



石油化工行业研究

买入（维持评级）
行业年度报告

证券研究报告

石油化工组

分析师：许隽逸（执业 S1130519040001） 分析师：陈律楼（执业 S1130522060004）

xujunyi@gjzq.com.cn

chenlmou@gjzq.com.cn

2024：大有可为！

投资逻辑

1、央企改革效果超预期：20 美金/桶左右的油价波动已较难造成三桶油业绩大幅波动：自 2017 年以来，除 2020 年疫情影响终端消费需求油价暴跌外，均实现业绩增速高于原油价格增速，2023 年前三季度在原油价格同比下降 20.04%（约 20.54 美金/桶）的情况下，三桶油合计归母净利润仅下降 1.20%。与此同时，我们预计油价将大概率维持中高位震荡。美国完井阶段或许存在产能瓶颈或意愿不足，单井产量衰减叠加页岩油开采活跃度回落，美国原油产量边际增量或较小。在美国页岩油产量增长无力的背景下，OPEC+已经事实上成为原油边际定价商，考虑到 OPEC+原油减产仍在进行中，后续 OPEC+原油对外供应量或将出现边际减少。与此同时，整体海外出行强度持续维持回暖趋势，伴随中国消费市场复苏原油需求存在边际增加可能，原油价格有望维持中高位震荡。三桶油为响应国家增储上产号召保障国家能源安全，持续维持较高的勘探开发资本开支水平，推动三桶油合计原油储量稳步回升，2022 年三桶油合计原油/天然气储量分别达到 127.13 亿桶，同比增长 8.32%。丰富的原油储量为产量增长奠定基础，2023 年三桶油合计原油产量指引达到 17.04 亿桶，同比增长 1.61%。此外，伴随三桶油上下游一体化程度不断加深，抵御风险的能力或将提升，业绩与油价波动相关性逐步减弱。业绩持续稳健保障了三桶油持续维持高股息政策，股东投资回报丰厚，2022 年全年分红与 2023 年中期分红股利支付率均在 40%以上。以 2022 年 12 月 31 日收盘价计算，中海油/中石油/中石化 2022 年 A 股股息率分别为 8.33%/8.50%/8.18%。

2、涤纶长丝产能投放窗口期即将结束，市场供需格局或将出现反转：我们梳理了近年来涤纶长丝产能投放情况，发现 2018-2023 年为涤纶长丝产能集中投放的窗口期，龙头企业纷纷进行扩产竞赛，新增产能远高于往年，但伴随着 2023 年龙头企业规划产能投产临近结束，后续暂时没有大体量新产能的规划，且在建产能投放几乎完成，供应端边际增量快速减少，而需求端有望持续恢复，涤纶长丝供需格局或出现反转。此外，国内长丝龙头产业链逐渐完善，一体化、园区化程度不断加深，向上游延伸配套 PTA、炼化装置等，向下游延伸加弹机、织机等，不断强化成本优势，有望获得超额收益。与此同时，涤纶长丝市场景气度仍维持稳健，长丝表观消费量略超预期恢复，2023 年 1-10 月涤纶长丝表观消费量达 3099 万吨，涤纶长丝产品价差维持稳健并持续修复，2023 年 1-11 月 POY/DTY/FDY-PTA/MEG 产品价差分别为 1106 元/2305 元/1661 元/吨，分别同比增加 4.53%/减少 0.75%/增加 10.10%。与此同时，我们将国内纺服社零增速与 GDP 增速（现价）对比发现两者具有较强关联性，伴随经济回暖涤纶长丝需求增速或大于供应增速，涤纶长丝的中长期业绩弹性有望在 2024 年初步开启。

3、炼油板块强劲推动大炼化龙头业绩复苏，产业链深加工有望为成长赋能：2023 年成品油消费需求强势，炼油板块业绩稳健支撑公司业绩环比不断修复。此外，聚烯烃行业景气度仍处于相对低位，但整体呈逐步回暖趋势，伴随终端消费需求的回暖，化工品价差进一步修复，行业景气度有望持续延续恢复态势。与此同时，民营炼化龙头企业持续推进产业链深加工项目，布局新能源新材料等高成长领域相关产品，产业链向下游高附加值领域延伸，新建深加工产能在 23-27 年的持续释放有望带来显著的业绩修复，民营炼化龙头企业业绩持续修复值得关注。

投资建议与估值

行业策略：由于重点产油国原油供应边际增量有限，全球出行强度持续维持复苏态势，原油价格有望持续维持中高位震荡。同时，伴随下游终端消费需求好转，涤纶长丝产能集中投放期即将结束，有望迎来长丝行业拐点。此外，民营炼化企业持续全面布局产业链深加工，炼油板块业绩有望维持强劲，化工板块业务有望实现复苏。我们持续看好上游油气优质资产以及业绩有望修复的下游涤纶长丝企业和民营炼化企业，维持石油化工行业“买入”评级。

相关标的：我们建议关注上游具有油气资产的高股息强防御央企改革龙头以及下游行业拐点有望临近的涤纶长丝龙头：（1）上游具有油气资产的高股息强防御央企改革龙头：中国石油，中国海油，中国石化；（2）下游行业拐点有望临近的涤纶长丝龙头：桐昆股份，新凤鸣。

风险提示

（1）油气田投产进度不及预期；（2）地缘政治事件造成供应端不确定性的风险；（3）OPEC+减产执行强度不及预期风险；（4）加息超预期抑制终端需求的压力；（5）能源政策及制裁对企业经营的影响；（6）汇率风险；（7）成品油价格放开风险；（8）终端需求恢复不及预期风险；（9）其他不可抗力影响。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费



内容目录

1、三桶油——高股息强防御的央企改革龙头	6
1.1 重点产油国原油供应边际增量有限，原油价格预计维持中高位震荡	6
1.2 航班出行强度仍存恢复空间，成品油市场有望维持中高景气	20
1.3 三桶油业绩持续稳健，股息回报丰厚	22
2、涤纶长丝——行业拐点临近的长丝龙头	30
2.1 行业集中度较高，龙头企业议价能力强	30
2.2 大体量长丝产能投放不改行业稳健恢复势头	32
2.3 长丝需求持续恢复，2024 年有望开启中长期弹性	35
3、业绩持续修复的高成长性民营大炼化龙头	37
3.1 炼油板块持续强劲，化工板块有望持续修复	37
3.2 浙石化——大体量高附加值产品陆续释放有望为公司成长赋能	40
3.3 恒力石化——康辉新材分拆上市稳步推进，全面深化全产业链布局	41
3.4 桐昆股份、新凤鸣——印尼炼化打开二次成长曲线	43
3.5 卫星化学——布局高端新材料产业园项目，公司中长期具有较强成长属性	43
4、风险提示	45

图表目录

图表 1： 美国原油库存与原油价格的关系	6
图表 2： 2023 年 3-5 月金融风险带来悲观预期带动原油跌价	6
图表 3： 美国页岩油开采活跃度显著弱于预期	7
图表 4： Permian 产区页岩油开采活跃度显著弱于预期	7
图表 5： 美国 Permian 产区油气井数量	8
图表 6： Midland 绝对化标准油井生产率	8
图表 7： Delaware 绝对化标准油井生产率	8
图表 8： 样本页岩油气企业历史原油产量及 2023 年指引	9
图表 9： 样本页岩油气企业历史资本开支及 2023 年指引	9
图表 10： 样本页岩油气企业原油产量与资本开支增速对比	10
图表 11： 美国原油产量（千桶/天）	10
图表 12： 美国原油出口量（百万桶/天）	11
图表 13： 2022 年 11 月 OPEC+减产 200 万桶/天	11
图表 14： 2023 年 5 月 OPEC+自愿减产约 165 万桶/天	12
图表 15： 2023 年 6 月会议后 2024 年 1 月相较于 2023 年 5 月生产配额变化	12



图表 16: 2023 年 4 月 OPEC 会议与 11 月 OPEC 会议自愿减产情况对比.....	13
图表 17: OPEC+原油生产配额 (百万桶/天)	13
图表 18: OPEC 原油产量 (千桶/天)	14
图表 19: OPEC 原油出口量 (百万桶/天)	14
图表 20: 俄罗斯原油产量 (千桶/天)	15
图表 21: 俄罗斯原油出口量 (百万桶/天)	15
图表 22: 北美出行指数.....	15
图表 23: 欧洲出行指数.....	15
图表 24: 美国出行指数.....	16
图表 25: 法国出行指数.....	16
图表 26: 德国出行指数.....	16
图表 27: 英国出行指数.....	16
图表 28: 西班牙出行指数.....	16
图表 29: 意大利出行指数.....	16
图表 30: 亚洲出行指数.....	17
图表 31: 中国出行指数.....	17
图表 32: 印度出行指数.....	17
图表 33: 新加坡出行指数.....	17
图表 34: 日本出行指数.....	17
图表 35: 马来西亚出行指数.....	17
图表 36: 泰国出行指数.....	18
图表 37: 菲律宾出行指数.....	18
图表 38: 大洋洲出行指数.....	18
图表 39: 澳大利亚出行指数	18
图表 40: 新西兰出行指数	18
图表 41: 南美出行指数	19
图表 42: 巴西出行指数	19
图表 43: 阿根廷出行指数	19
图表 44: 哥伦比亚出行指数	19
图表 45: 智利出行指数	19
图表 46: 非洲出行指数	20
图表 47: 尼日利亚出行指数	20
图表 48: 南非出行指数	20
图表 49: 埃及出行指数	20
图表 50: 阿尔及利亚出行指数	20



图表 51: 中国成品油需求持续旺盛.....	21
图表 52: 国内航班出行指数显著恢复.....	21
图表 53: 国际航班出行指数显著恢复.....	22
图表 54: 柴汽油批零价差 (元/吨)	22
图表 55: 三桶油勘探开发资本支出持续维持较高水平.....	23
图表 56: 中国石油已探明原油储量.....	23
图表 57: 中国石油已探明天然气储量.....	23
图表 58: 中国海油已探明原油储量.....	23
图表 59: 中国海油已探明天然气储量.....	23
图表 60: 中国石化已探明原油储量.....	24
图表 61: 中国石化已探明天然气储量.....	24
图表 62: 中国石油原油产量.....	24
图表 63: 中国石油天然气产量.....	24
图表 64: 中国海油原油产量.....	24
图表 65: 中国海油天然气产量.....	24
图表 66: 中国石化原油产量.....	25
图表 67: 中国石化天然气产量.....	25
图表 68: 三桶油与可比传统油企原油/石油液体储采比	25
图表 69: 三桶油与可比页岩油企业原油/石油液体储采比	26
图表 70: 中国石油成品油产量.....	26
图表 71: 中国石化成品油产量.....	26
图表 72: 中国石油成品油销售量.....	26
图表 73: 中国石化成品油销售量.....	26
图表 74: 三桶油归母净利润与布伦特原油价格同比增速对比.....	27
图表 75: 三桶油与可比传统油企股利支付率对比.....	27
图表 76: 三桶油与可比页岩油企业股利支付率对比.....	28
图表 77: 三桶油与可比传统油企股息率对比.....	28
图表 78: 三桶油与可比页岩油企业股息率对比.....	29
图表 79: 三桶油 2023-2025 年股息率预测-以 2023 年 12 月 1 日收盘价计算.....	29
图表 80: 2016-2025E 涤纶长丝新增产能梳理	30
图表 81: 涤纶长丝现有产能情况梳理.....	31
图表 82: 涤纶长丝市场竞争格局.....	31
图表 83: 拟在建产能情况梳理.....	31
图表 84: 涤纶长丝产能地域分布.....	32
图表 85: 2023 年涤纶长丝表观消费量显著修复.....	32



图表 86: POY-PTA/MEG 产品价差持续修复.....	33
图表 87: DTY-PTA/MEG 产品价差持续修复.....	33
图表 88: FDY-PTA/MEG 产品价差持续修复.....	34
图表 89: 涤纶长丝开工负荷维持中高水平.....	34
图表 90: 涤纶长丝产品持续去库.....	35
图表 91: 涤纶长丝下游织机开工率.....	35
图表 92: 中国涤纶长丝出口量及出口均价.....	36
图表 93: 中国至印度涤纶长丝出口量及出口均价.....	36
图表 94: 中国至土耳其涤纶长丝出口量及出口均价.....	37
图表 95: GDP 增速与纺服社零增速相关性分析.....	37
图表 96: 国内柴油裂解价差 (元/吨)	38
图表 97: 国内汽油裂解价差 (元/吨)	38
图表 98: 国内航空煤油裂解价差 (元/吨)	39
图表 99: PX-原油产品价差持续维持中高水平	39
图表 100: 聚烯烃-原油价差仍处于相对低位.....	40
图表 101: PTA-PX 价差仍处于相对低位	40
图表 102: 浙江石化规划产能梳理.....	40
图表 103: 恒力石化规划产能梳理.....	42
图表 104: 新加坡成品油裂解价差.....	43
图表 105: 公司 C2 产业链及新材料产业园产能情况.....	43
图表 106: 公司 C3 产业链产能情况	44



1、三桶油——高股息强防御的央企改革龙头

1.1 重点产油国原油供应边际增量有限，原油价格预计维持中高位震荡

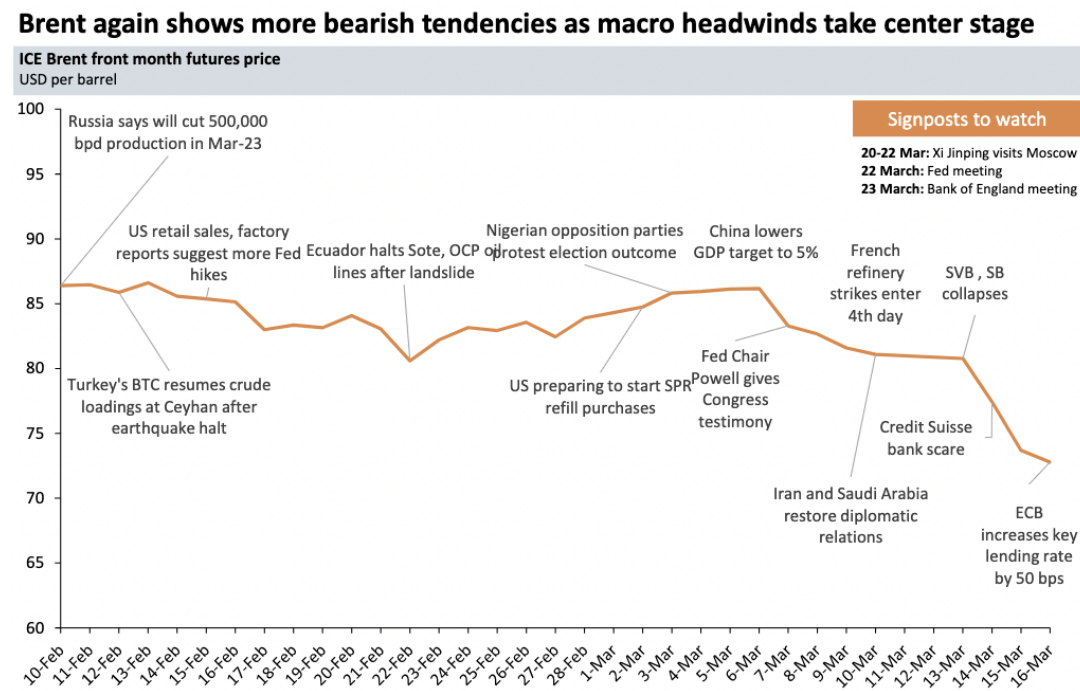
2022 年全年，美国原油持续维持去库存状态，美国持续释放战略库存以提高原油供应抑制油价，美国原油战略库存跌至近 39 年最低点(1983 年 12 月至今)，但原油价格在 2022 年下半年开始由于市场对于需求衰退的悲观预期，导致原油价格持续下滑，2022 年底至 2023 年初，由于供需基本面多空交错，原油价格持续震荡，3 月-5 月受 SVB 破产影响，金融风险带来悲观预期带动原油跌价，但伴随 OPEC+重点国家持续减产顶价、美国原油战略库存开始补库以及中国成品油需求持续复苏，2023 年下半年原油价格相较于上半年环比修复并维持中高位震荡。

图表1：美国原油库存与原油价格的关系



来源：，EIA，国金证券研究所

图表2：2023 年 3-5 月金融风险带来悲观预期带动原油跌价



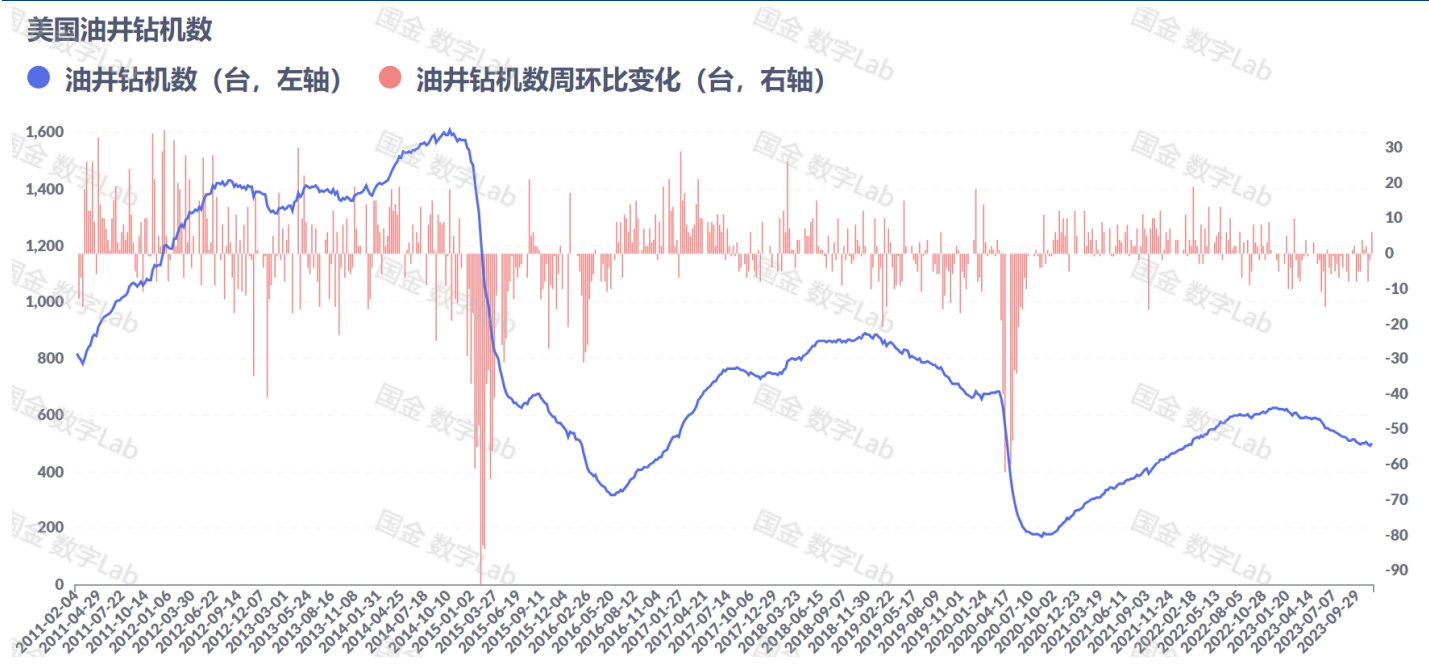
来源：Rystad Energy，国金证券研究所

我们通过综合钻机数据，高频卫星影像及合成孔径雷达 SAR 监测数据，发现 2023 年初至今美国页岩油开采活跃度显著弱于预期。当前美国活跃油井钻机数量自 2022 年 12 月

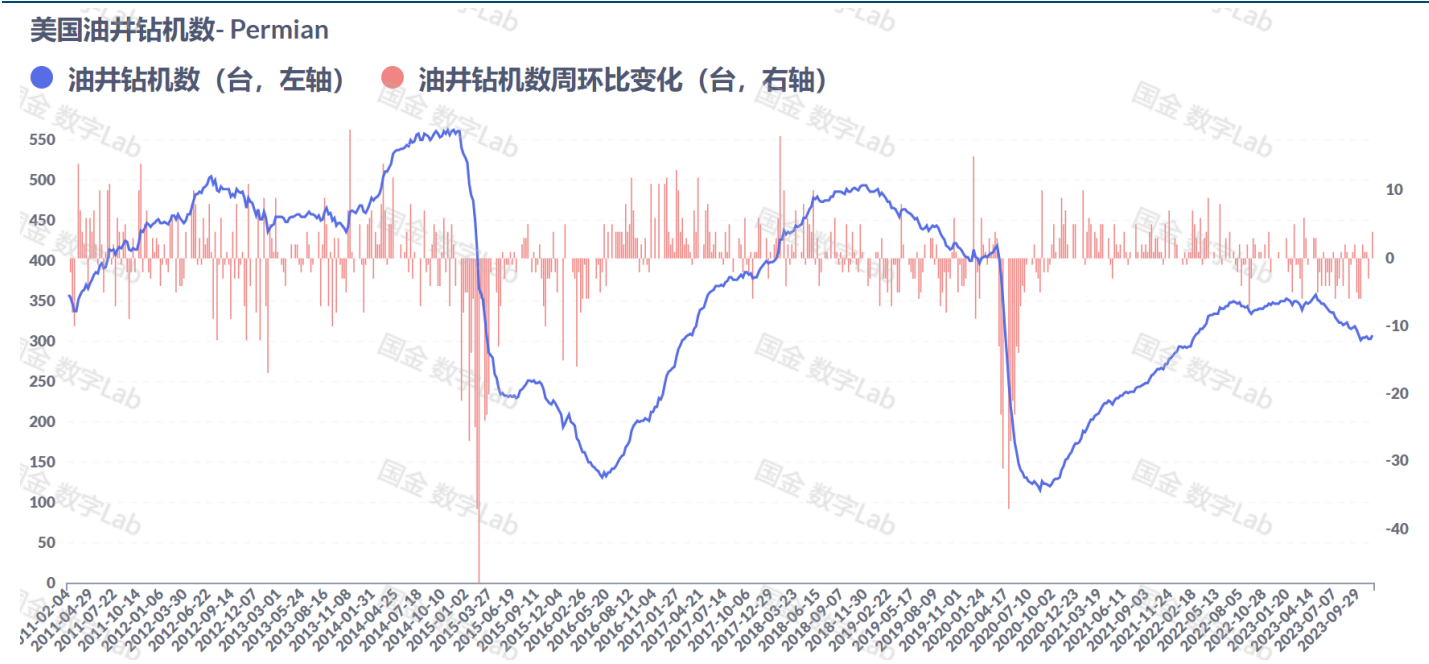


恢复至阶段性高位（627 台）后开始持续回落，截至 11 月 17 日美国活跃油井钻机数量仅有 500 台左右。美国页岩油核心产区也维持这一趋势，Permian 活跃钻机数自 2023 年 4 月底（357 台）出现明显回落，当前维持在 307 台左右。

图表3：美国页岩油开采活跃度显著弱于预期



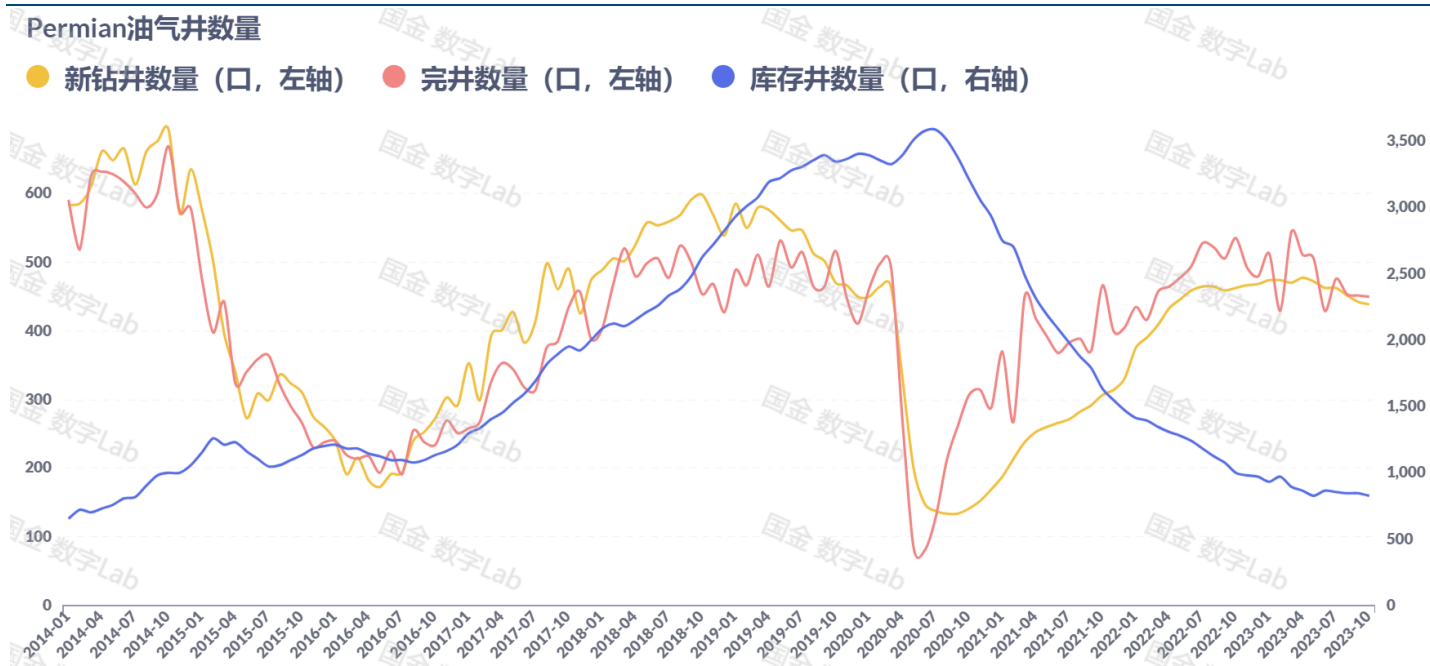
图表4：Permian 产区页岩油开采活跃度显著弱于预期



与此同时，美国核心页岩油产区 Permian 新增钻井数与完井数量均出现一定回落，但完井数相对下降更为明显，库存井数去库速度减缓，开采强度整体回落，但或许说明美国完井阶段或许存在产能瓶颈或意愿不足。此外，油价维持中高位水平但单位长度的页岩油气井产量衰减叠加页岩油开采活跃度回落，美国原油产量边际增量或较小。

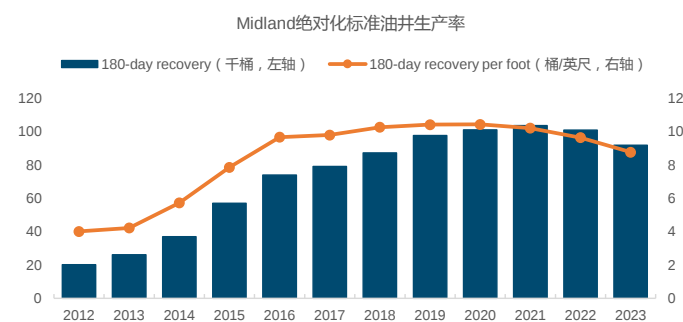


图表5：美国 Permian 产区油气井数量



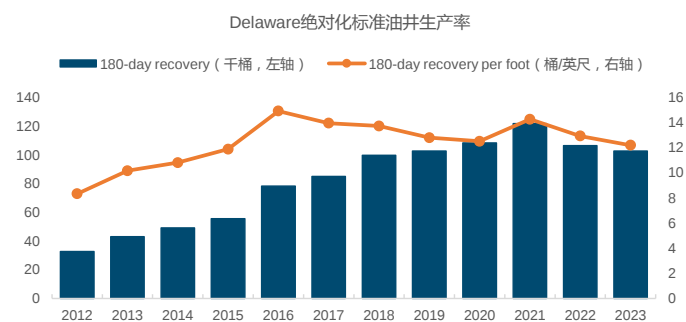
来源：EIA，数字未来 Lab，国金证券研究所

图表6：Midland 绝对化标准油井生产率



来源：Rystad Energy，国金证券研究所

图表7：Delaware 绝对化标准油井生产率

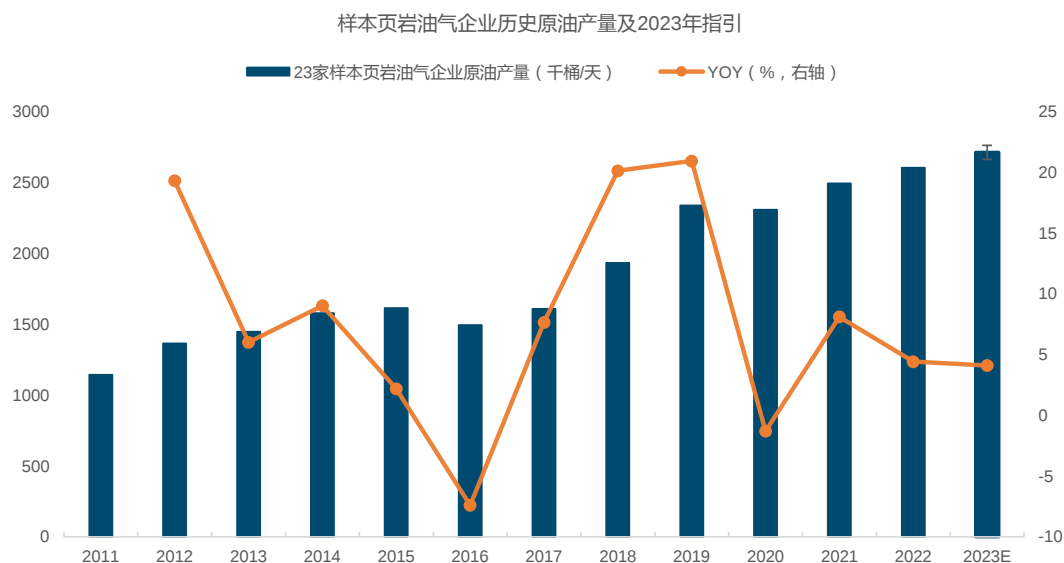


来源：Rystad Energy，国金证券研究所

此外，我们统计了 23 家页岩油企业 2023 资本开支预算以及产量指引，我们发现较为明显的趋势是伴随 2022-2023 年疫情结束全球经济复苏，叠加地缘局势紧张和高油价引发的能源安全问题，样本页岩油企业仍存在着不小的资本开支增量，2022、2023 年样本页岩油企业资本开支分别有 27%、23% 的增量；但与此同时，2022、2023 年样本页岩油企业产量增速仅有 4%、4%。上游开发成本通胀严重或冲抵实物工作量，导致页岩油气企业产量增速不及预期。

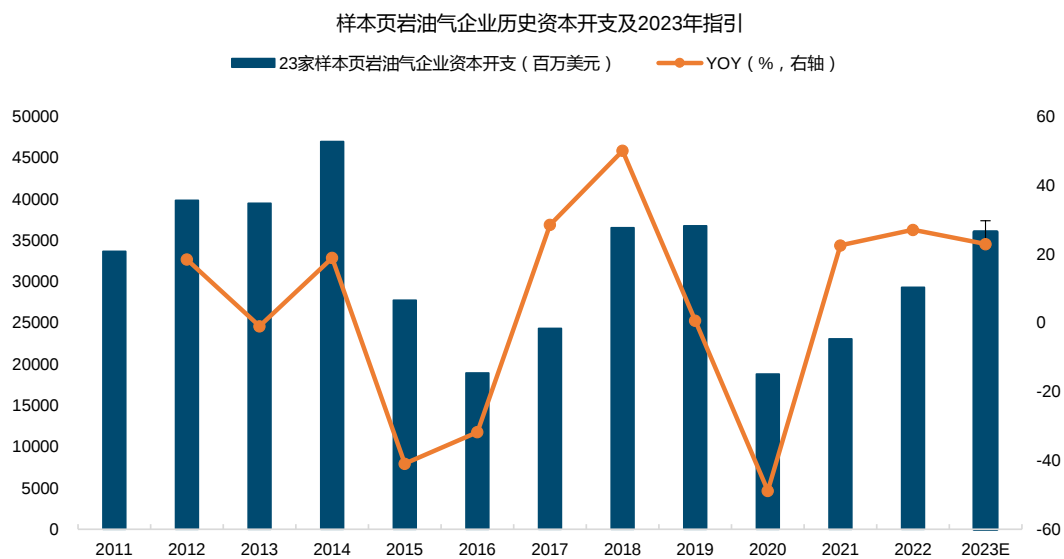


图表8：样本页岩油气企业历史原油产量及2023年指引



来源：各公司公告，国金证券研究所

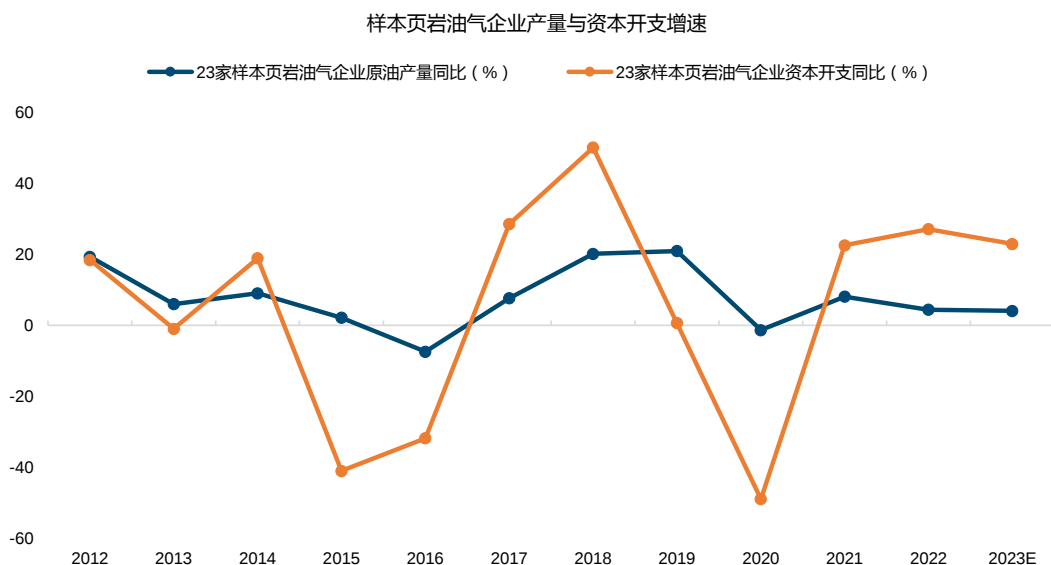
图表9：样本页岩油气企业历史资本开支及2023年指引



来源：各公司公告，国金证券研究所



图表10：样本页岩油气企业原油产量与资本开支增速对比



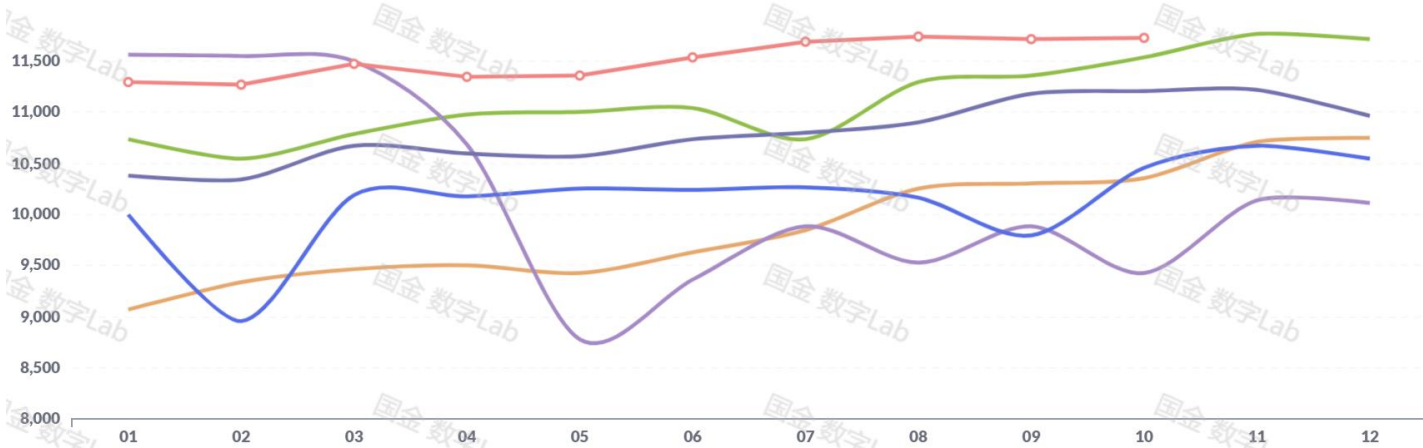
来源：各公司公告，国金证券研究所

2023年10月美国原油产量为1173万桶/天，环比增加0.13%，2023年以来原油月产量维持在1127-1174万桶/天的范围区间，整体产量增量不及预期。10月美国原油出口量为379万桶/天，环比减少9.76%，2023年以来美国原油出口量未出现明显增量。

图表11：美国原油产量（千桶/天）

美国原油产量（千桶/天）

● 2018 ● 2019 ● 2020 ● 2021 ● 2022 ● 2023



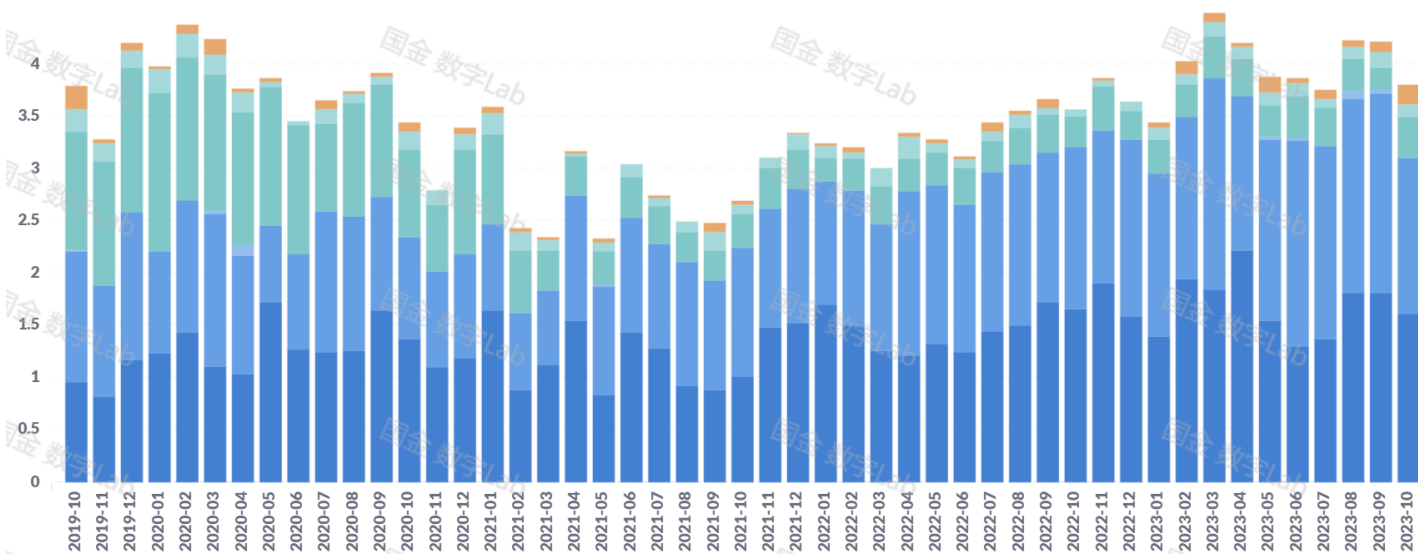
来源：Rystad Energy，数字未来 Lab，国金证券研究所



图表12：美国原油出口量（百万桶/天）

美国原油出口量（百万桶/天）

其他区域 中南美洲 北美及加勒比区域 非洲 欧洲及东地中海区域 亚洲



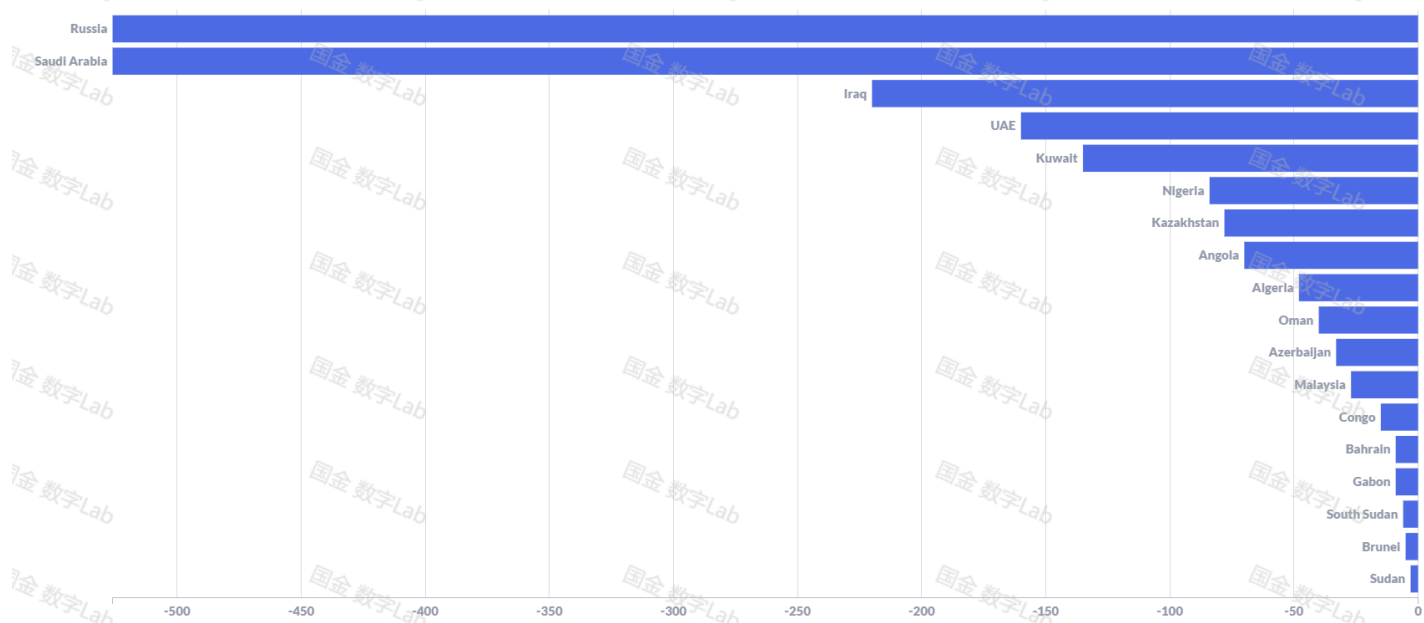
来源：Refinitiv，数字未来 Lab，国金证券研究所

在美国页岩油产量增长无力的背景下，OPEC+已经事实上成为原油边际定价商，我们梳理了2022年以来的三次OPEC+减产情况。

2022年10月，OPEC+部长级会议决议开启新一轮减产周期，计划2022年11月起至2023年底，在2022年8月基准生产配额（4385万桶/天）的基础上减少200万桶/天的配额，2022年11月生产配额为4185万桶/天，本次减产配额占到2022年8月基准生产配额的4.56%，沙特、俄罗斯、伊拉克、阿联酋及科威特等重要产油国承担了主要的减产配额。

图表13：2022年11月OPEC+减产200万桶/天

OPEC+成员国2022年11月较2022年10月生产配额变化（千桶/天）



来源：OPEC，数字未来 Lab，国金证券研究所

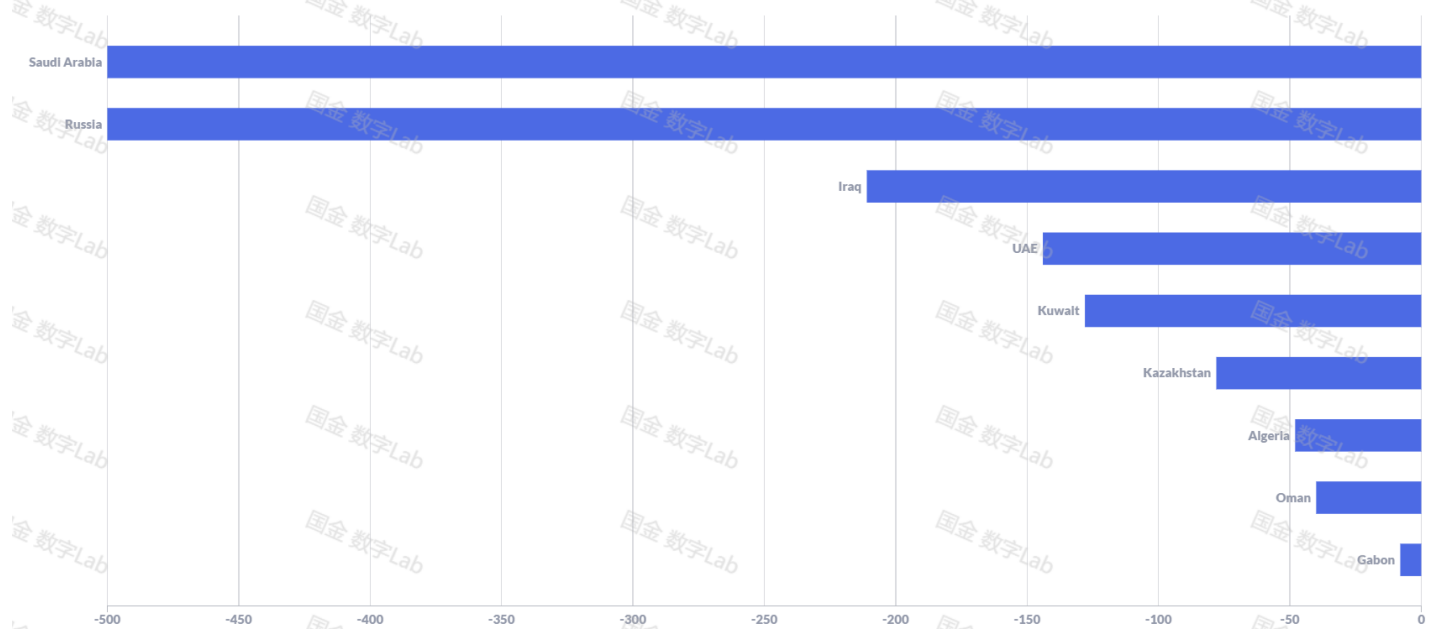
2023年2月，俄罗斯宣布自3月份起在额外自愿减产50万桶/天。2023年4月，OPEC宣布自5月起自愿减产，并维持产量配额至2023年底。其中沙特自愿减产50万桶/天；伊拉克自愿减产21.1万桶/天；阿联酋自愿减产14.4万桶/天；科威特自愿减产12.8万桶/天；哈萨克斯坦自愿减产7.8万桶/天；阿尔及利亚自愿减产4.8万桶/天；阿曼自愿减产



4 万桶/天。OPEC+在本轮自愿减产中合计减产约 165 万桶/天，生产配额进一步下降到 4020 万桶/天，本次减产量占到 2022 年 11 月生产配额的 3.94%。

图表14：2023 年 5 月 OPEC+ 自愿减产约 165 万桶/天

OPEC+成员国2023年5月较2022年11月生产配额变化（千桶/天）



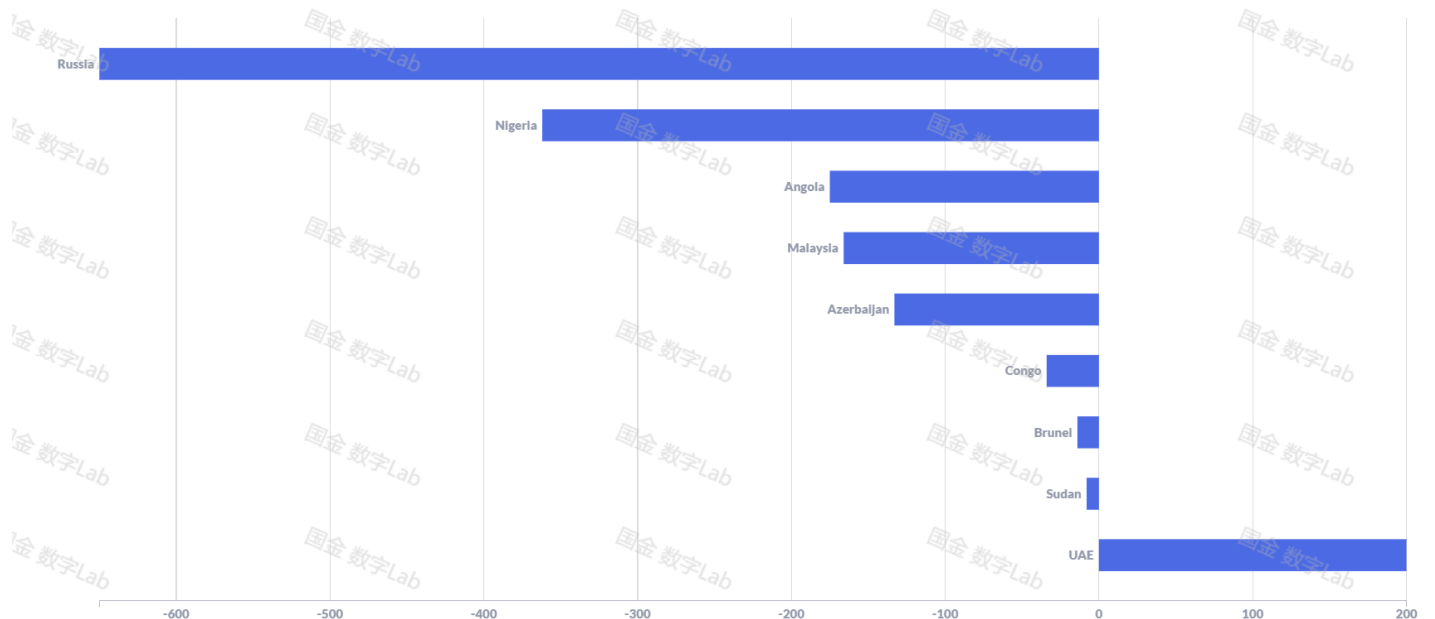
来源：OPEC，数字未来 Lab，国金证券研究所

2023 年 6 月 4 日，OPEC+部长级会议谈判较为艰难，减产议题受到了非洲成员国的强烈反对，最终决议于 2024 年 1 月起设立一个新的基准生产配额，同时将 2023 年 OPEC+ 自愿减产 165 万桶/天延长至 2024 年底，这样以来 2024 年 1 月 OPEC+的生产配额相较于 2023 年 5 月的生产配额共计下调了 139.3 万桶/天，达到 3880 万桶/天，本次减产量占到 2023 年 5 月生产配额的 3.47%。

同时，沙特能源部宣布 2023 年 7 月将在 2023 年 5 月的生产配额基础上再实施为期 1 个月约 100 万桶/天的额外减产，这一举措将使沙特 7 月原油产量降至 900 万桶/天，目前这一额外减产已延长至 2023 年底。俄罗斯则宣布在 8 月进行额外 50 万桶/天的减产，并在 9-12 月减少原油出口 30 万桶/天。

图表15：2023 年 6 月会议后 2024 年 1 月相较于 2023 年 5 月生产配额变化

OPEC+成员国2024年1月较2023年5月生产配额变化（千桶/天）



来源：OPEC，数字未来 Lab，国金证券研究所



2023 年 11 月 30 日，OPEC+宣布于 2024 年第一季度进一步自愿减产 220 万桶/日，其中，沙特减产 100 万桶/天、伊拉克减产 22.3 万桶/天，阿联酋减产 16.3 万桶/天，科威特减产 13.5 万桶/天，哈萨克斯坦减产 8.2 万桶/天，阿尔及利亚减产 5.1 万桶/天，阿曼减产 4.2 万桶/天，俄罗斯减产 50 万桶/天。这样以来，2024 年 1 月生产配额达到 3656.1 万桶/天，相较于 2022 年 8 月的基准生产配额共计下调了 729.2 万桶/天，占到原基准生产配额的 16.63%。

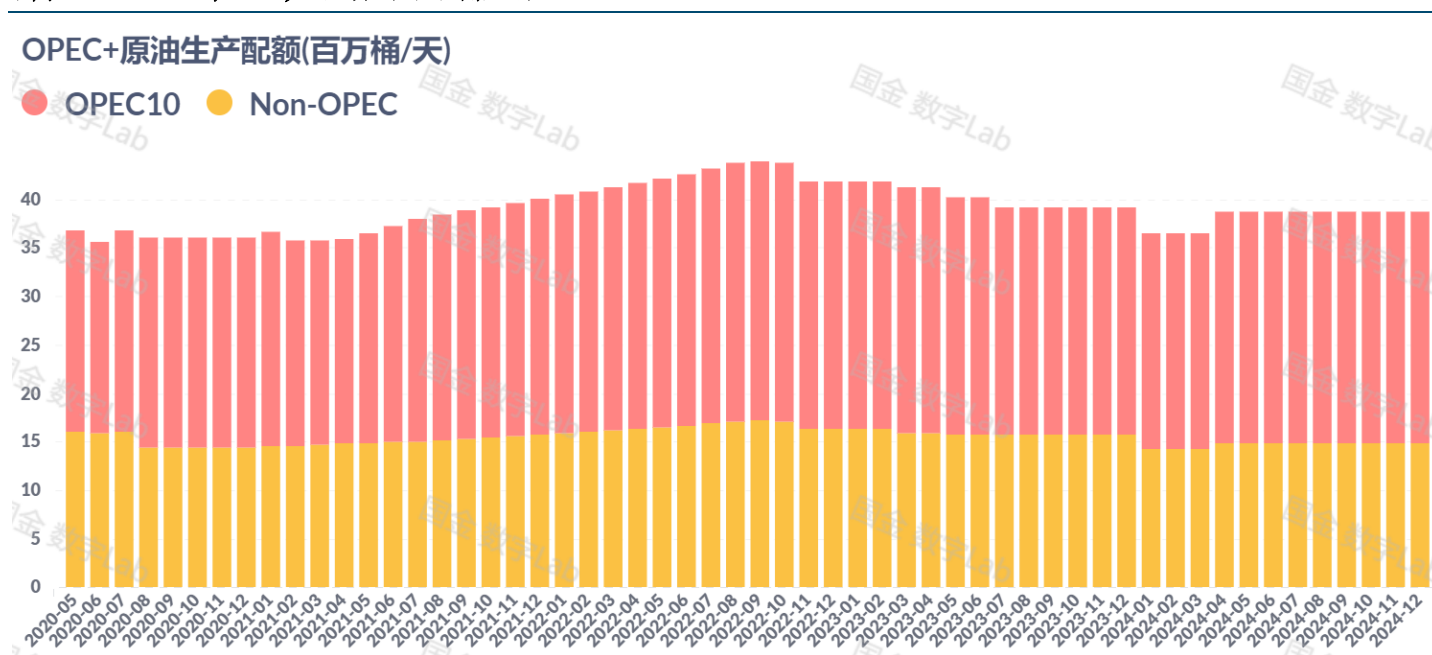
图表16：2023 年 4 月 OPEC 会议与 11 月 OPEC 会议自愿减产情况对比

	2023 年 4 月会议自愿减产 (千桶/天)	本次会议自愿减产 (千桶/天)
沙特	100	100
俄罗斯	50	50
伊拉克	21.1	22.3
阿联酋	14.4	16.3
科威特	12.8	13.5
哈萨克斯坦	7.8	8.2
阿尔及利亚	6.8	5.1
阿曼	4	4.2
加蓬	0.8	-
合计	217.7	219.6

来源：OPEC，国金证券研究所

注：沙特 7-12 月自愿额外减产产量增加至 100 万桶/天，阿尔及利亚 8 月自愿额外减产产量增加至 6.8 万桶/天。

图表17：OPEC+原油生产配额 (百万桶/天)



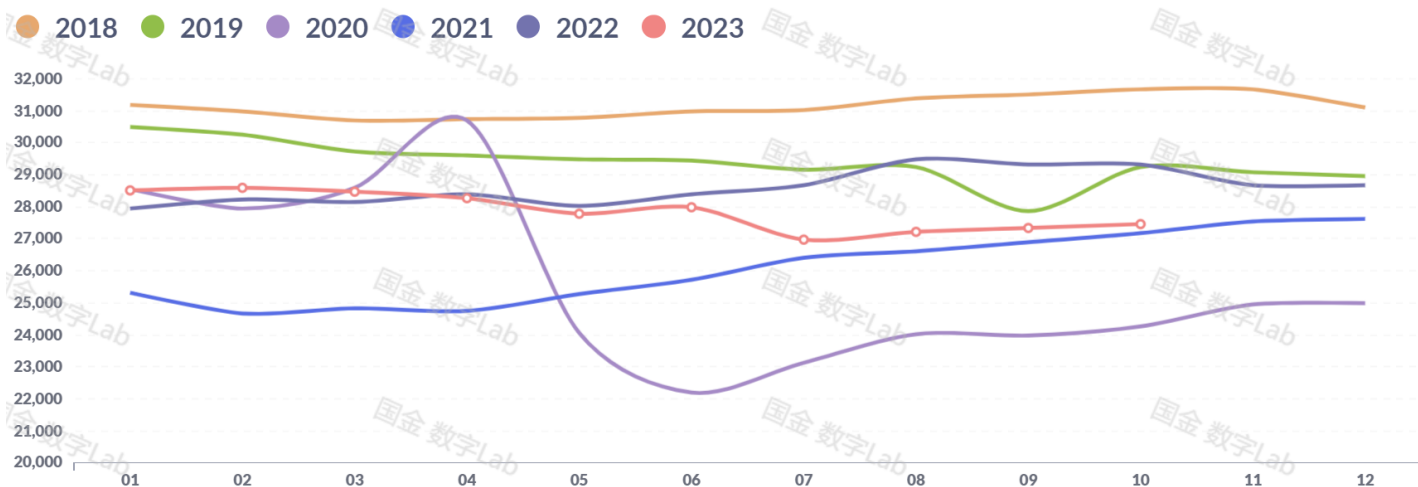
来源：OPEC，数字未来 Lab，国金证券研究所

2023 年 10 月 OPEC 原油产量为 2745 万桶，环比增加 0.35%，原油出口量为 2076 万桶，环比增加 5.01%。OPEC 原油对外出口量基本恢复至 2019 年疫情前水平，考虑到 OPEC 目前决定维持 200 万桶/天的减产执行计划至 2023 年底、维持 115 万桶/天的额外自愿减产至 2024 年底、沙特将在 2023 年 7-12 月实施独立于 OPEC+的额外减产 100 万桶/天，以及 OPEC+于 2024 年第一季度进行 220 万桶/天的自愿减产，OPEC 后续原油边际供应增量或较为有限。



图表18: OPEC 原油产量 (千桶/天)

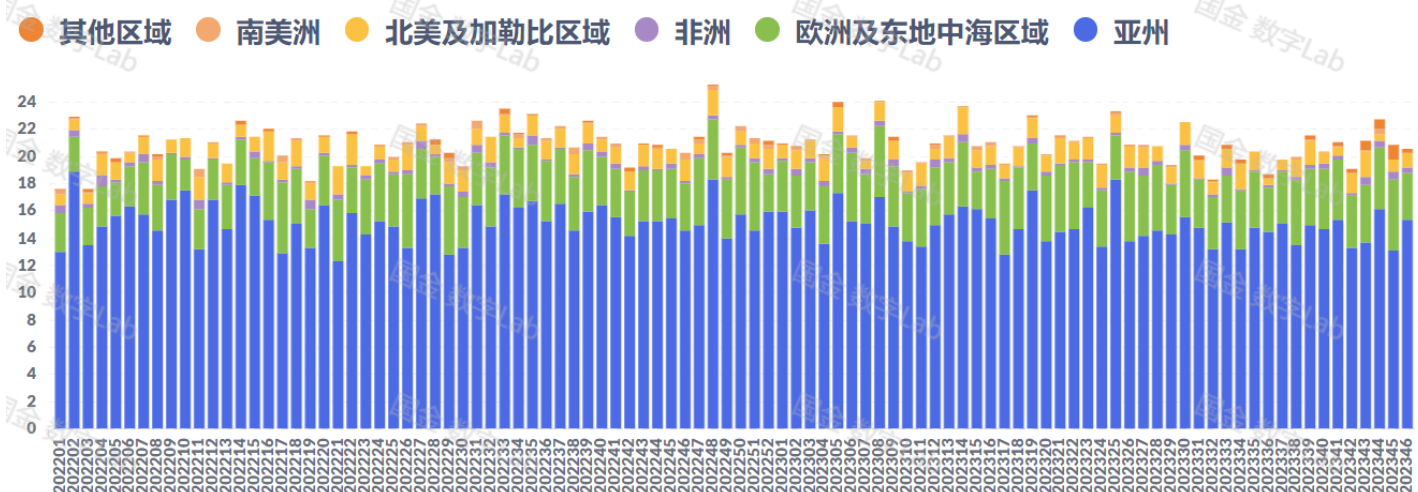
OPEC原油产量 (千桶/天)



来源: Rystad Energy, 数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表19: OPEC 原油出口量 (百万桶/天)

OPEC原油出口量 (周度-百万桶/天)



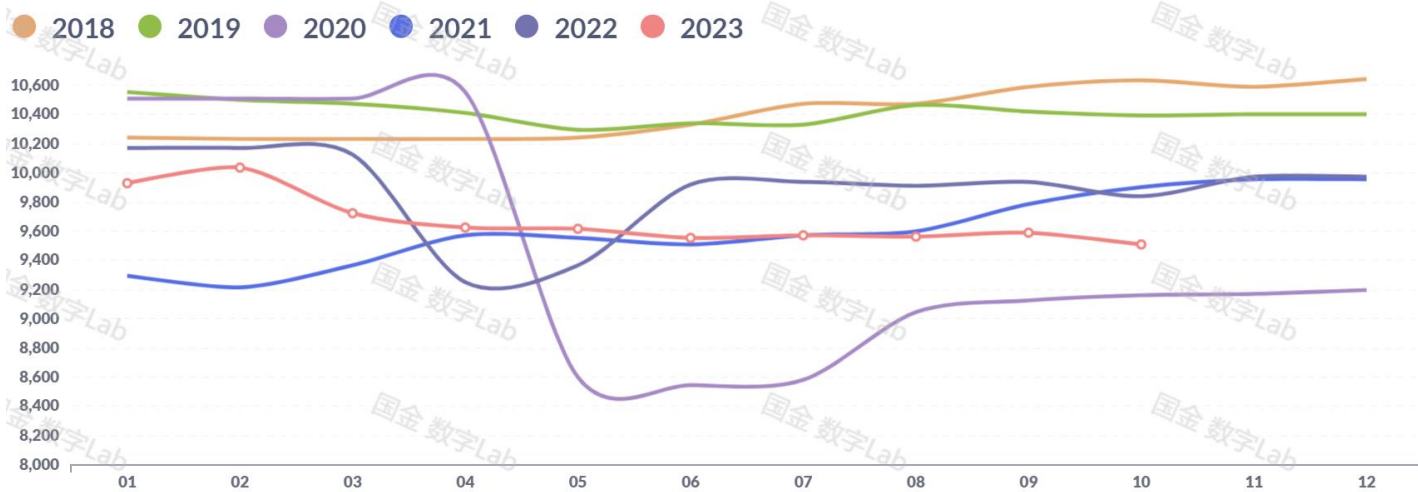
来源: Refinitiv, 数字未来 Lab, 国金证券研究所

2023 年 10 月俄罗斯原油产量为 9.51 百万桶, 环比减少 0.84%, 10 月原油出口量为 462 万桶, 环比增加 3.13%。俄罗斯原油供应自 2022 年开始逐步增加对亚洲供应量, 而减少欧洲供应量, 实际对外原油供应并未出现显著下滑, 基本维持在历史中高位水平, 但考虑到俄罗斯宣布 3 月起减产 50 万桶/天, 并维持到 2024 年底, 同时将在 2023 年 8 月额外减产 50 万桶/天, 在 2023 年 9-12 月减少出口 30 万桶/天, 后续俄罗斯原油对外供应量或出现边际减少。



图表20：俄罗斯原油产量（千桶/天）

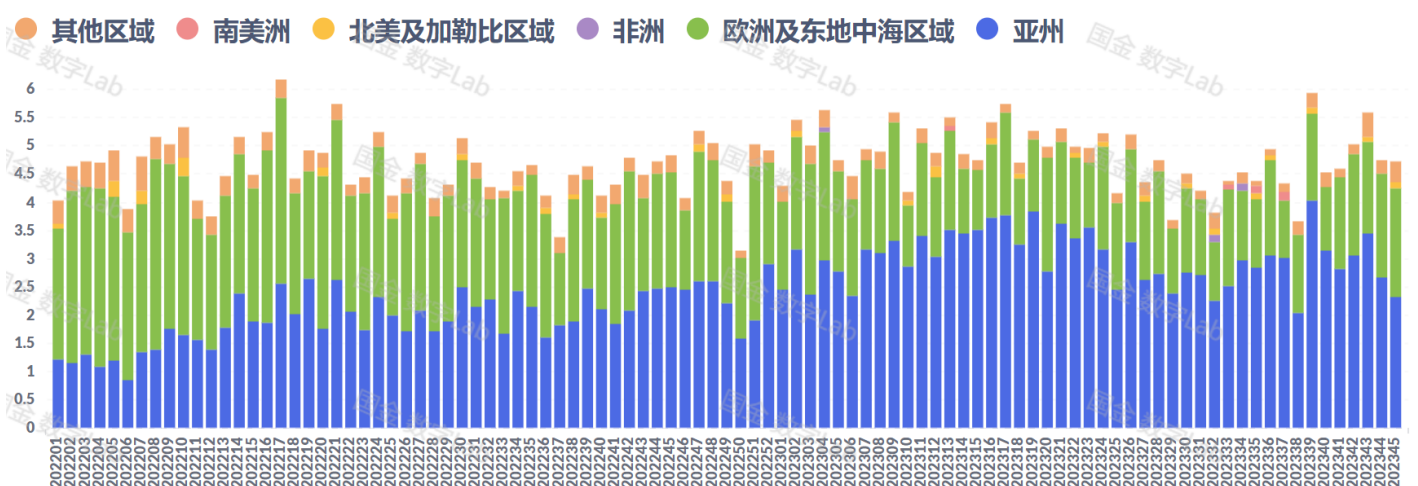
俄罗斯原油产量（千桶/天）



来源：Rystad Energy, 国金证券研究所

图表21：俄罗斯原油出口量（百万桶/天）

俄罗斯原油出口量（周频-百万桶/天）

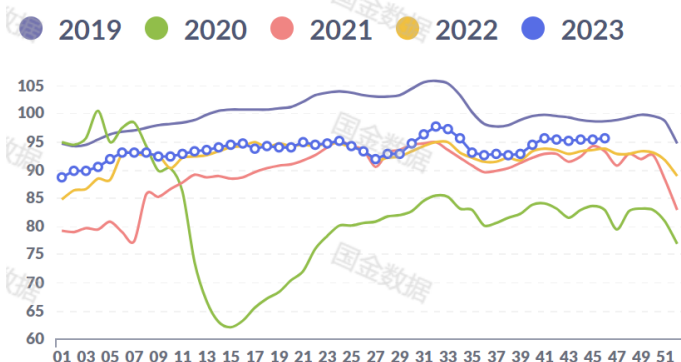


来源：Refinitiv, 数字未来 Lab, 国金证券研究所

整体海外出行强度持续维持复苏趋势，2023 年欧美出行指数基本维持 2021-2022 年同期水平，法国出行强度甚至超过了疫情前同期水平。伴随美联储加息结束，需求预期回暖，海外油品需求或将持续维持较为稳健的态势。

图表22：北美出行指数

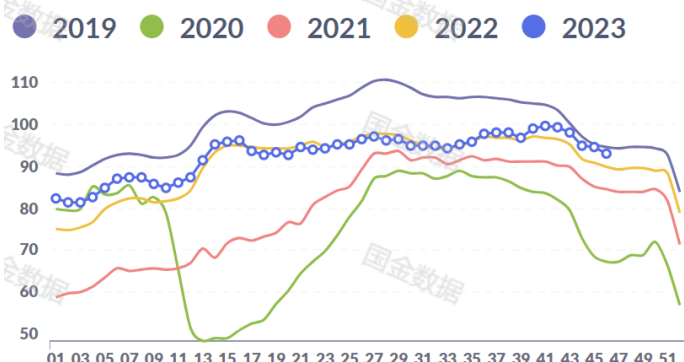
北美出行指数



来源：Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

图表23：欧洲出行指数

欧洲出行指数

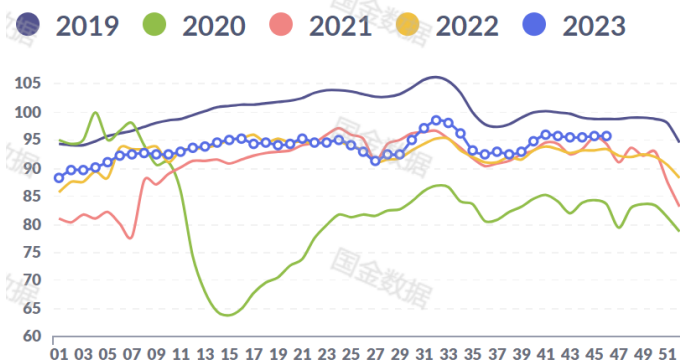


来源：Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所



图表24：美国出行指数

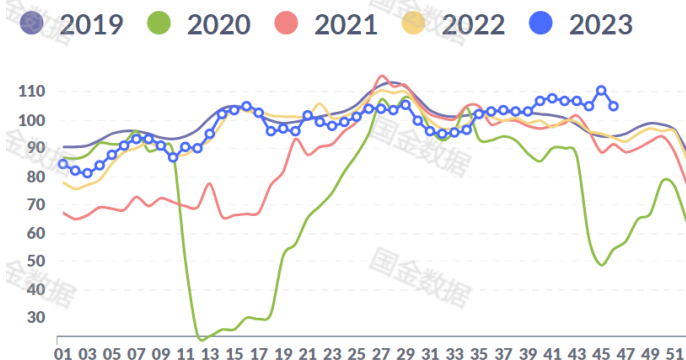
美国出行指数



来源：Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

图表25：法国出行指数

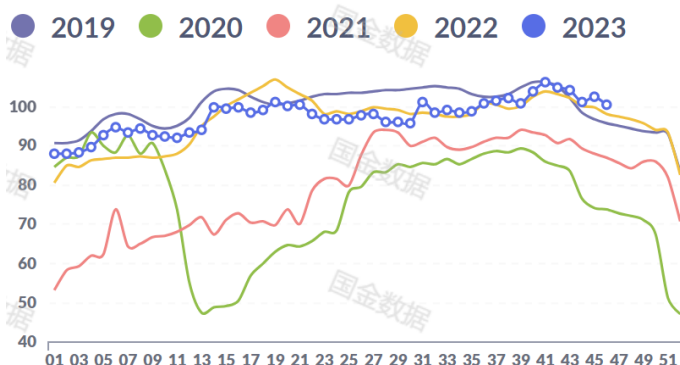
法国出行指数



来源：Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

图表26：德国出行指数

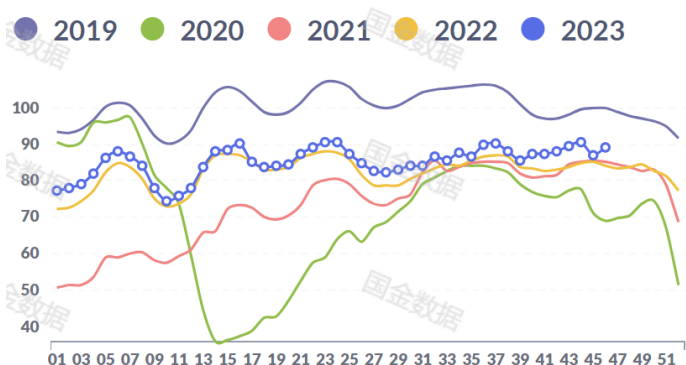
德国出行指数



来源：Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

图表27：英国出行指数

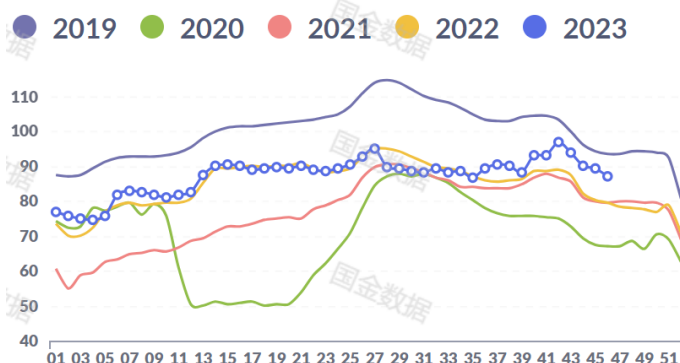
英国出行指数



来源：Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

图表28：西班牙出行指数

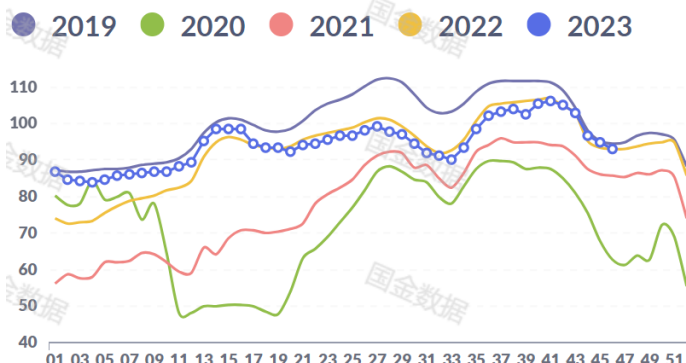
西班牙出行指数



来源：Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

图表29：意大利出行指数

意大利出行指数

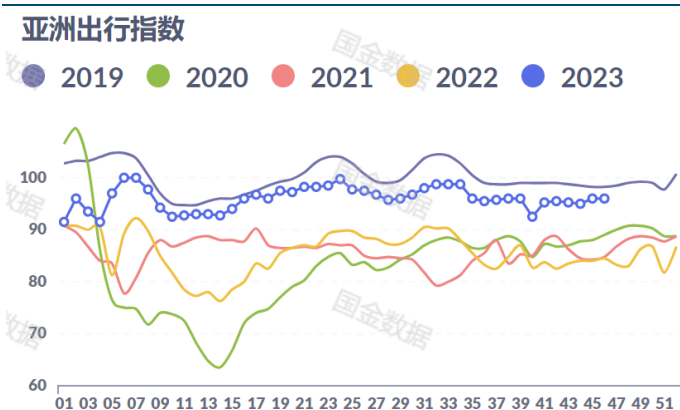


来源：Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

东南亚及其他重点亚太国家出行强度持续维持强劲的恢复态势，当前恢复状况已接近2019年疫情前水平，亚太地区出行强度恢复持续强劲或将推动亚太地区各类油品边际需求持续增加。

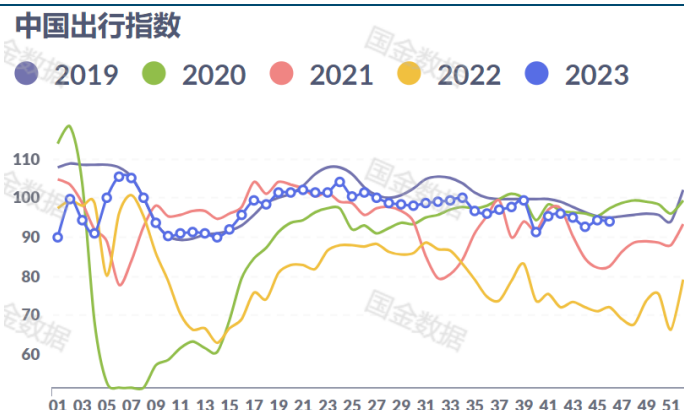


图表30：亚洲出行指数



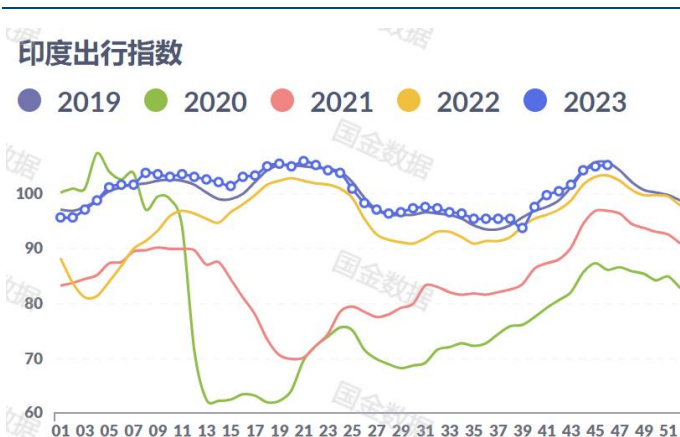
来源：Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

图表31：中国出行指数



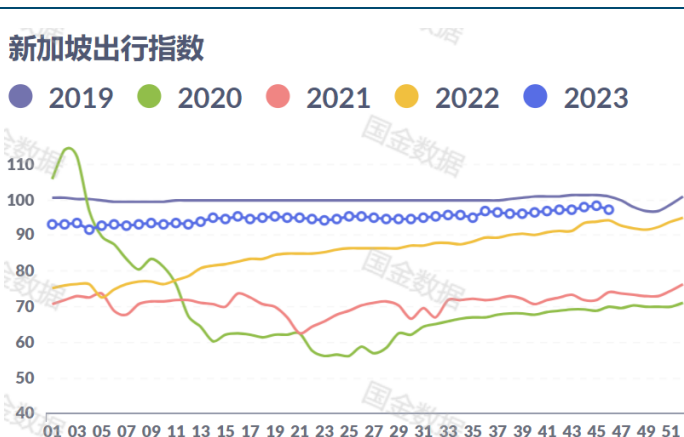
来源：Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

图表32：印度出行指数



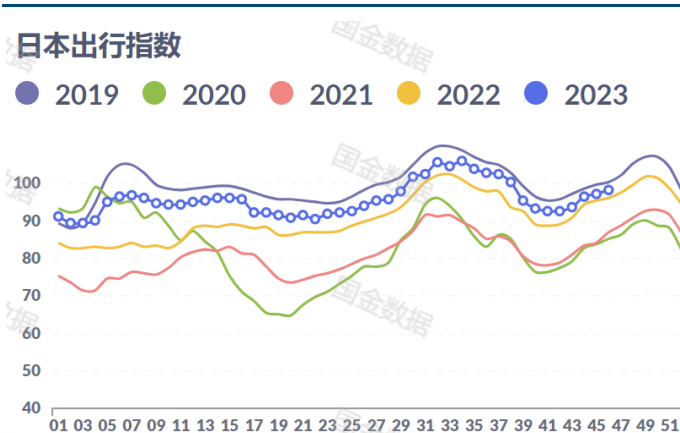
来源：Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

图表33：新加坡出行指数



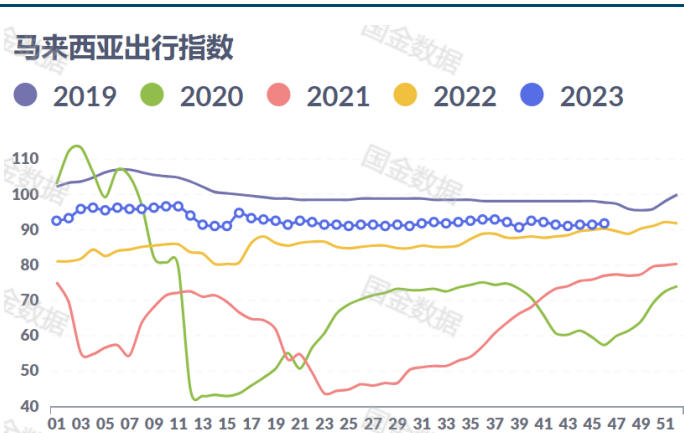
来源：Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

图表34：日本出行指数



来源：Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

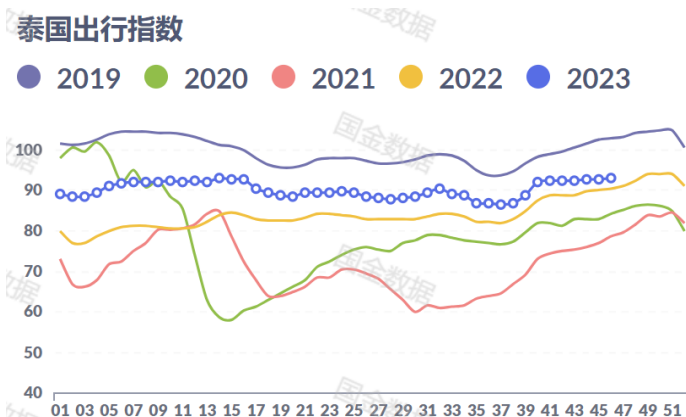
图表35：马来西亚出行指数



来源：Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

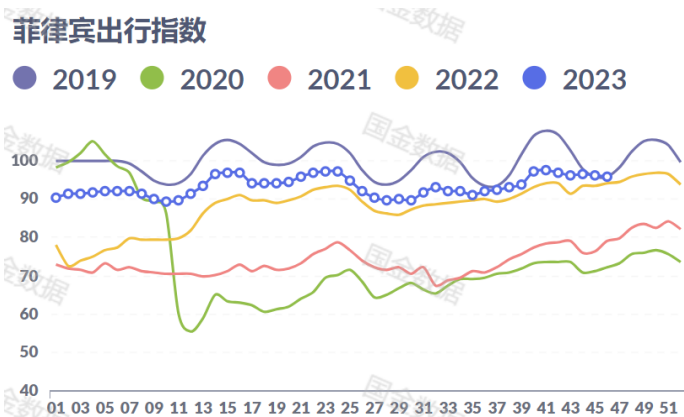


图表36: 泰国出行指数



来源: Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

图表37: 菲律宾出行指数



来源: Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

大洋洲近期出行强度显著恢复, 当前已达到 2019 年疫情前水平, 澳大利亚、新西兰均已达到 2019 年疫情前水平。

图表38: 大洋洲出行指数



来源: Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

图表39: 澳大利亚出行指数



来源: Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

图表40: 新西兰出行指数



来源: Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

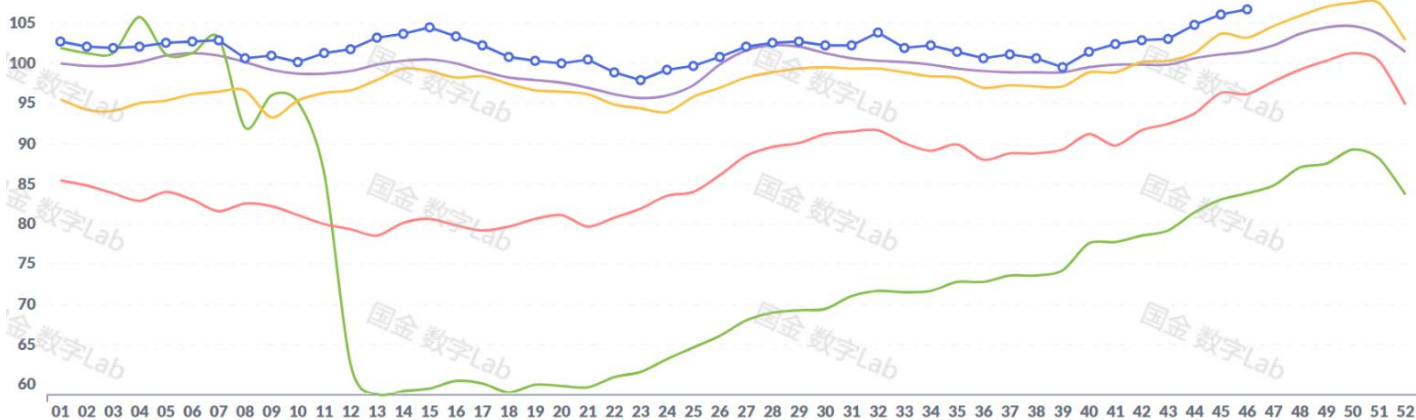
南美出行当前已恢复至疫情前水平, 其中巴西、阿根廷、哥伦比亚、智利当前出行强度均往年同期水平最高水平。



图表41: 南美出行指数

南美出行指数

● 2019 ● 2020 ● 2021 ● 2022 ● 2023

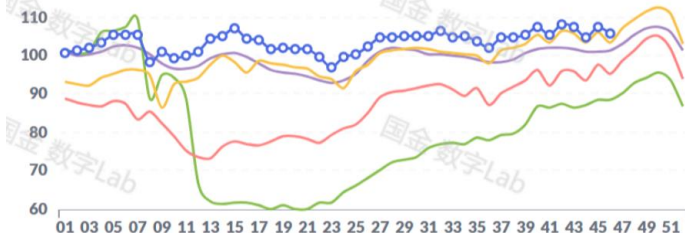


来源: Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

图表42: 巴西出行指数

巴西出行指数

● 2019 ● 2020 ● 2021 ● 2022 ● 2023

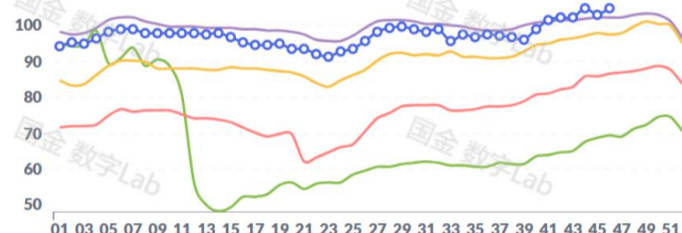


来源: Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

图表43: 阿根廷出行指数

阿根廷出行指数

● 2019 ● 2020 ● 2021 ● 2022 ● 2023

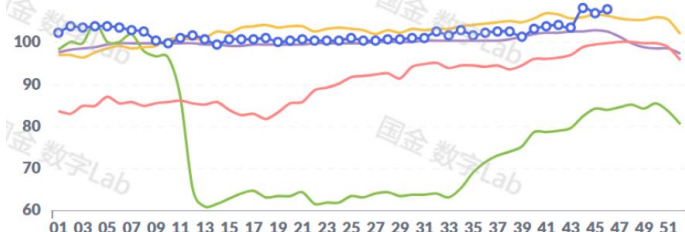


来源: Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

图表44: 哥伦比亚出行指数

哥伦比亚出行指数

● 2019 ● 2020 ● 2021 ● 2022 ● 2023

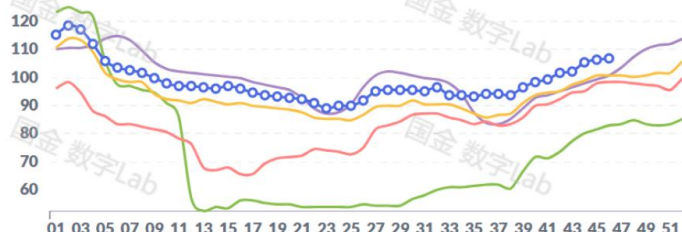


来源: Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

图表45: 智利出行指数

智利出行指数

● 2019 ● 2020 ● 2021 ● 2022 ● 2023

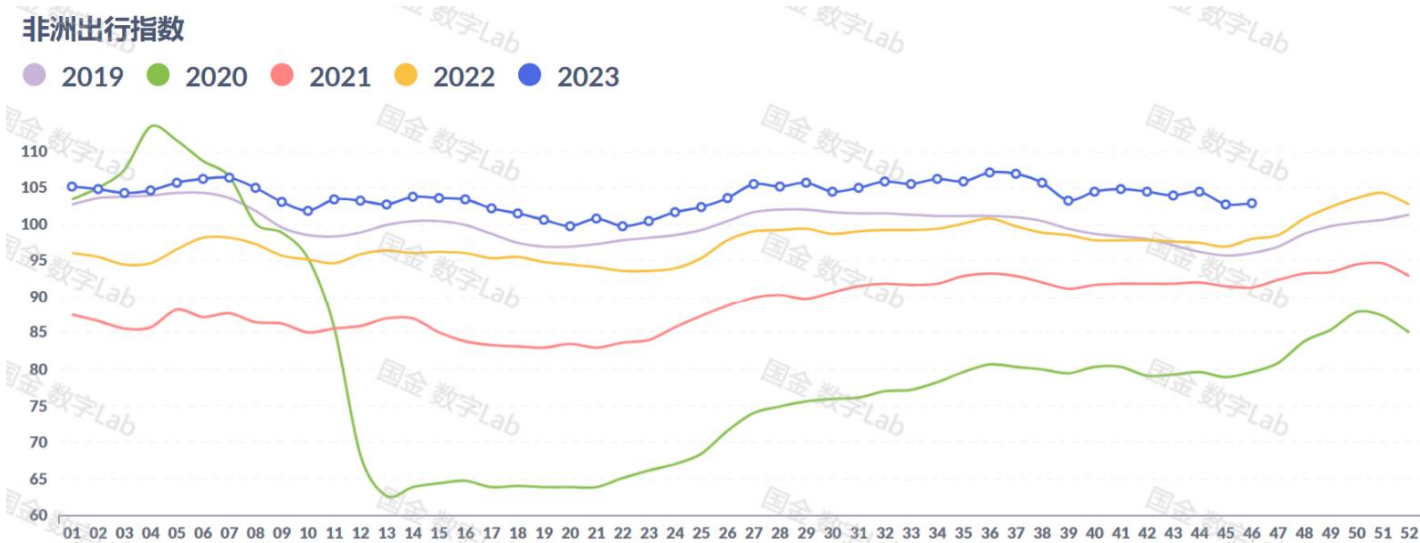


来源: Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

非洲出行当前已恢复超过疫情前水平, 其中尼日利亚、埃及、阿尔及利亚等国当前出行强度达到往年同期最高水平。



图表46: 非洲出行指数



来源: Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

图表47: 尼日利亚出行指数



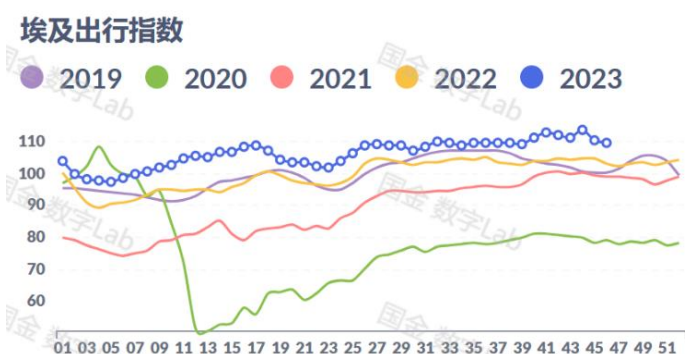
来源: Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

图表48: 南非出行指数



来源: Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

图表49: 埃及出行指数



来源: Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

图表50: 阿尔及利亚出行指数



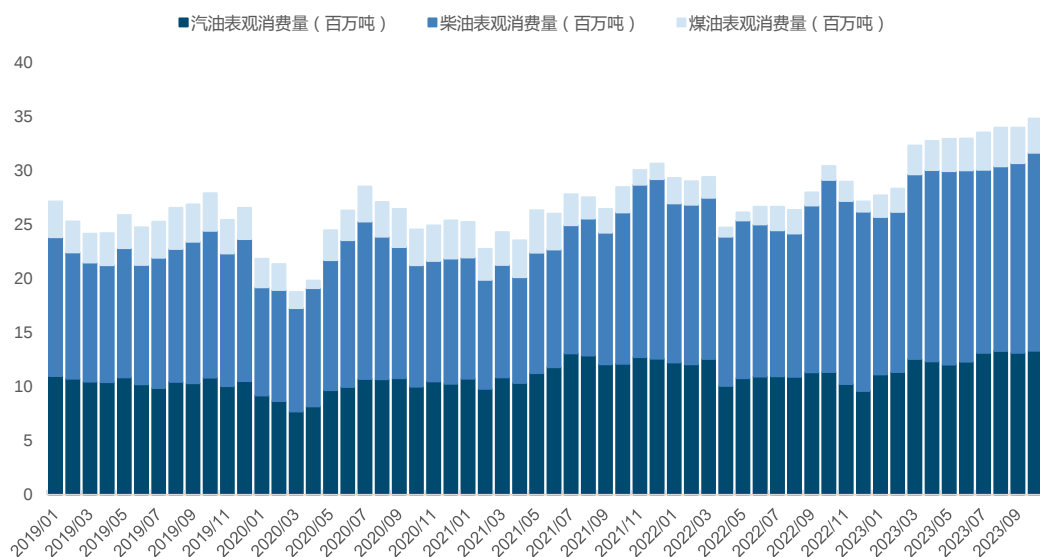
来源: Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

1.2 航班出行强度仍存恢复空间，成品油市场有望维持中高景气

2023 年以来成品油消费需求持续旺盛，3 月以来始终处于往年同期最高水平，1-10 月汽油/柴油/煤油表观消费量分别为 1.25 亿吨/1.70 亿吨/0.29 亿吨，分别同比增加 10.02%/15.58%/73.94%，其中,10 月成品油表观消费量达到 34.85 万吨，创近年单月历史新高。



图表51：中国成品油需求持续旺盛

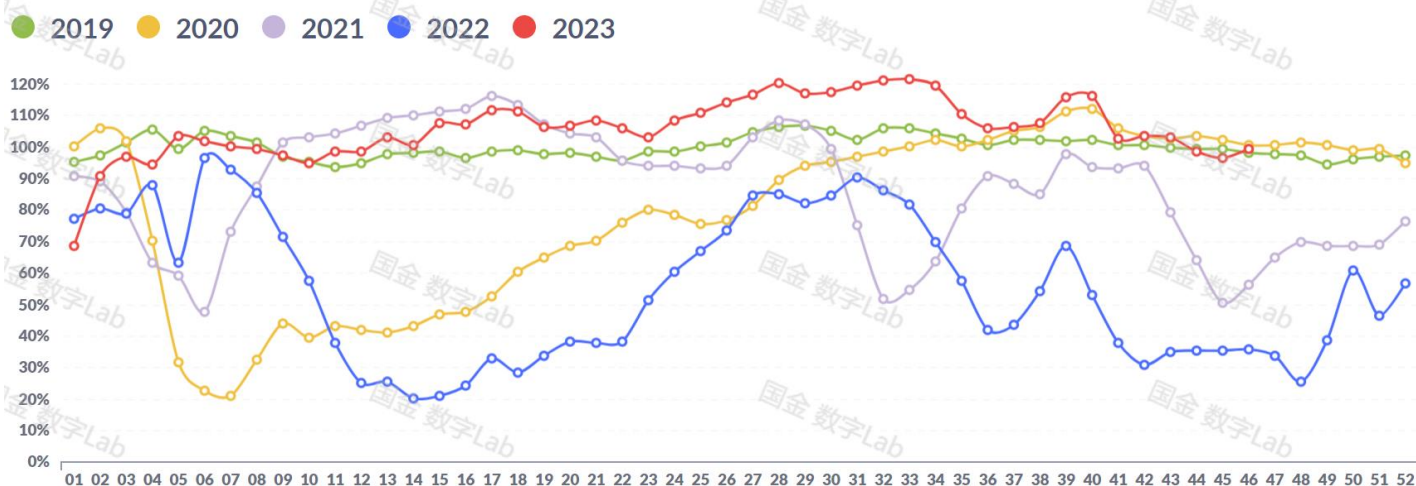


来源：卓创资讯，国金证券研究所

2022 年受疫情封控影响，我国国内航班出行强度达到了近四年同期的最低水平，伴随 2023 年疫情政策转变航空出行持续复苏，甚至在 5-10 月恢复至近年来同期最高水平。我国国际航班出行指数自 2020 年疫情开始大幅滑落，2020-2022 年航班出行指数始终处于较低水平，2023 年春节后航空出行持续复苏，相较于 2020-2022 年已有显著提升，但距离 2019 年疫情前水平仍存在较大恢复空间。伴随航班出行强度的进一步恢复，成品油消费需求或存在边际增量。

图表52：国内航班出行指数显著恢复

航空出行-国内航班出行指数



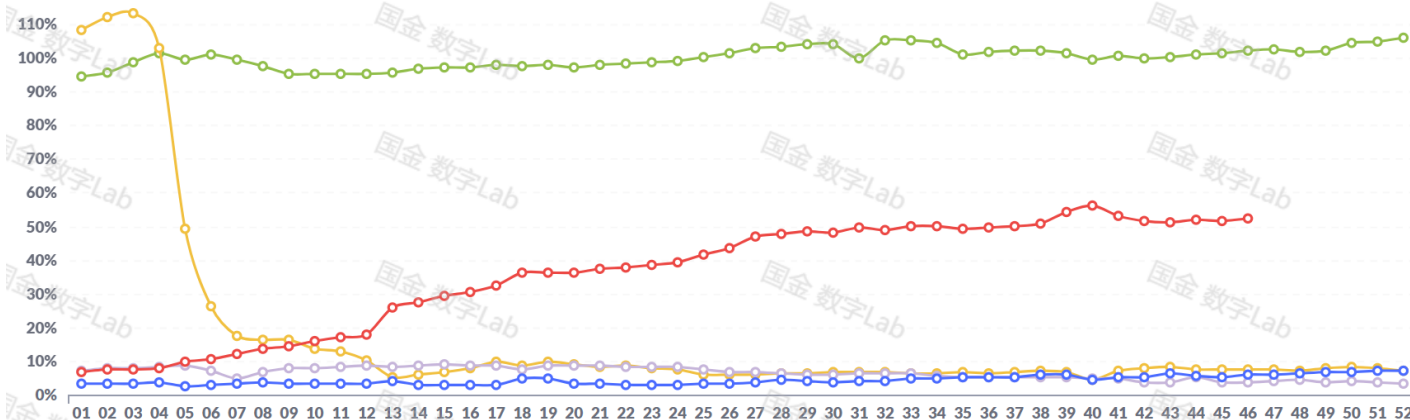
来源：航班管家，国金数字 Lab，国金证券研究所



图表53：国际航班出行指数显著恢复

航空出行-国际航班出行指数

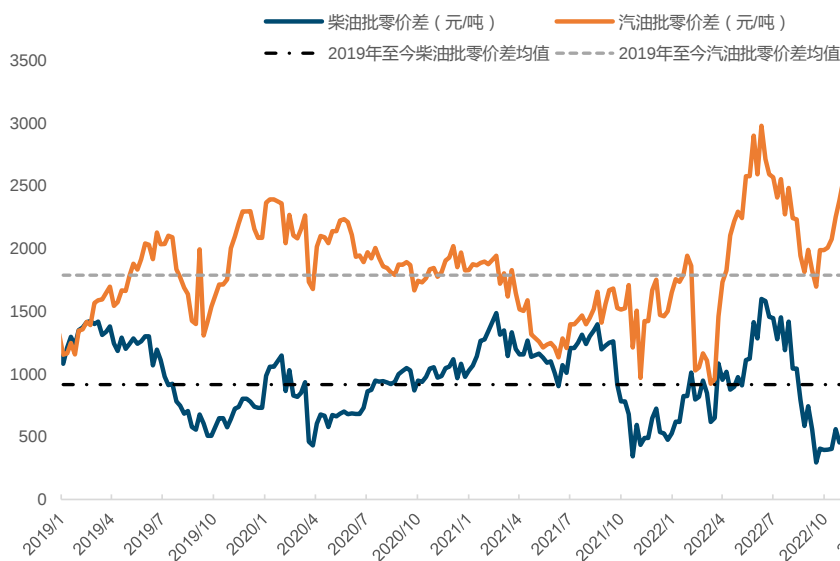
● 2019 ● 2020 ● 2021 ● 2022 ● 2023



来源：航班管家，国金数字 Lab，国金证券研究所

与此同时，国内汽柴油批零价差持续维持稳健，2019 年以来柴油/汽油批零价差均值为 915 元/1787 元/吨，成品油销售板块中高景气有望延续。

图表54：柴汽油批零价差（元/吨）



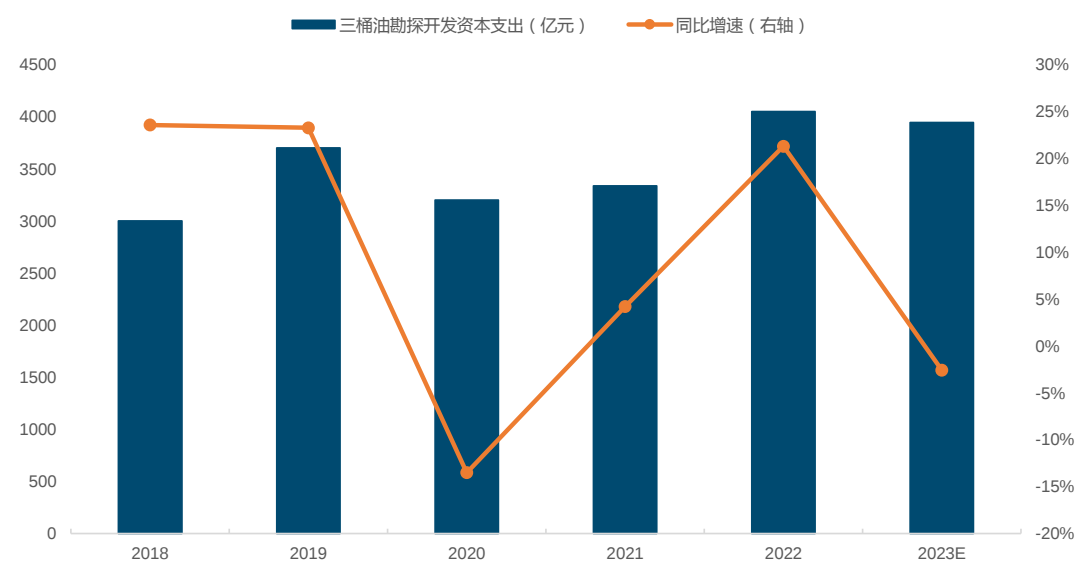
来源：，国金证券研究所

1.3 三桶油业绩持续稳健，股息回报丰厚

为响应国家增储上产号召，保障国家能源安全，三桶油持续维持较高的勘探开发资本开支水平，2023 年 10 月中国海油发布业绩公告，称为加速建设油气田以提升公司储量和产量调整全年资本开支预算为 1200-1300 亿元，在调整后三桶油 2023 年勘探开发资本开支指引合计约为 3949 亿元，同比减少 2.55%，持续维持在较高水平，三桶油上游油气勘探开发业绩有望维持稳健。



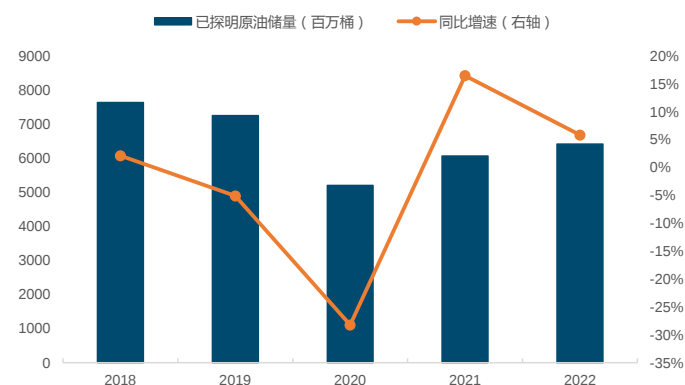
图表55：三桶油勘探开发资本支出持续维持较高水平



来源：中国石油公司公告，中国石化公司公告，中国海油公司公告，国金证券研究所

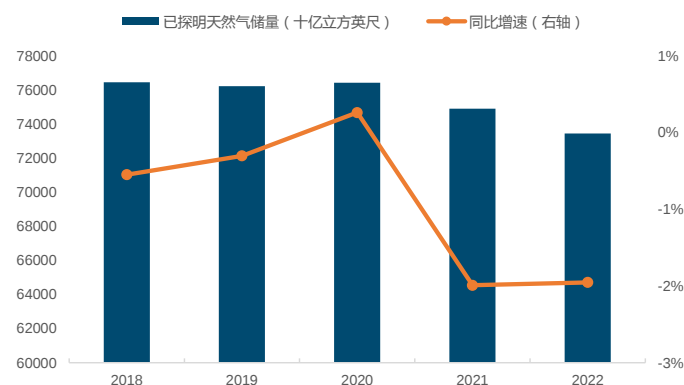
三桶油合计原油储量自 2020 年底部回升，整体维持在较高水平。2022 年三桶油合计原油储量达到 127.13 亿桶，同比上升 8.32%；三桶油合计天然气储量持续维持较高水平，2022 年三桶油合计天然气储量为 91.22 兆立方英尺，同比下降 0.54%。

图表56：中国石油已探明原油储量



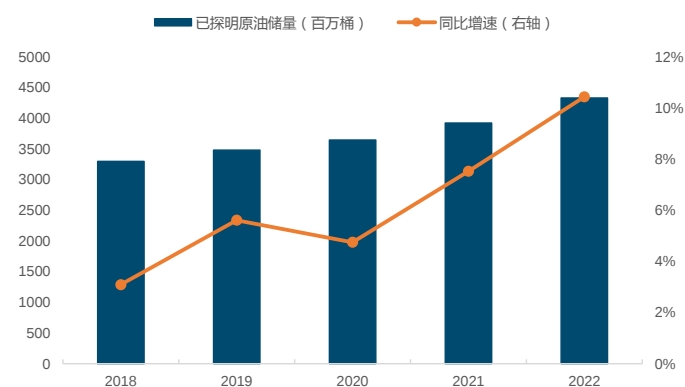
来源：中国石油公司公告，国金证券研究所

图表57：中国石油已探明天然气储量



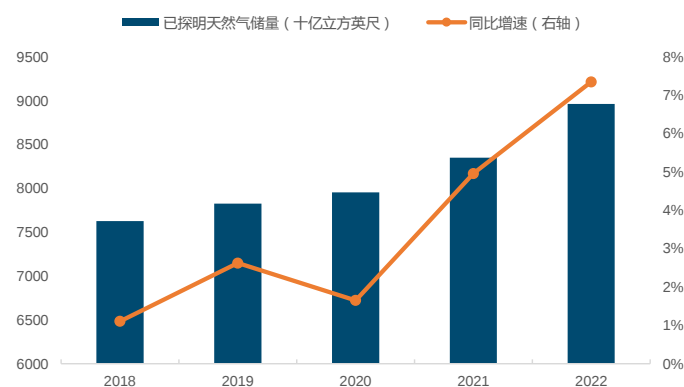
来源：中国石油公司公告，国金证券研究所

图表58：中国海油已探明原油储量



来源：中国海油公司公告，国金证券研究所

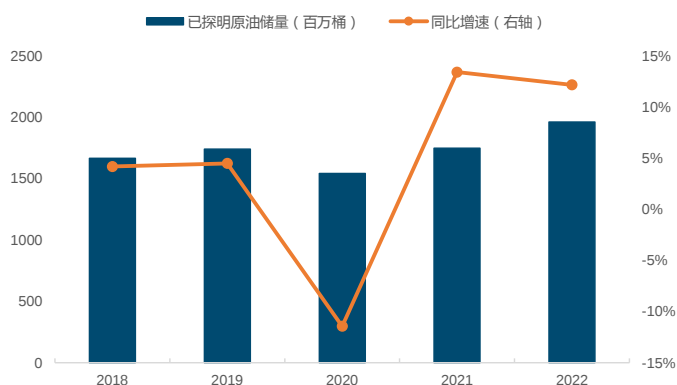
图表59：中国海油已探明天然气储量



来源：中国海油公司公告，国金证券研究所

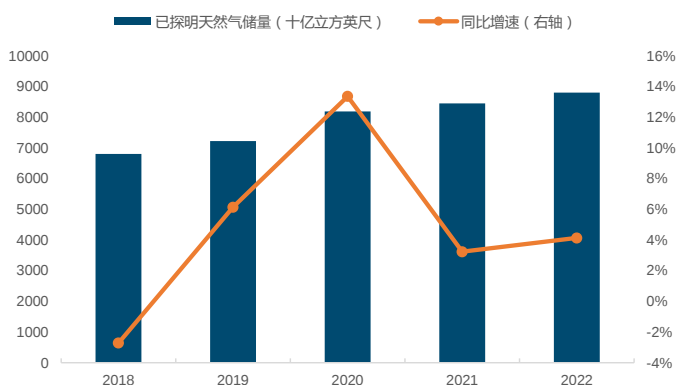


图表60：中国石化已探明原油储量



来源：中国石化公司公告，国金证券研究所

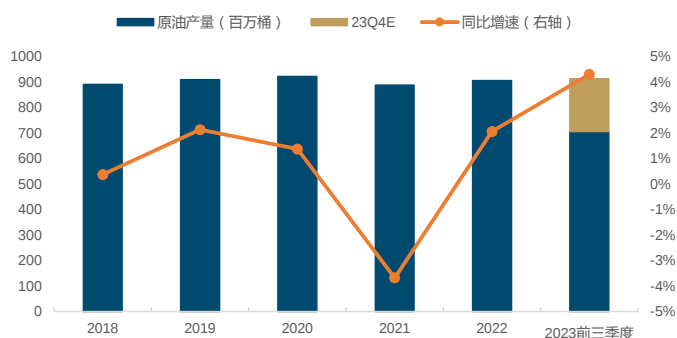
图表61：中国石化已探明天然气储量



来源：中国石化公司公告，国金证券研究所

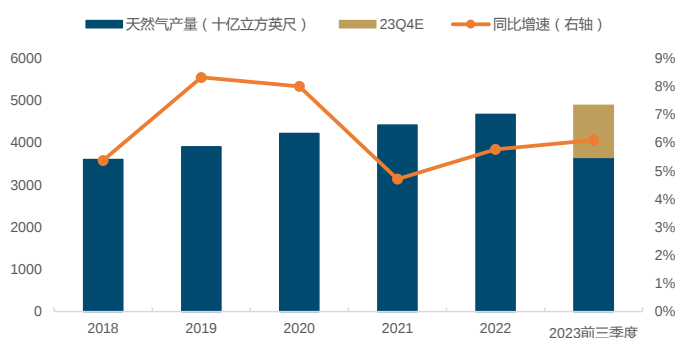
三桶油合计原油产量持续维持稳定，2023 年前三季度合计原油产量达到 13.06 亿桶，同比增加 4.48%。三桶油合计天然气产量维持稳中有升，2023 年前三季度合计天然气产量达到 5.3 兆立方英尺，同比上升 7.19%。三桶油上游资产开发稳定为未来业绩增长和公司高股息回报奠定了坚实基础。

图表62：中国石油原油产量



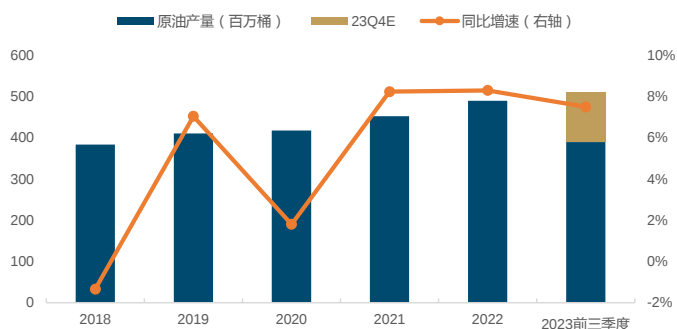
来源：中国石油公司公告，国金证券研究所

图表63：中国石油天然气产量



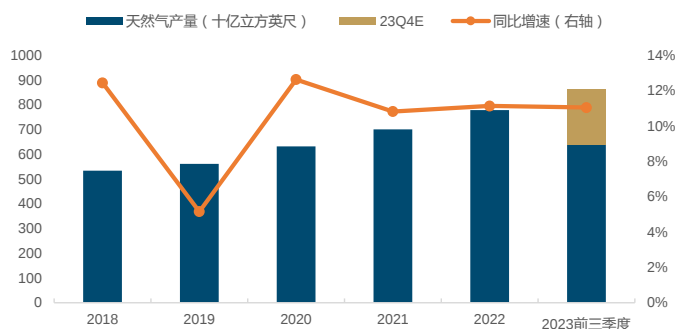
来源：中国石油公司公告，国金证券研究所

图表64：中国海油原油产量



来源：中国海油公司公告，国金证券研究所

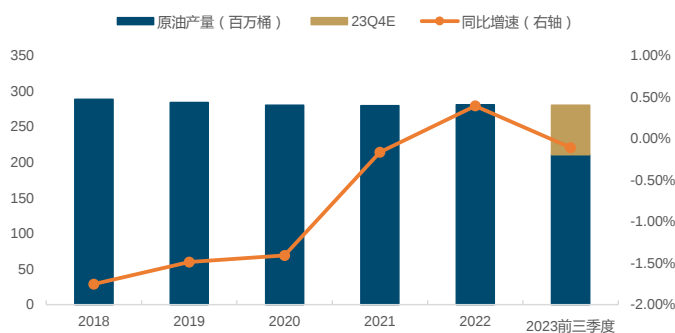
图表65：中国海油天然气产量



来源：中国海油公司公告，国金证券研究所

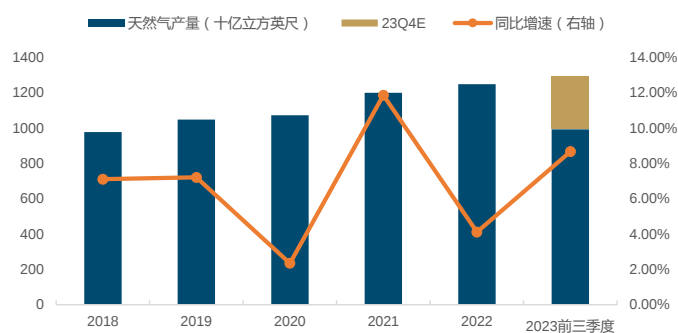


图表66：中国石化原油产量



来源：中国石化公司公告，国金证券研究所

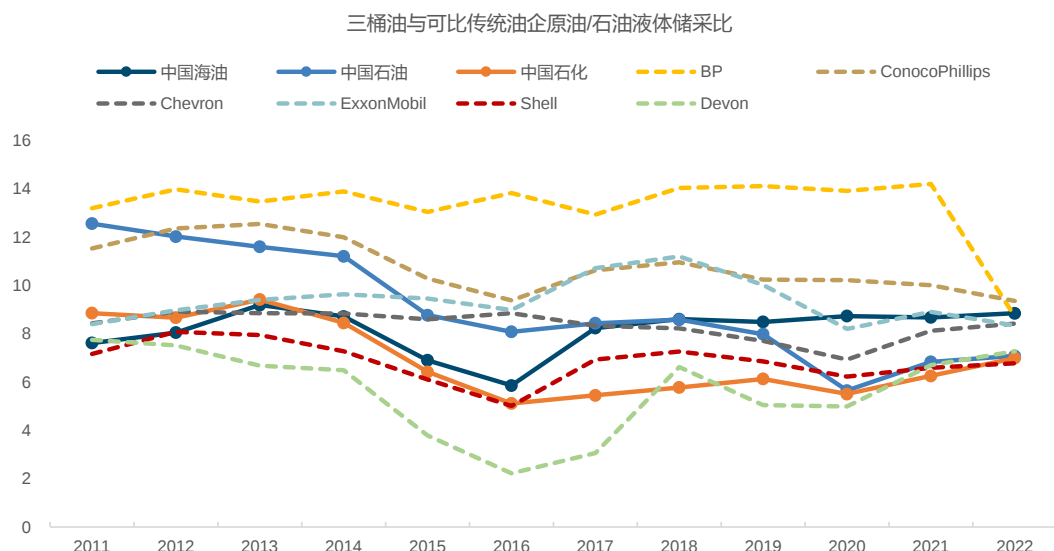
图表67：中国石化天然气产量



来源：中国石化公司公告，国金证券研究所

三桶油石油液体储采比持续修复，中海油相比 2016 年储采比底部已大幅改善，从底部 6 左右恢复至 8.85，已超过 2014 年水平；中石油、中石化储采比整体维持稳定，自 2020 年出现下滑后逐年修复，目前已恢复至 7 左右的储采比水平。值得注意的是，多个可比公司受全球疫情负面影响以及全球“碳中和”规划下降低油气板块资本支出，尤其是勘探部分的开支，而集中加强用于开发的资本支出，从而导致储采比持续呈下滑趋势或维持历史相对低位，而健康的储采比为公司成长性以及产量持续稳定性提供坚实的基础。

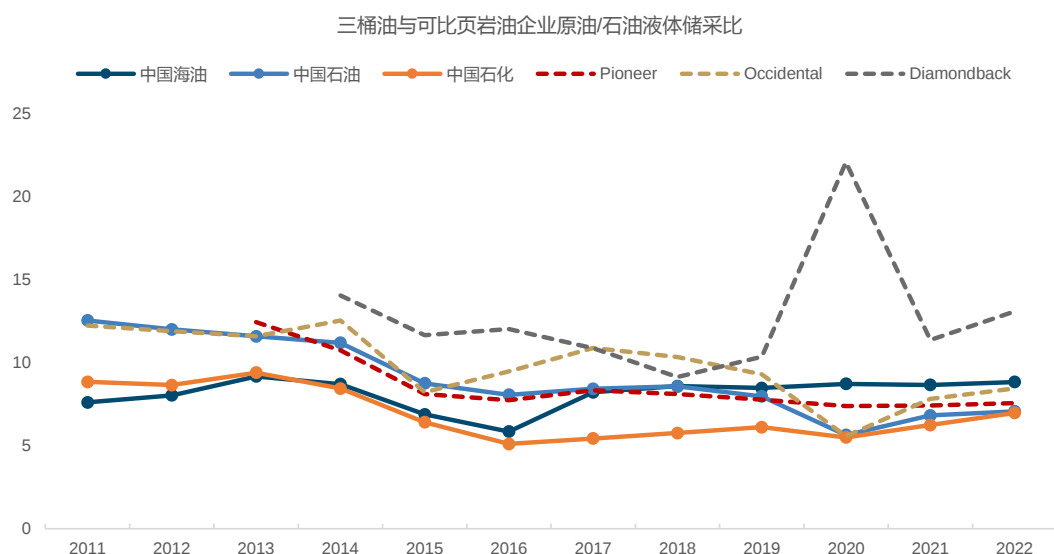
图表68：三桶油与可比传统油企原油/石油液体储采比



来源：各公司公告，国金证券研究所



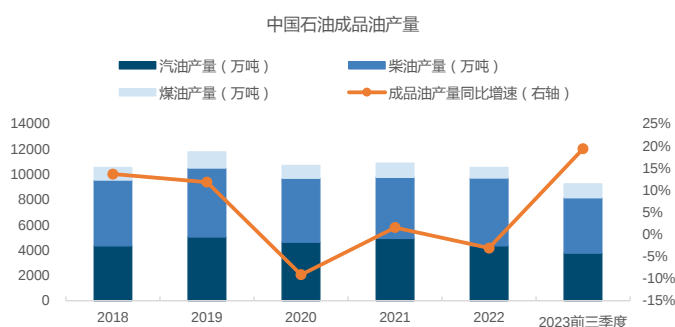
图表69：三桶油与可比页岩油企业原油/石油液体储采比



来源：各公司公告，国金证券研究所

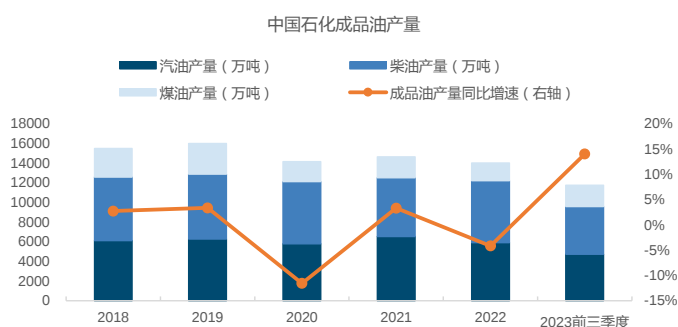
中国石油与中国石化炼油及成品油销售板块高景气，中国石油 2023 年前三季度成品油销售量达 1.26 亿吨，分别同比增加 13.43%；中国石化 2023 年上半年成品油销售量达 1.00 亿吨，同比增加 18.18%，2023 年两桶油成品油销售量显著提升有望提振公司成品油销售板块业绩增长。

图表70：中国石油成品油产量



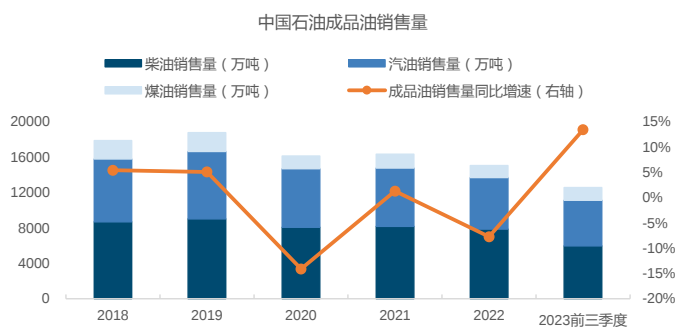
来源：中国石油公司公告，国金证券研究所

图表71：中国石化成品油产量



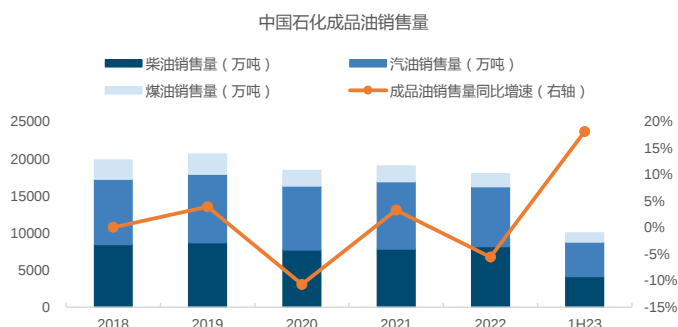
来源：中国石化公司公告，国金证券研究所

图表72：中国石油成品油销售量



来源：中国石油公司公告，国金证券研究所

图表73：中国石化成品油销售量



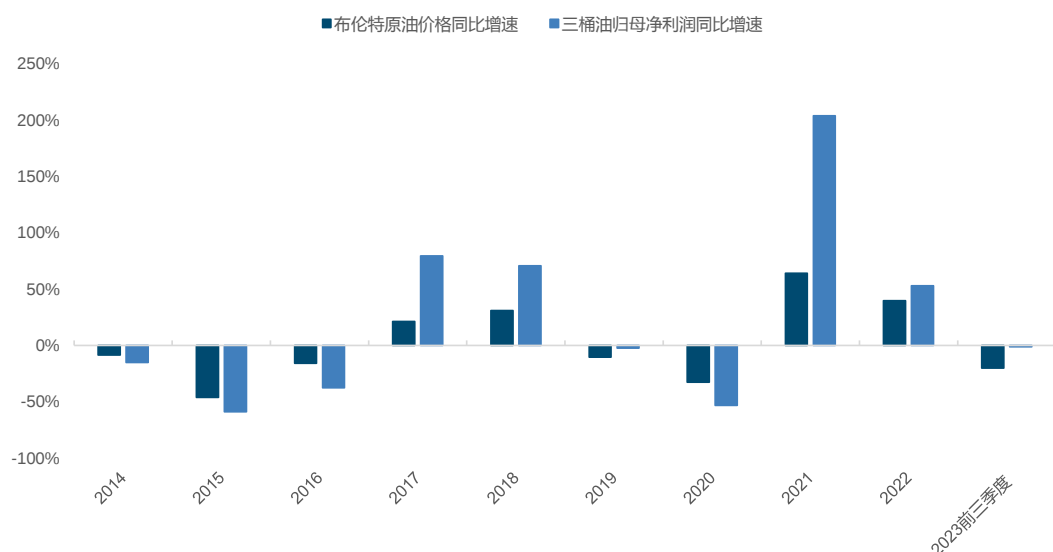
来源：中国石化公司公告，国金证券研究所

近年来三桶油上下游一体化程度不断加深，抵御风险的能力或将提升，业绩与油价波动相关性逐步减弱。自 2017 年以来，除 2020 年疫情影响终端消费需求油价暴跌外，均实现业绩增速高于原油价格增速，2023 年前三季度更是在原油价格同比下降 20.04% 的情况下，三桶油合计归母净利润仅下降 1.20%，下降幅度远低于历史油价下跌年份，三桶油即



使在油价下行周期业绩仍然持续维持稳健，公司防御属性强。

图74：三桶油归母净利润与布伦特原油价格同比增速对比

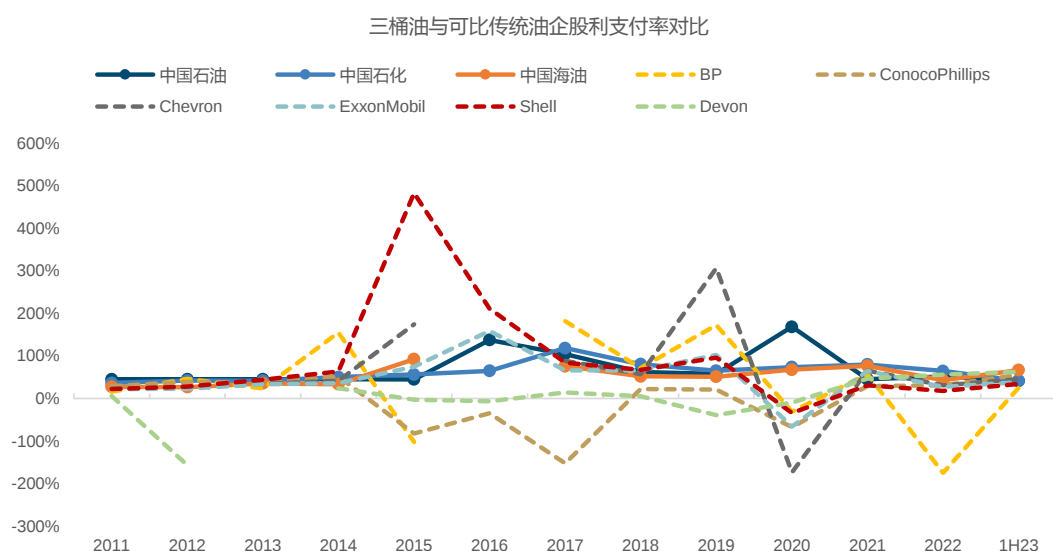


来源：，中国石油公司公告，中国海油公司公告，中国石化公司公告，国金证券研究所

三桶油持续维持高股利支付率，2022 年中海油/中石油/中石化全年现金分红分别为 606 亿元/733 亿元/428 亿元，对应股利支付率分别为 42.75%/51.78%/64.48%；2023 年中海油/中石油/中石化中期分红分别为 261 亿元/385 亿元/174 亿元，对应股利支付率分别为 40.95%/45.07%/49.5%。

三桶油持续维持高股息政策，股东投资回报丰厚，以 2022 年 12 月 31 日收盘价计算，中海油/中石油/中石化 A 股股息率分别为 8.33%/8.50%/8.18%，H 股股息率分别为 14.29%/13.25%/10.59%。三桶油股利支付率处于可比公司中高水平，股息率高于其他可比企业，三桶油股东投资回报丰厚。

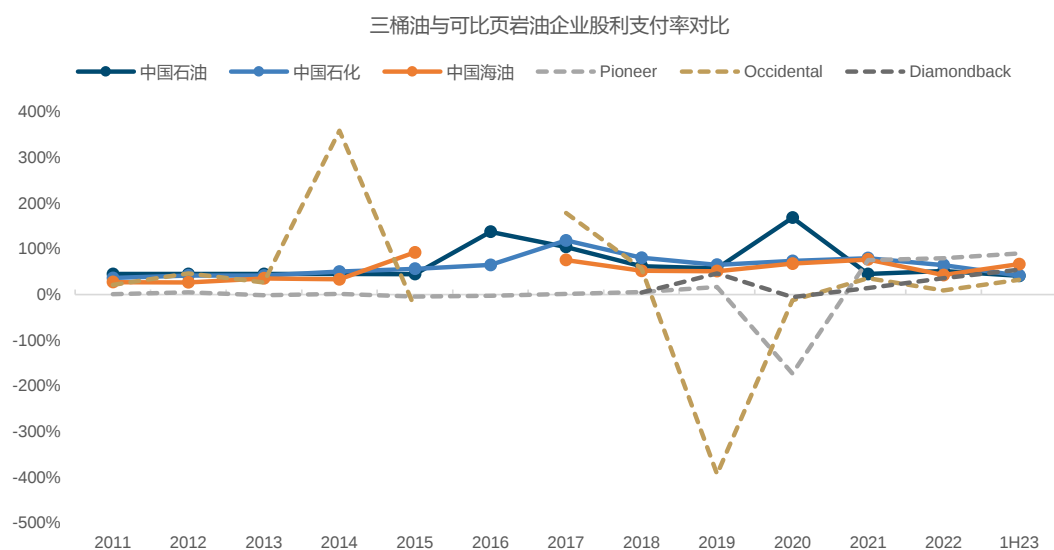
图75：三桶油与可比传统油企股利支付率对比



来源：各公司公告，国金证券研究所

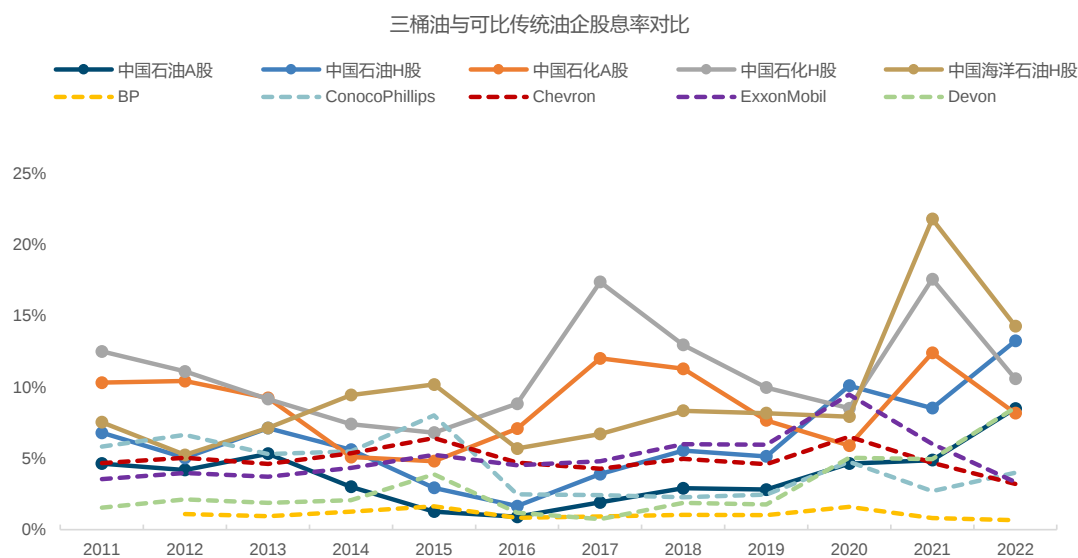


图表76：三桶油与可比页岩油企业股利支付率对比



来源：各公司公告，国金证券研究所

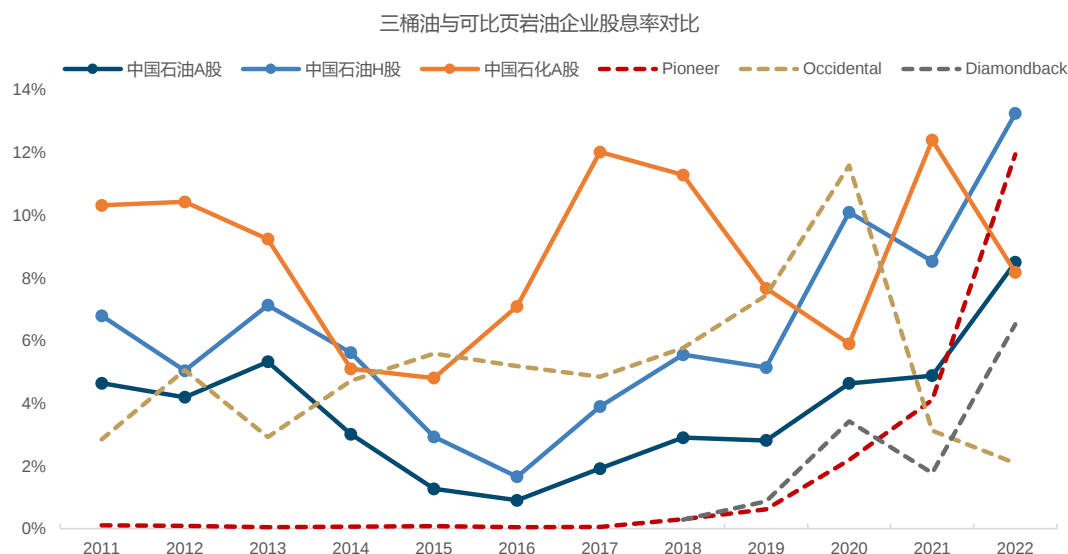
图表77：三桶油与可比传统油企股息率对比



来源：各公司公告，国金证券研究所



图表78：三桶油与可比页岩油企业股息率对比



来源：各公司公告，国金证券研究所

我们持续看好油价因重点产油国原油供应边际增量有限而维持中高位震荡，三桶油积极响应国家增储上产号召，加大上游油气勘探开发力度，促进油气储量、产量增长。同时，2023年国内成品油市场持续旺盛，炼油及成品油销售板块业绩强劲，或为三桶油带来一定业绩弹性。

我们参考了当前全球原油价格、中国成品油零售价以及三桶油最新业绩情况在不同油价环境假设下对中国石油、中国海油和中国石化进行盈利测算以及股息率预测。受俄乌冲突、巴以冲突以及美联储加息等因素影响，原油价格存在不确定性，在此情况下，我们在悲观/中性/乐观三个不同情景下对中石油、中海油和中石化进行盈利测算以及股息率预测。

图表79：三桶油 2023-2025 年股息率预测-以 2023 年 12 月 1 日收盘价计算

证券代码	公司	情景	归母净利润一致预测 (百万元)			总股本 (百万股)	EPS			股利支付率	股利			股息率			股价
			2023E	2024E	2025E		2023E	2024E	2025E		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
601857.SH	中国 石油	乐观假设	170341.14	178843.70	190900.80	183021	0.93	0.98	1.04	45%	0.42	0.44	0.47	5.83%	6.12%	6.54%	7.18
		中性假设	170341.14	175164.06	180261.20		0.93	0.96	0.98		0.42	0.43	0.44	5.83%	6.00%	6.17%	
		悲观假设	170341.14	127929.95	135696.91		0.93	0.70	0.74		0.42	0.31	0.33	5.83%	4.38%	4.65%	
0857.HK	中国 石油	乐观假设	170341.14	178843.70	190900.80	183021	0.93	0.98	1.04	45%	0.42	0.44	0.47	9.00%	9.45%	10.09%	4.65
		中性假设	170341.14	175164.06	180261.20		0.93	0.96	0.98		0.42	0.43	0.44	9.00%	9.26%	9.53%	
		悲观假设	170341.14	127929.95	135696.91		0.93	0.70	0.74		0.42	0.31	0.33	9.00%	6.76%	7.17%	
600938.SH	中国 海油	乐观假设	130357.78	157496.18	163904.20	47567	2.74	3.31	3.45	50%	1.37	1.66	1.72	6.87%	8.29%	8.63%	19.96
		中性假设	130357.78	134760.73	140324.24		2.74	2.83	2.95		1.37	1.42	1.48	6.87%	7.10%	7.39%	
		悲观假设	130357.78	107272.30	111634.32		2.74	2.26	2.35		1.37	1.13	1.17	6.87%	5.65%	5.88%	
0883.HK	中国 海油	乐观假设	130357.78	157496.18	163904.20	47567	2.74	3.31	3.45	50%	1.37	1.66	1.72	11.74%	14.19%	14.76%	11.67
		中性假设	130357.78	134760.73	140324.24		2.74	2.83	2.95		1.37	1.42	1.48	11.74%	12.14%	12.64%	
		悲观假设	130357.78	107272.30	111634.32		2.74	2.26	2.35		1.37	1.13	1.17	11.74%	9.66%	10.06%	
600028.SH	中国 石化	乐观假设	72024.89	84904.83	88700.99	119864	0.60	0.71	0.74	65%	0.39	0.46	0.48	7.18%	8.46%	8.84%	5.44
		中性假设	72024.89	75035.10	78016.64		0.60	0.63	0.65		0.39	0.41	0.42	7.18%	7.48%	7.78%	
		悲观假设	72024.89	63377.91	65623.17		0.60	0.53	0.55		0.39	0.34	0.36	7.18%	6.32%	6.54%	
0386.HK	中国 石化	乐观假设	72024.89	84904.83	88700.99	119864	0.60	0.71	0.74	65%	0.39	0.46	0.48	10.70%	12.61%	13.18%	3.65
		中性假设	72024.89	75035.10	78016.64		0.60	0.63	0.65		0.39	0.41	0.42	10.70%	11.15%	11.59%	
		悲观假设	72024.89	63377.91	65623.17		0.60	0.53	0.55		0.39	0.34	0.36	10.70%	9.42%	9.75%	

来源：中国石油公司公告，中国海油公司公告，中国石化公司公告，国金证券研究所



中性情景下，我们持续看好原油价格中枢在供需偏紧情景下持续维持高位，2023-2025年保守给予 85/85/85 美元/桶的原油销售价格。在此假设下，2024-2025 年三桶油对应 A 股股息率在 5-8% 的范围，H 股股息率在 9-13% 的范围内。

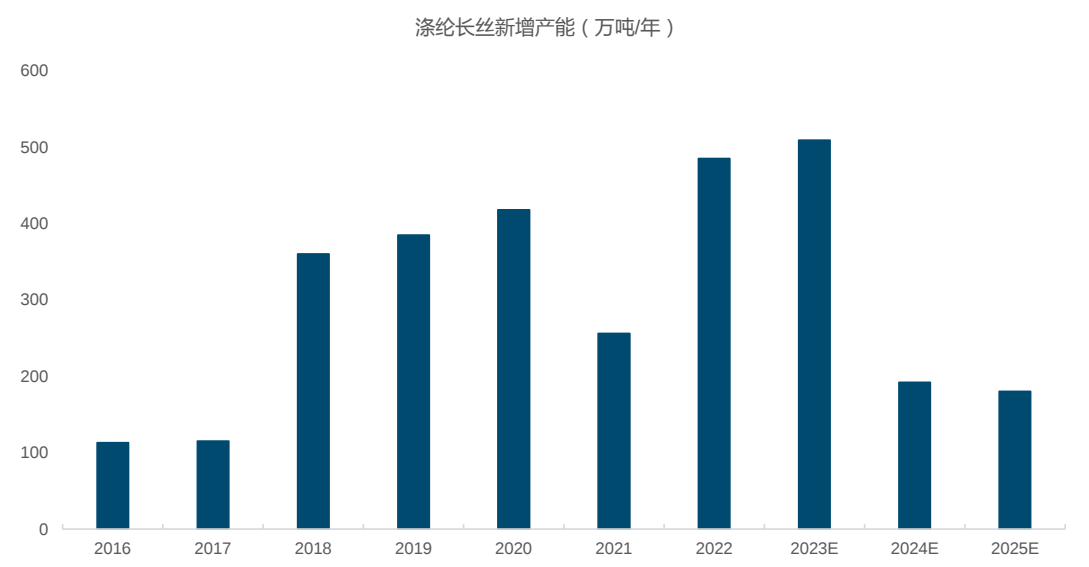
悲观情景下，或受全球需求衰退，供应端大幅增加等不确定影响，假设全球原油价格有所回落，2023-2025 年全球原油价格为 85/70/70 美元/桶。在此假设下，2024-2025 年三桶油对应 A 股股息率仍然有 4-7%，H 股股息率仍然有 6-11%。

乐观情景下，全球原油终端需求进一步恢复，地缘政治的不确定性或造成原油供应端边际减少可能性，全球原油价格中枢或进一步上抬，假设 2023-2025 年全球原油价格为 85/100/100 美元/桶。2024-2025 年三桶油 A 股对应股息率有望提升至 6-9%，H 股对应股息率有望达 9-15%。

2、涤纶长丝——行业拐点临近的长丝龙头

我们梳理了近年来涤纶长丝产能投放情况，发现 2018-2023 年为涤纶长丝产能集中投放的窗口期，龙头企业纷纷进行扩产竞赛，新增产能远高于往年，但伴随着 2023 年龙头企业规划产能投产临近结束，后续暂时没有大体量新产能的规划，且在建产能投放几乎完成，供应端边际增量快速减少，而需求端有望持续恢复，涤纶长丝供需格局或出现反转。

图表80：2016-2025E 涤纶长丝新增产能梳理



来源：卓创资讯，各公司公告，国金证券研究所

2.1 行业集中度较高，龙头企业议价能力强

根据卓创资讯以及各公司公告披露数据，2022 年共 485.2 万吨/年新增涤纶长丝产能，2023 年已投放涤纶长丝产能约 432 万吨/年，且预计在 2023 年底前仍有约 77 万吨/年涤纶长丝产能投放。2022 年以来的新增产能中来自于 CR5 企业（桐昆股份、恒力石化、新凤鸣、恒逸石化以及东方盛虹）的占到 90% 以上，与此同时，受 2022 年涤纶长丝行业景气度下滑影响，部分规模较小或经营效益较差的企业逐渐退出市场（例如天圣化纤 90 万吨/年产能、太仓长乐化纤 25 万吨/年产能等），产业集中度进一步提升。

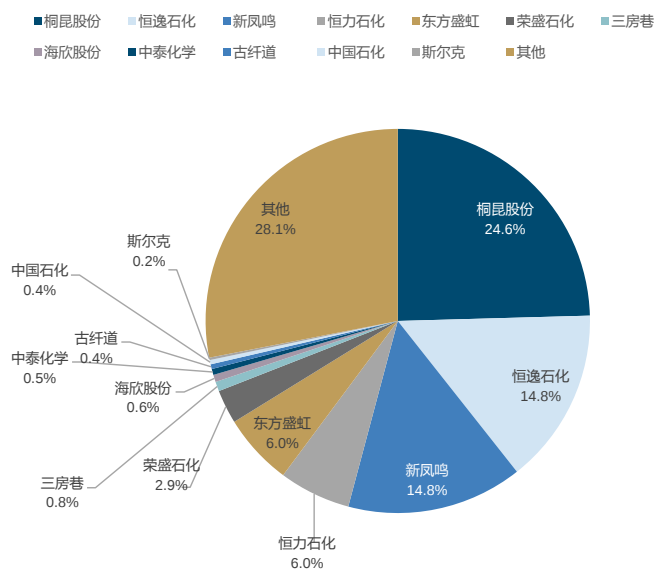
截至目前涤纶长丝产能约为 4977.2 万吨/年，桐昆股份/恒逸石化/新凤鸣/恒力石化/东方盛虹涤纶长丝权益产能分别为 1222/737/736/300/300 万吨/年，CR5 达到 66.20%。



图表81：涤纶长丝现有产能情况梳理

上市公司	已有产能（万吨/年）
桐昆股份	1222
恒逸石化	737
新凤鸣	736
恒力石化	300
东方盛虹	300
荣盛石化	142
三房巷	40
海欣股份	30
中泰化学	25
古纤道	20
中国石化	18
斯尔克	10
其他	1397

图表82：涤纶长丝市场竞争格局



来源：卓创资讯，各公司公告，国金证券研究所

来源：卓创资讯，各公司公告，国金证券研究所

当前仍有 449 万吨拟在建产能预计投产，其中 2023H2/2024 年/2025 年分别预计投产 77 万吨/192 万吨/180 万吨，拟在建产能主要为桐昆股份、新凤鸣及恒力石化等旗下新增长丝产能，预计 2023 年底/2024 年/2025 年长丝产能或将突破 5000 万吨/5200 万吨/5400 万吨/年。

在不考虑未来小产能退出的情况下，伴随未来新产能的投放完毕，龙头企业市占率或将进一步提升，桐昆股份/新凤鸣/恒逸石化市场占有率将分别达到 25.8%/15.1%/13.6%，CR5 将突破 68.5%，产能集中度提高将带动龙头企业边际议价能力进一步提升。

图表83：拟在建产能情况梳理

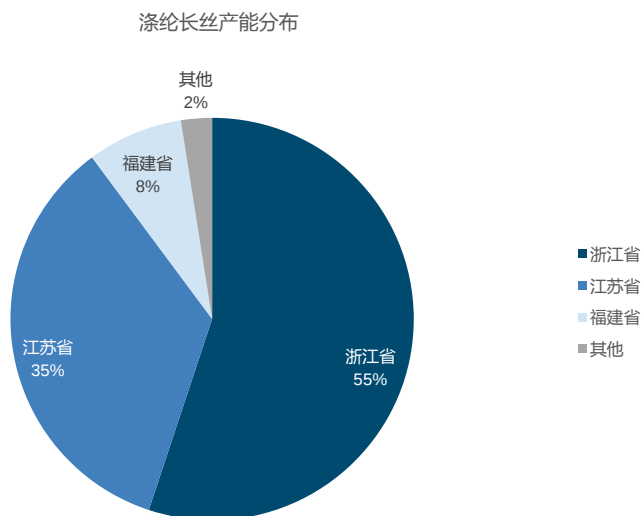
企业	拟在建产能（万吨/年）	预计投产时间
浙江荣盛	5	2023Q4
嘉通能源	60	2023Q4
新凤鸣	12	2023H2
新凤鸣	72	2024
桐昆恒阳化纤	120	2024
恒力（宿迁）	60	2025
恒力（泸州）	120	2025
合计	449	

来源：卓创资讯，各公司公告，国金证券研究所

与此同时，国内长丝龙头产业链逐渐完善，一体化、园区化程度不断加深，向上游延伸配套 PTA、炼化装置等，向下游延伸加弹机、织机等，不断强化成本优势，有望获得超额收益。此外，当前国内长丝产业链较为完备且集中于江浙地区，考虑到龙头企业技术优势、原料与产品运输成本以及海外聚酯装置建设成本，我们认为短期内出现大规模的产业转移可能性较小，长丝龙头企业领先于市场的优势有望进一步得到维持。



图表84：涤纶长丝产能地域分布

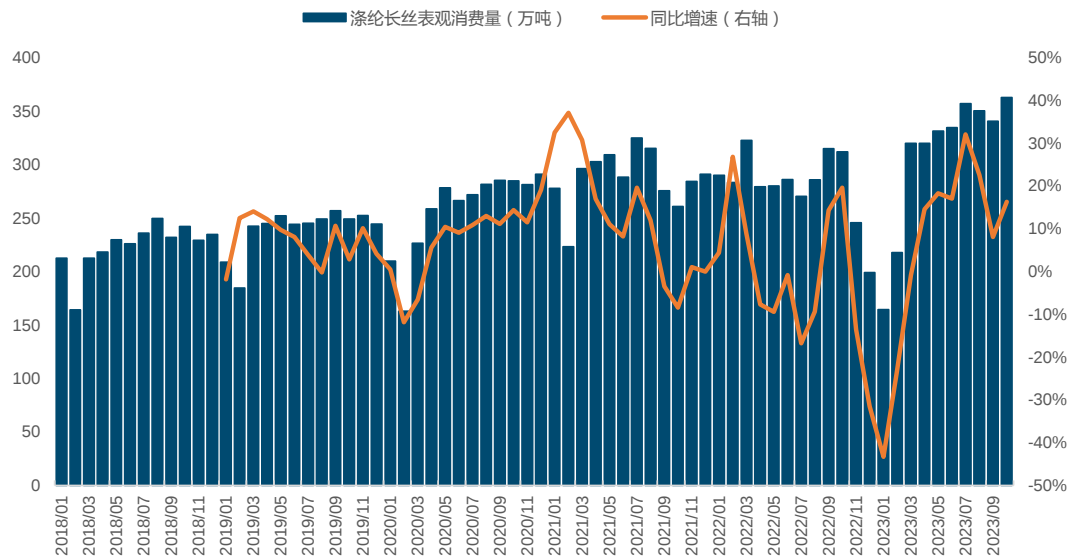


来源：卓创资讯，国金证券研究所

2.2 大体量长丝产能投放不改行业稳健恢复势头

在存在大体量涤纶长丝产能投放的情况下，涤纶长丝市场景气度仍维持稳健，长丝表观消费量略超预期恢复，2023年1-10月涤纶长丝表观消费量达3099万吨，同比增加5.97%，2024年有望维持恢复势头。与此同时，涤纶长丝产品价格差维持稳健并持续修复，2023年1-11月POY/DTY/FDY-PTA/MEG产品价格差分别为1106元/2305元/1661元/吨，分别同比增加4.53%/减少0.75%/增加10.10%。

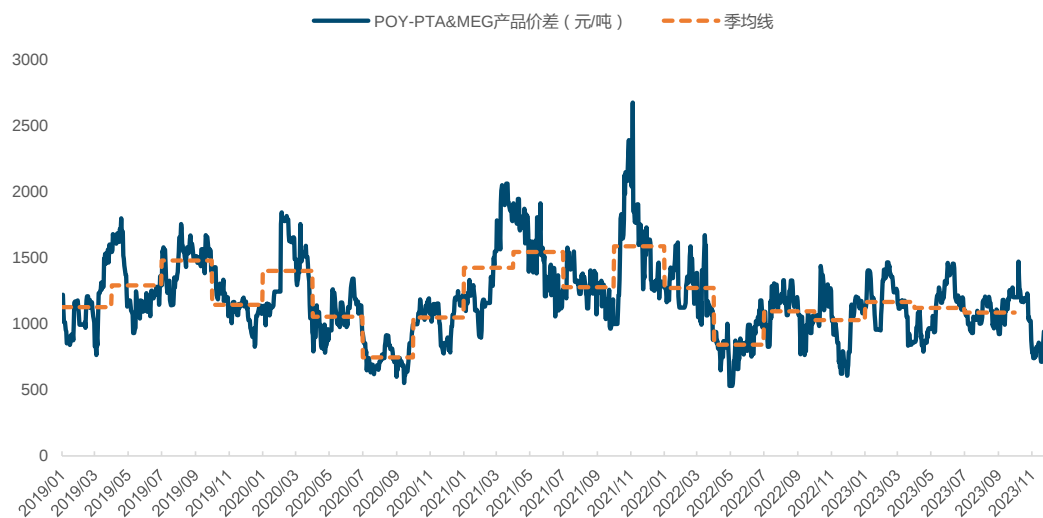
图表85：2023年涤纶长丝表观消费量显著修复



来源：卓创资讯，国金证券研究所

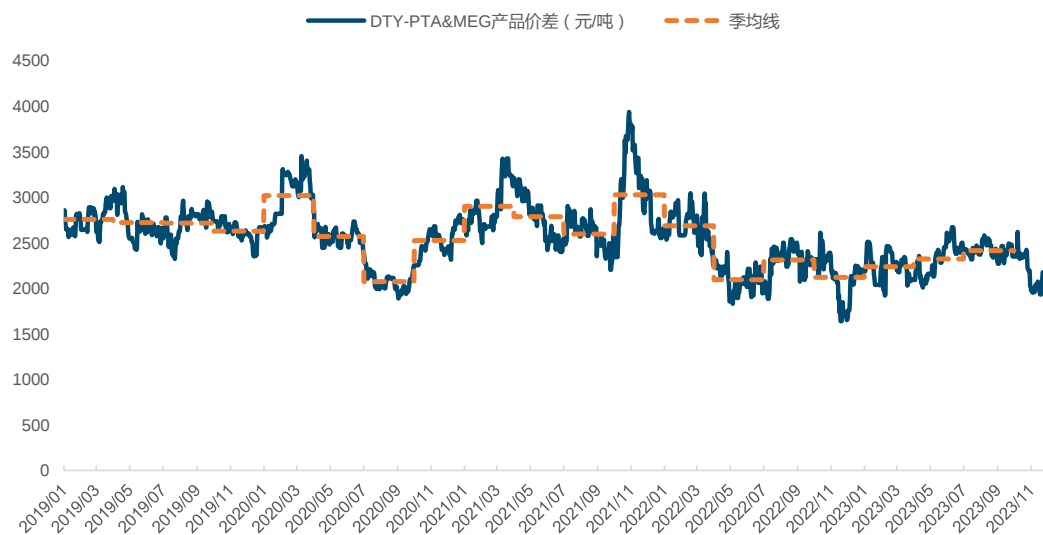


图表86: POY-PTA/MEG 产品价差持续修复



来源: , 国金证券研究所

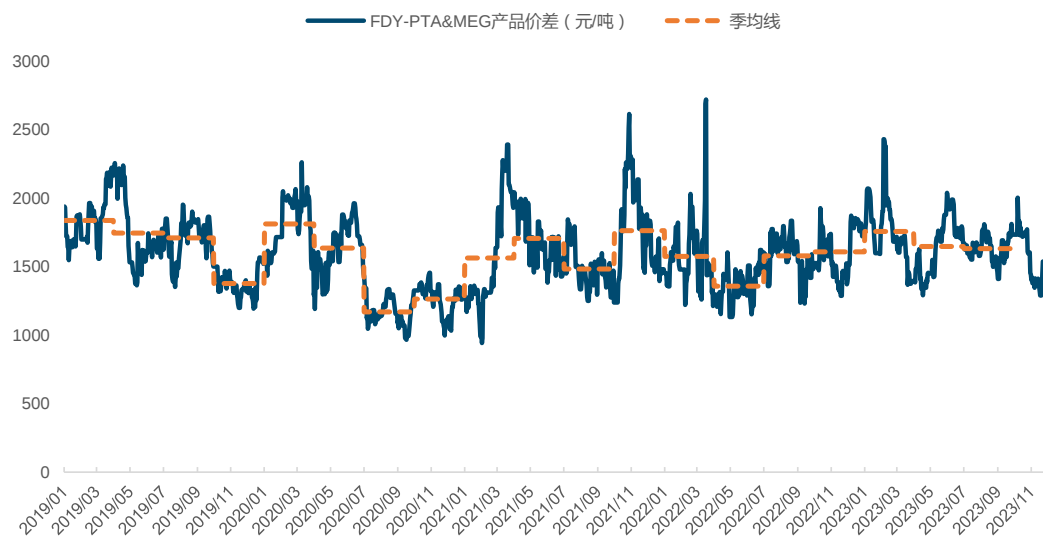
图表87: DTY-PTA/MEG 产品价差持续修复



来源: , 国金证券研究所



图表88: FDY-PTA/MEG 产品价差持续修复



来源: , 国金证券研究所

涤纶长丝开工负荷除 4 月底及国庆假期受装置淡季或假期检修负荷短期下滑外,均持续维持在较高水平。2023 年 1-11 月涤纶长丝开工负荷均值达到 83.05%, 同比+4.85pct。与此同时,涤纶长丝产品持续去库,以 POY 产品为例,2023 年 Q1/Q2/Q3 库存天数均值分别为 20.7 天/17.4 天/11.9 天,分别环比下降 8.0 天/3.3 天/5.5 天,涤纶长丝产销情况持续好转,复苏态势有望延续。

图表89: 涤纶长丝开工负荷维持中高水平



来源: CCFEI, 国金证券研究所



图表90：涤纶长丝产品持续去库



来源：CCFEI，国金证券研究所

2.3 长丝需求持续恢复，2024 年有望开启中长期弹性

2023 年涤纶长丝下游织机开工率自春节后迅速回升并维持在较高水平，4 月份处于下游织造业旺季转淡季阶段，下游织机开工率持续下滑，叠加五一假期员工休假因素织机开工率一度跌落至五成，5 月以来虽然处于织造行业传统淡季，但部分终端秋季服装订单提前来临，织机开工率有所回升，2023 年 1-11 月涤纶长丝下游织机开工率均值为 57.16%，同比+5.01pct，下游织机活跃度提升带动涤纶长丝需求持续恢复。

图表91：涤纶长丝下游织机开工率

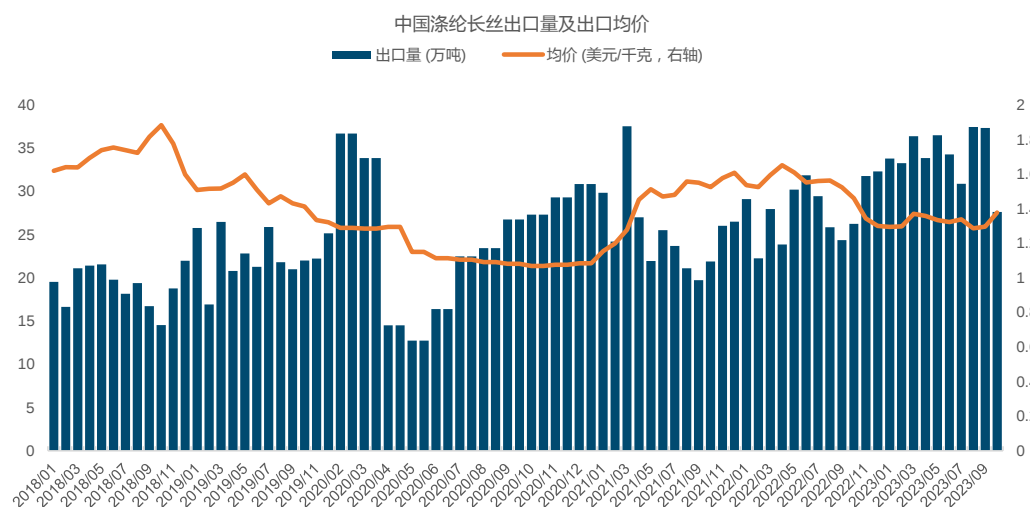


来源：，国金证券研究所

与此同时，由于下游纺织服装行业逐步向东南亚转移，海外长丝需求带动我国涤纶长丝出口量不断提升，同时长丝出口均价也在逐渐回升，2023 年 1-10 月涤纶长丝出口量始终处于较高水平，1-10 月涤纶长丝出口总量达 341 万吨，同比增加 25.89%。其中，印度、土耳其是我国涤纶长丝的主要出口国，1-10 月出口量分别达到 49 万吨和 35 万吨。

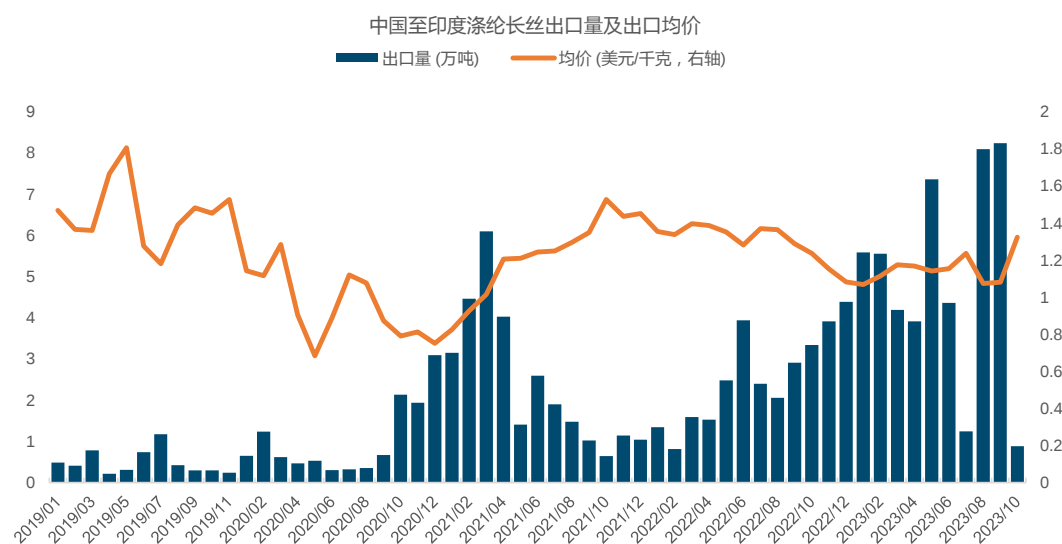


图表92：中国涤纶长丝出口量及出口均价



来源：CCFEI，国金证券研究所

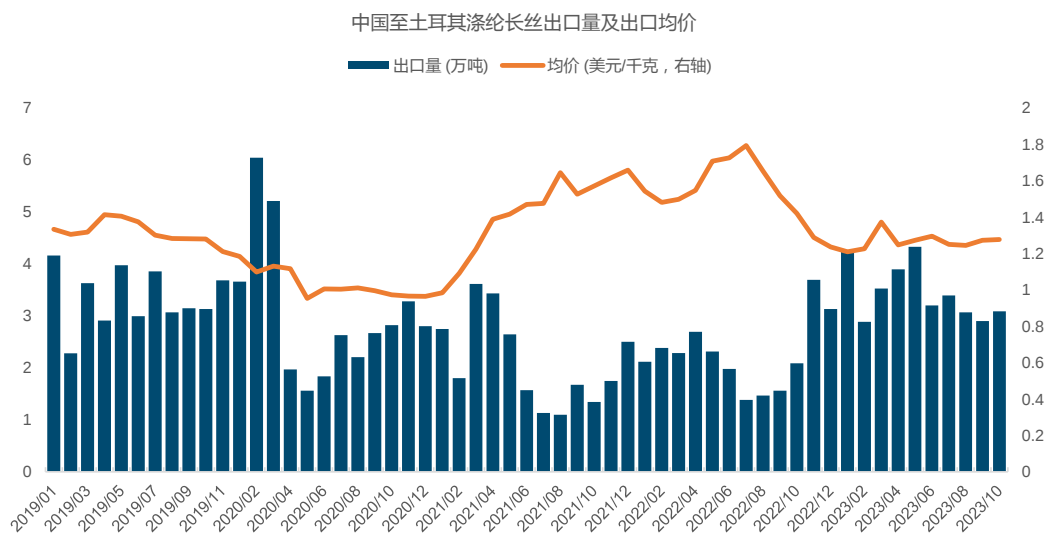
图表93：中国至印度涤纶长丝出口量及出口均价



来源：CCFEI，国金证券研究所



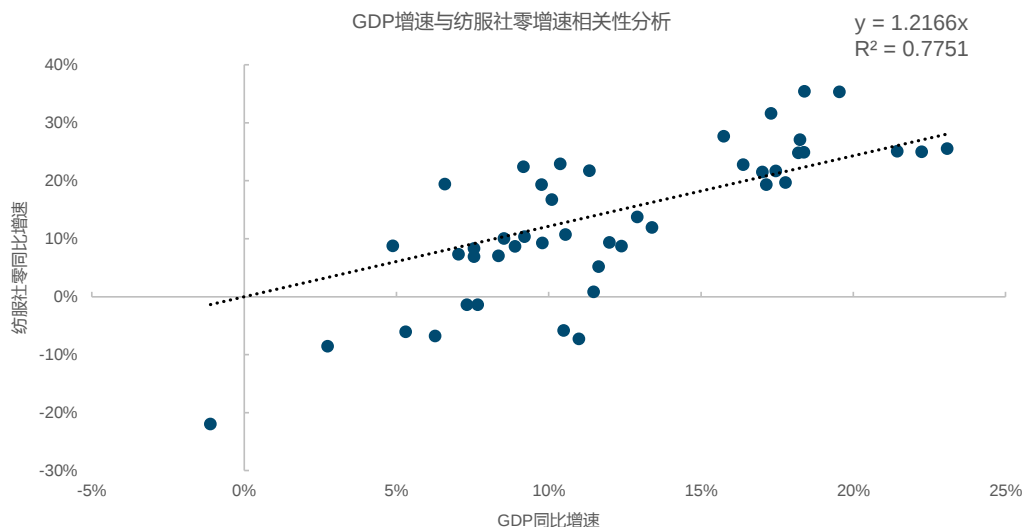
图表94：中国至土耳其涤纶长丝出口量及出口均价



来源：CCFEI，国金证券研究所

与此同时，我们将国内纺服社零增速与 GDP 增速（现价）对比发现两者具有较强关联性，伴随经济回暖涤纶长丝需求增速或大于供应增速，涤纶长丝中长期业绩弹性有望在 2024 年初步开启。

图表95：GDP 增速与纺服社零增速相关性分析



来源：，国金证券研究所

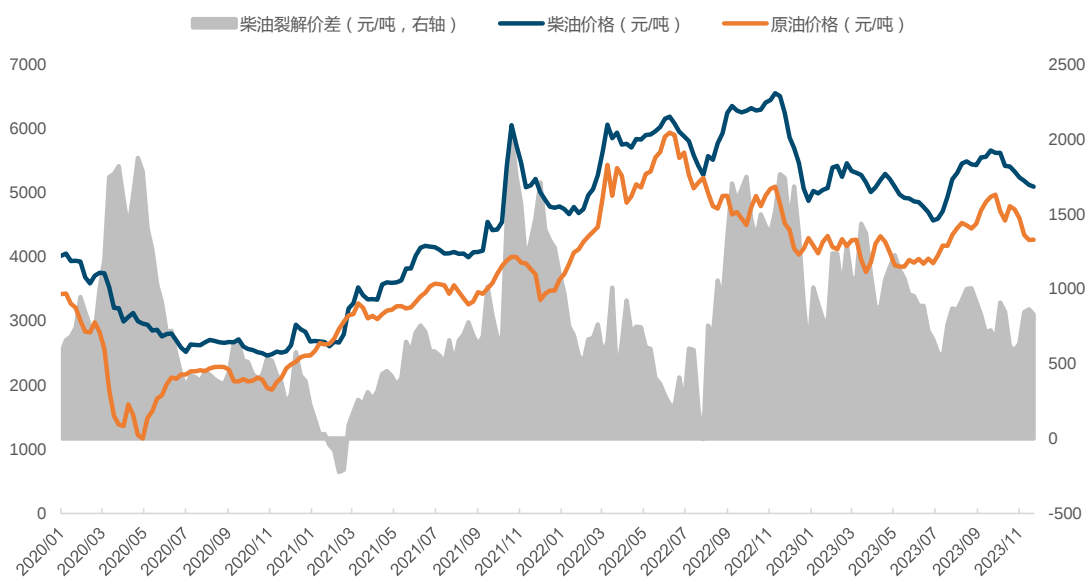
3、业绩持续修复的高成长性民营大炼化龙头

3.1 炼油板块持续强劲，化工板块有望持续修复

成品油消费需求旺盛推动裂解价差持续维持中高，2023 年 1-11 月柴油/汽油/航空煤油裂解价差均值分别为 920 元/1131 元/2512 元/吨，分别同比增加 7.32%/增加 75.33%/减少 0.83%。2023 年成品油消费需求强势恢复至远超疫情前同期水平，成品油裂解价差将持续修复，炼油板块持续维持强势有望提振大炼化企业业绩修复。

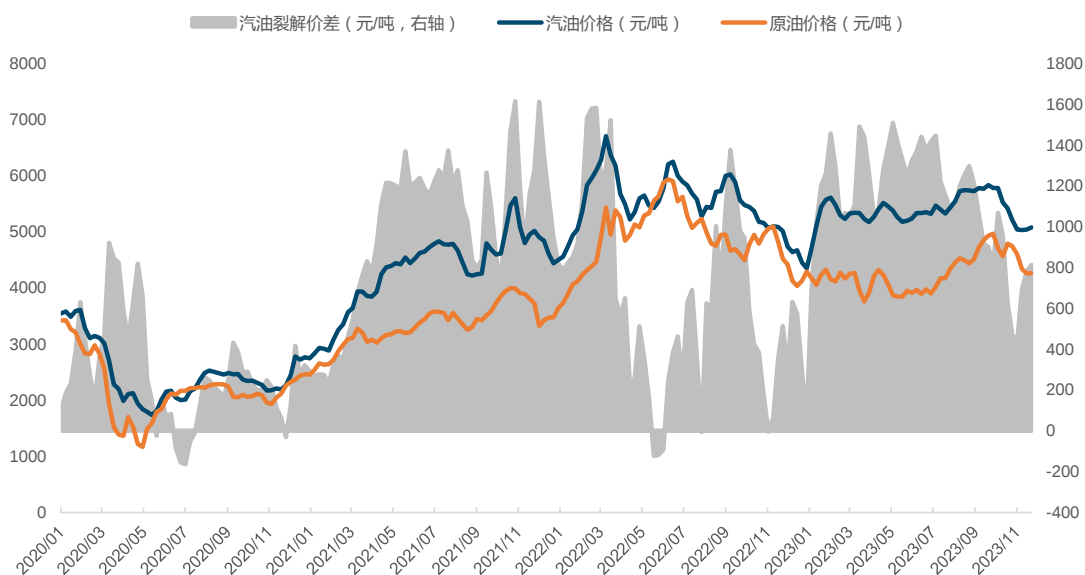


图表96：国内柴油裂解价差（元/吨）



来源：，国金证券研究所

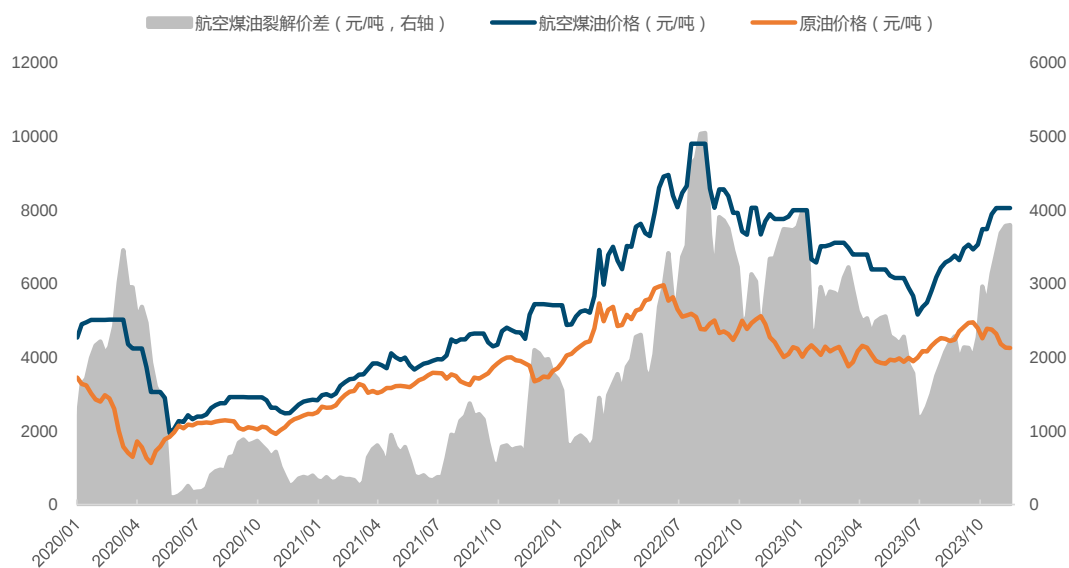
图表97：国内汽油裂解价差（元/吨）



来源：，国金证券研究所



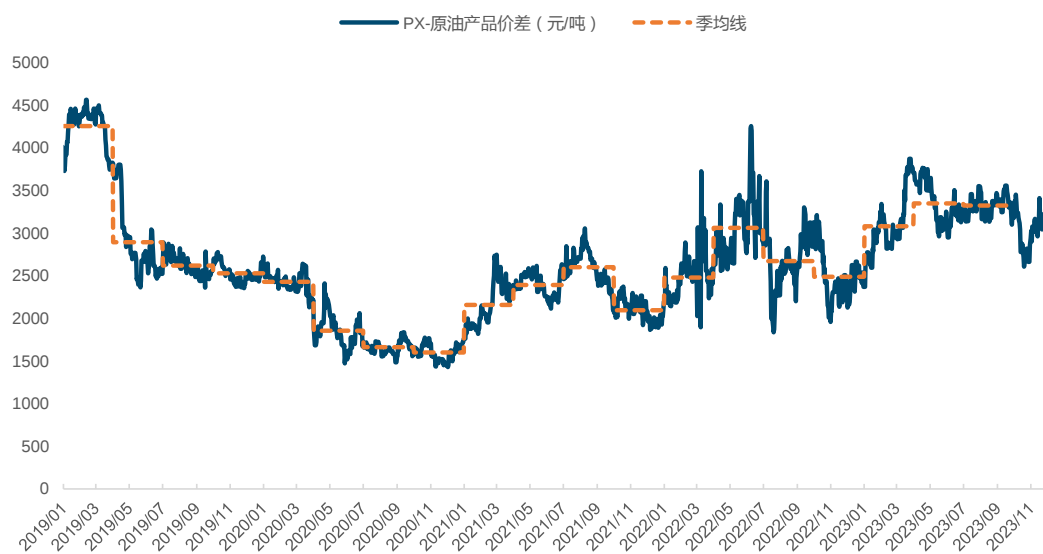
图表98：国内航空煤油裂解价差（元/吨）



来源： ，国金证券研究所

芳烃链中由于PX的原材料MX可用于汽油调油，受益于成品油景气，2023年1-11月PX-原油价差均值为3210元/吨，同比增加19.03%，大炼化企业拥有大体量PX产能，PX-原油价差维持较高水平有望支撑公司炼油板块业绩修复。

图表99：PX-原油产品价格价差持续维持中高水平

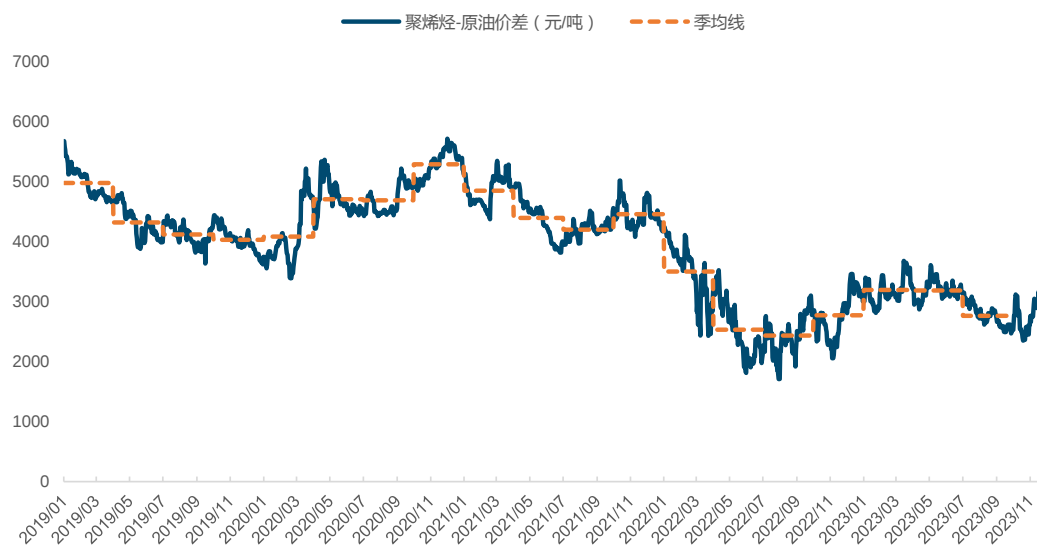


来源： ，国金证券研究所

2023年聚烯烃行业景气度仍处于相对低位，但整体呈逐步回暖趋势，2023年1-11月聚烯烃-原油价差均值为2999元/吨，同比增加8.15%。此外，PTA产品产能投放过快导致产品价格承受收窄压力，2023年1-11月PTA-PX价差均值为303元/吨，同比下降26.19%。伴随终端消费需求的回暖，化工品价差有望进一步修复，行业景气度有望延续稳中向好态势。

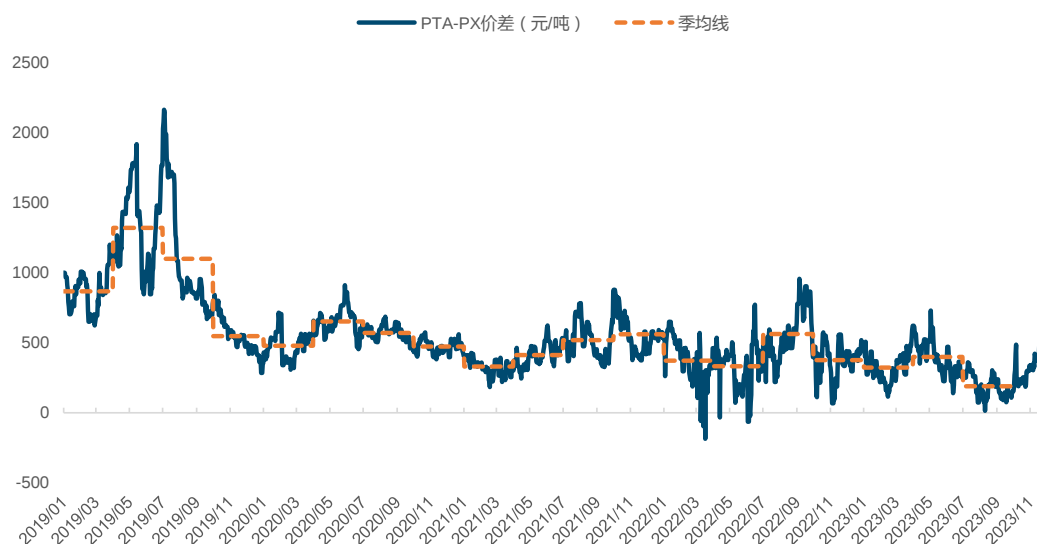


图表100：聚烯烃-原油价差仍处于相对低位



来源： ，国金证券研究所

图表101：PTA-PX 价差仍处于相对低位



来源： ，国金证券研究所

3.2 浙石化——大体量高附加值产品陆续释放有望为公司成长赋能

浙石化由荣盛石化持股 51%，桐昆股份持股 20%，伴随深加工的推进，业绩成长性确定性强。2023 年浙石化持续大力推进高端化新材料建设，浙石化三期年产 140 万吨乙烯及下游化工品项目、高性能树脂项目、高端新材料项目顺利推进，伴随公司未来产能投放，光伏级 EVA、DMC、PMMA、ABS、 α -烯烃、POE 聚烯烃弹性体、NMP 等产品产能将大幅提升，有助于提高产业链延伸将推动公司产品降本增效，带动产品价差进一步走阔，未来业绩有望持续修复。

图表102：浙江石化规划产能梳理

项目名称	投资规模（亿元）	产品	产能（万吨/年）	预计投产时间
浙石化第三套乙烯	345	乙烯	140	2023-2024
		裂解汽油加氢	75	
		丁二烯	25	
		乙苯	3	
		环氧丙烷	27	



		苯乙烯	60*2+10	
		二氧化碳回收	24	
		ABS	40	
		顺丁橡胶	10	
		丁苯橡胶	6	
		醋酸乙烯	30	
		碳酸乙烯酯	20	
		苯酚	40	
		丙酮	25	
		乙二醇	80	
		HDPE	35	
浙石化二期高性能树脂	192	EVALDPE	30	2024-2025
		EVA(釜式)	10	
		LDPE	40	
		DMC	20	
		PMMA	3*6	
		ABS	120	
浙石化高端新材料项目	641	α -烯烃	35	2024-2025
		POE 聚烯烃弹性体	2*20	
		聚丁烯-1	8	
		醋酸乙烯	2*30	
		EVALDPE	30	
		己二酸	2*15	
		己二腈	25	
		尼龙 66 盐	50	
		顺酐	60	
		BDO	50	
		PBS	20	
		聚四氢呋喃	12	
		NMP	3	
		丙烯腈	66	
		SAR	20	
		双酚 A	24	
		甲醇	100	
舟山金塘新材料项目		聚苯乙烯	60	2024
		SBS	30	
		SIS	10	
		尼龙 66	32	

来源：荣盛石化公司公告，环评报告，国金证券研究所

3.3 恒力石化——康辉新材分拆上市稳步推进，全面深化全产业链布局

2023 年 7 月 4 日公司发布康辉新材重组上市预案，本次拆分康辉新材将成为独立上市平台，有利于提升功能性膜材料、高性能工程塑料和生物可降解材料业务的盈利能力和综合竞争力。同时更加有利于公司充实资本实力，聚焦于薄膜研发和制造，进一步提升公司盈利水平和稳健性。

恒力石化持续推进炼化一体化的全产业链布局，积极向新材料产品转型升级。公司 2000



万吨/年炼化一体化项目、150 万吨/年乙烯项目、恒力（惠州）产业园 500 万吨/年 PTA 项目已实现全面投产。160 万吨/年高性能树脂及新材料项目等项目在如期推进中，预计 2023-2024 年将有年产 20 万吨/年电池级碳酸二甲酯（DMC）、26 万吨聚碳酸酯、23.18 万吨/年双酚 A、30 万吨 ABS、7.2 万吨 PDO 等新能源新材料产能投放，公司产业链向下游高附加值领域延伸，成长性确定性较强。

图表103：恒力石化规划产能梳理

项目名称	投资规模（亿元）	产品	产能（万吨/年）	预计投产时间
恒力（大连）新材料 160 万吨高性能树脂（新材料一期）	200	环氧乙烷	45	2023-2024
		乙醇胺	20	
		乙撑胺	3	
		苯酚	42	
		丙酮	26	
		双酚 A	24*2	
		碳酸二甲酯	20	
		聚碳酸酯	26	
		异丙醇	13	
		ABS	30	
		聚苯乙烯	15	
		聚甲醛	8	
		PDO	7.2	
		PTMEG	6	
恒力（大连）新材料（新材料二期项目）		顺酐	4*21	2022/4 环评
		BDO	30*2	
		丁二酸	10	
		PTMEG	6	
		硝酸	30	
		己二酸	30	
		PTMEG	6	
		NMP	10	
		γ-丁内酯	10	
		尼龙 66	40	
恒力（大连）新材料 160 万吨精细化工（新材料三期）	155.89	乙苯	66	2025
		环氧丙烷	27	
		苯乙烯	60	
		丙烯酸酯	19	
		ABS	30	
		丁辛醇	30	
		聚醚多元醇	20	
		丙烯腈	26	
		醋酸丁酯	5	
		MTBE	45	
		丁烯-1	20	
		甲胺/DMF	10	
康辉新材料 80 万吨聚脂薄膜及功能性塑料	111.25	功能性聚酯薄膜	34.6	2024-2025
		高端聚酯薄膜	12.4	
		功能性薄膜	10	



		改性 PBT	15	
		改性 PBAT	8	
康辉新材料锂电隔膜		锂电隔膜	16 (亿平)	2023-2025
康辉新材料可降解塑料	18	PBS/PBAT	45	2022-2023

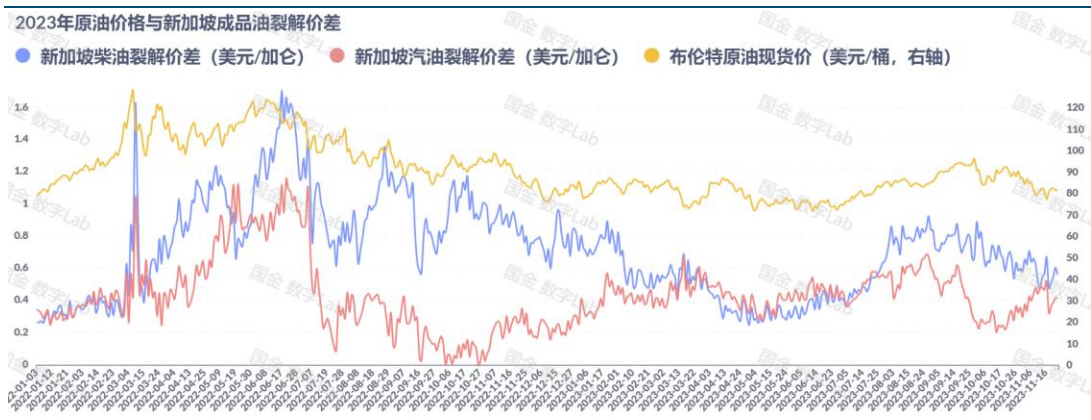
来源：恒力石化公司公告，环评报告，国金证券研究所

3.4 桐昆股份、新凤鸣——印尼炼化打开二次成长曲线

2023 年 6 月 26 日桐昆股份公告拟启动泰坤石化（印尼）有限公司印尼北加炼化一体化项目，项目预计投资额 86.2 亿美元，建设期共为 4 年，每年投资额约为 21.56 亿美元，每年投资额约为 21.56 亿美元，项目建成后原油加工量将达到 1600 万吨/年。

公司侧重芳烃布局，印尼炼化一体化项目规划了 430 万吨/年成品油，520 万吨/年 PX，80 万吨/年乙烯产能，整体规划重芳烃轻烯烃。伴随全球“双碳”政策的推进，海外老旧炼厂持续出清，推动成品油-原油价差走阔，重芳烃轻烯烃布局有望打开业绩二次成长曲线。

图表104：新加坡成品油裂解价差



来源：，国金证券研究所

3.5 卫星化学——布局高端新材料产业园项目，公司中长期具有较强成长属性

2021 年公司子公司连云港石化投资建设绿色化学新材料产业园项目，总投资 150 亿元。项目共分三期分步实施，一期项目建设 30 万吨/年碳酸酯、20 万吨/年乙醇胺、40 万吨/年聚苯乙烯，二期建设 10 万吨/年 α -烯烃及 POE，15 万吨/年碳酸酯，三期建设 40 万吨/年聚苯乙烯、30 万吨/年碳酸酯，一期项目预计于 2023 年底投产，二、三期项目将于 2027 年前投产。

此外，公司于 2023 年 6 月 18 日发布公告，拟在连云港徐圩新区投资建设 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目，项目总投资 257 亿元，建设包括 250 万吨/年 α -烯烃轻烃配套原料装置、5 套 10 万吨/年 α -烯烃装置、3 套 20 万吨/年 POE 装置、2 套 50 万吨/年高端聚乙烯（茂金属）、2 套 40 万吨/年 PVC 综合利用及配套装置、1.5 万吨/年聚 α -烯烃装置、5 万吨/年超高分子量聚乙烯装置、副产氢气降碳资源化利用装置、LNG 储罐。公司公告称，将于 6 个月内完成开工前各类手续办理，并确保项目将在 2024 年 12 月 31 日前开工建设。公司持续推进 C2 产业链新材料产品布局，有望借助低原料成本优势实现显著业绩弹性。

图表105：公司 C2 产业链及新材料产业园产能情况

	产品	已有产能 (万吨/年)	拟在建产能 (万吨/年)	拟在建产能预计投产时间
C2 产业链&新材料产业园	乙烯	250	250	2026
	HDPE	80		
	LDPE	40		
	环氧乙烷	102		
	苯乙烯	60		
	MEG	149.39		
	DEG	12.32		



	TEG	0.65		
	HPEG	20		
	TPEG	20		
	PEG	5		
	NIS	5.8		
	通用型聚苯乙烯		20（一期）、20（三期）	2023（一期）、2027（三期）
	高抗冲聚苯乙烯		20（一期）、20（三期）	2023（一期）、2027（三期）
	乙醇胺		20	2023
	碳酸酯		30（一期）、15（二期）、30（三期）	2023（一期）、2027（二期、三期）
	α -烯烃	0.1	10（含 POE，二期）、5*10（连云港石化三四期）	2024（二期）、2026-2027（连云港三四期）
	POE		3*20	2026-2027
	茂金属聚乙烯		2*50	2026-2027
	PVC		2*40	2026-2027
	聚 α -烯烃		1.5	2026-2027
	超高分子量聚乙烯		5	2026-2027
	EAA		4（一期）、5（二期）	2024 一期投产

来源：卫星化学公司公告，环评报告，卓创资讯，国金证券研究所

2023 年 9 月 12 日，公司子公司连云港石化收购嘉宏新材 100% 股权，嘉宏新材将继续负责实施 2020 年签署的年产 90 万吨烯烃原料加工及下游 HPPO、丙烯腈、ABS 装置、丙烯酸酰胺等高性能材料产业链项目，总投资为 202 亿元。当前嘉宏新材以建成 3 套 45 万吨/年双氧水装置、1 套 40 万吨/年环氧丙烷装置。此外，卫星能源在嘉兴平湖基地布局 4 万吨/年氢气、90 万吨/年丙烯、80 万吨/年丁辛醇、8 万吨/年新戊二醇，完成 C3 产业链的进一步延伸与配套，一体化程度加深或提升公司抵御风险能力。

图表106：公司 C3 产业链产能情况

	产品	已有产能（万吨/年）	拟在建产能（万吨/年）	拟在建产能预计投产时间
C3 产业链	丙烯	90	90	2024
	聚丙烯	45		
	丙烯酸	88		
	丙烯酸丁酯	90		
	丙烯酸异辛酯	18		
	丙烯酸甲酯&丙烯酸乙酯	15		
	精丙烯酸	23.18	20	2024
	SAP	15		
	双氧水	22	25	2023
	高分子乳液	21	26	2024
	颜料中间体	2.1		
	丁辛醇		80	2024
	新戊二醇		8	2024
	丙烯腈	26		
	MMA	8.5		
嘉宏新材	双氧水	135		
	环氧丙烷	40		
	烯烃原料加工及下游 HPPO、丙烯腈、ABS 装置、丙烯酸酰胺		90	



来源：卫星化学公司公告，环评报告，卓创资讯，国金证券研究所

4、风险提示

- 1) 油气田投产进度不及预期：油气田从勘探到开采是一个漫长的过程，在此过程中可能会出现油气田投产时间延迟。
- 2) 俄乌局势变化、巴以冲突、伊核协议推进以及委内瑞拉制裁解除等地缘政治事件造成供应端不确定性的风险：伊核协议推进、委内瑞拉制裁解除巴以冲突等地缘政治事件或造成原油供应端的不确定性，俄乌局势变化或造成俄罗斯对欧洲天然气、原油、煤炭等多种化石能源供应端存在不确定性风险。
- 3) OPEC+减产执行强度不及预期风险：OPEC+减产计划是全球原油供应边际减少重大影响因素，假使 OPEC+减产执行力度不及预期，或影响当前供应端测算结果。
- 4) 加息超预期抑制终端需求的的风险：美联储加息或带动美元指数走强，而美元指数与原油价格通常为负相关走势，假使美联储加息或对原油价格产生扰动。欧洲央行加息或在一定程度上抑制能源需求。
- 5) 能源政策及制裁对企业经营的影响：三桶油有较大体量海外油气资产，海外油气资产的开发以及生产受当地能源政策所制约，假设油气资产所在国的能源政策产生变化或对企业经营产生影响；不同国家间的关系恶化而导致的贸易及经济制裁可能会对行业内企业经营、现有资产或未来投资产生重大不利影响，与此同时，不同级别的美国联邦、州或地方政府对某些国家或地区及其居民或被指定的政府、个人和实体施加不同程度的经济制裁。如果美国对公司在部分地区经营进行制裁或导致公司海外资产经营受负面影响；2021 年 1 月，美国商务部将中国海油列入实体清单，或对公司从事国际贸易产生一定负面影响。
- 6) 汇率风险：全球原油价格主要由美元计价，公司也有部分资产在海外市场经营，但公司财报通常以人民币结算，如果人民币与美元汇率出现较大波动，或对公司业绩汇算产生影响。
- 7) 成品油价格放开风险：成品油价格假如放开，转变为由市场进行定价，汽油、柴油价格将存在频繁波动的风险，市场竞争加剧，中国石化和中国石油在成品油销售的垄断地位可能被撼动；
- 8) 终端需求恢复不及预期风险：涤纶长丝行业产品多数为中间产品，受制于产业链的供求关系存在超预期变动可能，在考虑油价的同时，下游消费、包装、汽车、基建等宏观经济需求也会对长丝产品的需求造成影响；
- 9) 其他不可抗力影响。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究