

石油石化

行业研究/专题报告

估值修复可期，建议关注油服及 PDH 板块

专题研究报告/石油石化

2019 年 05 月 11 日

报告摘要：

● 油价：预计2020年布油中枢在40美元/桶左右

2019 年全年国际油价总体变化不大。截止 12 月 31 日，布伦特原油期货结算价 66.00 美元/桶，较年初提高 11.09 美元/桶 (20.20%)；WTI 原油期货结算价为每桶 61.06 美元/桶，较年初提高 14.52 美元/桶 (31.20%)。2020 年受疫情影响及供给过剩，油价大幅下跌。展望后市，我们判断国际油价在需求回暖、协议减产等背景下全年有望保持中位运行，预计布伦特中枢在 40 美元/桶左右。

● 业绩：19 年石化板块营收增速放缓，净利下滑

受益于国际油价中枢的上移，2019 年石化板块营收保持增长，2019 年年报营业收入达到 63917 亿元，同比增长 3%；实现归母净利润 1369 亿，同比下降 4%。2020 年 Q1 营收同比减少主要是由于全球疫情原因且 2020 年 Q1 油价较低；归母净利润为-313.94 亿，同比下滑-203.14%，主要是由于第一季度油价暴跌导致利润下降。

石油开采：2019 年营收实现同比增长，但增速有一定的回落。2020 年 Q1 营收下降，降幅在 20% 左右，净利润增速同比下降近 300%。

石油化工：2019 年石油化工板块的营收创五年高点，主要是受益于现行的产品定价机制以及 2019 年油价上涨库存收益的增加。2020 年 Q1 受到油价下跌影响，营收明显下降，净利润受库存损失影响暴跌。

油田服务：受益于石油公司资本开支增加带来的项目订单增长，油田服务行业底部复苏，最近两年不仅收入增长，净利润也实现扭亏为赢，2019 年实现归母净利润 64 亿，同比增长 104%。2020 年 Q1 净利润虽然只有 5 亿，但增速达到 108%，盈利势头良好。

● 估值：处于相对低位，未来有望得到修复

年初至今沪深300指数涨幅为9.64%，中信石油石化涨幅为4.28%，涨幅落后于沪深300指数，在中信一级30个行业中排名第29位，属于相对滞涨行业。石油石化当前PE-TTM为26.45，高于10年中位数17.02；PB为0.86，低于10年中位数1.33，估值处于相对低位，未来有望得到修复。

● 投资建议

展望2020年Q2，油价再继续下跌的概率较低，我们判断以布伦特40美元/桶为中枢震荡为主。预计Q2油价低于去年同期水平，上游石油开采和中游石油化工Q2业绩同比下降，而油田服务业务主要受益于石油公司资本开支的增加，受油价短期波动影响较小，建议关注中海油服、海油工程。PDH盈利持续向好，建议关注卫星石化、东华能源。

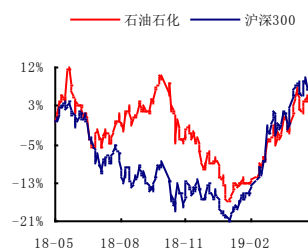
● 风险提示

国际油价大跌，石油公司资本开支下滑。

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号：S0100516120001

电话：0755-22662010

邮箱：yangkan@mszq.com

相关研究

1 《行业投资策略:关注业绩拐点向上的油服及石油工程板块》20190630

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		5月8日	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
601808	中海油服	13.02	0.52	0.88	1.07	24.8	14.8	12.1	推荐
600583	海油工程	5.04	0.01	0.23	0.32	504.0	22.0	15.6	推荐
002648	卫星石化	14.16	1.20	1.44	2.51	11.8	9.9	5.7	推荐
002221	东华能源	9.95	0.70	0.93	1.33	14.2	10.6	7.5	推荐

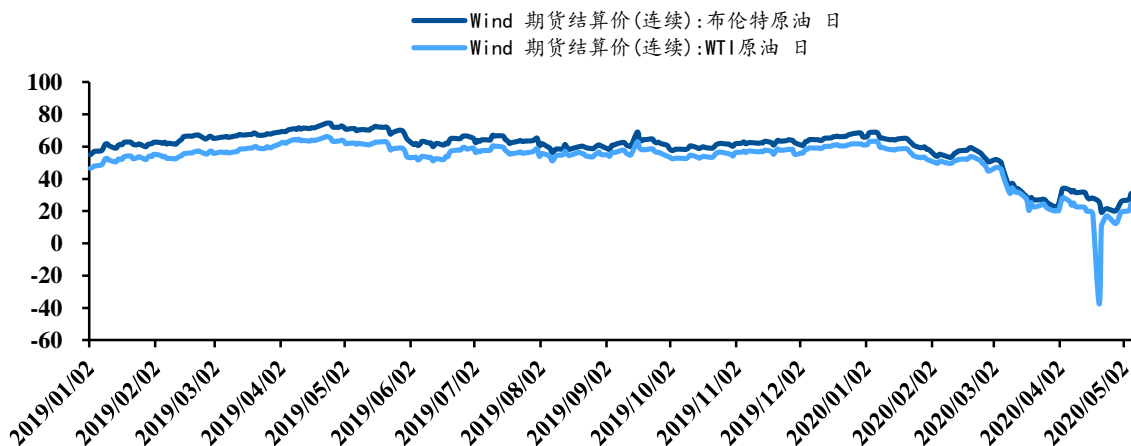
资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

一、油价：国际油价 19 年前高后低，20 年 Q2 暴跌	4
（一）丙烷脱氢制丙烯（PDH）：盈利持续向好	4
（二）PX-PTA-长丝产业链：盈利短期承压	6
二、业绩：19 年石化板块营收增长 3%，净利下滑 4%；20 年 Q1 营收下滑 17%，净利润下滑 203%.....	6
（一）石油开采：19 年营收增速下滑，净利润负增长 13%	8
（二）石油化工：19 年营收增长 3%，净利润下滑 3%	9
（三）油田服务：行业底部复苏，营收、净利润高速增长	10
三、估值：处于相对低位，未来有望得到修复.....	12
四、投资建议	13
五、风险提示	13
插图目录	14
表格目录	14

一、油价：国际油价 19 年前高后低，20 年 Q2 暴跌

图 1：2019 年至今国际油价走势



资料来源：wind，民生证券研究院

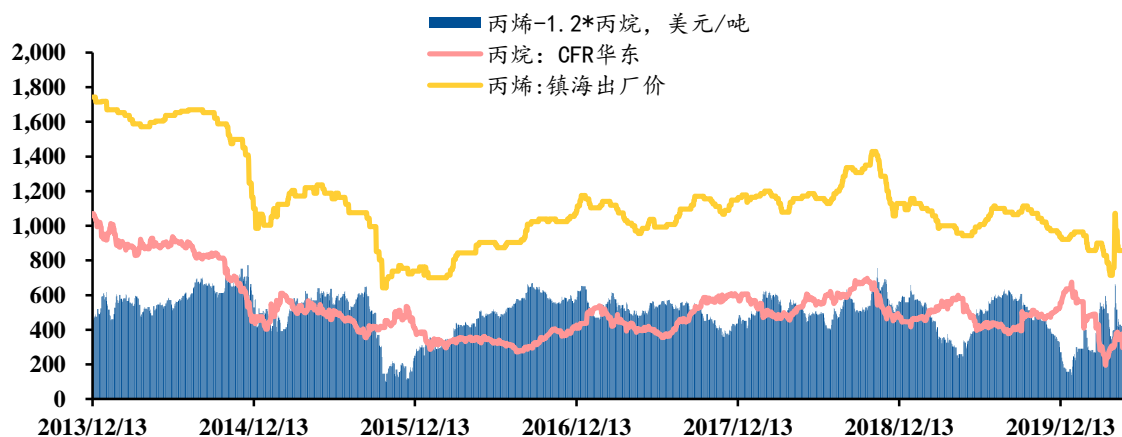
2019 年全年国际油价总体变化不大。截止 12 月 31 日，布伦特原油期货结算价 66.00 美元/桶，较年初提高 11.09 美元/桶（20.20%）；WTI 原油期货结算价为每桶 61.06 美元/桶，较年初提高 14.52 美元/桶（31.20%）。

进入 2020 年，国际油价在产油国联盟的恶性竞争及疫情影响下大幅暴跌，一季度 WTI 累计下跌 20%；布伦特一季度累计下跌 19%。展望后市，我们判断国际油价在需求回暖、协议减产等背景下全年有望保持中位运行，预计布伦特中枢在 40 美元/桶左右。

（一）丙烷脱氢制丙烯（PDH）：盈利持续向好

近年来丙烷丙烯价差持续维持较高的水平，PDH 盈利能力持续向好。2013 年至今，丙烯-1.2*丙烷价差的均值为 499 美元/吨，最大值 773 美元/吨，最小值 99 美元/吨。

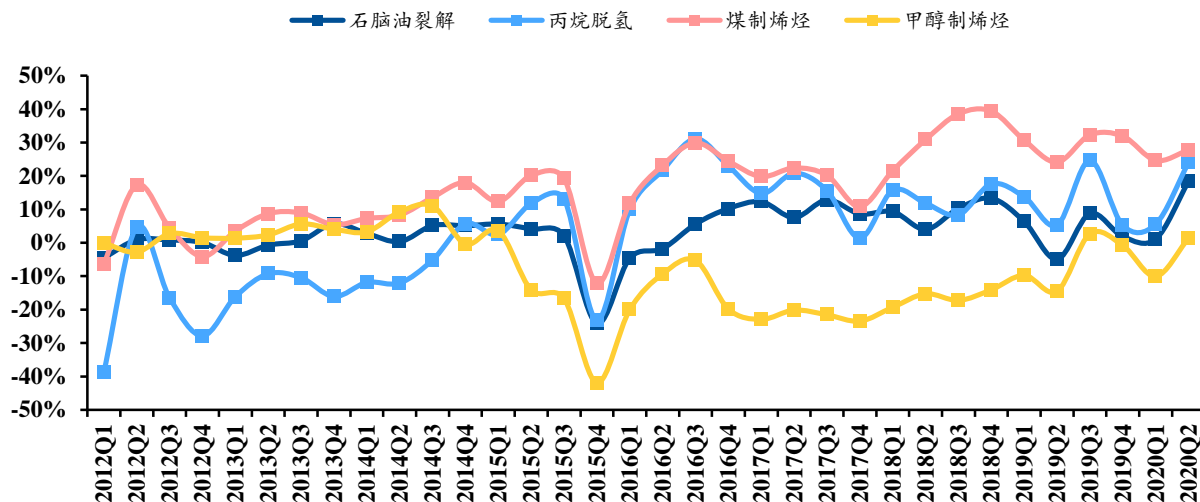
图 2：丙烷丙烯价差走势图，美元/吨



资料来源：wind，民生证券研究院

从吨丙烯毛利率角度看，PDH 路线毛利率水平持续向好。从历史数据看，2014 年之后，随着页岩油气革命带来的增量丙烷供给，PDH 路线丙烯毛利率开始优于石脑油和甲醇路线。过去 5 年 PDH 路线的平均毛利率水平为 15%。

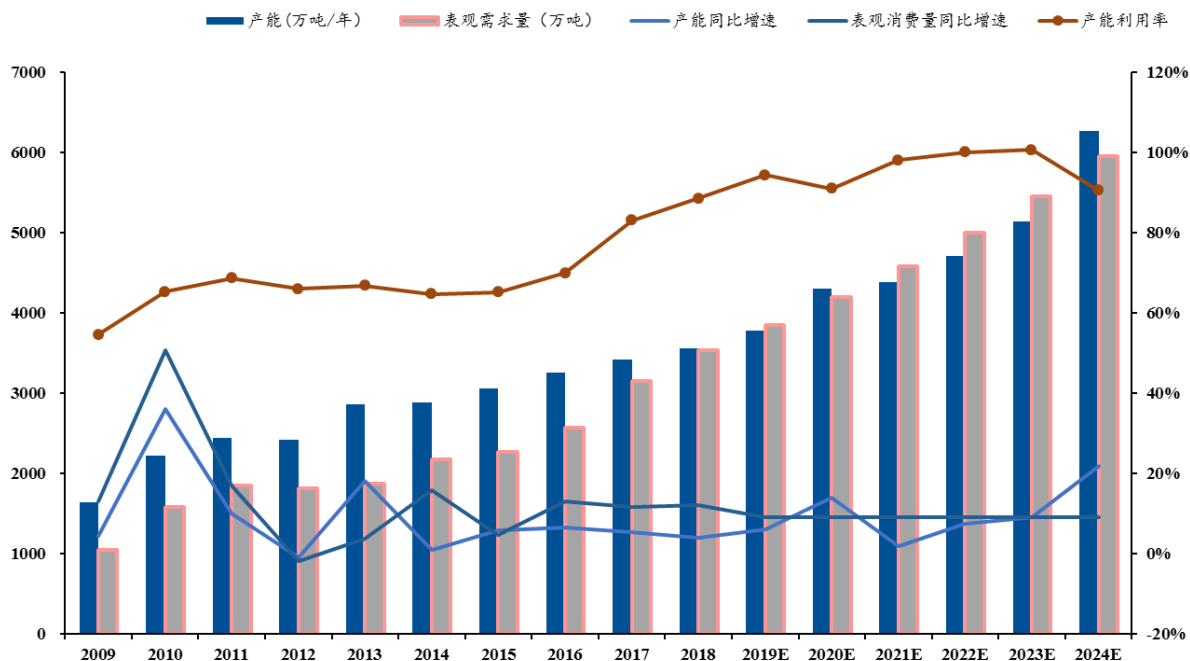
图 3：四种路线丙烯毛利率对比图，%



资料来源：wind，民生证券研究院

从供需格局看，丙烯未来供需格局持续向好，盈利有望维持高景气度。2018 年我国丙烯产能 3560 万吨，产量 3148 万吨，进口 284 万吨，表观消费量 3527 万吨。2007 年至今表观消费量同比平均增速为 11.6%。假设未来每年表观消费量同比增速为 9.1%（ $11.6\% \times 80\%$ ，保守按照 80% 计算），根据主要公司产能投放进度来计算产能增长，由此计算得到未来 5 年国内丙烯产能利用率将明显保持在较高水平（平均为 96%）。

图 4：未来 5 年丙烯供需格局走势图

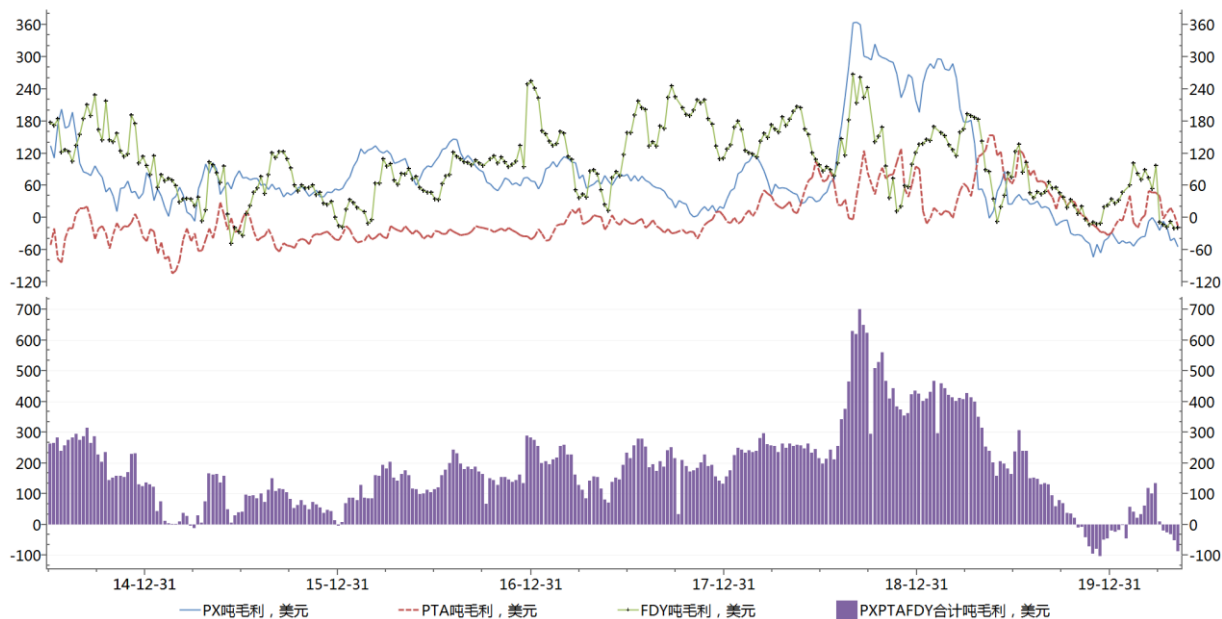


资料来源: wind, 民生证券研究院

(二) PX-PTA-长丝产业链: 盈利短期承压

从产业链吨毛利的角度看, PX-PTA-长丝产业链吨毛利受到下游纺服需求不景气影响较大, 全产业链亏损出现。未来 PX, PTA 供给宽松, 盈利将向下游长丝转移。

图 5: PX-PTA-FDY 吨毛利走势图, 美元/吨

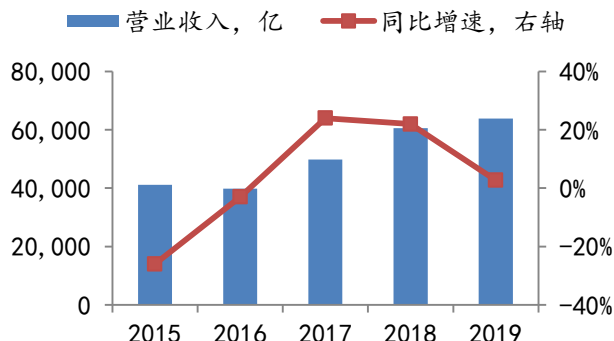


资料来源: wind, 民生证券研究院

二、业绩: 19 年石化板块营收增长 3%, 净利下滑 4%; 20 年 Q1 营收下滑 17%, 净利润下滑 203%

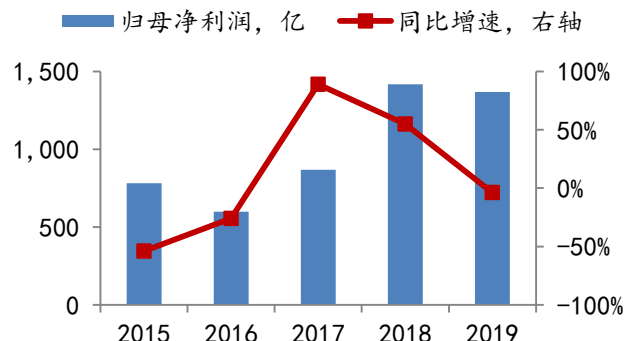
根据中信一级行业分类, 石油化工板块共 50 家上市公司。受益于国际油价中枢的上移, 2019 年石化板块营收保持增长, 2019 年年报营业收入达到 63917 亿元, 同比增长 3%; 实现归母净利润 1369 亿, 同比下降 4%。2020 年 Q1 营收同比减少主要是由于全球疫情原因, 且 2020 年 Q1 油价走低; 归母净利润为 -313.94 亿, 同比下滑 -203.14%。

图 6：石化板块近 5 年营收及增长率



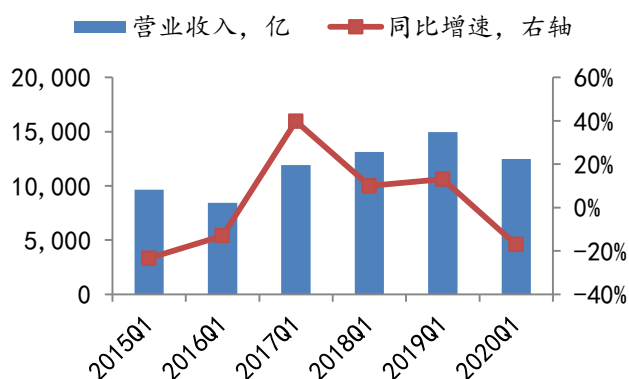
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：石化板块近 5 年归母净利润及增长率



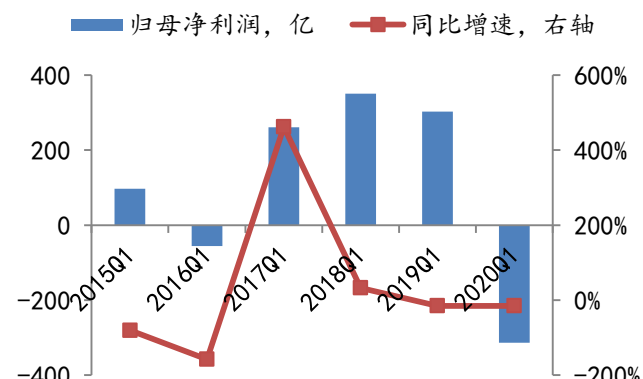
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：石化板块 Q1 营收及增长率



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：石化板块 Q1 归母净利润及增长率



资料来源：Wind，民生证券研究院

2020 年之前，石化板块的毛利率和净利率在相对稳定，2016-2019 由于国际油价稳定，企业的营业收入增幅较大，但成本增加更高，毛利率有所降低。同时随着国际油价的上涨，以中国石油和中国石化为代表的两桶油资本开支增加提高，资产负债率也随之增加。2020 年由于油价暴跌，毛利率和净利率均有所下降。

图 10：石化板块毛利率及净利率

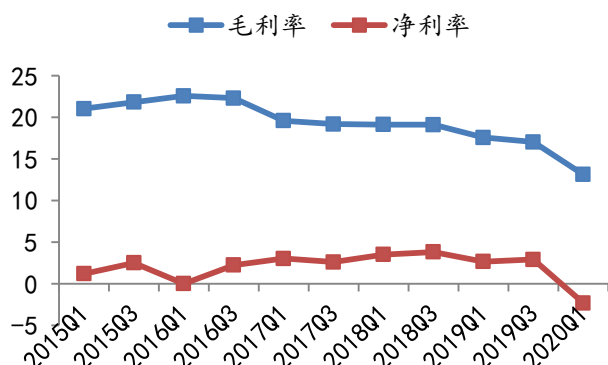
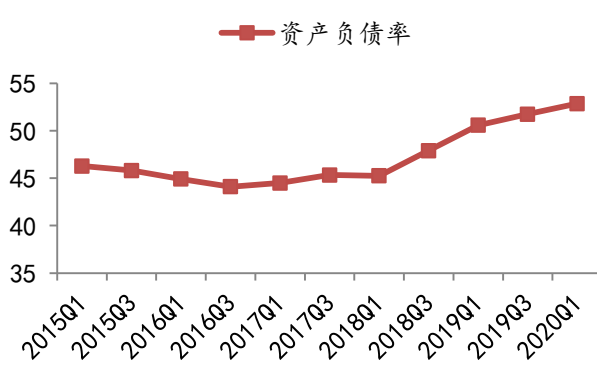


图 11：石化板块资产负债率



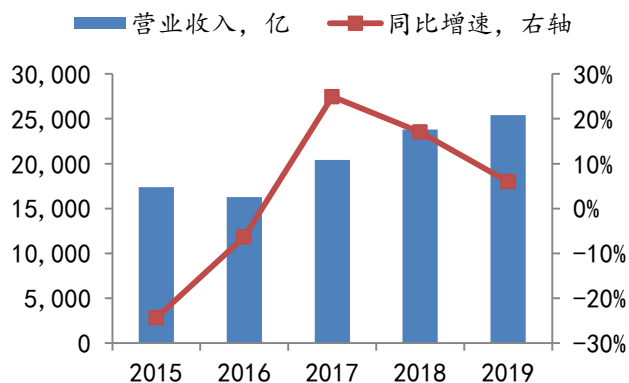
资料来源: Wind, 民生证券研究院

资料来源: Wind, 民生证券研究院

(一) 石油开采: 19 年营收增速下滑, 净利润负增长 13%

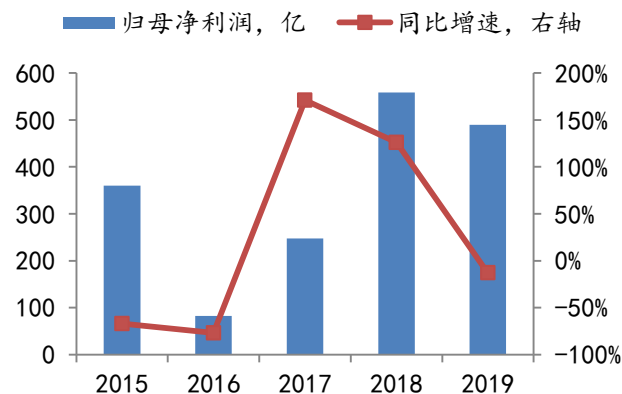
石化行业的上游石油开采板块 2019 年营收实现同比增长, 但增速有一定的回落。2020 年 Q1 营收下降, 降幅在 20% 左右, 净利润增速同比下降近 300%。石油开采板块对油价的弹性最强, 随着油价中枢的逐步上移, 该板块业绩有望继续保持增长态势。

图 12: 石油开采近 5 年营收及增长率



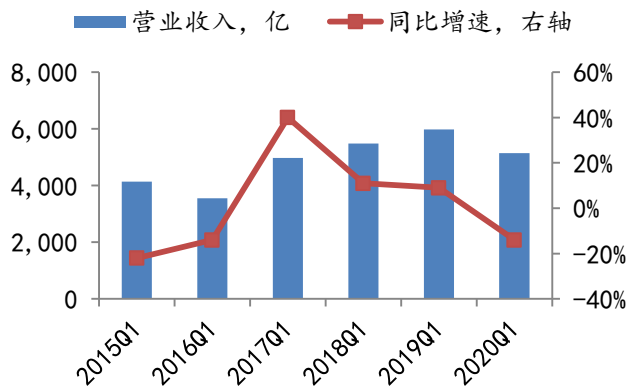
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 13: 石油开采近 5 年归母净利润及增长率



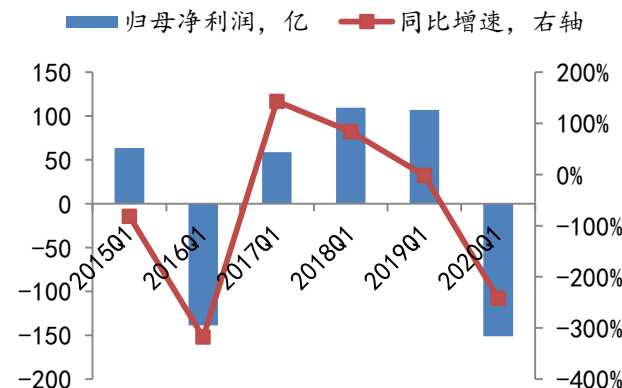
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 14: 石油开采 Q1 营收及增长率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 15: 石油开采 Q1 归母净利润及增长率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

根据中信石化行业分类, 石油开采共有 5 家上市公司, 2019 年业绩均为正值, 2020 年 Q1 新潮能源、广汇能源、蓝焰控股实现盈利, 中国石油和洲际油气出现亏损。2019 年净利润增速最快的为新潮能源 (79%), 2020 年 Q1 净利润也是新潮能源 (560%)。

表 1: 中信行业分类石油开采净利润及增速

证券代码	证券简称	19 年归母净利润 (百万元)	19 年同比增速 (%)	20 年 Q1 归母净利润 (百万元)	20 年 Q1 同比增速 (%)
600256.SH	广汇能源	1,602	-8	259	-42
600759.SH	洲际油气	59	-15	-38	-654
601857.SH	中国石油	45,677	-14	-16,234	-258

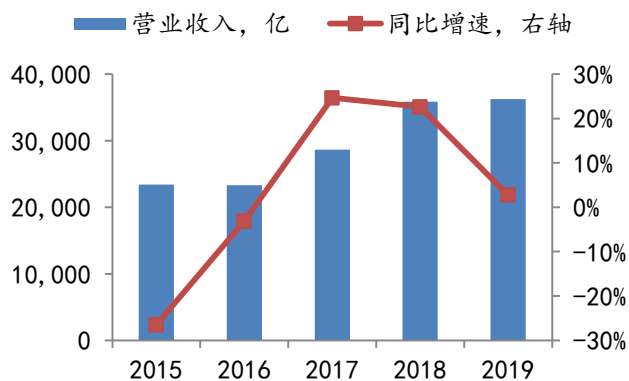
600777.SH	新潮能源	1078	79	749	560
000968.SZ	蓝焰控股	557	-18	100	-21

资料来源: Wind, 民生证券研究院

(二) 石油化工: 19 年营收增长 3%, 净利润下滑 3%

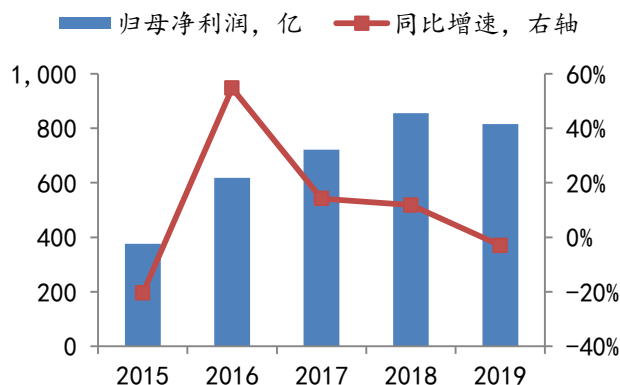
石油化工业务处在整个石化产业链的中下游, 油价处在上升区间时行业景气度较高。除了能够赚取稳定的加工费用以外, 库存收益的增加会显著放大企业的利润, 反之油价下跌时企业业绩也会迅速减少甚至加剧亏损。当前石油化工行业处在周期的景气低点, 未来随着油价继续走高, 该板块的业绩将出现增长。2019 年石油化工板块的营收创五年高点, 主要是受益于现行的产品定价机制以及 2019 年油价上涨库存收益的增加。2020 年 Q1 受到油价下跌影响, 营收明显下降, 净利润受库存损失影响暴跌。

图 16: 石油化工近 5 年营收及增长率



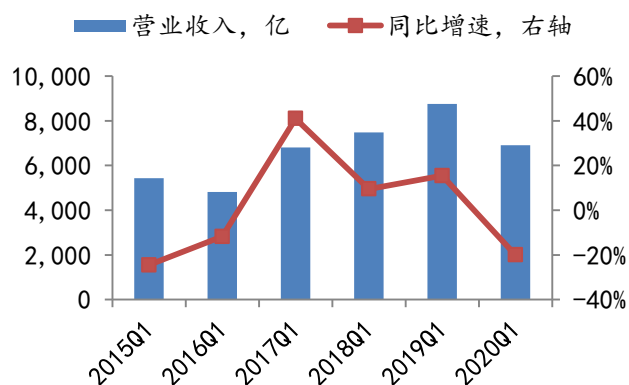
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 17: 石油化工近 5 年归母净利润及增长率



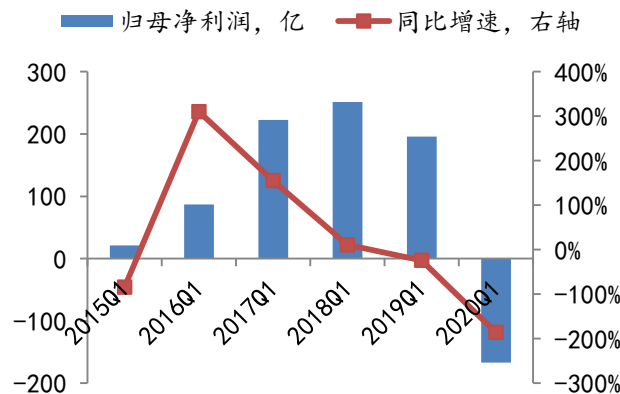
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 18: 石油化工 Q1 营收及增长率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 19: 石油化工 Q1 归母净利润及增长率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

根据中信行业分类石油化工板块共有 30 家上市公司, 中国石化是该板块中绝对的寡头, 营收和净利润绝对值均为最大。剔除中国石化, 板块净利润占比较大恒力石化、恒逸石化、上海石化、桐昆股份、荣盛石化等, 2020 年 Q1 光正集团上涨 368%, 同行表现

第一，其次是恒力石化，Q1 净利同比增长 324%。

表 2：中信行业分类石油化工净利润及增速

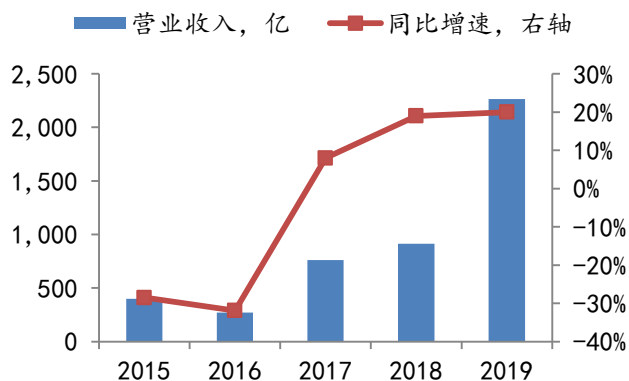
证券代码	证券简称	19 年归母净利润（百万 元）	19 年同比增速 （%）	20 年 Q1 归母净利润（百万 元）	20 年 Q1 同比增速（%）
600028.SH	中国石化	57,591	-9	-19,782	-234
600346.SH	恒力石化	10,025	202	2,143	324
000703.SZ	恒逸石化	3,201	71	812	83
601233.SH	桐昆股份	2,884	36	429	-18
600688.SH	上海石化	2,214	-58	-1,202	-297
002493.SZ	荣盛石化	2,207	37	1,226	103
000301.SZ	东方盛虹	1,614	67	197	-45
603225.SH	新凤鸣	1,355	-5	59	-78
002648.SZ	卫星石化	1,273	35	40	-82
002221.SZ	东华能源	1,104	2	268	-24
000059.SZ	华锦股份	993	-13	-888	-335
002408.SZ	齐翔腾达	620	-26	198	4
600387.SH	海越能源	478	56	19	31
002206.SZ	海利得	327	-7	46	-47
002254.SZ	泰和新材	216	38	53	28
603353.SH	和顺石油	162	4	19	-48
000096.SZ	广聚能源	125	16	2	-82
002476.SZ	宝莫股份	91	135	5	48
000637.SZ	茂化实华	91	144	-32	-197
603798.SH	康普顿	85	12	33	-34
002524.SZ	光正集团	73	197	14	368
000819.SZ	岳阳兴长	60	16	-27	-496
000985.SZ	大庆华科	45	1,653	-25	-418
300135.SZ	宝利国际	40	-5	-16	-585
000159.SZ	国际实业	30	-49	-28	-217
002778.SZ	高科石化	16	-11	-5	-207
000554.SZ	泰山石油	6	216	-8	-2,689
000698.SZ	沈阳化工	-746	-732	-149	-564
601113.SH	ST 华鼎	-1,321	-606	27	-71
600856.SH	*ST 中天	-3,132	-291	-169	-76

资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）油田服务：行业底部复苏，营收、净利润高速增长

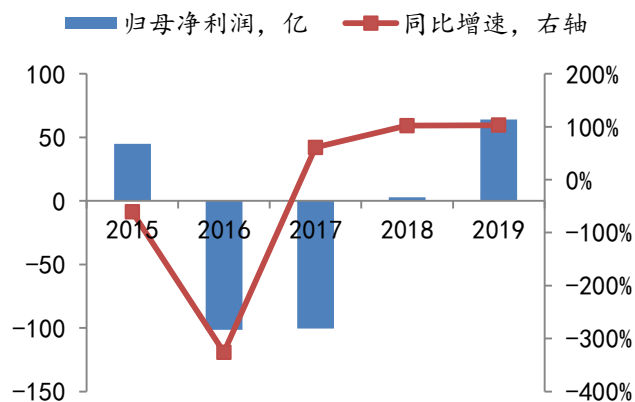
油田服务行业虽然处在整个石化产业链的偏上游，但是处于油价的后周期。油服公司的业绩与油价正相关，通常要落后油价两年左右时间。随着油价中枢的上移以及国家为了保障能源安全要求，以中国石油为代表的三桶油资本开支逐年增加。受益于石油公司资本开支增加带来的项目订单增长，油田服务行业底部复苏，最近两年不仅收入增长，净利润也实现扭亏为赢，2019 年实现归母净利润 64 亿，同比增长 104%。2020 年 Q1 净利润 5 亿，增速达到 108%，盈利势头良好。

图 20: 油田服务近 5 年营收及增长率



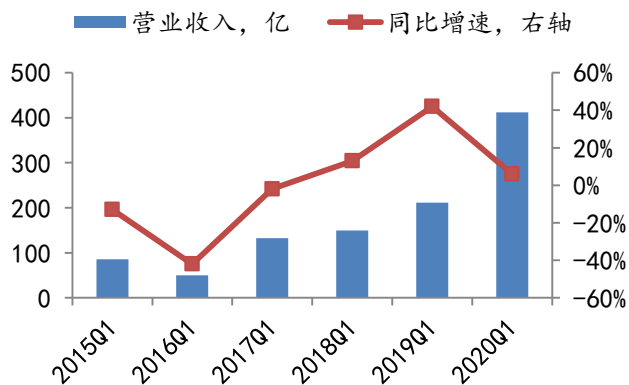
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 21: 油田服务近 5 年归母净利润及增长率



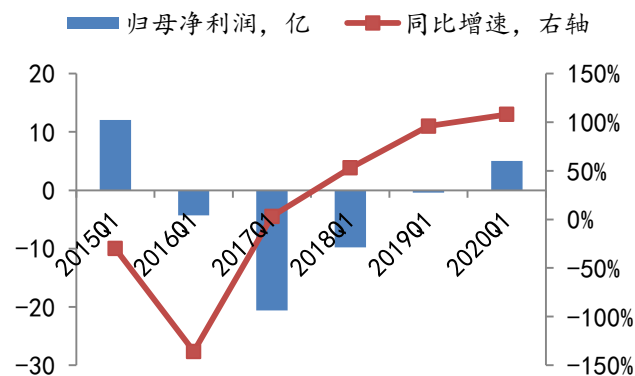
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 22: 油田服务 Q1 营收及增长率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 23: 油田服务 Q1 归母净利润及增长率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

表 3: 中信行业分类油田服务净利润及增速

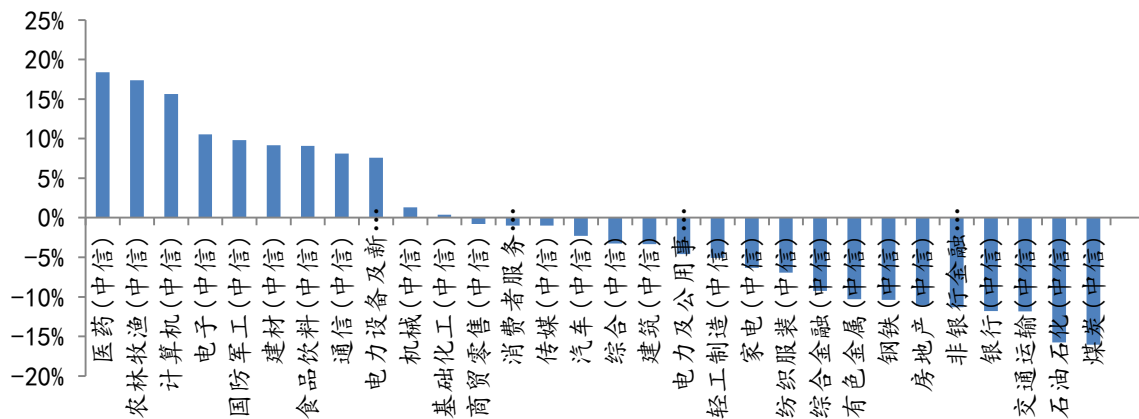
证券代码	证券简称	19 年归母净利润(百万元)	19 年同比增速 (%)	20 年 Q1 归母净利润(百万元)	20 年 Q1 同比增速 (%)
601808.SH	中海油服	2,502	3,434	1,139	3,581
600968.SH	海油发展	1,233	16	127	220
600871.SH	石化油服	914	544	-182	-197
600339.SH	中油工程	804	-17	-416	-736
600378.SH	昊华科技	525	-1	96	3
300384.SZ	三联虹普	184	62	51	0
603800.SH	道森股份	112	26	1	-94
002828.SZ	贝肯能源	44	-4	1	260
603727.SH	博迈科	35	384	10	178
600583.SH	海油工程	28	-65	-305	-17
603619.SH	中曼石油	16	-46	7	-75

资料来源: Wind, 民生证券研究院

三、估值：处于相对低位，未来有望得到修复

年初至今沪深 300 指数涨幅为 9.64%，中信石油石化涨幅为 4.28%，涨幅落后于沪深 300 指数，在中信一级 30 个行业中排名第 29 位，属于相对滞涨行业。

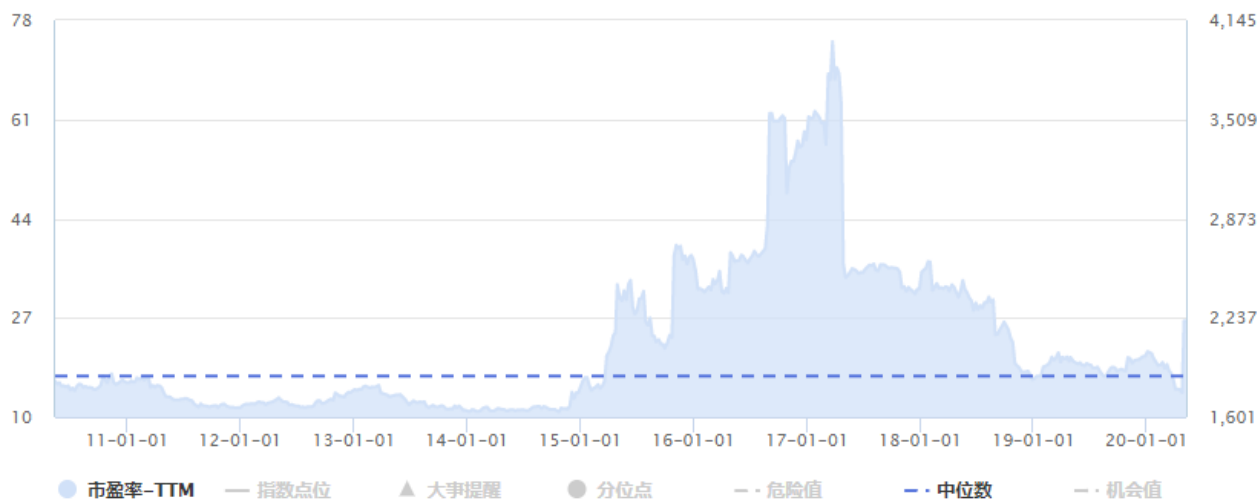
图 24：2020 年初至今石化板块涨跌幅在中信一级行业中排名第 29 位



资料来源：Wind，民生证券研究院

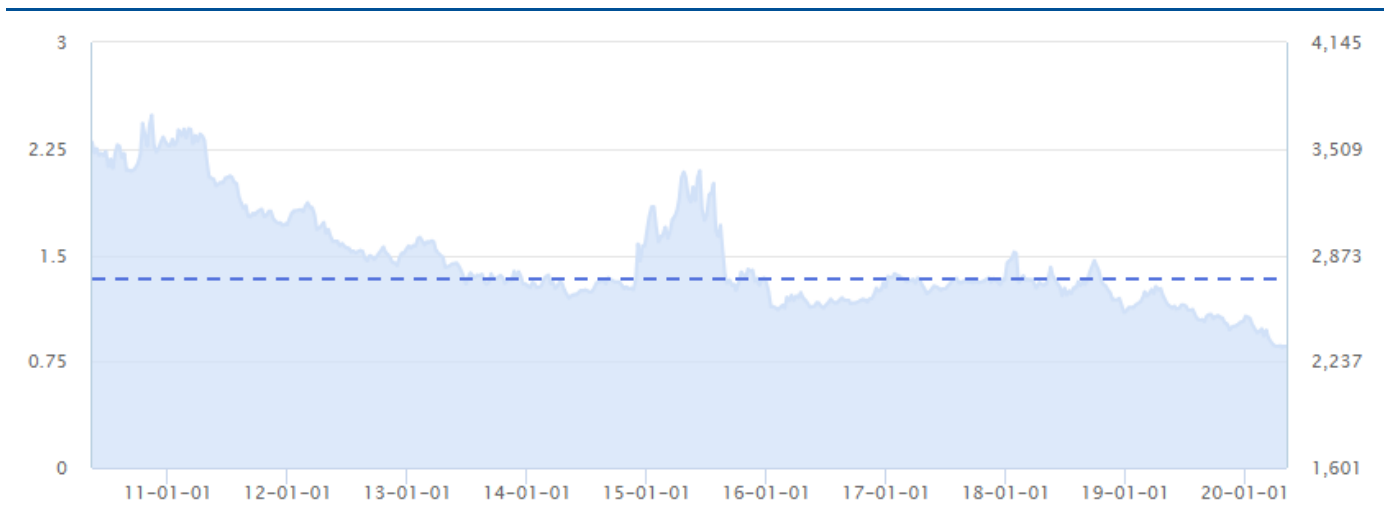
石油石化当前 PE-TTM 为 26.45，高于 10 年中位数 17.02；PB 为 0.86，低于 10 年中位数 1.33，估值处于相对低位，未来有望得到修复。

图 25：近 10 年石油石化行业 PE-TTM 情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 26：近 10 年石油石化行业 PB 情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

四、投资建议

展望 2020 年 Q2，油价再继续下跌的概率较低，我们判断以布伦特 40 美元/桶为中枢震荡为主。预计 Q2 油价低于去年同期水平，上游石油开采和中游石油化工 Q2 业绩同比下降，而油田服务业务主要受益于石油公司资本开支的增加，受油价短期波动影响较小，建议关注中海油服、海油工程。PDH 盈利持续向好，建议关注卫星石化、东华能源。

表 4：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 5 月 8 日	EPS			PE			评级
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
601808	中海油服	13.02	0.52	0.88	1.07	24.8	14.8	12.1	推荐
600583	海油工程	5.04	0.01	0.23	0.32	504.0	22.0	15.6	推荐
002648	卫星石化	14.16	1.20	1.44	2.51	11.8	9.9	5.7	推荐
002221	东华能源	9.95	0.70	0.93	1.33	14.2	10.6	7.5	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

五、风险提示

国际油价大跌，石油公司资本开支低于预期。

插图目录

图 1: 2019 年至今国际油价走势	4
图 2: 丙烷丙烯价差走势图, 美元/吨	4
图 3: 四种路线丙烯毛利率对比图, %	5
图 4: 未来 5 年丙烯供需格局走势图	5
图 5: PX-PTA-FDY 吨毛利走势图, 美元/吨	6
图 6: 石化板块近 5 年营收及增长率	7
图 7: 石化板块近 5 年归母净利润及增长率	7
图 8: 石化板块 Q1 营收及增长率	7
图 9: 石化板块 Q1 归母净利润及增长率	7
图 10: 石化板块毛利率及净利率	7
图 11: 石化板块资产负债率	7
图 12: 石油开采近 5 年营收及增长率	8
图 13: 石油开采近 5 年归母净利润及增长率	8
图 14: 石油开采 Q1 营收及增长率	8
图 15: 石油开采 Q1 归母净利润及增长率	8
图 16: 石油化工近 5 年营收及增长率	9
图 17: 石油化工近 5 年归母净利润及增长率	9
图 18: 石油化工 Q1 营收及增长率	9
图 19: 石油化工 Q1 归母净利润及增长率	9
图 20: 油田服务近 5 年营收及增长率	11
图 21: 油田服务近 5 年归母净利润及增长率	11
图 22: 油田服务 Q1 营收及增长率	11
图 23: 油田服务 Q1 归母净利润及增长率	11
图 24: 2020 年初至今石化板块涨跌幅在中信一级行业中排名第 29 位	12
图 25: 近 10 年石油石化行业 PE-TTM 情况	12
图 26: 近 10 年石油石化行业 PB 情况	13

表格目录

表 1: 中信行业分类石油开采净利润及增速	8
表 2: 中信行业分类石油化工净利润及增速	10
表 3: 中信行业分类油田服务净利润及增速	11
表 4: 盈利预测与财务指标	13

分析师简介

杨 侃：南京大学地科院与美国 Rutgers 大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014 年 10 月加入民生证券，从事石油化工及建材等方向的行业研究，2015 年度“天眼”中国最佳证券分析师评选发掘行业最佳选股分析师第二名。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。