

2024年06月03日

## 标配

## 证券分析师

吴骏燕 S0630517120001

wjyan@longone.com.cn

## 证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

## 证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

## 联系人

张晶磊

zjlei@longone.com.cn

## 联系人

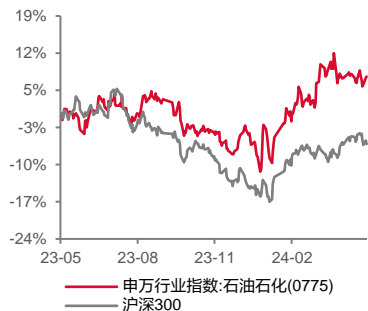
马小萱

mxuan@longone.com.cn

## 联系人

花雨欣

hyx@longone.com.cn



## 相关研究

- 风起萍末，我国或将引领乙烯周期——石油石化行业深度报告
- 恒力石化（600346）：先发优势、布局长远，引领新材料新成长——公司深度报告
- 原油需求承压，聚酯及下游或利润回升——原油及聚酯产业链月报（2024年5月）

# 对标利安德巴塞尔，看民营大炼化估值空间

——化工系列研究（二十）

## 投资要点：

- **“炼油+乙烯”，利安德巴塞尔为对标首选。**利安德巴塞尔公司（NYSE：LYB）是世界上最大的聚合物、石化产品和燃油公司之一。公司通过并购重组不断完善产业链，目前已成为烯烃和聚烯烃的全球技术和产能领导者。公司市值由2011年底的187亿美元增长至2024年4月底的325亿美元。公司利润对于美国市场的依赖性较高。虽然在美国休斯敦有炼厂（约1340万吨/年），但炼厂与下游石化产品的协同性较弱，并不属于新型大炼化的范畴。公司的聚烯烃仍然需要外购原料来进行生产，产业链一体化能力不足。
- **新型大炼化一体化，我国平台优势明显、产品纵深长。**国内民营大炼化多具备下游化纤产业优势，在大型炼化项目中通过加大财务杠杆的比例，建设的项目具备规模大、产业链长等特点。另外，我国炼化还灵活综合运用煤气等多平台资源，例如恒力石化500万吨煤化工平台、盛虹斯尔邦240万吨的MTO装置，联合生产，降本增效。从营收和毛利结构来看，随着投产进度，四大民营炼企的主要业务收入来源由聚酯化纤向炼油和化工品倾斜。截至2023年，荣盛石化/恒力石化/东方盛虹/恒逸石化的炼油和化工品收入占比分别为75%/51%/82%/32%，毛利占比分别为99%/87%/90%/49%。
- **进退之间，资产有待重估。**利安德巴塞尔于2022年决定退出炼油业务，现考虑要将美国休斯敦炼油厂改建成循环材料厂。公司目前已将美国德州环氧乙烷项目出售给英力士，并考虑削减欧洲落后聚烯烃产能。国内民营大炼化依托炼化平台，在化工品的产品组合方面更有优势，也更适合向下游精细化工、新材料领域方向发展。目前恒力石化、荣盛石化和东方盛虹均布局了新能源新材料、可降解塑料等产业链。民营炼厂与中东头部油气企业也不断加深合作，加快构建国际化成长空间。我们认为，近两年欧洲能源价格高企，迫使诸多欧美化工企业进行产能“清退”，化工产能已有明显的“西退东进”的趋势。而我国化工产业链日趋完善，炼化一体化企业具有明显的竞争优势，传统炼化企业没有PX-PTA配套，在国内炼能约束下，民营大炼化更具有工艺路线的不可复制性。
- **财务指标对齐，更关注盈利稳定性。**对于周期性行业，由于业绩的波动性较大，市盈率往往容易失真。利安德巴塞尔历史PE均值在6-8倍，业绩复苏时PE中枢提升至14-17倍。我们认为对于大炼化的市值空间，在周期低谷时，更应考虑盈利的稳定性、合理的杠杆以及股东回报率。利安德巴塞尔作为全球石化龙头之一，其合理的资本开支、良好的现金流、稳定的股东回报，给予了估值重要的支撑。我国民营大炼化企业在产能投放后，遭遇周期低谷，韧性仍存。尤其恒力石化在ROE、现金流、分红上比肩利安德巴塞尔，有望在估值上进一步看齐。
- **投资建议：**我们认为国内民营大炼化已经历从产能兑现到业绩兑现的周期低谷时期，后续将是持续竞争力兑现的过程；竞争力兑现最能够体现未来的估值空间。竞争力主要体现在盈利的稳定性，以及即使在周期低谷时期仍然能够获得相对竞争对手的超额利润。从和国际石化龙头利安德巴塞尔公司各项对比来看，我国民营大炼化在产业结构和资产规模上都具有大市值的特征和基础，且产业链更加丰富，新材料布局以及国际化合作奠定长期成长性。**建议关注：恒力石化，周期低谷展现超出行业平均的韧性，财务指标对齐国际龙头；历史PE均值10-12倍，业绩复苏周期向好时PE中枢为15-20倍，以目前市值计算预计未来空间20%~50%。**
- **风险提示：**油价剧烈波动；下游景气度复苏不及预期；新材料等项目兑现不及预期。

## 正文目录

<b>1. 对标利安德巴塞尔：产业规模和结构</b> .....	<b>4</b>
1.1. “炼油+乙烯”，利安德巴塞尔为对标首选.....	4
1.2. 新型大炼化一体化，我国平台优势明显、产品纵深长 .....	7
1.3. 进退之间，资产有待重估 .....	11
<b>2. 对标利安德巴塞尔：财务指标</b> .....	<b>13</b>
<b>3. 投资建议：重视周期底部的盈利稳定性</b> .....	<b>16</b>
<b>4. 风险提示</b> .....	<b>17</b>

## 图表目录

图 1 利安德巴塞尔发展历程 .....	4
图 2 利安德巴塞尔股价和 PE 表现 .....	5
图 3 利安德巴塞尔公司近年营业收入结构情况（亿美元） .....	7
图 4 利安德巴塞尔公司近年营业利润结构情况（亿美元） .....	7
图 5 我国主要大炼化项目投产时间 .....	8
图 6 荣盛石化近年营业收入及结构情况（亿元） .....	9
图 7 荣盛石化近年产品毛利及结构情况（亿元） .....	9
图 8 恒力石化近年营业收入及结构情况（亿元） .....	10
图 9 恒力石化近年产品毛利及结构情况（亿元） .....	10
图 10 东方盛虹近年营业收入及结构情况（亿元） .....	10
图 11 东方盛虹近年产品毛利及结构情况（亿元） .....	10
图 12 恒逸石化近年营业收入及结构情况（亿元） .....	10
图 13 恒逸石化近年产品毛利及结构情况（亿元） .....	10
图 14 四大民营炼化 VS 利安德巴塞尔毛利率（%） .....	13
图 15 四大民营炼化 VS 利安德巴塞尔净利率（%） .....	13
图 16 四大民营炼化 VS 利安德巴塞尔 ROE-摊薄（%） .....	14
图 17 四大民营炼化 VS 利安德巴塞尔的经营活动产生的现金流量净额 / 营业收入(%) .....	14
图 18 四大民营炼化 VS 利安德巴塞尔的资产负债率（%） .....	15
图 19 四大民营炼化 VS 利安德巴塞尔的上市以来累计分红率（%） .....	15
图 20 行业及公司 ROE 与油价变动关系 .....	16
表 1 全球石化产业链组合及代表公司 .....	4
表 2 利安德巴塞尔公司主要业务产品产能（截至 2021 年） .....	5
表 3 利安德巴塞尔公司的主要授权技术 .....	6
表 4 四大民营炼化目前主要芳烃烯烃产品列示（万吨/年） .....	8
表 5 四大民营炼化目前主要聚酯纤维产品列示（万吨/年） .....	9
表 6 三大民营炼化目前主要新材料布局列示 .....	11
表 7 我国民营大炼化与中东合作项目列示 .....	12
表 8 行业相对收益受油价波动影响明显 .....	16

# 1.对标利安德巴塞尔：产业规模和结构

## 1.1. “炼油+乙烯”，利安德巴塞尔为对标首选

全球石化龙头产业链一般覆盖以下四种组合：1) 原油开采+炼油+乙烯；2) 独立炼油；3) 炼油+乙烯；4) 乙烯+下游等环节。国际大型石油化工公司多是含上游资源、中游炼化以及下游分销，对应的市值里包含油气资源的储量价值，难以对炼化环节进行独立估值。同时，美国也包括一些独立的炼油上市公司，但是本身没有包括乙烯或化纤产品。从业务组成模式来说，具有“炼油+乙烯”产品链的国际聚合物龙头利安德巴塞尔是比较适合的对标标的。

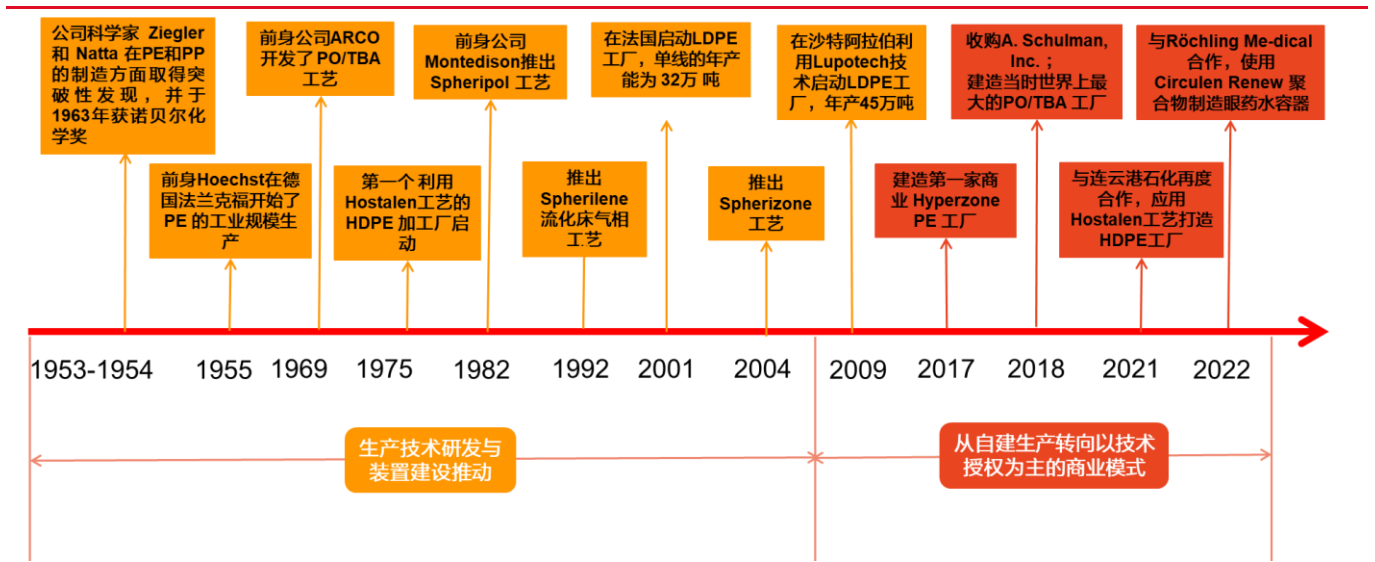
表1 全球石化产业链组合及代表公司

产业链	代表公司
原油开采+炼油	BP、雪佛龙（乙烯由合资企业 CP Chem 实施）
原油开采+炼油+乙烯	埃克森美孚、壳牌、道达尔、ENI（乙烯由 Versalis 实施）、Reliance、沙特阿美、马石油、Repsol
独立炼油	瓦莱罗能源、马拉松原油、PBF 能源
炼油+乙烯	英力士、利安德巴塞尔、台塑、Phillips 66（乙烯由合资企业 CP Chem 实施）
乙烯+下游	陶氏、巴斯夫、CP Chem、北欧化工、Westlake

资料来源：各公司官网，东海证券研究所

利安德巴塞尔公司 (NYSE: LYB) 是世界上最大的聚合物、石化产品和燃油公司之一。前身可追溯到齐格勒纳塔催化剂生产公司，2000 年 10 月，由 BASF 和 SHELL 各持股 50% 成立合资公司巴塞尔，专注于聚烯烃业务。2009 年，利安德和巴塞尔公司合并后于 2010 年在 NYSE 上市。2015 年以后，利安德巴塞尔公司将盈利重心由自建生产转向以技术授权为主的模式。

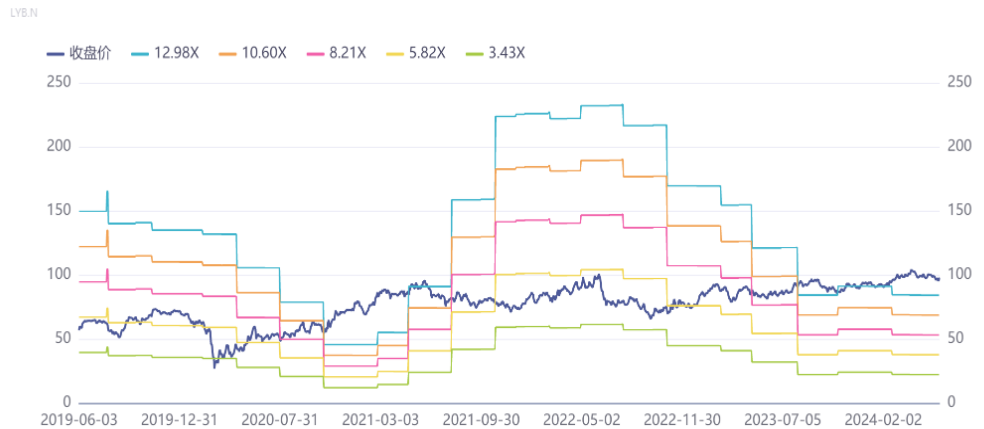
图1 利安德巴塞尔发展历程



资料来源：公司官网，东海证券研究所

公司总部在荷兰的 HOOFDDORP，靠近阿姆斯特丹。另外在五大洲 18 个国家拥有生产工厂，主要集中在美国。公司市值由 2011 年底的 187 亿美元增长至 2024 年 4 月底的 325 亿美元。历史 PE 均值在 6-8 倍，业绩复苏时 PE 中枢可提升至 14-17 倍。

图2 利安德巴塞尔股价和 PE 表现



资料来源：同花顺，东海证券研究所

利安德巴塞尔通过并购重组不断完善产业链，目前已成为烯烃和聚烯烃的全球技术和产能领导者，PP+PE 产能位居欧洲第一，北美第二，全球第五的位置。公司作为环氧丙烷及其衍生物的技术先驱，产能世界第二。公司的持续运营通过六个可报告的部门进行管理：O&P-Americas（烯烃和聚合物-美洲），O&P-EAI（烯烃和聚合物-欧亚洲、国际），I&D（（中间体和衍生品），APS（先进聚合物产品服务），炼油和技术。

表2 利安德巴塞尔公司主要业务产品产能（截至 2021 年）

	地区	产能 (万吨)	地区	产能 (万吨)
炼油	美国休斯顿	1340		
<b>烯烃</b>				
乙烯		695		405
丙烯	美国	250	欧亚其他	275
丁二烯		40		40
<b>聚烯烃</b>				
HDPE		245		230
LDPE	美国	105	欧亚其他	125
LLDPE		100		45
PP		221		685
<b>中间品和衍生物</b>				
环氧丙烷		125		105
丙二醇		30		15
丁二醇		5		15
甲醇		145		
醋酸		55	欧亚其他	
醋酸乙烯	北美	30		
EO		40		
乙二醇		30		
苯乙烯		140		165
叔丁醇		155		120
异丁烯		55	欧洲	20
含氧燃料		200		125
<b>APS 先进聚合物服务</b>				
聚丙烯化合物	全球	135		

工程塑料	35
母料	35
颜色和粉末	4
催化合金	55
聚丁烯-1	5

资料来源：公司官网，东海证券研究所

注：产能数据截至 2021 年，包括联营参股厂商总产能

利安德巴塞尔是全球最大的聚烯烃工艺技术提供商，具有 70 多年的历史，现拥有超过 60 种催化剂产品，已授权超过 300 条全球聚烯烃产线。

**表3 利安德巴塞尔公司的主要授权技术**

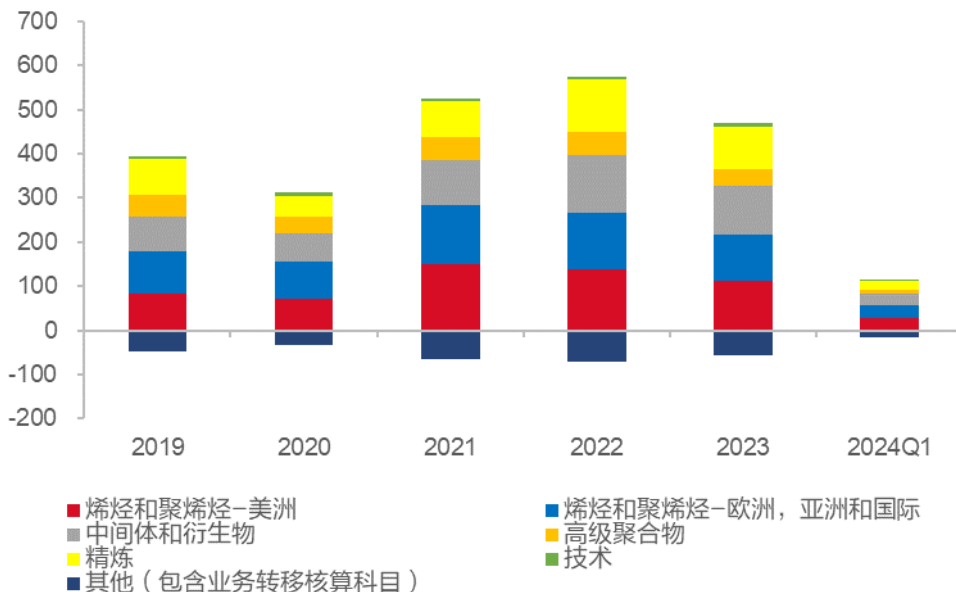
技术名称	应用领域	特点说明
Spherizone	PP	具有灵活操作条件的多区循环反应器，可生产高性能聚丙烯
Spheripol	PP	模块化液态丙烯和可选气相共聚反应器，具有可靠性和投资生产成本优势
Lupotech	LDPE、EVA	高压管式反应器，为高端市场应用提供最低的操作和投资成本
Hostalen	HDPE	多模式浆料工艺，具有领先的刚度-韧性平衡、抗冲击、高应力开裂和加工优势
Spherilene	HDPE、LLDPE	单气相反应器工艺，用于生产各种 PE 产品，投资成本低
Trans4m	烯烃转化与回收	Trans4m S -- 异丁烯；Trans4m BD -- 丁二烯；Trans4m C5 -- DCPD、异戊二烯
Trans4m BTX	芳烃提取	萃取苯、甲苯、二甲苯
Glacido	乙酰基	醋酸技术，1980 年首次商业化
Vacido	乙酰基	醋酸乙烯单体工艺
PO/SM & PO/TBA	环氧乙烷及衍生物	全球第一或第二位成本最低技术，仅限利安德巴塞尔联营参股工厂授权使用

资料来源：公司官网，东海证券研究所

从营收和营业利润结构来看，1) 烯烃和聚烯烃业务是其重心，尤其美国市场营收占比近三成，利润占比超五成。相比之下，利安德巴塞尔在欧洲等其他地区的烯烃和聚烯烃业务利润在近两年都表现不佳，截至 2024 年一季度利润仍未转正。2) 中间品和衍生物业务利润在 2022-2023 年规模扩大，得益于公司自有的 PO/SM 和 PO/TBA 技术，以及 50% 入股宁波镇海合资项目 2022 年投产，与科思创合营的德克萨斯州 Bayport 项目 2023 年投产。3) 炼油在营收占比 20% 左右，依靠美国休斯顿炼厂，但利润表现近年仅有 2022 和 2023 年达到正收益。4) 2018 年，公司通过收购美国塑料公司舒尔曼，扩大了复合材料业务 (APS 高级聚合物)，近年带来营收规模 40-50 亿美元，营业利润 2-3 亿美元 (除 2023 年)。5) 技术转让收入占比虽低，但近年带来稳定利润 3-5 亿美元左右，更为公司开拓海外市场提供有力背书。

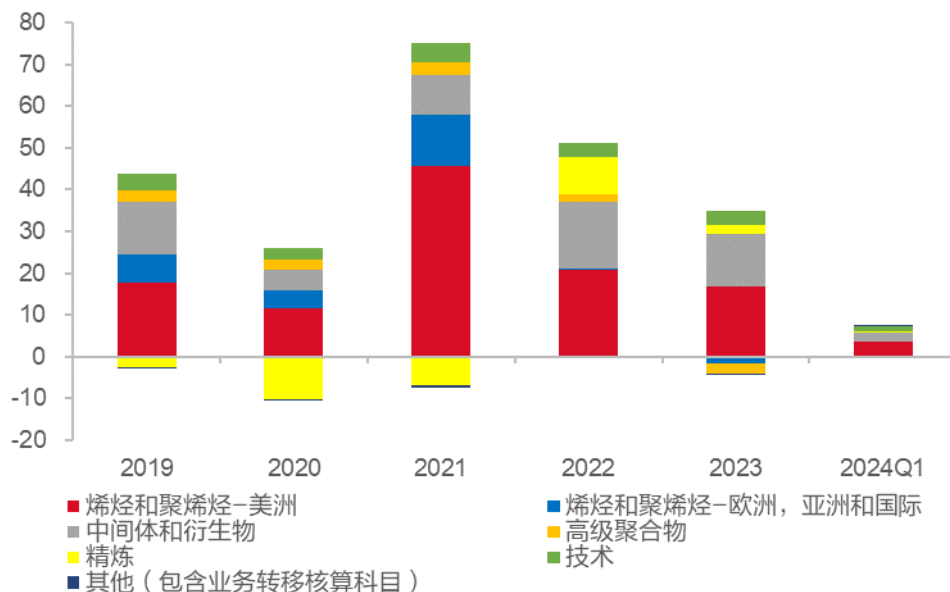


图3 利安德巴塞尔公司近年营业收入结构情况（亿美元）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图4 利安德巴塞尔公司近年营业利润结构情况（亿美元）

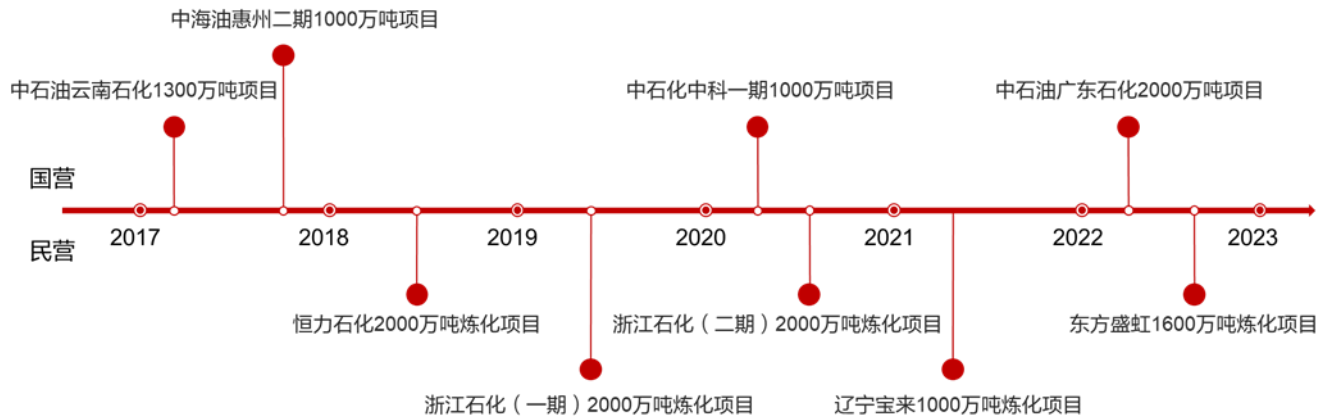


资料来源：同花顺，东海证券研究所

## 1.2.新型大炼化一体化，我国平台优势明显、产品纵深长

2010-2018 年期间，国内大型一体化装置全部集中于央企，而地炼、合资企业的终端产品仍以成品油为主。2019 年，恒力大炼化装置的投产，才正式开启了炼化行业的多元市场竞争。

图5 我国主要大炼化项目投产时间



资料来源：隆众石化，东海证券研究所

国内民营大炼化多具备下游化纤产业优势，在大型炼化项目中通过加大财务杠杆的比例，建设的项目具备规模大、产业链长等特点。另外，我国炼化还灵活综合运用煤气等多平台资源，例如恒力石化 500 万吨煤化工平台、盛虹斯尔邦 240 万吨的 MTO 装置，联合生产，降本增效。

表4 四大民营炼化目前主要芳烃烯烃产品列示（万吨/年）

	浙石化	恒力炼化	盛虹炼化	恒逸文莱一期和二期
炼油	4000	2000	1600	800
芳烃产业链				
PX	1060	520	280	150+200*
纯苯	330	120	132	48+78*
苯酚/丙酮	80/50	42/26*	40/25	/
双酚 A	48	48*	/	/
聚碳酸酯	52	26*	/	/
C2 产业链				
乙烯	420	150	110	150*
FDPE	90	/	/	
HDPE	65	40	/	150PE*
LDPE	80	/	/	
MEG	240	180	190	120*
醋酸乙烯	30	/	30	/
EVA	30+40*	/	30+75*	/
SM	240	72	20/45PO/SM	/
C3 产业链				
PDH	120	/	70	/
聚丙烯	180	85	/	
丙烯晴	52	/	104	/
MMA	19	/	34	/
C4 产业链				
丁二烯	70	14	15	/
ABS	40+120*	30		/
PBS	/	45*		/

资料来源：公司公告，东海证券研究所



注：\*为在建项目或部分投产项目，数据截至 2023 年年报

四大民营炼企俱是化纤起家，从今后的发展布局来看，各公司重点都将建立在打造差异化聚酯产品上，国内长丝龙头存在“各自为安”的格局，龙头企业在各自优势领域持续强化竞争内核，并且互相之间保持竞争差异化。

表5 四大民营炼化目前主要聚酯纤维产品列示（万吨/年）

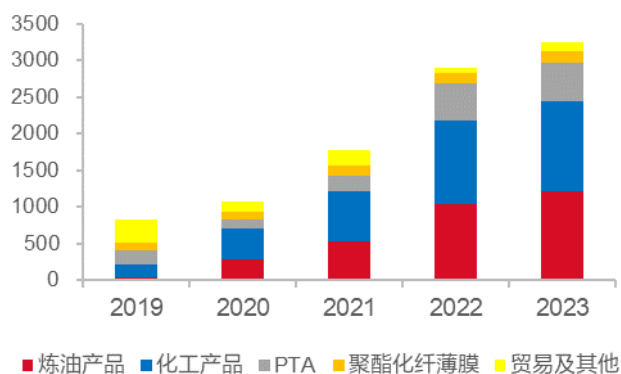
恒力石化		荣盛石化		东方盛虹		恒逸石化	
PTA	1200	PTA	2150*	PTA	630	PTA	2150*
涤纶长丝（民用丝、工业丝）	335	POY	46	差别化纤维（以DTY为主）	355	长丝	633.5
PBT 工程塑料	21	FDY	54			短纤	118
聚酯薄膜	38.6	DTY	42			切片	74
PBS/PBAT 可降解塑料	3.3	瓶级切片	250	其中：再生纤维	55	瓶片（含RPET）	360
		聚酯薄膜	43				

资料来源：公司官网，东海证券研究所

注：\*代表包含参股总计名义产能，数据截至 2023 年年报

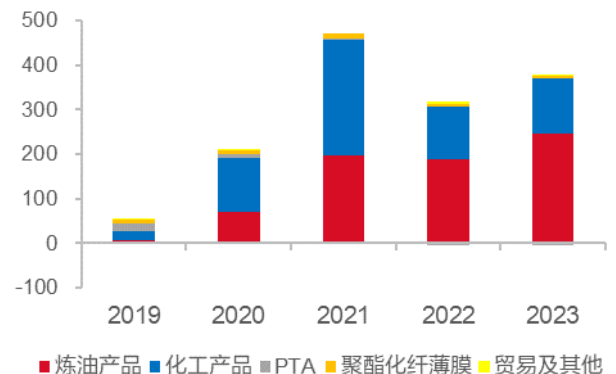
从营收和毛利结构来看，随着各家大炼化投产进度，四大民营炼企的主要业务收入来源由聚酯化纤向炼油和化工品倾斜。截至 2023 年，荣盛石化/恒力石化/东方盛虹/恒逸石化的炼油和化工品收入占比分别为 75%/51%/82%/32%，毛利占比分别为 99%/87%/90%/49%。

图6 荣盛石化近年营业收入及结构情况（亿元）



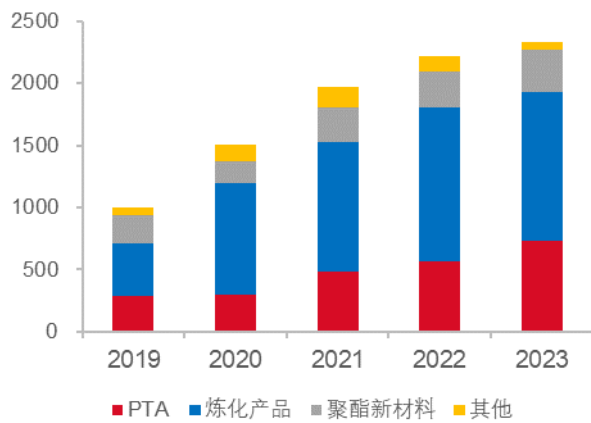
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图7 荣盛石化近年产品毛利及结构情况（亿元）



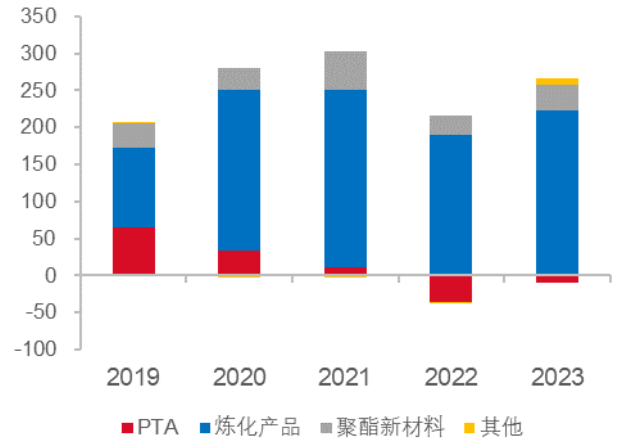
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图8 恒力石化近年营业收入及结构情况（亿元）



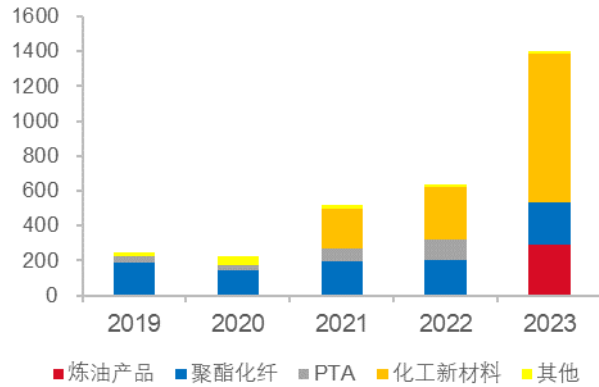
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图9 恒力石化近年产品毛利及结构情况（亿元）



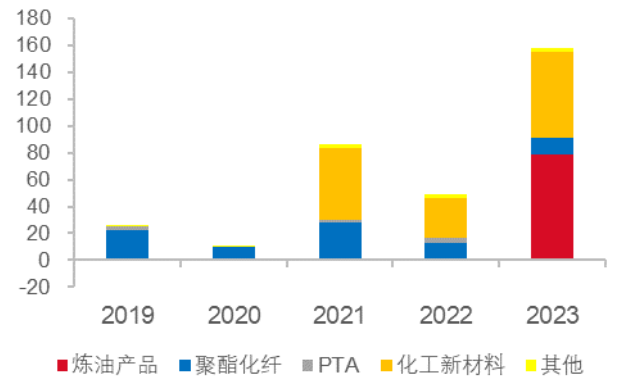
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图10 东方盛虹近年营业收入及结构情况（亿元）



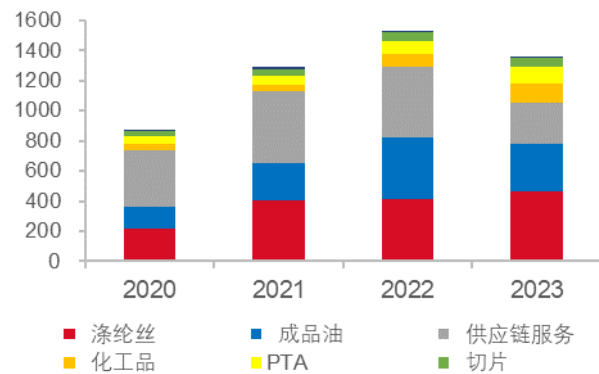
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图11 东方盛虹近年产品毛利及结构情况（亿元）



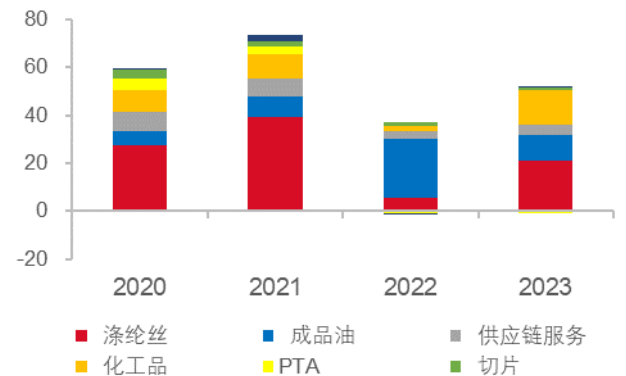
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图12 恒逸石化近年营业收入及结构情况（亿元）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图13 恒逸石化近年产品毛利及结构情况（亿元）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

### 1.3.进退之间，资产有待重估

#### 利安德巴塞尔：陆续剥离欧美落后产能

利安德巴塞尔于 2022 年决定退出炼油业务，希望出售美国休斯顿炼油厂的业务，但迄今为止，资产剥离工作仍未完成，迫使公司将运营时间延长至 2025 年，现在考虑要将该厂改建成循环材料厂。美国休斯顿炼厂加工能力约 1340 万吨/年，原以加拿大重质原油为原料，2013 年曾改造能够加工得克萨斯轻质原油、西得克萨斯中质油和西得克萨斯高酸原油。

除此之外，公司也在为墨西哥湾的环氧乙烷生产寻求类似的方案。利安德巴塞尔目前已将美国德州环氧乙烷及其衍生物项目以约 7 亿美元出售给英力士，包括 42 万吨的环氧乙烷装置、产量为 37.5 万吨的乙二醇装置和产量为 16.5 万吨的乙二醇醚装置。

据欧洲塑料新闻网报道，利安德巴塞尔(LyondellBasell)或将继续“内部清理工作”：公司将审查欧洲工厂的盈利能力，管理层可能会砍掉利润率低的工厂。早在 2023 年 9 月，公司就计划在 2023 年年底前关闭其意大利布林迪西的 Spherizone PP 工厂，从而减少欧洲市场产能 23.5 万吨/年。

#### 我国民营大炼化：深化产业链延伸，加强国际合作

国内民营大炼化依托炼化平台，在化工品的产品组合方面更有优势，也更适合向下游精细化工、新材料领域方向发展。新材料布局方面，除了恒逸石化目前仍专注于化纤产业，另外三家公司的产品布局存在异同，三家公司都布局了新能源新材料、可降解塑料等产业链，但在产品细分方面有所区别。

表6 三大民营炼化目前主要新材料布局列示

公司	布局领域	产品	产能	预计投产时间
恒力石化	锂电隔膜	锂电隔膜（湿法）	4.4 亿平方米	2023 年逐步投产
		锂电隔膜（湿法）	24 亿平方米	2024 年-2025 年
		锂电隔膜（干法）	6 亿平方米	2024 年
	功能性薄膜	高端功能性聚酯薄膜	47 万吨	2023 年逐步投产
		功能性聚酯薄膜改性	10 万吨	2024 年
		功能性聚酯薄膜及涂布	60 万吨	2024 年
	树脂材料	ABS	30 万吨	2023 年逐步投产
		GPPS	7.5 万吨	2024 年
		HIPS	7.5 万吨	2024 年
		PBAT	3.3 万吨	已投产
可降解塑料		PBS	45 万吨	2024 年
		改性 PBAT	8 万吨	2024 年
		PBT	21 万吨	已投产
工程塑料	PBT 改性	15 万吨	2024 年	
	聚碳酸酯	26 万吨	2024 年	
	聚甲醛	8 万吨	2024 年	
东方盛虹	光伏材料	光伏级 EVA	30 万吨	已投产
		EVA	75 万吨	2024-2025 年
		POE	800 吨	中试成功投产
		POE	50 万吨	规划，10 万吨在建
		α-烯烃	20 万吨	规划
	聚醚	聚醚多元醇	11.25 万吨	2024 年

锂电材料	超高分子量聚乙烯	2万吨	已投产
	EC/DMC	DMC7+EC3.8万吨	2024年已投产
可降解材料	PBAT	18万吨	在建
高端塑料	PETG	13万吨	2024年已投产
光伏材料	光伏EVA	30万吨	已投产
	EVA	40万吨	在建
	POE	40万吨	规划
聚醚	α-烯烃	35万吨	8000吨中试成功
	聚醚多元醇	38万吨	24万吨已投产
树脂材料	ABS	40万吨	已投产
	ABS	120万吨	2024年
荣盛石化 可降解塑料	PBS	20万吨	在建
	PBT	40万吨	在建
工程塑料	聚碳酸酯	52万吨	已投产
功能性薄膜	功能性聚酯薄膜	25万吨	已投产
橡胶	SBR	6万吨	已投产
	顺丁稀土橡胶	10万吨	已投产
	镍系顺丁橡胶	7万吨	已投产
高端塑料	PCTG	10万吨	在建

资料来源：公司公告，公开信息整理，东海证券研究所

注：数据截至2023年年报

我国炼化“走出去”步伐加快，有望开拓更广阔国际市场。恒逸文莱项目作为炼化出海的领军，已展示了我国民营炼化出海的实力。近年来，民营炼厂与中东头部油气企业也不断加深合作，不仅是贸易合作，更有股权、下游业务方面等多种形式。一方面，我国民营炼企有望锁定优质稳定的原料来源，另一方面，技术和市场的互惠互利将带来更多成长空间。

表7 我国民营大炼化与中东合作项目列示

公司	合作方	合作内容
恒力石化	沙特阿美	2024年4月公告，公司控股股东恒力集团已与沙特阿美签署了《谅解备忘录》，达成了相关股权投资、商业合作的初步意向文件
荣盛石化	沙特阿美	2023年荣盛控股与AOC签署了《股份买卖协议》，签订《战略合作协议》及其项下的《原油采购协议》等一揽子协议，就原油采购、原料供应、化学品销售、精炼化工产品销售、原油储存及技术分享等方面进行合作 2024年与沙特阿美签署《谅解备忘录》，其中荣盛石化拟收购沙特阿美朱拜勒炼化公司的50%股权，并计划在此基础上进行扩建；而沙特阿美则收购中金石化不超过50%的股权，并联合公司扩建中金石化
东方盛虹	沙特阿美	2023年签署合作框架协议，为盛虹石化供应原油及其他潜在原料，可能收购盛虹石化10%战略股权
东方盛虹	沙特矿业公司	2023年签署蓝氨合作备忘录，双方将在蓝氨采购、硬件设施共享等方面展开深度合作

资料来源：沙特阿美官网，公开信息整理，东海证券研究所

整体来看，在资产规模和结构方面，利安德巴塞尔产能规模位居世界前列，整体以聚烯烃为主。利润对于美国市场的依赖性也较高。公司虽然在美国休斯敦有炼厂，但炼厂与下游

石化产品的协同性较弱，并不属于新型大炼化的范畴。公司的聚烯烃仍然需要外购原料来进行生产，产业链一体化能力不足。

我们认为，近两年欧洲能源价格高企，迫使诸多欧美化工企业进行产能“清退”，化工产能已有明显的“西退东进”的趋势。而我国化工产业链日趋完善，炼化一体化企业具有明显的竞争优势。

- 1) 我国新建大炼化装置的产能规模更先进，虽然技术工艺包仍以国外为主，但中国具有市场规模优势，可以对先进产能进行放大。
- 2) 配套优势。相对于美国的石化行业集中于墨西哥湾，我国布局沿海的七大石化基地。而且大炼化均有自己配套码头、公用设施等，受极端天气、自然灾害的影响较小。
- 3) 涤纶长丝产业链进入大炼化的天然优势。涤纶长丝-PTA 行业龙头为获取 PX 原料，可以对 PX 产能规模最大，同时复产大量氢气用于炼厂加氢炼化装置，进一步提高附加值更多化工原料（石脑油、轻烃等）的比例。传统炼化企业由于没有 PX-PTA 配套，因此民营大炼化具有工艺路线的不可复制性。

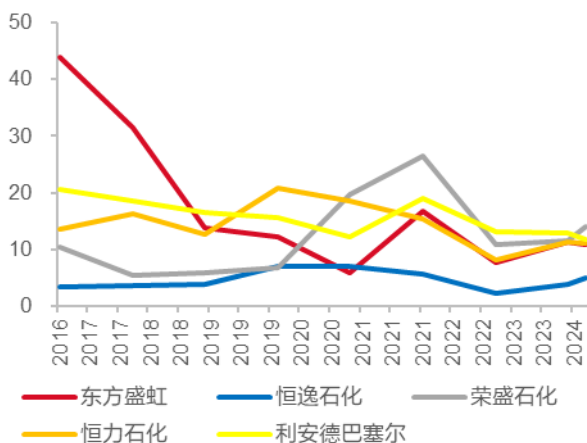
## 2.对标利安德巴塞尔：财务指标

对标海外公司估值体系，需要考虑到市盈率、市净率、现金流、分红、业绩稳定性、杠杆、资产规模体量、成长空间等。对于周期性行业，由于业绩的波动性较大，市盈率往往容易失真。我们认为对于大炼化的市值空间，在周期低谷时，更应考虑盈利的稳定性、合理的杠杆以及股东回报率。

从盈利能力来看，利安德巴塞尔在绝对值上保持优势，但近两年我国民营大炼化龙头在综合表现上有赶超之势。

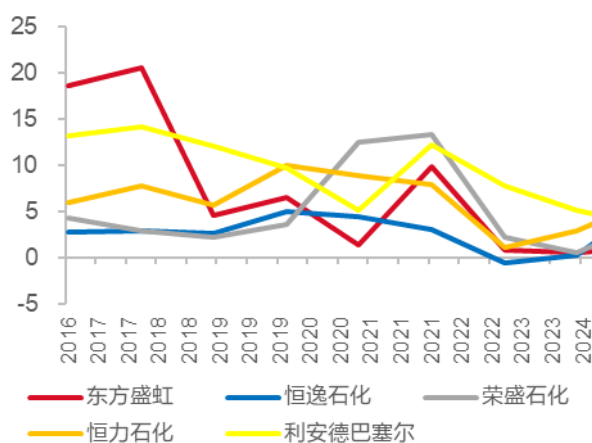
大炼化投产时，荣盛石化和恒力石化均在当年具有超越利安德巴塞尔的毛利率和净利率水平；全球周期低谷时，双方毛利率和净利率水平逐渐缩小差距。截至 2024 年一季度，荣盛石化毛利率超过利安德巴塞尔，恒力石化毛利率和净利率均接近利安德巴塞尔。

图14 四大民营炼化 VS 利安德巴塞尔毛利率 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所  
注：2024 年数据为一季度数据

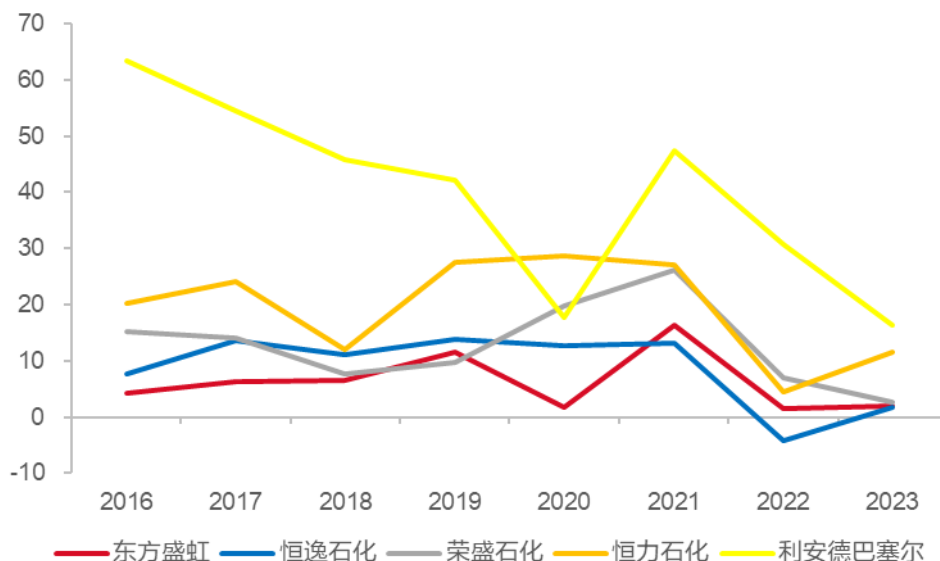
图15 四大民营炼化 VS 利安德巴塞尔净利率 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所  
注：2024 年数据为一季度数据

ROE 方面，海内外炼企跟随周期波动趋势相近，利安德巴塞尔近年下滑较快，由峰值 63% 降至 2023 年的 16%；我国四大民营炼企中，目前较为接近的是恒力石化，整体 ROE（摊薄）值近年波动较为均衡，2023 年为 12%。

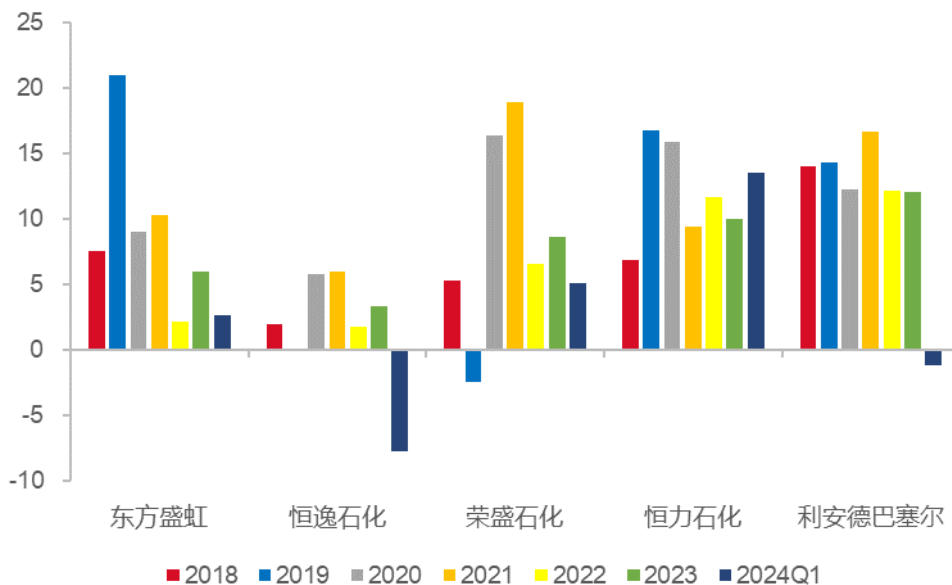
图16 四大民营炼化 VS 利安德巴塞尔 ROE-摊薄 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

从现金流质量来看，利安德巴塞尔的现金流稳定，而我国民营大炼化企业中，恒力石化可与之并肩，其经营活动产生的现金流量金额/营业收入值近年均稳定在 10% 以上，2024 年一季度更是超过利安德巴塞尔的负值。

图17 四大民营炼化 VS 利安德巴塞尔的经营活动产生的现金流量净额 / 营业收入 (%)

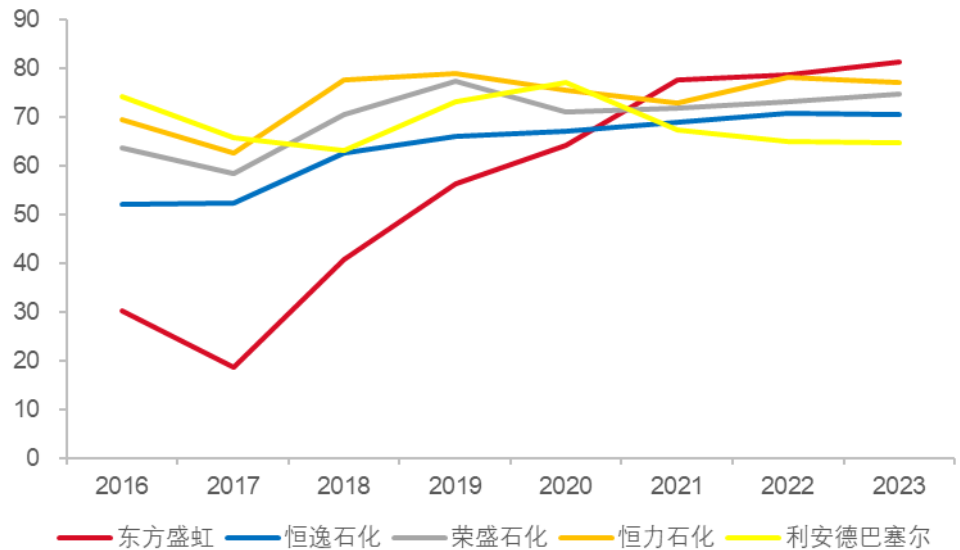


资料来源：同花顺，东海证券研究所

从杠杆情况来看，利安德巴塞尔历史上维持了相对较高的杠杆率，峰值 77%，近两年有所下降，原因也在于其近年产能扩张较为缓慢；我国民营炼企多投建于 2018 年之后，刚经过扩产高峰，资产负债率相对偏高。



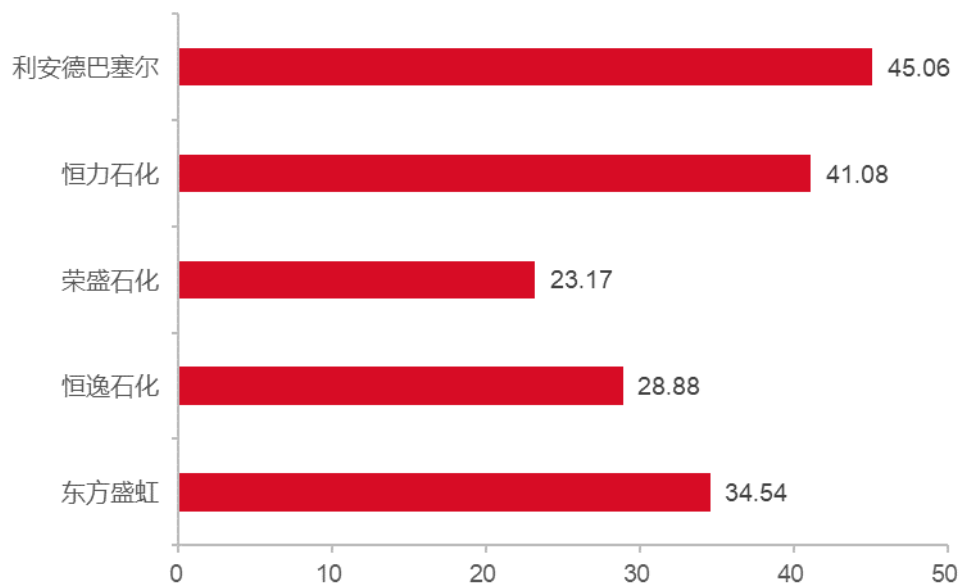
图18 四大民营炼化 VS 利安德巴塞尔的资产负债率 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

分红方面，利安德巴塞尔自上市以来累计分红率达 45.06%，我国四大民营炼化中，恒力石化自 2016 年上市重组以来累计分红率达到 41.08%，相对接近。

图19 四大民营炼化 VS 利安德巴塞尔的上市以来累计分红率 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

整体来看，财务表现方面，利安德巴塞尔作为全球石化龙头之一，其合理的资本开支、良好的现金流、稳定的股东回报，给予估值重要的支撑。我国民营大炼化企业在产能投放后，遭遇周期低谷，韧性仍存。尤其如恒力石化等龙头在 ROE、现金流、分红上比肩利安德巴塞尔，有望在估值上进一步看齐。

### 3.投资建议：重视周期底部的盈利稳定性

炼化行业相对收益受油价波动影响较明显。我们认为油价维持在 60-80 美元/桶之间，炼化整体盈利稳定；油价从底部反弹的过程中，行业整体盈利会扩大。2010 年至今，油价变动可分为六个阶段：2011-2014 年国际油价暴涨，炼化行业 ROE 初期受到高油价支撑，但持续高油价压力下，压制行业利润；2014-2016 年及 2018-2020 年间，油价保持低位，行业受景气度影响，收益同样低迷；2020 年至今，油价在中高位震荡，行业盈利存在改善趋势。

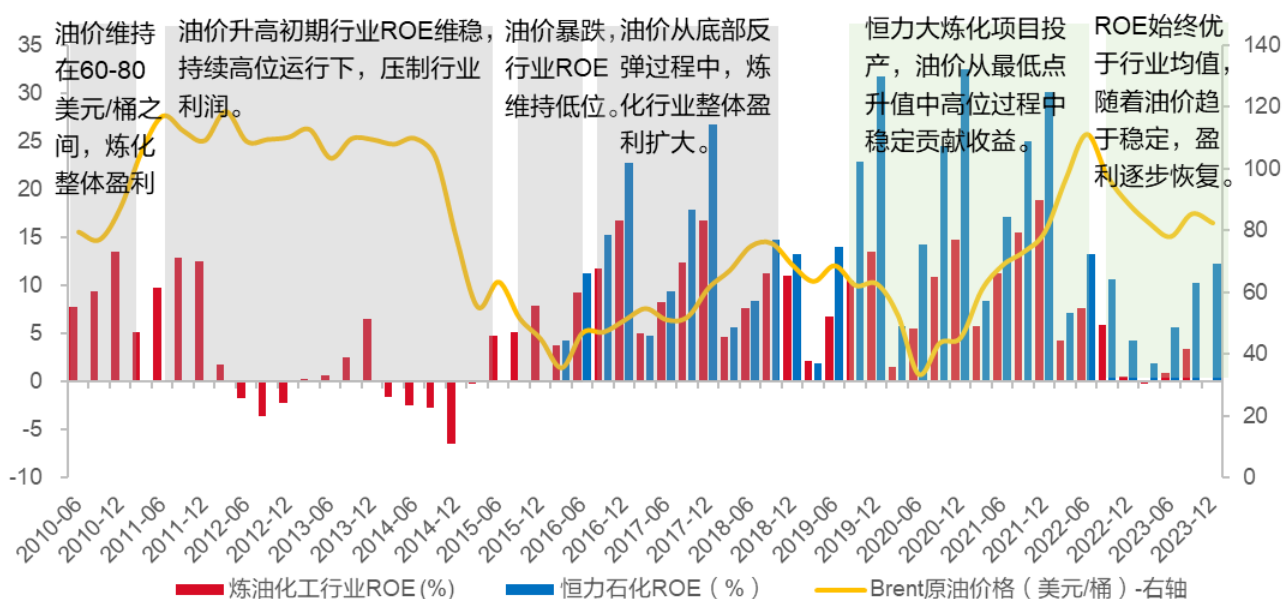
表8 行业相对收益受油价波动影响明显

阶段	日期	行业相对收益表现
1	2010 年 1-8 月	油价维持在 60-80 美元/桶，炼化整体盈利稳定
2	2010 年 9 月-2014 年 6 月	油价回到高位，压制炼化行业利润
3	2014 年 7 月-2016 年 2 月	油价下跌并不断创下新低，对行业无法起到成本支撑作用，行业 ROE 维持低位
4	2016 年 2 月-2018 年 10 月	油价暴跌后逐渐回升至高位，油价从最低点反弹过程中贡献收益
5	2018 年 11 月-2020 年 4 月	油价震动下跌，国内民营大炼化项目逐步投产，稳定行业收益
6	2020 年 5 月-至今	油价逐渐恢复高位，后维持中高位震荡，恒力 ROE 在中高油价下存在高于行业的相对收益

资料来源：同花顺，东海证券研究所整理

当前油价稳定在中高位，炼化龙头凭借炼化工艺优势保持稳定利润。我们以恒力石化为例，公司的原油加工适应力强，即使在中高油价下，仍可以通过加工劣质油及独特的炼化工艺中获取稳定利润。自 2019 年公司 2000 万吨/年的炼化一体化项目实现全面投产，已经历过石化峰谷周期。我们认为随着国内炼化参与到海外的竞争以及下游需求恢复，公司的盈利能力将会进一步增强。

图20 行业及公司 ROE 与油价变动关系



注：行业 ROE 为申万三级炼油化工行业剔除中石油、中石化后的加权平均值

资料来源：同花顺，东海证券研究所整理

我们认为国内民营大炼化已经历从产能兑现到业绩兑现的周期低谷时期，后续将是持续竞争力兑现的过程；竞争力兑现最能够体现未来的估值空间。竞争力主要体现在盈利的稳定性，以及即使在周期低谷时期仍然能够获得相对竞争对手的超额利润。

从和国际石化龙头利安德巴塞尔公司各项对比来看，我国民营大炼化在产业结构和资产规模上都具有大市值的特征和基础，且产业链更加丰富，新材料布局以及国际化合作奠定长期成长性。建议关注：**恒力石化**，周期低谷展现超出行业平均的韧性，财务指标对齐国际龙头；历史 PE 均值 10-12 倍，业绩复苏周期向好时 PE 中枢为 15-20 倍，以目前市值计算预计空间 20%~50%。

## 4.风险提示

1) 油价或其他能源价格剧烈波动，大炼化的生产经营受上游原料特别是原油和煤炭的价格变化的影响较大，如果公司的库存和采购管理、下游产品市场的价格调整不能有效降低或消化原材料价格波动的影响，将可能对公司的经营生产及业绩产生不利影响；

2) 下游景气度复苏不及预期，炼化行业的发展受行业需求及自身发展状况的影响，而呈现一定的周期性特征，下游需求恢复不及预期或将直接影响公司整体业绩影响炼厂开工率和产品销售；

3) 新材料等项目兑现不及预期，新材料项目技术含量较高，从立项到实际生产需要经过漫长的建设及验证周期，并可能存在不可预知的产业化问题，若建设成果不及预期，产能落地情况或影响后续公司业绩增厚。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200125

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089