

成本之争主导竞争新格局 规模扩张助力跨周期高成长

银河证券研究院化工团队

任文坡，林相宜

2021.1

中国银河证券股份有限公司
CHINAGALAXYSECURITIESCO.,LTD.

一、成本之争主导行业竞争新格局

二、低成本业务扩张助力跨周期高成长

三、卫星石化：打造“C2+C3”双龙头，跨周期实现高成长

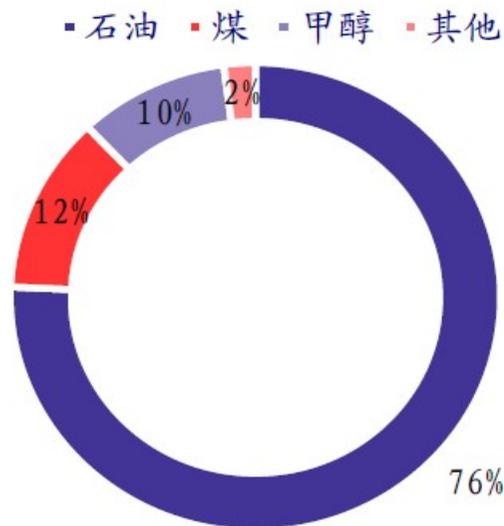
四、宝丰能源：“黑金”铸“白马”，掘金正当时

一、成本之争主导行业竞争新格局

(一) 烯烃原料多元化趋势持续，石油路线占比下降

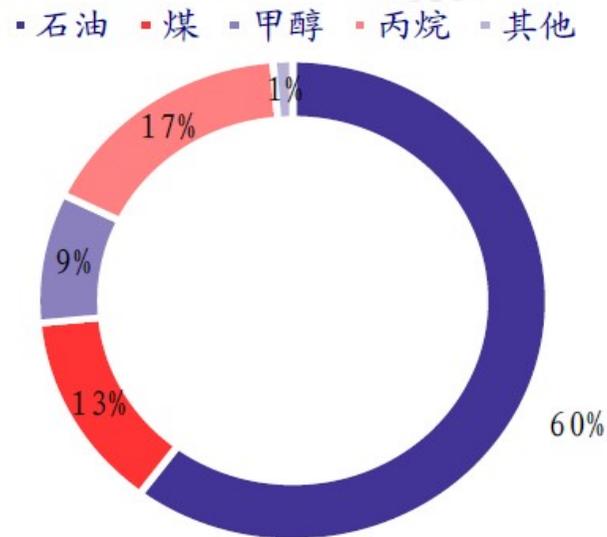
- 乙烯：近些年煤路线发展迅速，乙烷路线也驶入快速发展通道、未来将有多套乙烷蒸汽装置投产；石油路线虽然仍占据主流地位，但占比由2015年的83%下降至2019年的76%。
- 丙烯：丙烯多元化趋势走在世界前列，2019年我国煤/甲醇制丙烯和PDH产能分别占到总产能的22%、17%；催化裂化约占32%、蒸汽裂解占28%，来自石油路线的丙烯占比由2010年的97%下降至目前的60%。

图1：2019年我国乙烯原料构成



资料来源：中国石化市场预警报告（2020），中国银河证券研究院

图2：2019年我国丙烯原料构成



资料来源：中国石化市场预警报告（2020），中国银河证券研究院

(二) 市场参与者增多，行业竞争愈演愈烈

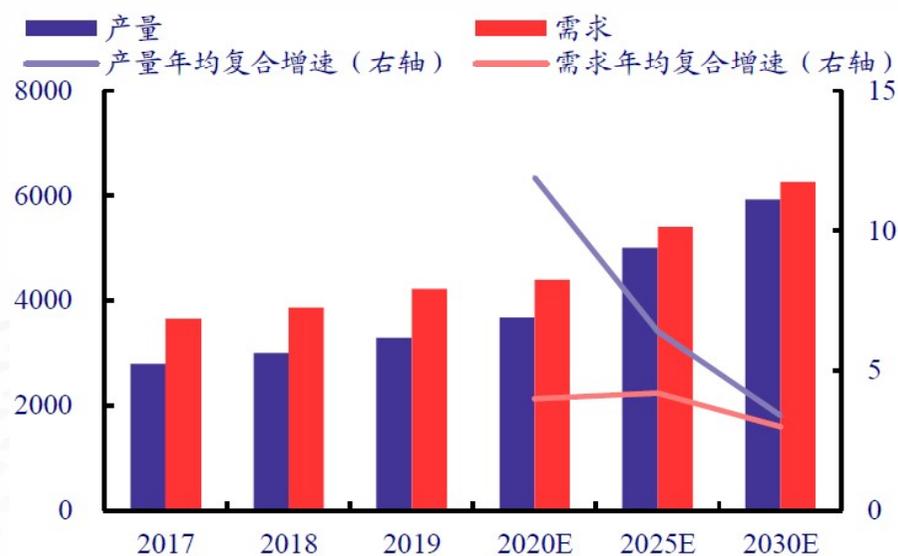
- 以煤、乙烷、丙烷等为原料的市场参与者不断增多，行业竞争愈演愈烈。
- 自2019年开始，我国乙烯、丙烯进入新一轮投产高峰，将持续到2022年前后，并传导至下游产品如PE、PP、EO/EG等，扩能增速两位数但需求仅个位数，市场竞争愈演愈烈。
- 预计未来1-2年产业链整体盈利能力将有所收窄，行业竞争将主要体现在成本之争。

图3：我国乙烯供需及预测（万吨，%）



资料来源：中国石化市场预警报告（2020），中国银河证券研究院

图4：我国丙烯供需及预测（万吨，%）



资料来源：中国石化市场预警报告（2020），中国银河证券研究院

二、低成本业务扩张助力跨周期高成长

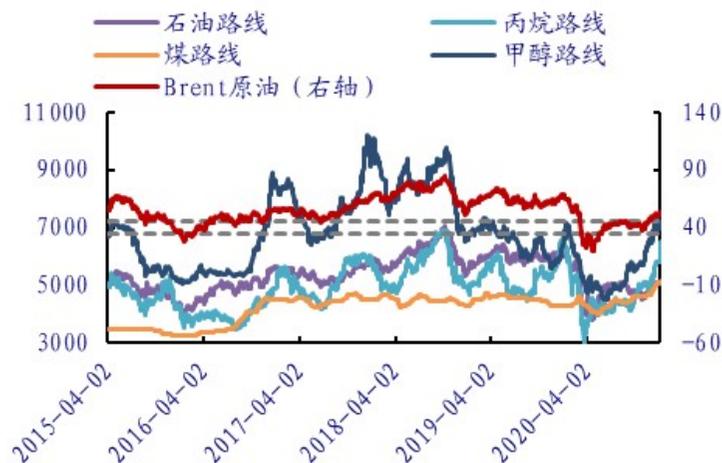
乙烷/煤路线成本优势显著，规模优势助力高成长

- 从烯烃生产成本来看，乙烷路线处在成本线最底端。在油价35-45美元/桶时，石油/丙烷/煤三者成本相差不大；在油价处在45-100美元/桶区间时，基本呈现甲醇路线>石油路线>丙烷路线>煤路线。乙烷、煤路线具有明显优势，特别是随着油价上涨，其优势愈加突出。
- 具有低成本原料优势、且通过业务扩张实现规模优势的企业将在未来激烈的市场竞争中脱颖而出，不仅能够跨越周期，而且实现高成长。推荐布局乙烷蒸汽裂解项目的卫星石化（002648.SZ）、业务持续扩张的煤化工龙头宝丰能源（600989.SH）。

图5：不同原料路线乙烯成本对比（元/吨）



图6：不同原料路线丙烯成本对比（元/吨）



资料来源：Wind、卓创资讯，中国银河证券研究院

资料来源：Wind、卓创资讯，中国银河证券研究院

三、卫星石化： 打造“C2+C3”双龙头，跨周期实现高成长

(一) 持续布局优质产能，打造轻烃加工龙头

- 在原有C3业务方面，公司持续扩张C3产业链，丙烯酸酯、聚丙烯产能扩张67%左右，有望在2021年、2022年贡献业绩。
- 在新布局C2业务方面，公司从乙烷资源获取、管道港口建设、运输船租赁、乙烷裂解及下游装置建设，以及下游产品签售等进行全方面布局。一阶段125万吨/年乙烷蒸汽裂解项目将在2021年一季度投产；二阶段项目将再次助力公司高成长。

表1：公司主要装置产能及未来扩张情况（万吨/年）

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PDH	45	45	45	90	90	90	90
PP	5	30	30	45	45	45	45
改性PP	-	-	-	-	-	30	30
丙烯酸	48	48	48	48	66	66	66
丙烯酸酯	45	45	45	45	75	75	75
高分子乳液	21	21	21	21	21	21	21
高吸水性树脂	3	3	9	15	15	15	15
乙烷蒸汽裂解	-	-	-	-	125	125	250
PE（加和）	-	-	-	-	90	90	130
EO/EG	-	-	-	-	72/91	72/91	144/182
丙烯腈	-	-	-	-	-	-	26
双氧水	-	-	22	22	22	47	47

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

注：乙烷蒸汽裂解项目下游产品产能规划存在依据市场调整的可能

(二) 关键假设

- 丙烷：随着新冠疫苗逐渐普及推广疫情得以有效控制，油价反弹带动丙烷价格上行，2020-2022年丙烷价格（不含税）分别为402、440、485美元/吨。
- （聚）丙烯：考虑到未来PP市场竞争激烈，预计PP-丙烷价差将有所收窄；假设2022年30万吨/年改性PP装置满负荷运转。
- 丙烯酸及酯：假设2020-2022年丙烯酸-丙烷价差与2019年相比变化不大、丙烯酸酯-丙烷价差稍有下降；假设2021年18万吨/年丙烯酸、30万吨/年丙烯酸酯项目满负荷运转。
- C2产业链：2020-2022年乙烷价格（MB价，不含税）分别为140、200、220美元/吨；一阶段项目125万吨/年乙烷裂解装置于2021年一季度投产；PE-石油价差有所收窄；EG-石油价差依然处在底部区域。
- 其他：假设高分子乳液、颜料中间体营收和毛利率变化不大；SAP业务在2021-2022年稍有增长；25万吨/年双氧水项目2022年满负荷运转。

表2：公司各业务营收和成本预测

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
(聚) 丙烯						
收入 (百万元)	1841.62	2494.18	3770.52	3653.03	2995.30	6573.06
成本 (百万元)	1422.88	2120.89	2888.84	2875.11	2438.40	5176.78
毛利率 (%)	22.74	14.97	23.38	21.30	18.59	21.24
丙烯酸及酯						
收入 (百万元)	5279.60	5806.32	5384.26	5064.74	7184.79	7479.89
成本 (百万元)	3990.27	4499.22	3953.89	3646.41	5231.18	5510.21
毛利率 (%)	24.42	22.51	26.57	28.00	27.19	26.33
C2产业链						
收入 (百万元)	-	-	-	-	7435.28	10864.74
成本 (百万元)	-	-	-	-	5072.93	7461.90
毛利率 (%)	-	-	-	-	31.77	31.32
其他						
收入 (百万元)	1066.57	1729.35	1623.51	2083.75	2103.75	2343.75
成本 (百万元)	768.97	1334.58	1121.89	1606.40	1616.10	1755.60
毛利率 (%)	27.90	22.83	30.90	22.91	23.18	25.09

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(三) 公司估值及投资建议

- 看好公司长期发展，维持“推荐”评级。
- 预计2020-2022年公司营收分别为108、197、273亿元，同比变化0.2%、82.6%、38.3%；归母净利润分别为13.8、29.6、41.2亿元，同比变化8.7%、114.3%、39.1%；每股收益（EPS）分别为1.13、2.42、3.36元，对应PE分别为25.4、11.9、8.5。
- 风险提示：丙烷价格大幅波动风险，乙烷价格大幅上涨风险，产品价差下跌风险，新建项目达产不及预期风险等。

表3：主要财务指标（1月6日）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10778.67	10801.52	19719.12	27261.45
YOY	7.47%	0.21%	82.56%	38.25%
归母净利润（百万元）	1272.75	1383.53	2964.30	4123.91
YOY	35.31%	8.70%	114.26%	39.12%
EPS	1.04	1.13	2.42	3.36
PE	24.09	25.40	11.85	8.52

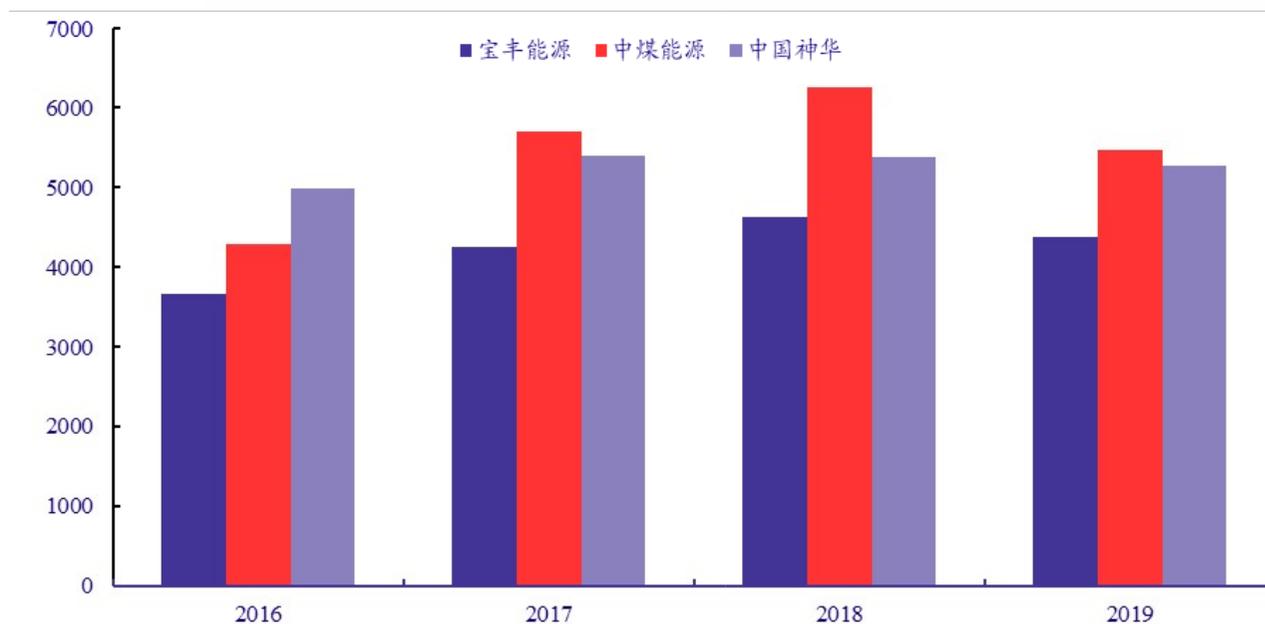
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院
注：2019年EPS为归母净利润/当前股本数

四、宝丰能源： “黑金”铸“白马”，掘金正当时

(一) 低成本优势构建护城河，规模扩张助力高成长

- 公司以煤为原料生产烯烃，以及焦炭业务。公司成本优势极为突出，在投资/折旧、蒸汽动力、人工等方面具有优势；业绩弹性大，特别是随着油价上涨。
- 公司现有焦炭400万吨/年产能，2021年底将再投产300万吨/年；公司聚烯烃目前120万吨/年产能，2022年底将再投产100万吨/年产能，更远期在内蒙布局了400万吨/年产能，助推公司高成长。

图7：聚烯烃单位生产成本对比（元/吨）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院
注：公司2019年聚烯烃成本包含了烯烃副产物的成本

(二) 关键假设

- 中远期油价中枢向上，假设2021、2022年Brent油价分别为55美元/桶、60美元/桶，远期400万吨/年烯烃项目全部达产时油价为60美元/桶。
- 考虑到烯烃产业链进入扩产高峰期，整体盈利能力（聚烯烃-原油价差）存在收窄趋势；焦炭产业链盈利能力假设基本不变。
- 假设2021年底投产焦炭二期300万吨/年项目，2022年底投产烯烃三期100万吨/年项目，且均于下一年满产。
- 假设远期内蒙400万吨/年烯烃项目煤炭自给，吨成本在100元/吨，PE、PP各有220万吨销量是来自自产煤。

表4：公司各业务营收和成本预测

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	远期（全投产）
烯烃产品							
产能（万吨/年）	60	60	120	120	120	220	620
收入（百万元）	5,406.53	5,531.39	6,369.67	9,147.87	9,338.26	9,594.59	49,209.05
YOY	19.37%	2.31%	15.15%	43.62%	2.08%	2.74%	412.88%
毛利率	43.75%	43.16%	44.09%	41.09%	46.53%	48.54%	58.55%
焦化产品							
产能（万吨/年）	400	400	400	400	700	700	700
收入（百万元）	5,047.70	5,618.52	5,386.97	5,368.39	6,659.59	11,196.26	11,196.26
YOY	97.44%	11.31%	-4.12%	-0.35%	24.05%	68.12%	0.00%
毛利率	43.58%	51.80%	45.33%	52.81%	44.66%	44.66%	44.66%
精细化工产品							
收入（百万元）	1,800.52	1,864.33	1,768.71	1,762.61	2,186.55	3,676.08	3,676.08
YOY	95.93%	3.54%	-5.13%	-0.35%	24.05%	68.12%	0.00%
毛利率	40.17%	43.56%	39.39%	38.60%	38.60%	38.60%	38.60%
其他业务							
收入（百万元）	46.00	38.05	42.85	42.85	42.85	42.85	42.85
YOY	101.83%	-17.27%	12.60%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	61.47%	29.59%	39.24%	39.24%	39.24%	39.24%	39.24%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(三) 公司估值及投资建议

- 看好公司高成长性，维持“推荐”评级。
- 预计2020-2022年公司营收分别为163、182、245亿元，同比变化20.3%、11.7%、34.5%；归母净利润分别为49.5、57.1、82.3亿元，同比变化30.1%、15.5%、44.0%；每股收益（EPS）分别为0.67、0.78、1.12元，对应PE分别为19.8、17.2、11.9。
- 更远期来看，100万吨/年烯烃三期和内蒙400万吨/年烯烃全部达产，EPS有望达到4元/股；若内蒙项目煤炭依赖采购，EPS也有望在3元/股以上。
- 风险提示：煤炭价格大幅上涨风险，油价大幅下跌风险，新建项目达产不及预期风险等。

表：主要财务指标（1月6日）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E	远期（全投产）
营业收入（百万元）	13,568.20	16,321.72	18,227.26	24,509.78	64,124.24
YOY	3.95%	20.29%	11.67%	34.47%	-
归母净利润（百万元）	3,801.87	4,947.47	5,715.04	8,229.16	29,074.78
YOY	2.88%	30.13%	15.51%	43.99%	-
EPS	0.54	0.67	0.78	1.12	3.96
PE	24.78	19.83	17.17	11.92	3.37

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

银河化工团队介绍



任文坡

中国石油大学（华东）化学工程博士
曾任职于中国石油，高级工程师、化工组组长、项目经理，8年实业工作经验。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事化工行业研究。

☎：010-80927675

✉：renwenpo_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520080001



林相宜

南开大学金融硕士、学士，中国注册会计师
曾任职于安永华明会计师事务所。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事化工行业和纺织服装行业研究。

☎：010-80927677

✉：linxiangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050007

分析师承诺：本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，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而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。



谢谢!

创造财富担当责任
股票代码: 601881.SH06881.HK