

乙二醇成本推升背后上涨的煤价

—石油石化

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

每周一谈:

- ◆ **原料成本推动 乙二醇价格上涨:** 4月底开始至5月12日,乙二醇现货仅半月时间涨幅9%,同期乙二醇9月合约涨幅14%,其主要原因为原料煤价大幅上涨带来的成本推动效应,而供需面则并未出现剧烈变化。随后5月13以及14日,EG跟随煤炭价格大幅回调,现货回调4.5%、盘面回调7%。
- ◆ **煤化工长协统供 实际价格变动较现货平缓:** 实际煤化工装置原料煤的采购为长协统购,结算价实行月度结算。中长期合同执行“基准价+浮动价”的价格机制,权重各占50%。当煤炭现货价格上涨时,煤化工长协价仅浮动部分变化,且时间上滞后一个月。因此,煤价的上涨对乙二醇成本端实际影响要低于市场的普遍预期。
- ◆ **成本推升价格 乙二醇更具弹性:** 煤炭是国内乙二醇生产主要原料之一,目前国内煤制乙二醇工艺约占总产能的40%左右。如果剔除长期停车装置,产能占比约33%。煤制乙二醇工厂成本计算方式差异较大,原料(3-5吨)煤+催化剂+水电气+人工、财务、折旧+运输及其他费用。报告中使用3.2*褐煤+3600元/吨进行计算EG成本,意味着每百元煤价上涨对乙二醇成本端的影响大概320元,考虑到煤化工企业多长协采购,对其生产成本的影响比现货采购减少一半,预计煤价每上涨百元,成本端抬升160元附近。此轮乙二醇价格从4月26日行情启动至前高,动力煤期货主力价格涨幅200元,而对应乙二醇盘面涨幅700元,反映出原料推升成本上涨时,乙二醇价格弹性明显高于原料。

市场回顾:

- ◆ **板块表现:** 本周中信一级石油石化指数下跌1.52%,位居30个行业指数倒数第六。本周上证指数涨幅2.09%,中信一级石油石化指数落后上证指数3.61%。其他石化子板块拖累整体石油石化板块表现,油田服务(+6.04%)、石油开采(+4.17%)、工程服务(+2.62%)、炼油(+0.32%)、油品销售及仓储(-1.77%)、其他石化(-5.26%)。
- ◆ **个股涨跌幅:** 本周石油石化板块领涨个股包括三联虹普(+10.55%)、东方盛虹(+9.93%)、中海油服(+9.13%)、中曼石油(+6.20%)、宝利国际(+5.78%)、洲际油气(+5.39%)等;领跌个股包括ST海越(-12.57%)、荣盛石化(-11.42%)、恒力石化(-9.28%)、海利得(-7.25%)、和顺石油(-6.91%)等。

风险提示: 政策风险;地缘政治加剧风险;原油价格剧烈波动风险,全球新冠疫情持续恶化风险;

评级

增持(维持)

2020年05月16日

曹旭特

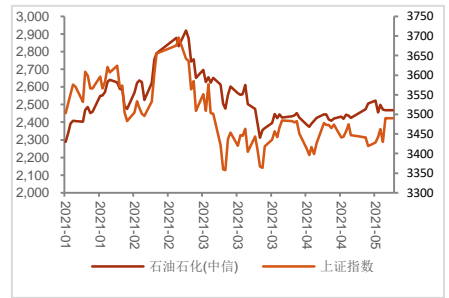
分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

行业基本资料

股票家数	47
行业平均市盈率	14.13
市场平均市盈率	13.02

行业表现走势图



资料来源:申港证券研究所

相关报告

内容目录

1. 每周一谈：乙二醇成本推升背后上涨的煤价	4
1.1 原料成本推动 乙二醇价格上涨	4
1.2 煤化工长协统供 实际价格变动较现货平缓	4
1.3 成本推升价格 乙二醇更具弹性	5
2. 石油石化板块股票市场行情	6
2.1 板块表现	6
2.2 个股涨跌幅	6
3. 重点石化原料产品价格走势	7
3.1 C2 下游	7
3.2 C2 下游	9
3.3 C3 下游	11
3.4 C4 下游	13
3.5 苯下游	14
3.6 甲苯下游	16
3.7 二甲苯下游	17
4. 风险提示	18

图表目录

图 1: 石化行业 2020 营收同比下降 22.62% (亿元, %)	错误!未定义书签。
图 2: 石化行业 2021Q1 营收均不同程度上升 (亿元, %)	错误!未定义书签。
图 3: 2020 年石油石化行业归母净利润同比下降 35.13% (亿元, %)	错误!未定义书签。
图 4: 石化行业 2021Q1 归母净利润 620.86 亿元, 同比大幅扭亏 (亿元, %)	错误!未定义书签。
图 5: 2020 年石化行业在建工程同比下降 7.11% (亿元, %)	错误!未定义书签。
图 6: 2020 石化全行业经营现金流净额同比上升 0.43% (亿元, %)	错误!未定义书签。
图 7: 2021Q1 经营现金净额同比大幅增加 (亿元, %)	错误!未定义书签。
图 8: 石化行业 PE 处于较低水平	错误!未定义书签。
图 9: 除石化其他石化板块外 PB 处于较低水平	错误!未定义书签。
图 10: 2020 石油开采毛利率同比下降 0.5% (%)	错误!未定义书签。
图 11: 子行业仅其他石化、工程服务期间费用率下降 (%)	错误!未定义书签。
图 12: 油品销售及仓储 2020 年净利率大幅修复 (%)	错误!未定义书签。
图 13: 2020 其他石化及工程服务 ROE 提高 (%)	错误!未定义书签。
图 14: 石化行业资产负债率小幅降低 (%)	错误!未定义书签。
图 15: 石化行业流动比率持续上升	错误!未定义书签。
图 16: 石化行业现金营收比率先增后降 (%)	错误!未定义书签。
图 17: 油田服务及仓储 2021Q1 存货周转率上升	错误!未定义书签。
图 18: 石油石化指数涨幅位居第六 (%)	6
图 19: 石油石化子版块涨跌幅 (%)	6
图 20: 本周石油石化板块领涨个股 (%)	7
图 21: 本周石油石化板块领跌个股 (%)	7
图 22: 原油价格 (美元/桶)	7
图 23: 动力煤价格 (元/吨)	7
图 24: LNG 价格 (元/吨)	8
图 25: 石脑油/乙烯价格 (美元/吨)	9

图 26: 聚乙烯价格 (元/吨)	9
图 27: EO/EG 价格 (元/吨)	9
图 28: PVC 价格 (元/吨)	10
图 29: 丙烷价格 (美元/吨, MB 丙烷 美元/加仑 右轴)	11
图 30: 国内丙烯价格 (元/吨)	11
图 31: 聚丙烯价格 (元/吨)	11
图 32: 聚醚多元醇价格 (元/吨)	12
图 33: 丁辛醇价格 (元/吨)	12
图 34: 丙烯酸价格 (元/吨)	12
图 35: 丁烷/LPG 价格 (元/吨)	13
图 36: MTBE/丁二烯/异丁烯价格 (元/吨)	13
图 37: BDO/PTMEG 价格 (元/吨)	13
图 38: 纯苯/苯乙烯价格 (元/吨, FOB 韩国苯乙烯 美元/吨 右轴)	14
图 39: 聚苯乙烯价格 (元/吨)	14
图 40: 苯酚/双酚 A/PC 价格 (元/吨)	14
图 41: 苯胺/MDI 价格 (元/吨)	15
图 42: 环己酮/己二酸/己二胺/己内酰胺价格 (元/吨, 己二胺 右轴)	15
图 43: PA6/PA66/锦纶价格 (元/吨, PA66 右轴)	15
图 44: 甲苯价格 (元/吨)	16
图 45: TDI 价格	16
图 46: 二甲苯价格 (元/吨, PX CFR 右轴 美元/吨)	17
图 47: PTA/聚酯切片价格 (元/吨)	17
图 48: 涤纶价格 (元/吨)	17

1. 每周一谈：乙二醇成本推升背后上涨的煤价

1.1 原料成本推动 乙二醇价格上涨

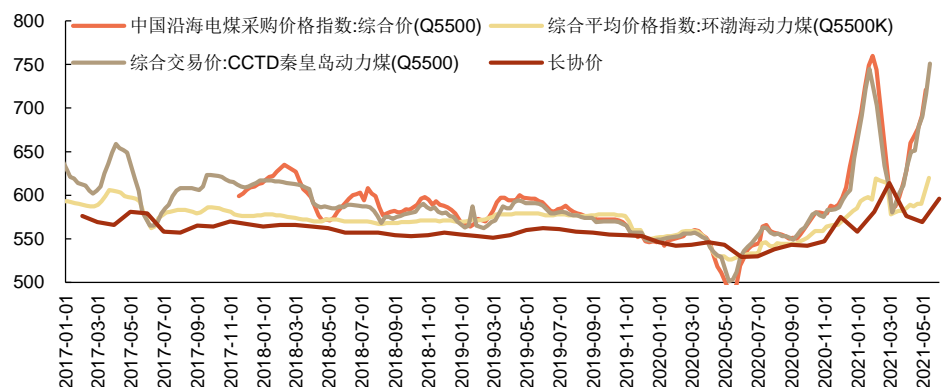
4月底开始至5月12日，乙二醇现货仅半月时间涨幅9%，期货盘面则更为强势，同期乙二醇9月合约涨幅14%，其主要原因为原料煤价大幅上涨带来的成本推动效应，而供需面则并未出现剧烈变化。随后5月13以及14日，EG跟随煤炭价格大幅回调，现货回调4.5%、盘面回调7%。

1.2 煤化工长协统供 实际价格变动较现货平缓

实际煤化工装置原料煤的采购为长协统购，结算价实行月度结算。中长期合同执行“基准价+浮动价”的价格机制，权重各占50%。基准价为供需双方协商确定，浮动价可结合环渤海煤炭价格指数BSPI、CCTD秦皇岛煤炭价格指数、中国沿海电煤采购价格指数CECI综合确定，各家煤炭企业所选取的参照指数可能会有所不同。

长协价由固定价格+浮动价格两部分组成，浮动价格由三大煤炭价格指数算数平均得到，可以理解为煤炭现货价格。其中环渤海价格指数（BSPI）的报价包含，煤炭企业、电力企业、贸易商等89家企业，报价大多为长协价销售，价格波动小且能反映大型煤炭企业平均售价水平。长协浮动价格组成中包括这个价格，也进一步降低了长协价格自身的波动率。且长协价每月调整一次，于月末发布下月价格，因此价格反映会有1个月时间的滞后。当煤炭现货价格上涨时，煤化工长协价仅浮动部分变化，长协价格上涨的部分低于现货上涨的部分。举例来说，如果本月三大煤炭价格指数算数平均上涨300元，反映在长协价格上体现为下月长协价上涨150元。尤其在现货价格大幅上涨时，长协价变动一般低于现货价，且时间上滞后一个月，煤价的上涨对乙二醇成本端实际影响要低于市场的普遍预期。

图1：煤炭长协、浮动价格对比（元/吨）

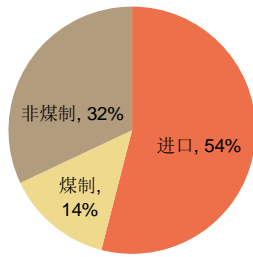


资料来源：Wind，申港证券研究所

1.3 成本推升价格 乙二醇更具弹性

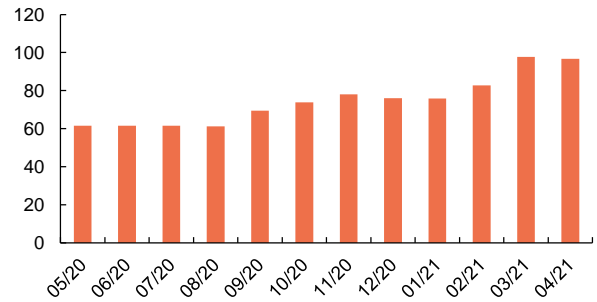
煤炭是国内乙二醇生产主要原料之一，目前国内煤制乙二醇工艺约占总产能的40%左右。如果剔除长期停车装置，产能占比约33%。2020年数据显示，国内乙二醇产量905.5万吨，其中煤制产量285万吨，进口量1054.8万吨。2021年4月国内乙二醇产量97.3万吨，其中煤制乙二醇产量29.5万吨，占比约30%。随着乙二醇价格下跌，4月底煤制工艺乙二醇处于盈亏平衡附近，利润低位，价格易受成本端上涨的驱动大幅攀升。在自身基本面变动不大的情况下，煤价上涨是主要驱动。

图2：2020年乙二醇国内供应占比（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图3：国内乙二醇月度产量（万吨）



资料来源：Wind，申港证券研究所

煤制乙二醇工厂成本计算方式差异较大，原料（3-5吨）煤+催化剂+水电气+人工、财务、折旧+运输及其他费用。原料煤主要包括褐煤、烟煤和无烟煤，有部分动力煤可以作为原料煤的替代。报告中采用3.2*褐煤+3600元/吨进行计算EG成本，为内蒙古部分外采褐煤乙二醇工厂成本公式。根据煤制成本定价公式，煤制乙二醇意味着每百元煤价上涨对乙二醇成本端的影响大概320元，考虑到煤化工企业多长协采购，对其生产成本的影响比现货采购减少一半，预计煤价每上涨百元，成本端抬升160元附近。此轮乙二醇价格从4月26日行情启动至前高，动力煤期货主力价格涨幅200元，而对应乙二醇盘面涨幅700元，反映出原料推升成本上涨时，乙二醇价格弹性明显高于原料。

建议关注华鲁恒升：公司是低成本煤化工龙头，掌握领先的水煤浆技术，利用成本较低的烟煤作为主要生产原料，并持续技改，大幅节约成本。通过打造一头多线的柔性联产模式，在煤气化平台下游不断丰富产品品种。长协的原料采购模式，以及下游产品的高弹性，周期景气时公司业绩向上弹性巨大。公司公告2021年一季度，2021年一季度公司实现营业收入50.03亿元，同比增长69.09%，归母净利润15.76亿元，同比上升266.84%，环比2020年第四季度上升210.24%。主要得益于煤化工行业景气复苏，主要产品价格大幅上涨。公司产能持续扩张，荆州第二基地打开成长空间公司不断拓宽产品线，30万吨己内酰胺计划于2021年12月投产，同时开辟荆州第二基地，一期投资不低于100亿，拟建设尿素100万吨、醋酸100万吨、DMF15万吨，混甲胺15万吨等主、副产品。凭借技术及规模优势，公司具有持续扩张能力，成长穿越周期。

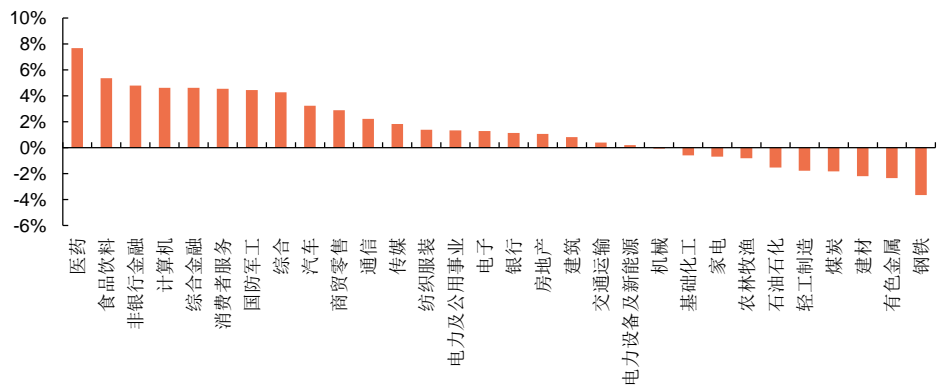
2. 石油石化板块股票市场行情

2.1 板块表现

本周中信一级石油石化指数下跌 1.52%，位居 30 个行业指数倒数第六。本周上证指数涨幅 2.09%，中信一级石油石化指数落后上证指数 3.61%。

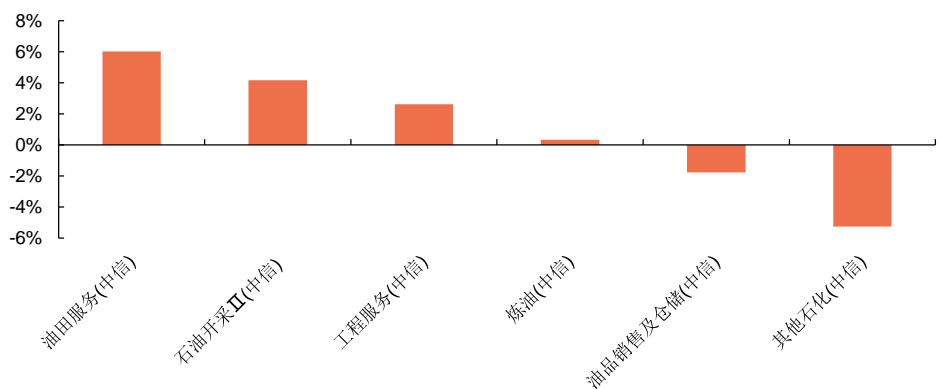
其他石化子板块拖累整体石油石化板块表现，油田服务 (+6.04%)、石油开采 (+4.17%)、工程服务 (+2.62%)、炼油 (+0.32%)、油品销售及仓储 (-1.77%)、其他石化 (-5.26%)。

图4：石油石化指数涨幅位居第六 (%)



资料来源：Wind，申港证券研究所

图5：石油石化子版块涨跌幅 (%)



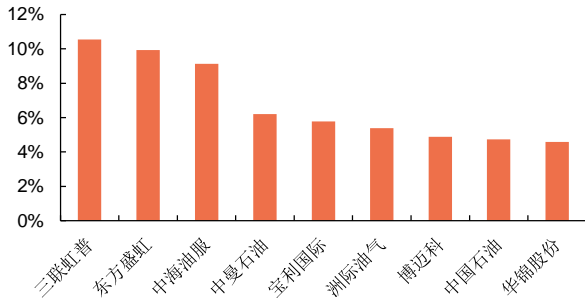
资料来源：Wind，申港证券研究所

2.2 个股涨跌幅

本周石油石化板块领涨个股包括三联虹普 (+10.55%)、东方盛虹 (+9.93%)、中海油服 (+9.13%)、中曼石油 (+6.20%)、宝利国际 (+5.78%)、洲际油气 (+5.39%) 等；领跌个股包括 ST 海越 (-12.57%)、荣盛石化 (-11.42%)、恒力石化 (-9.28%)、

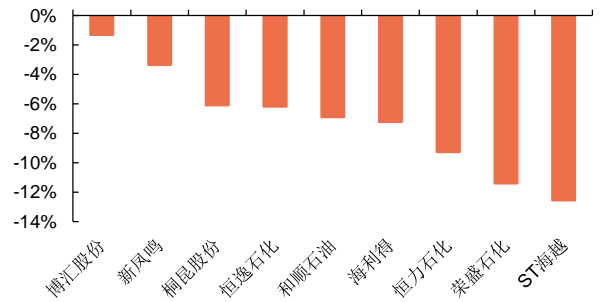
海利得 (-7.25%)、和顺石油 (-6.91%) 等。

图6: 本周石油石化板块领涨个股 (%)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图7: 本周石油石化板块领跌个股 (%)

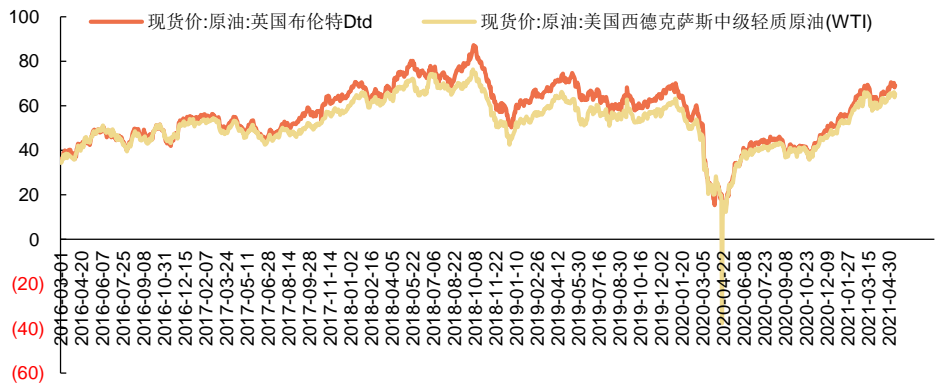


资料来源: Wind, 申港证券研究所

3. 重点石化原料产品价格走势

3.1 C2 下游

图8: 原油价格 (美元/桶)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图9: 动力煤价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

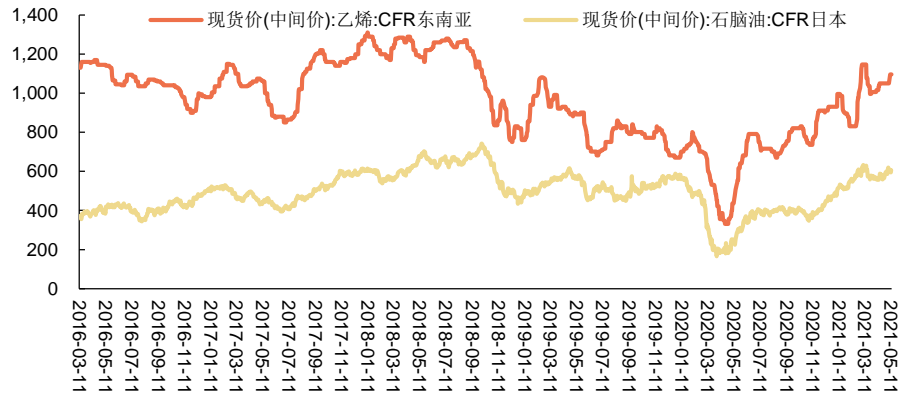
图10: LNG 价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

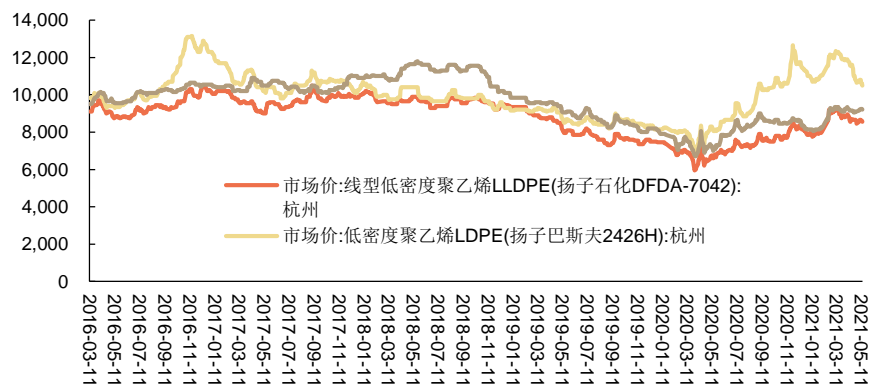
3.2 C2 下游

图11: 石脑油/乙烯价格 (美元/吨)



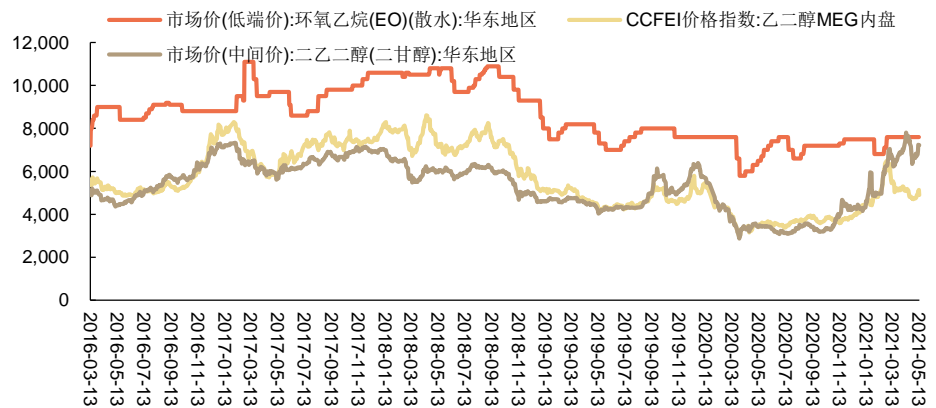
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图12: 聚乙烯价格 (元/吨)



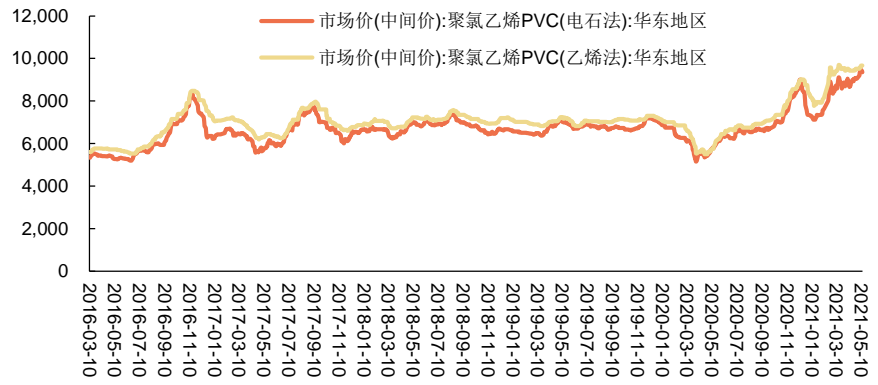
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图13: EO/EG 价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

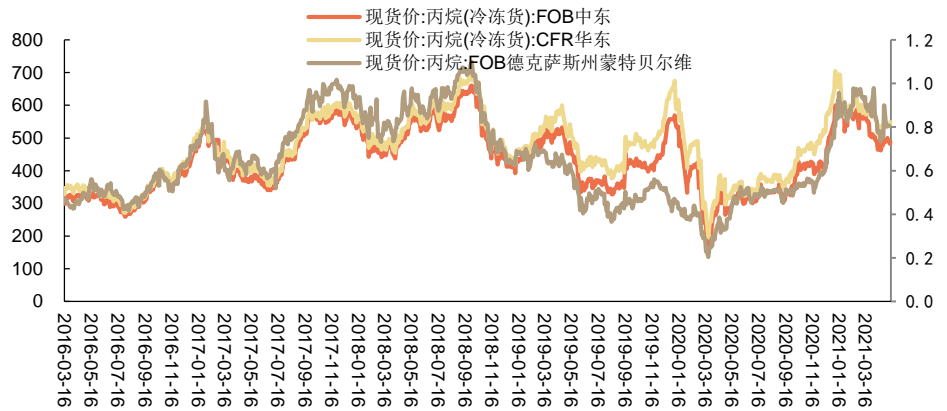
图14: PVC 价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

3.3 C3 下游

图15: 丙烷价格 (美元/吨, MB 丙烷 美元/加仑 右轴)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图16: 国内丙烯价格 (元/吨)



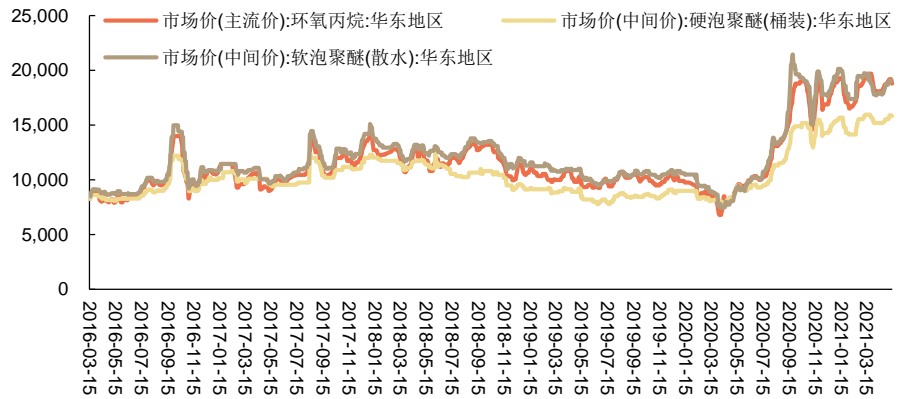
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图17: 聚丙烯价格 (元/吨)



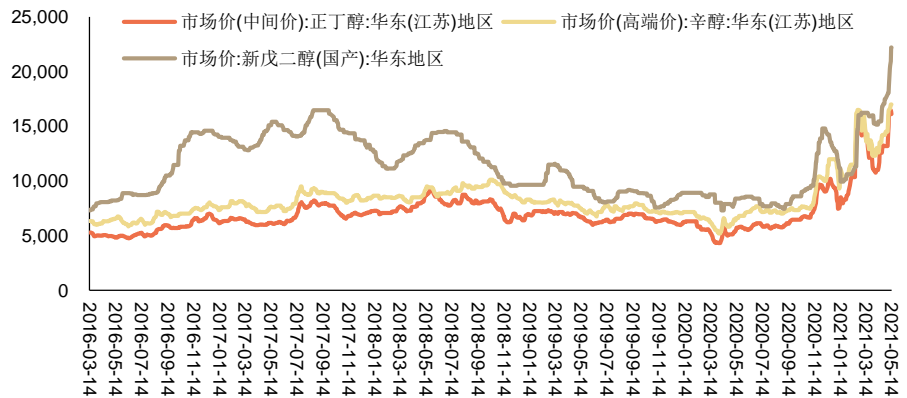
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图18: 聚醚多元醇价格 (元/吨)



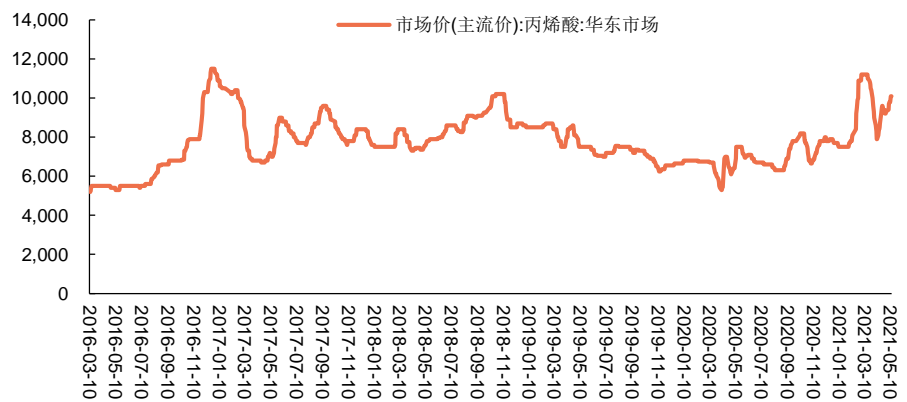
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图19: 丁辛醇价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

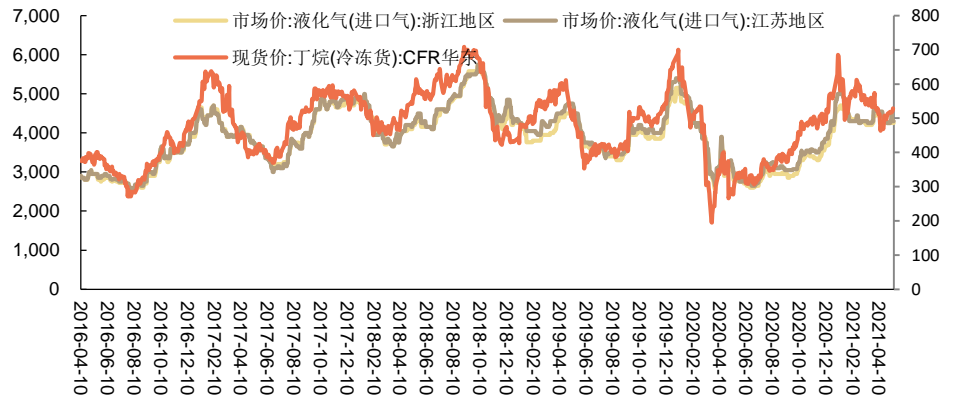
图20: 丙烯酸价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

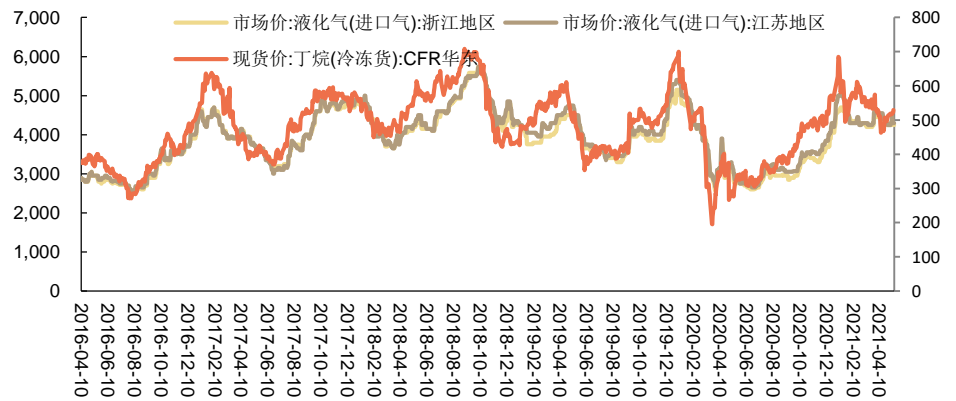
3.4 C4 下游

图21: 丁烷/LPG 价格 (元/吨)



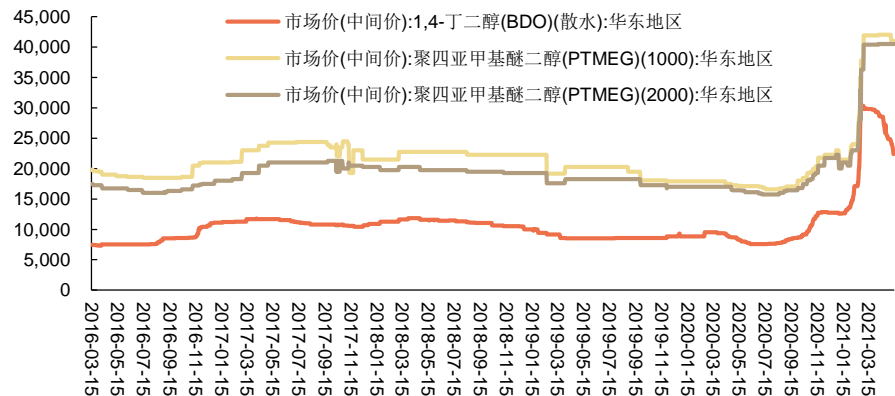
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图22: MTBE/丁二烯/异丁烯价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

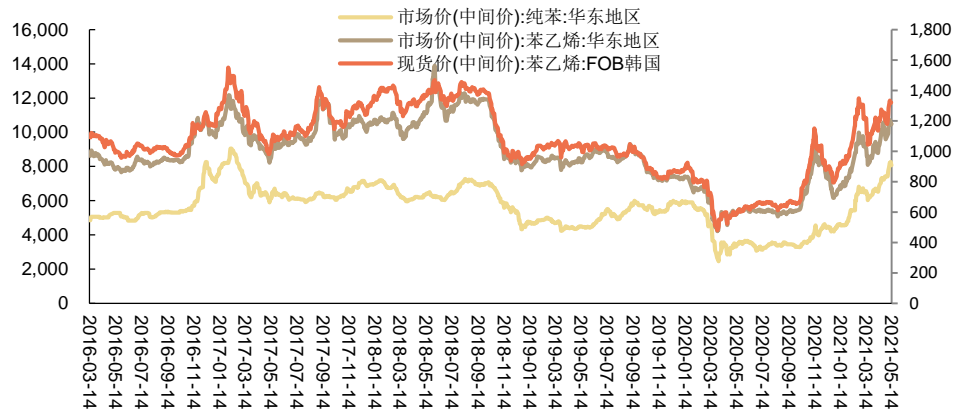
图23: BDO/PTMEG 价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

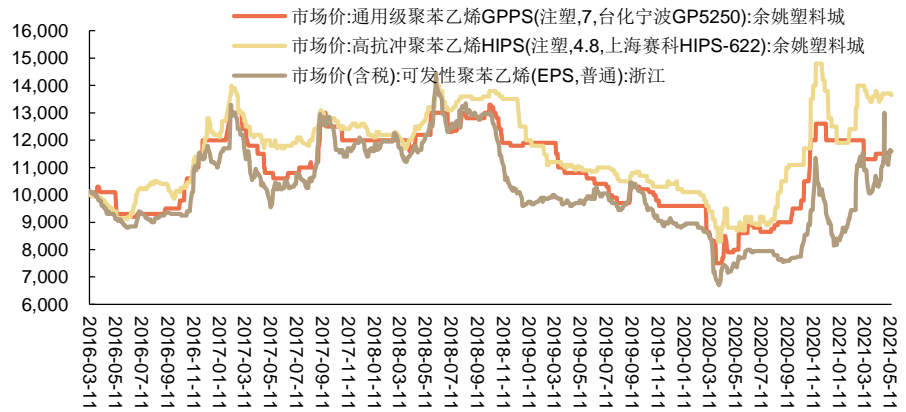
3.5 苯下游

图24: 纯苯/苯乙烯价格 (元/吨, FOB 韩国苯乙烯 美元/吨 右轴)



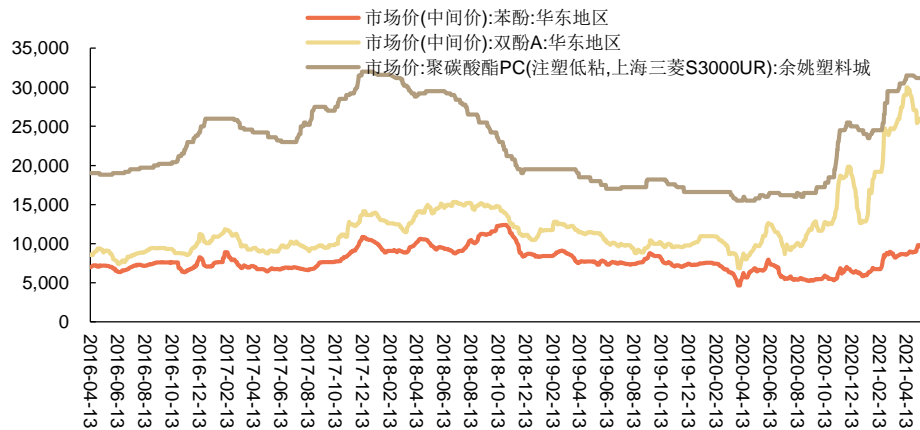
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图25: 聚苯乙烯价格 (元/吨)



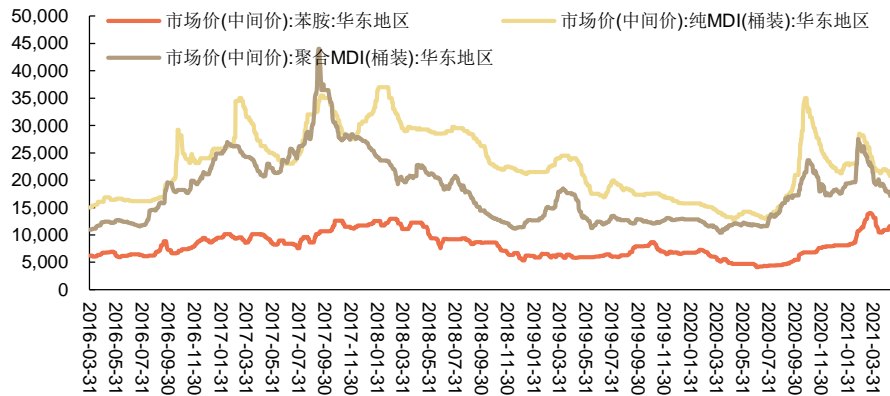
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图26: 苯酚/双酚 A/PC 价格 (元/吨)



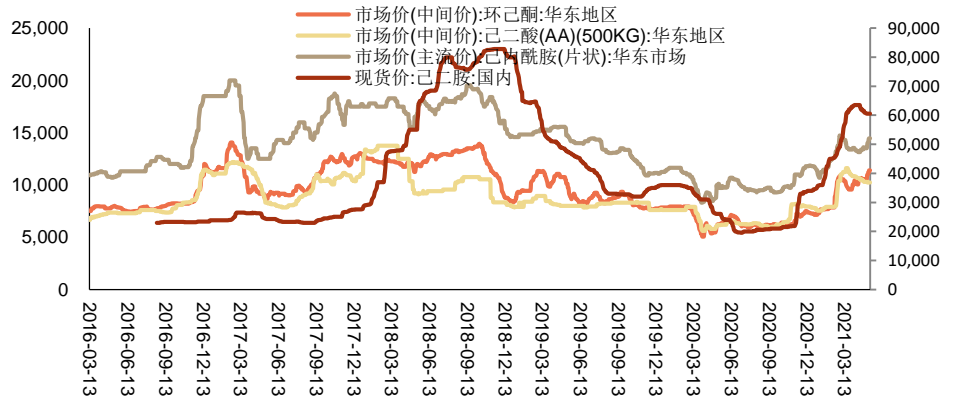
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图27: 苯胺/MDI 价格 (元/吨)



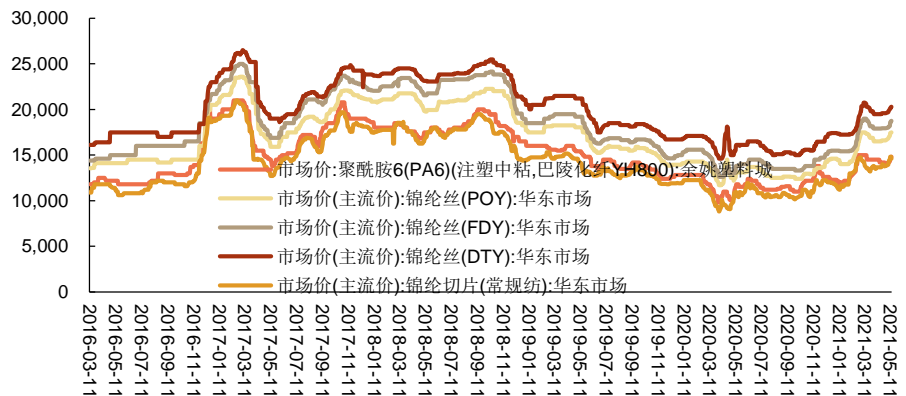
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图28: 环己酮/己二酸/己二胺/己内酰胺价格 (元/吨, 己二胺 右轴)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图29: PA6/PA66/锦纶价格 (元/吨, PA66 右轴)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

3.6 甲苯下游

图30: 甲苯价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

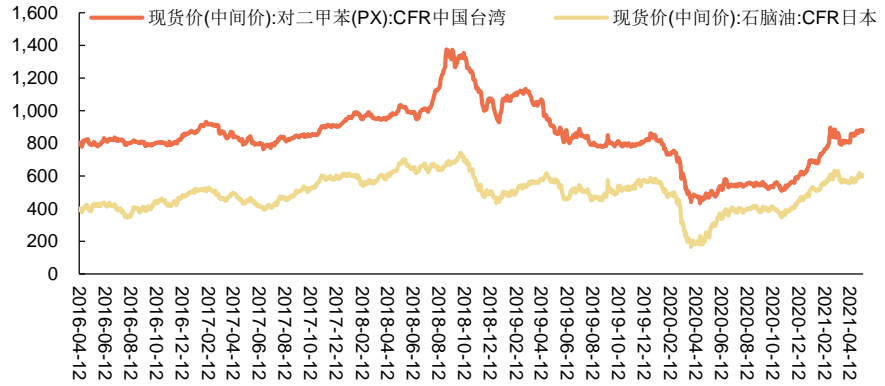
图31: TDI 价格



资料来源: Wind, 申港证券研究所

3.7 二甲苯下游

图32: 二甲苯价格 (元/吨, PX CFR 右轴 美元/吨)



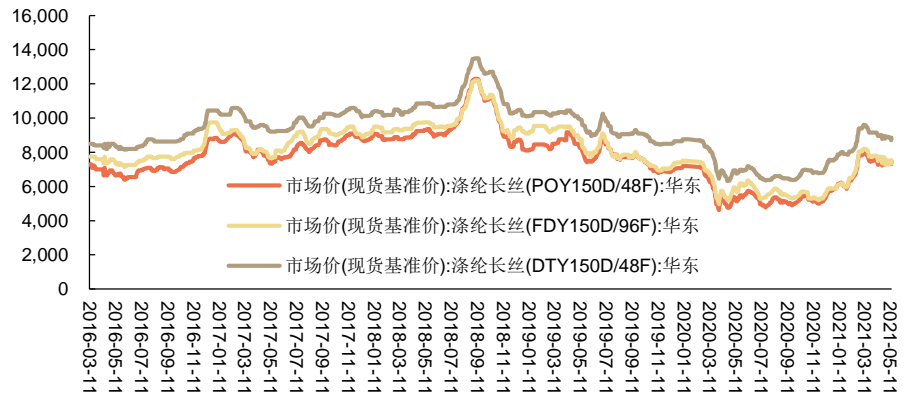
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图33: PTA/聚酯切片价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图34: 涤纶价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

4. 风险提示

政策风险；地缘政治加剧风险；原油价格剧烈波动风险，全球新冠疫情持续恶化风险；

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上