

油服机会有望持续，关注轻烃深加工产业链

报告摘要：

OPEC + 意欲减产 140 万桶/天，布油有望维持在 55-70 美元：受美国对伊朗制裁不及预期影响，油价开启下行通道，低至 59 美元/桶。OPEC + 因此表示将会考虑减产 100-140 万桶/日以缓解当前油价的跌势，但目前来看俄罗斯的态度较为含混——但即便 2019 年如期实施减产，在北美原油大量产出且 2019H2 出口瓶颈大幅缓解的背景下，我们预计这对于油价的影响较为有限。我们预计在财政压力下，OPEC + 有望推动这一减产成为事实，但影响有限，预计 2019 年布油在 55-70 美元/桶震荡。

中油价下资本开支同比增长，油服机会有望持续：2017 年上游勘探开发投资开始复苏，北美页岩油资本支出领先：据 IHS 的数据，2018 年全球上游勘探开发投资有望同比上涨 10%，达到 4220 亿美元；全球海上勘探和开发支出在 2017 年增长 5.0% 的基础上，2018 年将增长 6.0% 至 1726 亿美元。油价上涨对应三桶油利润直接改善，资本开支叠加能源安全战略，国营油服企业有望直接受益。

天然气行业供需错配，关注“海气上岸”标的：天然气行业进口依赖度逐渐增大，未来的新增供给增量主要集中在东南沿海 LNG 接收站。2018 年上半年淡季不淡，天然气价格维持较高水平，下半年随着接收站的投产，供应过剩情况有一定缓解。长期看，拥有 LNG 接收站资源的标的公司有望持续受益。广汇能源接收站二期于 2018 年 11 月投产，2019 年周转量有望达到 150 万吨，盈利有望进一步增长，享受天然气行业发展红利。

轻烃深加工产业链仍值得关注：轻烃深加工产业链主要指乙丙烷的深加工利用。轻烃深加工产业链相较于传统原油石脑油路线有一定的技术优势，具体的技术为丙烷脱氢 (PDH) 与乙烷裂解技术 (EC)。我们回溯了历史后认为，60 美元以上 PDH 相较石脑油路线有持续的竞争力。乙烷裂解项目本质上是对于页岩气革命下，大量廉价乙烷资源的深层次挖掘。乙烷裂解项目的风险和难点在于全产业链的打通，包括出口资源、装卸设备、运输船舶、低温码头等。目前国内实质性推进该项目的仅有卫星石化，建议重点关注。

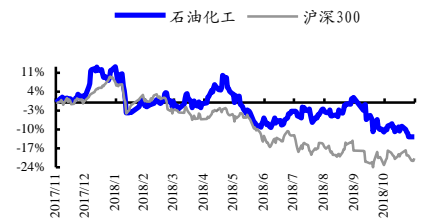
重点推荐：广汇能源、卫星石化、荣盛石化。

风险提示：原油价格大幅下跌、中美贸易摩擦加剧等系统性风险

重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
荣盛石化	10.17	0.52	0.46	0.89	22	25	13	增持
广汇能源	3.97	0.10	0.26	0.34	41	16	12	买入
卫星石化	9.47	0.88	0.89	1.39	12	12	8	买入

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-2.03%	-10.10%	-12.68%
相对收益	-4.01%	-2.75%	9.92%

行业数据

成分股数量 (只)	19
总市值 (亿)	8482
流通市值 (亿)	6740
市盈率 (倍)	10.91
市净率 (倍)	0.99
成分股总营收 (亿)	25847
成分股总净利润 (亿)	618
成分股资产负债率 (%)	46.96

相关报告

《天然气需求淡季不淡，接收站促业绩大幅增长》-20180903

《2018 年业绩有望持平，乙烷裂解风险总体无虞》无虞 -20180904

《HI 业绩略超预期，下半年业绩逐步赶上》-20180814

《从自下而上到跨越式发展，C3 龙头扬帆起航》-20180808

证券分析师：刘军

执业证书编号：S0550516090002

liujun@nesc.cn 021-20361113

研究助理：田照丰

执业证书编号：S0550118080009

tianzf@nesc.cn 010-58034585

联系人：吴若飞

执业证书编号：S0550118090038

wurf@nesc.cn 010-58034585

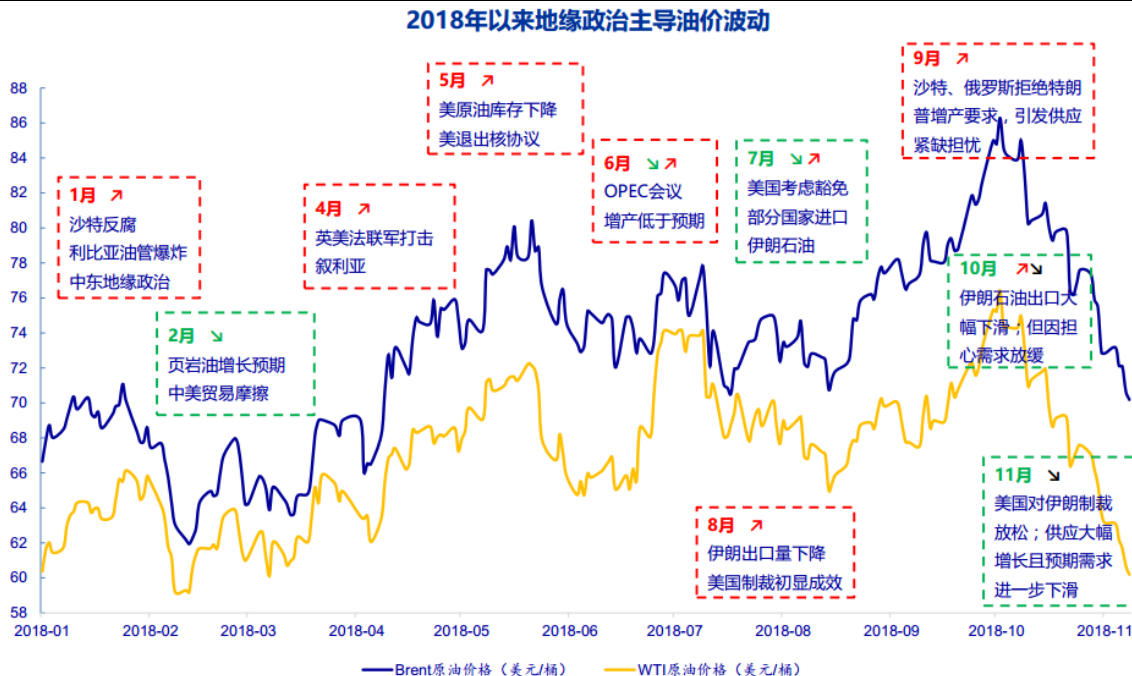
目 录

1. OPEC +意欲减产维护油价，需求下滑油市持续弱平衡.....	3
2. 中油价下资本开支同比增长，油服机会有望持续	4
3. 天然气行业供需错配，关注“海气上岸”标的.....	4
4. 比较优势下，强烈建议关注轻烃深加工产业链.....	6
5. 推荐公司一：荣盛石化——民营炼化标杆项目腾飞在即	9
6. 推荐公司二：广汇能源——布局天然气产业链，尽享时代红利.....	10
7. 推荐公司三：卫星石化——轻烃深加工领域小巨头扬帆起航.....	11

1. OPEC+意欲减产维护油价，需求下滑油市持续弱平衡

地缘政治主导 2018 年油价，制裁力度放松油价一泻千里：国际油价方面，受到国际形势的影响，原油价格在 2018 年初至今出现较大幅度的波动。2018 年前 9 个月国际原油价格总体呈现稳步上升的趋势，4 月始英法联军打击叙利亚、5 月美退出伊朗核协议，欲制裁伊朗使得布伦特原油从上半年低点 62 美元/桶持续上行，而后伊朗原油出口大幅下降叠加沙特、俄罗斯拒绝增产引发供应担忧，布油涨至 10 月初的 86.29 美元/桶的高位。10 月后，原油主要供给国产量达到历史高位，而对未来经济不景气的预期下，原油需求预计也将下滑，短期内美国制裁伊朗的不及预期也促进油价的下跌，布伦特原油从高位持续急剧下跌至 60 美元/桶以下，油市步入技术性熊市。

图 1: 2018 年以来地缘政治主导油价



数据来源：东北证券，Wind

OPEC 意欲减产抬升油价，但进度恐滞后预期：OPEC+于 6 月底在维也纳召开年度例行工作会议，会议声明宣布减产协议将继续履行至今 2018 年年底，并将放松执行力度，会议决定在今年余下的时间将名义减产履约率恢复到 100%，并从 7 月 1 日起生效。各国增产份额将按照一定比例加以确定。按协议，2018 年下半年将是减产协议逐步退出的时期，其前提是伊朗石油出口持续下降——然而，在美对伊放松制裁的背景下，减产已经不具备继续退出的可能性。尽管沙特提议减产抬升油价，但俄罗斯目前并未表态支持，沙特也一再表示沙特不能也不会单独减产，因此如何协调各国利益成为横亘在沙特面前的最大难题。

OPEC 话语权减弱，即便如期减产效果恐有限：就目前原油供应市场看，OPEC 的话语权地位趋弱，沙特、美国和俄罗斯三大产油巨头的地位增强。10 月以来，三方博弈的情况仍然持续，其中尤以美国话语权提升最为明显——受到美国页岩油产量快速增长的影响，美国在博弈中的话语权，快速提高，而 2019 年下半年美国管输

问题解决后，美国的话语权将进一步提升。EIA 预计，2018 年美国原油产量将达到 1090 万桶/日，比去年同期增加约 150 万桶，美国原油产量将稳固增加到本世纪中叶，2030 年将增加至 1500 万桶/日，2050 年则增加至 1900 万桶/日。OPEC 及俄罗斯方面，沙特 11 月产量接近 1100 万桶/日的历史记录，俄罗斯产量一度触及 1150 万桶/天。因此我们预计整体上，OPEC 话语权趋弱，减产 100-140 万桶/天并不能真正改变油价现状，反而会遭遇囚徒困境。

预计 2019 年油市维持弱平衡，维持 55-70 美元/桶判断：

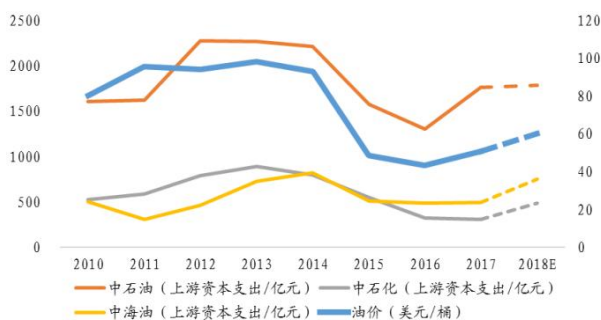
考虑到油市未来供需失衡的状态——供给的过剩并不能通过 OPEC 减产完全消除，叠加中美贸易战下，全球原油需求增速放缓，我们预计 2019 年油市将维持弱平衡状态，布油的运行区间在 55-70 美元/桶。

2. 中油价下资本开支同比增长，油服机会有望持续

我们认为油服行业在 2019 年的投资机会有望得到延续，主要是基于两点判断：

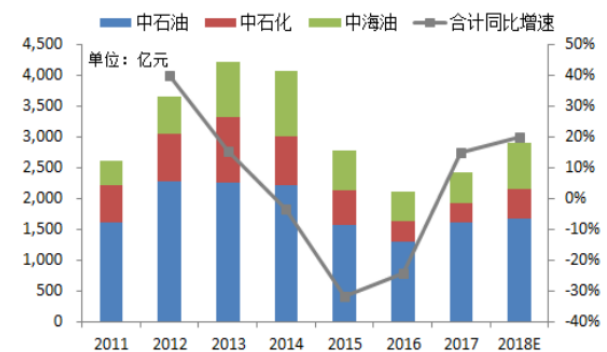
- 1) 得益于 2018 年油价中枢的提升，2018 年国内三桶油的净利润大幅增长，三桶油本身有意愿增加资本开支，在布油油价回调至 60 美元之后，再大幅深跌的可能性不大。
- 2) 油气的勘探开发事关能源安全，中央已作出重要批示，因此油服的投资机会不限于短期的投机——油价的大幅回调使得油服企业的估值重回买入区间。

图 2: 三桶油资本开支与油价总体呈现同向变动



数据来源：东北证券，Wind

图 3: 2018 年三桶油勘探资本支出预计增长 20%



数据来源：东北证券，Wind

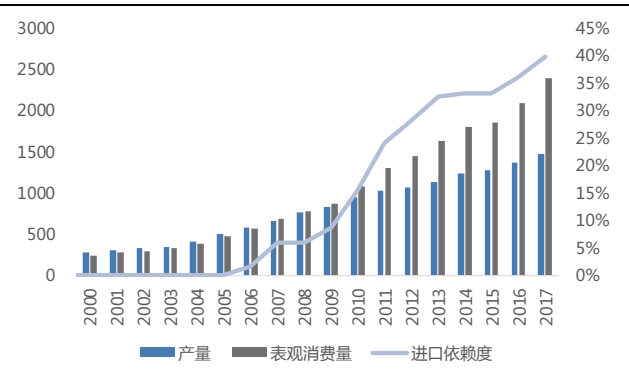
我们预计 2019 年由于供需矛盾的持续存在，油价处于弱复苏状态。由于油服企业分为国营油服企业和民营油服企业，我们认为在 2019 年国营油服的投资机会会更好一些，主要原因在于盈利改善的确定性（直接受益三桶油资本开支回暖与国家能源安全的要求）。

3. 天然气行业供需错配，关注“海气上岸”标的

一直以来，国内天然气都处于供不应求的状态：国内产量增速持续低于消费量增速，致使进口依赖度持续攀升，2018 年达到 39.91%。2017 年，天然气行业的供需矛盾尤甚，主要是两个原因：1) “煤改气”政策的出台，推升了国内天然气，尤其是民

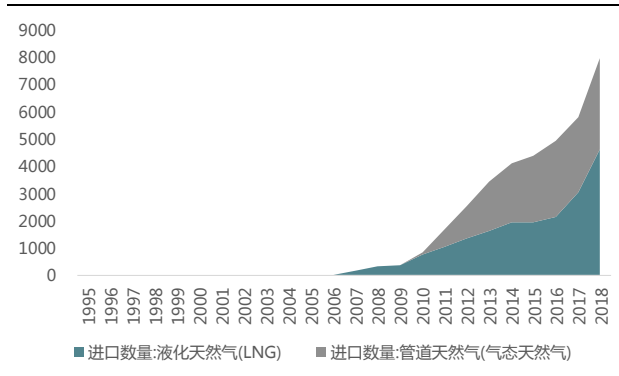
用天然气的需求。2) 国内管道进口气的主要来源国——土库曼斯坦中断部分供气，坐地起价，导致国内天然气呈阶段性极度紧缺的状态。

图 4: 国内天然气产量消费量情况 (亿方)



数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 国内进口气来源分布 (万吨)



数据来源: 东北证券, Wind

管道气 (PNG) 和液化天然气 (LNG) 平分天下, LNG 进口量增速更胜一筹: 国内的进口气分为两种: 管道压缩天然气 (PNG) 和液化天然气 (LNG), 分别通过管道输入和接收站接驳流入市场。PNG 的进口特点是: 管道少, 单根管道进口量大, 总体数量较为稳定, 管道气多连入供气管网。LNG 进口的特点是: 接收站数量众多且增长迅速, 常配备下游电厂作为接收大户, 剩余部分以槽车或管道输运至消费地。

图 6: 国内管道天然气进口路线



数据来源: 东北证券, 公开资料整理

图 7: 中亚天然气管线 A/B/C/D 线



数据来源: 东北证券, 公开资料整理

表 2: 管道天然气的进口现状

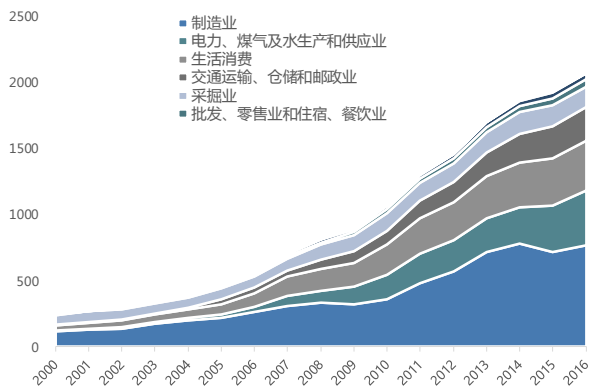
管线名称	管线全场 (km)	年输运量 (亿方)	状态	投产日期	与国内连接的管道
中亚天然气管道 A 线	1830	150	投产	2009 年	西气东输二线
中亚天然气管道 B 线	1830	150	投产	2010 年	西气东输二线
中亚天然气管道 C 线	1830	250	投产	2014 年	西气东输三线
中亚天然气管道 D 线	1000	300	在建	2020 年	西气东输五线
中缅天然气管道	2520	120	投产	2013 年	中贵线、西气东输二线, 广南支线

中俄东线天然气管道	3371	380	在建	2019年	中俄管道境内部分
中俄西线天然气管道	2800	300	延期	未定	西气东输管道

数据来源：东北证券，公开资料整理

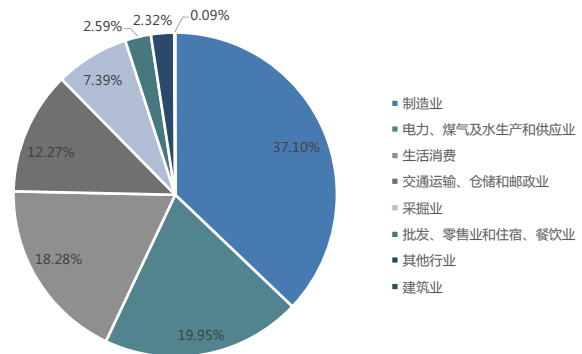
2018年LNG进口接收站进口能力大幅提升，民营企业参与踊跃：国内LNG通过东南沿海的LNG接收站接驳入港，因此接收站的数量以及周转效率直接决定了进口LNG的数量。截至2017年，我国已投产的LNG接收站有17座，合计进口能力达到5450万吨/年，受国内旺盛需求的刺激，在建的LNG接收站多达10座，2018年我国新增6座LNG接气站，天津LNG 300万吨、新奥舟山LNG 300万吨、深燃LNG 80万吨，广汇二期115万吨、深圳LNG400万吨和广西防城港60万吨，合计总进口能力增加1255万吨，同比增长23.03%。全部建成后，我国合计LNG进口能力将达到7905万吨/年。LNG接收站早期主要由中石油、中石化、中海油三大油公司所建。随着国家对上游气源放开管制，鼓励民营企业参与进口LNG，广汇能源、新奥集团和九丰能源等民企也逐步参与其中，这也带来了一定的投资机会。

图 8: 国内各行业天然气消费量 (亿方)



数据来源：东北证券，Wind

图 9: 2016年国内各行业天然气消费分布



数据来源：东北证券，Wind

天然气消费：十几年来，我们国家的天然气需求基本呈稳定增长的态势，经历了十年左右的成长期后，在2014-2015进入瓶颈期，2016年开始又重回增长轨道，国内天然需求构成主要以制造业、电力煤气及水生产和供应业、生活消费为主，其中制造业对天然气的需求最多，随着工业煤改气的推进，供应能源由煤炭转向天然气，2016年制造业对天然气的需求占总需求的37.10%。随着城镇化的推进，居民用气人数进一步增长，加之“煤改气”等政策推进，生活消费、电力供应、交通运输等也成了消耗天然气的主要动力。

4. 比较优势下，强烈建议关注轻烃深加工产业链

页岩油革命带来的不仅仅是美国能源的独立，也带来了大量的轻烃资源——这给轻烃深加工产业链带来了机会。具体而言，目前主要的两种轻烃深加工路线分别是丙烷脱氢（PDH）制丙烯与乙烷裂解制乙烯。

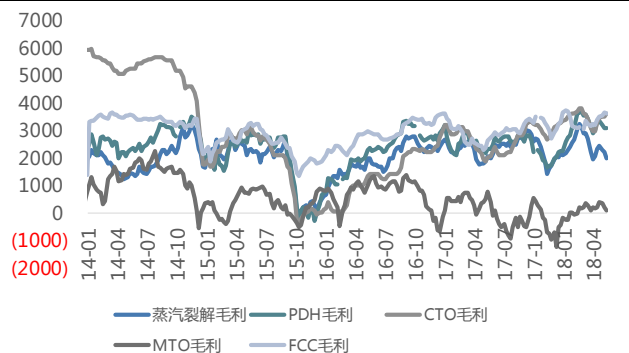
表 3. 五种丙烯制取工艺比较

工艺名称	丙烯产物类型	工艺特点	成本特点	成本核算
石脑油蒸汽裂解	副产物, 占比 15%	主要是中石油中石化采取该工艺; 乙烯为主产物, 丙烯为副产物, 受乙烷裂解制乙烯影响, 未来产能增长有限;	与原油相关性高;	单耗: 1.3-1.4 吨石脑油 加工费: 450 元左右
催化裂化 (FCC)	副产物, 占比不固定	主要用于生产汽油, 丙烯占比可调节; 未来产能增长有限	原料多为渣油、重油等, 成本低廉; 成本整体波动较小;	采用收益分摊法核算成本; 加工费: 450 元左右
煤制烯烃/丙烯 (CTO/CTP)	主产物, 占比 33%	CTO 产能靠近煤产地; 常配套下游聚烯烃装置; 污染较大	原材料仅占总成本 20%; 固定投资成本高; 运输费用较高	单耗: 7 吨坑口煤 加工费: 3000 元 运费: 0.5-0.6 元/吨公里
甲醇制烯烃/丙烯 (MTO/MTP)	主产物, 占比 33%	产能靠近沿海地区;	受甲醇价格影响大;	单耗: 2.7-2.8 吨甲醇 加工费: 700 元左右
丙烷脱氢制丙烯 (PDH)	主产物, 占比 95% 以上	下游配套更为多样化;	与原油相关性中等; 盈利呈季节性; 与丙烷价格相关性强	单耗: 1.18 吨丙烷 加工费: 1200 元左右

数据来源: 东北证券, CNKI, 公开资料整理

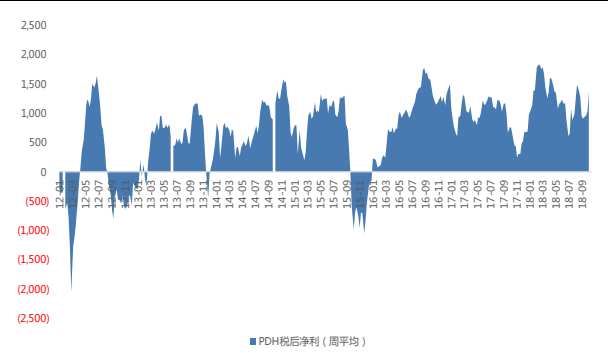
PDH 单吨净利润保持在 1200 元左右: 研究表明, 就盈利能力而言, 目前 CTO 和 FCC 最强, PDH 次之, 轻烃裂解 (石脑油蒸汽裂解) 再次之。综合来看, CTO 受限于固定资产投入过大 (折旧高)、炼厂催化裂化 (FCC) 受限于整体炼厂产能的投放致使新增产能有限。在目前的油价背景下, PDH 的综合盈利能力最强, 单吨净利润保持在 1200 元左右。

图 10: 五种烯烃生产工艺毛利对比



数据来源: 东北证券, 公开资料整理

图 11: 油价波折反复, PDH 盈利始终良好



数据来源: 东北证券, wind

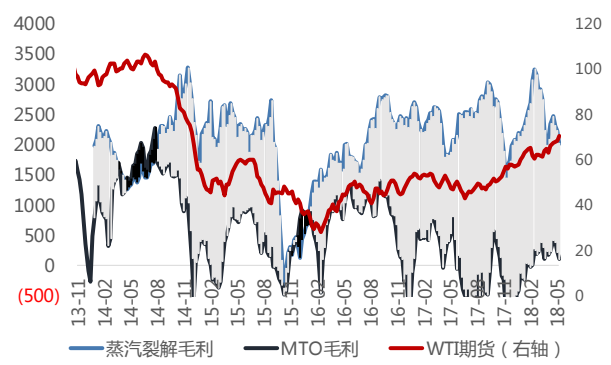
PDH 竞争力强于石脑油蒸汽裂解, 远胜 MTO: 经我们测算, 油价在 45 美元以上时, PDH 的盈利能力就强于石脑油蒸汽裂解工艺, 油价继续上行会对石脑油的成本压缩更为明显, 从而使得 PDH 竞争力更为突出。而沿海地区的 MTO 是高油价下的产物, 在油价高于 80 美元/桶时才有经济性可言, 因此竞争性弱于石脑油蒸汽裂解, 总体来看, PDH 的竞争力在油价 45 美元/桶以上时盈利性就强于石脑油蒸汽裂解, 一般油价水平 (50-80 美元/桶以上) 下, PDH 的盈利性是远胜于 MTO 的。

图 12: 油价在 45 美元以上, PDH 优于蒸汽裂解



数据来源: 东北证券, wind, 公开资料整理

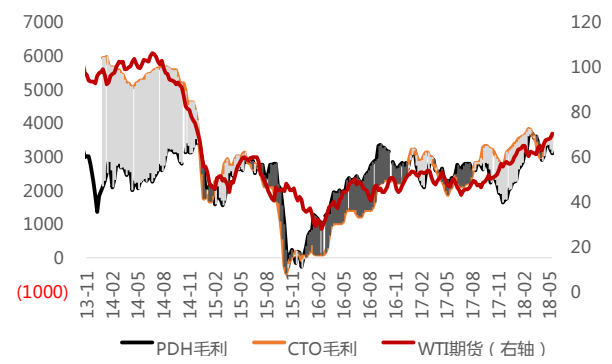
图 13: 蒸汽裂解竞争力远强于 MTO



数据来源: 东北证券, wind, 公开资料整理

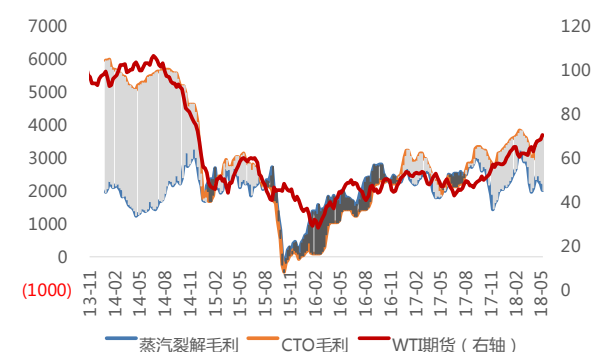
尽管一体化的 CTO 盈利能力强于 PDH, 但原料来源的不同使得两种丙烯产能的覆盖有着区域性的特点: 区域性特点使得 PDH 与 CTO 不构成直接竞争: CTO 的核心竞争优势来源于丰富的煤炭资源, 因此多集中在我国西北地区, 而受限于丙烯运输的成本, CTO 一体化装置常配有 PE/PP 作为下游, 辐射西北华北地区; PDH 的原料来源于海外进口的丙烷资源, 因此下游 PP 多辐射至华东华南沿海地区, 从区域性的角度上去理解, 尽管在中高油价水平下 CTO 盈利性强于 PDH, 但受限于地域, 两种产能并不构成直接意义上的竞争。

图 14: 油价在 60 美元以上, PDH 盈利弱于 CTO



数据来源: 东北证券, wind, 公开资料整理

图 15: 油价在 50 美元以上, CTO 强于蒸汽裂解



数据来源: 东北证券, wind, 公开资料整理

5. 推荐公司一：荣盛石化——民营炼化标杆项目腾飞在即

常减压 10 月具备联动试车条件，乙烯明年正式开车，芳烃 19 H2 贡献业绩：浙石化一期 2000 万吨炼油项目常减压装置目前推进有序，预计 10 月具备联动试车条件，这意味着届时常减压/轻烃回收/硫磺装置都将具备开车能力。乙烯设备上，目前桩基已完成了 95%，包括乙烯联合和轻烃的装置，乙烯压缩机目前已经就位，裂解炉 9 月中旬到位，整体来看，乙烯装置预计明年正式开车。此外，按照目前计划与进度，重整（芳烃）设备预计在明年 3-4 月正式安装完毕，因此芳烃的装置开车在 5-6 月，也就是说 2019 年下半年芳烃会逐步贡献业绩。

成品油：国内销售与国际出口同步推进。国内销售：已与浙江省石油股份有限公司（简称浙江石油）进行协商，以浙江石油为平台，进行成品油分销库和加油站的布局；浙江石油已在浙江省 11 各地级市注册了 11 个分公司，今年将开发 300 座加油站，明年和后年各 200 座。国际出口：已和国家发改委、商务部进行密切沟通，正在按其要求积极做好各种准备。运输方面：由于成品油运输管线的铺设流程复杂，管线建设目前仍在规划论证阶段，一期成品油运输将主要靠船运汽运为主，配合各地油储罐的建设。

2019Q3 满负荷生产，一期盈利中枢保守预计 100 亿：预计 2019 年三季度项目一期实现满负荷生产，公司口径预计项目一期满负荷生产后，年化净利润在 100 亿，据我们测算，满负荷生产情况下，一期的盈利有望在 100-120 亿的水平，也即浙石化一期将贡献 50-60 亿的业绩增量。

盈利预测：我们预计公司 2018-2020 年归母净利润为 28.63/55.67/57.43 亿元，对应 PE 分别为 25/13/10 倍，给予“增持”评级。

风险提示：汇兑损失、油价大幅下行、项目进度不及预期。

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	45,501	70,531	77,363	122,471	155,073
(+/-)%	58.69%	55.01%	9.69%	58.31%	26.62%
归属母公司净利润	1,921	2,001	2,863	5,567	5,743
(+/-)%	445.44%	4.20%	43.07%	94.42%	3.16%
每股收益 (元)	0.50	0.52	0.46	0.88	0.91
市盈率	22.64	21.77	24.87	12.79	12.40
市净率	1.62	1.68	2.28	1.93	1.66
净资产收益率 (%)	13.52%	14.04%	14.56%	22.07%	18.54%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	2,544	3,816	6,291	6,291	6,291

6. 推荐公司二：广汇能源——布局天然气产业链，尽享时代红利

2019Q3 满负荷生产，一期盈利中枢保守预计 100 亿：预计 2019 年三季度项目一期实现满负荷生产，公司口径预计项目一期满负荷生产后，年化净利润在 100 亿，据我们测算，满负荷生产情况下，一期的盈利有望在 100-120 亿的水平，也即浙石化一期将贡献 50-60 亿的业绩增量。

天然气版图持续扩张，未来业绩增量有保障：公司目前天然气销售是最主要业务，启东接收站项目的持续扩张不仅提升了码头的周转效率，也为公司利润的增长贡献了力量。2018 年 11 月接收站二期投产，预计 2019 年接卸量有望达到 150 万吨甚至以上。2019 年底 2#16 万立储罐投产，届时年周转量可达 300 万吨以上。长期看，启通天然气管线项目的修建与省管网相连，实现了液进气出，大幅缓解了槽车运输的压力，也保障了 LNG 接收站的高周转。

红淖三铁路年底试运行，为动力/提质煤、化工品的分销提供助力：红淖三铁路将于 2018 年 12 月试运行，预计 2019 年将运送动力煤 500 万吨，提质煤 400 万吨，液体危化 300 万吨的运输能力将于 2019 年下半年形成。红淖三铁路扩大了煤化工产品的销售半径、降低了销售成本，有望形成更好的产业协同。2018 年 11 月，公司与乌鲁木齐铁路局签订协议，未来铁路将由乌局统一运营，此举保障了铁路的高效、安全运营，预计红淖三铁路的开通将使公司能源各个版图之间的协同作用上升至新的台阶。

新项目建设有条不紊，能源版图持续扩大：公司的 1000 万吨煤炭分级提质项目预计将于年底全面试运行，项目有 510 万吨半焦、160 万吨煤焦油的生产能力。同时，煤焦油加氢项目、硫化工项目也在稳步推进，公司能源版图持续扩大，有望持续贡献业绩增量。

斋桑勘探项目进度落后于预期，预计后续进程有望加快：斋桑油气田的石油勘探项目目前进度略滞后于预期，我们分析可能是资金和技术上的综合原因所致。恒大入主广汇集团一定程度上缓解了公司资金方面的压力，我们预计后续项目进程有望加快，贡献正向收益。

盈利预测：预计公司 2018-2020 年归母净利润 17.36/23.01/25.74 亿元，对应 PE 分别为 16/12/10，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：项目建设不及预期，天然气价格下滑、甲醇价格下跌

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,194	8,137	11,256	14,976	18,903
(+/-)%	-13.07%	94.01%	38.32%	33.05%	26.22%
归属母公司净利润	206	655	1,736	2,301	2,574
(+/-)%	-17.23%	218.77%	164.90%	32.53%	11.89%
每股收益 (元)	0.03	0.10	0.26	0.34	0.38
市盈率	131.40	41.22	15.56	11.74	10.49
市净率	2.08	1.89	1.55	1.37	1.21
净资产收益率 (%)	1.85%	5.64%	11.76%	13.48%	13.11%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	6,737	6,737	6,737	6,737	6,737

7. 推荐公司三：卫星石化——轻烃深加工领域小巨头扬帆起航

丙烷供应市场竞争仍在持续，PDH 竞争力长期存在：从丙烷的供应市场来看，自 2016 年 6 月巴拿马运河开通以来，北美货与中东货在远东市场展开了更为激烈的竞争：在油价上行、丙烷运输费用保持稳定的背景下，CP/(CP-MB)持续上行，意味着 CP 与 MB 价格之差咬的很紧。丙烷供应市场的充裕是廉价丙烷的基础，预计未来低价丙烷基础上，PDH 竞争力仍将持续存在。卫星石化 PDH 二期目前根据核心设备交付的进度，将于 2018 年年底投料试车，比预期提前 1 个月，这样 PDH 业务 2019 年将贡献至少 9 亿利润。

乙烷受贸易量限制，未来仍将以热值定价为主：乙烷美国是目前唯一能实现乙烷规模化出口的国家。2014 年前以管输至加拿大为主，2014 年后，海运市场逐渐兴起；2016 年 11 月，第一艘 VLEC 船的交付宣告乙烷贸易时代的来临。但目前来看，VLEC 订单数不及预期，未来乙烷的贸易量也将受到一定限制。从乙烷的定价机制上分析，我们认为尽管目前化工原料属性渐显，但未来乙烷仍将以热值定价为主，因而其价格大幅上行乃至大幅挤压乙烷裂解利润的可能性不大。

乙烷裂解项目建设正常推进，乙烷出口设施、VLEC 皆有保障：从目前项目进度上来看，卫星的乙烷项目主装置区、低温罐区进度皆有条不紊地推进，液体散货码头稍慢于预期，但岸线也已报至交通部，项目建设得到了地方政府全力支持；此外乙烷出口资源通过 ORBIT 锁定、VLEC 运输船队与韩国三星重工和现代重工分别签署 3 艘 9.7 万立 VLEC 船订单协议，应该说都有切实的保障。整体项目推进符合预期，项目预计 2020 年 10 月试生产，我们倾向于认为，项目的如期投产问题不大。

盈利预测：根据最新研究，我们调整 2018-2020 年归母净利润 9.45/14.81/17.56 亿元，对应 PE 分别为 12/8/7 倍，给予“买入”评级。

风险提示：原油价格大幅下跌，中美贸易战加剧、丙烷价格波动、项目建设不及预期。

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,355	8,188	8,524	13,015	16,597
(+/-)%	27.88%	52.91%	4.11%	52.68%	27.52%
归属母公司净利润	312	942	945	1,481	1,756
(+/-)%	171.38%	202.49%	0.27%	56.69%	18.61%
每股收益 (元)	0.39	1.04	0.89	1.39	1.65
市盈率	24.08	9.03	12.23	7.81	6.58
市净率	2.23	1.39	1.42	1.20	1.02
净资产收益率 (%)	9.23%	13.09%	11.61%	15.39%	15.43%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	804	1,064	1,066	1,066	1,066

分析师简介:

刘军: 机械行业首席分析师, 2016年加入东北证券研究所, 2013年新财富最佳分析师第四名, 水晶球卖方分析师第四名. 2014年新财富最佳分析师第五名。

田照丰: 石化行业研究员, 六年石化产业工作经验, 涵盖化工、财务、工程等专业, 2018年6月加入东北证券研究所。

吴若飞: 中国科学技术大学理学学士, 中科院理学硕士, 2018年1月加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
袁颖 (总监)	021-20361100	13621693507	yuanying@nesc.cn
杨涛	021-20361106	18601722659	yangtao@nesc.cn
阮敏	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13956071185	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
颜玮	010-58034565	18601018177	yanwei@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn