

大宗商品行业深度研究报告

# 需求触底回升，通胀预期逐步升温

推荐（维持）

- 通胀跟踪：现实尚未启动，预期逐步升温。**根据我们上一期报告《从大宗商品的角度看宽松货币下的通胀可能会如何展开》的结论，认为油价基本能代表通胀本身，铜油比则是衡量铜价对通胀通缩的反应程度，当下铜价在成本支撑下对油价呈现出了强大的韧性，后期铜油比将领先铜价的修复进程，只有当铜油比越过前期均值线+铜价继续上行才算通胀正式开启，是当下跟踪通胀的最佳指标。从当下的进度看，美元流动性问题已经基本消除，但美金铜的持仓并无明显变化，铜油比也未能修复到均衡值的水平，WTI原油2021年12月合约报32.11美金/桶靠近页岩油现金流成本，市场中通胀的现实尚未启动。
- 需求跟踪：北美需求刚见底，国内需求已经正常化。**从成品油的视角看，以美国为代表的北美市场出现了炼厂投料量上升的背景下，汽油和煤油开始降低库存，意味着北美市场的需求已经开始触底反弹；以新加坡为代表的亚太区，汽柴油去库尚未出现，但其他指标说明中国区的需求已经基本恢复正常值；以ARA港口为代表的欧洲市场仍处于低迷状态，未有积极表现。从纺织视角看，作为全球纺织品制造中心，聚酯原料的绝对高库存指向当下恶劣的供需局面，作为产业链的中间环节，织机开工截至2020年4月底该值为51%，距离2015年均值的64%仍有差距，恢复进度偏慢，指向全球可选消费品恢复较为有限。针对国内市场，水泥和螺纹钢数据均指向建筑活动已经全面正常化，而汽车消费数据只有边际修复。
- 投资建议：紧抱通胀条线，关注炼厂利润扩张。**从供需的角出发，原油减产的正常推进促使原油供需关系逐步转向平衡，但市场表达出了对减产联盟脆弱性的担忧，远月原油价格锚在页岩油盈亏平衡线以下，油价修复以期限结构走平的方式进行。铜油价格修复暗示着通胀条线的启动，而油价绝对水平偏低给予炼厂利润扩张以空间，值得重点关注。
- 风险提示：海外疫情二次爆发，疫情导致次生冲击**

## 华创证券研究所

### 证券分析师：任志强

电话：021-20572571  
邮箱：renzhiqiang@hcyjs.com  
执业编号：S0360518010002

### 证券分析师：王保庆

电话：021-20572570  
邮箱：wangbaoqing@hcyjs.com  
执业编号：S0360518020001

### 联系人：张文龙

电话：010-66500983  
邮箱：zhangwenlong@hcyjs.com

### 联系人：李超

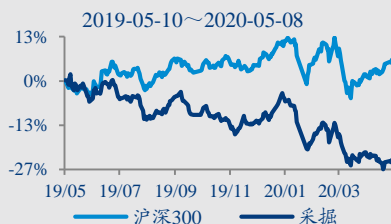
电话：021-25072562  
邮箱：lichao@hcyjs.com

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	67	1.75
总市值(亿元)	19,265.95	2.9
流通市值(亿元)	15,661.8	3.21

## 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-2.86	-13.16	-22.59
相对表现	-7.71	-12.92	-30.67



## 相关研究报告

- 《煤炭石化行业周报：煤炭价格战缘何起，OPEC+附条件减产协议意义在哪？》  
2020-04-12
- 《大宗商品行业深度研究报告：从大宗商品的角度看宽松货币下的通胀可能会如何展开？》  
2020-04-15
- 《煤炭石化行业周报（20200413-20200419）：煤价易企稳难反弹，6月油价有望结束于35美元桶以上》  
2020-04-19

## 投资主题

### 报告亮点

**从商品层面跟踪通胀和需求。**在上一篇报告《从大宗商品的角度看宽松货币下的通胀可能会如何展开》我们提出铜油比+铜价结合来判断通胀现实的进度，本文予以进一步跟踪，得出的结论为现实尚未启动，预期已经升温。在需求的跟踪尚，我们回避总量的角度，回到产业链和商品的角度，提出成品油和纺织服装产业予以跟踪，得出的结论为全球美国需求已经触底，中国需求已经正常化。

### 投资逻辑

**关注通胀条线和炼厂利润扩张。**在油价升温+油价中低水平运行的结论下，我们认为通胀正相关的标的物投资价值会进一步凸显，而绝对油价偏低的背景下，炼厂利润扩张亦值得关注。

# 目 录

一、通胀跟踪：现实尚未启动，预期逐步升温.....	5
二、需求跟踪：北美需求刚见底，国内需求已经正常化.....	5
（一）成品油视角：北美需求企稳反弹，其他区域恢复特征不明显 .....	5
（二）纺织视角：织机复工缓慢复工，进度偏慢 .....	7
（三）其他视角：国内工业生产、建筑活动全面回暖 .....	9
三、投资建议：紧抱通胀条线，关注炼厂利润扩张.....	10
（一）油价持续修复，拥抱油价驱动标的物 .....	10
（二）炼油厂利润扩张，值得关注 .....	12

# 图表目录

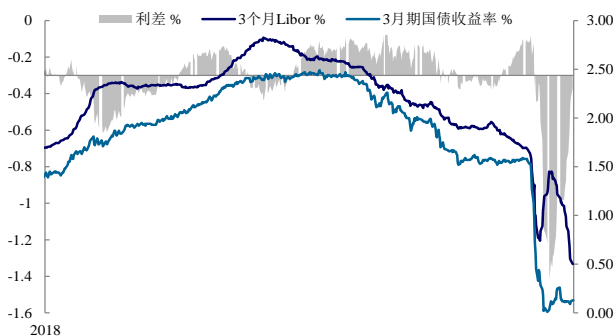
图表 1	TED 价差指引的美元流动性缓慢修复 .....	5
图表 2	美金铜非商业多头持仓缓慢修复 .....	5
图表 3	油铜比修复进度偏慢（IPE 原油/COMEX 铜） .....	5
图表 4	美油远期曲线锚住在页岩油现金流成本 .....	5
图表 5	美国炼厂开工率触底回升 .....	6
图表 6	美国汽油开始去库 .....	6
图表 7	新加坡汽柴油去库趋势不显著 .....	6
图表 8	新加坡汽柴油去库趋势不显著 .....	6
图表 9	国内地炼开工率显示出强劲的需求复苏 .....	6
图表 10	螺纹成交数据预示强劲的建设需求 .....	6
图表 11	ARA 汽柴油去库趋势不显著 .....	7
图表 12	ARA 汽柴油去库趋势不显著 .....	7
图表 13	我国是全球纺织服装的制造中心 .....	7
图表 14	乙二醇绝对库存偏高，边际在改善 .....	8
图表 15	PTA 绝对库存偏高，边际在改善 .....	8
图表 16	织机低开工，坯布库存持续偏高 .....	8
图表 17	低油价下 PTA 仍然遭遇全行业亏损 .....	8
图表 18	江浙织机开工率 .....	9
图表 19	纺织企业延续去库存的思路 .....	9
图表 20	水泥出货率指示国内建筑活动已经基本恢复正常 .....	9
图表 21	螺纹日度成交量 .....	10
图表 22	螺纹周度表观需求走势 .....	10
图表 23	重点电厂日耗指示工业生产基本恢复 .....	10
图表 24	汽车销售量边际有所好转 .....	10
图表 25	原油 2020 年分月供需平衡表（部分区域未在表格内列示，但总数均已计入） .....	10
图表 26	美国原油产量 .....	11
图表 27	美国原油产量增速与钻机数量的关系 .....	11
图表 28	布油、美油的期限结构 .....	12
图表 29	美-布价差重回高位意味着美国原油过剩严重 .....	12
图表 30	石化产业链主要产品季度均价环比涨跌情况 .....	12
图表 31	石化产业链上主要产品价差（季度均价） .....	13
图表 32	上海石化业务拆分表 .....	13

## 通胀跟踪：现实尚未启动，预期逐步升温

根据我们上一期报告《从大宗商品的角度看宽松货币下的通胀可能会如何展开》的结论，认为油价基本能代表通胀本身，铜油比则是衡量铜价对通胀通缩的反应程度，当下铜价在成本支撑下对油价呈现出了强大的韧性，后期铜油比将领先铜价的修复进程，只有当铜油比越过前期均值线+铜价继续上行才算通胀正式开启，是当下跟踪通胀的最佳指标。

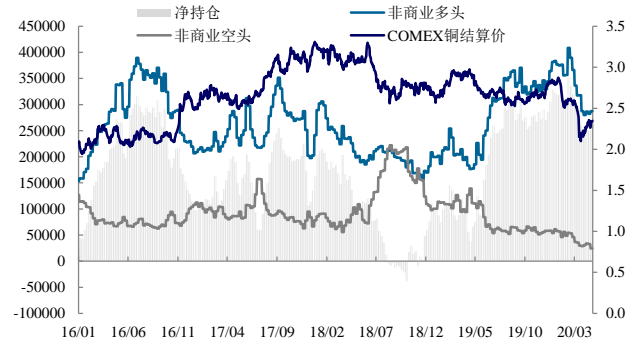
从当下的进度看，美元流动性问题已经基本消除，但美金铜的持仓并无明显变化，铜油比也未能修复到均衡值的水平，WTI原油2021年12月合约报32.11美金/桶靠近页岩油现金流成本，市场中通胀的现实尚未启动。

图表 1 TED 价差指引的美元流动性缓慢修复



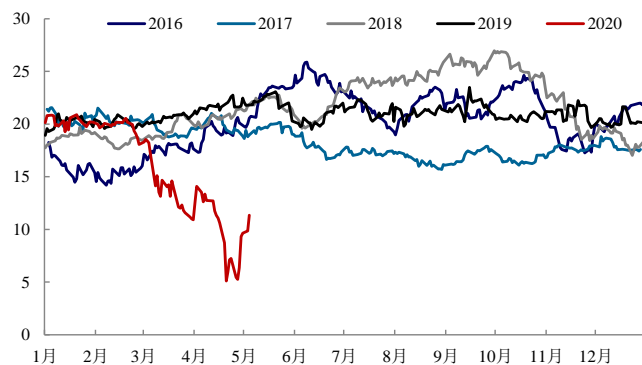
资料来源：wind、华创证券

图表 2 美金铜非商业多头持仓缓慢修复



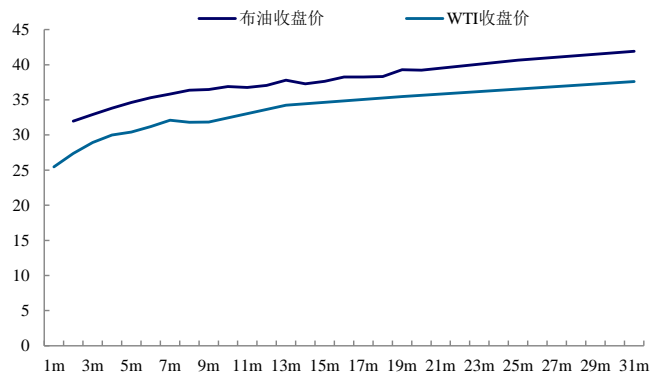
资料来源：wind、华创证券

图表 3 油铜比修复进度偏慢（IPE 原油/COMEX 铜）



资料来源：wind、华创证券

图表 4 美油远期曲线锚住在页岩油现金流成本



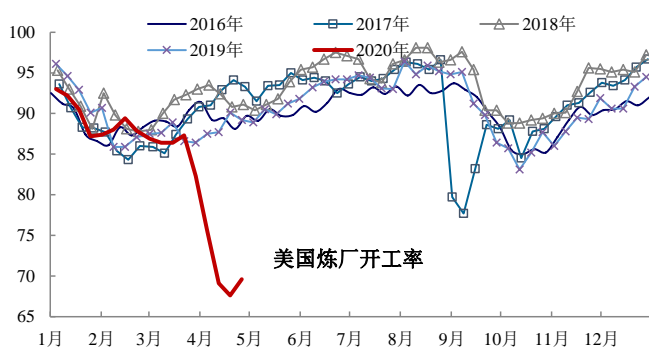
资料来源：wind、华创证券

## 一、需求跟踪：北美需求刚见底，国内需求已经正常化

### （一）成品油视角：北美需求企稳反弹，其他区域恢复特征不明显

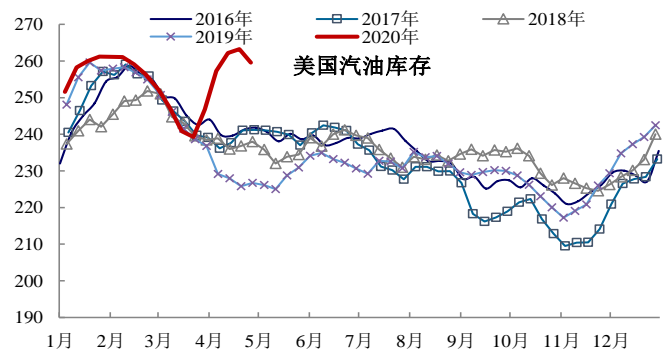
分大区看，以美国为代表的北美市场出现了炼厂投料量上升的背景下，汽油和煤油开始降低库存，意味着北美市场的需求已经开始触底反弹；以新加坡为代表的亚太区，汽柴油去库尚未出现，但其他指标说明中国区的需求已经基本恢复正常值；以ARA港口为代表的欧洲市场仍处于低迷状态，未有积极表现。整体而言，从微观数据看，全球总需求正在企稳反弹的进程中。

图表 5 美国炼厂开工率触底回升



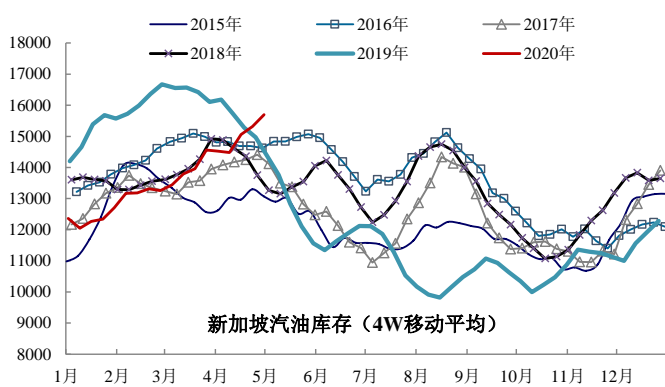
资料来源: wind、华创证券

图表 6 美国汽油开始去库



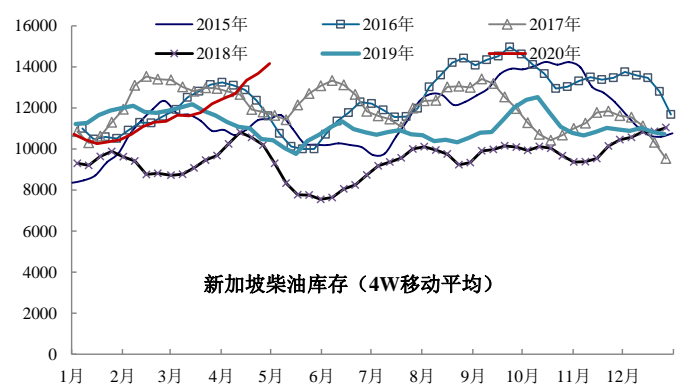
资料来源: wind、华创证券

图表 7 新加坡汽柴油去库趋势不显著



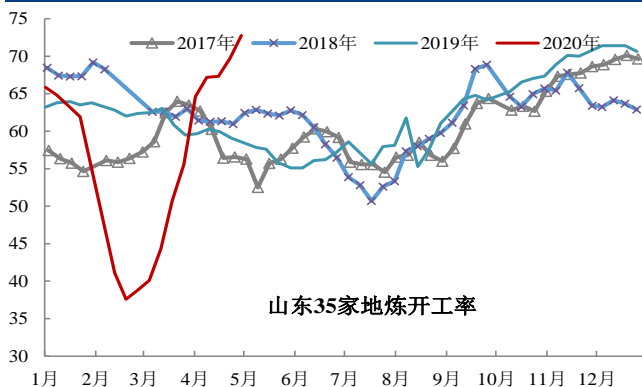
资料来源: wind、华创证券

图表 8 新加坡汽柴油去库趋势不显著



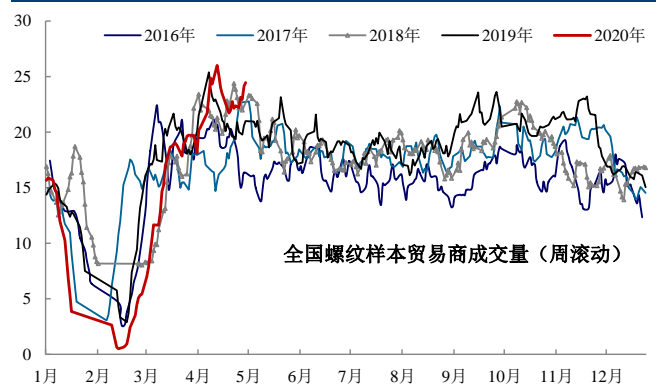
资料来源: wind、华创证券

图表 9 国内地炼开工率显示出强劲的需求复苏



资料来源: wind、华创证券

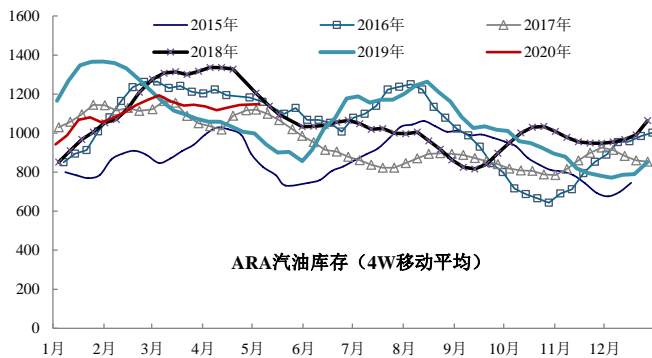
图表 10 螺纹成交数据预示强劲的建设需求



资料来源: wind、华创证券

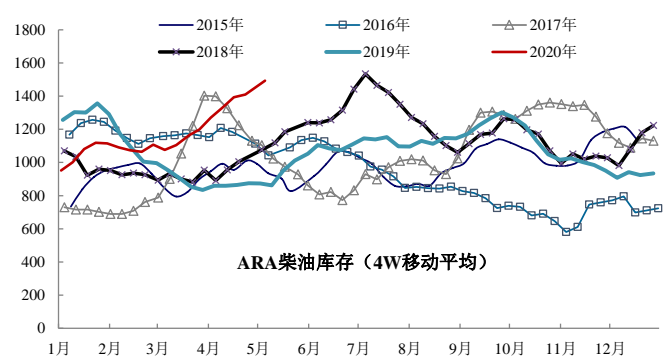


图表 11 ARA 汽柴油去库趋势不显著



资料来源: wind、华创证券

图表 12 ARA 汽柴油去库趋势不显著

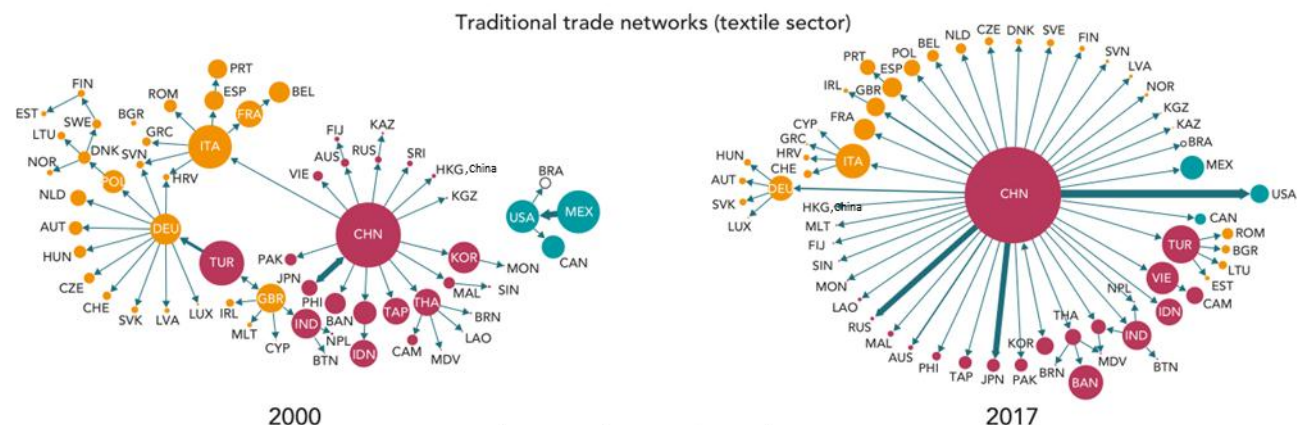


资料来源: wind、华创证券

## (二) 纺织视角: 织机复工缓慢复工, 进度偏慢

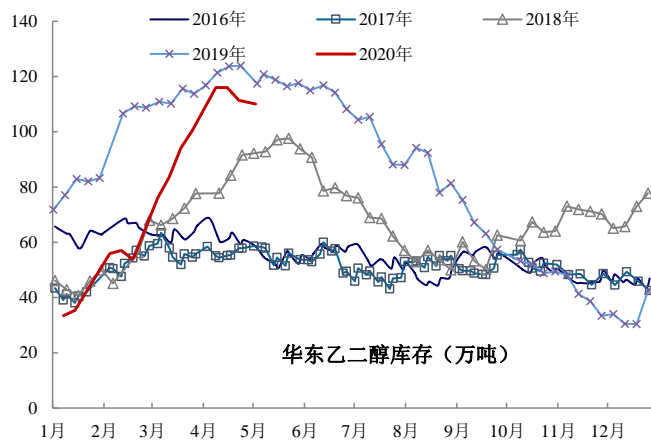
我国作为全球纺织服装产品的生产中心, 其原料的动销有效反应了全球纺织服装需求整体的恢复情况, 进而折射出可选消费品的恢复情况。从商品的角度, 对供需关系最为敏感的是价格或者说生产者利润, 间接指标则是库存。从库存的角度出发, 当下的 PTA、MEG 的库存都处于绝对高位, POY 和坯布的库存同比也居高不下, 指向供需关系恶劣的当下。从边际的角度出发, 随着聚酯工厂开工率的回升, PTA/MEG 库存见顶回落, 而下游织机继续维持低开工低采购, 导致聚酯大量积压在生产端, 下游掌握定价权的格局下导致越靠近上游的原料利润越低, 其中 PTA 的加工价差已经 700 元/吨的全行业亏损水平。在整体评估上, 将织机开工率作为评估指标, 截至 2020 年 4 月底该值为 51%, 距离 2015 年均值的 64% 仍有差距, 下游需求仍然较差, 且恢复进度偏慢。

图表 13 我国是全球纺织服装的制造中心



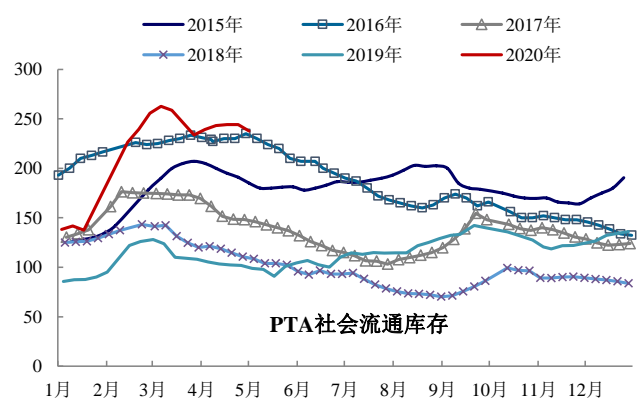
资料来源: Xin Li, Bo Meng, and Zhi Wang, "Recent patterns of global production and GVC participation", in World Bank and WTO, Global Value Chain Development Report 2019, 华创证券

图表 14 乙二醇绝对库存偏高，边际在改善



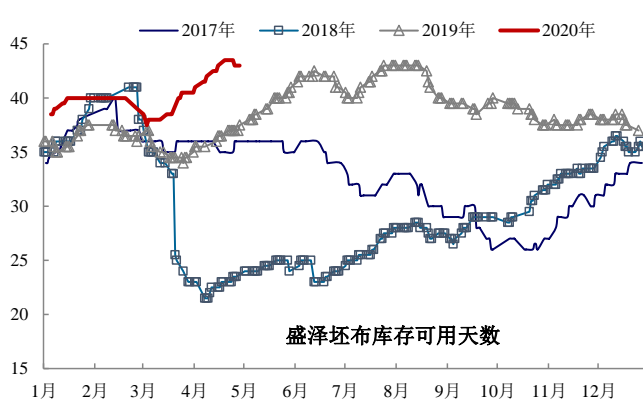
资料来源: wind、华创证券

图表 15 PTA 绝对库存偏高，边际在改善



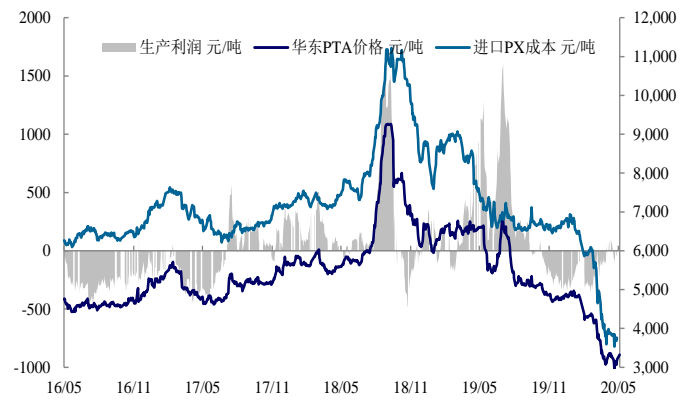
资料来源: wind、华创证券

图表 16 织机低开工，坯布库存持续偏高



资料来源: wind、华创证券

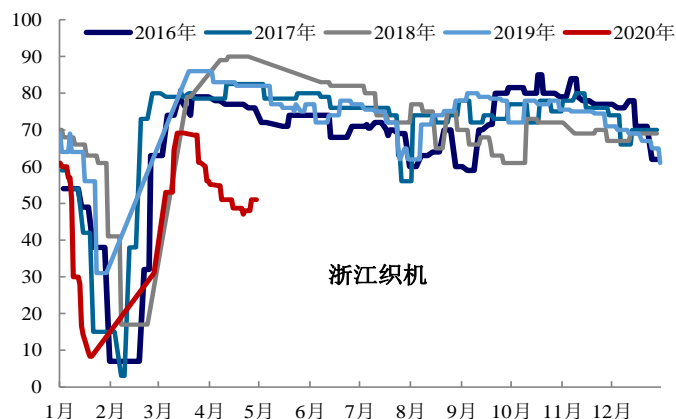
图表 17 低油价下 PTA 仍然遭遇全行业亏损



资料来源: wind、华创证券

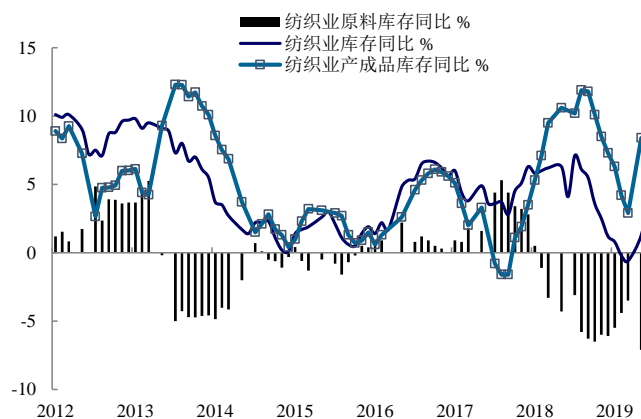


图表 18 江浙织机开工率



资料来源: wind、华创证券

图表 19 纺织企业延续去库存的思路



资料来源: wind、华创证券

### (三) 其他视角：国内工业生产、建筑活动全面回暖

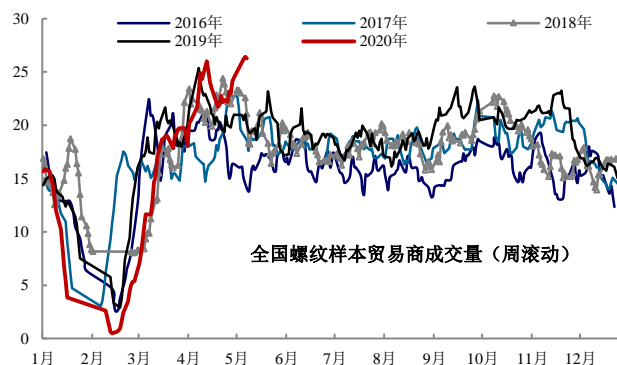
在国内的需求跟踪上，建筑活动的综合指标以水泥为最佳，该指标有效囊括了基建和地产需求，能综合表征建筑施工强度（螺纹钢成交需求数据可以有效辅助判断）。在工业生产端，火电作为电力供应的调峰部分，能有效地放大工业生产强度地变化；在消费端，汽车作为大宗、可选消费，能有效地反应人们消费能力和消费意愿地变化。综合三个指标，可以得出地明确结论在于，国内的建筑活动、工业生产已经转正，消费正在环比恢复进程中。

图表 20 水泥出货率指示国内建筑活动已经基本恢复正常



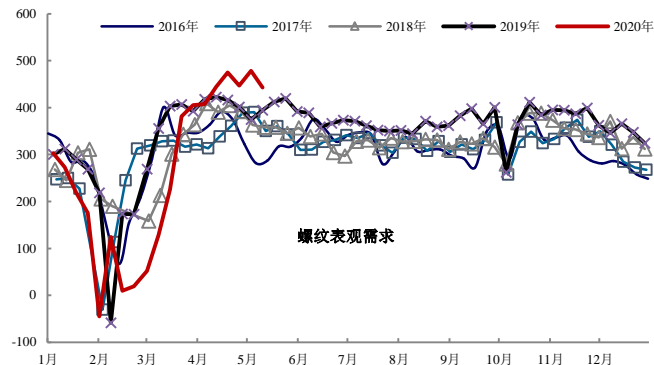
资料来源: wind、华创证券

图表 21 螺纹日度成交量



资料来源：钢联、华创证券

图表 22 螺纹周度表观需求走势



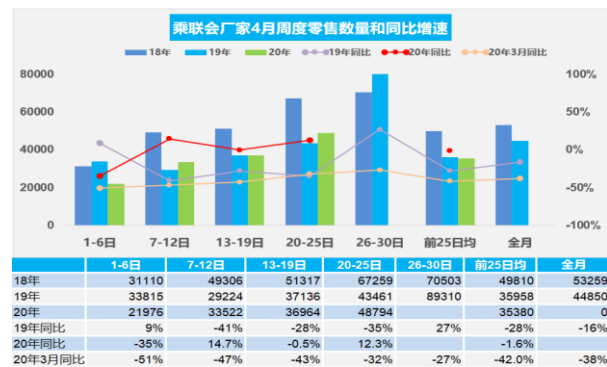
资料来源：钢联、华创证券

图表 23 重点电厂日耗指示工业生产基本恢复



资料来源：wind、华创证券

图表 24 汽车销售量边际有所好转



资料来源：wind、华创证券

### 三、投资建议：紧抱通胀条线，关注炼厂利润扩张

#### （一）油价持续修复，拥抱油价驱动标的物

按照之前报告众得测算，以 2018 年 10 月为基准，全球 2020 年 5-6 月产量主动+被动减产共计 1610 万桶/天，而需求端 5 月和 6 月同比依次下降 13% 和 7%，这意味着如果 OPEC+ 和非 OPEC 主动减产落实到位+伊朗利比亚和委内瑞拉增产无明显增产，全球原油将由 5 月转入供需平衡的阶段，如果需求环比恢复符合预期，6 月开始原油便开始出现供需偏紧的特征。

图表 25 原油 2020 年分月供需平衡表（部分区域未在表格内列示，但总数均已计入）

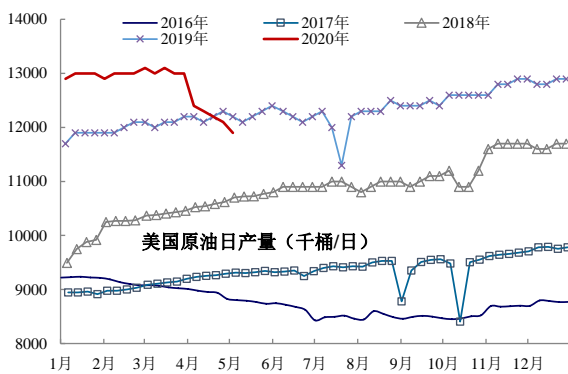
	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
OECD	33.0	33.0	32.8	31.5	27.5	27.5	28.2	28.2	28.2	28.2	28.2	28.2
U.S. (50 States)	20.4	20.3	20.3	19.4	16.4	16.4	16.9	16.9	16.9	16.9	16.9	16.9
Non-OECD	68.3	67.1	66.2	67.6	58.5	58.6	62.3	62.3	62.4	62.4	62.4	62.4
OPEC	33.8	33.0	32.7	33.6	28.4	28.4	31.4	31.4	31.4	31.4	31.4	31.4
Former Soviet Union	14.7	14.8	14.6	14.6	12.3	12.3	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8
Total World Supply	101.2	100.1	99.0	99.1	86.1	86.1	90.5	90.6	90.6	90.6	90.7	90.6

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
OECD	45.8	45.8	41.8	36.4	38.4	42.4	44.6	46.1	46.2	46.6	46.5	46.8
U.S. (50 States)	19.9	19.9	19.3	15.7	17.0	18.5	19.5	20.1	19.7	20.2	20.0	19.8
Europe	13.2	13.7	11.1	10.7	11.1	12.8	13.4	13.8	14.4	14.3	14.0	13.8
Non-OECD	52.4	49.9	47.6	47.2	48.6	51.1	52.3	52.9	54.0	53.3	54.4	55.1
Eurasia	4.6	4.9	4.8	4.4	4.5	4.8	5.0	5.1	5.0	4.8	5.1	5.2
China	14.4	11.3	11.2	12.9	12.9	13.6	14.3	13.9	14.9	14.1	15.0	15.5
<b>Total World Consumption</b>	<b>98.2</b>	<b>95.7</b>	<b>89.4</b>	<b>83.6</b>	<b>87.1</b>	<b>93.5</b>	<b>96.9</b>	<b>98.9</b>	<b>100.2</b>	<b>99.8</b>	<b>101.0</b>	<b>101.8</b>
<b>Inventory Net Withdrawals</b> (million barrels per day)	<b>(3.0)</b>	<b>(4.4)</b>	<b>(9.6)</b>	<b>(15.4)</b>	<b>1.0</b>	<b>7.3</b>	<b>6.4</b>	<b>8.4</b>	<b>9.5</b>	<b>9.2</b>	<b>10.3</b>	<b>11.2</b>

资料来源：EIA、华创证券（注：以EIA4月供需平衡表为基础，我们已经将5-6月和7-12月减产额度计入）

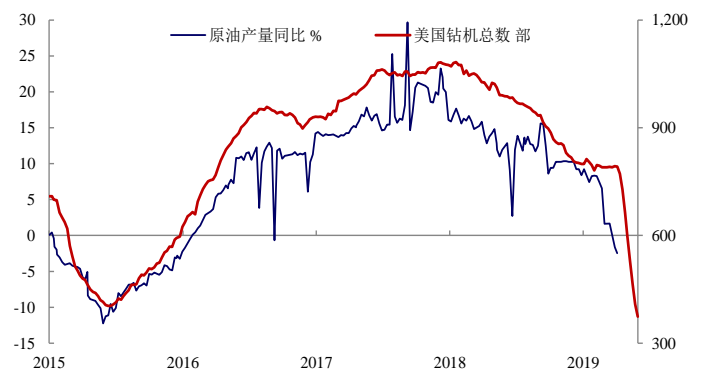
在高频数据观测上，美国钻机活跃数量连续9周回落，从3月初高点的793部下滑至5月第一周的374部，跌幅高达53%。按照钻机活跃度对产量的领先关系，美国原油同比增速将在当前-2%的水平上持续回落。

图表 26 美国原油产量



资料来源：EIA、华创证券

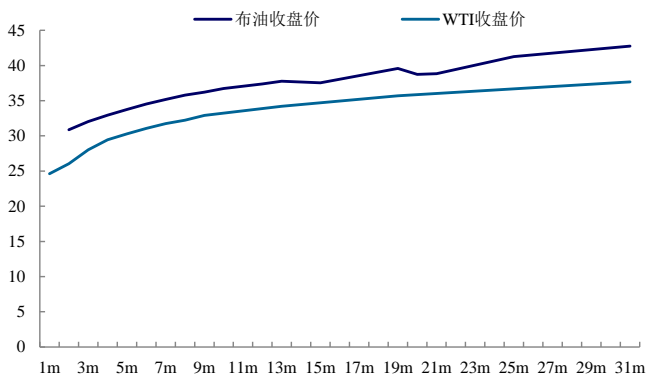
图表 27 美国原油产量增速与钻机数量的关系



资料来源：EIA、华创证券

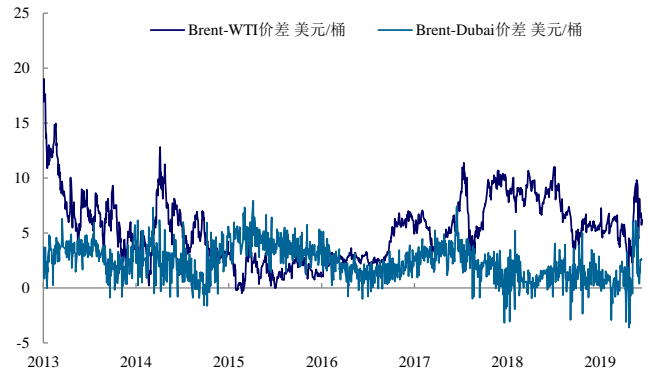
在产量端，美国原油产量已经从2月底的高点减产120万桶/天至1190万桶/天，距离我们测算的假设值230万桶/天还有110万桶/天的空间，减产进度推进较快，整体在预期内运行。通过行业成本曲线和概率统计的角度，我们仍然偏向于认为35美元/桶以下的布油价格属于非稳态的，背后的机理在于35美元/桶的价格下，主要原油生产商都会面临难以盈亏平衡的问题，该油价对应的供应量难以满足需求量。在近期的价格运行中，期限结构显著走平，2020年12月合约美油锚在页岩油现金流成本附近，表达需求边际好转+远期需求不乐观的市场预期，即认为在1年甚至更长的时间尺度内油价仍将在中低位运行。

图表 28 布油、美油的期限结构



资料来源: wind, 华创证券

图表 29 美-布价差重回高位意味着美国原油过剩严重



资料来源: wind, 华创证券

在成品油市场中, 美国汽油开始逐步去库, 但燃料油库存仍然高速累积, 欧洲成品油累库则仍在加速, 亚太区的新加坡和日本汽油库存也在持续累积, 全球成品油需求转好的特征并不显著。虽然成品油尚未出现全球性的需求回暖, 但美国和中国的炼厂开工率却都在回升, 中国山东地炼开工率甚至已经同比显著正增长, 作为全球两大原油消费大国, 其对原油需求修复的推动作用不容忽视, 意味着需求低点大概率已经过去。

从市场的价格表达中, 2020 年 12 月美油合约锚在页岩油现金流成本附近, 远月美油合约停在页岩油盈亏平衡线以下, 表达出对远期需求和减产联盟的紧密合作决心的担忧, 即市场偏向于认为油价在 1 年乃至更长的时间尺度内会在中低水平上运行。在我们的测算中, 自 5 月开始, 减产联盟履约进度正常, 需求在中美炼厂的推动下边际修复, 原油供需逐步转向平衡, 布油价格将逐步告别 35 美元/桶的非稳态低油价, 考虑到期货活跃提前于其交割月份结束交易的原因, 我们将预期调整为 6 月底结束交易的布油 08 合约将以 35 美元/桶以上的价格结束。

## (二) 炼油厂利润扩张, 值得关注

石化产业链有采油、炼油和化工三个环节, 受油价剧烈下跌冲击最为严重的环节当属采油, 受疫情冲击最为严重的当属航空和纺织服装, 航煤和聚酯因此都存在产销率较低的问题, 对炼油厂的冲击以一次性存货减值损失为主。

图表 30 石化产业链主要产品季度均价环比涨跌情况

环比涨跌	布油	汽油	柴油	煤油	燃料油	混合芳烃	LPG	石脑油	PX	PTA	MEG	POY	甲醇	丙烯	聚丙烯	丙烯酸
2016Q1	-20%	-13%	-16%	-19%	-26%	-15%	-18%	-21%	-3%	-5%	8%	2%	-3%	9%	-2%	5%
2016Q2	34%	2%	3%	25%	16%	4%	-7%	18%	7%	7%	0%	1%	3%	16%	5%	11%
2016Q3	2%	-3%	5%	2%	12%	-4%	-5%	-5%	2%	0%	2%	5%	0%	10%	13%	2%
2016Q4	10%	8%	24%	14%	11%	16%	33%	21%	4%	6%	22%	12%	33%	9%	7%	37%
2017Q1	10%	11%	-5%	7%	31%	10%	20%	13%	10%	9%	17%	10%	18%	5%	2%	27%
2017Q2	-8%	0%	-2%	-7%	-1%	-1%	-15%	-11%	-9%	-10%	-16%	-10%	-18%	-11%	-11%	-30%
2017Q3	2%	-6%	0%	2%	-20%	-5%	0%	2%	-1%	8%	17%	9%	6%	12%	8%	20%
2017Q4	17%	11%	26%	15%	26%	8%	27%	24%	7%	5%	1%	5%	20%	6%	7%	-10%
2018Q1	5%	16%	-11%	5%	16%	3%	-11%	-3%	4%	5%	4%	0%	2%	1%	1%	3%
2018Q2	12%	2%	10%	9%	6%	5%	-2%	11%	3%	-1%	-3%	4%	-2%	1%	-1%	0%
2018Q3	8%	11%	12%	7%	6%	6%	20%	9%	28%	34%	2%	19%	3%	11%	6%	11%
2018Q4	-8%	-6%	0%	-5%	6%	-4%	-7%	-16%	-3%	-10%	-17%	-14%	-10%	-5%	5%	-1%
2019Q1	-9%	-12%	-16%	-9%	-13%	-14%	-10%	-8%	-7%	-5%	-19%	-9%	-14%	-13%	-10%	-6%
2019Q2	10%	-3%	7%	5%	1%	-3%	-1%	5%	-15%	-5%	-12%	-3%	-4%	-5%	-4%	-6%
2019Q3	-8%	1%	5%	-1%	3%	5%	-14%	-7%	-8%	-10%	3%	-4%	-9%	9%	1%	-9%
2019Q4	3%	2%	1%	0%	-10%	2%	21%	16%	-1%	-12%	5%	-11%	-3%	-9%	2%	5%
2020Q1	-21%	-9%	-9%	-24%	-6%	-14%	-1%	-23%	-14%	-13%	-10%	-5%	1%	-9%	-11%	0%
2020Q2	-61%	-21%	-17%	-61%	-31%	-29%	-30%	-55%	-33%	-24%	-23%	-25%	-20%	-8%	-5%	-11%

资料来源: wind, 华创证券

图表 31 石化产业链上主要产品价差（季度均价）

价差	汽油-布油	柴油-布油	煤油-布油	燃油-布油	混合芳烃-布油	LPG-布油	石脑油-布油	PX-石脑油	PTA-PX	丙烯-布油	丙烯-甲醇	丙烯酸-丙烯	聚丙烯-甲醇	聚丙烯-丙烯	长丝模拟利润	模拟炼厂利润
2015Q1	293	328	328	-580	1,613	1,038	116	1,619	1,109	3,740	668	66	2,128	1,460	1,077	470
2015Q2	911	82	82	-683	2,041	410	130	1,807	1,133	3,604	-39	-352	1,722	1,762	872	568
2015Q3	550	309	309	-642	2,142	497	94	1,829	1,018	3,129	31	-122	1,896	1,865	780	574
2015Q4	764	664	664	-698	2,196	968	343	1,785	1,138	1,983	-864	-481	1,472	2,335	660	818
2016Q1	546	396	396	-641	1,983	828	256	2,164	1,028	2,774	-321	-143	1,497	1,819	851	620
2016Q2	73	-73	-73	-1,046	1,561	80	34	2,098	1,084	2,921	236	147	1,618	1,382	707	184
2016Q3	-92	45	45	-943	1,346	-76	-121	2,310	998	3,401	767	-391	2,445	1,678	974	126
2016Q4	13	716	716	-1,036	1,694	418	98	2,027	1,118	3,674	-342	1,244	1,352	1,694	1,135	492
2017Q1	247	226	226	-823	1,863	770	177	2,163	1,194	3,751	-1,198	3,160	289	1,487	1,144	444
2017Q2	474	345	345	-626	2,036	448	69	2,034	1,032	3,227	-577	1,004	809	1,386	1,151	546
2017Q3	139	287	287	-1,055	1,775	402	62	1,927	1,405	3,865	-260	1,917	1,003	1,263	1,118	378
2017Q4	213	977	977	-1,094	1,707	788	260	1,620	1,413	3,851	-1,169	644	239	1,408	1,241	675
2018Q1	898	253	253	-937	1,687	233	21	1,922	1,521	3,751	-1,261	765	199	1,460	976	534
2018Q2	656	356	356	-1,185	1,530	-206	3	1,704	1,390	3,450	-1,002	814	290	1,292	1,354	449
2018Q3	1,085	732	732	-1,310	1,568	188	71	2,847	2,045	3,924	-533	1,256	475	1,008	1,375	717
2018Q4	988	1,060	1,060	-832	1,644	213	-244	3,292	1,498	3,868	-65	876	1,728	1,793	1,062	797
2019Q1	501	389	389	-860	1,256	159	-182	3,085	1,519	3,236	40	1,192	1,814	1,774	966	387
2019Q2	208	627	627	-1,083	944	-68	-246	2,089	1,937	2,775	-29	1,046	1,819	1,849	1,171	319
2019Q3	541	1,155	1,155	-750	1,454	-293	-194	1,855	1,675	3,601	1,125	288	2,507	1,382	1,349	676
2019Q4	545	1,113	1,113	-1,082	1,478	237	205	1,320	1,111	2,921	724	536	2,832	2,108	984	736
2020Q1	751	1,297	1,297	-507	1,514	910	117	1,452	971	3,049	78	1,224	1,884	1,806	1,310	906
2020Q2	1,225	2,012	2,012	435	1,902	1,468	219	1,570	1,003	4,176	713	729	2,630	1,916	909	1,424

资料来源：wind、华创证券

若将上海石化当成一座上下游深度一体化的炼油厂，通过拆解其在不同油价中的吨加工量利润表现可以发现，在油价快速下跌的 2015 年和 2016 年，炼厂吨加工量净利中枢显著抬升，这一现象在上文的价格跟踪中再次出现，烯烃条线、聚酯条线、芳烃中间品价格跌幅显著低于原料油价格跌幅，而成品油触发地板价跌幅也相对较小，炼厂利润中枢抬升成为亮点。

图表 32 上海石化业务拆分表

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
原油加工量，万吨	1,119	1,567	1,417	1,480	1,430	1,435	1,438	1,520
原材料成本	6075	5371	5041	2804	2236	2931	3936	3757
原油	4962	4569	4203	2189	1621	2293	3211	3097
辅料	1113	801	837	615	614	639	725	660
折旧及摊销	146	133	132	112	109	97	102	93
职工工资等	125	108	117	106	111	118	130	137
其他	279	101	36	122	14	68	51	106
合计	6625	5713	5325	3144	2469	3214	4219	4093
吨毛利	616	949	842	1390	1537	1545	1429	1081
营业税金及附加	517	637	663	927	832	888	840	804
三费	284	194	240	232	218	198	199	177
其他	(4)	(35)	3	(53)	(57)	(88)	(79)	(74)
吨利润总额	(182)	153	(65)	284	543	547	469	175
所得税	(45)	24	(15)	63	126	118	102	28
吨净利	(136)	129	(49)	222	417	429	367	146

资料来源：wind、华创证券

## 大宗组团队介绍

副所长、大宗组组长：任志强

上海财经大学经济学硕士。曾任职于兴业证券。2017 年加入华创证券研究所。2015 年-2017 年连续三年新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

研究员：张文龙

上海交通大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com



## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

**强推:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
**推荐:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
**中性:** 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
**回避:** 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

**推荐:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
**中性:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
**回避:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500