

油气开采

能源专题：危机顶点或已过，烯烃成本再比较

欧洲能源危机顶点或已过，近期国际天然气和煤炭价格大幅下跌。美国天然气、乙烷、国内外煤价相比 Brent 比价关系大幅回落至低于战争前水平。又到了重新讨论油气煤不同路线化工成本优势的时候。

1) 乙烷价格跟随美国天然气暴跌之后，乙烷裂解相比石脑油裂解成本优势再度放大到 3000 元/吨左右。

2) 近期港口煤价回落明显，秦皇岛动力煤 5000 大卡价格从 2022 年 11 月份高点的 1384 元/吨跌至目前 817 元/吨。预计坑口价格后续会跟随港口价格回落，有助煤制烯烃成本优势再度体现。

从烯烃路线成本优势角度，利好差异化路线，关注卫星化学、宝丰能源。

风险提示：1) 原油价格大幅下跌，导致气头、煤头烯烃成本优势损失的风险；2) 国内烯烃产能投放延续，导致烯烃行业整体价差低迷的风险；3) 公司层面，新增产能布局推进慢于预期的风险。

证券研究报告

2023 年 02 月 12 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

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：聚源数据

相关报告

- 1 《油气开采-行业专题研究:中国石油 2021 年业绩创七年最佳》 2022-01-13
- 2 《油气开采-行业专题研究:原油专题：价格对基本面的反作用开启了吗？》 2021-07-10
- 3 《油气开采-行业专题研究:专题：景气向上游传导，重申石化上游配置价值》 2021-06-17

内容目录

1. 能源危机顶点或已过.....	3
2. 与危机之前相比，价格跌回去了吗？	3
3. 油气煤化工，成本优势再比较.....	4
4. 风险因素.....	4

图表目录

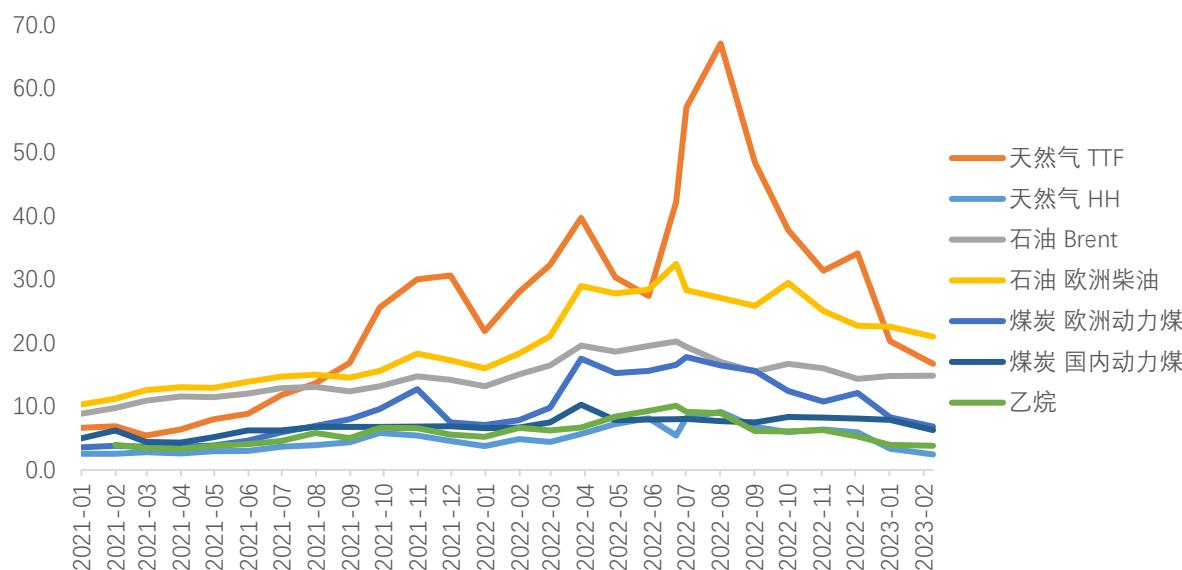
图 1：主要能源商品价格（美元/MMBTU）	3
图 2：能源危机前后，主要能源品价格与布油比价关系.....	3
图 3：不同路线乙烯成本变化趋势（单位：元/吨）	4
图 4：不同路线乙烯利润变化趋势（单位：元/吨）	4

1. 能源危机顶点或已过

俄乌战争开始后，能源危机被催化至一个高点，这个高点是在 2022 年的 8 月，市场最为担心欧洲冬季缺气的恐慌性时点。此后随着问题逐渐趋向于解决，俄油制裁的不及预期、天然气暖冬后的欧洲胀库等，主要能源商品价格均有较大幅度的回落。

天然气欧洲 TTF 和美国 HH 价格分别从最高点回落 75% 和 73%，带动美国乙烷价格回落 62%；欧洲动力煤和中国动力煤分别从高点回落 62% 和 41%；Brent 原油和欧洲柴油价格分别从高点回落 27% 和 35%。

图 1：主要能源商品价格（美元/MMBTU）



资料来源：Wind, Bloomberg, 天风证券研究所

2. 与危机之前相比，价格跌回去了吗？

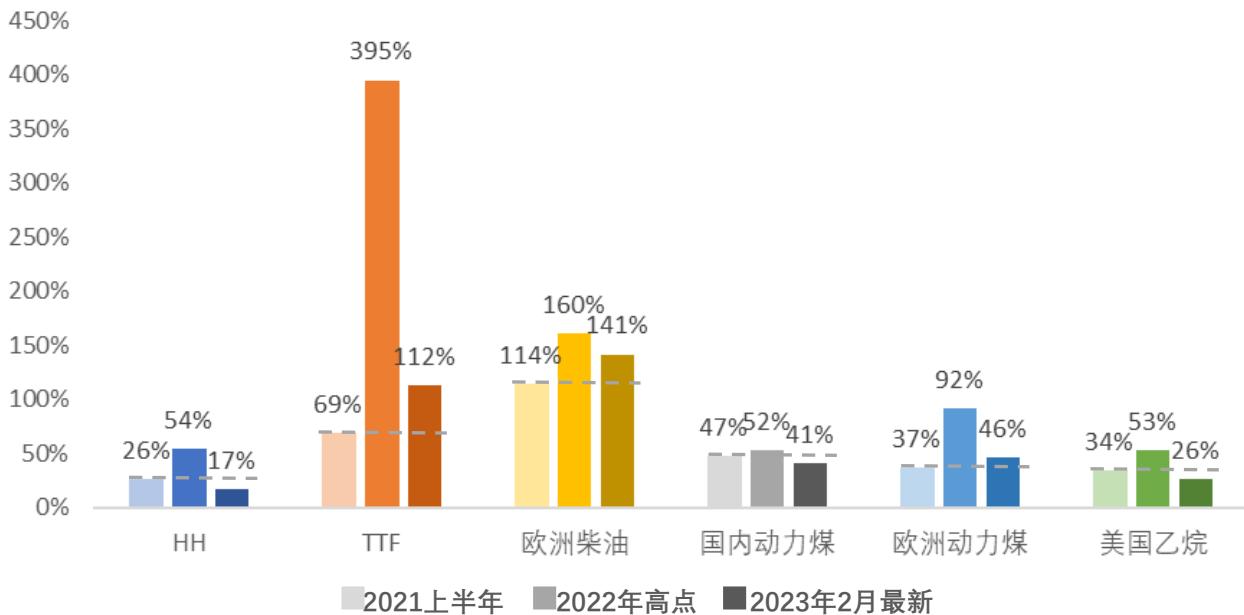
能源危机开启的时间实际上早于俄乌战争，在 2021 年下半年开始以欧洲天然气 TTF 为代表的能源品价格已经开始大涨。所以我们以 2021 年上半年的均价作为基数，衡量主要能源商品的热值价格与 Brent 原油的比价关系。即，如果我们认为某个品种 2021 上半年与原油比价关系是“合理”水平，那么最近这一轮下跌有没有跌回到“合理”水平？

受俄乌战争影响较大的品种还没跌回去。 TTF/Brent 的比价关系，目前还是有危机之前的接近 2 倍；柴油/Brent 和欧洲动力煤/Brent 也略高于危机之前。

受俄乌战争影响较小或较间接的品种，已经跌破危机前的“合理”水平了。 比如，HH/Brent 危机之前比价关系大约是 26%，目前已跌至 17% (HH 存在美国本土趋于平衡的特殊问题)；乙烷跟随 HH，乙烷/Brent 危机之前是 34%，目前已跌至 26%；**中国动力煤**危机之前比价关系 47%，目前已跌至 41%。

上述讨论都是相对原油的比价关系，原油价格本身是一个更大的话题，更加外生的变量，本文暂不展开。

图 2：能源危机前后，主要能源品价格与布油比价关系



资料来源：Wind, Bloomberg, 天风证券研究所

3. 油气煤化工，成本优势再比较

近期油气煤价格的大幅变动，又到了重新讨论油气煤不同路线化工成本优势的时候。

乙烷价格跟随美国天然气暴跌之后，乙烷裂解相比石脑油裂解成本优势再度放大到 3000 元/吨左右。

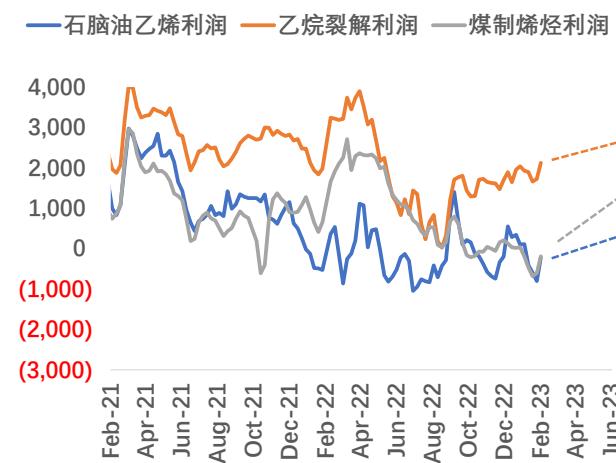
煤制烯烃成本在 2021-2022 年受国内煤价高位影响，成本呈现劣势。近期港口煤价回落明显，秦皇岛动力煤 5000 大卡价格从 2022 年 11 月份高点的 1384 元/吨跌至目前（2023 年 2 月 10 日）817 元/吨。我们预计坑口价格后续会跟随港口价格回落，有助煤制烯烃成本优势再度体现。

图3：不同路线乙烯成本变化趋势（单位：元/吨）



资料来源：wind, 天风证券研究所

图4：不同路线乙烯利润变化趋势（单位：元/吨）



资料来源：wind, 天风证券研究所

结论：欧洲能源危机趋向于解决，国际天然气和煤炭价格下跌，美国天然气和乙烷相比 Brent 比价关系大幅回落，国内煤炭相比 Brent 比价关系也出现大幅回落。从烯烃路线成本优势角度，利好差异化路线，关注卫星化学、宝丰能源。

4. 风险因素

1) 原油价格大幅下跌，导致气头、煤头烯烃成本优势损失的风险；

- 2) 国内烯烃产能投放延续，导致烯烃行业整体价差低迷的风险；
- 3) 公司层面，新增产能布局推进慢于预期的风险。

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：571012 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com