

石油化工

大炼化成长性再思考

证券研究报告

2021 年 07 月 04 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

张樨樨

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517120003

zhangxixi@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《石油化工-行业点评:重点公司2020Q2 业绩展望》 2021-06-24
- 2 《石油化工-行业专题研究:炼化专题:美国乙烷裂解浪潮还有第二波吗?》 2021-06-06
- 3 《石油化工-行业专题研究:石油绿色溢价——主流逻辑的再验证》 2021-06-01

引言: 东方盛虹拟收购的斯尔邦是国内 EVA 光伏膜料绝对龙头,因而获得市场关注。此外近期恒力石化公告一系列聚酯下游新项目和可降解塑料项目。值得思考的是,大炼化在 ROE 抬升与碳中和制约的矛盾情境中,应该如何看待增长点?

1. 碳中和会卡死民营大炼化的成长性吗?

答案肯定是不,但是我们需要等待时间。未来石化项目的审批,可能会参考电力行业,采用基准值法。而民营大炼化的项目从规模性、轻质化等角度应该具有减排优势。

2. 大炼化向下游还可以做些什么?

即使退一万步不考虑大型项目(比如炼化和乙烯新增项目)的话,大炼化基于现有的平台,向下游延伸产业链可以做的材料也很多。实际上,企业层面已经在积极拓展。

风险提示: 炼化项目迟迟不出台相关审批政策的风险;主要石化产品景气波动风险;新材料领域拓展进度慢于预期的风险。

内容目录

1. 从最近的市场热点说起.....	3
2. 一对矛盾：ROE 上台阶 vs.不可回避的碳中和.....	3
3. 碳中和会卡死民营大炼化的成长性吗？	3
4. 向下游还可以做些什么？ 新材料远不止一个 EVA	4
5. 风险因素.....	7

图表目录

图 1：ROE 变化：民营大炼化 vs. 万华化学（单位：%）	3
图 2：万华化学历史成长性（单位：亿元）	3
图 3：化工品需求增长仍将是石油需求主要驱动力	4
图 4：不同乙烯装置碳排放水平比较.....	4
图 5：荣盛石化业务布局（包括浙石化一期、及二期在建下游项目）	5
图 6：恒力石化业务布局（包括拟在建项目）	6
图 7：东方盛虹业务布局（包括拟注入的斯尔邦，及大炼化在建项目）	6

1. 从最近的市场热点说起

东方盛虹拟收购的斯尔邦拥有国内最大的 EVA 产能，并且是国内 EVA 光伏膜料的绝对龙头，因而获得市场关注。

此外近期恒力石化公告一系列新项目，包括 80 万吨工能膜材料、45 万吨可降解塑料及配套原料己二酸、150 万吨化纤等。

引人思考的是，大炼化的“化”都包含什么，以及未来还能做什么？

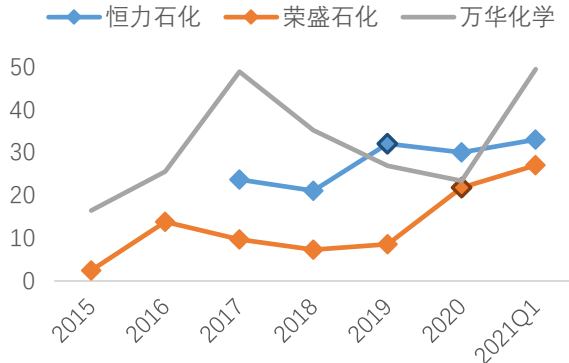
2. 一对矛盾：ROE 上台阶 vs. 不可回避的碳中和

恒力石化、荣盛石化在大炼化项目投产之后，分别在 2019 年和 2020 年 ROE 水平有明显跃升。截至 2021Q1 已经上升到 30% 左右的 ROE 水平，恒力石化、荣盛石化分别 33% 和 27%（年化）。考虑荣盛石化控股的浙石化二期业绩贡献待释放、其后续 ROE 仍有进一步提升空间。两家未来 ROE 水平都有望维持在 30% 以上。

参照万华化学的发展历程，自 2015 年以来其 ROE 水平中枢在 30-40% 之间。尽管其净利润水平不同年份有波动，但是较高的 ROE 中枢使得公司的归母权益可以持续较快增长。其高速增长依靠的项目，除了“乙烯聚氨酯一体化”项目（2020 年投产）属于大型项目之外，其余大部分都是产业链延伸的材料型项目，包括 MDI 扩能、POSM、PMMA、酚酮 PC、尼龙 12、PBAT 可降解塑料等。

大炼化当前面临的矛盾在于——ROE 已经上台阶，却遇到了碳中和大项目审批难度加大的现实问题。实际上，自 2021 年以来，国内几乎没有大炼化项目或者大乙烯项目新获得国家发改委审批。大炼化高 ROE、及其爆发增长的自由现金流，未来应该投向哪里？

图 1：ROE 变化：民营大炼化 vs. 万华化学（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：万华化学历史成长性（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 碳中和会卡死民营大炼化的成长性吗？

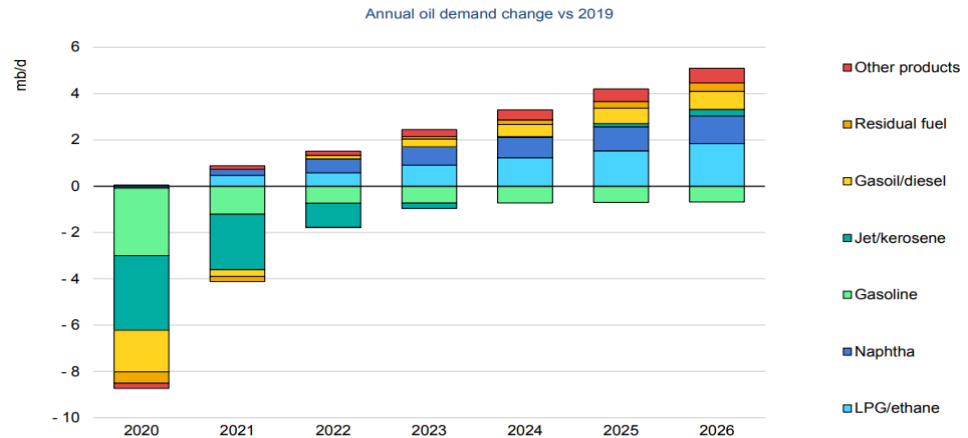
答案肯定是不，但是我们需要等待时间。

1) 从全球供需格局来看，乙烯扩能是必需的。乙烯等主要石化产品的供需紧缺可能在 2023 年及之后爆发。我们对中、美两大国数据进行统计，因为这两个国家一直是石化产品扩能的主要来源。中国乙烯在 2020-2021 年集中投放之后，2022-2023 年会进入低速产能增长阶段。考虑到 2021 年开始审批收紧，2023 年之后可能面临几乎无新增产能投放的阶段。

而美国乙烷裂解制乙烯扩能第一轮浪潮已经结束，第二轮浪潮本应在 2023-2024 年出现，但是受到疫情和环保主义影响，第二轮新增产能将明显缩水。详见之前报告《炼化专题：美国乙烷裂解浪潮还有第二波吗？（2021-6-6）》

而需求端，全球化工品需求尚未有明确的见顶时间，长期将保持增长，根据 IEA 预测 CAGR=2-3%。

图 3：化工品需求增长仍将是石油需求主要驱动力



资料来源：IEA，天风证券研究所

2) 从装置发展方向来看，大型化、轻质化、供能绿色化是趋势。a) 装置规模方面，小型乙烯和大型乙烯装置带来的吨 CO₂ 排放差异较大，大型装置吨排放更低；b) 轻质化方面，乙烯进料中提高轻烃比例的话，双烯收率更高、且燃料消耗更少；c) 用能结构方面，对应的是炼化企业的第二类排放，即外采能源包括电力和蒸汽的排放水平。

未来乙烯项目的审批，可能也会参考电力行业，采用基准值法。而民营大炼化的项目如果在基准值法体系下，应该具有减排优势。大炼化的乙烯项目，首先规模体量大，相比小乙烯有减排优势；在原料结构方面，通常拥有更多的轻烃回收和乙烯进料轻质化优势；且在未来项目规划方面更多的考虑了绿色电力或者蒸汽来源。

图 4：不同乙烯装置碳排放水平比较

类型	乙烯能耗限值 / (kgOE/t)	折 CO ₂ 排放 / (t CO ₂ /t)	双烯能耗限值 / (kgOE/t)	折 CO ₂ 排放 / (t CO ₂ /t)
30 万 t/a 及以下小型乙烯装置	≤ 830	≤ 2.556 4	≤ 560	≤ 1.724 8
30 万 t/a 以上小型乙烯装置	≤ 720	≤ 2.217 6	≤ 490	≤ 1.509 2
新建乙烯装置	≤ 640	≤ 1.971 2	≤ 430	≤ 1.324 4
乙烯装置先进值	≤ 610	≤ 1.878 8	≤ 400	≤ 1.232 0

资料来源：《我国乙烯行业碳排放基准值制定研究》，天风证券研究所

4. 向下游还可以做些什么？新材料远不止一个 EVA

即使不考虑大型项目（比如炼化和乙烯新增项目）的话，大炼化基于现有的平台，向下游延伸产业链可以做的材料也很多。

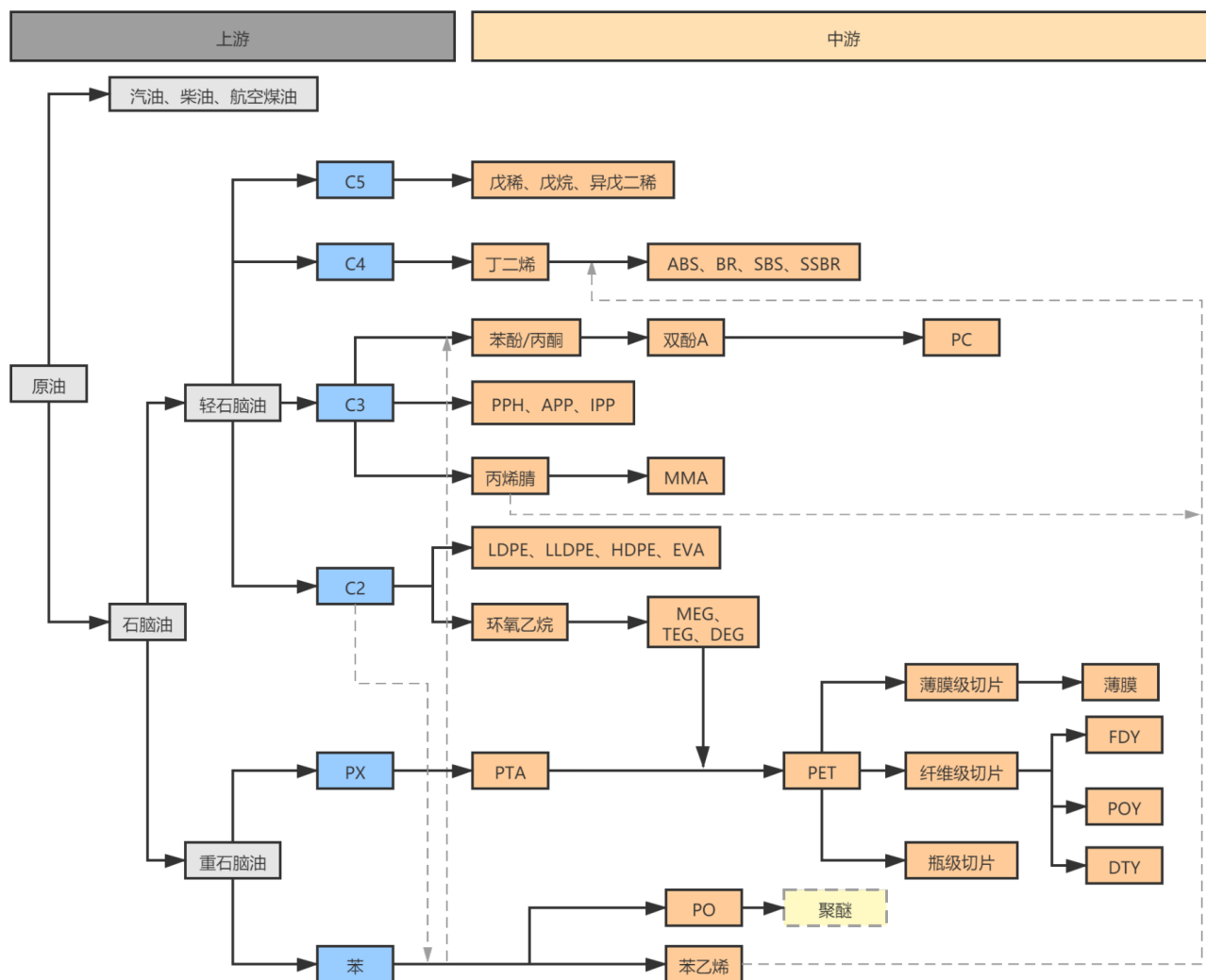
实际上，企业层面已经在拓展。比如东方盛虹拟收购的斯尔邦，不仅是 EVA 光伏膜料领域绝对龙头，也拥有 MMA、丙烯腈等烯烃下游的差异化品种。此外，公司已经公告的炼化下游项目还包括酚酮、POSM 及多元醇。

比如荣盛石化浙石化一期除了通用塑料和芳烃类产品，已经包含了酚酮 PC 产业链。浙石化二期，下游配套产品包括 EVA、合成橡胶产业链等。

比如恒力石化近期公告，基于现有大炼化项目的新材料产业园新项目包括己二酸（PBAT 原料），聚酯产业链的高端化扩张，以及基于煤化工项目的 BDO 和 PBAT 产业链。

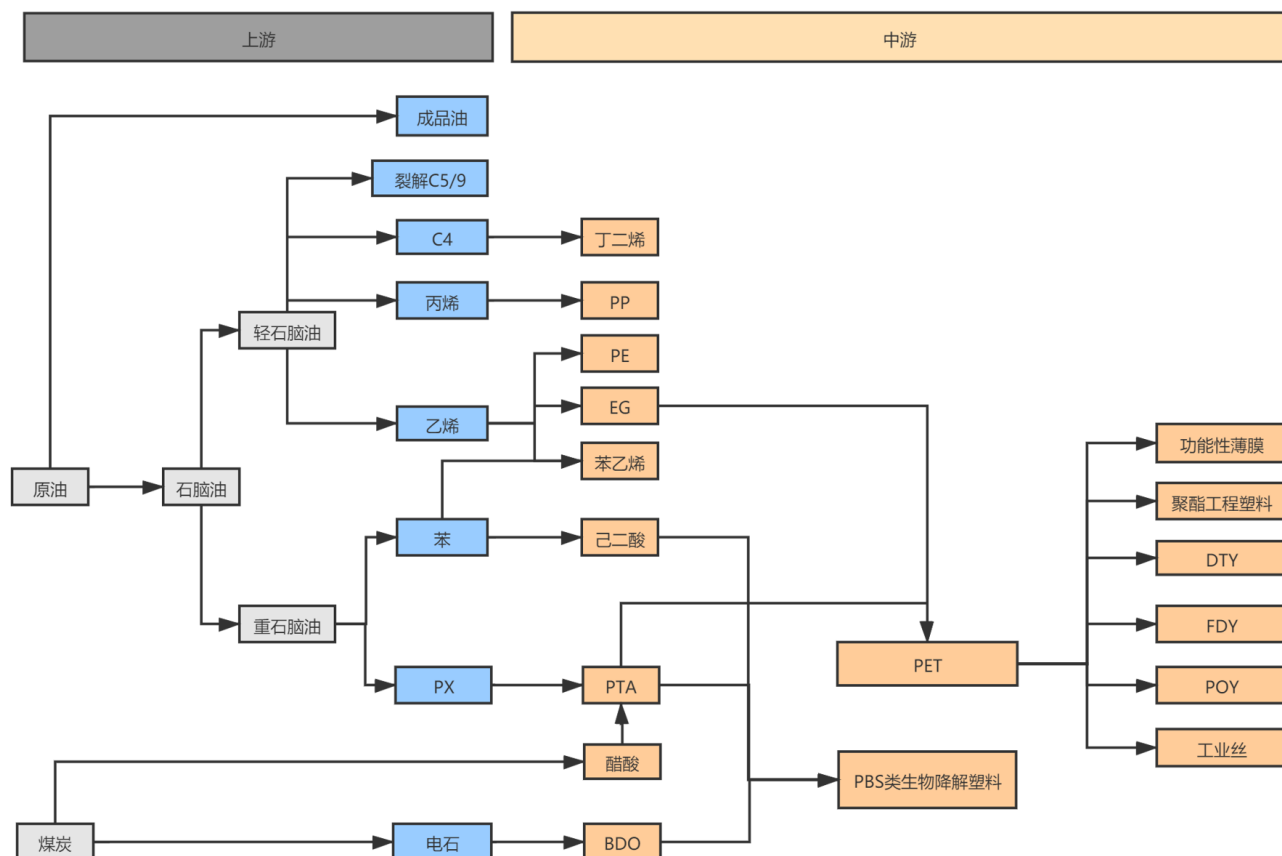
限于篇幅，这里不对每一种下游材料进行深入展开。可以参考大炼化材料系列报告：《大炼化产品系列（1）——酚酮 PC 产业链》、《透视大炼化：产品系列 2——EVA》，以及大炼化材料系列专家电话会议。

图 5：荣盛石化业务布局（包括浙石化一期、及二期在建下游项目）



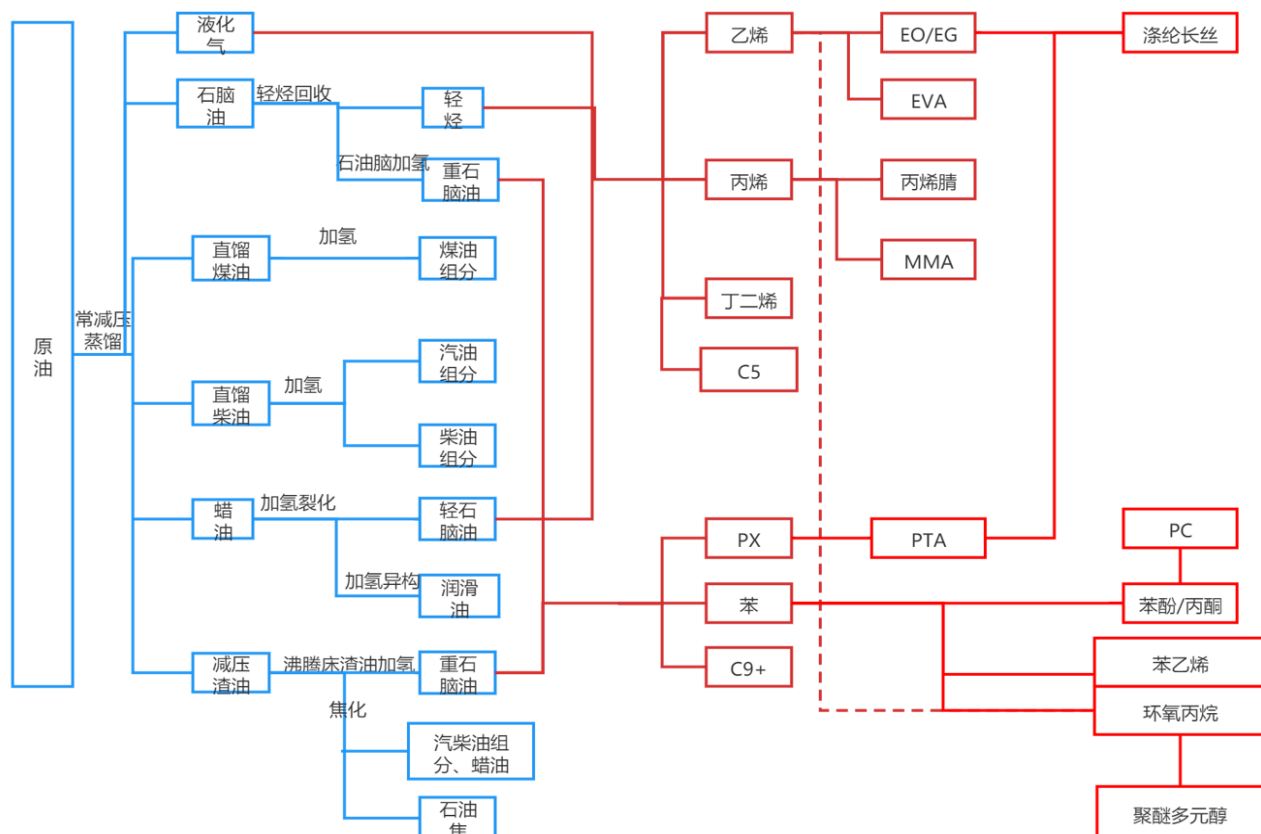
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：恒力石化业务布局（包括拟在建项目）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：东方盛虹业务布局（包括拟注入的斯尔邦，及大炼化在建项目）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 风险因素

- 1) 炼化项目审批迟迟不出台相关政策的风险：预计炼化行业应参照电力行业，采用基准值法。而民营大炼化的项目如果在基准值法体系下，应该具有减排优势。但加入政策细则迟迟不出台，则项目审批面临停滞风险。
- 2) 主要石化产品景气波动风险：乙烯和芳烃两大系列作为炼化盈利主体，盈利受到其自身供需关系影响。
- 3) 新材料领域拓展进度慢于预期的风险：具体关注上市公司层面具体项目的推进情况。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com