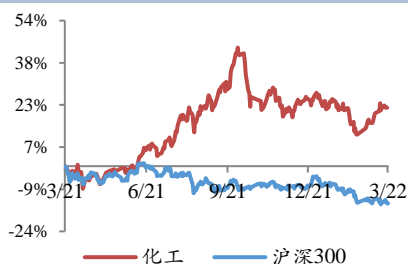


油价进入历史高位，化工影响几何

行业评级：增持

报告日期：2022-03-04

行业指数与沪深300走势比较


分析师：尹沿枝

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：王鹏

执业证书号：S0010121020019

电话：18810636601

邮箱：wangpeng@hazq.com

相关报告

 1.“碳中和”相关细化政策逐步出台
 2022-02-14

 2.《促进绿色消费实施方案》出台，
 涉及衣食住行等领域 2022-01-23

 3.4月1日起建筑强制进行碳排放计
 算 2022-01-16

主要观点：

● 俄乌冲突是主要原因，油价进入历史高位。

3月2日，布伦特原油现货价突破117美元/桶，WTI原油现货价突破110美元/桶。本轮原油价格高涨，直接原因是俄乌战争和美欧对俄实施的经济制裁，导致全球市场普遍担心原油供应中断。我们预计油价短期仍会保持高位。

● 油气油服板块或受益。

原油价格上涨带动油气公司资本开支增加，开采勘探项目增加带来油服企业利润增长，油气油服板块或受益。目前我们已经观察到国际油气巨头埃克森美孚、BP、壳牌纷纷提高了2022年的油气资本开支，增加幅度分别为27%-45%、9%-17%、17%-37%。

● 对化工企业影响复杂。

油价上涨初期，化工企业价格传导顺畅，盈利提升；但过高油价将压缩企业利润空间。另外，成品油和不同化工品由于政府指导价的定价规则不同以及相关性的差异，价格波动不同。

● 替代路线值得关注。

高油价支撑化工品价格高位。现代煤化工企业在煤价受政府监管和原料用能政策的实施，以及有乙烷等轻烃资源的企业，或受益明显。

● 投资建议

高油价下油气资本开支加大，建议关注油气油服板块，如中海油服、中国石油；煤头或轻烃路线存在相对优势，建议关注宝丰能源、卫星化学；炼化一体化企业在一定油价下盈利良好，建议关注恒力石化、荣盛石化。

● 风险提示

油价大幅震荡；战争局势扩大；需求复苏不确定性加剧。

● 推荐关注公司盈利预测与评级：

公司	EPS (元)			PE			评级
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
中海油服	0.52	0.57	0.4	36.61	22.54	43.99	买入
中国石油	0.25	0.1	0.5	23.36	39.97	11.81	买入
宝丰能源	0.52	0.63	0.97	18.34	18.56	18.82	买入
卫星化学	1.19	1.36	3.69	13.69	19.27	11.06	买入
恒力石化	1.42	1.91	2.38	11.29	14.63	9.02	买入
荣盛石化	0.35	1.08	1.36	35.32	25.5	12.22	买入

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 俄乌冲突是主要原因，油价进入历史高位.....	4
2 高油价对能源化工影响复杂.....	4
2.1 油气油服板块或受益.....	4
2.2 对化工企业影响复杂.....	5
2.3 替代路线值得关注.....	7
风险提示：.....	7

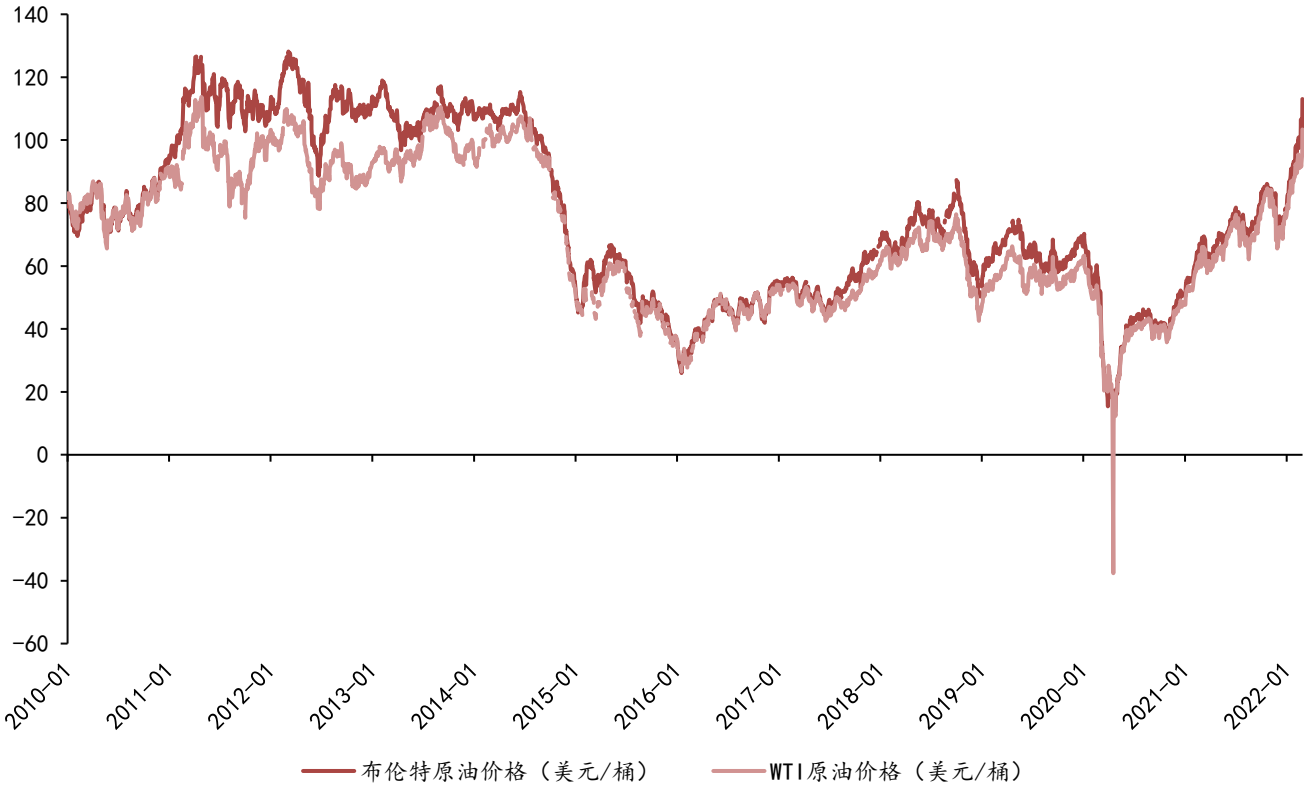
图表目录

图表 1 目前油价连续一周突破 100 美元/桶，达到历史高油价水平.....	4
图表 2 历史上油服油气企业股价上涨滞后油价.....	5
图表 3 一定油价水平下化工行业盈利与原油价格正相关，但油价过高则不利.....	5
图表 4 我国汽、柴油价格根据不同油价水平定价规则不同.....	6
图表 5 不同化工品与原油价格相关性差异大.....	6
图表 6 煤化工生产流程.....	7
图表 7 轻烃路线生产流程.....	7

1 俄乌冲突是主要原因，油价进入历史高位

3月2日，布伦特原油现货价突破117美元/桶，WTI原油现货价突破110美元/桶，情景仿佛2011-2014年的高油价时代再现。本轮国际原油价格急速高涨，直接原因是俄乌战争和美欧对俄实施的经济制裁，导致全球市场普遍担心原油供应中断。从历史经验来看，战争因素对油价的影响具有“剧烈”但“短暂”的特地点。因此短期看俄乌局势变化仍将主导油价，油价可能仍将继续上涨或高位宽幅震荡。

图表 1 目前油价连续一周突破 100 美元/桶，达到历史高油价水平



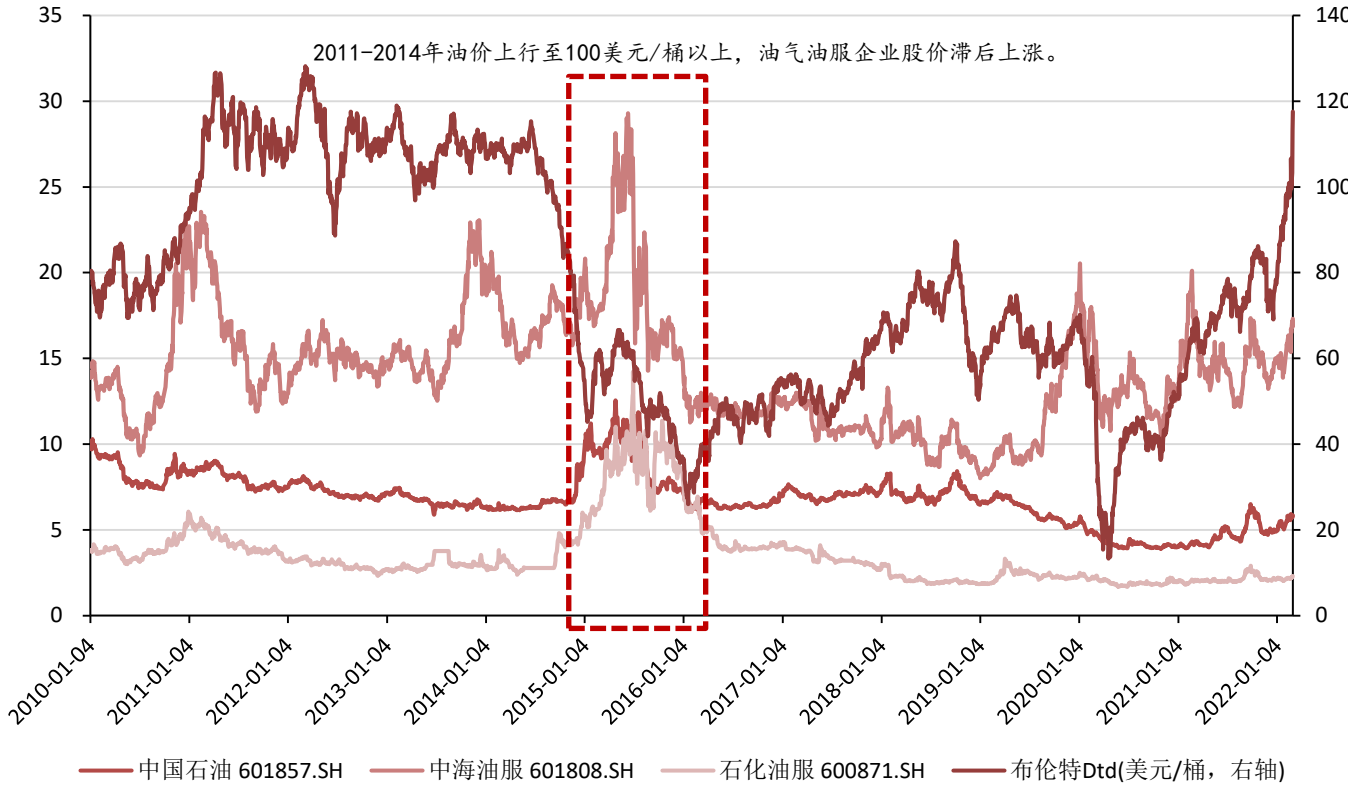
资料来源：wind，华安证券研究所

2 高油价对能源化工影响复杂

2.1 油气油服板块或受益

油价波动对上游油气和油服行业的影响显而易见。原油价格上涨带动油气公司资本开支增加，开采勘探项目增加带来油服企业利润增长。目前我们已经观察到国际油气巨头埃克森美孚、BP、壳牌纷纷提高了2022年的油气资本开支，增加幅度分别为27%-45%、9%-17%、17%-37%。

图表 2 历史上油服油气企业股价上涨滞后油价

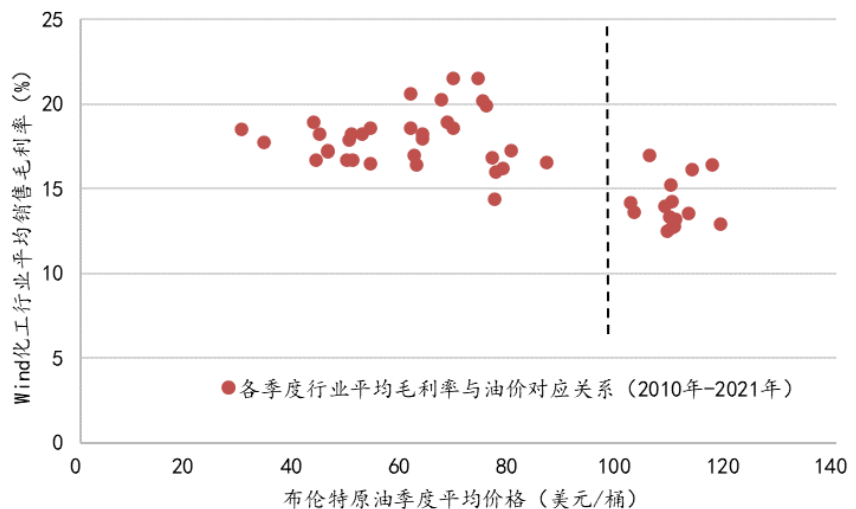


资料来源: wind, 华安证券研究所

2.2 对化工企业影响复杂

一方面，油价上涨的幅度和持续时间对炼化企业的影响不同。在上涨初期，下游化工企业可以通过提价来转移成本，在需求端相对稳定时，成本传导较畅通，营收和利润都会有一定程度提升。但长期看，化工产品价格将由供需决定。若油价长期上涨并保持高位，供需无明显变化，下游产品价格涨价将无法持续，利润或承压。

图表 3 一定油价水平下化工行业盈利与原油价格正相关，但油价过高则不利



资料来源: wind, 华安证券研究所

另一方面，油价上涨对炼化企业不同产品的影响不同。一是对于成品油来说，我国汽油和柴油的价格是严格执行发改委指导价的。根据《石油价格管理办法》第七条，在80美元以上时利润率有一定影响，130美元以上定价规则变化往往利润走低。航空煤油则无定价，利润影响不大。二是部分以煤定价的产品，如烯烃、甲醇，由于原料多元化成本相对稳定，油头路线的收益会受较大影响。三是不同化工产品与油价的相关性差异较大。通过追溯部分化工产品价格和原油价格相关性，可以看到部分化工产品价格与油价相关性较强，主要原因是其直接原料与原油相关性高或供给端主要以油头为主。而供给原料更为多元或产业链较长的产品相关性更弱，如甲醇、PVC、涤纶等。相关性强的产品在油价上涨过程中价格随之上涨，而相关性弱的产品需要视供需结构判断。

图表 4 我国汽、柴油价格根据不同油价水平定价规则不同

油价水平	定价规则
<80 美元/桶	按正常加工利润率计算成品油价格
>80 美元/桶	开始扣减加工利润率，直至按加工零利润计算成品油价格。
>130 美元/桶	按照兼顾生产者、消费者利益，保持国民经济平稳运行的原则，采取适当财税政策保证成品油生产和供应，汽、柴油价格原则上不提或少提。

资料来源：《石油价格管理办法》，华安证券研究所

图表 5 不同化工品与原油价格相关性差异大

	与布伦特原油价格相关性	与WTI原油价格相关性
乙烯	0.935	0.969
PX	0.934	0.961
石脑油	0.932	0.945
甲苯	0.916	0.945
苯酚	0.906	0.940
丙酮	0.879	0.911
纯苯	0.876	0.908
丙烯腈	0.841	0.884
双酚A	0.811	0.833
航空煤油	0.775	0.793
PTA	0.769	0.782
苯乙烯	0.741	0.754
汽油	0.742	0.752
聚酰胺66 (PA66)	0.736	0.751
柴油 (0#)	0.737	0.751
TDI	0.739	0.749
涤纶长丝POY (150D/48F)	0.737	0.748
涤纶长丝DTY (150D/48F)	0.736	0.748
丙烯酸甲酯	0.736	0.747
乙二醇 (MEG)	0.726	0.738
正丁醇	0.700	0.704
纯MDI (桶装)	0.185	0.179
聚合MDI (桶装)	0.072	0.057
聚氯乙烯 (SG5)	0.019	0.009

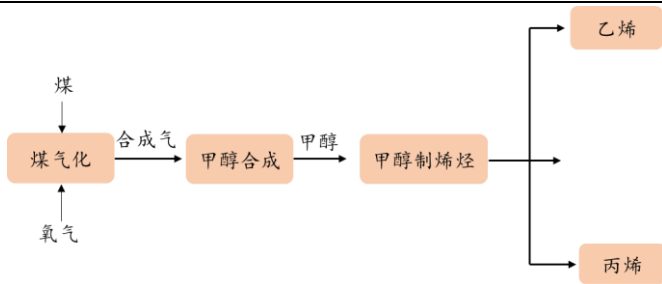
资料来源: wind, 华安证券研究所

2.3 替代路线值得关注

我国资源禀赋特点为“富煤缺油少气”。经过多年发展,我国现代煤化工产业发展已经很成熟,能够生产多种燃料和基础化工原料。近期,国家发改委等政府机构屡次发文引导煤炭市场价格保持在合理区间。高油价支撑化工品价格处于高位,而在政策监管下相对可控和稳定的煤价保证煤化工企业具有原料端的相对优势,另外中央经济工作会议已提出“新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制”,煤化工项目有望陆续落地,以上综合分析煤化工企业或将受益。

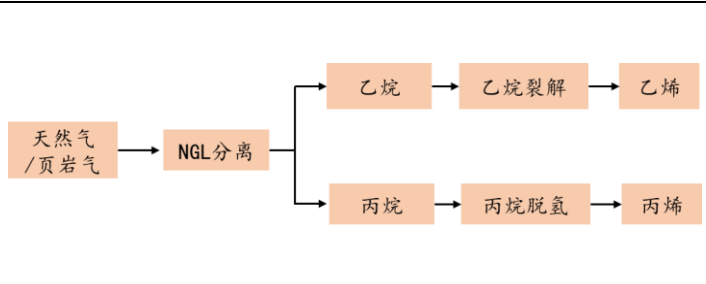
另外,高油价下乙烷裂解等轻烃路线也更受欢迎。高油价能够提升美国页岩气生产商的积极性,国内具有海外乙烷资源的企业,能够以相对低原料成本下生产相对高价格的化工品,受益明显。

图表 6 煤化工生产流程



资料来源: cnki, 华安证券研究所

图表 7 轻烃路线生产流程



资料来源: cnki, 华安证券研究所

风险提示:

油价大幅震荡; 战争局势扩大; 需求复苏不确定性加剧。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。