

油价回暖，布局烯烃和炼化巨头

——石油化工行业 2020 年下半年投资策略

行业中期报告

◆**原油市场迎来向上拐点。**2020 年 1 月以来新冠病毒疫情发生叠加沙特俄罗斯打响价格战，供给需求的双重利空致使油价跌至历史底部。但目前以 G20 体系为框架的减产行动已经启动，库存和库容压力有所减缓，随着 5 月份 OPEC+ 开始执行减产协议，和疫情逐步得到控制，原油市场迎来双重拐点。但是这轮油价反转我们认为不会是 V 型反转，更多的可能是 U 型或者 W 型反弹。

◆**轻烃裂解龙头逆势高速增长。**丙烷价格跟随油价维持低位，聚丙烯受口罩等防疫需求的影响，价格强势，PDH 盈利将维持在较好水平，轻烃裂解在低油价下仍有生存能力。相关企业仍处于高速增长期，推荐未来一年内有较大产能增量的卫星石化和东华能源。

◆**民营大炼化在低油价下更具竞争力。**60 美金以下的低油价环境给大炼化项目带来了更大的盈利空间，炼化项目将成为民营大炼化公司 2020 年业绩最大的增量，推荐炼化比重高，受政策鼓励的民营大炼化公司，如浙江石化的持有公司荣盛石化和桐昆股份。

◆**疫情防控物资带来的投资机会。**新冠病毒的高传染性，使得在疫苗没有得到普遍的接种之前，用于疫情防控的易耗品将持续有需求。这将在中期显著改变相关化工品的供需，包括口罩相关的（PP 和氨纶粗旦丝），洗手液（异丙醇和卡波姆）。4-5 月份相关产品价格涨幅较大，中间不排除波动，但这些产品均为易耗品，我们建议从中期维度去关注上述品种。

◆**布局具备早周期特征的化纤板块。**全球需求增速下行的冲击，给化纤板块带来了负面影响。但化纤行业有早周期的特征，2020 年氨纶和粘胶短纤有望迎来向上拐点，随着二季度后全球需求的逐步恢复，化纤行业需求将恢复至正常轨道，建议关注氨纶和粘胶短纤的龙头公司。

◆**风险分析：**1) 烯烃和炼化产能大量投放的冲击；2) 贸易摩擦和新冠疫情给全球需求带来的不确定性；3) 油价进一步下跌的风险。

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
002648	卫星石化	15.20	1.19	1.24	2.40	14	10	5	买入
002221	东华能源	8.97	0.67	0.93	1.04	12	10	9	买入
002493	荣盛石化	12.13	0.35	0.78	1.24	35	15	10	买入
601233	桐昆股份	12.42	1.56	1.32	1.87	10	9	7	买入
600346	恒力石化	14.03	1.42	1.68	1.92	11	8	7	买入
000703	恒逸石化	9.24	1.13	1.36	1.57	12	9	8	买入
600989	宝丰能源	8.58	0.52	0.67	0.82	18	12	10	增持
601808	中海油服	13.47	0.52	0.58	0.70	37	21	18	买入
600583	海油工程	4.61	0.01	0.15	0.23	1171	34	22	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 12 日

增持（维持）

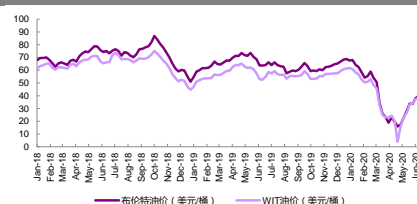
分析师

裴孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)
021-52523535
qiuxf@ebcn.com

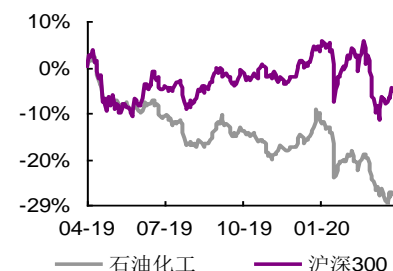
傅锴铭 (执业证书编号：S0930517070001)
021-52523823
fukm@ebcn.com

赵乃迪 (执业证书编号：S0930517050005)
010-56513000
zhaond@ebcn.com

行业主要数据图



行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

布局早周期和逆周期——石油化工行业 2020 年度投资策略

..... 2019-12-02

油价紧平衡，看好轻烃裂解和 PTA 景气——

石油化工行业 2019 年下半年投资策略

..... 2019-06-11

投资聚焦

研究背景

1) 新冠疫情给国内和海外需求都带来的较大冲击，引发市场对石化行业产品需求的普遍担忧。2) 更低的油价下，油化工、气化工和煤化工的竞争力孰强孰弱发生变化。3) 当前石化行业仍处于以民营大炼化为主导的产能投放周期中，烯烃和炼油新增产能较大，石化行业是否仍处于下行通道也是市场的关注点。

我们区别于市场的观点

只要欧美疫情不出现反复，5月份作为原油市场的拐点基本可以确立。但是值得着重指出的是：第一、这一轮油价不会像2009年一季度、2016年一季度一样出现低点之后是V型反转，更大的可能是U型甚至是W型；第二、整体石化化工还处于下行周期，尤其是石化相关的产品，处于一个巨大的产能周期中，这和2016年是一轮石化化工上行周期的起点有着截然不同的不同。低油价在一定程度上缓解了压力，但决定周期趋势的依然是产能周期。

轻烃裂解在低油价下仍有竞争力，以PDH和乙烷裂解制乙烯为代表的轻烃裂解项目在中长期仍有成本优势。轻烃裂解龙头仍处于高速成长期，当前时点是周期性和成长性较好的结合点。

新冠疫情带来了以口罩为代表的疫情防控物资的巨大新增需求，石化板块中PP和氨纶粗旦丝受益，在市场普遍需求下行的大环境下尤为珍贵。一、二季度积极布局口罩材料的企业将在二三季度收获业绩增量。

相比于其他化工品，化纤行业呈现投资启动早、结束早的特征。氨纶和粘胶短纤目前处于底部区域，建议提前布局。

投资观点

1) 首选轻烃裂解相关的卫星石化和东华能源，一是受口罩的带动聚丙烯是石化产品中基本面最好的一个，二是成长性突出，未来半年内有巨大的新增产能；2) 民营炼化企业的选择标准，推荐受政策鼓励，成长性好，和炼化资产比重高的企业，如浙石化的持有方荣盛石化和桐昆股份；3) 煤制烯烃中的优秀企业宝丰能源；4) 油服选择受油价冲击最小的海洋油服板块的中海油服和海油工程。

目 录

1、 油价下行空间有限，五月是原油市场拐点	4
1.1、 需求端：疫情引发企业停工停产，原油需求承压	4
1.2、 供给端：OPEC+谈判破裂，沙特增产打响价格战	5
1.3、 OPEC+重启谈判，新一轮减产协议达成	6
1.4、 供给需求迎来边际改善，库存压力有所下降	8
1.5、 5月为原油市场双重拐点	8
2、 轻烃裂解龙头逆势高速增长	9
2.1、 轻烃裂解在低油价下仍有生存能力	9
2.2、 疫情防控材料需求带动聚丙烯价格强势	9
2.3、 国内首个纯乙烷进料的乙烷裂解制乙烯项目将投产	10
3、 民营大炼化在低油价下更具竞争力	11
3.1、 低油价下炼化项目重塑竞争力	11
3.2、 大炼化项目全面投产，成为业绩增量来源	13
3.3、 PTA 仍处下行通道	13
3.4、 长丝需求面临压力	14
4、 疫情防控物资带来的投资机会	15
4.1、 防控物资带来的投资机会	15
4.2、 熔喷料需求暴增带动聚丙烯价格强势	16
4.3、 口罩耳带需求拉动氨纶粗旦丝价格上涨	16
4.4、 洗手液需求拉动异丙醇和卡波姆价格大涨	17
5、 布局早周期——化纤板块	18
5.1、 氨纶行业周期触底回暖	19
5.2、 粘胶短纤行业筑底	20
6、 投资建议	22
6.1、 推荐轻烃裂解龙头卫星石化和东华能源	22
6.2、 推荐炼化占比高的民营大炼化企业	24
7、 风险分析	26

1、油价下行空间有限，五月是原油市场拐点

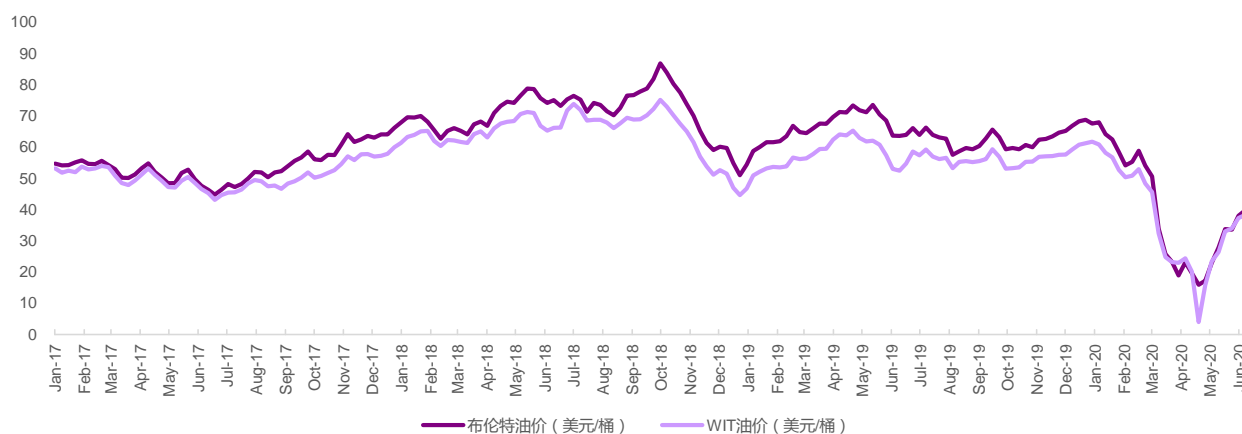
受疫情和原油价格战的影响，原油价格跌至历史低位。今年年初新型冠状病毒肺炎疫情导致原油需求局部受到压制，叠加以美国为首的非 OPEC 产油国增加原油供给，原油价格呈现下滑态势。除了中国、韩国等亚洲国家，疫情在全球蔓延，主要国家采取“封城”措施缓解疫情，停工停产致使炼厂开工率大幅下滑，原油需求锐减，给油气行业带来较大冲击。

考虑到现有减产协议即将到期，且疫情蔓延导致原油需求进一步萎靡，2020 年 3 月 6 日的 OPEC+ 会议就扩大现有减产规模展开谈判，但会议宣布未能就新一轮的减产协议达成共识，以沙特为首的 OPEC 与俄罗斯决裂。会议后沙特率先增产，同时大幅下调原油官方价格，希望能够凭借低成本优势抢夺市场份额，双方以实际行动正式打响了原油市场的新一轮价格战。价格战彻底点燃了市场的悲观情绪，油价应声下滑。

在供给和需求利空打压下，库存饱和成为压垮原油价格的最后一根稻草。自 3 月 7 日 OPEC 增产以来，原油库存不断增加，叠加疫情压制需求疲软致使原油无法有效去库存，国际原油价格不断下跌。4 月 29 日，布伦特现货、WTI 现货分别收于 17.00 美元/桶和 15.06 美元/桶，1-4 月累计跌幅达到 74.6%、75.3%，此次油价跌幅更甚于 08 年和 16 年。

在油价暴跌的背景下，值得我们关注的是 OPEC+ 于 4 月份达成新一轮减产协议。2020 年 4 月 10 日，OPEC+ 各国重启减产谈判，并于 4 月 13 日达成新的减产协议。此次减产分三个阶段实施，首阶段于今年五月份每日减产 970 万桶，这也是 OPEC+ 机制成立以来达成的最大规模减产协议。

图 1：国际原油价格走势情况（美元/桶）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截止 2020.6.13

5 月原油市场迎来双重拐点。随着 5 月份 OPEC+ 陆续开展减产行动，疫情在全球范围内开始逐步得到控制，叠加原油库存和库容压力有所减缓，原油价格在 5 月快速上涨，反弹至接近 40 美元/桶。

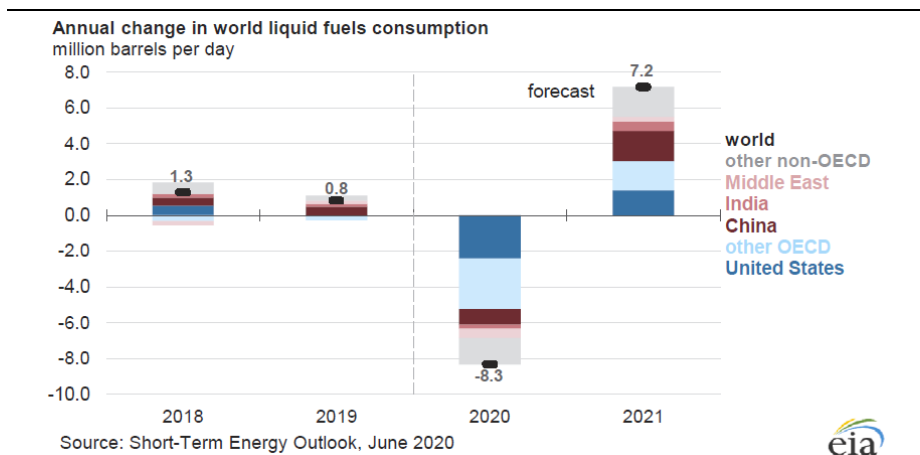
1.1、需求端：疫情引发企业停工停产，原油需求承压

今年年初，新型冠状病毒肺炎疫情在我国扩散，而我国是原油进口大国，企业大规模停工停产导致国际原油市场需求端局部承压，后续随着韩国、意大

利等原油进口国疫情相继扩散，原油需求进一步锐减。二季度，除了中国、韩国等亚洲国家的公共卫生事件已经逐步得到控制外，疫情在全球进入扩散期。企业大规模停工停产致使炼厂开工率大幅下滑，原油需求锐减，给油气行业带来较大冲击。

疫情肆虐，EIA 下调全球原油需求预期。在当前疫情肆虐，全球原油需求锐减的背景下，国际能源署（EIA）大幅下调了原油需求预期，预计 2020 年全球需求较上年减少 830 万桶/日。

图 2：原油需求同比变动情况（单位：百万桶/日）



资料来源：EIA

1.2、供给端：OPEC+谈判破裂，沙特增产打响价格战

在疫情扩散致使原油需求利空打压下，OPEC+减产谈判破裂是油价自年初以来大幅下跌的导火索。自 2016 年达成减产协议后，OPEC 产油国以及以俄罗斯为代表的产油国从 2017 年初开始执行减产协议。2019 年 7 月，OPEC+将减产协议延长至 2020 年 3 月底。2019 年 12 月，面对潜在的供给过剩，OPEC+在现有每日 120 万桶减产规模的基础上，进一步减产 50 万桶/日至 170 万桶/日。考虑到现有减产协议在 2020 年 3 月底到期，且新冠疫情蔓延，原油需求疲软日趋严重，以沙特为首的 OPEC 产油国在 2020 年 3 月 6 日的 OPEC+会议上提出 150 万桶/日减产计划，但俄罗斯只同意延长现有的 OPEC+减产协议，不同意进行额外减产。此次会议既没有延长现有减产协议，也没有扩大减产规模，双方不欢而散，以沙特为首的 OPEC 与俄罗斯决裂。

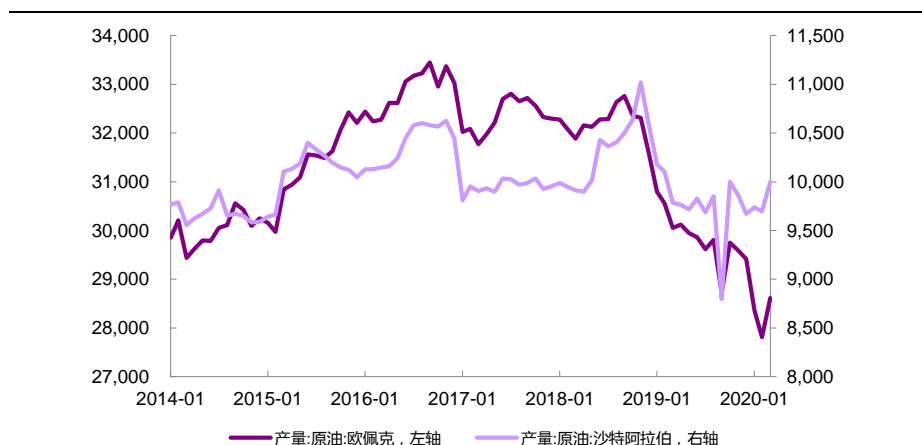
表 1：2017 年以来 OPEC 减产延长情况

时间	减产协议主要内容	减产时长
2016 年 09 月	OPEC 同意将产量限制在 3250-3300 万桶/日的范围内，且 OPEC 将设立委员会决定各国减产规模。	2016.11，决定减产时长
2016 年 12 月	OPEC 减产 120 万桶/日，非 OPEC 国家减产 55.8 万桶/日，共计减产 175.8 万桶/日。	2017.1 – 2017.6，6 个月
2017 年 05 月	维持现有的约 180 万桶/日减幅不变，不限制伊朗、利比亚、尼日利亚的产量。	2017.7 – 2018.3，9 个月
2017 年 11 月	维持现有的约 180 万桶/日减幅不变，豁免减产的利比亚和尼日利亚通知 OPEC，两国明年的石油产出不会超过今年水平。	2018.4 – 2018.12，9 个月
2018 年 12 月	OPEC 减产 80 万桶/日，非 OPEC 国家减产 40 万桶/日，共计减产 120 万桶/日，伊朗、委内瑞拉、利比亚予以豁免。	2019.1 – 2019.6，6 个月
2019 年 07 月	延长现有减产协议至 2020 年 3 月底。	2019.7 – 2020.3，9 个月，同年 12 月召开会议决定是否进一步减产
2019 年 12 月	在现有减产规模基础上再扩大减产规模 50 万桶/日，共计减产 170 万桶/日。	维持 7 月份会议的决定
2020 年 03 月	未能延长现有的减产协议，同时也未能扩大现有的减产规模，以沙特为首的 OPEC 与俄罗斯决裂。	—

资料来源：OPEC，EIA，光大证券研究整理

OPEC+会议以 OPEC 产油国与俄罗斯谈判破裂为终，为了抢夺市场份额，双方以实际行动正式打响了原油市场的新一轮价格战。2020 年 3 月 7 日沙特大幅调低运往全球各地的数个原油品种的价格，平均跌幅在 5-8 美元/桶，同时计划大幅提高 4 月原油产量至每天 1000 万桶以上，市场悲观情绪蔓延。

图 3：OPEC 原油总产量和沙特原油产量（千桶/日）



资料来源：OPEC，光大证券研究所整理，截止 2020.4

1.3、OPEC+重启谈判，新一轮减产协议达成

1.3.1、低油价下产油国面临亏损，存在企稳油价诉求

油价不断下跌，主要产油国面临着收不抵支的局面。从成本角度看，沙特的开采成本相对较低，大约 8-10 美元/桶的水平，但 2019 年沙特的财政平衡油价高达 80.9 美元/桶；俄罗斯的开采成本在 20-30 美元/桶的水平，财政平衡油价为 53.5 美元/桶；美国页岩油完工井转产出的成本在 30 美元/桶左右。30 美元/桶的油价远远低于沙特和俄罗斯的财政平衡油价及美国页岩油的开采成本价，因此在当前油价极低的情况下，主要产油国都存在企稳油价的诉求，为 4 月 10 号 OPEC+各国重启减产谈判埋下伏笔。

表 2：OPEC+部分国家财政盈亏平衡油价（美元/桶）

产油国	2001-2015 均值	2016	2017	2018	2019
沙特阿拉伯	58.5	70.2	75.9	82.7	80.9
俄罗斯	79.3	60.2	62.1	58	53.5
阿尔及利亚	102.6	102.5	91.4	58	53.5
巴林	74.1	105.7	112.6	118.4	95.1
伊朗	55.9	58.4	64.8	82	155.6
伊拉克	-	46.3	42.3	45.4	62.5
科威特	43.8	43.4	45.7	54.2	54.3
利比亚	70.4	244.5	102.8	95.6	94.8
阿曼	62.5	101.7	96.9	99.5	87.3
卡塔尔	45	54	50.6	50.3	48.8
阿联酋	47.6	51.1	59.8	66.7	70.2
平均值	64	85.3	73.2	77.9	84.8

资料来源：IMF，沙特和俄罗斯为光大证券研究所测算

4月9日，OPEC+各国重启减产谈判，初步就减产计划达成共识，该计划分三阶段实施，为期两年。但由于墨西哥不同意首阶段分配的40万桶/日减产份额，减产协议未能达成。4月13日，OPEC+会议再次召开，会议对墨西哥的要求做出妥协，同意降低墨西哥首阶段的减产份额至10万桶/日，并对各阶段减产规模进行调整，最终达成新一轮的原油减产协议。

具体来看，减产计划首阶段将于今年5月份至7月份每日减产970万桶，这也是OPEC+机制成立以来达成的最大规模减产协议。此后，2020年7月至12月是第二阶段，计划日产量减少770万桶，2021年1月至2022年4月是第三阶段，计划日产量减少580万桶。其中，沙特和俄罗斯两国的减产将以1100万桶/天为基准，而其他各国则在各自2018年10月的产量基准上进行减产。整个减产协议将于2022年4月30日到期，但OPEC+将在2021年12月评估该减产协议的延长问题。

表 3：新一轮减产协议内容

阶段	时间	跨度	规模
第一阶段	2020年05月 - 2020年07月	2个月	减产970万桶/日
第二阶段	2020年07月 - 2020年12月	6个月	减产770万桶/日
第三阶段	2021年01月 - 2022年04月	16个月	减产580万桶/日

资料来源：OPEC，光大证券研究所整理

1.3.2、低油价推动非 OPEC 国家被动减产

现阶段减产协议的达成，有助于原油价格底部的确认，但如果原油价格要走出当下的底部区域仍需要在需求端和供给端加大支撑力度。4月10日，G20能源部长级会议召开，各国就能源市场在应对疫情和经济恢复阶段中的重要性达成共识，在以G20为平台的框架体系下，包括了之前非OPEC+体系内的美国、加拿大等国，这将更有利于在供给端形成合力。

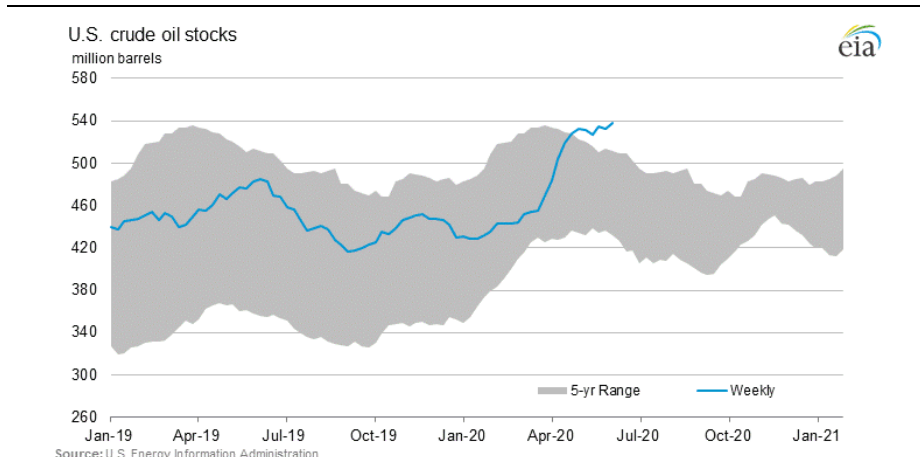
以美国为首的非 OPEC 国家开始被动减产。EnterpriseProducts 公司提供的数据显示，自 3 月 10 日至 4 月 7 日，美国 40 家石油公司已经宣布削减今年的资本开支，2020 年原计划合计实施 1380.48 亿美元资本开支调整至 993.84 亿美元，平均下调比例达到 28%。

1.4、供给需求迎来边际改善，库存压力有所下降

即便 OPEC+ 和非 OPEC 产油国均将原油减产提上议程，但由于首轮减产于五月份正式开始实施，在 4 月初协议达成到 5 月份之间 OPEC+ 各国仍旧保持高速生产的状态，全世界存放原油的空间已经接近极限。

5 月份以来，在 OPEC+ 产油国主动减产和非 OPEC 产油国被动减产的推动下，叠加原油需求局部复苏，目前库存压力已经有所下降。从美国的数据来看，目前原油库存快速上升的趋势在放缓。

图 4：美国原油商业库存变化（百万桶/日）



资料来源：EIA，截止 2020.6.10

1.5、5 月为原油市场双重拐点

尽管当前原油供过于求仍然非常严重，油价仍处于低位震荡的态势，但综合供给、需求、库存和库容的变化，目前来看原油市场还是出现了一些积极的变化，5 月是原油市场的双重拐点。

双重拐点，既是供给端的拐点——5 月 1 日是 OPEC+ 减产联盟的启动时点，这个次要拐点会显著影响原油价格回升的高度和速度；也是需求端的拐点，这一主要拐点的关键变量是欧美疫情的变化。从目前欧美采取的应对措施来看，5 月份欧美疫情出现明显的好转，经济有望重启。随着双重拐点的到来，我们预期今年年底到明年年初原油价格有望重回 50 美元/桶。

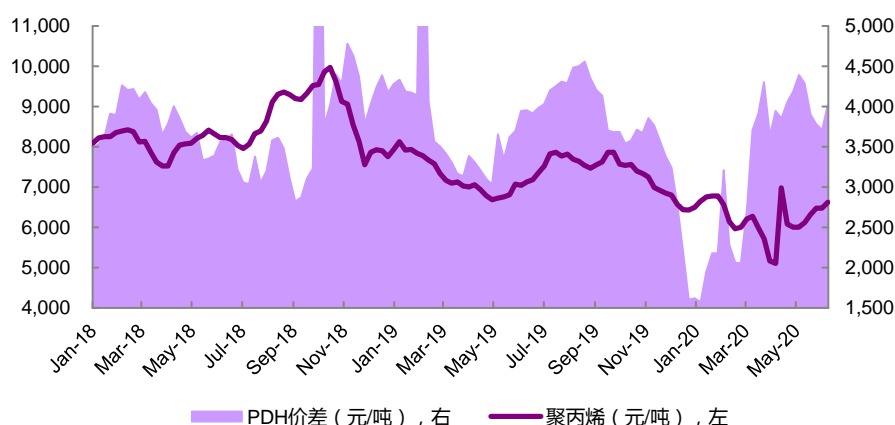
需要说明的是，由于 2020 年第二季度全球原油市场的供给过剩，将显著增加全球原油库存，从而使油价回到可持续的 60 美元/桶的位置所需要的时间大大延长，将严重影响那些对油价位置十分敏感的资产的价值。

2、轻烃裂解龙头逆势高速增长

2.1、轻烃裂解在低油价下仍有生存能力

油价在3月的暴跌，带动丙烯和聚丙烯价格大跌，引发了市场对低油价下轻烃裂解路径竞争力的担忧。加上1-2月丙烷价格的高位，PDH价差确实大幅收窄。但丙烷的消费主要来自燃料需求，油价的下跌也压制了丙烷的价格，3月下旬以来，丙烷价格也同步大跌，PDH价差有所回暖；4月在口罩等防疫物资需求的带动下，聚丙烯价格大幅上涨，PDH价差恢复至较高位置。

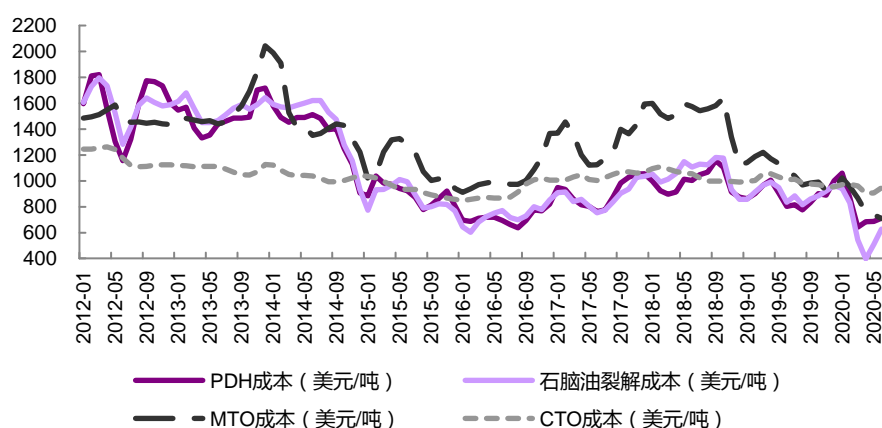
图5：PDH价差波动



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截止2020.6.13

长期的低油价确实对PDH盈利有损伤，但我们认为40美元/桶以下的油价不可持续。丙烷是跟原油等能源价格挂钩的品种，中长期来看，PDH能够获得跟石脑油裂解制丙烯相近的利润。

图6：丙烯多种制备路径的成本变化

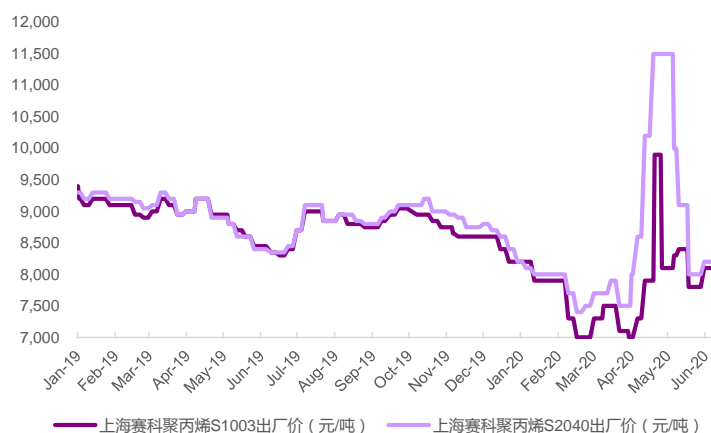


资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截止2020.6

2.2、疫情防控材料需求带动聚丙烯价格强势

剧增的口罩需求带动聚丙烯纤维料价格大涨，丙烷到聚丙烯价差扩大明显。相关企业在3-5月大量转产可供熔喷改性的PP和用于无纺布的PP，有望显著增厚二季度业绩。

图 7：4 月聚丙烯纤维料和拉丝料价格大涨



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截止 2020.6.12

表 4：聚丙烯厂商大量转产 PP 纤维料

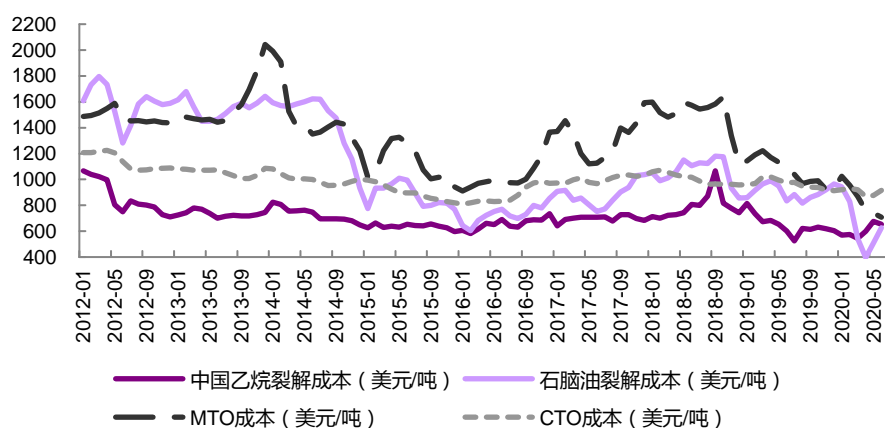
	牌号
卫星石化	45 万吨/年聚丙烯产能，牌号为 PPH225 和 PPH425，都可用于无纺布和熔喷料。
东华能源	公司实现均聚产品溶指从 3-60g/10min 的全品类覆盖，共计 9 个成熟牌号。分别为张家港的 T30H、M15、M251H、Y381H，宁波的 S1003、S2015、S2025、S2040、K2760。 公司装置对应 Y381H 理论产能为 3.5 万吨/月，S2040 理论产能为 4 万吨/月。一季度公司已经向必得福、兴泰、金凤等国内无纺布企业供应 Y381H、S2040 等医用无纺布专用料达 8 万吨。在口罩核心原材料的熔喷料方面，公司与下游企业合作，由公司提供原料和技术，合作方提供设备生产熔喷料 Y1500H。
宝丰能源	生产高熔指纤维聚丙烯 S2040 一套，产量 1000 吨/天，其他包括聚丙烯注塑料 V30G。同时公司建成日产 32 万只医用口罩、5 万只 N95 口罩和 1000 套医用防护服产能。

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2.3、国内首个纯乙烷进料的乙烷裂解制乙烯项目将投产

烯烃行业面临一个前所未有的产能周期，未来各种路线下的聚烯烃盈利能力有很大概率会持续下滑，行业有可能会迎来一段较长时间的恶劣市场状况，而现金成本则决定了各种路线在未来的生存能力强弱，目前来看，乙烷裂解制乙烯、煤制烯烃在成本竞争中处于优势地位。（1）目前作为边际产能的外采甲醇 MTO 路线，未来将面临着现金成本被击穿的风险；（2）煤制烯烃的高折旧特征决定了较低的现金成本，在低油价情形下仍能保持稳定的现金流入，有较强的抵抗风险能力；（3）目前国内 30 多套蒸汽裂解装置的现金成本曲线相对陡峭，中高油价下部分以石脑油和轻柴油为单一进料的边际产能将面临较大压力；（4）乙烷裂解制乙烯的成本优势最为突出。

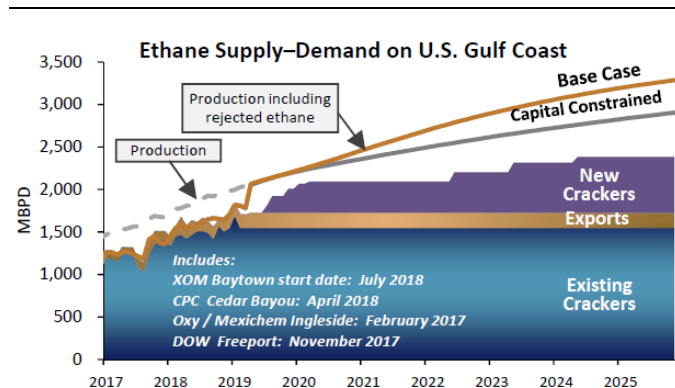
图 8：各路线下生产乙烯的成本比较（元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截止 2020.6

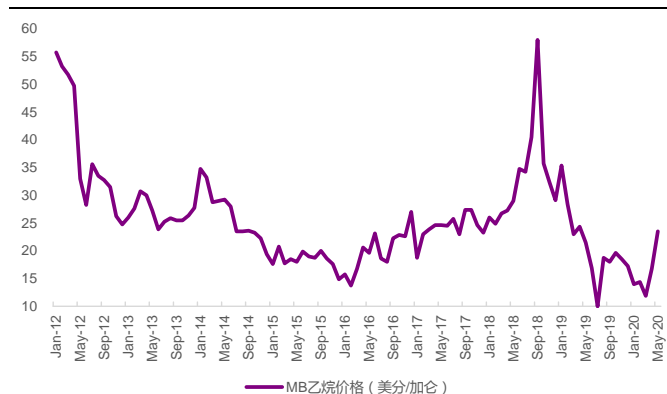
乙烷裂解制乙烯路径的成本优势突出。美国富余的乙烷和低廉价格使得不仅在北美，在东北亚建设乙烷裂解制乙烯装置也有利可图。目前美国 MB 乙烷价格在 160 美元/吨左右，按照这个价格，即使以当前较低的乙二醇和聚乙烯价格，乙烷裂解仍有较好的盈利空间。

图 9：美国乙烷富余充足



资料来源：EPD Fundamentals

图 10：美国 MB 地区乙烷价格



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理，截止 2020.5

3、民营大炼化在低油价下更具竞争力

3.1、低油价下炼化项目重塑竞争力

2020Q1，新冠疫情影响国内需求，油价暴跌令国内炼油企业产生大量存货和产成品库存损失，国营炼厂各个板块业绩都同比大幅下滑。中国石油炼油与化工板块业绩下滑 118 亿，销售板块业绩下滑 201 亿；中国石化炼油事业部业绩下滑 378 亿，化工事业部业绩下滑 86 亿，营销及分销事业部业绩下滑 106 亿。

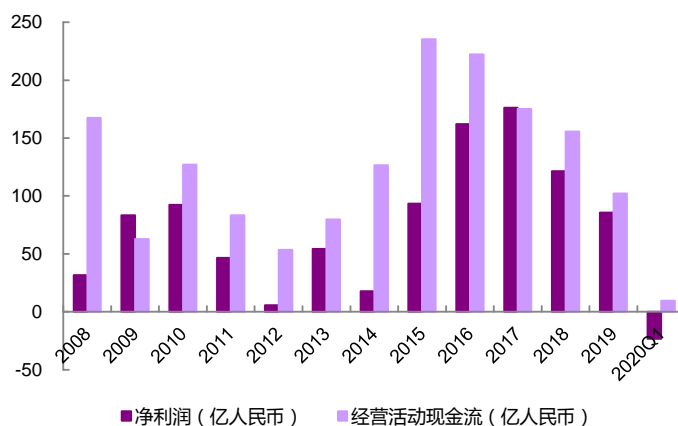
表 5：国营炼化企业 2020Q1 库存损失惨重

	营业收入增速	归母净利润 (亿元)	归母净利润增速	经营活动现金流净 额增速
中国石油	-14.41%	-162.3	-258.46%	-129.30%
中国石化	-22.59%	-197.8	-234.00%	-366.32%
上海石化	-28.68%	-12.0	-296.90%	-256.12%
华锦股份	-33.71%	-8.9	-335.21%	-323.43%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

原油价格的快速下跌，是炼化企业经营的最大风险，亏损主要是原材料和产成品跌价损失。以台塑石化为例，2020Q1 公司实现净利润-23 亿元，同比下降 43.4 亿元；实现经营活动现金流 9 亿元，同比减少 26.9 亿元。

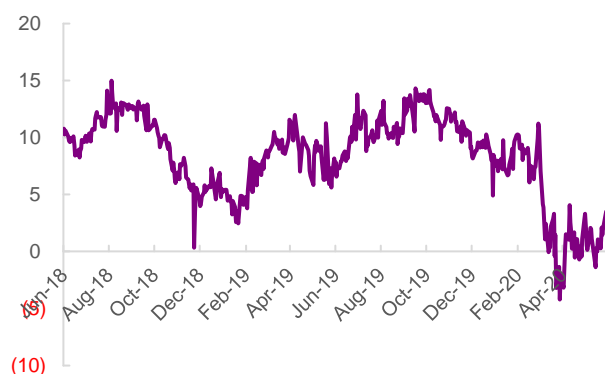
图 11：台塑石化净利润和经营性现金流波动



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，汇率按历史当期财报时点计算

反之，随着油价的触底回升，炼化企业又将享受大额库存收益。另外，低油价本身对化工品裂解价差较为有利，再叠加国内特殊的成品油地板价政策，预期民营大炼化企业 2020Q2 的盈利同比、环比均将大增。

图 12：光大出口炼油盈利指数（美元/桶）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截止 2020.6.11

图 13：光大国内炼油盈利指数（美元/桶）



资料来源：Wind，百川资讯，光大证券研究所整理，截止 2020.6.11

3.2、大炼化项目全面投产，成为业绩增量来源

炼化板块对民营大炼化公司 2020 年的业绩增量贡献大，推荐炼化比重高的，受政策支持的民营大炼化企业，如浙石化的持有方荣盛石化和桐昆股份。

表 6：民营大炼化项目已全面投产

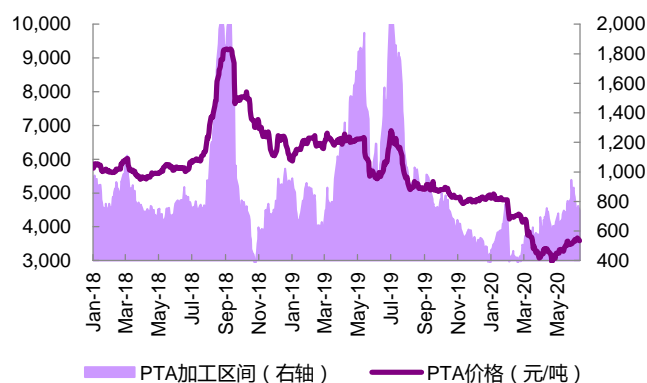
	2019 年净利润	备注
恒力炼化	60.3 亿	2019 年 5 月实现全面投产
恒逸文莱	7.7 亿	2019 年 11 月实现全面投产
浙石化	6.7 亿	2019 年 5 月试生产，2019 年 12 月全面投产

资料来源：相关公司公告，光大证券研究所整理

3.3、PTA 仍处下行通道

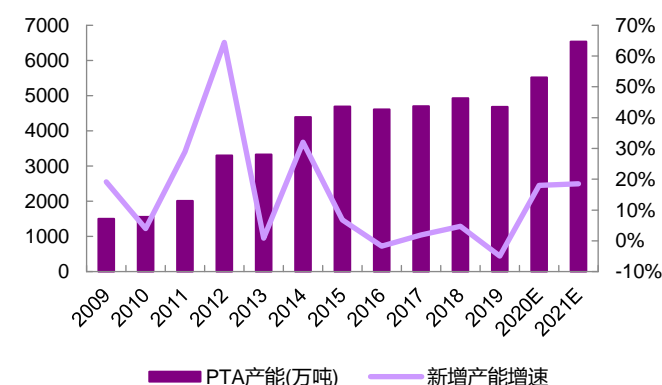
PTA 方面，以英威达 P8 和 BP 新一代技术为代表的新一代 PTA 技术带来 100-200 元/吨的成本下降，龙头企业更新产能力足。2019Q4-2021 年，PTA 行业面临新一轮巨大的产能释放周期。

图 14：PTA 价差（元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截止 2020.6.12

图 15：PTA 产能增速



资料来源：CCF，卓创资讯，光大证券研究所整理和预测

表 7：PTA 新增产能

生产商	产能（万吨）	投产时间
四川晟达	100	2019Q2
新凤鸣（一期）	220	2019Q4
中泰化学	120	2020Q1
恒力石化（四期）	250	2020Q1
恒力石化（五期）	250	2020Q3
新凤鸣（二期）	220	2020Q4
福建百宏	250	2020Q4
虹港石化	240	2020 年底
中金石化（一期）	300	2020 年底
中金石化（二期）	300	待定
桐昆	500	待定
新凤鸣	400	待定
海南逸盛	250	待定

澄星&中石化天津	220	待定
华彬&仪征	220	待定

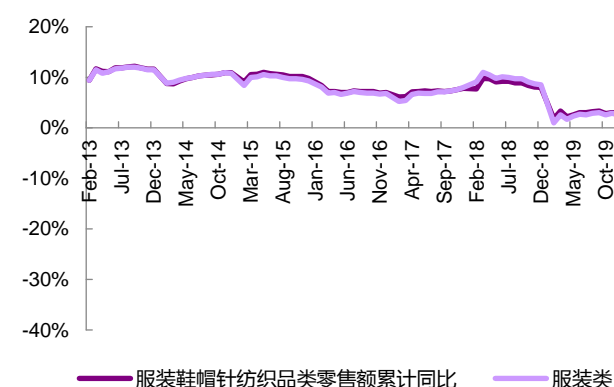
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所整理

3.4、长丝需求面临压力

从需求的角度看，化纤行业的下游需求，偏消费端占主导，主要需求来自纺织服装、日用品、汽车和房地产。纺织服装类国内需求增速在2018-2019年下了一个台阶，已经经历了剧烈的一波下行。

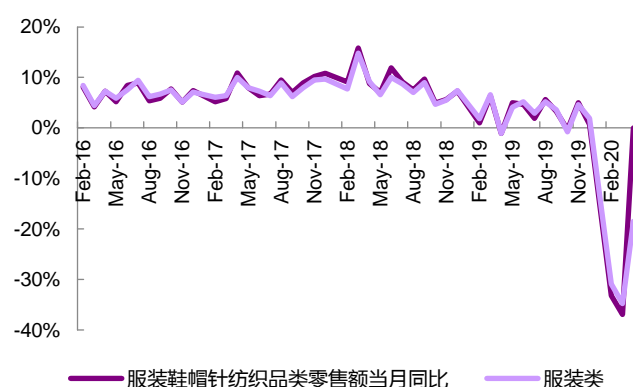
受新冠疫情的影响，2020年一季度国内需求大幅下行，二季度开始有逐步修复。

图 16：纺织服装累计同比增速



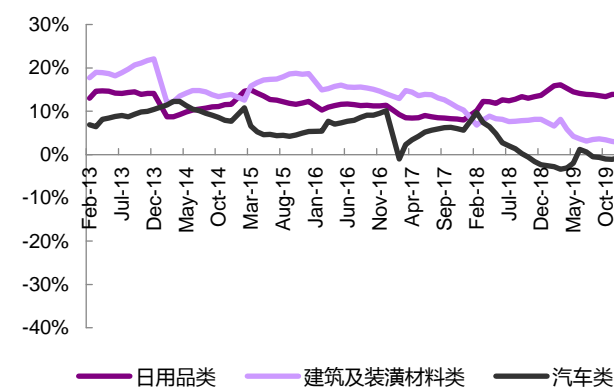
资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截止 2020.4

图 17：纺织服装当月同比增速



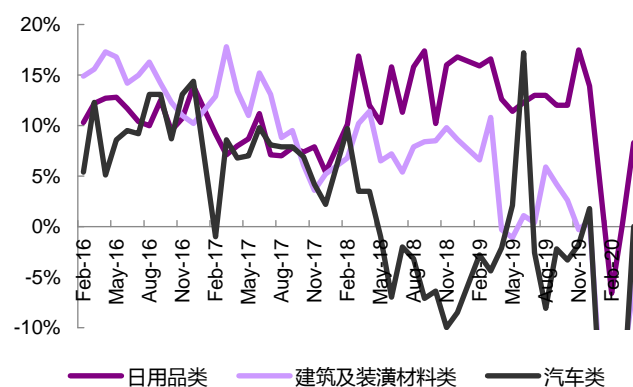
资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截止 2020.4

图 18：汽车等相关行业累计同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截止 2020.4

图 19：汽车等相关行业当月同比增速

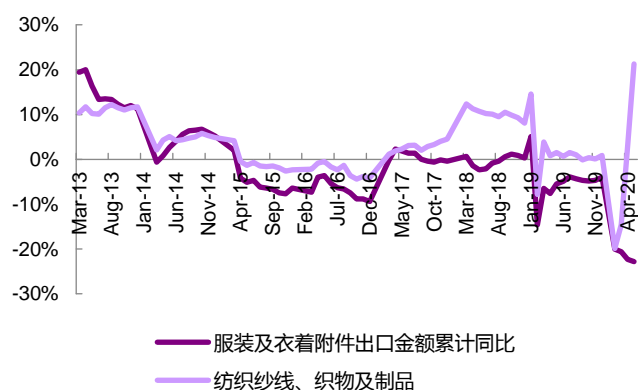


资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截止 2020.4

从出口数据来看，受中美贸易摩擦和全球经济增速放缓的影响，纺织服装类的出口数据也在2019年恶化，但下行速度有减缓迹象。

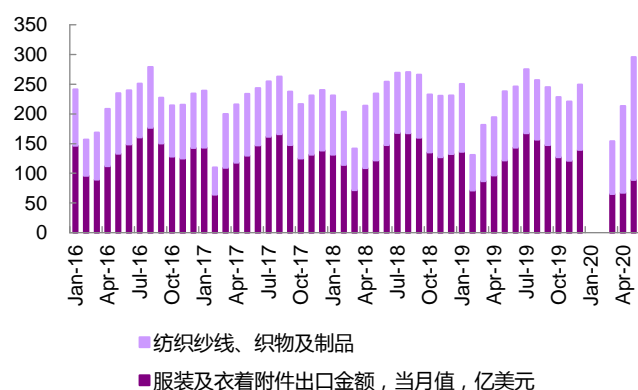
受新冠疫情在海外扩散的影响，2020年一季度纺织服装海外需求同样大幅下行，并且预期二季度仍然不容乐观。

图 20：纺织服装出口累计同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截止 2020.5

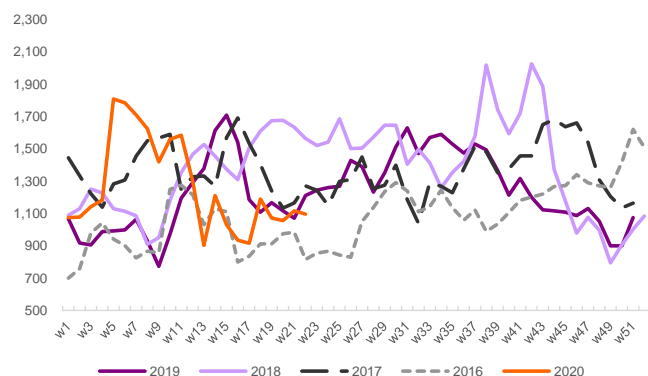
图 21：纺织服装出口当月金额



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截止 2020.5

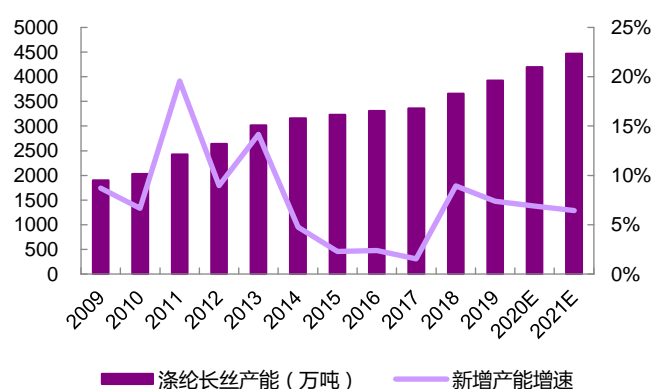
涤纶长丝环节，2018-2020 年为涤纶长丝产能释放高峰期，以桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化和恒力石化为代表的涤纶长丝龙头公司在 2018-2020 年集中释放产能，2020 年后新增产能增速将有所放缓。

图 22：涤纶长丝 POY 价差（元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 23：涤纶长丝产能增速



资料来源：CCF，卓创资讯，光大证券研究所整理和预测

4、疫情防控物资带来的投资机会

4.1、防控物资带来的投资机会

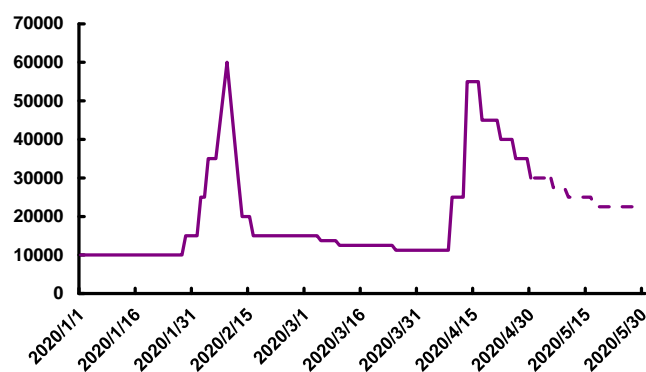
新冠病毒的高传染性，使得在疫苗没有得到普遍的接种之前，用于疫情防控的易耗品将持续有需求，典型的如口罩和洗手液等。这将在中期显著改变相关化工品的供需，包括口罩相关的（PP 和氨纶粗旦丝），洗手液（异丙醇和卡波姆）。近期相关产品价格涨幅较大，中间不排除波动，但是这些产品均为易耗品，我们建议从中期维度去关注上述标的。

口罩需求出现了指数级的上升。2019 年中国大陆地区口罩产量超过 50 亿只。3 月 16 日，国家统计局发布数据：中国口罩日均产量 1.16 亿。但海关统计数据表明，从 3 月 1 日到 4 月 4 日，全国共验放出口口罩约 38.6 亿个，基本一天一亿只的出口量。4 月 24 日单日口罩出口量达到了 10.6 亿只。

4.2、熔喷料需求暴增带动聚丙烯价格强势

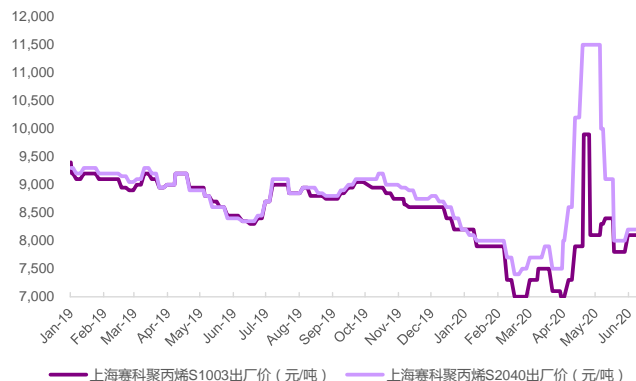
2020Q1，熔喷布的价格从2万涨到近70万，熔喷布价格高企引发PP纤维料价格大涨。3月底至4月，由于口罩国内和出口订单的暴增，新增大量口罩企业，而熔喷布产能紧张，高利润刺激下，中小作坊采用纤维料生产“熔喷布”，引发国内聚丙烯纤维料价格涨至万元以上，高熔纤维 S2040 一度涨至4万元/吨以上。众多生产企业转产纤维料。随后政府监管出台，中石油中石化纤维价格设置最高11500元/吨的天花板价，5月价格回落。

图 24：国内 PP 熔喷料价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 25：4 月聚丙烯纤维料和拉丝料价格大涨



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截止 2020.6.12

口罩和防护服对 PP 拉动测算：一个口罩大概 4gPP 用量，一件防护服大概 900gPP 用量，按照乐观预计的口罩 10 亿只/天，防护服 300 万件/天计算，年新增消耗聚丙烯 245 万吨，占聚丙烯年消费的 8.5%。口罩等的新增需求能够适当缓解 2020 年 600 多万吨新增 PP 产能带来的供应压力。

表 8：疫情防控物资对 PP 需求拉动测算

	单耗	假设口罩 10 亿只/天，防护服 300 万套/天	假设口罩 15 亿只/天，防护服 450 万套/天
口罩	4g	146 万吨	219 万吨
防护服	900g	99 万吨	148 万吨
合计		245 万吨	367 万吨
影响需求百分比		+8.5%	+12.8%

资料来源：光大证券研究所预测

关注目前有 PP 高熔纤维料和熔喷料的轻烃裂解公司和改性塑料企业。包括卫星石化、东华能源、宝丰能源、金发科技、普利特、道恩股份和国恩股份等。

4.3、口罩耳带需求拉动氨纶粗旦丝价格上涨

口罩耳带拉动氨纶粗旦丝价格上涨：3 月以来，口罩生产暴增，拉动口罩耳带用氨纶粗旦丝需求大幅增长，氨纶 140D 的价格已经从 3 月底的 2.8 万/吨上涨至 4 月的 4 万/吨以上，吨净利超过 1 万元，5 月价格回落。

口罩需求对氨纶拉动测算：口罩耳带以氨纶 70/140D 和锦纶 DTY70D/24F 制作为主，氨纶占比在 20%-30%左右，按照一个口罩 0.1g 氨纶用量测算，10 亿只/天的口罩产量对氨纶粗旦丝拉动在 3.7 万吨，拉动需

求增速 3%左右。加上口罩产量目前的不可预计和大量的新增工厂备货和经销商炒货需求，目前实际的需求远高于这个值。

表 9：口罩耳带对氨纶需求拉动测算

	单耗	假设口罩 10 亿只/天	假设口罩 15 亿只/天
口罩	0.1g	3.65 万吨	5.48 万吨
影响需求百分比		+2.8%	+4.2%

资料来源：光大证券研究所预测

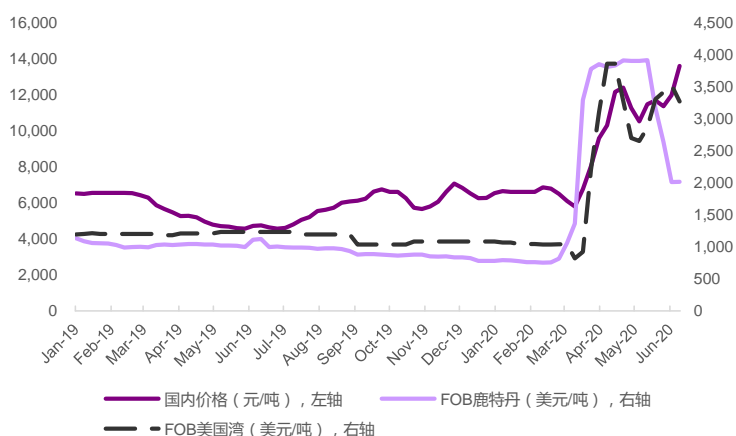
氨纶龙头快速切换转产粗旦丝。价格的上涨引发氨纶企业产线从 40D 大幅转产到 70/140D（氨纶产能按照 40D 标定，转产后实际产量将更高），4 月，华峰、新乡和泰和都有大量产线转产到粗旦丝，预计将增厚 2020Q2 业绩。

4.4、洗手液需求拉动异丙醇和卡波姆价格大涨

海外消毒液以异丙醇为主要成分，常用的醇类消毒剂有 75%乙醇溶液和 70%异丙醇溶液。国内市场上许多医用消毒片的成分也是 70%异丙醇溶液和无纺布组成。异丙醇海外需求快速上升，3 月中旬国内异丙醇市场出口订单询盘增加，市场价格“一飞冲天”。鹿特丹 FOB 价从 2 月中旬的 752 美元/吨，涨至 4 月下旬的 3911 美元/吨，5 月有所调整。

国内异丙醇行业订单普遍排至 5 月中下旬，部分企业订单已排期至 6 月。即使在海外疫情拐点出现后，消毒剂市场仍有一定的延续性，因而异丙醇短期需求大概率将继续延续，目前国内企业开工率处于高位，供给短期难以增加，异丙醇价格仍将维持强势。建议关注异丙醇行业的新化股份，公司具有异丙醇产能 11 万吨（浙江建德 6 万吨+江苏滨海 5 万吨），异丙胺产能 6 万吨。

图 26：异丙醇价格大涨



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截止 2020.6.13

自新冠疫情向全球蔓延以来，各国政府纷纷向民众强调洗手在日常防护中的重要作用，世界各地均出现了购买消毒洗手液等清洁用品的狂潮。作为洗手液等清洁用品原料中难以替代的重要组成部分，卡波姆需求量自今年 2 月以来较去年同期增加了 10 倍，而国内现有产能无法满足其快速上升的需求。而且，国内粉体卡波姆大量依赖进口，但由于全球疫情蔓延影响了运输公司船期及航班安排，进而导致物流受阻，使得进口卡波姆趋近于断货。需

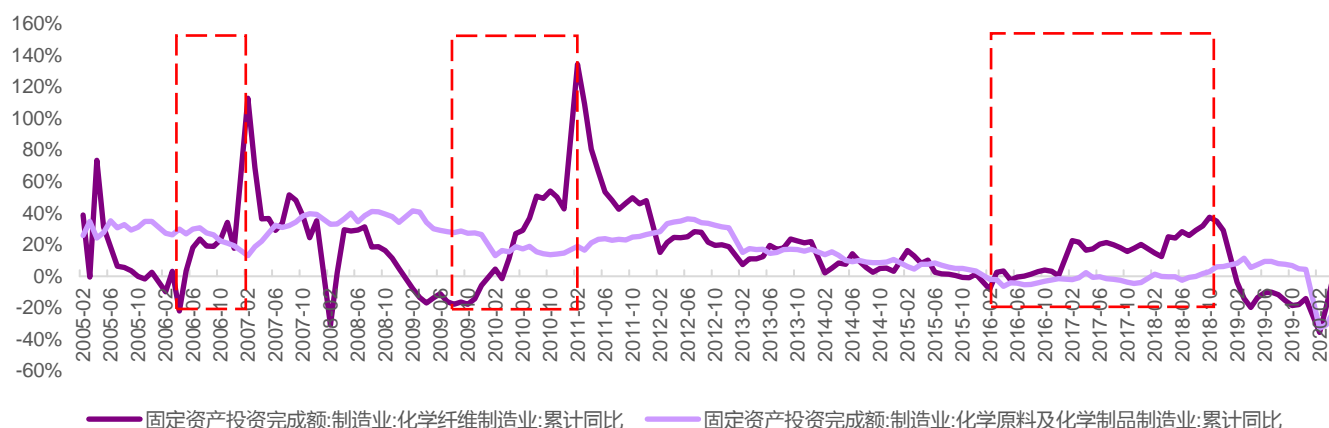
求激增而供给无法快速跟上直接导致国内卡波姆价格飞速上涨。常规情况下，国产卡波姆 940、941 的市场价格低于 20 万元/吨，进口卡波姆 940、941 位于 20-30 万元/吨的市场价格区间。自新冠疫情发生以来，国产卡波姆 940、941 的市场价格迅速上行至 50-60 万元/吨，较此前价格上涨一倍有余；进口卡波姆价格虽没有明显上涨，但物流受限造成运输费用大幅增加。国内天赐材料拥有 5000 吨卡波姆产能。

5、布局早周期——化纤板块

2019 年，化工行业整体处于供给扩张和需求下滑的双重压力之下，行业景气度下行。在化工产品价格普遍下行的走势下，偏下游的改性塑料和轮胎行业受益于原材料价格下跌，毛利率反而有所改善。而其他主要的中游化工品种，大多在行业景气中下位置运行。

相比于其他化工品，化纤行业呈现投资启动早、投资结束早的特征：06-10 年，09-17 年，16-至今这三轮周期无不例外。而对作为周期品的化工产品来说，投资周期的结束通常也意味着景气周期的启动。

图 27：化纤行业早周期特征



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截止 2020.4

从行业固定资产累计投资增速数据来看，化纤行业的新增产能投放增速，从 2019 年以来已经开始放缓，从供给的角度看化纤行业已在筑底阶段。

表 10：化纤和化学原料和制品投资周期比较

化纤行业	化学原料和制品行业	周期	相差
2006.5~2007.2	2007.2~2009.3	投资增加	9 个月
2007.3~2009.10	2009.4~2010.2	投资放缓	25 个月
2009.11~2011.2	2010.3~2012.7	投资增加	4 个月
2011.3~2016.2	2012.8~2017.11	投资放缓	17 个月
2016.3~2018.10	2017.12~至今	投资增加	21 个月
2018.11~至今	-	投资放缓	-

资料来源：光大证券研究所整理

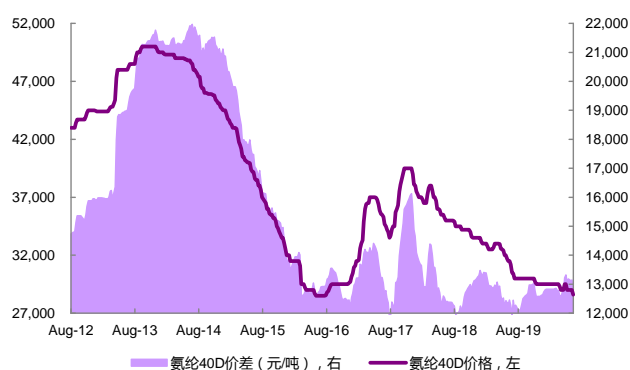
具体到主要的各个化纤品种，包括氨纶和粘胶短纤，行业的产能投放放在 2019 年后都将告一段落，从子行业的角度也是可以印证的。

5.1、氨纶行业周期触底回暖

氨纶行业上一轮周期的顶峰是在 2013-2014 年，之后经历了两轮投资高峰，2018-2019 年，行业整体仍处于难以盈利的状态。

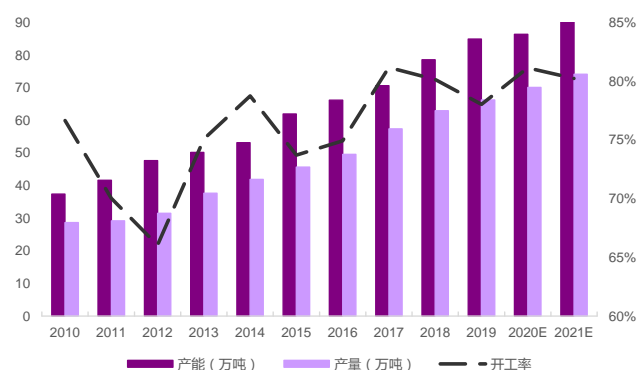
经过 4 年的行业低迷和龙头企业的产能更新，行业中小产能已经在逐步退出，随着这轮龙头企业产能更新的完成，行业将在 2020 年迎来喘息机会。

图 28：氨纶 40D 价差和景气度



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截止 2020.6.13

图 29：氨纶产能变化



资料来源：CCF，百川资讯，光大证券研究所整理和预测

2020 年，龙头企业产能更新暂告段落，小产能逐步退出。目前 2 万吨以下的产能仍有 6 套，小厂长期不盈利。此外氨纶行业集中度进一步提升，新产能向中西部转移，2019 年底行业集中度 CR4>50%。

表 11：氨纶龙头企业扩产计划

龙头企业	产能（万吨）	备注
华峰氨纶	18+4（计划）	最新 6 万吨 2019Q4-2020Q1 建成
新乡化纤	12（现有）	最新 4 万吨 2019Q2 建成
泰和新材	烟台：4.5（现有）+1.5（计划） 宁夏：3（现有）+3（在建）	烟台新产能为产能置换 宁夏 3 万吨预计 2021H1 建成
晓星（中国）	15	最新 4 万吨 2018 年建成

资料来源：卓创资讯、各公司公告，光大证券研究所整理

表 12：17 年以来氨纶行业淘汰企业和低负荷产能

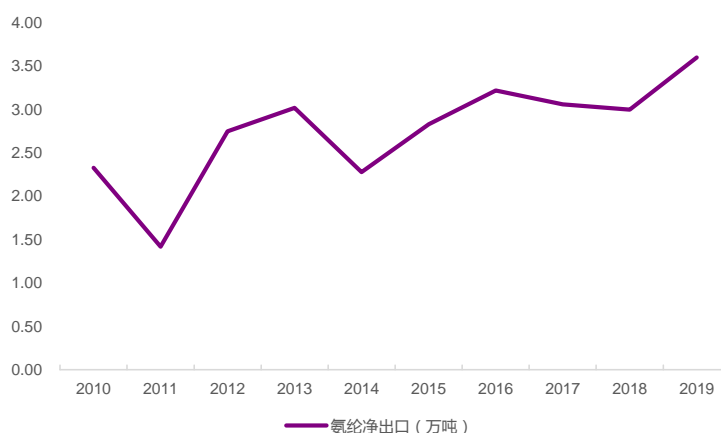
淘汰企业	产能（万吨）	备注
英威达（上海）	1.6	2017 年关停
益邦	2.25	2018 年关停
蓝孔雀	0.5	2018 年关停
薛永兴	1.5	2019 年 7 月关停
邦联	2.5	低负荷运行
华海	8	较低负荷运行
泰和（烟台）	4.5	较低负荷运行

资料来源：CCF，卓创资讯，百川资讯，光大证券研究所整理

受中美贸易摩擦和全球经济增速放缓影响，2019-2020 上半年氨纶行业增速大幅下行，这也影响了氨纶行业复苏。

受纺织服装行业向海外转移的影响，氨纶行业出口量情况好于国内需求，呈快速增长态势。

图 30：氨纶净出口量持续提升



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

在氨纶的龙头企业中，华峰氨纶、新乡化纤和泰和新材弹性较大。华峰氨纶由于重组并入华峰新材料板块，在单一氨纶产品上的弹性将大幅削弱，目前新乡化纤成为氨纶弹性最大的上市公司。

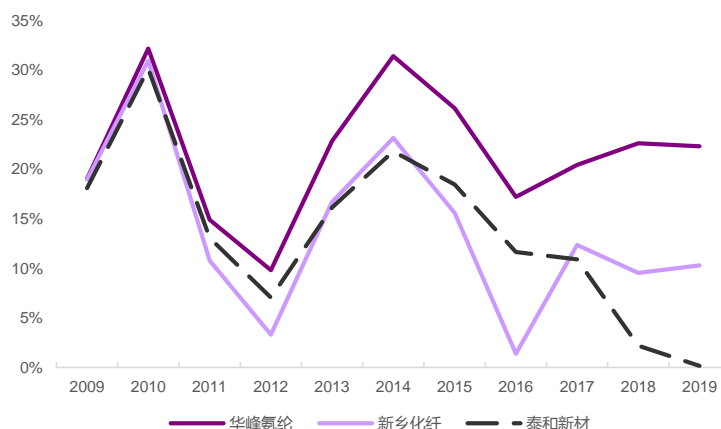
表 13：氨纶企业弹性

	股价	市值 (亿)	EPS (元)			PE (X)			产能 (万吨)	2019 产量 (万吨)	毛利弹性 (涨 1000 元/吨增厚毛利), 亿元	毛利弹性 /市值
			2019A	2020E	2021E	2019	2020	2021				
华峰氨纶	5.18	240	0.43	0.39	0.51	12	13	10	18	14.9	1.35	0.006
新乡化纤	3.35	42	0.10	0.18	0.29	33	19	12	12	8.3	0.90	0.021
泰和新材	12.41	76	0.35	0.49	0.68	36	26	18	7.5	-	0.56	0.007

资料来源：Wind，光大证券研究所测算，股价为 2020.6.12，EPS 为 Wind 一致预期

龙头企业新建的氨纶产能成本优势显著：1) 能源成本方面，西部地区电价、气价大幅低于东部地区；2) 新产能规模优势，纺丝卷绕头增加，纺速更快，折旧低；3) 原料采购优势，华峰重庆园区 PTMEG 和 MDI 园区内采购；4) 质量提升，品牌溢价。

图 31：氨纶企业毛利率水平



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

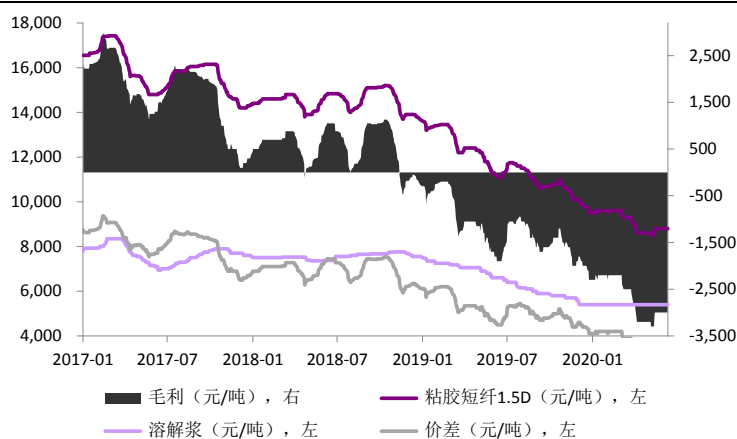
5.2、粘胶短纤行业筑底

粘胶短纤周期筑底，价格下行空间有限

2017 年以来，粘胶短纤价格不断走低，在经历了 2018 年的投产高峰期

后，粘胶短纤毛利进一步收窄。由于年初新冠肺炎疫情发生，产业链终端需求承压，库存不断积累，今年以来粘胶短纤价格延续 2019 年的跌势，目前已经跌至历史底部，一季度粘胶短纤平均售价仅达到 9109 元/吨，同比下降 28.45%。从成本端来看，每吨约亏损 3500-4000 元，行业目前已经处于深度亏损的状态。

图 32：粘胶短纤价差和景气度



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截止 2020.6.12

产能增速放缓，供给端迎来边际改善。从产能来看，在 2018 年集中投放粘胶短纤产能 70 万吨后，后续投产计划规模较小，供给端进入平台期。截至 2019 年底，我国粘胶短纤产能达到 505 万吨左右，同比增长 4.12%，增速有所放缓，2020 年预计投放产能仅包括恒天海龙 10 万吨新增产能，粘胶短纤供给端迎来边际改善。

表 14：2018-2020 年粘胶短纤新增产能统计表

厂家	产能 (万吨)	时间
唐山三友	20	2018 年 10 月
阜宁澳洋	16	2018 年 6 月(其中 8 万吨推迟至 2019 年 3 月)
中泰化学 (阿拉尔富利达)	30	2018-2019 年
江西龙达 (赛得利九江)	16	2018 年一季度
新疆天泰	10	2018 年
吉林化纤	12	2018 年
赛得利 (江西)	25	2019 年底之前投产一半,另一半 2020 年 1 季度投产
赛得利 (江苏)	5	2019 年底将 25 万吨产能提升为 30 万吨
恒天海龙	10	2020 年上半年投产,规划 20 万吨

资料来源：百川资讯，隆众资讯，光大证券研究所整理

当前行业处于主动去库存的阶段。在粘胶短纤供给过剩、需求回落，且行业盈利能力持续低迷的情况下，部分企业选择停产或延长其停产期限以降低亏损并达到去库存的目的，自 2017 年以来，粘胶短纤开工率整体呈现出下跌态势，行业处于主动去库存的阶段。

需求回暖，库存周期迎来反转。需求端方面，自新冠肺炎疫情爆发以来，大批生产者停工停产，消费者居家隔离，需求端处于极度萎靡的状态。随着公共卫生事件在我国逐步得到控制，需求已经不再具备继续萎靡的基础，叠加供给方面迎来边际改善，我们认为当前粘胶短纤价格已经筑底，粘胶短纤

已经来到库存周期底部。随着企业复工复产，消费者消费需求反弹，叠加粘胶短纤库存回落，库存周期将转向被动去库存阶段，粘胶短纤行业将迎来复苏期。

近年来，头部企业扩张明显。2019 年，我国粘胶短纤行业前五大企业产能占比 62.51%，行业前十大企业产能占比 81.10%，行业 CR5 较 2017 年提高了约 10 个百分点，行业集中度大幅度提高。细数近年来业内的收购事项，包括中泰化学收购富丽达，赛得利收购江西龙达、江苏翔盛等等，龙头企业扩张现象明显。

6、投资建议

6.1、推荐轻烃裂解龙头卫星石化和东华能源

轻烃裂解路径是烯烃低成本的制备路径，虽然烯烃行业在未来几年仍处于下行周期，轻烃裂解方式仍具备成本优势。我们看好在国内上乙烷裂解制乙烯项目的轻烃裂解龙头卫星石化，推荐 PDH 龙头东华能源，关注万华化学、金能科技、滨化股份、金发科技和齐翔腾达。

表 15：轻烃裂解相关标的

公司	轻烃裂解产能
卫星石化	现有 90 万吨 PDH，250 万吨乙烷裂解制乙烯在建
东华能源	现有 126 万吨 PDH，66 万吨 PDH 在建
万华化学	现有 75 万吨 PDH，100 万吨丙烷裂解制乙烯在建
金发科技（宁波海越）	现有 60 万吨 PDH，60 万吨 PDH 在建
齐翔腾达	现有 10 万吨混烷裂解，70 万吨 PDH 配套 PO 在建
金能科技	90 万吨 PDH 配套炭黑在建
滨化股份	60 万吨 PDH 配套 PO 在建

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

卫星石化：冉冉兴起的烯烃行业巨头

2019 年新增 PDH 装置贡献增量，2020Q1 受油价下跌拖累。2019 年公司实现归母净利润 12.7 亿元，同比+35%；主要业绩增量来自新增的一套 45 万吨 PDH 和 30 万吨 PP。2020Q1，公司实现归母净利润 0.4 亿元，同比-82%；业绩下滑主要是受冬季丙烷价格高位和油价暴跌影响，PDH 价差较差。

PDH 的低油价极限生存能力得到验证，2020Q2 聚丙烯价格强势。PDH 盈利在 3 月大幅回升，PDH 的低油价极限生存能力得到验证。4 月以来，受口罩材料需求暴增的影响，聚丙烯纤维料价格暴涨，带动聚丙烯价格普遍上涨。公司生产的聚丙烯 PPH225，可用于改性做成熔喷料，二季度呈现供不应求局面，预期 2020Q2 公司 PDH 至聚丙烯盈利将显著提升。我们认为，轻烃裂解在烯烃的几种制备途径中具有成本优势，如果油价低位，丙烷价格也会低位，PDH 的盈利能力仍有保障。公司现有两套共 90 万吨 PDH，45 万吨 PP，45 万吨丙烯酸和 48 万吨丙烯酸酯，15 万吨 SAP 产能，C3 产业链配套完整，一体化成本优势显著。并且公司在 2020Q3 将投产 18 万吨丙烯酸和 30 万吨丙烯酸酯，C3 产业链竞争力将进一步得到增强。

C2 项目具备高成长性，投产将铸就烯烃巨头。乙烷裂解制乙烯路径的成本优势突出。美国 MB 乙烷维持低位，在 3 月底最低价格降至 70 美元/吨，5 月底为 160 美元/吨左右。乙烷裂解项目具备长期竞争力盈利空间，并且跟油价存在正相关关系。公司中长期最大的看点是 250 万吨乙烷裂解制乙烯项目的高成长性，按照烯烃的总产能计算，公司 2020 年底烯烃产能的增量是现有体量的 1.4 倍，250 万吨全部投产后烯烃产能增量是现有体量的 2.8 倍。公司连云港石化项目和公司美国项目都在稳步推进中，一期 125 万吨预期 2020 年底投产。

维持盈利预测，维持“买入”评级。基于对公司乙烷裂解制乙烯项目的看好，我们维持公司 2020-2022 年 EPS 为 1.24 元、2.40 元和 3.81 元，当前股价对应 PE 为 10/5/3 倍。维持“买入”评级和目标价 18.06 元。

风险提示：乙烷裂解制乙烯项目不及预期的风险；聚丙烯价格大幅下行的风险；丙烯酸景气度下行的风险。

卫星石化业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10,029.30	10,778.67	10,186.71	21,935.14	35,075.53
营业收入增长率	22.49%	7.47%	-5.49%	115.33%	59.91%
净利润（百万元）	940.63	1,272.75	1,324.85	2,559.03	4,062.51
净利润增长率	-0.19%	35.31%	4.09%	93.16%	58.75%
EPS（元）	0.88	1.19	1.24	2.40	3.81
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.70%	13.77%	12.77%	20.10%	24.83%
P/E	17	13	10	5	3
P/B	2.0	1.7	1.3	1.1	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 12 日

东华能源：贸易资产剥离，产能持续扩张聚焦聚丙烯

2019 年业绩平稳，2020Q1 受油价下跌拖累。2019 年公司实现归母净利润 11.0 亿元，同比+2%；2019 年公司无新增产能，业绩表现平稳。2020Q1，公司实现归母净利润 2.7 亿元，同比-24%；业绩下滑主要是受冬季丙烷价格高位和油价暴跌影响，PDH 价差较差。

PDH 的低油价极限生存能力得到验证，2020Q2 聚丙烯价格强势。2020Q2，伴随着油价的下跌和冬季需求的过去，4 月丙烷平均价格相比 2020Q1 下跌 149 美元/吨，PDH 至聚丙烯平均价差相比 2020Q1 大幅回升 1279 元/吨，PDH 盈利窗口再次打开。考虑到 4 月油价仍在 30 美元/桶以下，PDH 的低油价极限生存能力得到验证。3 月底以来，受口罩和防护服需求暴增的影响，聚丙烯纤维料价格暴涨，以上海赛科 S2040 为例，从 3 月底的 7500 元/吨涨至 4 月底的 11500 元/吨，5 月有所回落。自新冠疫情发生以来，公司快速转变生产计划，加大医用无纺布专用料的供应，公司装置对应的 Y381H 理论产能为 3.5 万吨/月，S2040 理论产能为 4 万吨/月，一季度公司已经累计向国内无纺布企业供应医用无纺布专用料达 8 万吨。由于聚丙烯专用料价格的强势，我们预期 2020Q2 公司化工板块盈利将同比大增。

PDH 产能继续扩张，聚丙烯行业巨头初具规模。公司宁波二期 66 万吨 PDH 和三期 2*40 万吨 PP 装置，预计将于 2020Q3 末建成，届时公司将 PDH 产能将增加 50%，PP 产能翻倍，宁波二、三期的建成将成为公司

2020-2021 年业绩持续增长的保障。此外，茂名一期 2 套 100 万吨 PDH 和 4 套 50 万吨 PP 装置，已于 3 月进入正式建设阶段，预计 2022 年 6 月建成。采用 UOP 新工艺的茂名项目将进一步降低 PDH 的成本。公司在茂名一共规划了 450 万吨丙烯，350-400 万吨聚丙烯，100 万吨乙烯，50 万吨聚乙烯，10 万吨丁二烯和 20 万吨氢气，全部建成后将成为全球烯烃行业巨头。

维持盈利预测，维持“买入”评级。我们维持公司 2020-2022 年 EPS 为 0.93 元、1.04 元和 1.23 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 10/9/8 倍。基于公司在 PDH 和聚丙烯产业上的持续扩张，以及公司剥离贸易业务，使得业绩更为稳定，我们维持“买入”评级和目标价 13.2 元

风险提示：贸易业务剥离不及预期的风险；PDH 项目投产不及预期的风险；丙烷价格大幅上涨的风险；油价大幅下跌的风险。

东华能源业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	48,942.86	46,187.62	25,439.79	21,749.82	19,889.84
营业收入增长率	49.77%	-5.63%	-44.92%	-14.50%	-8.55%
净利润（百万元）	1,078.44	1,104.00	1,528.82	1,710.05	2,024.92
净利润增长率	1.45%	2.37%	38.48%	11.85%	18.41%
EPS（元）	0.65	0.67	0.93	1.04	1.23
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.86%	11.84%	14.55%	14.54%	15.26%
P/E	14	14	10	9	8
P/B	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 12 日

6.2、推荐炼化占比高的民营大炼化企业

涤纶长丝和 PTA，特别是 PTA 未来一段时间仍将承压。对民营大炼化公司来说，炼化占比高，且有新增产能的公司，在未来 1 年时间里预计业绩增幅较大。

表 16：民营大炼化相关标的

公司	炼化产能
荣盛石化	浙石化 2000 万吨炼化，140 万吨乙烯已投产；2000 万吨炼化，280 万吨乙烯在建；远期有望扩到 6000 万吨。荣盛石化 51%股权，桐昆股份 20%股权。
恒力石化	2000 万吨炼化，150 万吨乙烯已投产。
恒逸石化	800 万吨炼化已投产，1400 万吨炼化、150 万吨乙烯拟建。70%股权。
新凤鸣	暂无
东方盛虹	1600 万吨炼化在建。

资料来源：相关公司公告，光大证券研究所整理

荣盛石化：浙石化二期加速建设，炼化一体化航母起航

2019 年 PTA 盈利增长，2020Q1 浙石化贡献主要利润。2019 年公司实现归母净利润 22.1 亿元，同比+37%；2019 年由于 PTA 盈利的扩大，公司盈利增长。2020Q1，公司实现归母净利润 12.3 亿元，同比+103%；业绩的大增来自浙石化项目在 2019 年底全面投产，2020 年盈利较好。

浙石化一期顺利投产，二期加速建设打开空间。浙石化一期 2000 万吨炼化一体化项目第一批装置在 2019 年 5 月投入运行，12 月炼油、芳烃、乙烯及下游化工品装置等已全面投料试车，打通全流程，实现稳定运行并生产出合格产品。2019 年，公司炼油产品实现销售额 26.2 亿元，浙石化项目实现净利润 6.67 亿元。由于浙石化项目在 2020 年将全年贡献利润，且低油价对炼化项目形成中期利好，预期 2020 年，浙石化项目将成公司业绩的最大贡献者。浙石化二期 2000 万吨炼化一体化项目工程正开展建设安装等工作，由于一期基础配套设施的完成以及项目管理经验的积累，预计二期进度将大幅快于一期，主要装置有望在 2020 年底建成。

浙江自贸区油气全产业链开放，加速浙石化发展。3 月 31 日，国务院批复《关于支持中国（浙江）自由贸易试验区油气全产业链开放发展若干措施》，指出支持浙江自贸试验区适度开展成品油出口业务，允许浙江自贸试验区内现有符合条件的炼化一体化企业开展副产的成品油非国营贸易出口先行先试，酌情按年度安排出口数量。国内成品油市场过剩趋势明显，2019 年，中国生产成品油 36031.6 万吨，出口 5536.3 万吨，出口比例 15.4%。随着民营大炼化为代表的新一轮炼化产能的投放，和新能源车的推广普及，国内成品油过剩将更为严峻。国内的成品油出口目前实行配额制，2019 年只有中石化、中石油、中海油和中化等国有企业拿到了配额。由于地方和民营炼厂在成品油分销网络的建设上大幅落后于中石化和中石油等国有企业，成品油出口环节的限制，给地方和民营炼厂造成了巨大的经营压力。此次《若干措施》的批复，给在地处舟山的浙石化开展成品油出口业务铺平了道路。浙石化是目前国内规模最大的，整体规划建设炼化一体化项目，化工品加工深度高，原料适应性强，舟山石化基地定位高，位于长三角核心区域区位优势好，长期效益值得期待。

维持盈利预测，维持“买入”评级。由于低油价对炼化行业形成中期利好，我们维持 2020-2022 年 EPS 原为 0.78 元、1.24 元和 1.35 元，当前股价对应的 2020-2022 年 PE 为 15/10/9 倍。由于浙石化二期项目建设进度加速，有望在 2021 年为公司贡献较大增量业绩，且在低油价环境下炼化一体化项目效益提升，维持“买入”评级。

风险提示：浙石化项目盈利或进度不及预期的风险；PX 价差大幅收窄的风险；PTA 行业产能扩张和景气大幅下行的风险。

荣盛石化业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	91,424.7	82,499.9	110,733.4	143,258.8	155,945.4
营业收入增长率	29.62%	-9.76%	34.22%	29.37%	8.86%
净利润（百万元）	1,607.53	2,206.88	4,888.99	7,791.15	8,466.48
净利润增长率	-19.67%	37.28%	121.53%	59.36%	8.67%
EPS（元）	0.26	0.35	0.78	1.24	1.35
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.68%	9.78%	18.32%	24.15%	22.84%
P/E	46	34	15	10	9
P/B	3.6	3.3	2.8	2.3	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 12 日

桐昆股份：浙石化项目贡献业绩增量

2019 年 PTA 盈利增长，2020Q1 受油价下跌拖累。2019 年公司实现归母净利润 28.8 亿元，同比+36%；2019 年由于 PTA 盈利的扩大，公司盈利增长。2020Q1，公司实现归母净利润 4.3 亿元，同比-18%；业绩下滑是因为油价下跌带来的产品价格下跌，以及 2020Q1 需求低迷的影响。

浙石化项目将成为公司 2020-2021 年业绩最大增量。公司拥有浙石化 4000 万吨炼化一体化项目 20% 股权，一期 2000 万吨已于 2019Q4 逐步投产，2019Q4 为桐昆贡献投资收益 1.4 亿元，2020Q1 贡献 3.2 亿。低油价为炼化企业赢得了更大的盈利空间，2020 年，浙石化的投资收益将成为桐昆业绩的最大增量。而浙石化二期预期于 2021 年逐步投产，将进一步提高公司未来盈利能力。

扩产巩固“涤纶长丝+PTA”龙头地位。公司现有聚酯聚合产能 640 万吨，涤纶长丝产能 690 万吨，2020 年新增 50 万吨到 740 万吨，将在 2020Q3 投产。此外，公司在江苏如东有 2*250 万吨 PTA，90 万吨 FDY、150 万吨 POY 的新建产能计划，有望在 2021-2025 年期间投资建设。目前，公司 PTA 产能略小于自身涤纶长丝需求，在“涤纶长丝+PTA”环节已经实现一体化。随着 PTA 和涤纶长丝产能的扩张，公司在原料 PX 和 MEG 环节已形成需求缺口。

维持盈利预测，维持“买入”评级。由于低油价对炼化行业形成中期利好，我们维持 2020-2022 年 EPS 原为 1.32 元、1.87 元和 2.45 元，当前股价对应的 2020-2022 年 PE 为 9/7/5 倍。由于浙石化二期项目建设进度加速，有望在 2021 年为公司贡献较大增量业绩，且在低油价环境下炼化一体化项目效益提升，维持“买入”评级。

风险提示：长丝景气度下行的风险；PTA 景气上行不及预期的风险；浙石化二期项目投产进度和盈利不及预期的风险。

桐昆股份业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	41,600.75	50,582.43	50,149.66	53,624.16	57,793.57
营业收入增长率	26.78%	21.59%	-0.86%	6.93%	7.78%
净利润（百万元）	2,120.25	2,884.41	2,439.41	3,462.46	4,526.05
净利润增长率	20.42%	36.04%	-15.43%	41.94%	30.72%
EPS（元）	1.16	1.56	1.32	1.87	2.45
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.19%	15.18%	11.61%	14.36%	18.37%
P/E	11	8	9	7	5
P/B	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 12 日

7、风险分析

1) 烯烃、芳烃和炼油的产能投放给轻烃裂解项目和大炼化项目的盈利带来不确定性风险。

由于 16-18 年化工行业，特别是烯烃和炼油行业的景气度较高，国内的烯烃、芳烃和炼油行业在 2019-2021 年面临一轮巨大的产能周期。轻烃裂解项目和大炼化项目的可研预测都是基于周期平均值或者景气较好时期的产品价格价差，如果这些项目投产时遭遇行业景气周期的低点，项目盈利将可能不及预期。

2) 新冠疫情和贸易摩擦给全球需求带来的不确定性风险。

新冠疫情和中美贸易摩擦给全球经济带来了巨大的不确定性，对国内石化下游需求影响巨大。成品油消费需求跟国内经济活动相关，塑料产业消费需求和涤纶化纤产品跟国内和海外需求相关，在疫情和贸易摩擦双重影响下，需求面临的不确定性加大。

3) 油价大幅波动的风险。

油价受全球产油国供应、全球经济增长需求、地缘政治等各种复杂因素综合影响，油价的大幅下行会对石化公司产生负面影响。短期快速下跌的油价对石化企业来说，会形成大额的原料和产成品跌价损失，这是石化企业经营中面临的重大风险之一。相反，缓慢上升的油价，会带动整个产业链产品价格上涨，对炼油企业、涤纶长丝企业等是最理想的经营环境。

行业及公司评级体系

评级	说明
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曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼