

行业研究

民营大炼化三季报业绩触底，中长期成长性依然优异

——石油化工行业周报第 277 期（20221114—20221120）

要点

三季报业绩触底，对标台塑石化长周期内大炼化装置盈利中枢相对稳定。我们在 2022 年 11 月 13 日发布的《炼化行业走入历史底部区间，静待行业迎来底部反转——石油化工行业周报第 276 期（20221107—20221113）》统计了 9 家炼化板块公司的 22Q3 经营情况，受油价高位回落造成的成本端和需求端共振，22 年 Q3 绝大多数公司归母净利润同比、环比均有较大幅度下滑。对标台塑石化，在油价暴跌期间，台塑石化单季度盈利能力虽然有大幅下滑，但在油价止跌后，业绩均有较大反弹。因此从长周期来看，油价暴涨暴跌导致的炼化企业单季度盈利承压较难持续，大炼化装置长周期盈利中枢相对稳定。我们认为民营大炼化企业“降油增化”成果显著，成本控制能力和抗周期风险能力较强，行业景气回升后未来业绩可期。此外，在“碳中和”背景下，恒力石化、荣盛石化、东方盛虹等民营大炼化企业正处于加速向下游高附加值领域延伸的阶段，中长期看民营大炼化依然具备高成长性。

炼化产品价差位于历史较低分位，静待炼化板块底部反转。2022 年以来，原油供需偏紧叠加地缘政治局势紧张，国际油价大幅上涨，叠加需求疲软，炼化产品价差分位处于历史较低水平。我们统计了主要“炼化-化纤产业链”产品的历史价差情况，截至 2022 年 11 月 18 日，除炼油价差、聚乙烯价差外，绝大多数产品价差低于历史均值，位于历史较低分位，产品盈利能力位于底部区域。我们认为目前炼化行业已处于景气底部，随着行业供需逐渐修复，产品盈利能力有望回暖，炼化行业有望走出底部盈利区间，静待炼化板块底部反转。

民营大炼化加速向下游新材料领域布局，当前时点依然具备高成长性。2018 年以来，民营大炼化历经资本开支高投入周期，2019 年起每年累计投入超过 1000 亿元。我们整理了六家民营大炼化企业的产能建设情况，截至 2022 年 11 月，恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣六家企业均有大型项目在建，涵盖炼化、化纤、新材料全产业链，投产时间集中在 2023-2024 年，我们预计 23-24 年随着民营大炼化企业在建产能的逐步投产，叠加新材料项目提振产品附加值，民营大炼化企业的盈利能力将得到大幅提升，高资本开支带动下中长期成长空间广阔。

需求担忧重拾，油价大跌。本周美国加息预期仍存，IEA 下调 2022-2023 年原油需求预期，国际油价下跌。截至 11 月 18 日，布伦特和 WTI 原油期货价格分别收于 87.74 美元/桶和 80.26 美元/桶，分别较上周-8.4%和-9.7%，美元指数交投收于 107.0 附近。

投资建议：地缘政治局势持续紧张，中长期上游资本开支不足造成原油供给增长乏力，我们预计中长期内油价将维持中高位，建议关注如下标的：第一、上游板块，中石油、中海油、中石化、新奥股份、中曼石油；第二、油服板块，中海油服、海油工程、海油发展、石化油服、博迈科；第三、民营炼化板块，恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份；第四、轻烃裂解板块，卫星化学和东华能源；第五、煤制烯烃，宝丰能源；第六、三大化工白马，万华化学、华鲁恒升和扬农化工。

风险分析：原油价格大幅波动，项目进度不及预期，炼化行业景气度修复不及预期。

石油化工 增持（维持）

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-56513000

zhaond@ebsecn.com

联系人：蔡嘉豪

021-52523800

caijiahao@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

目 录

1、 民营大炼化板块触底，“低估值+高成长性”投资价值凸显	5
1.1、 三季报业绩触底，对标台塑石化长周期内大炼化装置盈利中枢相对稳定	5
1.2、 炼化产品价差位于历史较低分位，静待炼化板块底部反转	8
1.3、 民营大炼化加速向下游新材料领域布局，当前时点依然具备高成长性	11
2、 原油价格和供需数据追踪	18
2.1、 国际原油及天然气期货价格与持仓	18
2.2、 中国原油期货价格及持仓	19
2.3、 原油及石油制品库存情况	20
2.4、 石油需求情况	21
2.5、 石油供给情况	23
2.6、 炼油及石化产品情况	24
2.7、 其他金融变量	25
3、 风险分析	26

图目录

图 1: 台塑石化单季度归母净利润及布伦特油价走势	5
图 2: 恒力石化单季度归母净利润、ROE 及布伦特油价走势	6
图 3: 荣盛石化单季度归母净利润、ROE 及布伦特油价走势	6
图 4: 恒逸石化单季度归母净利润、ROE 及布伦特油价走势	6
图 5: 东方盛虹单季度归母净利润、ROE 及布伦特油价走势	7
图 6: 桐昆股份单季度归母净利润、ROE 及布伦特油价走势	7
图 7: 新凤鸣单季度归母净利润、ROE 及布伦特油价走势	8
图 8: 石脑油裂解价差 (美元/吨, 税前)	9
图 9: 炼油价差 (元/吨, 税前)	9
图 10: PX-石脑油价差 (元/吨, 税前)	9
图 11: PTA-PX 价差 (元/吨, 税前)	9
图 12: POY-MEG 价差 (元/吨, 税前)	10
图 13: 涤纶短纤-MEG 价差 (元/吨, 税前)	10
图 14: PDH 价差 (元/吨, 税前)	10
图 15: 聚丙烯价差 (元/吨, 税前)	10
图 16: 聚乙烯价差 (元/吨, 税前)	11
图 17: 六家民营大炼化企业民营大炼化历年资本开支情况 (亿元)	11
图 18: 恒力石化产能明细 (截至 2022 年 11 月)	12
图 19: 荣盛石化产能明细 (截至 2022 年 11 月)	13
图 20: 东方盛虹产能明细 (截至 2022 年 11 月)	14
图 21: 恒逸石化产能明细 (截至 2022 年 11 月)	15
图 22: 桐昆股份产能明细 (截至 2022 年 11 月)	16
图 23: 新凤鸣产能明细 (截至 2022 年 11 月)	16
图 24: 民营炼化企业市盈率 PE-TTM	17
图 25: 民营炼化企业市净率 PB-MRQ	17
图 26: 原油价格走势 (美元/桶)	18
图 27: 布伦特-WTI 现货结算价差 (美元/桶)	18
图 28: 布伦特-迪拜现货结算价差 (美元/桶)	18
图 29: WTI 总持仓 (万张)	18
图 30: WTI 净多头持仓 (万张)	18
图 31: 美国亨利港天然气价格 (美元/mmBtu)	19
图 32: 荷兰 TTF 天然气期货价格 (欧元/MWh)	19
图 33: 原油期货主力合约结算价 (元/桶)	19
图 34: 布伦特原油期货主力合约价差 (人民币元/桶)	19
图 35: 原油期货主力合约总持仓量 (万张)	19
图 36: 原油期货主力合约成交量 (万张)	19
图 37: 美国原油及石油制品总库存 (百万桶)	20
图 38: 美国原油库存 (百万桶)	20
图 39: 美国汽油库存 (百万桶)	20

图 40: 美国馏分油库存 (百万桶)	20
图 41: OECD 整体库存 (百万桶)	20
图 42: OECD 原油库存 (百万桶)	20
图 43: 新加坡库存 (百万桶)	21
图 44: 阿姆斯特丹-鹿特丹-安特卫普 (ARA) 库存 (百万桶)	21
图 45: 全球原油需求及预测 (百万桶/日)	21
图 46: IEA 对 2022 年原油需求增长的预测 (百万桶/日)	21
图 47: 美国汽油消费及预测 (百万桶/日)	21
图 48: 美国炼厂开工率 (%)	21
图 49: 英法德意汽油需求 (千桶/日)	22
图 50: 印度汽油需求 (千桶/日)	22
图 51: 中国原油进口量 (万吨)	22
图 52: 中国原油加工量 (万吨)	22
图 53: 欧洲炼厂开工率 (%)	22
图 54: 山东地炼开工率 (%)	22
图 55: 全球原油产量 (百万桶/日)	23
图 56: 全球钻机数 (座)	23
图 57: 非 OPEC 国家产量增长预期 (百万桶/日)	23
图 58: OPEC 总产量及沙特产量 (千桶/天)	23
图 59: 利比亚、尼日利亚月度产量 (千桶/天)	23
图 60: 俄罗斯原油产量 (万桶/日)	23
图 61: 美国原油产量 (千桶/日)	24
图 62: 美国页岩油产区原油产量 (千桶/日)	24
图 63: 美国钻机数 (座)	24
图 64: 美国库存井数 (口)	24
图 65: 石脑油裂解价差 (美元/吨)	24
图 66: PDH 价差 (美元/吨)	24
图 67: MTO 价差 (美元/吨)	25
图 68: 新加坡汽油-原油价差 (美元/桶)	25
图 69: 新加坡柴油-原油价差 (美元/桶)	25
图 70: 新加坡航空煤油-原油价差 (美元/桶)	25
图 71: WTI 和标准普尔	25
图 72: WTI 和美元指数	25
图 73: 原油运输指数(BDTI)	26

表目录

表 1: 炼化化纤产品相关价差分位情况	8
---------------------	---

1、民营大炼化板块触底，“低估值+高成长性”投资价值凸显

1.1、 三季度报业绩触底，对标台塑石化长周期内大炼化装置盈利中枢相对稳定

油价下跌叠加下游需求疲软，民营大炼化三季度报业绩触底。我们在 2022 年 11 月 13 日发布的《炼化行业走入历史底部区间，静待行业迎来底部反转——石油化工行业周报第 276 期（20221107—20221113）》提到，2022Q3，需求疲弱叠加美联储加息引发市场悲观预期，原油价格环比持续走低，22Q3 布伦特原油均价为 97.70 美元/桶，同比+33%，环比-13%。我们统计了 9 家炼化板块公司的 22Q3 经营情况，受油价高位回落造成的成本端和需求端共振，22 年 Q3 绝大多数公司归母净利润同比、环比均有较大幅度下滑。

对标台塑石化，大炼化装置长周期盈利中枢相对稳定。以台塑石化为例，2008 年 Q4、2014 年 Q4、2018 年 Q4 和 2020 年 Q1 布伦特原油价格分别环比 -51.7%、-25.5%、-10.7%、-19.4%，台塑石化单季度归母净利润分别为 -304 亿元、-130 亿元、-41 亿元、-100 亿元（新台币），在油价暴跌期间，台塑石化单季度盈利能力虽然有大幅下滑，但在油价止跌后，业绩均有较大反弹。因此从长周期来看，油价暴涨暴跌导致的炼化企业单季度盈利承压较难持续，大炼化装置长周期盈利中枢相对稳定。

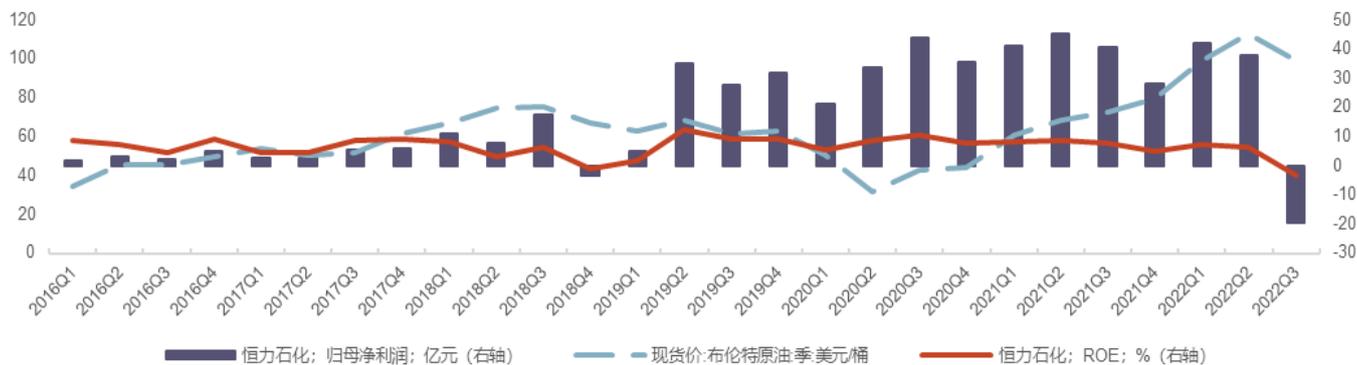
图 1：台塑石化单季度归母净利润及布伦特油价走势



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2022-9-30

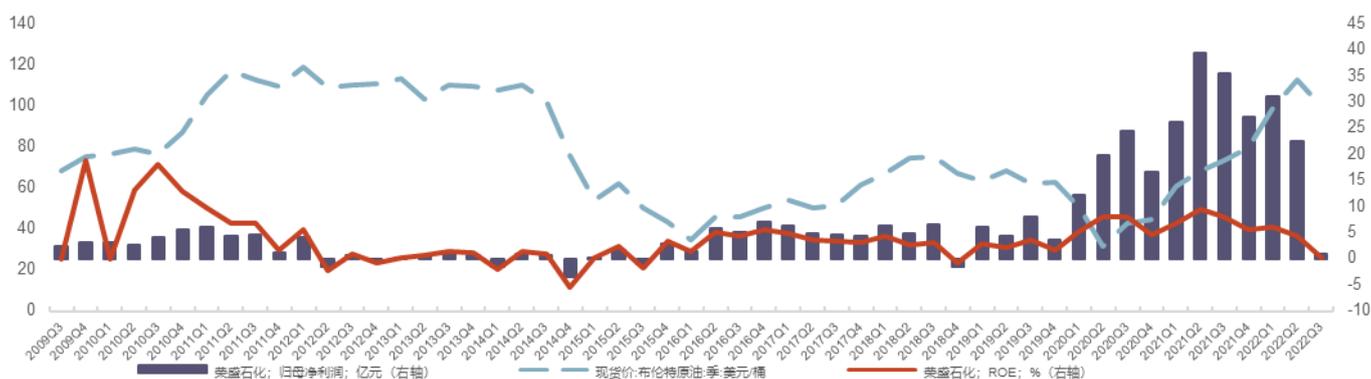
民营大炼化业绩处于历史底部位置，未来业绩有望修复。原油价格快速下跌时，会导致企业的库存损失增加，致企业盈利能力下滑。2018 年 Q4，布伦特原油价格环比-10.7%，主要民营炼化企业恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣 2018 年 Q4 归母净利润分别为-3.3 亿元、-1.6 亿元、-2.4 亿元、-3.8 亿元、-0.3 亿元，单季度归母净利润分别环比-21 亿元、-8 亿元、-13 亿元、-15 亿元、-7 亿元，油价止跌后业绩有较大幅度回升。民营大炼化企业“降油增效”成果显著，成本控制能力和抗周期风险能力较强，行业景气回升后未来业绩可期。此外，在“碳中和”背景下，恒力石化、荣盛石化、东方盛虹等民营炼化企业正处于加速向下游高附加值领域延伸的阶段，中长期看民营大炼化依然具备高成长性。

图 2：恒力石化单季度归母净利润、ROE 及布伦特油价走势



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2022-9-30

图 3：荣盛石化单季度归母净利润、ROE 及布伦特油价走势



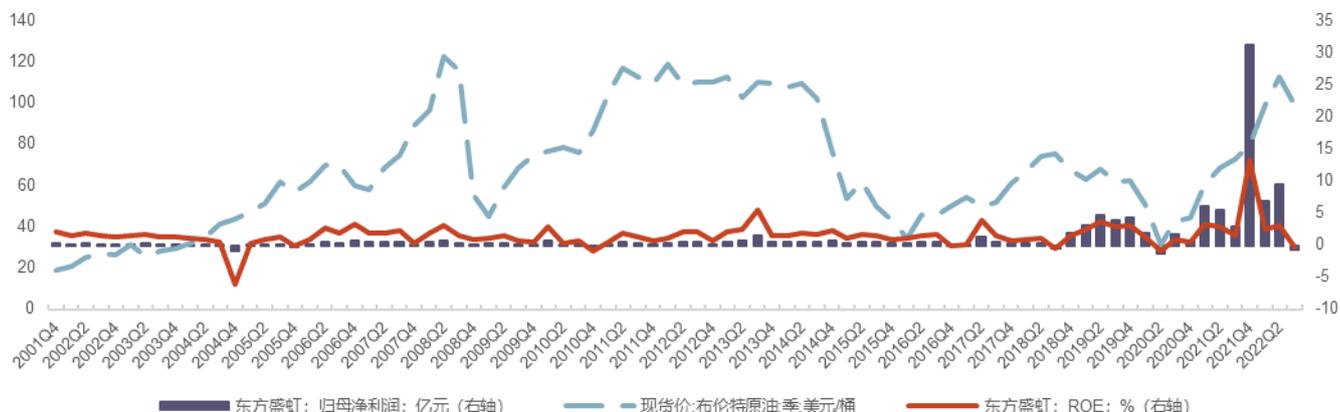
资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2022-9-30

图 4：恒逸石化单季度归母净利润、ROE 及布伦特油价走势



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2022-9-30

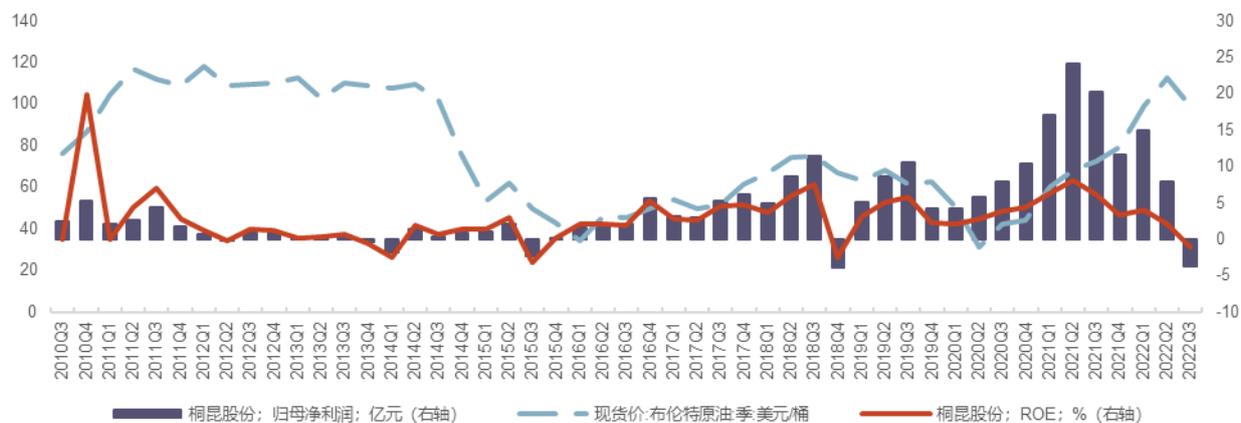
图 5：东方盛虹单季度归母净利润、ROE 及布伦特油价走势



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2022-9-30

涤纶龙头企业盈利触底，行业供需修复业绩可期。22 年 Q3，下游需求较为疲软，国内涤纶长丝企业开工率环比大幅下滑，22 年 Q3 我国涤纶长丝产量为 659 万吨，同比 21 年 Q3 826 万吨下降 20%，环比 22 年 Q2 707 万吨下降 7%。22 年 Q3 以来涤纶长丝需求持续复苏，但行业供需仍相对宽松，截至 2022 年 11 月 11 日，国内涤纶长丝 POY 库存为 32 天，仍处于历史高位。从价差来看，22 年 Q3 国内涤纶长丝 POY 价差 1135 元/吨，环比+205 元/吨，需求边际改善带动涤纶长丝盈利复苏，行业景气度有望逐渐回暖，涤纶龙头桐昆股份、新凤鸣业绩有望持续受益。

图 6：桐昆股份单季度归母净利润、ROE 及布伦特油价走势



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2022-9-30

图 7：新凤鸣单季度归母净利润、ROE 及布伦特油价走势



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2022-9-30

1.2、炼化产品价差位于历史较低分位，静待炼化板块底部反转

我们统计了主要炼化化纤产品的历史价差情况，截至 2022 年 11 月 18 日，除炼油价差、聚乙烯价差外，绝大多数产品价差低于历史均值，位于历史较低分位，产品盈利能力位于历史底部区域。

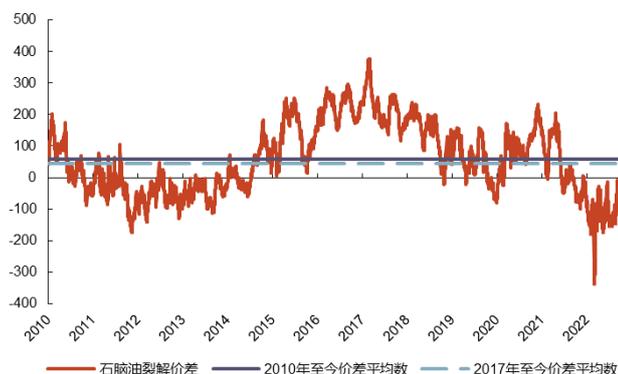
表 1：炼化化纤产品相关价差分位情况

价差种类	单位	当前值	2017 年以来均值	高于/低于均值	2017 年以来最高值	2017 年以来最低值	当前价差分位
石脑油价差	美元/吨，税前	-162	45	低于	239	-336	30%
炼油价差	元/吨，税前	5628	4278	高于	6202	2855	83%
PX-石脑油价差	元/吨，税前	1525	1771	低于	4050	-460	44%
PTA-PX 价差	元/吨，税前	1280	1339	低于	3316	491	28%
POY-MEG 价差	元/吨，税前	787	1375	低于	2561	572	11%
涤纶短纤-MEG 价差	元/吨，税前	1031	1198	低于	2375	392	32%
PDH 价差	元/吨，税前	276	2650	低于	4787	-635	17%
聚丙烯价差	元/吨，税前	571	1069	低于	3568	-417	25%
聚乙烯价差	元/吨，税前	499	-153	高于	2552	-1961	55%

资料来源：Wind，iFind，光大证券研究所整理 注：数据截至 2022-11-18，价差分位统计区间为 2017-01-01 至 2022-11-18

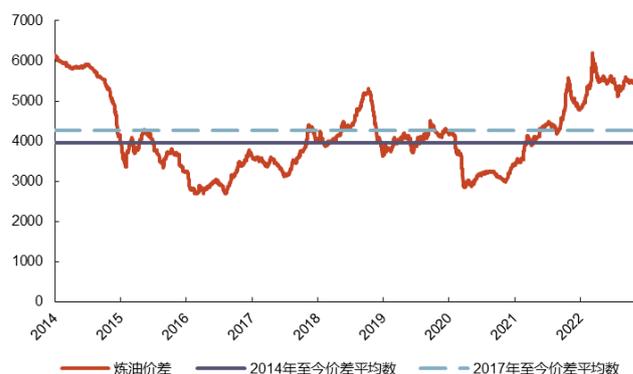
石脑油价差承压，成品油价差表现良好。2022 年以来，原油供需偏紧叠加地缘政治溢价，国际原油价格一直在高位运行。在石脑油裂解方面，截至 11 月 18 日，石脑油裂解价差低于 17 年以来平均值，位于 17 年以来 30%分位，炼化行业价差持续低位运行，毛利持续承压。成品油方面，高油价下价格传导良好，炼油价差高位运行，截至 11 月 18 日，炼油价差高于 17 年以来平均值，位于 17 年以来 83%分位，成品油价差表现良好，炼油价差持续上行。目前炼化行业已处于景气底部，根据历史数据回看，随着行业需求逐步回暖，炼化行业有望走出底部盈利区间。

图 8：石脑油裂解价差（美元/吨，税前）



资料来源：iFind，光大证券研究所整理 数据截至 2022-11-18

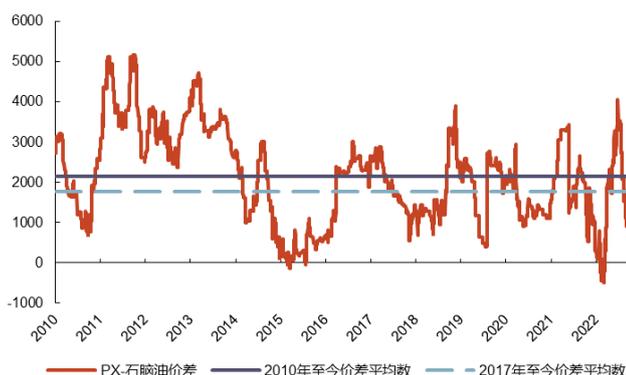
图 9：炼油价差（元/吨，税前）



资料来源：iFind，光大证券研究所整理 数据截至 2022-11-18

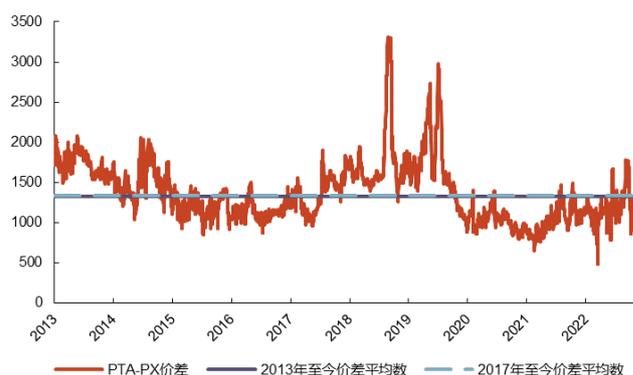
PX 价差高位回落，PTA 价差逐步回暖。 PX 方面，22 年 Q2 在海外成品油景气上行带动下 PX-石脑油价差持续增长，22 年 Q3 海外成品油景气下行 PX 价差收窄。截至 11 月 18 日，PX 价差低于 17 年以来平均值，位于 17 年以来 44%分位。PTA 方面，22 年 Q3 PTA 供需持续改善，价差显著回暖，截至 11 月 18 日，PTA-PX 价差低于 17 年以来平均值，位于 17 年以来 28%分位。

图 10：PX-石脑油价差（元/吨，税前）



资料来源：iFind，光大证券研究所整理 数据截至 2022-11-18

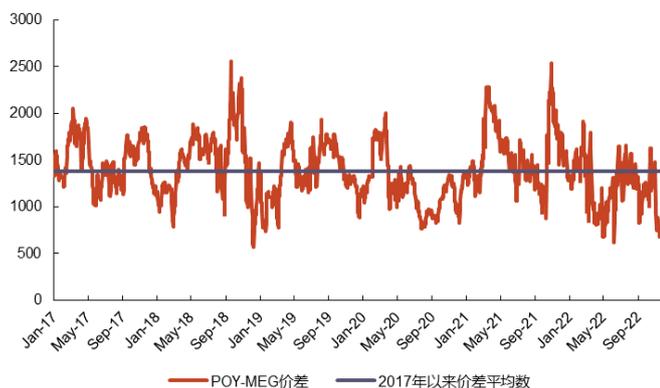
图 11：PTA-PX 价差（元/吨，税前）



资料来源：iFind，光大证券研究所整理 数据截至 2022-11-18

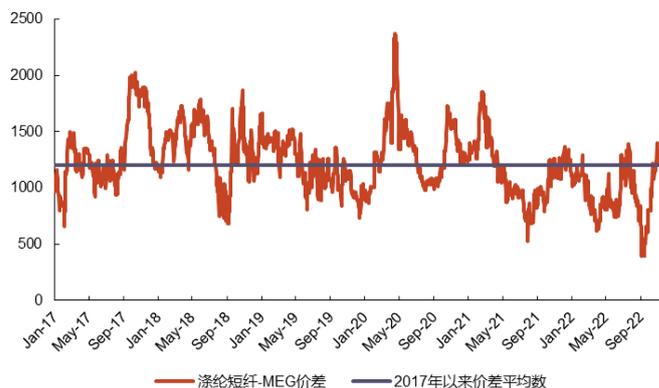
涤纶需求持续复苏，长丝、短纤价差逐步改善。 22 年 Q3 涤纶长丝、短纤需求持续复苏，但行业供需仍相对宽松，截至 11 月 18 日，POY-MEG 价差低于 17 年以来平均值，位于 17 年以来 11%分位，涤纶短纤-MEG 价差低于 17 年以来平均值，位于 17 年以来 32%分位，需求边际改善带动涤纶长丝盈利复苏。“金九银十”国内涤纶迎来需求旺季，涤纶长丝和短纤供需有望逐步修复，行业景气度有望逐渐回暖。

图 12: POY-MEG 价差 (元/吨, 税前)



资料来源: iFind, 光大证券研究所整理 数据截至 2022-11-18

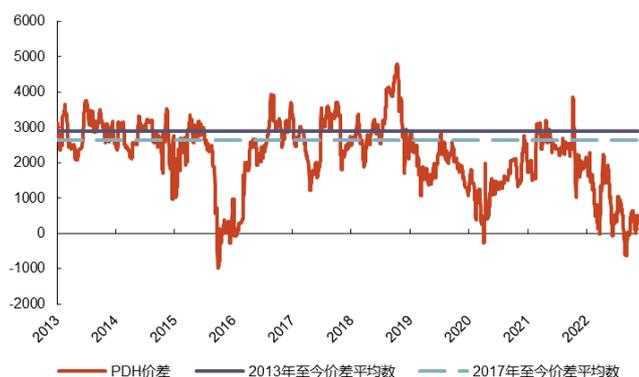
图 13: 涤纶短纤-MEG 价差 (元/吨, 税前)



资料来源: iFind, 光大证券研究所整理 数据截至 2022-11-18

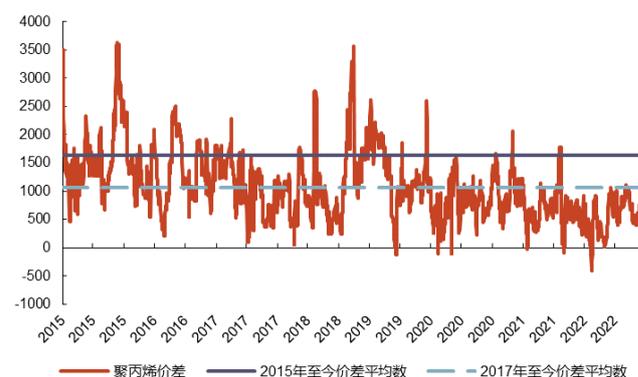
PDH 价差处于历史底部, 聚丙烯价差逐步改善。2022 年以来, 受原油价格大幅上涨影响, PDH 价差不断承压。截至 11 月 18 日, PDH 价差低于 17 年以来平均值, 位于 17 年以来 17%分位, PDH 行业价差持续承压, 毛利下滑。聚丙烯方面, 受下游需求回暖, 聚丙烯价差逐步改善。截至 11 月 18 日, 聚丙烯价差低于 17 年以来平均值, 位于 17 年以来 25%分位, 聚丙烯价差持续上行。随着需求进一步复苏, 盈利有望持续上行。

图 14: PDH 价差 (元/吨, 税前)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2022-11-18

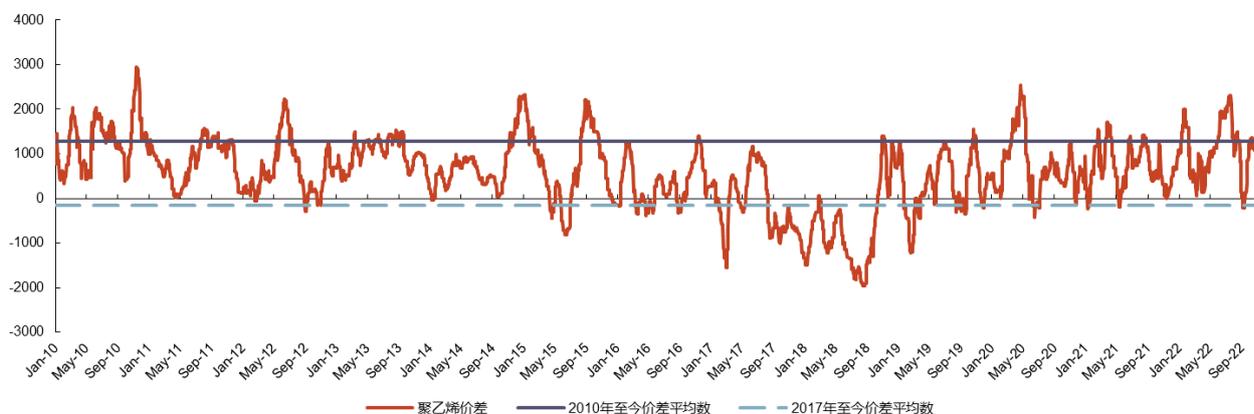
图 15: 聚丙烯价差 (元/吨, 税前)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2022-11-18

需求较弱致聚乙烯价差 22 年以来持续下滑, 但整体仍处于历史较好水平。2022 年以来, 下游需求疲软, 导致聚乙烯价差承压下滑, 但价差水平仍处于历史较好水平。截至 11 月 18 日, 聚乙烯价差高于 17 年以来平均值, 位于 17 年以来 55%分位。

图 16: 聚乙烯价差 (元/吨, 税前)

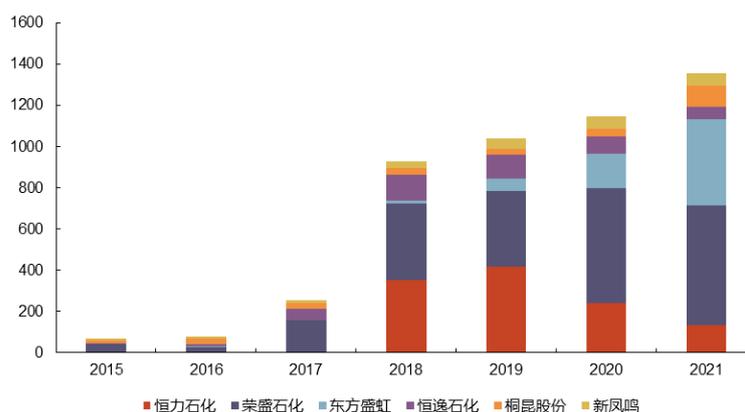


资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2022-11-18

1.3、 民营大炼化加速向下游新材料领域布局, 当前时点依然具备高成长性

民营炼化企业资本开支稳步增长, 大型在建项目推进, 叠加新材料提高产品附加值, 仍具备优秀的成长性。2019 年以来, 民营大炼化历经资本开支高投入周期, 六家民营大炼化企业每年合计投入超过 1000 亿元。我们整理了六家民营大炼化企业的产能建设情况, 截至 2022 年 11 月, 恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣六家企业均有大型项目在建, 涵盖炼化、化纤、新材料全产业链, 投产时间集中在 2023-2024 年, 我们预计 23-24 年随着民营大炼化企业在建产能的逐步投产, 叠加新材料项目提振产品附加值, 民营大炼化企业的盈利能力将得到大幅提升, 高资本开支带动下中长期成长空间广阔。

图 17: 六家民营大炼化企业民营大炼化历年资本开支情况 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

恒力石化: 新材料、新能源板块产能稳步推进, 打造公司“二次成长曲线”

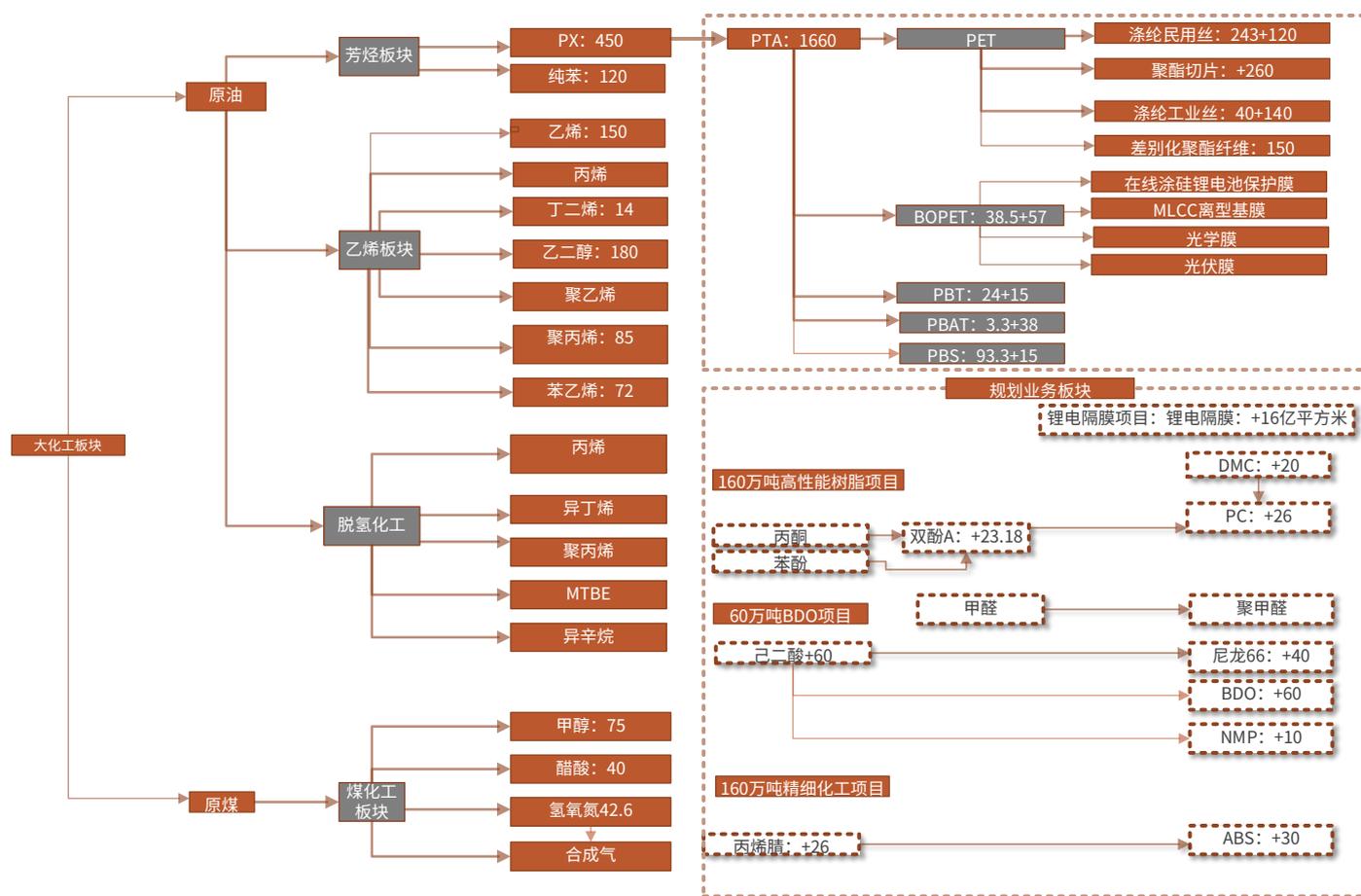
公司依托一、二期精细化工园项目, 加快打造高端精细化工产业集群, 并积极推进包括锂电隔膜、电解液、PET 铜箔基膜、光伏背板基膜在内的新能源、新材料产品布局。公司将充分依托拥有世界级一体化产能、公辅配套与集成管理的

大连长兴岛石化产业园，深度锚定高技术壁垒、高附加值的高成长赛道，积极构筑“大连长兴岛”精细化工与新材料产业链生态圈，全力打造平台型化工新材料研发与制造全产业链领军企业。

公司 160 万吨/年高性能树脂及新材料项目（包含 20 万吨/年电池级 DMC）预计将于 2023 年 2 季度投产，汾湖 80 万吨/年功能性薄膜与塑料、60 万吨/年 BDO 项目、16 亿平方米/年锂电隔膜等项目如期推进。2022 年初，公司再添投资建设包括 160 万吨/年高性能树脂及新材料项目和年产 260 万吨高性能聚酯工程项目。

在“碳中和”背景下，公司目前正处于加速向下游高附加值领域延伸的阶段，我们认为公司作为民营大炼化龙头，自身原有业务的业绩表现有望持续亮眼，同时下游产业链的完善布局也将带来可观的业绩增量并降低业绩波动性，未来依旧具备较高成长性。

图 18：恒力石化产能明细（截至 2022 年 11 月）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理 注：单位均为万吨/年，“+”后为在建产能

荣盛石化：浙石化二期投产叠加投资布局新材料业务，打开未来成长空间

公司浙石化一期已实现稳定满负荷运行，二期工程于 2022 年 1 月全面投产，产能稳步爬坡。二期项目投产后，浙石化新增 2000 万吨/年炼油能力、660 万吨/年芳烃和 140 万吨/年乙烯生产能力，化工品收率、丰富度和产品附加值进一步提高。

8月17日，公司发布公告称拟投资建设高端新材料项目、140万吨/年乙烯及下游化工装置项目、高性能树脂项目，根据公司公告口径披露，三大项目总投资约1178亿元，可实现年均净利总额约164亿元。

公司基于浙石化炼化项目提供的上游原材料，大手笔投资延伸布局下游新材料领域，一方面新增乙烯、丙烯中间原料产能，在实现炼油提质增效扩大下游高附加值产品原料供给；另一方面积极布局EVA、 α -烯烃及POE、DMC、PC和ABS等高端新材料产品，瞄准新能源和高端材料领域，特种合成材料和高端合成材料等产能将得到有序扩增，有望打造二次成长曲线。

图 19：荣盛石化产能明细（截至 2022 年 11 月）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理 注：单位均为万吨/年，“+”后为在建产能

东方盛虹：大炼化、新能源新材料项目稳步推进，EVA 布局持续加码

2022 年以来，公司稳步推进大炼化、POE 项目，2023 年-2024 年新项目持续规划建设。

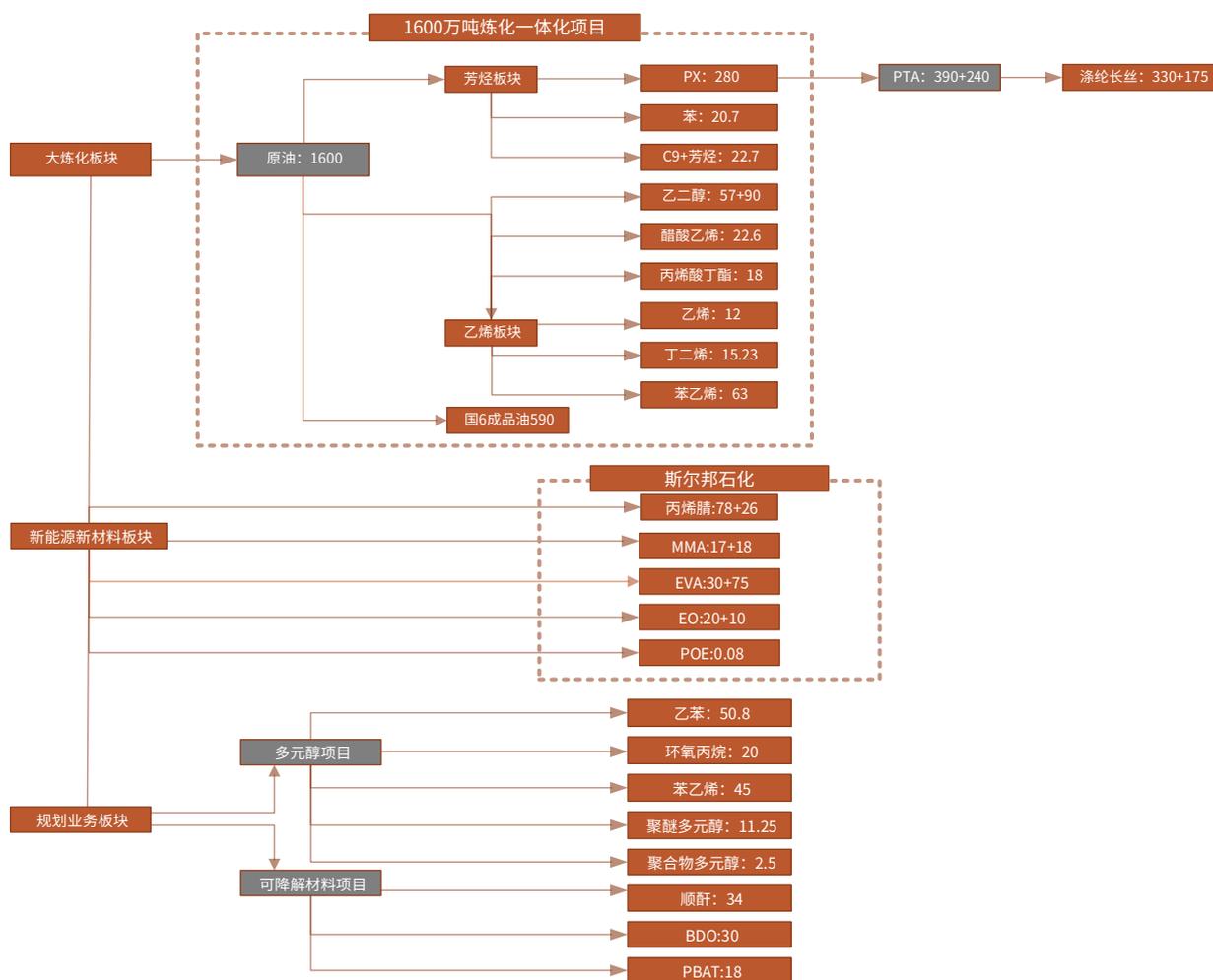
2022 年：1) 大炼化方面，1600 万吨/年一体化项目已进入芳烃装置投料开车阶段，计划 22 年 11 月中下旬乙烯裂解装置开车，完成全流程的打通；2) POE 方面，800 吨 POE 中试项目已于 2022 年 9 月 27 日产出合格产品，项目一次性开车成功。公司未来远期规划 50 万吨规模，一期规划 20 或 30 万吨，配套 10 万吨 α 烯烃。

2023 年：1) 公司已有 78 万吨丙烯腈产能，计划于 2023 年新增 26 万吨，实现丙烯腈总产能百万吨；2) 长丝方面，50 万吨涤纶长丝、25 万吨再生纤维计划于 2023 年投产；3) 15 万吨二氧化碳加氢制甲醇示范项目，计划 2023 年年中投产。

2024 年：1) 70 万吨/年 EVA 项目，包括三套 20 万吨/年管式法光伏级 EVA 装置，一套 10 万吨/年釜式法高端热熔胶级 EVA 装置，以及一套 5 万吨/年高端共聚物 EnBA 装置，于 2022 年 9 月开工，预计 2024 年底投产，2025 年内完成

新增产能全部投放；2) 百万吨可降解材料一期，包括 34 万吨/年顺酐装置、30 万吨/年 BDO 装置、18 万吨/年 PBAT，预计 2024 年投产。

图 20：东方盛虹产能明细（截至 2022 年 11 月）



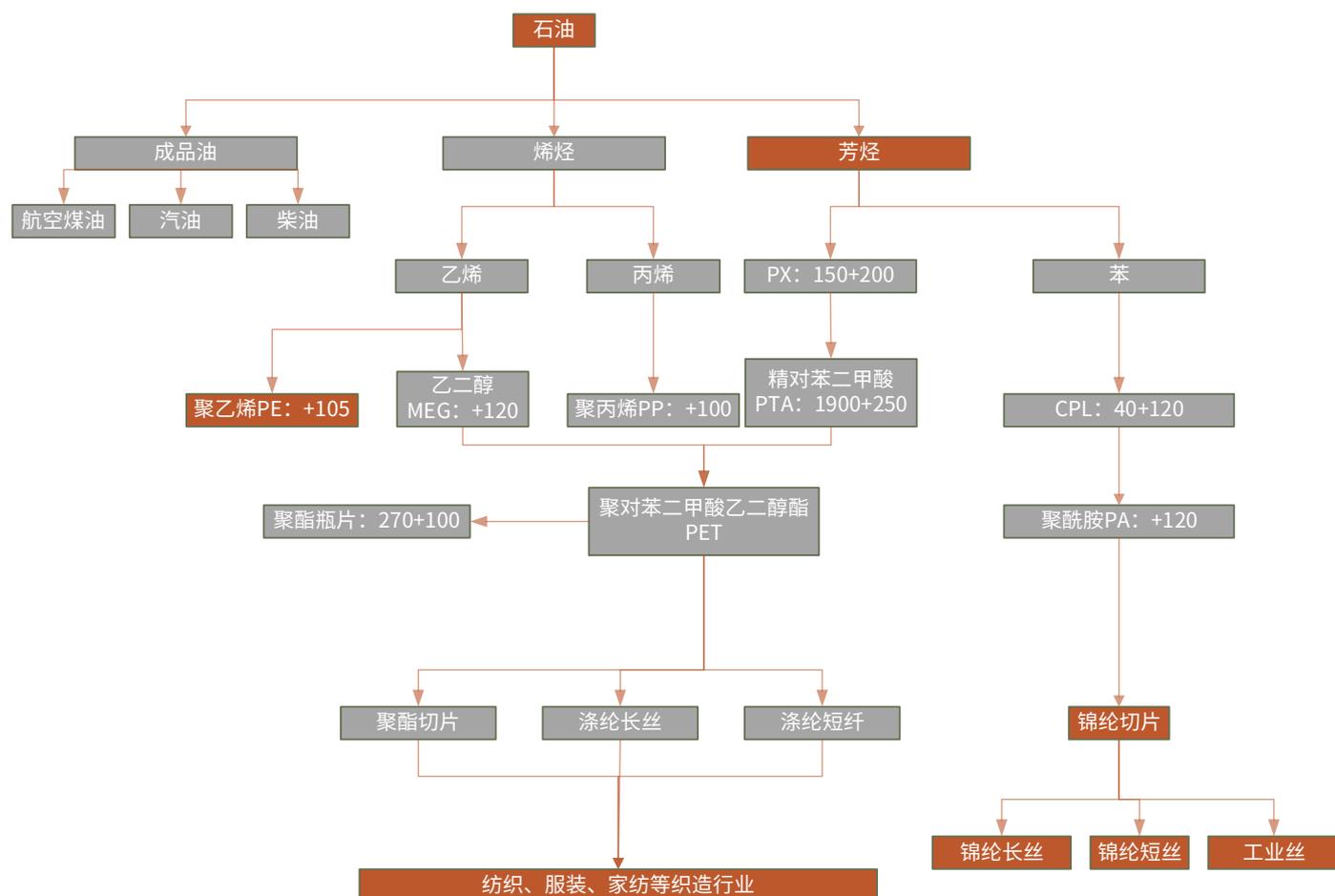
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理 注：单位均为万吨/年，“+”后为在建产能

恒逸石化：聚酯产能持续扩张，文莱二期稳步推进

截至 22 年 10 月 27 日，公司聚酯纤维(长丝和短纤)总产能为 806.5 万吨/年。2022 年 5 月 31 日，子公司宿迁逸达拟投建年产 110 万吨新型环保差别化纤维项目，投资金额预计 38.5 亿元。

此外，文莱炼化项目二期稳步推进，项目包括 1400 万吨炼油、600 万吨成品油、200 万吨 PX、250 万吨 PTA、100 万吨 PET 和 165 万吨乙烯及下游。公司聚酯项目和文莱二期稳步推进，项目逐步投产后公司业绩有望进一步增厚。

图 21：恒逸石化产能明细（截至 2022 年 11 月）



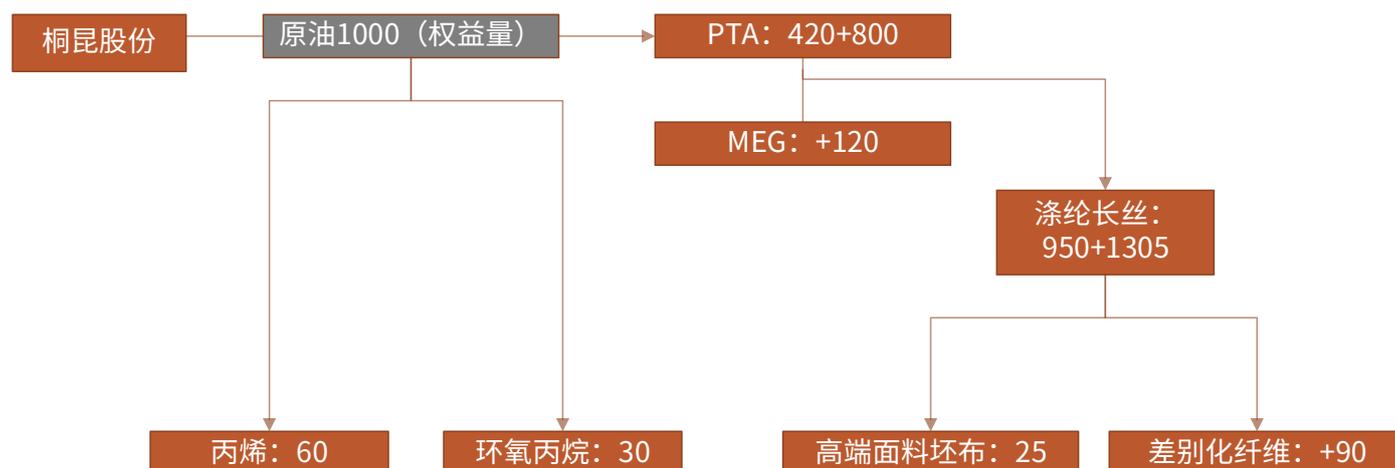
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理 注：单位均为万吨/年，“+”后为在建产能

桐昆股份：PTA 和聚酯产能持续扩张，公司未来成长可期

在 PTA 产能方面，截至 2022 年中报公司拥有 PTA 产能 420 万吨，根据公司 22 年中报规划，22 年下半年、2023 年上半年公司南通生产基地计划完成两套 250 万吨最新英伟达技术 PTA 投产，届时公司将拥有近 1000 万吨 PTA 产能，实现 PTA 原料的基本自给。

在聚酯产能方面，22 年 9 月 26 日，公司参股的浙石化在舟山绿色石化基地投资建设的“4000 万吨/年炼化一体化项目（二期）”年产 26 万吨聚碳酸酯装置投料成功，已顺利产出合格产品，Q3 公司获浙石化现金分红 10 亿元。公司深耕聚酯领域，不断增强其产业链一体化规模优势，其行业龙头地位有望进一步稳固，未来成长可期。

图 22：桐昆股份产能明细（截至 2022 年 11 月）



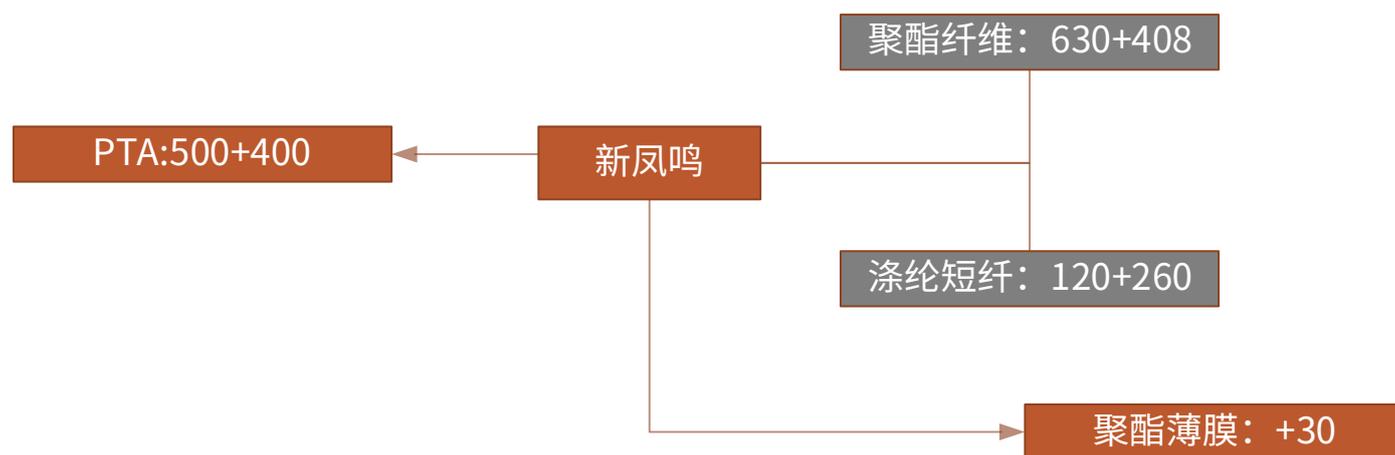
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理 注：单位均为万吨/年，“+”后为在建产能

新凤鸣：聚酯、PTA 产能稳步扩张，打造一体化产业链优势

聚酯业务方面,公司平湖独山基地 21 年 7 月和 22 年 2 月分别投产 60 万吨、30 万吨智能化、功能性差别化聚酯纤维;2022 年 8 月 27 日,徐州基地 XCPD01/02 装置一期年产 30 万吨绿色功能性短纤维项目在新沂顺利投入运行,投产后公司聚酯产能达 720 万吨,其中涤纶长丝产能达 630 万吨,短纤产能达 90 万吨。

PTA 方面,截至 22 年 Q3,公司 PTA 产能 500 万吨,公司 PTA 规划产能 400 万吨,产能释放后有望带动公司业绩增长,预计到 2025 年,公司 PTA 产能将达到 900 万吨。公司“两洲两湖”四大基地建设不断推进,产能稳步释放,未来有望持续增厚业绩。

图 23：新凤鸣产能明细（截至 2022 年 11 月）



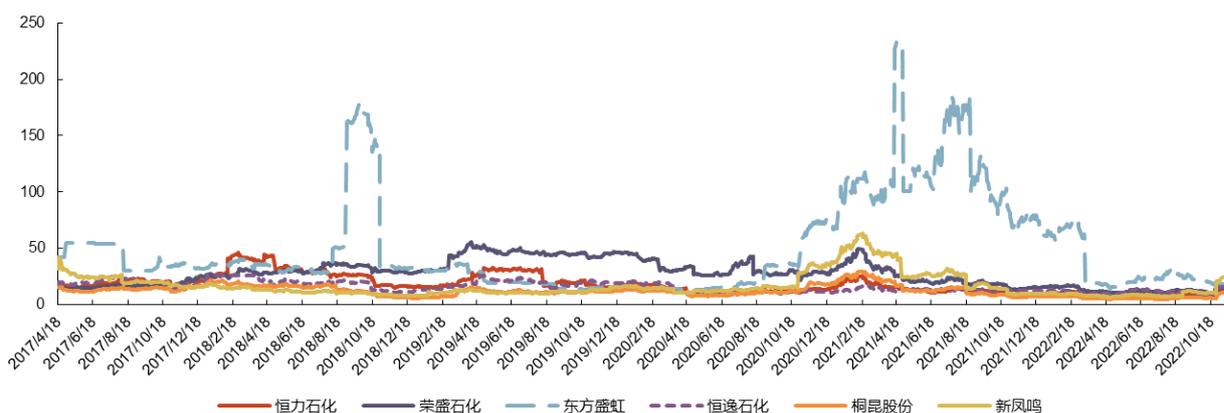
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理 注：单位均为万吨/年，“+”后为在建产能

炼化估值处于历史底部，盈利修复叠加高成长性估值修复可期

民营炼化企业估值处于历史底部区间,当前时点具备高成长性估值修复可期。国内主要民营炼化企业目前估值处于历史底部区间,截至 22 年 11 月 18 日,恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣 PE-TTM 分别

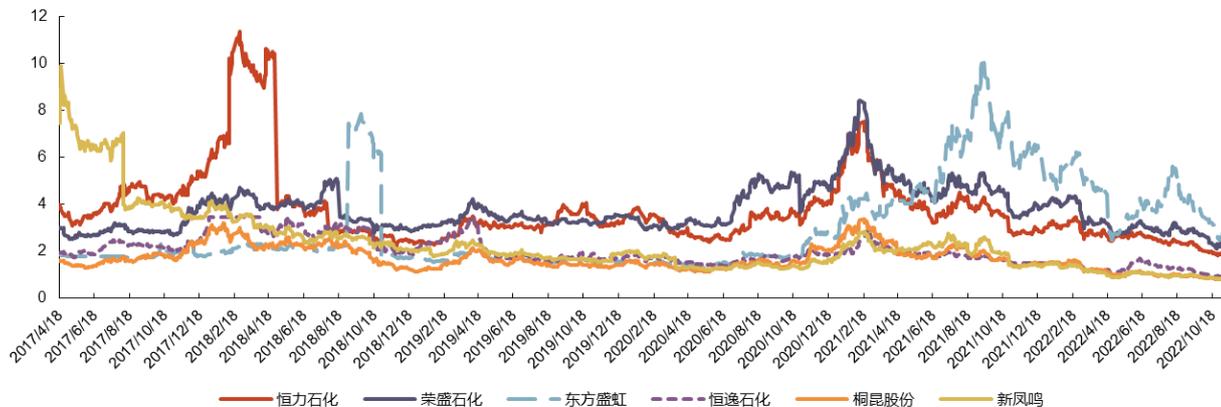
为 13、15、18、16、11、25 倍。此外，在“碳中和”背景下，以恒力石化、荣盛石化、东方盛虹等民营炼化企业为代表的龙头白马目前正处于加速向下游高附加值领域延伸的阶段，我们认为未来化工龙头自身原有业务的业绩表现有望持续亮眼，同时下游产业链的完善布局也将带来可观的业绩增量，且产业链布局的完善也将降低业绩波动性，以民营炼化为代表的龙头白马未来依旧具备较高成长性，叠加行业供需逐步修复盈利有望逐步改善的背景下，民营炼化企业估值修复可期。

图 24：民营炼化企业市盈率 PE-TTM



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2022-11-18

图 25：民营炼化企业市净率 PB-MRQ



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2022-11-18

2、原油价格和供需数据追踪

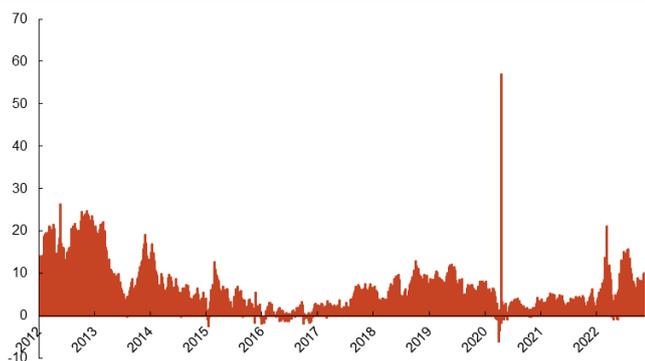
2.1、国际原油及天然气期货价格与持仓

图 26：原油价格走势（美元/桶）



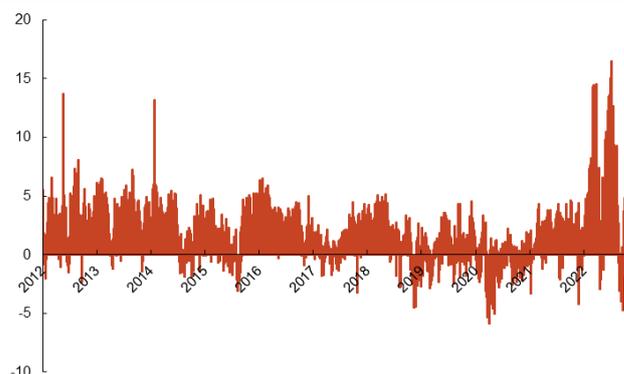
资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2022-11-18，下同

图 27：布伦特-WTI 现货结算价差（美元/桶）



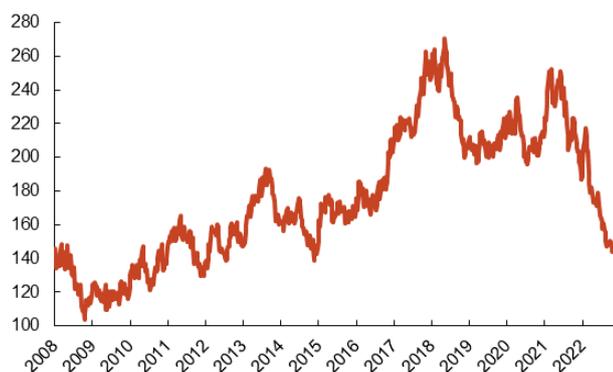
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 28：布伦特-迪拜现货结算价差（美元/桶）



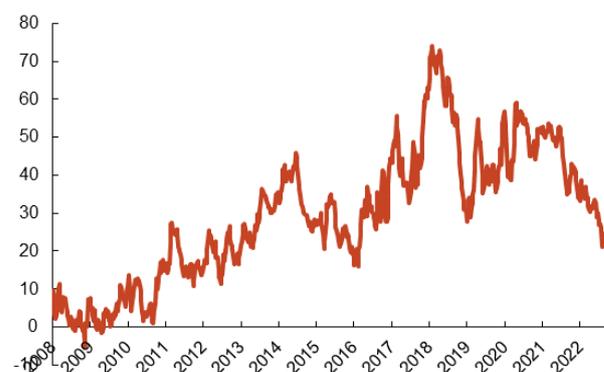
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 29：WTI 总持仓（万张）



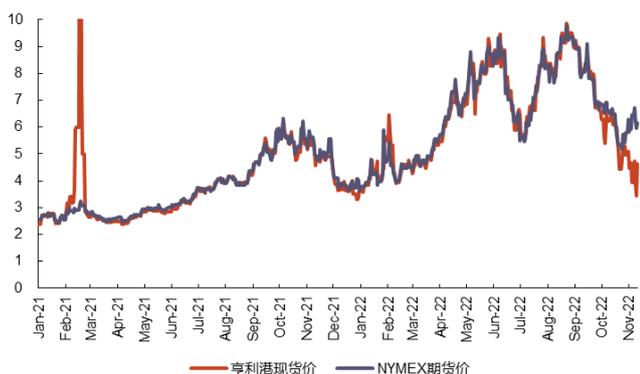
资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2022-11-01

图 30：WTI 净多头持仓（万张）



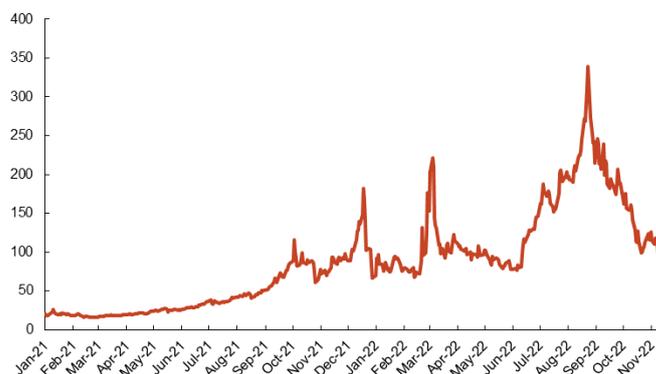
资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2022-11-01

图 31: 美国亨利港天然气价格 (美元/mmBtu)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

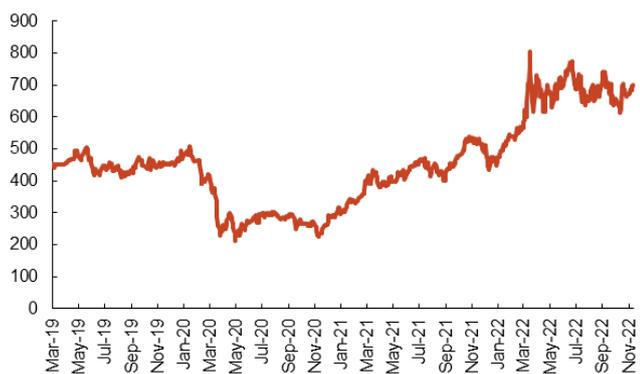
图 32: 荷兰 TTF 天然气期货价格 (欧元/MWh)



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理

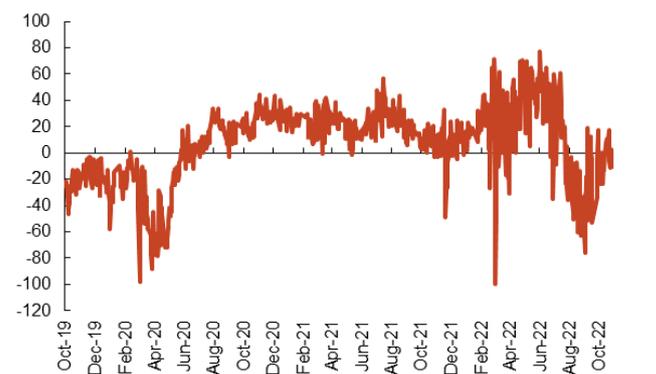
2.2、中国原油期货价格及持仓

图 33: 原油期货主力合约结算价 (元/桶)



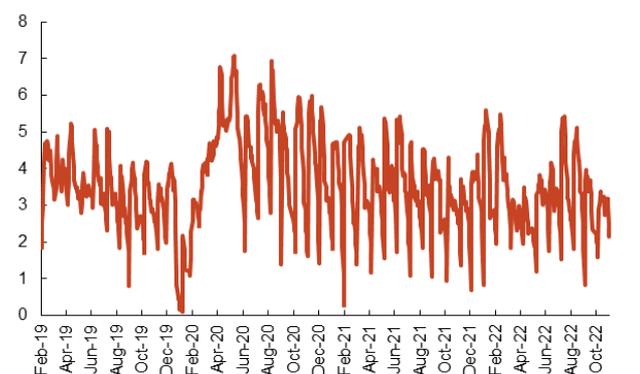
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 34: 布伦特原油期货主力合约价差 (人民币元/桶)



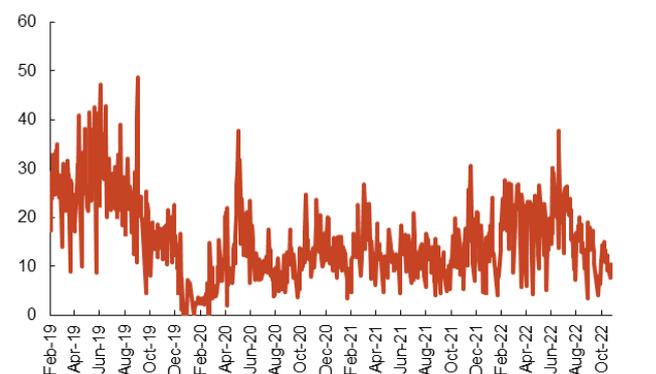
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 35: 原油期货主力合约总持仓量 (万张)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

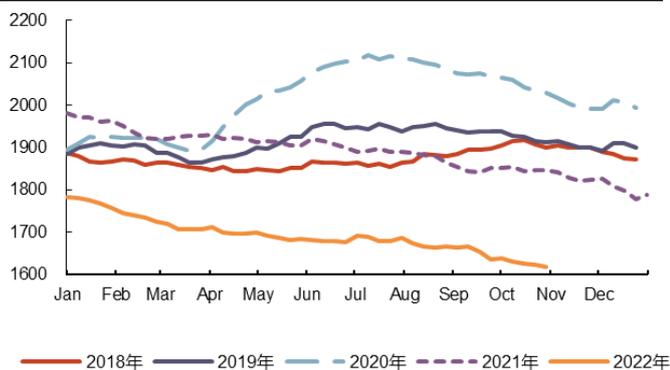
图 36: 原油期货主力合约成交量 (万张)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

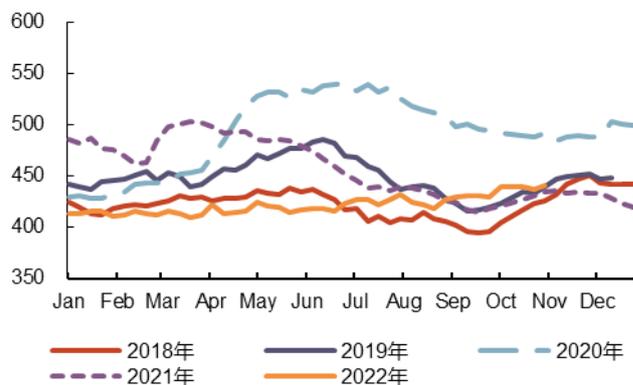
2.3、原油及石油制品库存情况

图 37：美国原油及石油制品总库存（百万桶）



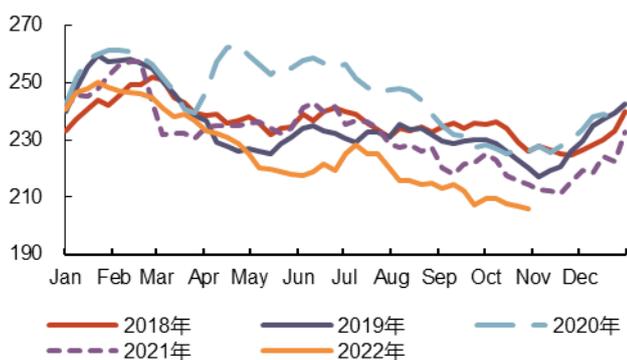
资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2022-10-28

图 38：美国原油库存（百万桶）



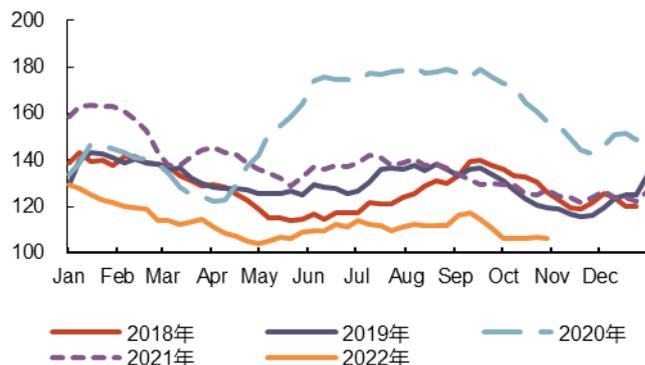
资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2022-10-28

图 39：美国汽油库存（百万桶）



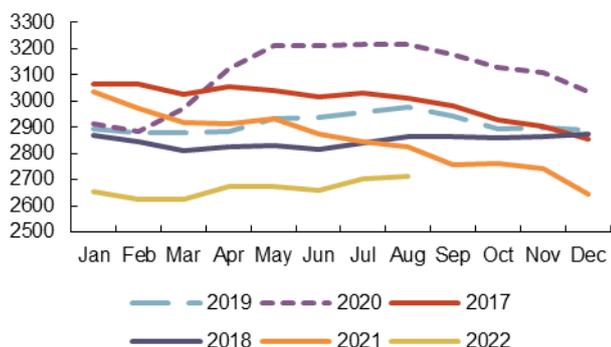
资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2022-10-28

图 40：美国馏分油库存（百万桶）



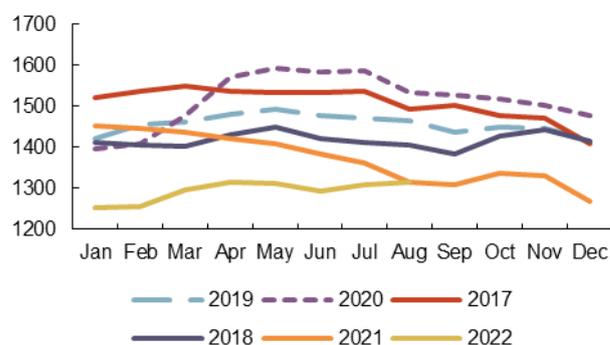
资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2022-10-28

图 41：OECD 整体库存（百万桶）



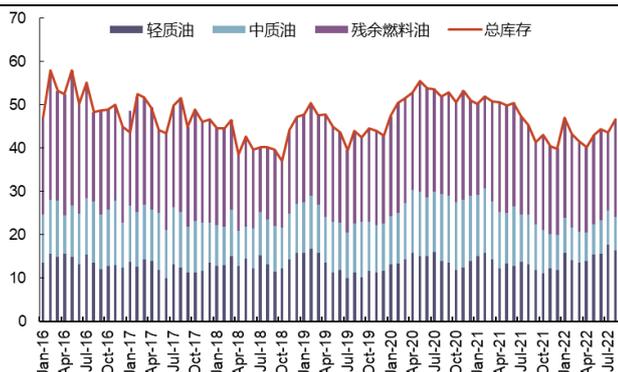
资料来源：Wind，OPEC，光大证券研究所整理 数据截至 2022-08

图 42：OECD 原油库存（百万桶）



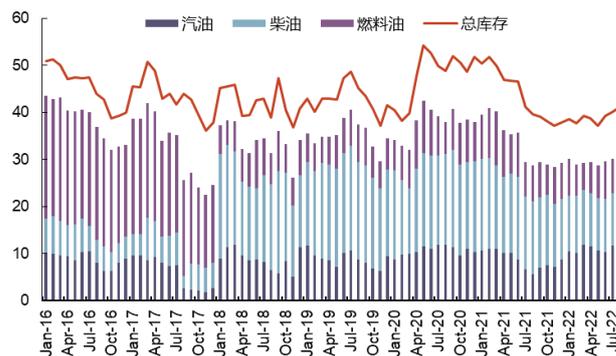
资料来源：Wind，OPEC，光大证券研究所整理 数据截至 2022-08

图 43: 新加坡库存 (百万桶)



资料来源: iFinD, OPEC, 光大证券研究所整理 数据截至 2022-08

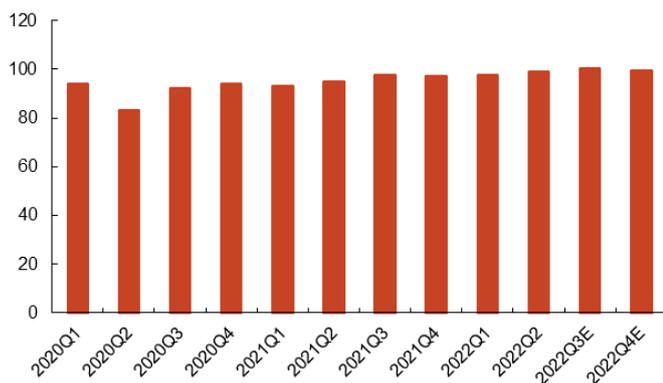
图 44: 阿姆斯特丹-鹿特丹-安特卫普 (ARA) 库存 (百万桶)



资料来源: iFinD, OPEC, 光大证券研究所整理 数据截至 2022-08

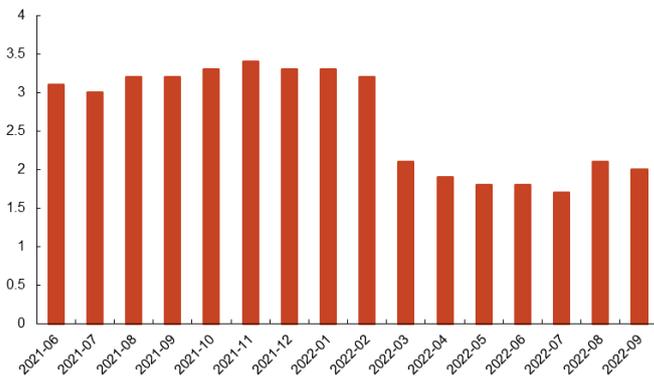
2.4、石油需求情况

图 45: 全球原油需求及预测 (百万桶/日)



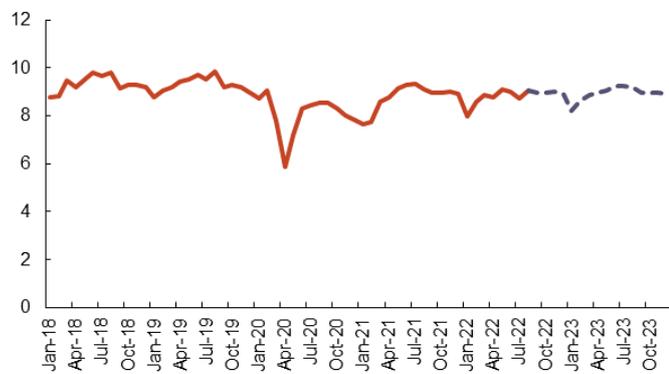
资料来源: IEA, 光大证券研究所整理

图 46: IEA 对 2022 年原油需求增长的预测 (百万桶/日)



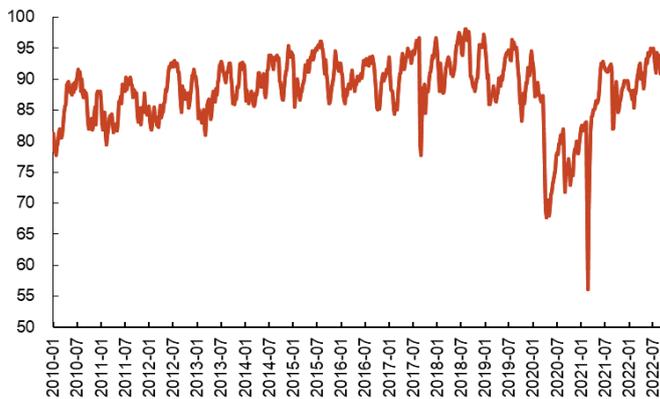
资料来源: IEA, 光大证券研究所整理

图 47: 美国汽油消费及预测 (百万桶/日)



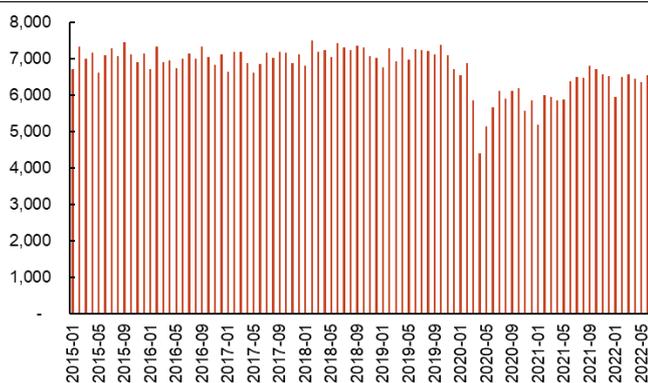
资料来源: EIA, 光大证券研究所整理 数据截至 2022-09

图 48: 美国炼厂开工率 (%)



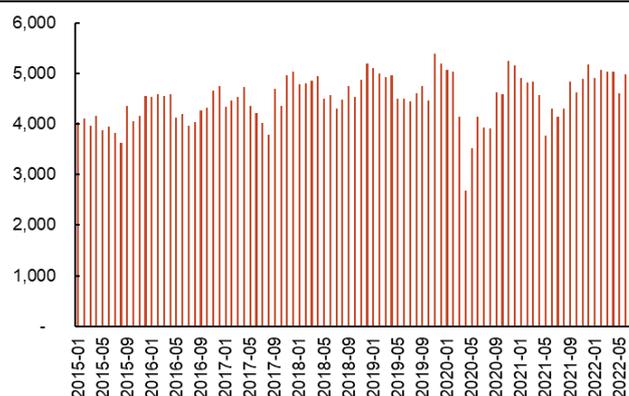
资料来源: EIA, 光大证券研究所整理 数据截至 2022-11-04

图 49: 英法德意汽油需求 (千桶/日)



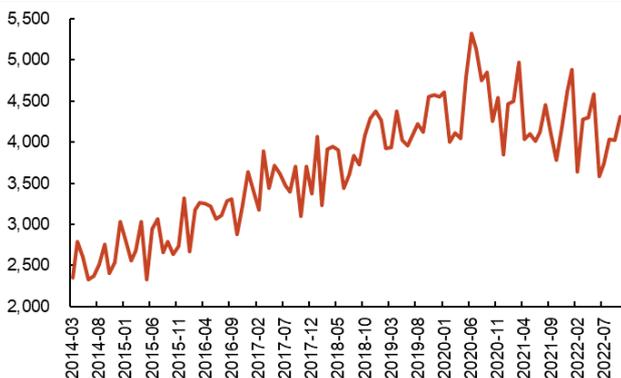
资料来源: OPEC, 光大证券研究所整理 数据截至 2022-07

图 50: 印度汽油需求 (千桶/日)



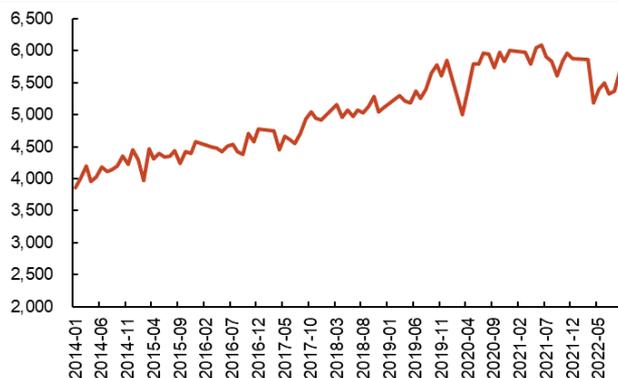
资料来源: OPEC, 光大证券研究所整理 数据截至 2022-08

图 51: 中国原油进口量 (万吨)



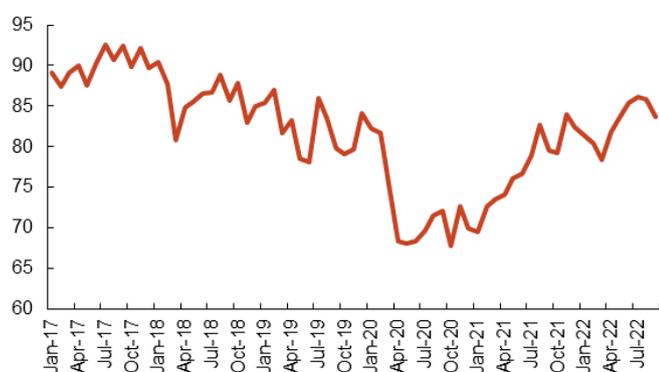
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2022-10

图 52: 中国原油加工量 (万吨)



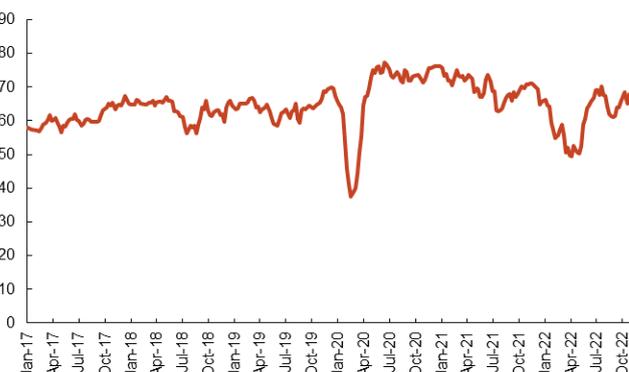
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2022-10

图 53: 欧洲炼厂开工率 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2022-09

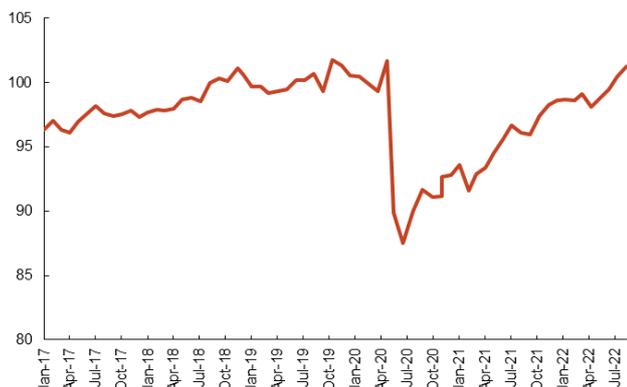
图 54: 山东地炼开工率 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2022-11-10

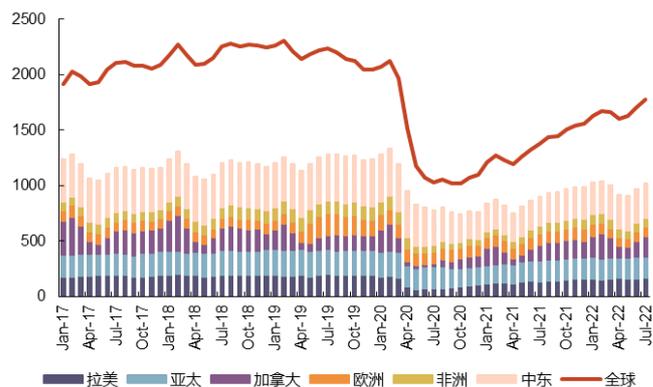
2.5、石油供给情况

图 55: 全球原油产量 (百万桶/日)



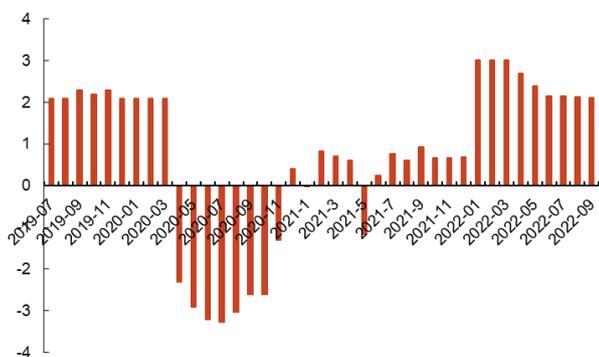
资料来源: IEA, 光大证券研究所整理 数据截至 2022-08

图 56: 全球钻机数 (座)



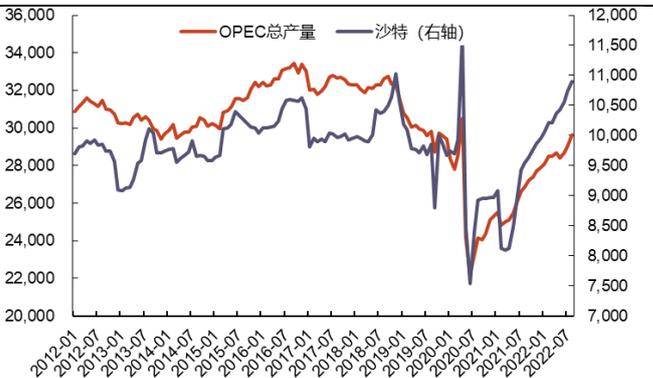
资料来源: Baker Hughes, 光大证券研究所整理 数据截至 2022-07

图 57: 非 OPEC 国家产量增长预期 (百万桶/日)



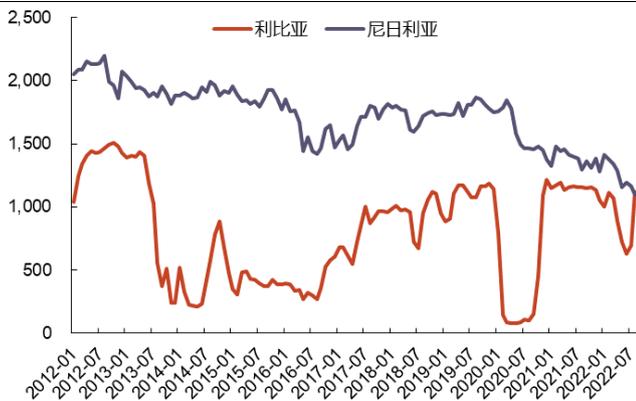
资料来源: IEA, 光大证券研究所整理 数据截至 2022-09

图 58: OPEC 总产量及沙特产量 (千桶/天)



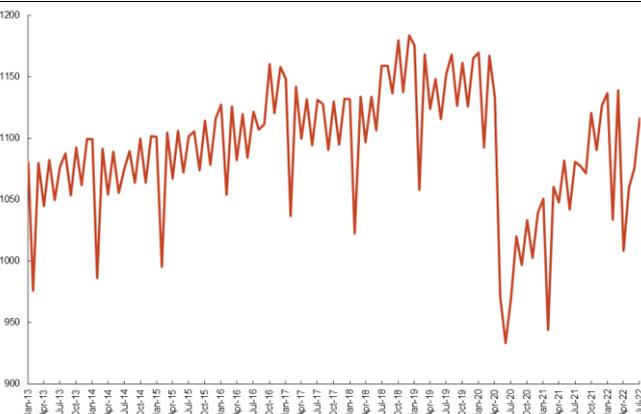
资料来源: OPEC, 光大证券研究所整理 数据截至 2022-09

图 59: 利比亚、尼日利亚月度产量 (千桶/天)



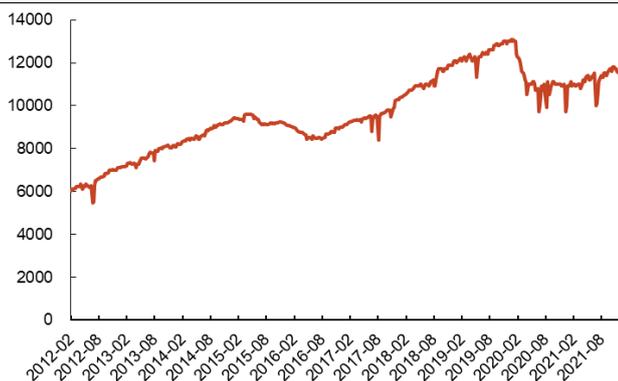
资料来源: OPEC, 光大证券研究所整理 数据截至 2022-09

图 60: 俄罗斯原油产量 (万桶/日)



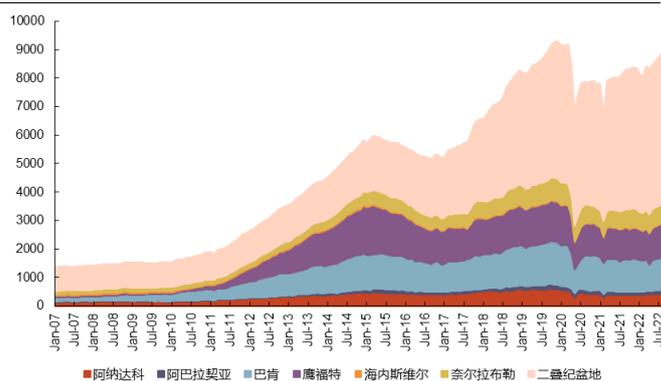
资料来源: 俄罗斯能源部, 光大证券研究所整理 数据截至 2022-09

图 61: 美国原油产量 (千桶/日)



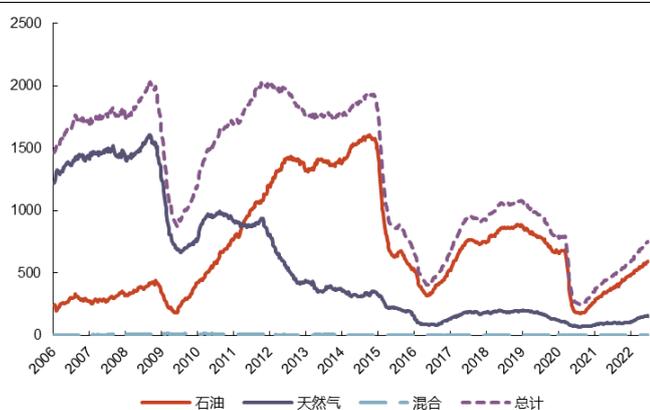
资料来源: EIA, 光大证券研究所整理 数据截至 2022-11-04

图 62: 美国页岩油产区原油产量 (千桶/日)



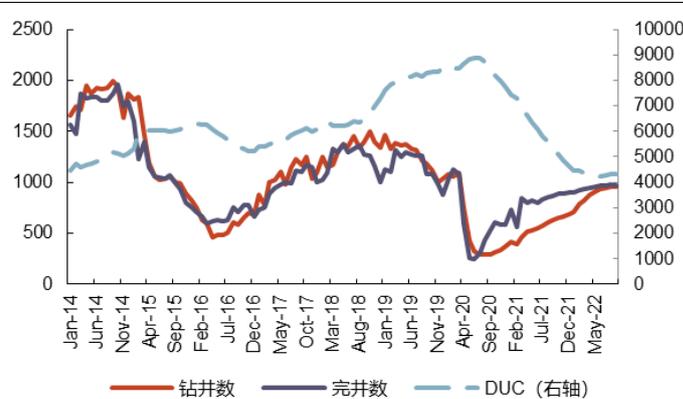
资料来源: EIA, 光大证券研究所整理 数据截至 2022-10

图 63: 美国钻机数 (座)



资料来源: Baker Hughes, 光大证券研究所整理

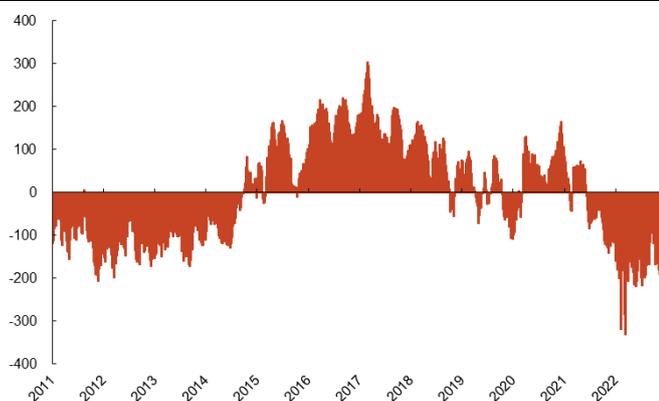
图 64: 美国库存井数 (口)



资料来源: EIA, 光大证券研究所整理 数据截至 2022-09

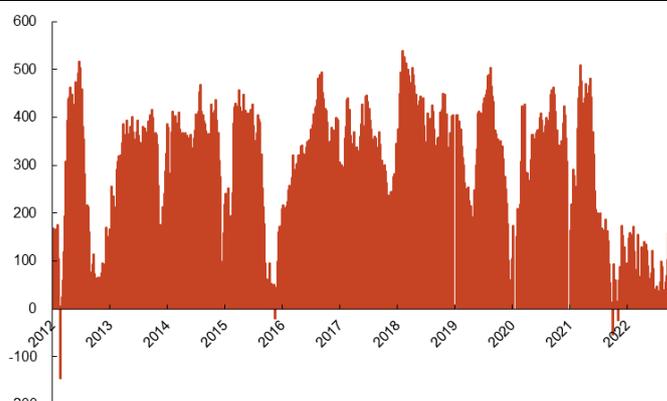
2.6、 炼油及石化产品情况

图 65: 石脑油裂解价差 (美元/吨)



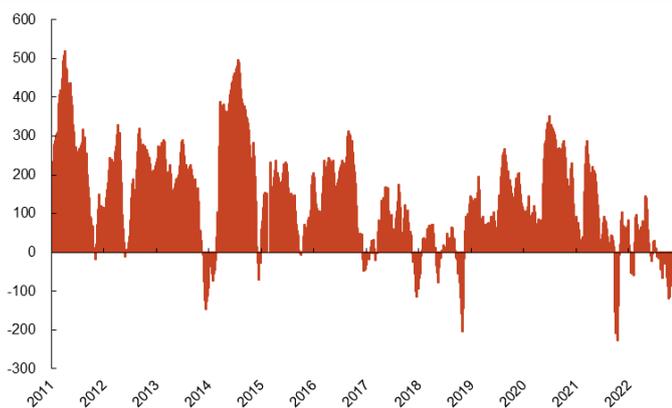
注: 价差=(0.3*乙烯+0.15*丙烯+0.05*丁二烯+0.1*纯苯)-石脑油
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 66: PDH 价差 (美元/吨)



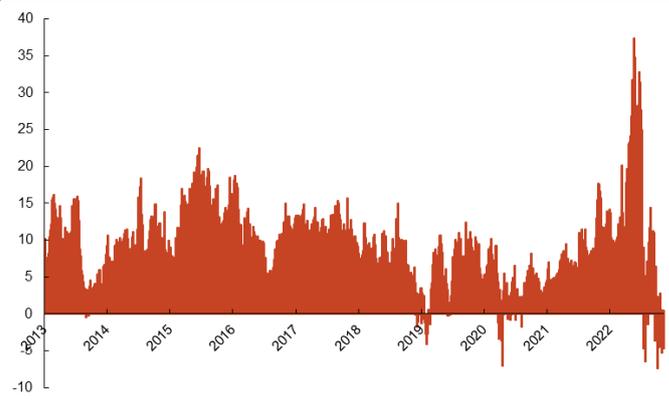
注: 价差=丙烯-1.2*丙烷
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 67: MTO 价差 (美元/吨)



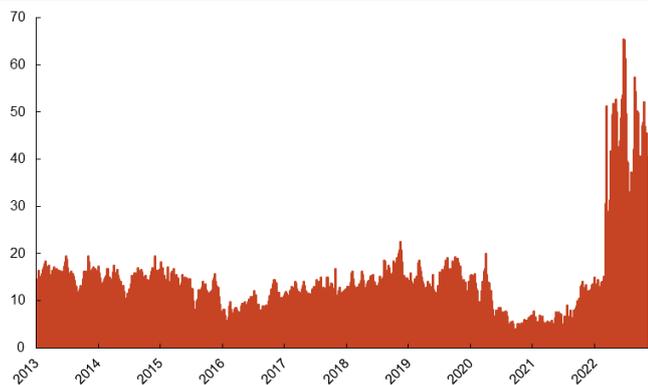
注: 价差=乙烯*0.4+丙烯*0.6-甲醇*3
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 68: 新加坡汽油-原油价差 (美元/桶)



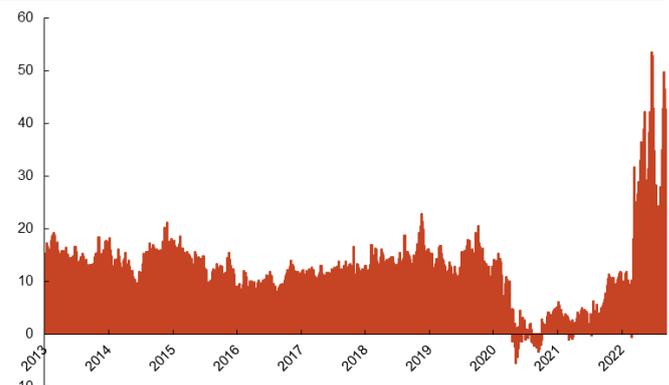
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 69: 新加坡柴油-原油价差 (美元/桶)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

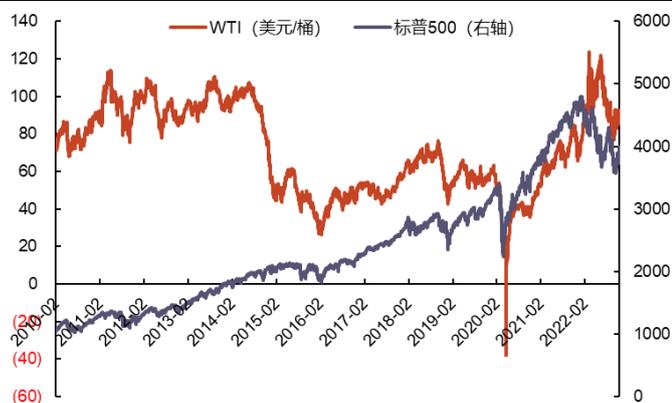
图 70: 新加坡航空煤油-原油价差 (美元/桶)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

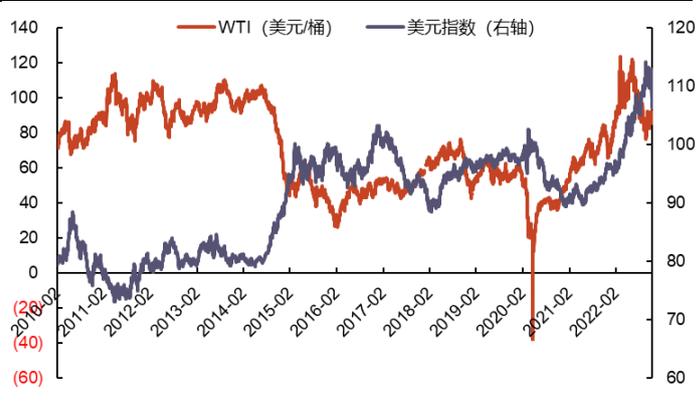
2.7、其他金融变量

图 71: WTI 和标准普尔



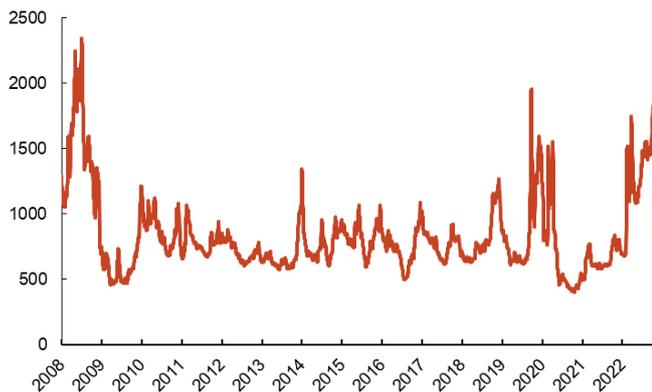
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 72: WTI 和美元指数



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 73：原油运输指数(BDTI)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

3、风险分析

原油价格大幅波动

22Q3 受油价大幅下跌，炼化企业纷纷录得亏损。如果未来原油价格出现向下波动，可能导致炼化企业盈利能力下降。

项目进度不及预期

民营大炼化的成长性与项目进度息息相关，如果项目建设进度不及预期，可能影响民营大炼化公司的长期盈利增长能力。

炼化行业景气度修复不及预期

近期炼化行业景气度筑底，如果炼化行业修复进度不及预期，可能导致炼化企业的盈利能力长期位于底部。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE