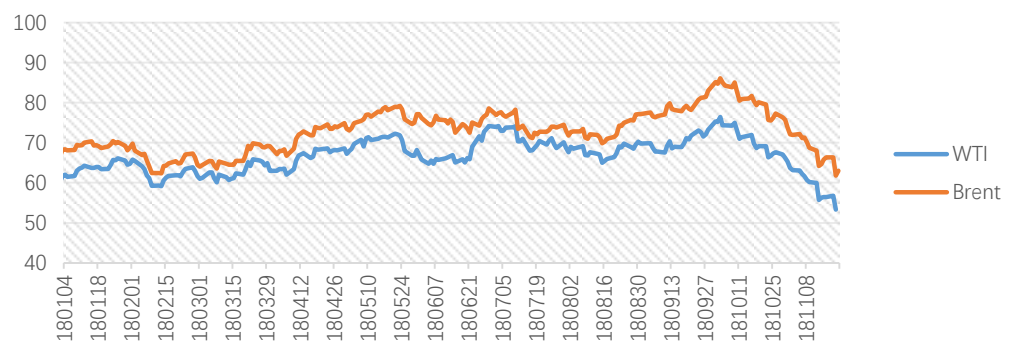
**回顾 2018 年原油市场：**市场的主导逻辑从 2016 年的“需求复苏”到 2017 年的“OPEC 减产”到今年的“地缘政治和金融因素”主导。宏观需求的担忧贯穿全年，但前 9 个月在伊朗制裁预期，以及美国输送瓶颈的制约下，油价持续攀升。10 月之后，美国需求走弱、伊朗制裁低于预期、沙特快速增产、期权 gamma 效应四因素合力，将油价压垮。

**回顾我们的观点：**年初提出“脱实向虚”、“70~80 美金新均衡”，在前 9 个月基本正确，到 10 月份之后出错。出错的原因，主要是地缘走向难于判断，另外对于宏观因素判断不足。

**市场之“得”在于：**前 9 个月攀升的油价，扭转了美国页岩油自由现金流，2018 年前三季度在页岩油产地价格不到 60 美金的情形下，实现了几乎相当于 2013 年 100 美金油价时期的自由现金流。同时拉动了页岩油资本开支和产量的高增长，并进一步拉动了相关中游储运设施投资。另一方面，沙特的国际收支经过了 15~17 年大额赤字，2018 年出现缓解。

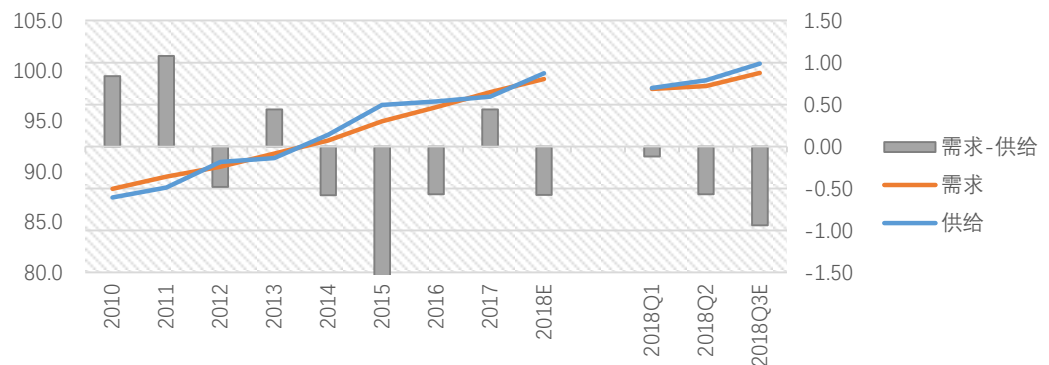
**市场之“失”在于：**一度超过 80 美金的油价打击了需求预期。我们此前认为 80 美金不会压垮需求，100 美金以上才会。事实上 80 美金确实不会压垮真实的石油需求，但是会通过其他形式作用于油价。在 2018 年就体现为“油价上行——通胀压力——美国加息预期增强——新兴经济体货币贬值——全球石油需求预期下调”的负反馈。另一方面，沙特记者事件使 OPEC 出现了不稳定因素，此前沙特良好的经济改革时间窗口又因油价下跌难度加大。

图 1：2018 年原油价格走势回顾（单位：美元/桶）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 2：历史及 2018 年供给、需求及平衡情况（右轴）回顾（单位：百万桶/天）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

### 1.2. 2019 年展望：“两个硬核+一个稳定器”

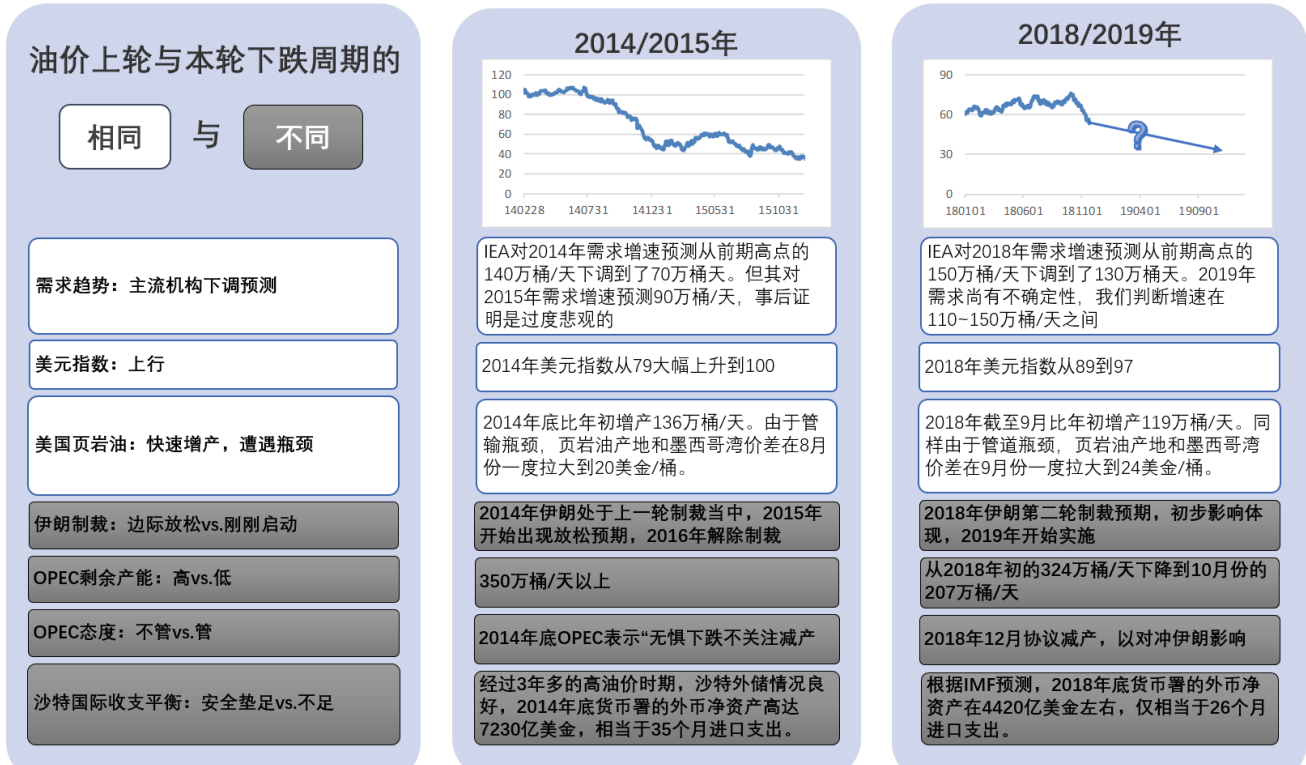
#### 1.2.1. 2019 年会重复 2015 年吗？这次不一样

有人拿 2018 年与 2014 年作比较，有很多相似之处，进而认为 2019 年会重复 2015 年的第

## 二阶段暴跌。

实际这两轮周期并不完全一致，在宏观环境、美国页岩油增产方面具有类似之处，但是在伊朗制裁阶段、OPEC 态度、剩余产能等方面不同。我们认为，2019 年可能不会重演 2015 年的格局。

图 3：油价 2014/2015 年下行周期与本轮下行的比较



资料来源：IEA，EIA，IMF，OPEC，天风证券研究所

## 1.2.2. 2019 年动荡加剧还是归于平静？我们倾向后者

站在当前时点，我们面临太多不确定因素，包括：OPEC 减产协议执行情况，甚至 OPEC 组织的凝聚力会不会持续衰退？伊朗 180 天豁免后，是延长还是加深制裁抑或是其他情形？需求虽然确定放缓，但短期是否有贸易战抢单带来的过度悲观，以及货币紧缩周期末段的过度悲观可能性？中美贸易战走向如何？等等等等。

原油市场的恐慌指数已经接近历史高位。进入 2019 年，上述问题将逐渐给出答案，不确定性减弱，原油市场波动有望收敛，重归平静。

我们缺乏足够依据可以用于对 2019 年的油价做出确切点位的判断。当我们寻找确定性时，有“两个硬核+一个稳定器”。

1) **40 美金硬核底**。逻辑一，页岩油增强短期供给弹性，存在缩短油价周期的作用。假如油价低于 40 美金/桶，美国页岩油有可能负增长。逻辑二，托底全球原油需求的或仍是中国，40 美金的地板价（当原油低于 40 美金/桶时，成品油定价按照 40 美金成本核算），以及低油价刺激国储的可能性都应当考虑。

2) **80 美金需求顶**。这也是 2018 年内曾经两次触及甚至突破的点位，也是我们在 2018 年误判的一个因素。80 美金的油价尽管对真实需求影响不明显，但对利率和货币的影响会反过来压制油价。

3) **OPEC 减产决议内生稳定器**。OPEC 和非 OPEC 在 12 月 7 日决议减产共 120 万桶/天。考虑到伊朗包含在 OPEC 内，假设伊朗出口量从 10 月份的 180 万桶/天下降到 1 月份 100 万桶/天，则相当于其他减产国只减产 40 万桶/天即可满足要求。假设伊朗出口量维持 10 月水平不继续下降，则其他减产国需要减少全部 120 万桶/天。

图 4：原油恐慌指数



资料来源：EIA，天风证券研究所

### 1.2.3. 2019 年中枢油价展望：55 美金/桶

**展望 2019 年油价走势：**OPEC 和非 OPEC 共同达成的减产协议，如果执行良好会给原油市场提供稳定器。中性情形下，WTI55 美金/桶是中枢水平。

**模型简述：**我们的模型中的内生变量是美国页岩油产量和需求增速，都与油价相关。OPEC 和非 OPEC 减产幅度会根据伊朗制裁情况相机决策。其他国家产量和全球 GDP 是外生给定的。

1) 美国原油供给（包括凝析油）是油价的函数。根据其历史产量对油价弹性情况，油价 40 美金以下页岩油可能出现负增长（2016 年情形）；油价 65 美金或以上页岩油最高可以出现 210 万桶/天增长，包括 140 万桶原油和 70 万桶凝析油，不能更高是因为储运瓶颈（2018 年情形）；油价在 40~65 美金之间则增速介于上述两者之间。（注：美国数据包含凝析油）

2) 非美产油国包括三个阵营。沙特的小伙伴包括沙特、俄罗斯、阿联酋、科威特行事规则根据 OPEC 决议。OPEC 国家中有动力增产的国家包括利比亚、尼日利亚、伊拉克产量增长情况根据其国内政局。其他国家，加拿大、巴西、墨西哥、中国、欧洲等主要根据项目情况和产量趋势。

3) 需求增速包括两部分。一是全球 GDP 增速-2.2pct（是历史上 GDP 增速和原油需求增速差值的平均值）。二是需求价格弹性，即当油价低位时会刺激单位 GDP 能耗，反之相反。这个弹性系数按照历史回归值，即油价上涨 10 美金/桶对应需求增速下降 20 万桶。

表 1：悲观、中性、乐观情形下均衡油价分析

	最悲观情形	中性情形	最乐观情形
<b>1.外生变量</b>			
1.1.全球 GDP 增速	3.0	3.5	3.7
1.2.伊朗出口保留量	180 万桶/天	150 万桶/天	100 万桶/天
1.3.OPEC 减产执行率	50%	80%	120%
1.4.委内瑞拉产量下降幅度	0	20 万桶/天	50 万桶/天
<b>2.内生变量</b>			
2.1.原油需求增长	110 万桶/天	140 万桶/天	150 万桶/天
2.2.页岩油产量增长	40 万桶/天	130 万桶/天	190 万桶/天
2.3.OPEC+减产幅度（伊朗除外）	60 万桶/天	70 万桶/天	50 万桶/天
<b>3.均衡油价（WTI）</b>	<b>45 美金/桶</b>	<b>55 美金/桶</b>	<b>62 美金/桶</b>

资料来源：IEA，天风证券研究所

关于页岩油、地缘政治、价差体系的详细分析请见《2019 年原油市场展望：底部可能已现、

波动收敛、55 美金中枢》。

## 2. 炼化：供给压力逐渐显现

### 2.1. 炼油：恒力、浙石化投产在即，2019 年国内成品油市场面临过剩

2016-2018 年，受益于过去几年炼油资本开支不足及中低位油价红利，炼化行业盈利持续向好，高盈利吸引资本开支重启，2019-2020 年炼油产能扩张提速，民营企业成为大型炼化一体化项目建设的主力，预计未来国内成品油市场将面临过剩，部分油品不得不转向出口，同时原油进口配额及消费税从严征收将促进地方炼厂逐步走向规范化，未能及时积极应对的落后炼厂难逃被淘汰的命运。

供给方面，据中国石油集团经济技术研究院统计，预计 2018-2020 年我国累计新增原油加工能力为 1.95mb/d( 详见表 2 )，按照 50% 成品油收率计算，累计新增成品油供给 0.975mb/d。

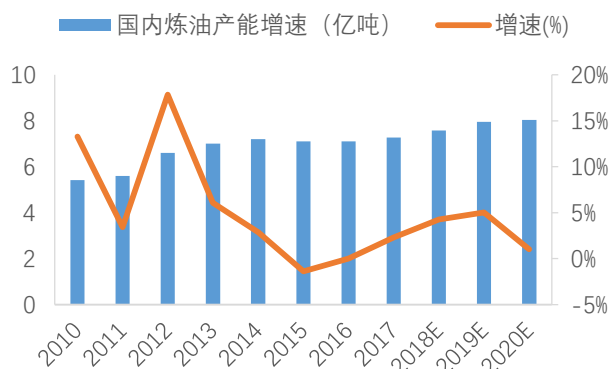
表 2：2018-2020 国内新增炼化产能

	炼化项目	炼能 (万吨/年)	新增炼能(mb/d)	预计投产时间
2020 年前	恒力石化	2000	0.42	2018-2019
	中海油大榭 (改扩建)	800->1400	0.13	2018-2019
	前海一泓石化	1500	0.32	2019
	浙石化一期	2000	0.42	2019
	中科大炼油	1000	0.21	2019
	盛虹石化一期	1600	0.34	2020-2021
	其他改扩建	500	0.11	
	合计		1.95	
2020 年后	东方石化 (中石油、俄罗斯)	1300	-	规划
	揭阳石化 (中石油、委内瑞拉)	2000	-	规划
	中石化古雷石化	1600	-	规划
	中国兵器集团华锦石化	1500	-	规划
	中石化曹妃甸一期	1500	-	规划
	中石油西中岛一期	1500	-	规划
	中石化上海漕泾	2000	-	规划
	合计	11400		

资料来源：中国石油集团经济技术研究院，天风证券研究所

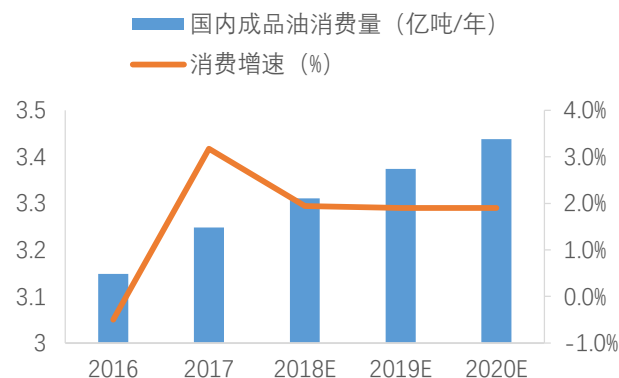
需求方面，《中国油气产业发展分析与展望报告蓝皮书》预测 18 年成品油表观消费增速预计 1.9%，假设 18-20 年成品油均能保持 1.9% 的消费增速，那么 18-20 年我国新增成品油需求合计 0.19 亿吨/年 (0.66mb/d)，国内成品油市场面临一定程度上的过剩。

图 5：2010-2020 年国内新增原油加工能力及增速



资料来源：隆众石化，天风证券研究所

图 6：2016-2020 年国内油品需求及增速

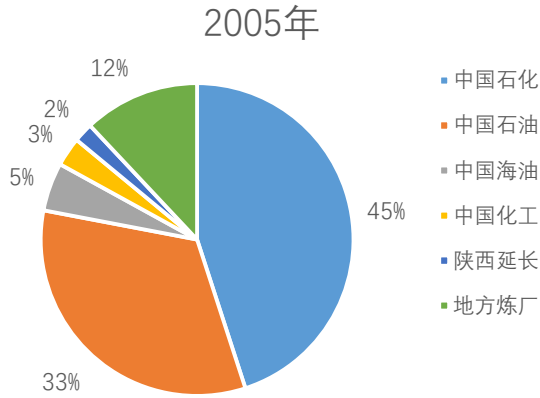


资料来源：蓝皮书，天风证券研究所



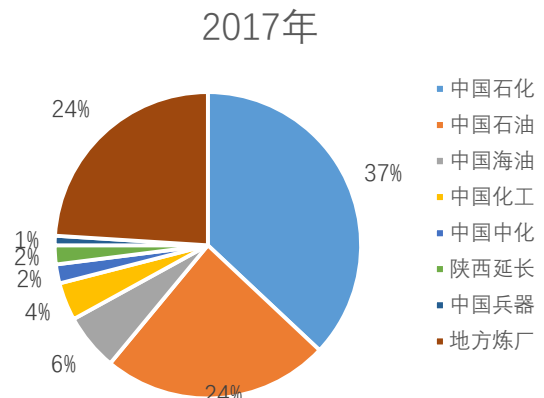
结构方面，2005 年到 2017 年 12 年间，中国石化、中国石油、中国海油三大集团占全国总炼油能力比由 83% 下降至 67%，降低 16 个百分点，地方炼厂所占比例上升了 12 个百分点，未来随着恒力、浙石化、盛虹等一体化项目先后投产，预计主营炼厂炼油能力占比将会进一步下降。

图 7：2005 年全国炼油能力结构分布



资料来源：隆众石化，天风证券研究所

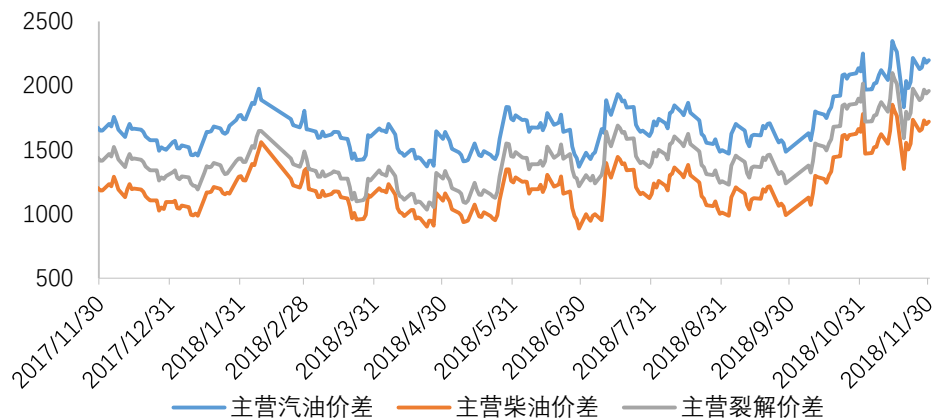
图 8：2017 年全国炼油能力结构分布



资料来源：蓝皮书，天风证券研究所

盈利方面，国内主营裂解价差 2018 全年强势，尤其在四季度油价暴跌之际，裂解价差还有所扩大。展望 2019 年，随着大连、舟山一南一北两大炼化一体化项目产能释放，恒力炼化项目设计年产量成品油 621 万吨（汽油 460 万吨/年，柴油 161 万吨/年），浙石化项目成品油设计年产量 552 万吨（汽油 379 万吨/年，柴油 173 万吨/年），2019 年国内成品油市场势必面临竞争加剧，预计盈利将会有所收窄。

图 9：国内裂解价差走势（元/吨）



资料来源：EDRI，天风证券研究所

## 2.2. 芳烃-聚酯产业链：2018 景气延续，2019 蓄势待变

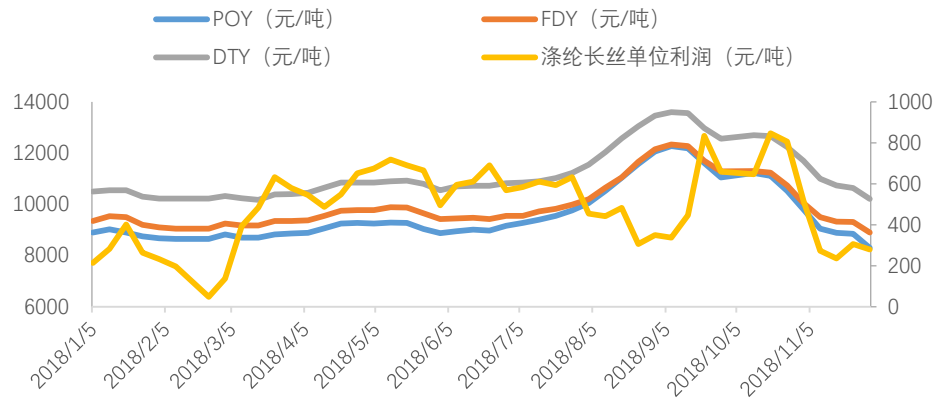
2018 年芳烃-聚酯产业链景气度波动较大，18H1 产业链延续 17 年以来的温和高景气态势，下半年产业链则大起大落，3 季度火爆行情过后迅速触底。具体环节而言，涤纶长丝景气度需重点关注供需变化是否相匹配；PTA 恰逢产能投放真空期，利润中枢有望较 18 年好转；PX 短期价格畸高，待 19 年民营炼化项目投产，PX 环节面临过剩，产业链利润有望重新分配。

### 2.2.1. 涤纶长丝：关注供需变化匹配情况，较好盈利有望延续

2018 年涤纶行情波动剧烈，上半年总体上延续了 2017 年以来的高景气，涤纶长丝单位盈利稳中又升，然而 3 季度以来，由于原料 PTA 的暴涨暴跌，长丝盈利也随之经历了“先低

-后高-再触底”的快速变化。

图 10：2018 年涤纶长丝价格、单位利润变化

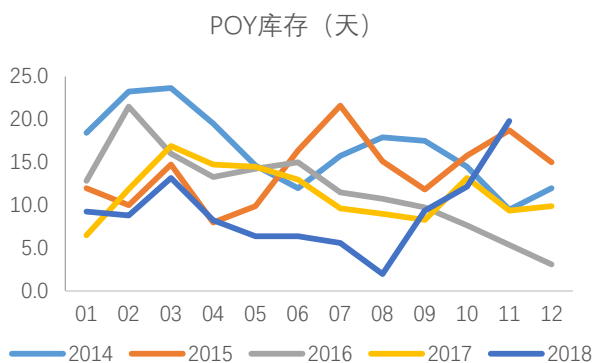


资料来源：中纤网，天风证券研究所

**长丝需求 2019 年有望表现温和。**17-18 年涤纶长丝需求持续超预期，表观消费量均保持两位数的需求增长,2018 年 1-10 月涤纶长丝表观消费量达到 2560 万吨,同比增长 14.2%，预计 2018 年国内涤纶表观消费量达到 3072 万吨，考虑到过去的高增长已经累积到了相对较高的基数，及未来宏观经济存在不确定性，我们判断 19 年涤纶长丝 10%以上需求高增长难以持续，以同步于 GDP 增速的 6%外推 19 年涤纶长丝需求。

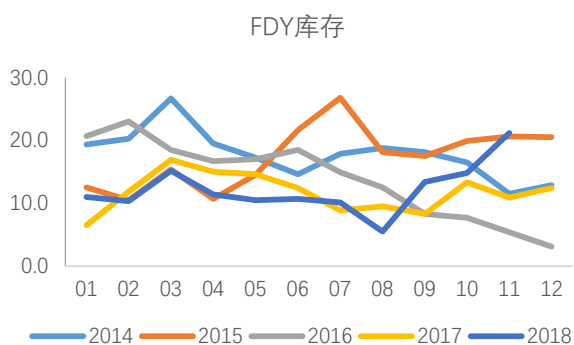
**油价下跌和贸易战抢出口，对 10~11 月需求形成短期负面影响，后续有望恢复。**对于涤纶长丝需求的跟踪分析一直难度极大，库存数据是一个简便易得并且相对可靠的指标。现阶段市场对于涤纶需求预期过于悲观，原因在于长丝统计口径的库存数据出现明显累积，以 POY 为例，目前库存天数高达 19.8 天。库存堆积原因有二：1）下游买涨不买跌，7-8 月 PTA 价格暴涨，下游屯货行为放大了对长丝的需求。随后 PTA 行情急转直下，油价也在 10-11 月深度调整，加之 11 月也是纺织行业传统淡季，下游从主动加库存转为主动去库存。盛泽坯布库存数据显示，尽管 10-11 月坯布也在累库存，但与过去 5 年相比依然处于很低的库存水平，下游纺织服装的需求其实并不差。2）贸易战抢出口行为主要集中在 10~11 月，考虑到涤纶是纺织服装原料，抢出口效应会提前体现。

图 11: 2014-2018 年 POY 库存情况 (天)



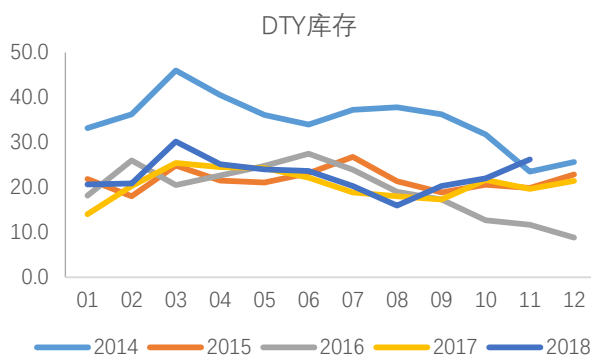
资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

图 13: 2014-2018 年 FDY 库存情况 (天)



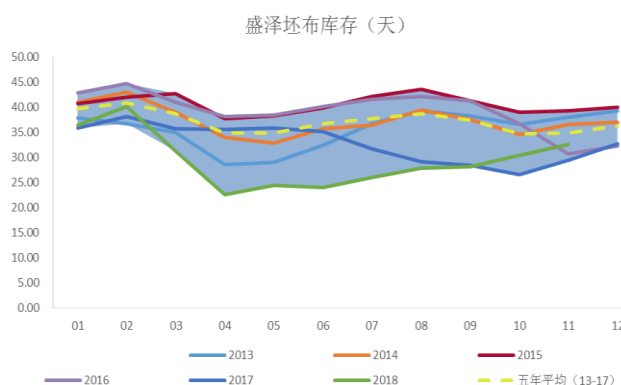
资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

图 12: 2014-2018 年 DTY 库存情况 (天)



资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

图 14: 2013-2018 盛泽坯布库存情况 (天)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

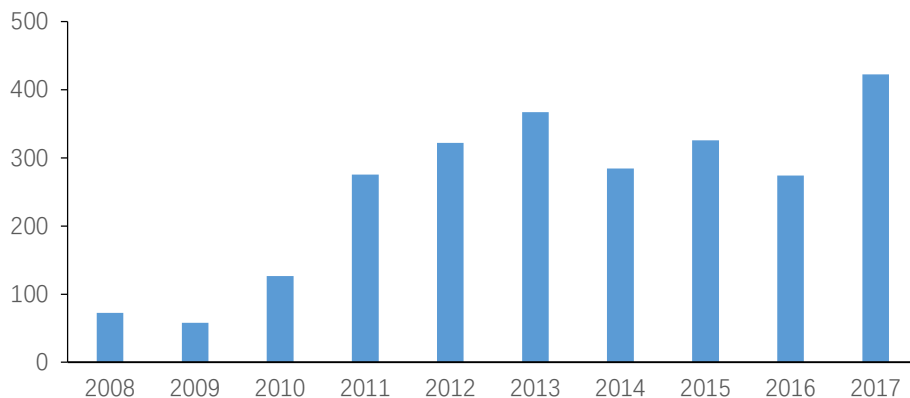
**涤纶供给增速提升, 集中度提高。**行业投资已经重启多时, 据中国化学纤维工业协会数据, 2017 年涤纶投资总额 422.8 亿元, 同比增加 54.5%, 已超过上一轮年度投资高点的 2013 年 (367.2 亿)。与上一轮扩张周期相比, 显著差异在于本轮投资主要集中在领先企业, 供给侧改革后行业淘汰落后产能, 龙头企业谋求高质量发展, 新项目大多投资强度高。据中纤网产能统计预测, 19 年涤纶长丝新增产能 265 万吨左右, 考虑到具体各项目投放进度, 预计 19 年实际涤纶长丝产量增速为 6%左右, 与需求增速大体相当。

表 3: 2019 年涤纶长丝产能投放列表

厂家	产能 (万吨/年)	投产时间	备注
盛虹国望	25	计划 2018 年底	
福建经纬	20	原定 2018Q3-Q4, 现延期至 2019 年	
桐昆恒优	30	2019 年 Q1-Q2	
桐昆恒邦四期	30	2019 年 Q3-Q4	
桐昆恒优技改	30	2019 年 Q3-Q4	
新凤鸣中益	30	2019 年 Q3-Q4	
新凤鸣中跃	30	2019 年 Q3-Q4	
恒逸逸鹏	25	2019 年 Q3-Q4	另有 25 万吨至 2020
恒力恒科	10	2019 年 Q3-Q4	阳离子产品
山东华宝	10	2019 年 Q3-Q4	初期半光切片为主
恒逸逸枫	25	2019 年 Q3-Q4	
合计	265		

资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

图 15：2008-2017 年涤纶行业投资总额（亿）



资料来源：中国化学纤维工业协会，天风证券研究所

**盈利水平有望维持。**展望未来，预计涤纶长丝行业 2019 年行业开工率在 79.1%左右，但较 2018 年 81.5%相比有所降低，涤纶长丝景气度较 18 年相比存在小幅下行，但涤纶领先企业市场话语权渐强，行业集中度较上一轮景气高点时大幅提升，因此我们判断 19 年涤纶景气度有望维持在相对高位，除非出现需求端断崖式下滑等极端状况，涤纶长丝较好的盈利水平有望延续。

表 4：涤纶长丝供需平衡表预测（单位：万吨）

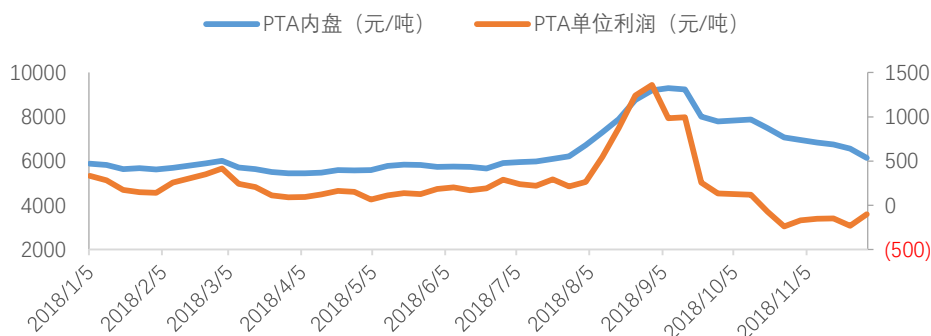
	产能	产能增速	产量	产量增速	开工率	进口	出口	表观消费量	表观消费量增速
2011	2361	14%	1900	15%	85.6%	16	96	1820	15%
2012	2666	13%	2050	8%	81.6%	13	110	1953	7%
2013	2904	9%	2175	6%	78.1%	12	131	2056	5%
2014	3194	10%	2265	4%	74.3%	11	159	2117	3%
2015	3404	7%	2444	8%	74.1%	11	171	2283	8%
2016	3547	4%	2537	4%	73.0%	11	200	2348	3%
2017	3707	5%	2917	15%	78.7%	14	207	2724	16%
2018E	4032	9%	3284	13%	81.5%	13	225	3072	14%
2019E	4372	8%	3457	5%	79.1%	14	215	3256	6%

资料来源：中纤网，CCF，天风证券研究所

### 2.2.2. PTA：2019 年利润中枢有望高于 2018 年

2017 年起 PTA 行业全面好转，2018 年国内市场 PTA 总体偏紧，并于 3 季度迎来爆发，PTA 期现货在连续大涨屡创新高后，很快又迎来深度调整，PTA 环节单位利润甚至在 10 月下旬转负，在 PTA 供需偏紧的大背景下，我们认为 PTA 企业长期亏损可能性极低，预计未来 2-3 年内仍有望维持较好利润区间。

图 16：2018 年 PTA 价格、单位利润变化



资料来源：中纤网，天风证券研究所

供给方面，2019 年供给压力相当有限，前三季度理论上没有新增产能投放，需要跟踪的变化 1 是位于福建的福海创（原翔鹭）剩余 150 万吨停车装置是否恢复生产，2 是位于四川的晟达石化转让进度及投产情况；据公司公告新凤鸣 220 万吨 PTA 项目预计 19 年 4 季度建成，对明年 PTA 市场影响有限。

需求方面，聚酯是 PTA 的最主要的消费领域，其中涤纶长丝占比最高，瓶片与短纤合计占比不足 30%，涤纶长丝对 PTA 需求情况影响较大，预计 19 年 PTA 表观消费增速同步于涤纶 6%的增速。

盈利方面，预计 2019 年 PTA 行业开工率将达到 82.5%，较 18 年 79.5%进一步提升，随着国内炼化项目的陆续开车，聚酯行业将进入全新的利润分配格局，上游环节将重新洗牌，PTA 合理利润区间有望进一步放大。

表 5：2019 年 PTA 潜在新增供给

厂家	地区	产能（万吨）	预计投产时间
晟达石化	四川	120	建成未投产，等待易主
福海创（原翔鹭）	福建	150	不确定
新凤鸣	嘉兴	220	2019 年 4 季度

资料来源：中纤网，天风证券研究所

表 6：PTA 供需平衡表（万吨）

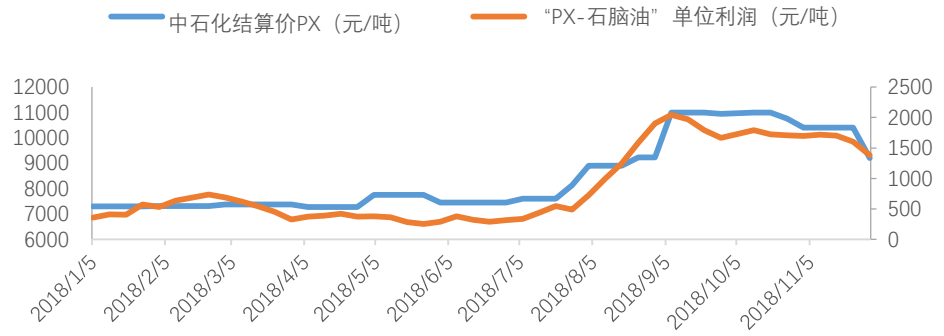
	产能	产能增速	产量	产量增速	开工率	进口	出口	表观消费量	表观消费量增速
2010	1556	4.0%	1431	20.3%	92.0%	657	0	2088	15.2%
2011	2006	28.9%	1720	20.2%	85.7%	653	3	2370	13.5%
2012	3298	64.4%	2035	18.3%	61.7%	537	1	2571	8.5%
2013	3328	0.9%	2605	28.0%	78.3%	274	13	2866	11.5%
2014	4348	30.6%	2818	8.2%	64.8%	116	46	2888	0.8%
2015	4693	7.9%	3104	10.1%	66.1%	75	62	3117	7.9%
2016	4613	-1.7%	3310	6.6%	71.8%	50	69	3291	5.6%
2017	4923	6.7%	3560	7.6%	72.3%	45	75	3530	7.3%
2018E	5153	4.7%	4095	15.0%	79.5%	45	80	4060	15.0%
2019E	5274	2.3%	4353	6.3%	82.5%	40	90	4303	6.0%

资料来源：中纤网，天风证券研究所

### 2.2.3. PX：2018 享受高盈利，2019 年供给压力加大

2018 年 PX 价格及盈利异常强势，紧俏的供需结构在 9 月达到峰值，“PX-石脑油”单位利润一度达到 14 年以来最佳水平，然而 2019 年 PX 供需压力将会显著加大，未来随着恒力一体化炼化项目、舟山浙石化炼化项目及恒逸文莱炼化项目 PX 产能的释放，PX 供需逆转只是时间问题。

图 17：2018 年 PX 价格、单位利润变化



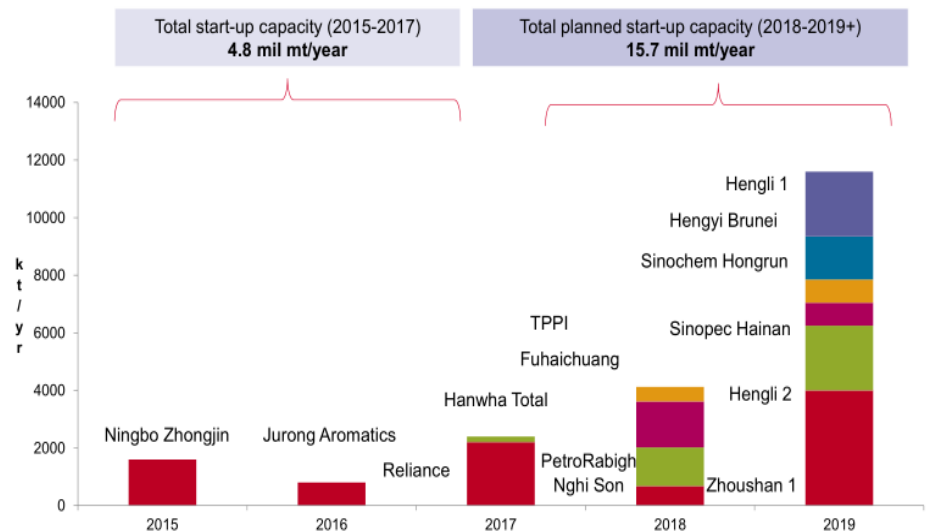
资料来源：中纤网，天风证券研究所

供给方面，由于我国 PX 进口依存度长期超过 50%，PX 贸易量很大，仅关注国内 PX 产能投放显然不够全面。据专业机构 PLATTS 统计，2015-2017 年全球 PX 新增产能合计仅 480 万吨/年，而 2018-2019 年新增产能高达 1570 万吨/年，中国大型炼化一体化项目是本轮 PX 扩产大潮的主力。另外需要关注的是重质芳烃化工利用的影响，中国油品升级大势所趋，原来用于调油的重质芳烃将面临挤出，造成芳烃资源相对过剩，重质芳烃急需寻找下游市场。产业界正在推进单独建设重芳烃轻质化装置生产二甲苯的尝试，尽管未来 PX 单位利润面临大幅下滑，但与将重质芳烃直接外售相比，炼厂有足够意愿将重质芳烃深加工至 PX，PX 市场可能由供不应求转变为供应企业激烈竞争。

需求方面，由于 PX 绝大部分下游用于制备 PTA，预计 19 年 PX 表观消费增速为 6%。

展望未来，预计 2019 年随着恒力一体化炼化项目、舟山浙石化炼化项目及恒逸文莱炼化项目 PX 产能的释放，我国 PX 长期进口依存度畸高的局面有望缓解，海外 PX 面临被挤出中国市场的风险，受冲击最大的无疑是日韩竞争力最差的短流程装置，随着 PX 价格中枢下移，PX 成本曲线最右端的装置将陆续亏损而转为调油用途，最为极端的情况是未来 PX 价格击穿日韩短流程装置现金成本( 950 美金/吨,约 6200 元/吨,根据 PCI WoodMackenzi )。在建的 PX 装置规模大型化非常明显，预计未来我国 PX 产业在装置趋于大型化的同时，也将面临微利化的局面。

图 18: 全球 PX 产能投放情况



资料来源：Platts，天风证券研究所

表 7: PX 供需平衡表 (万吨)

产能	产能增速	产量	产量增速	开工率	进口	出口	表观消费量	表观消费量增速
----	------	----	------	-----	----	----	-------	---------

2010	726	0.0%	610	28.4%	84.0%	355	16	949	16.4%
2011	826	13.8%	707	15.9%	85.6%	498	37	1168	23.1%
2012	906	9.7%	770	8.9%	85.0%	629	18	1381	18.2%
2013	1188	31.1%	850	10.4%	71.5%	881	18	1713	24.0%
2014	1270	6.9%	945	11.2%	74.4%	997	10	1932	12.8%
2015	1440	13.4%	934	-1.2%	64.9%	1164	12	2086	8.0%
2016	1440	0.0%	991	6.1%	68.8%	1236	6	2221	6.5%
2017	1450	0.7%	1027	3.6%	70.8%	1444	3.5	2467.3	11.1%
2018E	1535	5.9%	1395	35.9%	90.9%	1350	10	2735	10.9%
2019E	2095	36.5%	1715	22.9%	81.9%	1200	10	2905	6.2%

资料来源：中纤网，天风证券研究所

## 2.3. 烯烃产业链明年迎来投产高峰，行业竞争加剧

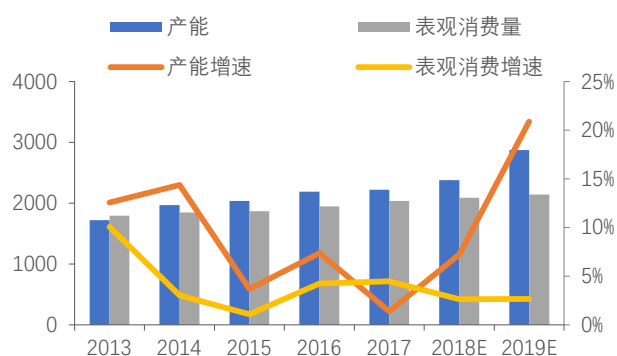
### 2.3.1. 乙烯丙烯供需走弱，轻质化是趋势

2018 年国内烯烃供需趋于宽松。

乙烯 2018 年 1-9 月表观需求 1561 万吨，同比+2.9%。需求相对疲软的主要原因，下游聚乙烯农膜开工率基本处于近三年来的最低水平，且苯乙烯产量前九个月出现负增长。而 2018 年乙烯产能增长预估 7%，供需略趋宽松。

预计 2019 年乙烯产能增速在 20%左右；丙烯的产能增速超过 15%。国内生产者主动拥抱轻质化，PDH 投产高峰在 2019 年，将有卫星石化等六套 PDH 装置投产，合计新增产能 297 万吨，占丙烯总产能将由 2017 年的 15.1%提升至 20.1%。乙烷裂解在 2019、2020 年有新浦化学、卫星石化各一套新增产能，2021 年之后可能会有大量产能释放。

图 19：国内乙烯供需平衡情况（万吨）



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

图 21：不同路线乙烯产能投产时间表（万吨）

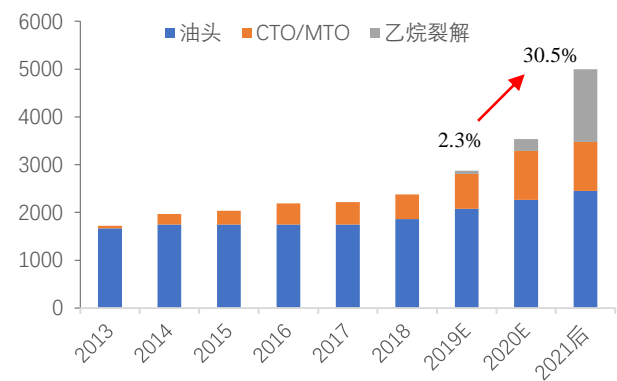
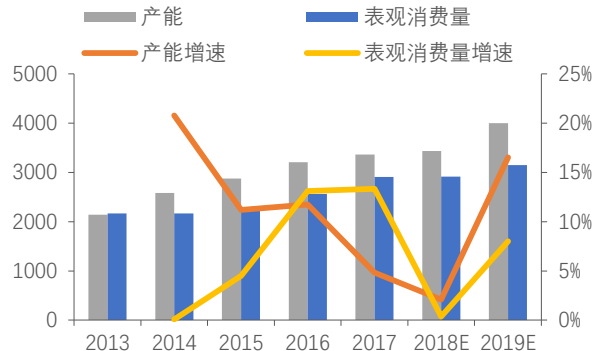
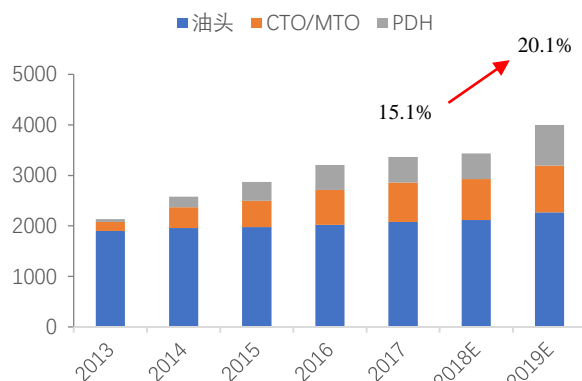


图 20：国内丙烯供需平衡情况（万吨）



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

图 22：不同路线丙烯产能投产时间表（万吨）



资料来源：隆众资讯，卓创资讯，天风证券研究所

资料来源：隆众资讯，卓创资讯，天风证券研究所

### 烯烃轻质化成本优势明显。

我们在报告《美国 NGL 产业链——页岩新力量，烯烃革命者》中提出，MB 地区乙烷价格 225 美金/吨，即 30.3 美分/加仑是上限。而根据我们测算结果，即使布油跌到 40 美元/桶，乙烷裂解制乙烯的成本优势也是十分明显的。

丙烷价格与原油价格是高度正相关的，布油在 50-80 美元/桶波动时，丙烷华东到岸价基本处在 400-700 美元/吨区间，即布油 80 美元/桶时，丙烷价格在 700 美元/吨左右，布油在 50 美元/桶时，丙烷价格在 400 美元/吨左右，而根据我们测算结果，即使布油跌到 50 美元/桶，对应的 PDH 原料丙烷价格可以在 759 美元/吨左右，这远高于 400 美元/吨左右的实际丙烷到岸价，PDH 的成本优势显而易见。

表 8：不同原料成本比较

石脑油蒸汽裂解		乙烷裂解	MTO	煤制烯烃	PDH
布油	烯烃完全成本 (不含税)	对应乙烷裂解 原料乙烷价格 (美分/加仑)	对应 MTO 原 料甲醇价格 (元/吨)	对应煤制烯 烃煤炭价格 (元/吨)	对应 PDH 原料丙 烷价格(美元/吨)
30	3920	27	928	71	627
40	4480	35	1162	201	693
50	5040	44	1396	332	759
60	5600	52	1630	462	825
70	6160	60	1864	593	891
80	6720	68	2098	723	957
90	7280	76	2332	853	1023
100	7840	85	2566	984	1089
110	8400	93	2800	1114	1155

资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

图 23：油价在 40-80 美元/桶对应的丙烷价格（美元/吨）



资料来源：隆众资讯，wind，天风证券研究所

### 2.3.2. 边际产能 MTO 最先受到冲击

当外购甲醇制乙烯不经济时（当前状态下 MTO 成本已经处于劣势），MTO 企业就很有可能停产 MTO 装置，外购乙烯配套自己的下游产品。外盘乙烯价格对国内市场的冲击就会显现。乙烯进口依存度仅在 10%左右，正是这小部分的进口乙烯对烯烃价格造成了影响。

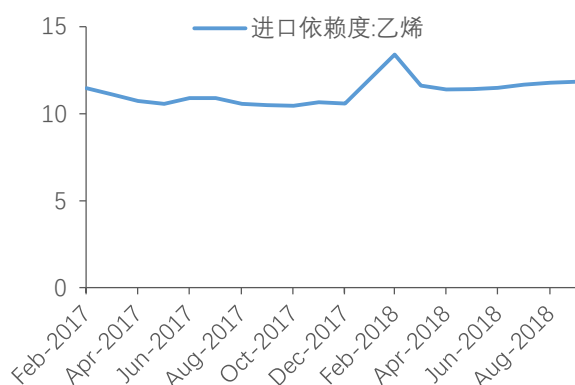
具体来看，2018 年以来，东北亚与美湾地区的乙烯价差开始不断拉大，3 月份价差首次突破 1000 美元/吨，最高值曾达到 1100 美元/吨，巨大的价差盘活了贸易套利市场，带动东



北亚价格自 9 月份开始接连下跌。其中标志性事件就是华东某工厂停产 MTO 装置外购乙烯。

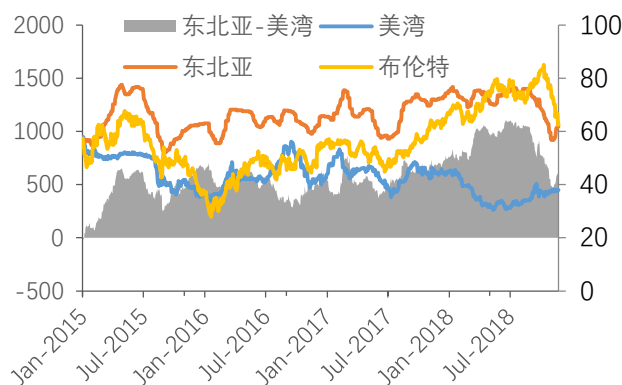
展望未来，国内乙烷裂解制乙烯装置在不久的将来陆续投产是大势所趋。

图 24: 乙烯对外依存度 (%)



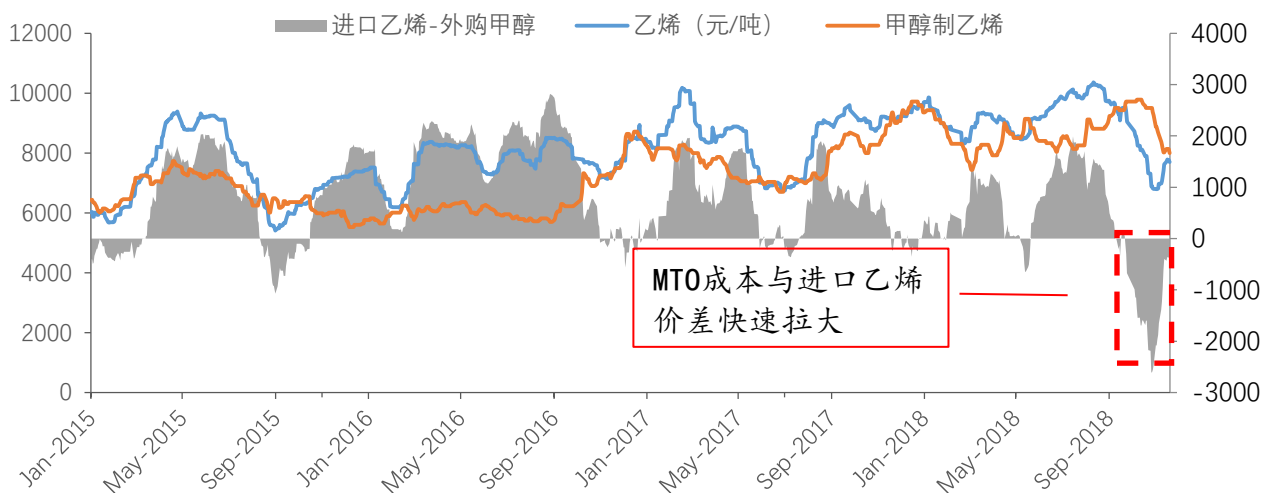
资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

图 25: 布伦特价格 (右, 美元/桶) 与区域价差 (左, 美元/吨)



资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

图 26: MTO 与进口乙烯价格比较 (元/吨)



资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

### 2.3.3. 下游需求不足，聚烯烃盈利承压

#### 聚烯烃 2019 年迎来新一轮产能投产高峰，市场竞争加剧

2019 年，聚乙烯将有 407 万吨新增产能投产，全年产能同比增长 23%。如果按照 19 年表观消费量增速 7% 预测，为了维持市场平衡，上游开工率可能要降到 7 成以下，而历史上聚乙烯开工率多在 8-9 成，可见明年聚乙烯市场不容乐观。

上一次聚丙烯产能投产高峰时间大概在 2009-2010 年，年均增速在 20% 左右。之后聚丙烯产能投放开始放缓，根据我们测算，2018 年聚丙烯产能增速仅在 3.2% 左右，而 2019 年这一数字将会突破 15%。大量产能在 2019 年集中释放，如果需求端跟不上，整个聚丙烯市场竞争将会十分激烈。如果按照 7% 的经济增速来代替表观消费量增速，聚丙烯市场全年开工率要下降近 10 个百分点至 80% 左右。总的来说，明年聚丙烯产能大量释放势必会导致聚丙烯市场竞争加剧。

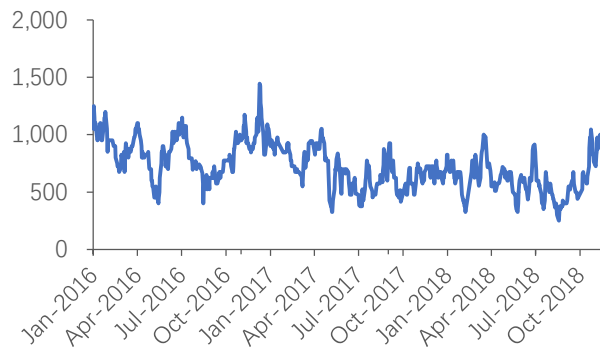
图 27: LLDPE 与乙烯价差 (元/吨)

图 28: PP 与丙烯价差 (元/吨)



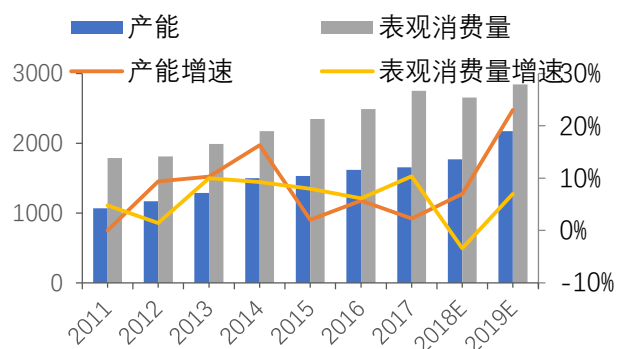
资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

图 29: 聚乙烯供需平衡情况 (万吨)

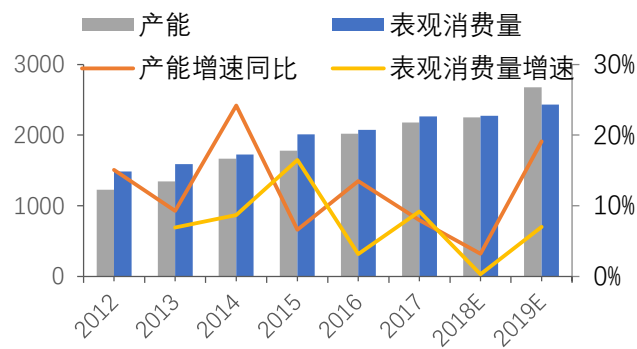


资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

图 30: 聚丙烯供需平衡情况 (万吨)



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

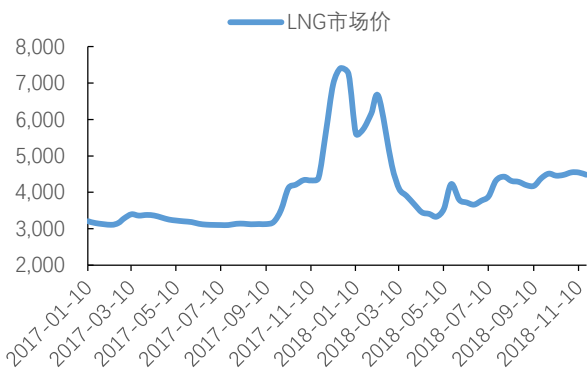
### 3. 天然气：发展更加理性，看好长期成长性

#### 3.1. 2018/2019 冬季“气荒”为何难重演？

回顾年初至今的 LNG 价格走势，年初由于 17 年底“气荒”的延续，价格位于高位，但供暖季结束以后，价格迅速回落至 3500 元左右，此后价格一路震荡上行，呈现出“淡季不淡”的特征。整体看，淡季的 LNG 价格平均比去年高 777 元/吨（+24%）。进入供暖季以后，目前国内 LNG 市场呈现出两极分化的局面——内陆地区气价不断上涨，而沿海地区海气价格稳中有降，气源价格已经开始出现倒挂。

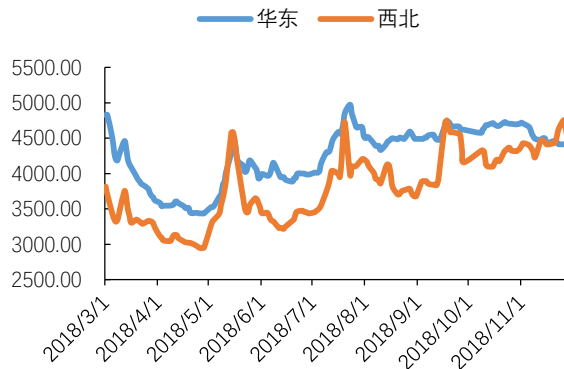
价格中枢的上涨符合我们今年对于天然气价格的判断，但是关于今冬的价格，我们认为由于国家对保供的重视，今年甚至未来“气荒”都不会出现，冬季价格会维持在相对平稳的位置。

图 31: LNG 市场价 (元/吨)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 32: 西北和华东地区出厂价开始倒挂 (元/吨)



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

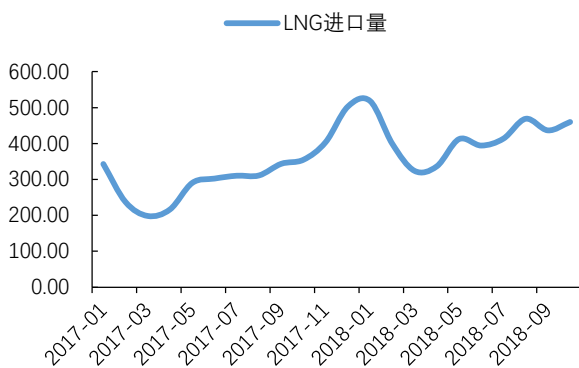
### (1) 从 LNG 船运的变化看保供力度

从 6 月份开始, LNG 船运价格开始出现大幅上涨, 船运价格上涨的背后是国内对于 LNG 海气需求的提升, 由于卡塔尔、澳大利亚的 LNG 运输到中国一般需要 1-2 个月左右的船期, 因此 5 月份的运费的拐点可以反应出 6 月份过后国内 LNG 的海气进口将有很大增长。

从 LNG 进口的数据上可以得到验证, 7 月份 LNG 进口量开始提升, 8 月份一举增加 50 万吨, 9、10 月份也维持在相对高位, 同比去年有 100-150 万吨/月的增量, 这个增量在供暖季还有持续扩大的可能。

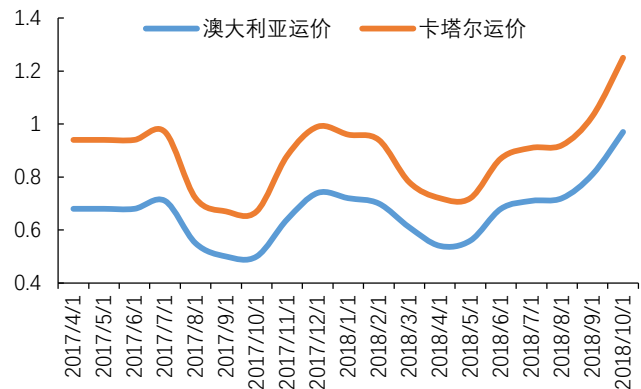
船运的另一方面变化是运输方式在不断创新, 罐式集装箱的发展和海陆联运等新型运输方式都使得 LNG 贸易更加多元, 加强了对区域供需不平衡的调配。

图 33: LNG 进口量 (万吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 34: LNG 运费 (美元/百万英热)



资料来源: wind, 天风证券研究所

### (2) “煤改气” 放缓及合理的定价策略致需求增速下降

一方面, 政策驱动“煤改气”合理推进。3 月份发布的《2018 年能源工作指导意见》提出“煤改气”要“以气定改”。《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》7 月征求意见稿, 要求 2018 年 10 月底前, “2+26” 城市完成散煤替代 392 万户, 9 月发布的终稿下调到 362 万户。

另一方面, 中石油发布新的定价策略, 利用价格手段抑制过度消费。新的定价策略对采暖季居民用气门站价不做调整, 非居民用气门站价根据气源的不同涨幅不一, 管制气 (国产常规气、进口管道气) 在基准门站价基础上上浮 20%, 非管制气 (进口 LNG、页岩气、煤制气、煤层气等) 可上浮 40% 左右。

### (3) 储运调峰能力得到加强

储气库方面, 2018 年储气能力较 2017 年有较大增加。国内大多数储气库都在中石油旗下, 由于保供要求, 中石油今年一直在加大储气库的注气量, 导致现货供应紧张, 曾在二三季度引发了一定范围的小规模供应紧张, 此外 10 月底, 港华燃气位于江苏金坛的盐穴储气库顺利投产, 这些因素综合导致全国实际工作气量预计在 90 亿立方米以上, 比 2017 年将增长 23 亿立方米。

接收站方面, 2018 年目前已有中石化天津、新奥集团、中海油迭福、广汇能源接收站都已经投产, 另有深燃接收站也有望在年底前投入使用。接收站具有贸易和储气两大功能, 增长的核心在于提高周转效率, 今年接收站的负荷以及总接收能力都比去年有了一定提升, 对于天然气的供应提供了一定保障。

管道方面, 调峰能力加强的另外一个表现是管道互联互通。在当前我国储气设施严重不足的情况下, 管道互联互通是调节区域间供需不平衡的重要手段, 能有效增加调气的灵活性。今年国务院《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》明确提出强化天然气基础设施建设与互联互通, 明确将集中开展管道互联互通重大工程。在此基础上, 今年我国已经实现多条管道的相互连通, 对于华北地区采暖季的天然气供应提供了保障。

#### (4) 暖冬概率大，降低取暖需求

关于 2018/2019 年冬季气候趋势，国家气候中心初步预测，由于厄尔尼诺现象以及东亚冬季季风各环流系统的协同作用，预计冬季我国大部分地区气温偏高，出现冷冬的可能性不大。

### 3.2. 供需紧张缓解，长期仍看好天然气产业链增长前景

我们判断，19 年天然气行业将维持紧平衡的状态，20 年随着中俄管道的投产，供需紧张的状态被有所改善。天然气价格在 2019 年仍然会保持高位，2020 年后随供需格局的扭转会逐步下移。

表 9：天然气供需平衡表（亿方）

	国内产量	国内产量增速	管道气进口能力	管道气净进口量	LNG 进口能力	LNG 进口量	LNG 终端使用率	表观消费量（亿方）	表观消费量增速
2015	1271	3.0%	670	310.9	632	273	43%	1855	2.8%
2016	1368	7.6%	670	356.5	716	362	51%	2087	12.5%
2017	1474	7.7%	670	389.9	808	530	66%	2394	14.7%
2018E	1592	8.0%	670	480.4	910	729	80%	2801	17.0%
2019E	1719	8.0%	720	518.9	1007	815	81%	3053	9.0%
2020E	1857	8.0%	1050	773.0	1132	637	56%	3267	7.0%

资料来源：隆众资讯，天风证券研究所预测

#### 3.2.1. 需求：19/20 年仍有 8%左右年增速

19/20 年需求增长仍看“煤改气”。根据我们对于天然气需求的测算，保守估计到 2020 年天然气需求量将达到 3267 亿方，至少存在 466 亿方的增长空间，天然气行业仍将继续保持高速增长。

(1) 城燃用气：城镇化进程下，城市用天然气人口均呈现历年增长态势。2017 年，城市用气人口 4.7 亿人，使用天然气人口 3.4 亿人，占比超过 70%，天然气作为城市燃气主要气源已成大趋势，年均复合增速在 10%左右。2017 年城燃消费约 937 亿方，人均 276 方/年，假设按照当前的年均用量，我们粗算到 20 年城燃消费量为 1247 亿方。

(2) 工业用气和交通用气：作为工业能源，天然气的竞争对手主要是 LPG 和燃料油。交通领域，LNG 的竞争对手主要是柴油。随着油价快速下跌，天然气价格优势有所削弱。

远期来看，天然气因其环保属性，在工业燃料和交通领域还有很强的发展前景。根据《能源“十三五”规划》，到 2020 年实现天然气替代燃煤锅炉 18.9 万蒸吨，2017-2020 年新增天然气需求量 343.3 亿立方米，工业燃料天然气需求将达到 1102 亿方，年复合增速 14%。

(3) 天然气发电：从发电的一次能源类型发展趋势而言，从煤电到可再生能源发电是大趋势。在 2025 年之前，天然气发电应该处于过渡阶段，在“环保趋严淘汰煤电”之后，“可再生能源发电存储能力上来”之前，天然气发电对可再生能源发电具有一定的互补性，有阶段性发展空间。根据《天然气发展“十三五”规划》，天然气电机从 2015 年的 5700 万千瓦增加至 2020 年的 1.1 亿千瓦以上，复合增速 13%，预计 20 年天然气发电消费量为 615 亿方。

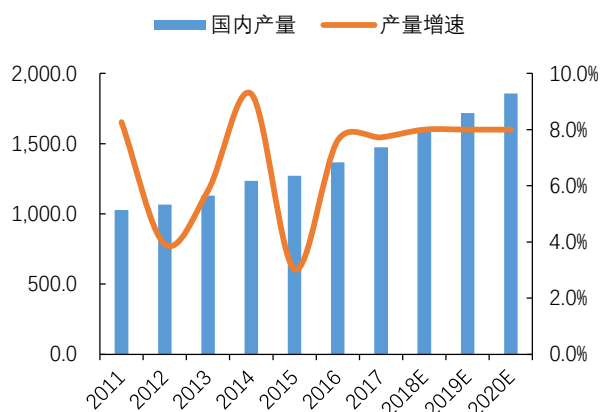
(4) 气头化工：天然气化工主要生产尿素、纯碱和甲醇。由于近几年我国“煤改气”引发的供需紧张问题，冬季天然气化工将面临停工的风险，因此企业不会在这个阶段盲目扩大产能，但是随着天然气的紧张格局开始有所缓解，天然气化工企业开工率有望逐步恢复，天然气化工有望小幅增长，我们按照 5%的增速进行假设，预计到 20 年天然气化工需求为 303 亿方。

#### 3.2.2. 供给：中俄管道、LNG 接收站均有增量供给

1) 国产气：常规气的产量仍将保持较低的增速，非常规气源仍是增长最大的动力，我们预计国产气未来有可能加大开采力度，增速会达到 8-10%左右。

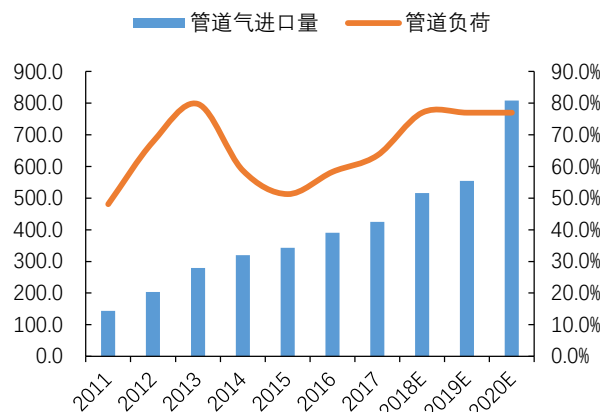
2) 管道气：中俄东线将带来新的增量。今年中石油加大进口力度，1-10月中国天然气管道进口量同比去年增加76亿方（22%），已经基本达到管道实际负荷，因此19/20年这部分管道进口量基本不会有增长。而在19年底，中俄管道东线即将开始通气，预计19/20年分别会给国内带来50/300亿方的新增进口量。

图 35：国产气产量（亿方）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 36：管道气进口量（亿方）



资料来源：wind，天风证券研究所

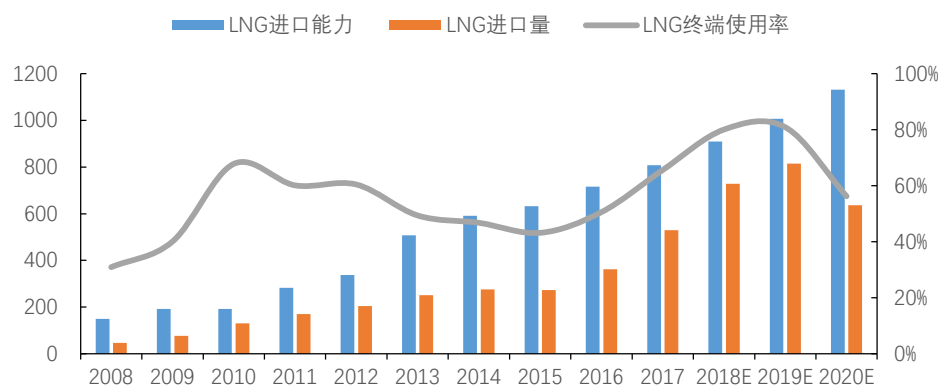
3) 进口 LNG：19 年预计新增接收能力 98 亿方。通过对需求、国产气、管道气的预测倒推海气进口量，我们判断 19 年接收站负荷仍然维持高位，国内天然气仍然维持较高的供需紧张格局，但是 20 年的接收站仍具有很大不确定性，预计新增 126 亿方接收能力，届时天然气供需格局紧张有望实现扭转。

表 10：2018 年新投产接收站

时间	接收站	周转能力（万吨）
2018.2	中石化天津	300
2018.8	新奥集团舟山	300
2018.8	中海油迭福	400
2018.11	广汇能源启东二期	60

资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

图 37：接收站周转能力（万吨）与负荷（%）



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

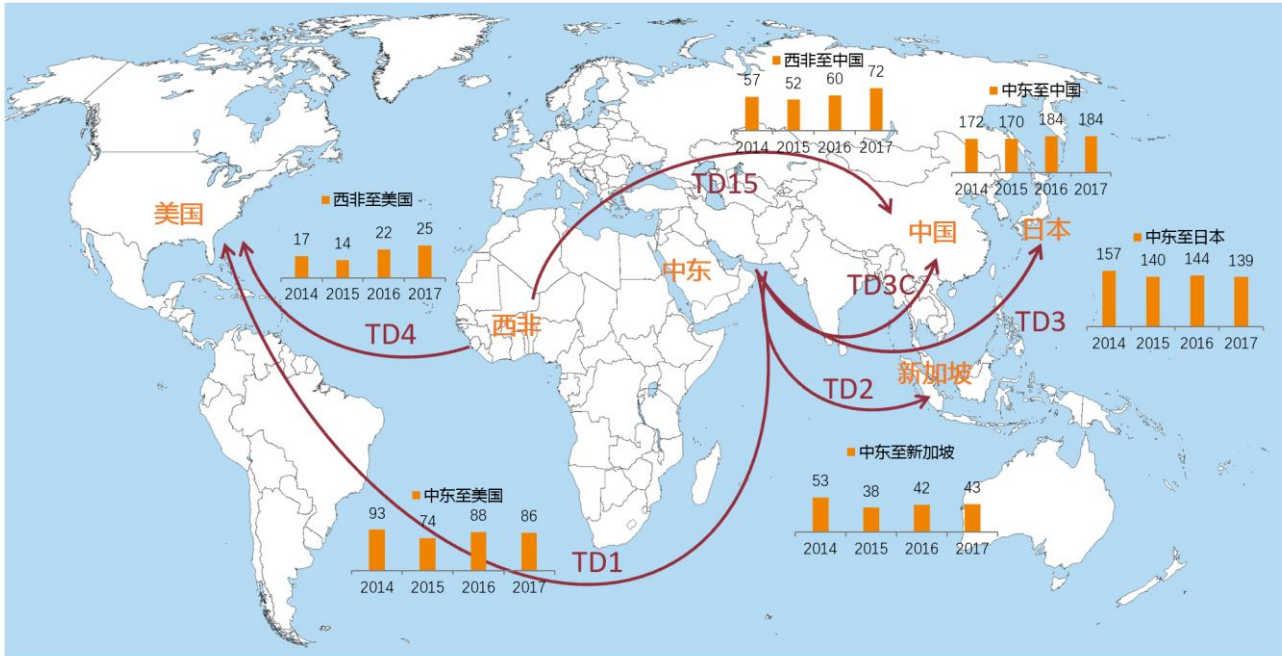
## 4. 油运：运距拉长+供给收缩，利好 VLCC

### 4.1. 需求端：美国管运+出口设施改善，拉长运距

虽然美国原油出口较前几年有了大幅增加，但仍然无法匹配其快速增长的产量释放，这其中主要存在两个问题：1) 原油产地到港口的管输瓶颈；2) 出口终端接驳 VLCC 船只有限。

2020 年新建 VLCC 终端将极大刺激 VLCC 需求：当前美国只有 LOOP 一个终端可以装载 VLCC。在规划的有 Jupiter, Trafigura, Tallgrass, Enterprise 等几个 VLCC 终端，最快的有望在 2020 年投入使用。美国通过 VLCC 出口的原油量增加，将拉长平均运距，拉动 VLCC 吨海里需求。

图 38：近年原油区域间贸易流向（百万吨）及 VLCC 运输航线



资料来源：BP，天风证券研究所

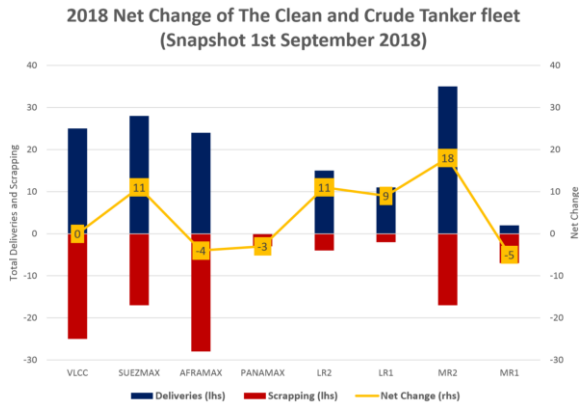
## 4.2. 供给端：已进入运力低增速时期（2018~2020 年）

**2018 年 VLCC 供给 0 增长。**根据 Alphatanker 统计，预计 2018 年 VLCC 新建船只数目与拆除数目相当，船队净变化为 0，而 2016、2017 增长分别为 7.1% (+45 艘)、5.7% (+39 艘)。

**2019/2020 年仍有一定新船交付，关注老船淘汰速度能否持续。**根据 Clarkson 最新数据，今年 10 月份市场上存在的 VLCC 共计 729 艘，平均船龄为 8.8 年。其中 15 年船龄以上 VLCC 合计 150 艘，吨位占总体的 20.6%。目前部分老船面临 15 年的特殊检验问题，如果继续经营，需要投入大概 300 到 400 万美金的成本，并且由于船龄较老，即使做了检验，船在后续的经营中也会承受较大压力。

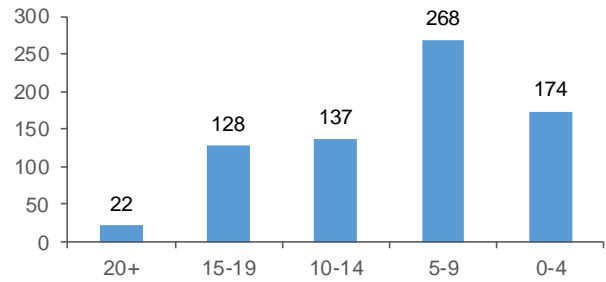
**IMO 低硫要求临近执行，加装脱硫塔对 2019 年运力或有一定影响。**我们预计到 2020 年，加装脱硫塔的船占全世界远洋轮船的比例将达到 15%—20%。预计部分资本雄厚的大型油轮企业将逐步研究加装脱硫塔。加装脱硫塔将需要 1-2 月检修时间，所以 2019 年下半年可能会出现船队集中加装脱硫塔，市场运力吨位供给短缺的情况。

图 39: 截至 2018 年 9 月 1 日, 原油、成品油油轮船队净变化



资料来源: Alphatanker, 天风证券研究所

图 40: VLCC 船龄结构 (艘)



资料来源: Clarkson, 天风证券研究所

关于 VLCC 市场的详细分析请见《石油视角看 VLCC》。

## 5. 投资策略及重点公司

### 5.1. 配置建议: 中性

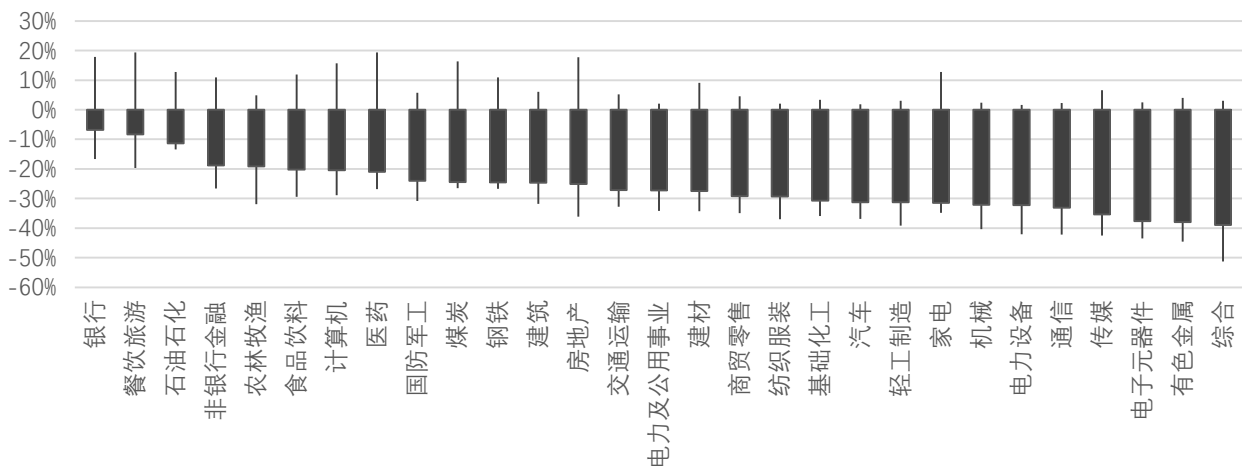
**2018 年板块表现:** 截至 2018 年 12 月 10 日, 石化行业在 29 个中信一级行业中排名第三, 累计跌幅 11.3%。从年内最大回撤的角度来看, 石化行业表现最优。在市场整体低迷的背景下, 体现出较好的配置价值。

**基本面回顾:** 原油价格前 9 个月涨幅较大, 10 月开始暴跌, 12 月 OPEC 减产会议后企稳。天然气板块, LNG 价格在夏季淡季维持相对偏高位置, 入冬之后因储备充足反而涨幅不及预期。石油和主要化工品价格多数跟随油价上涨后暴跌。其中, 布油跌幅 12% (人民币计价跌幅 6%)。跌幅较大的包括石脑油、乙烯、甲醇、乙二醇等, 表现相对好的是丙烯酸、丁二烯、PX、PTA。

**ROE 变化趋势及展望:** 2016 年开始, 石化行业进入了 3 年的景气上行周期, 一体化公司逐步复苏, 炼化类公司 ROE 恢复非常明显, 油服公司 ROE 也在 2017 年之后有所修复。结合 2019 年油价判断, 以及对炼化供需情况判断, 2019 年不排除石化行业整体性景气下行。

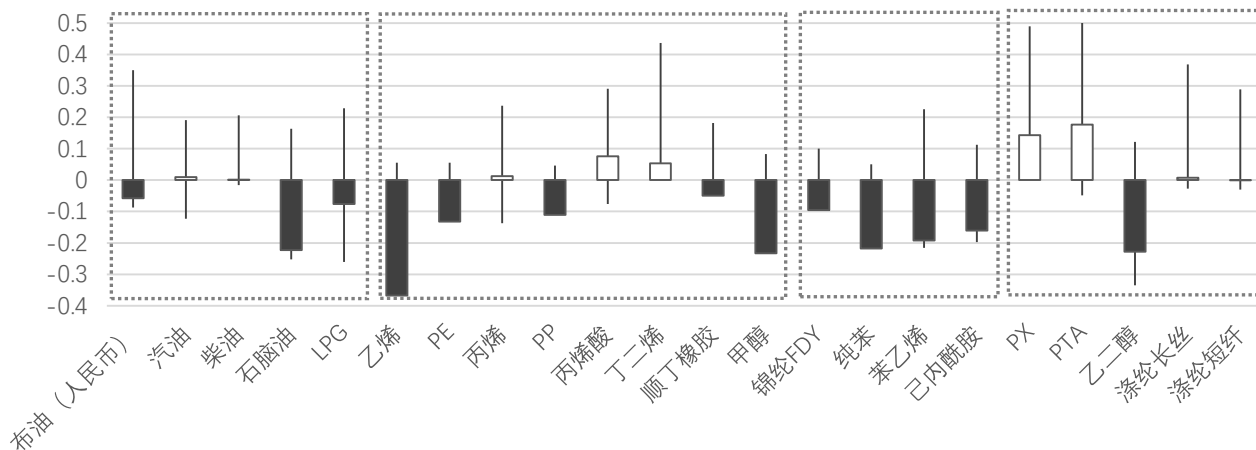
**估值水平:** 同向比较, 石化板块在 29 个中信一级行业中估值水平相对较低, 仅高于银行、钢铁、煤炭等 7 个行业。纵向比较, 2003 年以来至今, 当前 PE 估值水平在历史偏低, PB 估值水平 1.2 倍接近历史最低 (2016 年初曾低至 1.12)。随着 2019 年行业景气下行, PE 估值水平可能被动上升。但考虑到油价基本已经筑底, 不太可能出现 2015~2016 年二次探底情形, 我们判断 2019 年 PB 水平继续向下空间很小。在配置上仍有防御价值。

图 41: 各行业 2018 年度 K 线图



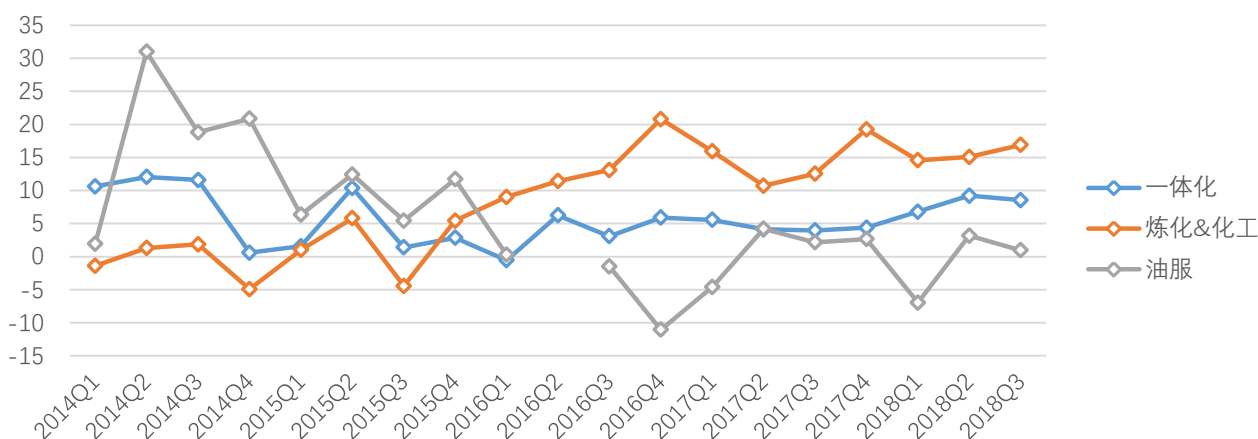
资料来源: wind, 风证券研究所

图 42：石油和主要化工产品价格 2018 年度 K 线图



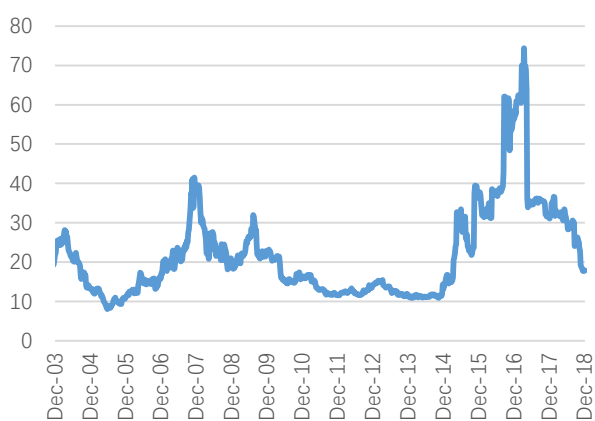
资料来源：wind，风证券研究所

图 43：石化行业子板块 ROE 变化趋势



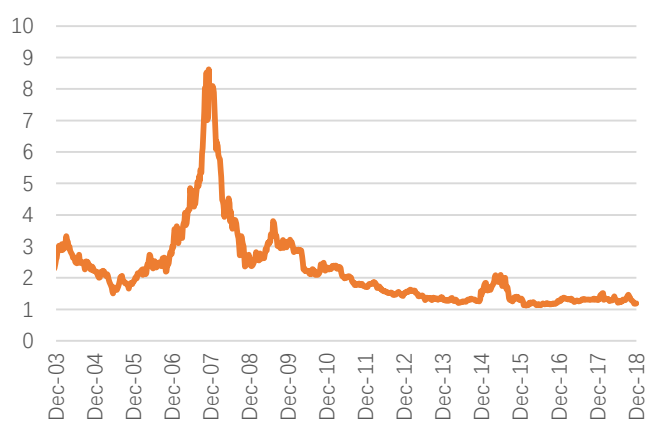
资料来源：wind，风证券研究所

图 44：石化行业历史 PE 估值



资料来源：wind，天风证券研究所

图 45：石化行业 PB 估值



资料来源：wind，天风证券研究所

## 5.2. 投资主线：稳健+成长

### 5.2.1. 景气下行周期关注高分红标的

在石化行业景气已经出现整体下行的背景下，关注低估值、高分红标的。国有体系的炼化行业，成品油定价受到定价政策保护，尽管短期受到油价下行带来的库存损失，但是对均衡利润水平尚不构成负面影响。



**中国石化、上海石化**既享受成品油定价的保护，业绩相对存在稳定性；且具有现金奶牛属性，负债率和财务费用极低，DDA 接近抵消资本开支，现金分红能力较强。

### 5.2.2. 炼化把握结构性机会，长期看好产业链合理扩张龙头

2019 年大炼化项目进入投产密集期，聚酯炼化板块的投资机会需重点关注：

- 1) **聚酯产业链有望迎来利润再分配。**随着国内炼化项目的陆续开车，聚酯行业将进入全新的利润分配格局，上游 PX 环节面临重新洗牌，根据此前平衡表分析，PTA、涤纶长丝自身供需格局良好，待 PX 环节过剩后，PTA + 涤纶合理利润区间有望进一步放大。
- 2) **炼化项目投产带来的巨大业绩增量。**根据我们跟踪覆盖的情况，预计 2018 年**恒力股份、荣盛石化、恒逸石化**净利润分别为 45.0/25.9/30.1 亿，待 2020 年各炼化项目打通全流程稳定生产后，预计恒力、荣盛、恒逸净利润分别为 82.1/79.0/53.0 亿（注：恒力未考虑乙烯项目）。**卫星石化** 2019/2020 年 PDH 二期、乙烷裂解项目也有望带来大幅业绩增长点。

### 5.2.3. 天然气上游公司短期仍具量价弹性，长期关注城市燃气

根据我们对天然气供需平衡的预测，2019 年天然气仍处于相对紧平衡的状态，天然气价格中枢仍将处于高位，2020 年随着 19 年底中俄管道的贯通以及 LNG 接收站的增加可能会出现一定的供给富余，届时国内天然气价格中枢可能出现下降。这此基础上，我们认为 19/20 年天然气产业链的投资机会将出现在：

- 1) **短期内 LNG 接收站是最具弹性的投资标的。**一方面，未来一段时间内进口海气仍将具有比较大的增长；另一方面，随着油价下行，海气进口成本有望下行，而国内天然气价在 19 年仍将处于高位，因此接收站的盈利能力有望得到提升。**推荐广汇能源。**
- 2) **更长期来看，城燃公司的发展在于气量增长、毛差趋稳带来的估值修复。**未来天然气价格有望稳中下行，城燃龙头公司的投资价值将再度显现。关注**新奥能源（H）。**

## 5.3. 重点公司

### 中国石化：业绩虽有下行压力，低估值和分红能力支撑配置价值

**行业景气对各板块均造成一定影响。**分板块来看，上游勘探开发板块，四季度受油价暴跌影响，预计亏损幅度加大（三季度微亏 16 亿）。炼油板块，四季度受库存损失影响，EBIT 环比下滑幅度可能超过 50 亿。好在受成品油定价政策保护，预计油价平稳之后，2019 年仍能获得稳定盈利。化工板块，预计 2019 年乙烯、丙烯、PX 行业竞争加剧、盈利将下滑，该板块盈利将受到一定冲击。

**2019 年业绩存在下行压力。**维持公司 18//19/20 年业绩预测 750/694/761 亿，EPS0.62/0.57/0.63 元，当前股价对应 PE9.5/10.3/9.4 倍，2018 年底 PB0.96 倍。

**低估值、高分红支撑配置价值。**中国石化分红能力仍较强，考虑净利润规模以及 DDA、资本开支等因素，预计 2018 年报自由现金流可达 500 亿以上，分红收益率可期。弱市下，中石化的低估值、高分红预期仍然成为良好的配置。维持“买入”评级。按照 1.1 倍 PB 给与目标价 6.75 元。

**风险提示：**油价继续暴跌风险；炼化竞争加剧导致成品油结算价格体系受到冲击的风险。

表 11：中国石化盈利预测与估值

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,930,911.00	2,360,193.00	2,832,231.60	2,718,942.34	2,854,889.45
增长率(%)	(4.36)	22.23	20.00	(4.00)	5.00
EBITDA(百万元)	204,947.00	212,086.00	176,050.13	167,590.72	183,450.41
净利润(百万元)	46,416.00	51,119.00	74,962.89	69,401.97	76,103.79
增长率(%)	44.12	10.13	46.64	(7.42)	9.66
EPS(元/股)	0.38	0.42	0.62	0.57	0.63
市盈率(P/E)	15.36	13.95	9.51	10.28	9.37
市净率(P/B)	1.00	0.98	0.96	0.95	0.94
市销率(P/S)	0.37	0.30	0.25	0.26	0.25
EV/EBITDA	3.72	3.65	4.02	4.51	3.98

资料来源：wind，天风证券研究所，数据来源于最新公司报告

### 恒力股份：炼化项目进度领先，关注炼化业绩增量

**恒力炼化项目有望率先投产，营收、利润大幅增加。**恒力炼油项目原油加工规模 2000 万吨，主要产品包括 235 万吨汽油，161 万吨柴油，371 万吨航空煤油，550 万吨芳烃等。恒力炼化项目目前处于全面安装建设的施工尾声和最后冲刺期，预计 12 月 15 日常减压装置将投料试生产。项目核心优势包括：1) 率先投产享受炼油景气；2) 加工重油，原油成本节约；3) 全加氢路线，沸腾床渣油加氢工艺先进；4) 多产 PX，直接配套大连 PTA。待项目打通全流程后，公司营业收入、利润有望大幅增加。

**聚酯业务产品高端定位，盈利能力领先。**涤纶民用丝，恒力股份产能 140 万吨，是国内第 5 大涤纶生产商。预计涤纶长丝行业 2019 年行业开工率在 81.2%左右，但较 2018 年 82.1%相比有所降低，涤纶长丝景气度较 18 年相比存在小幅下行，但涤纶领先企业市场话语权渐强，行业集中度较上一轮景气高点时大幅提升，因此我们判断 19 年涤纶景气度有望维持在相对高位，除非出现需求端断崖式下滑等极端状况，涤纶长丝较好的盈利水平有望延续。涤纶工业丝，公司产能 20 万吨，是国内第 3 大生产商。未来世界工业丝产能增速将放缓，工业丝市场将进入理性而平稳的发展时代，行业开工负荷率维持 80%高位，盈利有望维持较好水平。

**PTA 具备成本优势。**18 年注入上市公司恒力石化是国内第二大 PTA 生产商，拥有 PTA 产能 660 万吨，占国内份额 13.7%，2017 年起 PTA 行业全面好转，2018 年国内市场 PTA 总体偏紧，并于 3 季度迎来爆发，PTA 期现货在连续大涨屡创新高后，很快又迎来深度调整，PTA 环节单位利润甚至在 10 月下旬转负，在 PTA 供需偏紧的大背景下，我们认为 PTA 企业长期亏损可能性极低，预计未来 2-3 年内仍有望维持较好利润区间。

**业绩预测与估值：**预测公司 18/19/20 年实现净利润 45.0/63.5/82.1 亿元，对应 EPS 为 0.89/1.26/1.62 元/股，对应当前股价 18/19/20 年 PE15.3/10.9/8.4 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**恒力炼化项目投产进度不及预期；PTA 及涤纶长丝盈利下行。

表 12：恒力股份盈利预测与估值

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	19,239.96	22,287.97	47,493.61	86,756.01	136,559.38
增长率(%)	2188.56	15.84	113.09	82.67	57.41
EBITDA(百万元)	2,817.21	3,264.07	10,196.94	20,109.66	27,802.58
净利润(百万元)	1,179.83	1,719.33	4,504.70	6,353.60	8,210.00
增长率(%)	(585.33)	45.73	162.00	41.04	29.22
EPS(元/股)	0.23	0.34	0.89	1.26	1.62
市盈率(P/E)	58.50	40.14	15.32	10.86	8.41
市净率(P/B)	11.78	9.65	5.00	3.44	2.46
市销率(P/S)	3.59	3.10	1.45	0.80	0.51
EV/EBITDA	9.89	12.45	13.66	7.83	5.58

资料来源：wind，天风证券研究所，数据来源于最新公司报告

### 荣盛石化：浙石化项目开启新一轮成长，预计 19 年小幅贡献业绩

**浙石化项目稳步推进，开启公司新一轮成长。**舟山浙石化炼化一体化项目一期总规模为 2000 万吨/年炼油能力，产能与规模居于世界领先水平。浙石化项目多产 PX，配套乙烯，化工品定位高端，牵手浙能，油品销售得以保障，项目综合竞争力很强，待项目落成，公司将成为打通“炼化-芳烃-PTA-聚酯-纺丝-加弹”全产业链的民营巨头。

**中金石化预计 19 年盈利不会大幅下滑。**尽管 PX 价格中枢随着炼化项目投放将会有所下移，与短流程 PX 装置相比，中金石化在原料上具有明显优势，中金石化通过技改升级有望使原料成本中枢进一步下移，降本成效值得期待，“PX-石脑油/燃料油”价差有望保持相对理想状态，预计中金石化 2019 年盈利不会明显下滑。

**聚酯产业链有望迎来利润再分配。**随着国内炼化项目的陆续开车，聚酯行业将进入全新的利润分配格局，上游 PX 环节将重新洗牌，PTA+涤纶合理利润区间有望进一步放大。公司通过参控股逸盛大化、浙江逸盛、海南逸盛拥有 PTA 权益产能 595 万吨，成本业内领先，涤纶长丝 100 万吨，预计未来 2-3 年内 PTA+涤纶长丝环节仍有望维持较好利润区间。

**业绩预测与估值：**预测公司 18/19/20 年实现净利润 25.9/42.0/79.0 亿元，对应 EPS 为 0.41/0.67/1.26 元/股，对应当前股价 18/19/20 年 PE24.8/15.3/8.1 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**舟山浙石化项目投产进度不及预期；中金石化/PTA/涤纶长丝盈利下滑。

表 13：荣盛石化盈利预测与估值

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	45,501.07	70,531.35	74,808.94	84,322.54	178,984.00
增长率(%)	58.69	55.01	6.06	12.72	112.26
EBITDA(百万元)	4,706.82	3,738.66	5,084.56	8,026.93	16,939.86
净利润(百万元)	1,920.79	2,001.24	2,588.73	4,201.04	7,898.81
增长率(%)	445.49	4.19	29.36	62.28	88.02
EPS(元/股)	0.31	0.32	0.41	0.67	1.26
市盈率(P/E)	33.41	32.06	24.79	15.27	8.12
市净率(P/B)	5.06	4.50	3.40	2.88	2.25
市销率(P/S)	1.41	0.91	0.86	0.76	0.36
EV/EBITDA	11.69	22.05	15.73	9.61	3.67

资料来源：wind，天风证券研究所，数据来源于最新公司报告

### 恒逸石化：聚酯产业链布局均衡，关注文莱项目利润增量

**文莱项目全面建设，预计 19 年小幅贡献。**恒逸文莱项目一期原油加工能力为 800 万吨/年，油品目标市场立足文莱，辐射东南亚，据专业能化咨询 IHS 预测，预计至 2030 年，在未来相当长的时间内，东南亚地区各类油品均存在供需缺口，恒逸文莱项目油品销售前景较为乐观；同时恒逸文莱项目享受税收全免政策，税收优势极为显著，预计 19 年能够小幅贡献利润，文莱项目远期还有 1400 万吨二期项目规划，后续成长空间很大。

**聚酯产业链布局最为均衡是公司的特点。**PTA 参控股产能 1350 万吨，权益产能 612 万吨，根据 17 年报，公司单位投资成本、制造成本、物流成本等在同行业企业中均处于最好水平，若 PTA 行业盈利修复，向上业绩弹性较大；17 年起公司在涤纶长丝领域积极并购，公司目前涤纶长丝总产能将达到 315 万吨（原有 170 万吨+逸鹏 20+逸枫 25+双兔 100）。配套募集资金扩能完成后，涤纶长丝产能将再增加 75 万吨，达到 390 万吨，将成为仅次于桐昆股份的第二大涤纶长丝企业。聚酯产业链均衡布局有望增强公司长期的盈利稳定性及抗风险能力。

**己内酰胺经济效益良好。**与中石化巴陵石化合资成立浙江巴陵恒逸，现有 30 万吨己内酰胺产能（50%权益）。借助巴陵石化所掌握 CPL 核心生产技术及纯苯采购渠道优势，巴陵恒逸 CPL 产品质量过硬且贴近消费地，经济效益良好。

**业绩预测与估值：**预测公司 18/19/20 年实现净利润 30.1/34.8/53.0 亿元，对应 EPS 为 1.31/1.51/2.30 元/股，对应当前股价 18/19/20 年 PE9.2/8.0/5.2 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**恒逸文莱炼化项目投产进度不及预期；PTA 及涤纶长丝盈利下滑。

表 14：恒逸石化盈利预测与估值

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	32,419.34	64,283.85	64,351.29	77,029.78	105,953.99
增长率(%)	6.93	98.29	0.10	19.70	37.55
EBITDA(百万元)	2,107.79	3,029.14	4,836.47	6,407.67	9,517.06
净利润(百万元)	830.34	1,621.99	3,014.80	3,475.23	5,317.44
增长率(%)	349.79	95.34	85.87	15.27	53.01
EPS(元/股)	0.36	0.70	1.31	1.51	2.30
市盈率(P/E)	33.34	17.07	9.19	7.97	5.21
市净率(P/B)	2.53	2.31	1.76	1.49	1.20
市销率(P/S)	0.85	0.43	0.43	0.36	0.26
EV/EBITDA	14.14	14.21	7.30	4.19	3.06

资料来源：wind，天风证券研究所，数据来源于最新公司报告

### 卫星石化：公司 C3 产业链继续完善，19 年多数产品陆续投产增厚利润

**PDH 二期 19 年投产，有效降低公司外购丙烯成本，增厚利润。**公司目前外购丙烯量大概 20 万吨左右，2019 年 PDH 二期投产后，将新增 45 万吨丙烯，新增的丙烯将用于两方面：1. 替代外购丙烯，公司减少外购丙烯，成本将大幅减少；2. 外销部分丙烯：在 PP 及丙烯酸二期未投产之前，公司过剩的部分丙烯将直接外销，增厚利润。

**丙烯下游产品有望 2019 年投产。**根据公司公告，2019 年 PP 二期 15 万吨、丙烯酸及酯 36 万吨、高吸水性树脂三期 6 万吨、将会陆续投产，届时公司利润也将迎来大幅增长。

**22 万吨双氧水项目于 2018 年 7 月投产，19 年有望贡献全年利润。**公司双氧水（27.5%）报价一般在 900 元/吨左右，双氧水（35%）报价一般在 1200 元/吨左右，如果按照均价 1000 元/吨，加工费 500 元/吨测算，19 年全年有望贡献利润 1.1 亿元。

**业绩预测与估值：**预测公司 18/19/20 年实现净利润 9.27/13.16/18.07 亿元，对应 EPS 为 0.87/1.23/1.70 元/股，对应当前股价 18/19/20 年 PE10.8/7.6/5.5 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**项目投产不及预期；丙烷价格大幅上涨；双氧水市场价格大幅下跌。

表 15：卫星石化盈利预测与估值

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,354.64	8,187.92	9,076.03	9,133.32	11,464.49
增长率(%)	27.88	52.91	10.85	0.63	25.52
EBITDA(百万元)	868.20	1,580.77	1,343.15	1,774.17	2,352.56
净利润(百万元)	311.56	942.46	927.37	1,316.01	1,806.94
增长率(%)	(171.46)	202.49	(1.60)	41.91	37.30
EPS(元/股)	0.29	0.88	0.87	1.23	1.70
市盈率(P/E)	32.08	10.61	10.78	7.60	5.53
市净率(P/B)	2.23	1.39	1.25	1.10	0.94
市销率(P/S)	1.41	1.22	1.10	1.09	0.87
EV/EBITDA	12.84	10.92	5.25	2.80	2.11

资料来源：wind，天风证券研究所，数据来源于最新公司报告

### 广汇能源：公司成长性仍值得关注

**天然气景气持续，进口气利润有望增厚。**根据我们对于天然气供需的判断，19 年天然气仍处于供需仍偏紧，价格有望继续维持高位。公司接收站二期已经于 11 月底开始正式运行，19 年贡献新的进口增量，并且亚太地区天然气价格与油价挂钩，公司进口 LNG 成本有望

随着油价下行而有所减少。

**煤炭分质利用项目逐步投产，成长逐步体现。**根据公司公告，煤炭清洁炼化项目 2 系列于 6 月转固投产，1 系列于 12 月 5 日转固投产，19 年随着产能负荷逐步提高，公司煤炭清洁炼化项目业绩将不断提升。

**铁路竣工验收，煤炭板块盈利增强。**根据公司公开信息，公司红淖铁路将于 12 月 15 日前完成初步验收和安全评估工作，在 19 年试运行过程中铁路盈利虽然不能并表，但是相比公路销售煤炭，铁路可以提高煤炭产品的外销量并且还能带来一定的成本节约，因此我们认为 19 年铁路的试运行在一定程度上可以增强煤炭板块的盈利能力。

**业绩预测与估值：**预计 18-20 年的净利润 16.36/24.15/29.55 亿元(不包含铁路盈利预期)，EPS 为 0.24/0.36/0.44 元/股，对应 PE 为 17/11/9x，维持“买入”评级。

**风险提示：**国内 LNG 价格下跌，油价带动能源品价格下行。

表 16：广汇能源盈利预测与估值

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,194.35	8,137.46	12,918.42	17,827.55	19,945.73
增长率(%)	(13.07)	94.01	58.75	38.00	11.88
EBITDA(百万元)	1,487.88	3,150.74	4,795.85	6,417.77	7,323.50
净利润(百万元)	205.60	655.38	1,636.28	2,414.75	2,955.38
增长率(%)	(17.23)	218.77	149.67	47.58	22.39
EPS(元/股)	0.03	0.10	0.24	0.36	0.44
市盈率(P/E)	132.71	41.63	16.68	11.30	9.23
市净率(P/B)	2.45	2.35	1.93	1.72	1.52
市销率(P/S)	6.51	3.35	2.11	1.53	1.37
EV/EBITDA	29.55	14.35	7.98	5.00	4.30

资料来源：wind，天风证券研究所，数据来源于最新公司报告

### 关注新奥能源（H）：受益行业高速增长，成本有望降低

**天然气消费增长趋势不可逆。**根据国家对于环保的要求，天然气未来在一次能源消费比例将达到 15%以上，目前仅为 7.5%左右，天然气消费增长是长期趋势。公司作为燃气龙头公司之一，受益于行业的长期增长，天然气销量有望不断提升。

**天然气波动性有望降低，购销价差有望改善。**17/18 年天然气供需缺口较大，导致上游供气价格上行，公司承担部分价格上涨的损失导致购销价差下降。但是 19 年以后，随着中俄管道以及沿海多个 LNG 接收站的顺利投产，国内天然气格局将逐步稳定，公司的购销价差有望得到改善。

**集团接收站顺利投产，海外长协有望降低采购成本。**新奥集团舟山 LNG 接收站于 10 月正式投产，公司利用集团接收站已经签订 144 万吨进口 LNG 长协，上游气源更加丰富，随着油价下行，采购成本有望下降。

**综合能源具有良好的盈利前景。**由于综合能源项目建设周期需要 2 年左右时间，因此 18 年新签的 131 个综合能源项目，预计在 2020 年后开始将兑现收益，并且由于 2020 年后天然气供需格局的改善，拿气成本有望下降，推动综合能源项目盈利的提升。

## 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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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