

民营大炼化企业迎来底部布局机遇

——石化能源行业2024年度投资策略

行业评级：看好

2023年11月13日

分析师

邮箱

电话

证书编号

任宇超

renyuchao01@stocke.com.cn

18221128668

S1230523100005

联系人

邮箱

电话

杨占魁

yangzhankui@stocke.com.cn

15711081620

目录

CONTENTS

01

行业回顾：油价企稳叠加需求复苏，2023年民营大炼化企业业绩修复明显

02

行业展望：随着宏观经济稳步恢复，民营大炼化企业有望实现价值回归

03

投资策略：芳烃、涤纶长丝投产高峰已过，基本面已发生明显改善

04

重点公司推荐

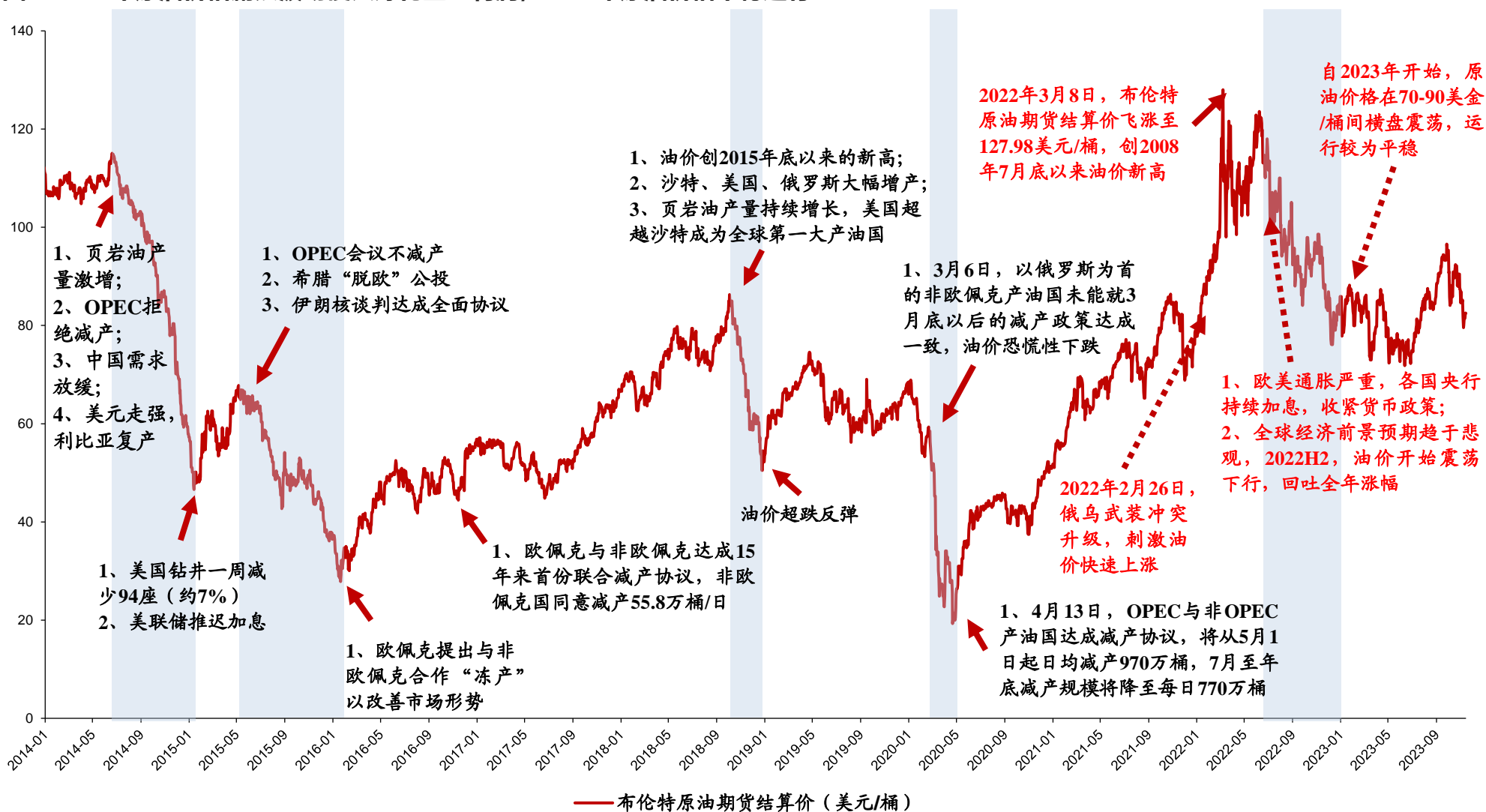
05

风险提示

01

**行业回顾：油价企稳叠加需求复苏，
2023年民营大炼化企业业绩修复明显**

图：2022年原油价格剧烈波动侵蚀炼化企业利润，2023年原油价格平稳运行



- 2022H1，油价因地缘冲突、供需偏紧而快速上涨至历史高位；
- 2022H2，因各国央行持续加息、全球经济预期恶化，油价又迅速下跌、回吐全年涨幅。
- 2022年的高原油采购成本、2022H2油价迅速下跌带来的库存损益、下游需求的疲软，共同侵蚀炼化企业利润。
- 自2023年以来，原油价格平稳运行，布伦特原油期货结算价于70-90美金/桶之间横盘震荡，低于2022年度均价。

- 2023年以来，中国宏观经济稳步修复，据Wind数据：
- 2023年6-10月我国PPI：全部工业品的当月同比增速分别为-5.4%、-4.4%、-3.0%、-2.5%、-2.6%，回升明显；
- 2023年5-10月我国PMI分别为48.8%、49.0%、49.3%、49.7%、50.2%、49.50%，5月至9月持续抬升。

图：2023年6月以来，中国PPI同比增速已出现明显回升

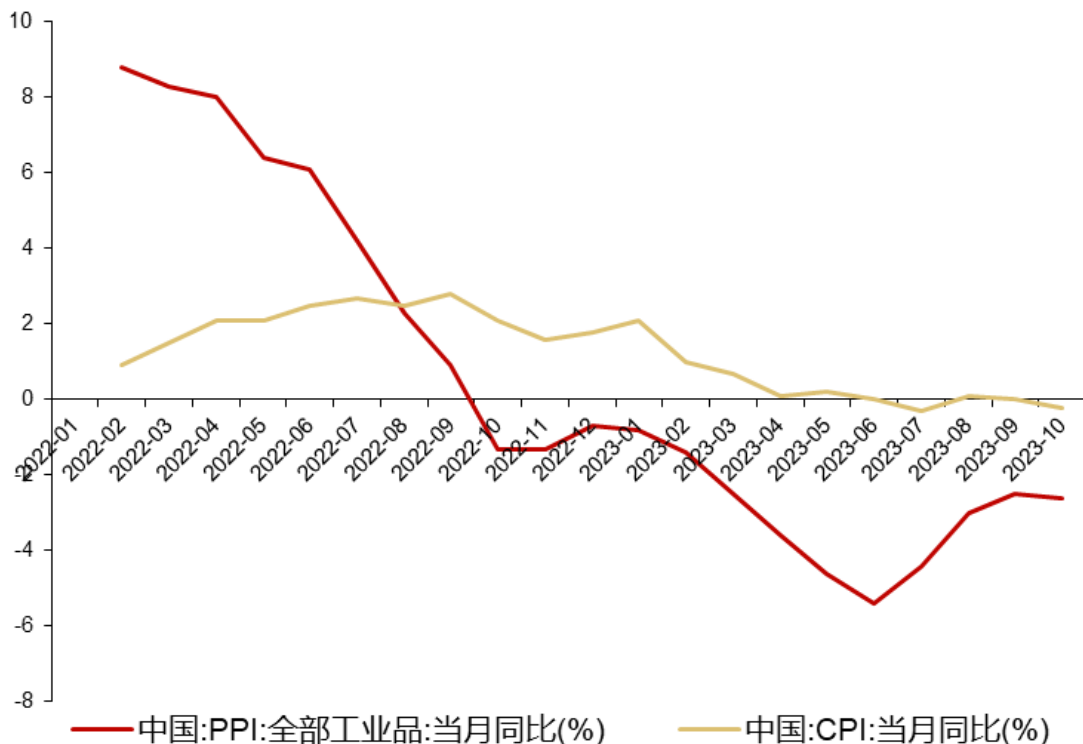


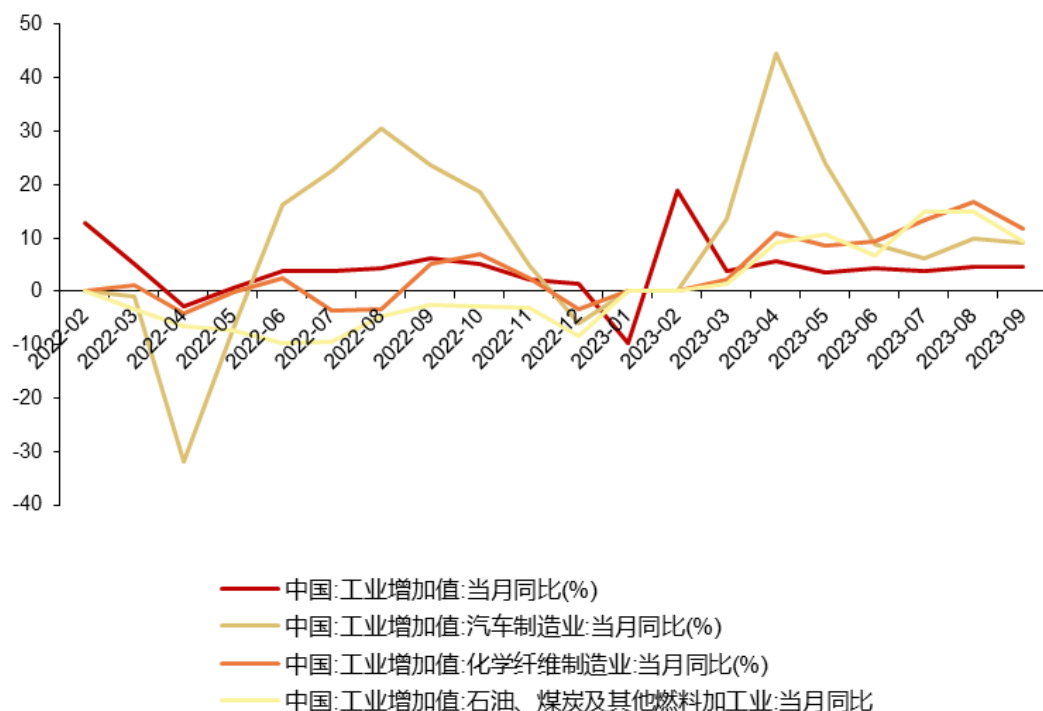
图:2023年5月至9月，中国制造业PMI持续抬升



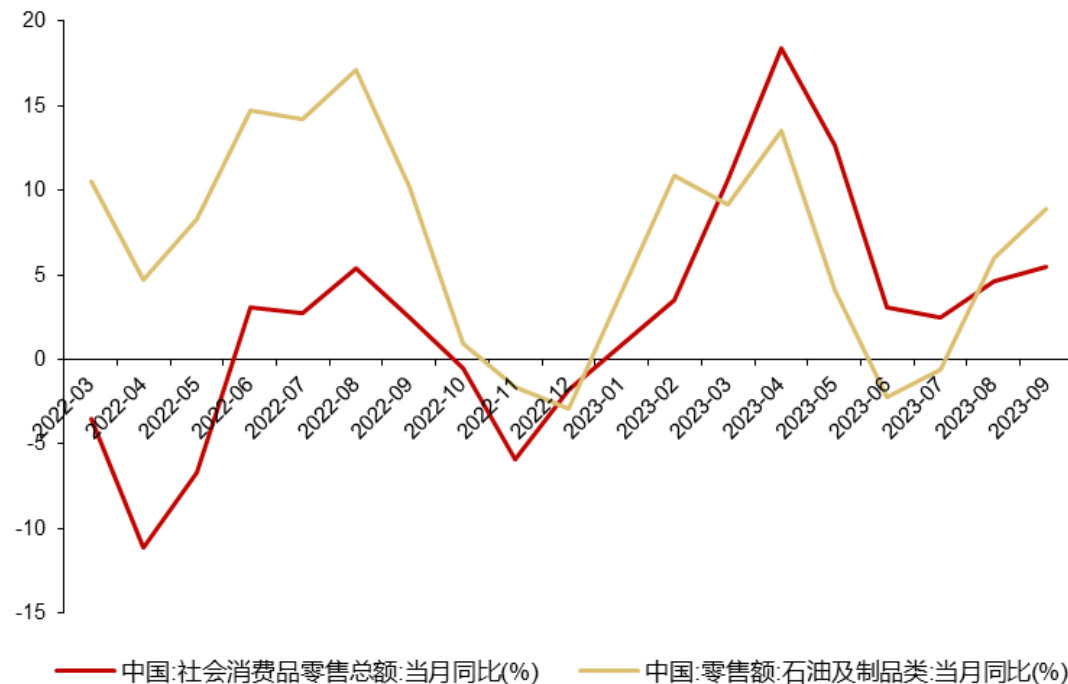
1.2.2 2023年，中国宏观经济稳步修复，炼化下游需求结构性复苏

□ 据Wind数据，2023年以来，我国工业增加值、社会消费品零售总额均持续同比增长，其中，8-9月我国社零总额分别同比+4.6%、+5.5%，增速均超季节性（近4年均值分别约为+3.3%、+3.9%）。

图：2023年以来，中国工业增加值持续同比增长

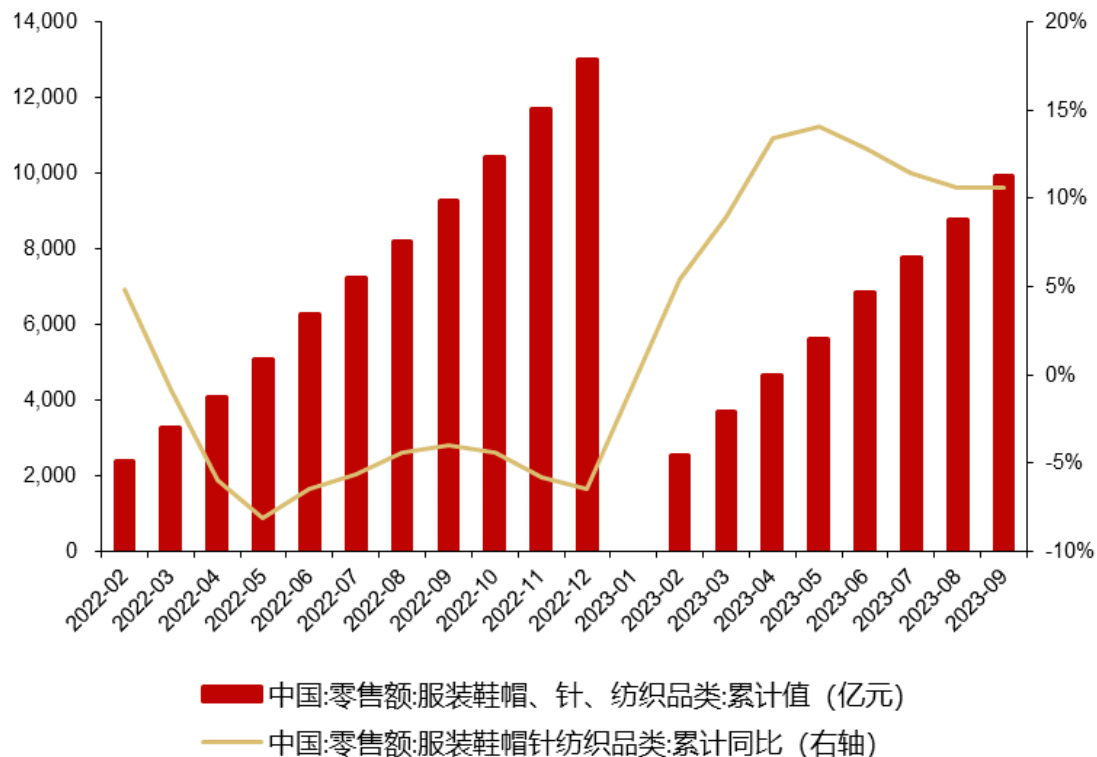


图：2023年8-9月，中国社零总额增速超季节性

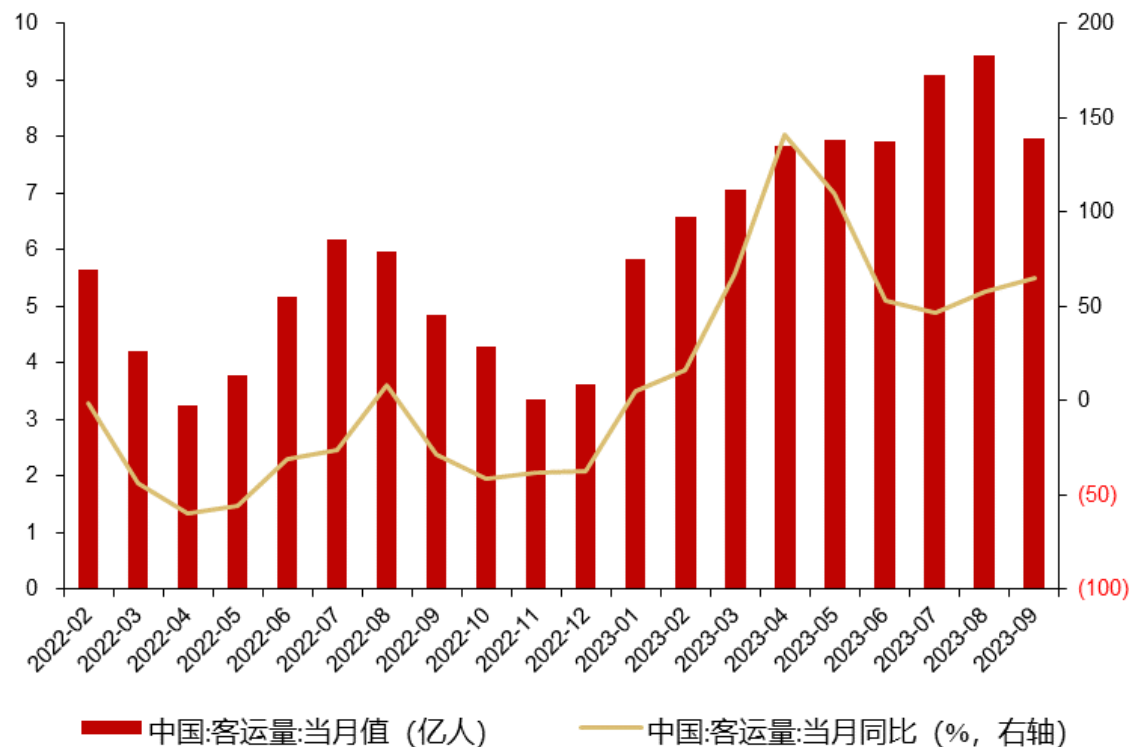


- 我国宏观经济虽处修复通道，但炼化产品的下游需求呈结构性复苏，其中纺服端、出行端修复较好。
- 纺服端：据Wind数据，截至2023年9月，我国服装鞋帽、针、纺织品类零售额累计达到9935亿元，同比高增10.60%。PX、涤纶长丝等板块是纺织服装的上游，其自身投产高峰已过，叠加2023年国内纺织服装需求提升明显，其基本面已出现明显改善。
- 出行端：据Wind数据，2023年1-9月，我国单月客运量分别同比+5.03%、+16.42%、+67.65%、+141.13%、+109.95%、+52.23%、+47.00%、57.70%、+64.69%。2023年，我国客运量同比高增，带动汽油、航空煤油等成品油需求的提升。

图：2023年1-9月，国内纺织服装零售额同比高增10.60%

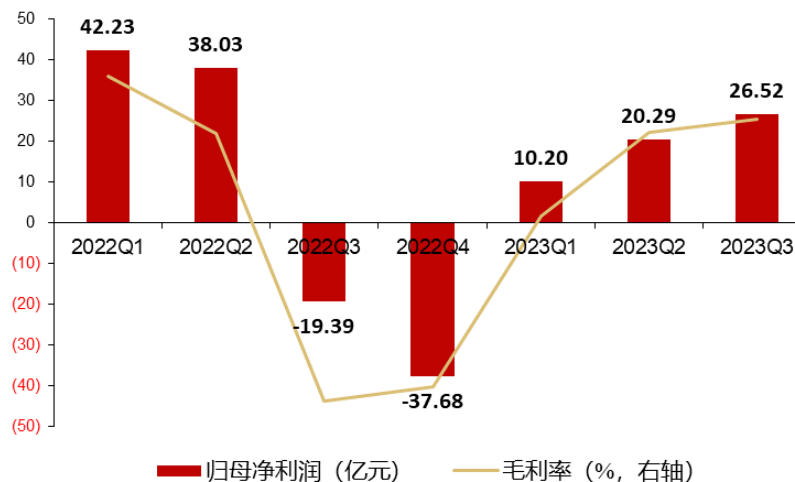


图：2023年以来，我国客运量持续同比高增

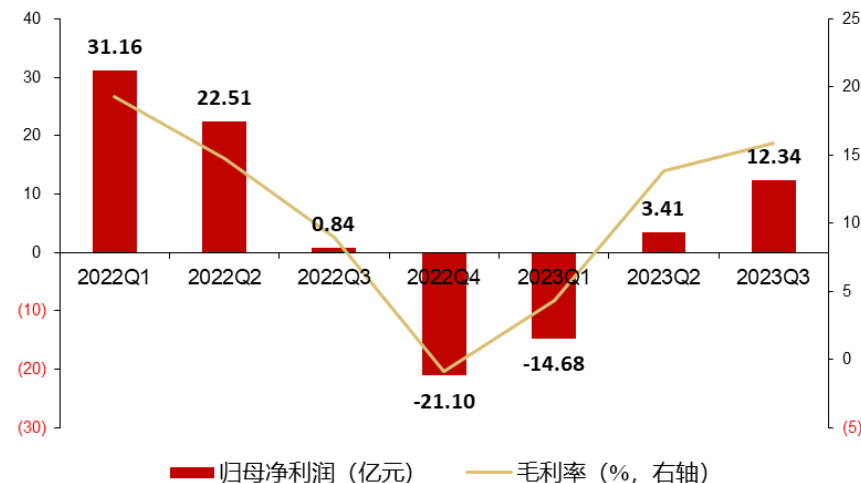


- **至暗时刻已过：**2023年原油价格运行较为平稳，叠加下游需求复苏，民营大炼化企业的业绩进入修复通道。
- 2022年，高油价带来的较高原料采购成本、油价剧烈波动带来的较大原材料库存损益、下游需求不振带来的炼化产品价格差缩窄共同作用，推动炼化企业业绩下滑。
- 2023年以来，原油价格平稳运行，布伦特原油期货结算价于70-90美金/桶之间横盘震荡，低于2022年度均价，且炼化企业基本无较大的原材料库存损益计提；叠加下游需求结构性复苏，芳烃、涤纶长丝等板块价差修复，民营大炼化企业的业绩进入修复通道：荣盛石化、恒力石化的归母净利润、毛利率均实现逐季度环比修复。
- **我们认为：**民营大炼化企业或已走出业绩底部，未来随着宏观经济的稳步恢复、下游需求的持续复苏，民营大炼化企业仍具备较大的上行弹性。

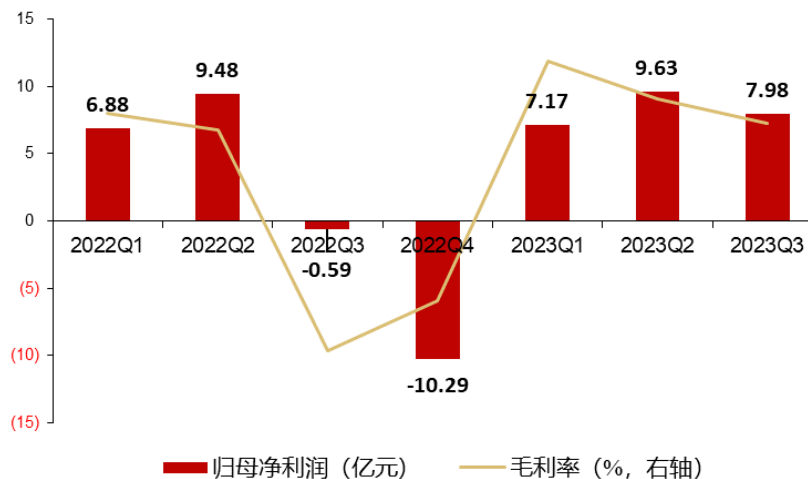
图：2023年以来，恒力石化业绩逐季度环比修复



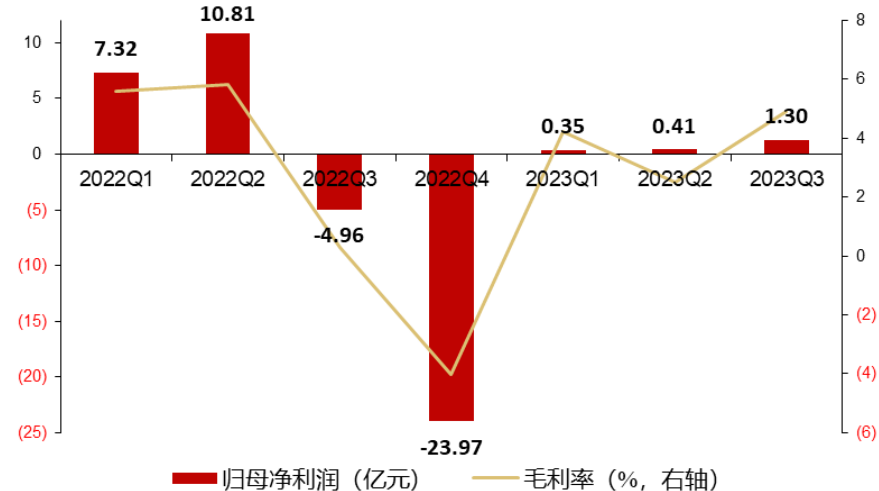
图：2023年以来，荣盛石化业绩逐季度环比修复



图：2023年以来，东方盛虹业绩修复明显



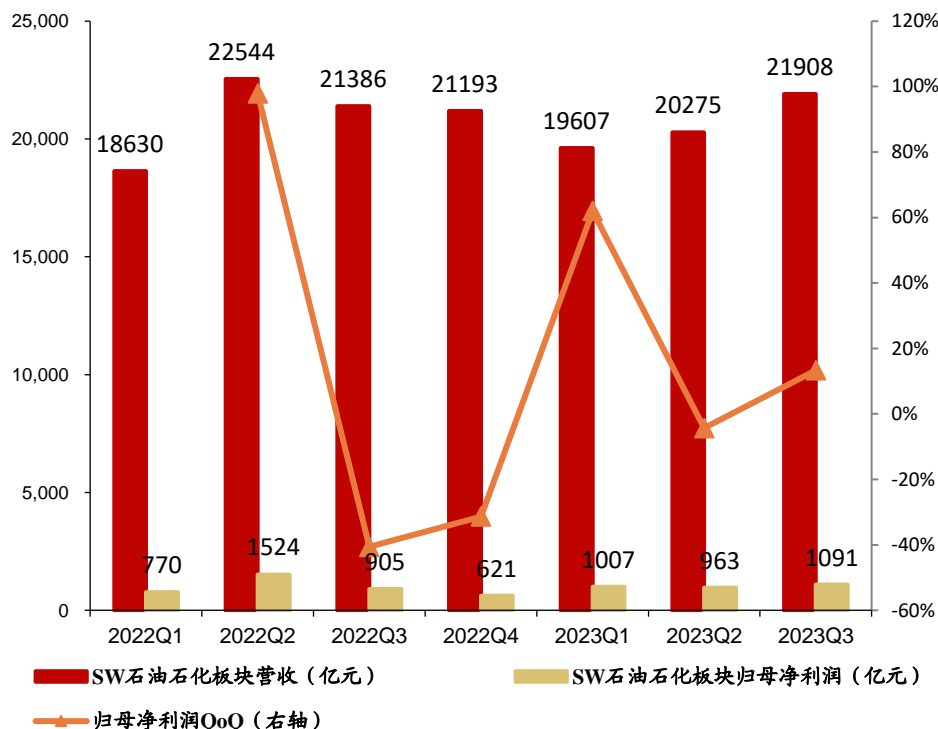
图：2023年以来，恒逸石化业绩逐季度环比修复



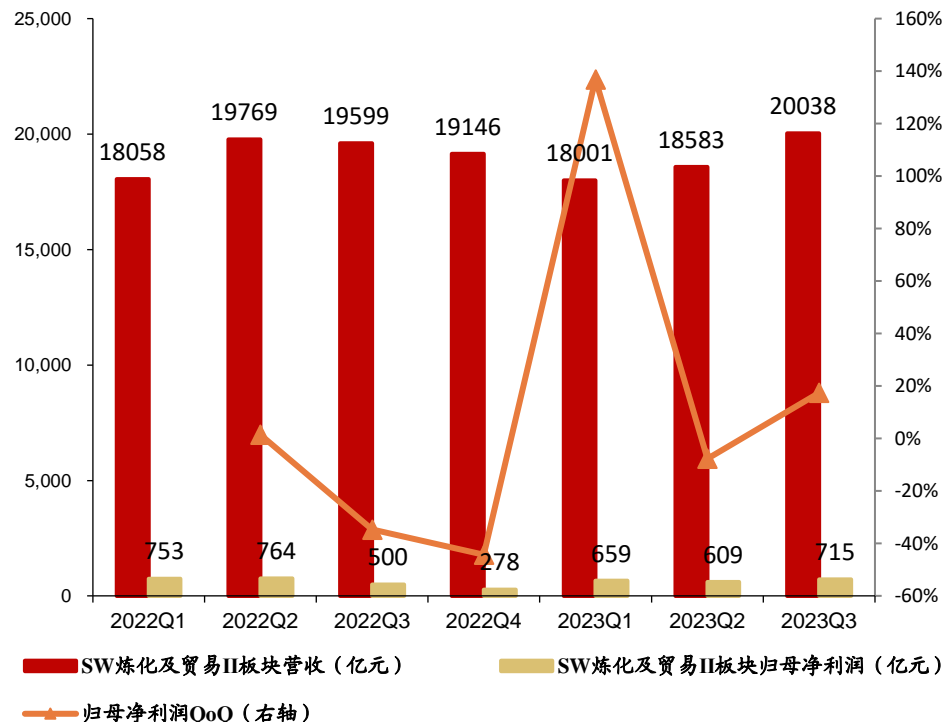
资料来源：Wind、浙商证券研究所

- **至暗时刻已过：2023年，SW石油石化板块业绩已进入修复通道。**据wind数据，2023年前三季度，SW石油石化板块总营收分别为1.96万亿元、2.03万亿元、2.19万亿元；归母净利润分别为1007亿元、963亿元、1091亿元，相比2022下半年，业绩修复明显。
- **分二级子板块来看，SW炼化及贸易II板块较2022H2修复明显：**据wind数据，2023年前三季度，SW炼化及贸易II板块总营收分别为1.80万亿元、1.86万亿元、2.00万亿元；归母净利润分别为659亿元、609亿元、715亿元。**受益于油价企稳及下游需求复苏，相比2022下半年，SW炼化及贸易板块业绩修复明显。**

图：2023年以来，SW石油石化板块业绩修复明显



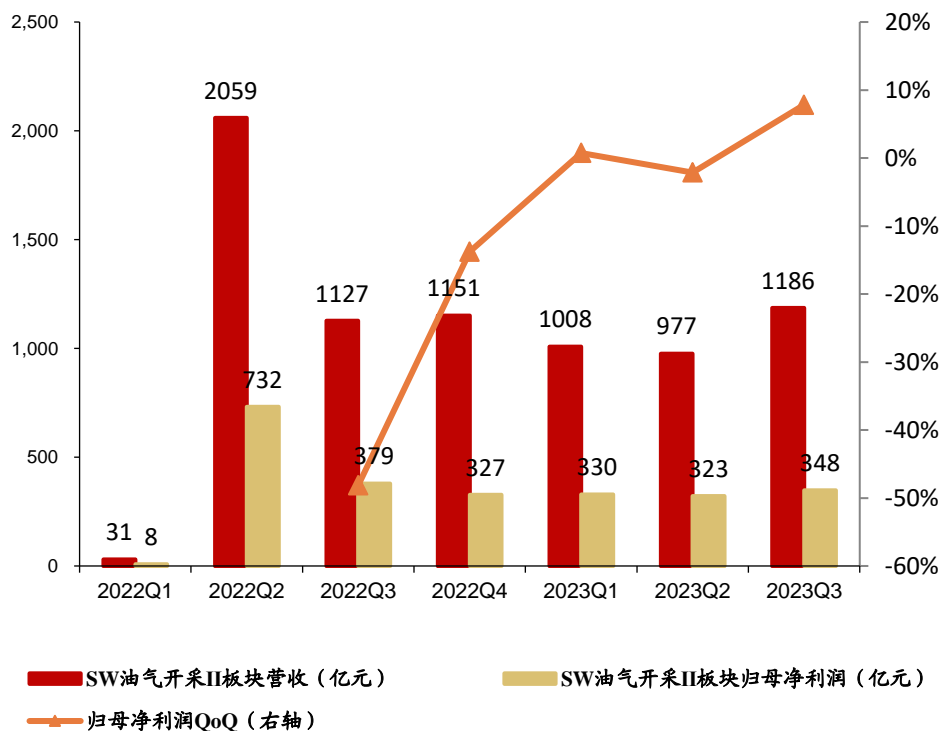
图：2023年以来，SW炼化及贸易II板块业绩修复明显



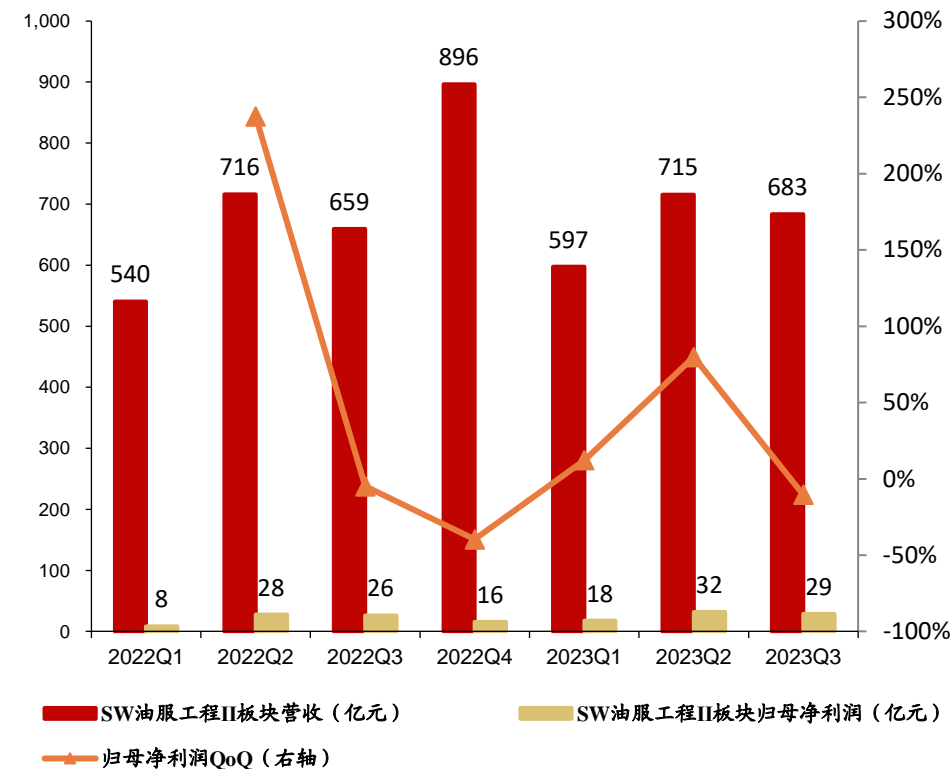
1.4.2 2023年以来，SW油气开采、油服工程板块业绩较为稳定

- 由于2023年原油价格运行平稳：2023年，国内油气开采、油服工程板块业绩较为稳定。
- SW油气开采II板块。据wind数据，2023年前三季度，SW油气开采II板块总营收分别为1008亿元、977亿元、1186亿元；归母净利润分别为330亿元、323亿元、348亿元，相比2022下半年，业绩运行较为平稳。
- SW油服工程II板块：据wind数据，2023年前三季度，SW油服工程II板块总营收分别为597亿元、715亿元、683亿元；归母净利润分别为18亿元、32亿元、29亿元，相比2022下半年，业绩运行较为平稳。

图：2023年以来，SW油气开采II板块业绩较为平稳



图：2023年以来，SW油服工程II板块业绩较为平稳

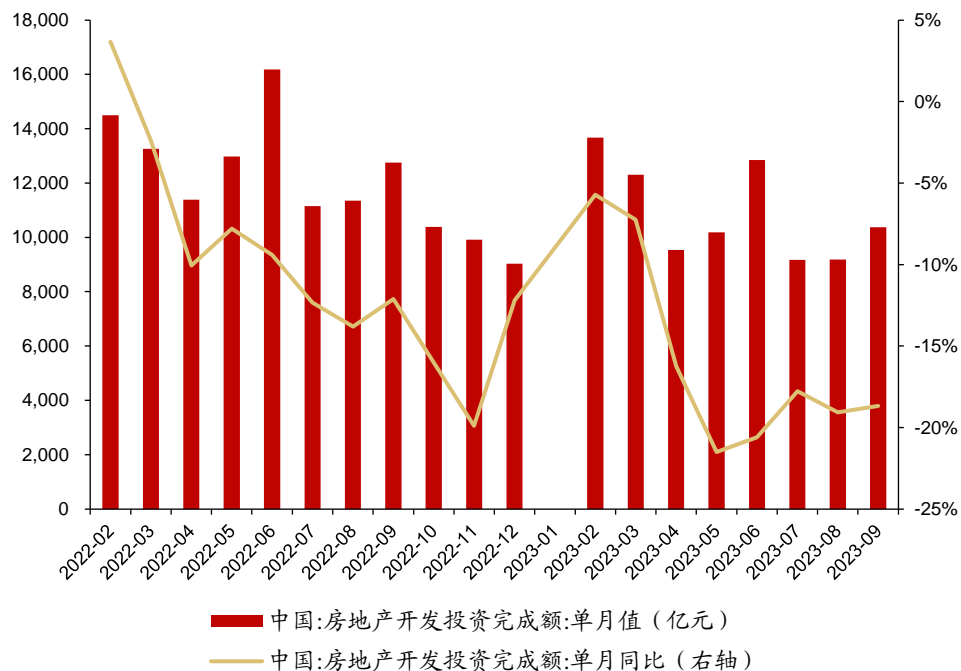


02

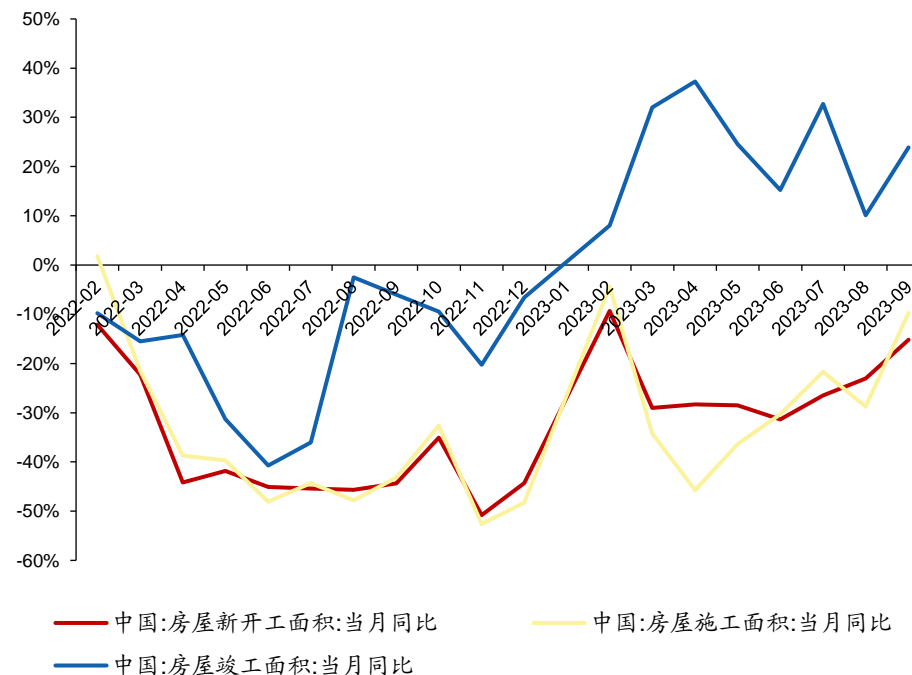
**行业展望：随着宏观经济稳步恢复，
民营大炼化企业有望实现价值回归**

- **地产端：相比于国内纺服需求和出行需求的明显恢复，地产端的修复情况相对一般。**据Wind数据，2023年以来，我国房地产开发投资完成额、房屋新开工面积、房屋施工面积的单月同比增速仍一直处于水下。
- **烯烃等大宗品的下游主要集中于建材、家电、家具等房地产前后周期产业，以及汽车等与地产景气度相关性较高的产业。**地产端修复进展相对缓慢，叠加2023年烯烃自身新投产产能较多，目前烯烃板块盈利仍旧承压。

图：2023年9月，我国房地产开发投资完成额同比-18.67%



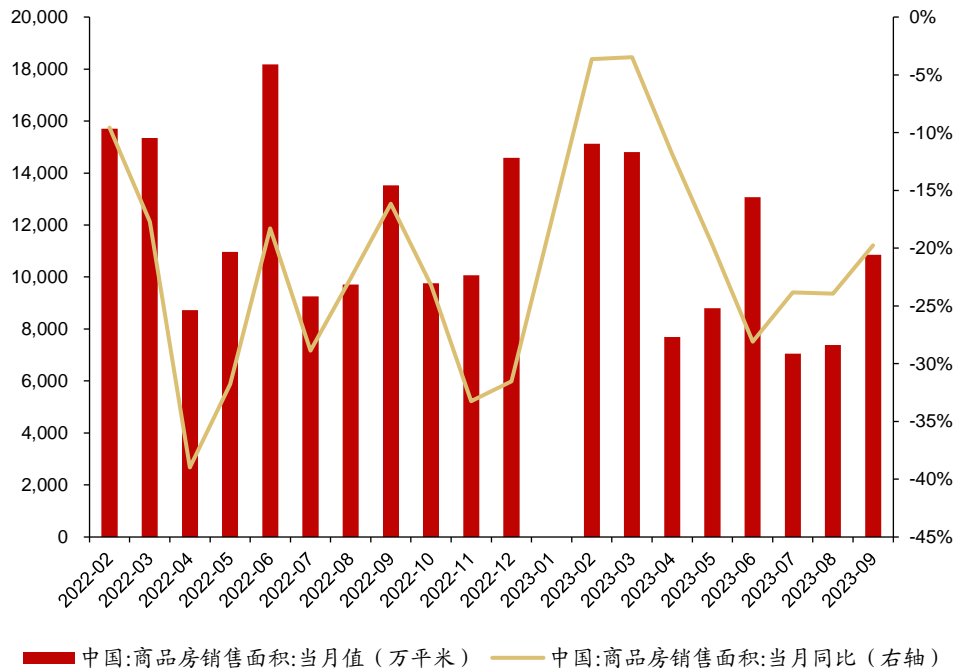
图：2023年7月以来，我国房屋新开工面积同比增速抬升



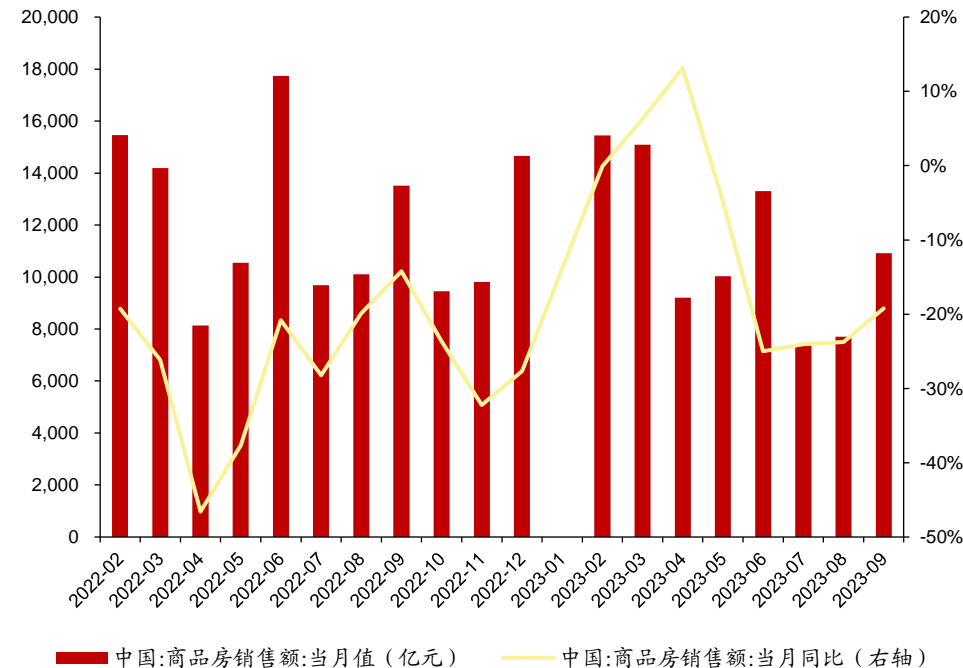
资料来源：Wind、浙商证券研究所

- 2023年7月以来，我国房地产开发投资完成额、房屋新开工面积、房屋施工面积、商品房销售面积及销售额的同比增速均出现抬升，2023年9月我国房屋竣工面积同比高增23.92%。
- 未来随着一线城市“认房不认贷”、下调首付比例、下调存量房贷利率等一系列地产松绑政策持续发挥作用，我们看好房地产行业有望进一步企稳复苏，并提振烯烃等相关大宗品的需求。

图：2023年7月以来，我国商品房销售面积同比增速提升



图：2023年7月以来，我国商品房销售额同比增速提升



图：2023年以来，C2、C3链烯烃盈利依旧承压

产品分类	细分品类	单位	本周价差	上周价差	周价差涨幅	年初价差	年内价差涨幅
成品油	原油催化裂化价差	元/吨	2072	2076	-0.24%	1985	4.36%
	汽油-布伦特原油	元/吨	4907	4535	8.21%	3820	28.45%
	柴油-布伦特原油	元/吨	3786	3467	9.19%	3590	5.43%
	航空煤油-布伦特原油	元/吨	3304	3238	2.05%	2843	16.24%
石脑油	石脑油-布伦特原油	元/吨	679	613	10.85%	792	-14.20%
	石脑油裂解价差	元/吨	2880	3206	-10.16%	3713	-22.43%
	原油深加工价差	元/吨	4239	4192	1.13%	5297	-19.97%
C2	乙烯-石脑油	元/吨	1488	1525	-2.43%	2385	-37.61%
	乙烯-布伦特原油	元/吨	2167	2138	1.38%	3177	-31.77%
	LLDPE-布伦特原油	元/吨	3429	3343	2.59%	4202	-18.38%
	HDPE-布伦特原油	元/吨	3979	3863	3.02%	4452	-10.61%
	LDPE-布伦特原油	元/吨	4479	4313	3.86%	4952	-9.54%
	乙二醇-0.6*乙烯	元/吨	-57	-112	49.29%	-416	86.35%
	环氧乙烷-0.76*乙烯	元/吨	1370	1452	-5.64%	1213	12.95%
	苯乙烯-0.3*乙烯-0.8*纯苯	元/吨	457	213	114.16%	708	-35.47%
	EVA-0.65*乙烯-0.57*醋酸	元/吨	6285	6716	-6.42%	7427	-15.38%
	丙烯-1.2*丙烷	元/吨	264	458	-42.40%	823	-67.98%
C3	丙烯-石脑油	元/吨	1400	1480	-5.41%	2110	-33.65%
	均聚聚丙烯-布伦特原油	元/吨	3379	3213	5.18%	4052	-16.60%
	无规聚丙烯-布伦特原油	元/吨	3929	3863	1.72%	4802	-18.17%
	抗冲聚丙烯-布伦特原油	元/吨	3329	3263	2.04%	3952	-15.75%
	均聚聚丙烯-1.4*丙烷	元/吨	474	507	-6.51%	935	-49.31%
	无规聚丙烯-1.4*丙烷	元/吨	1024	1157	-11.49%	1685	-39.23%
	抗冲聚丙烯-1.4*丙烷	元/吨	424	557	-23.87%	835	-49.22%
	丙烯酸-0.72*丙烯	元/吨	754	896	-15.89%	1424	-47.05%
	丙烯酸甲酯-0.84*丙烯酸-0.37*甲醇	元/吨	4151	4080	1.75%	4469	-7.10%
	丙烯酸丁酯-0.6*丙烯酸-0.62*正丁醇	元/吨	367	262	40.25%	397	-7.51%
	丙烯酸-1.05*丙烯-0.5*合成氨	元/吨	743	419	77.33%	-23	3402.22%
	腈纶-0.92*丙烯腈	元/吨	5630	5814	-3.16%	7514	-25.07%
	环氧丙烷-0.84*丙烯	元/吨	3638	3424	6.26%	3178	14.47%
	丁二烯-石脑油	元/吨	4088	4195	-2.55%	2310	76.97%
C4	丁二烯-布伦特原油	元/吨	4767	4688	1.70%	3102	53.70%
	ABS-0.2*丁二烯-0.54*苯乙烯-0.26*丙烯腈	元/吨	1252	1621	-22.73%	3267	-61.67%
	丁苯橡胶-0.75*丁二烯-0.25*苯乙烯	元/吨	3366	3312	1.62%	3250	3.58%
	顺丁橡胶-丁二烯	元/吨	3462	3200	8.19%	3175	9.04%
芳烃	纯苯-石脑油	元/吨	2476	2639	-6.18%	1682	47.21%
	PX-石脑油	美元/吨	354	336	5.10%	292	21.22%
	PTA-0.655PX	元/吨	262	142	84.81%	290	-9.83%
聚酯	POY-0.855*PTA-0.335*MEG	元/吨	902	1137	-20.68%	1189	-24.17%
	DTY-0.855*PTA-0.335*MEG	元/吨	2202	2487	-11.46%	2414	-8.80%
	FDY-0.855*PTA-0.335*MEG	元/吨	1502	1787	-15.95%	1839	-18.34%
	聚酯瓶片-0.855*PTA-0.335*MEG	元/吨	804	756	6.39%	1312	-38.67%

资料来源：Wind、浙商证券研究所

图：2023年以来，C2链烯烃价格涨跌互现

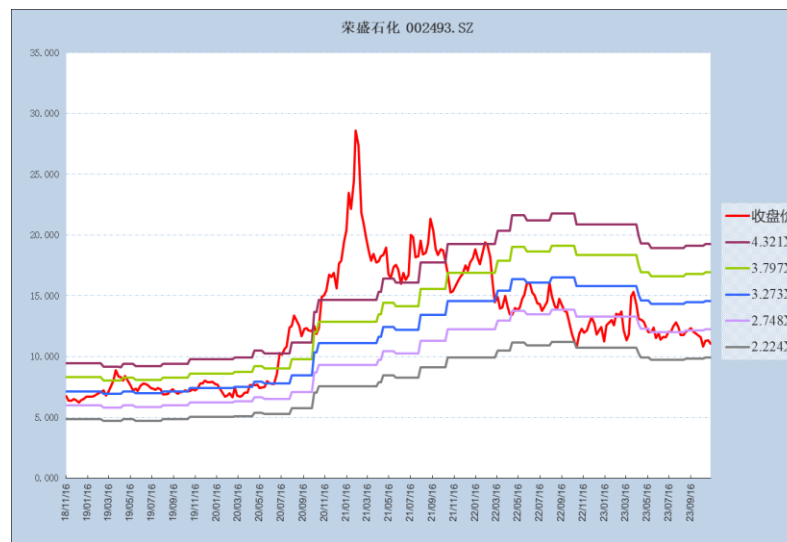
产品分类	细分品类	本周涨幅	年初至今涨幅
成品油	布伦特原油	-7.12%	1.40%
	汽油	-2.83%	13.67%
	柴油	-2.24%	4.26%
	航空煤油	-5.03%	9.01%
C2	石脑油	0.00%	6.88%
	乙烯	-0.53%	-5.97%
	聚乙烯LLDPE	0.25%	-2.40%
	聚乙烯HDPE	0.58%	1.16%
	聚乙烯LDPE	1.10%	1.10%
	乙二醇	0.82%	2.44%
	环氧乙烷	-1.64%	-2.58%
	苯乙烯	2.30%	7.57%
	EVA	-4.62%	-11.43%
	醋酸	-8.12%	-9.57%

图：2023年以来，C3链烯烃价格多数下滑

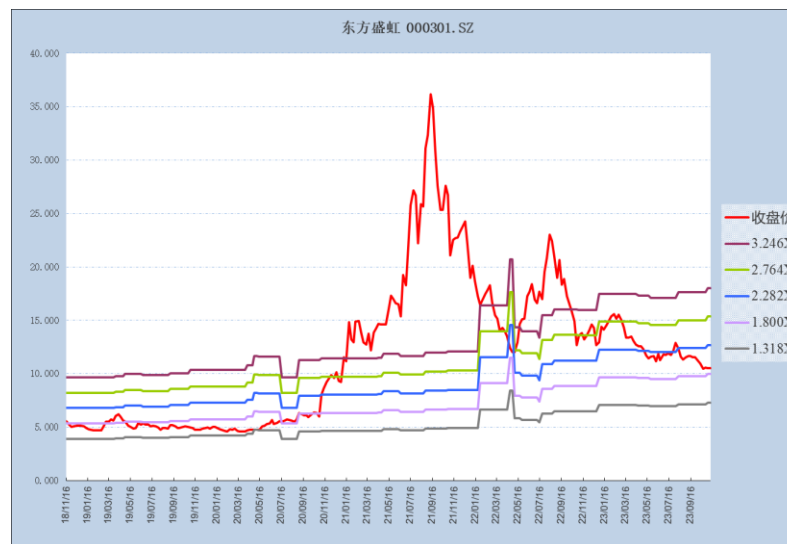
产品分类	细分品类	本周涨幅	年初至今涨幅
C3	丙烯参考价格	-1.16%	-3.55%
	丙烯市场均价	-1.16%	-3.55%
	聚丙烯	1.25%	-0.62%
	PP管材	0.00%	-3.35%
	丙烷	1.78%	4.97%
	环氧丙烷	1.60%	2.75%
	丙烯酸	-3.42%	-13.08%
	丙烯酸甲酯	-1.02%	-9.35%
	丙烯酸丁酯	-2.31%	-8.15%
	丙烯腈	2.09%	2.09%
	聚丙烯	1.25%	-1.22%
	腈纶	0.00%	-10.43%
	甲醇	-0.41%	4.08%
	合成氨	-2.10%	-13.96%

- 我们发现：虽然2023年国内民营大炼化企业的业绩修复较为明显，但估值仍处于历史较低分位值，荣盛石化、恒力石化的PB (TTM) 估值尚低于其炼化项目投产之前 (2019年)。
- 我们认为业绩修复与估值底部相背驰的主要原因在于：我国宏观经济的修复仍在继续；炼化产品的下游需求呈现结构性复苏，出行端及纺服端修复情况较好，但地产端修复情况相对较为缓慢；民营大炼化企业的业绩修复仅持续三个季度。
- 未来，我们需持续关注地产链修复情况，我们认为：随着我国宏观经济稳步向好、地产及其前后周期行业持续改善，我们坚定看好民营大炼化企业的业绩或将迎来进一步修复、价值有望迎来重估。

图：目前，荣盛石化PB (TTM) 处于近5年较低分位值

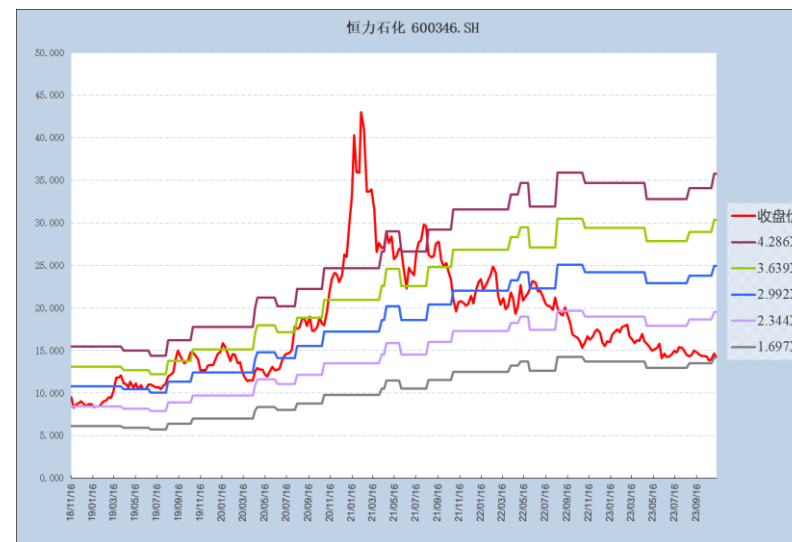


图：目前，东方盛虹PB (TTM) 处于近5年较低分位值

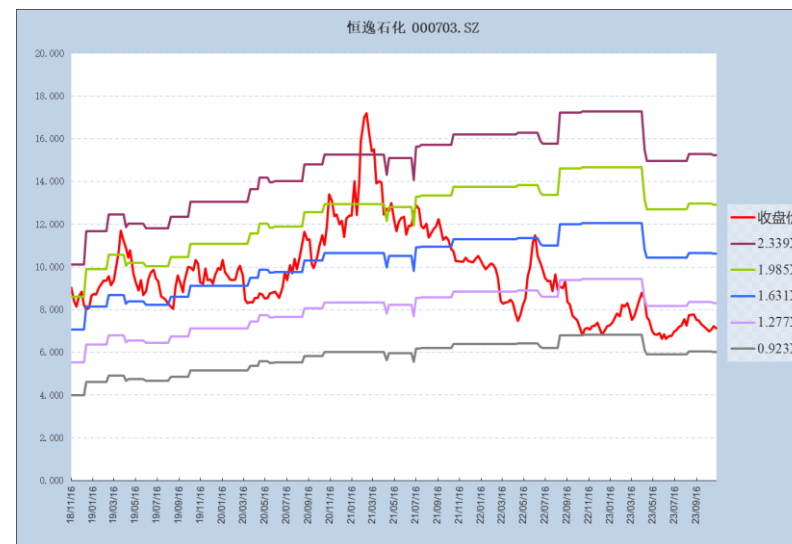


资料来源：Wind、浙商证券研究所

图：目前，恒力石化PB (TTM) 处于近5年较低分位值



图：目前，恒逸石化PB (TTM) 处于近5年较低分位值



03

投资策略：芳炔、涤纶长丝投产高峰已过，基本面已发生明显改善

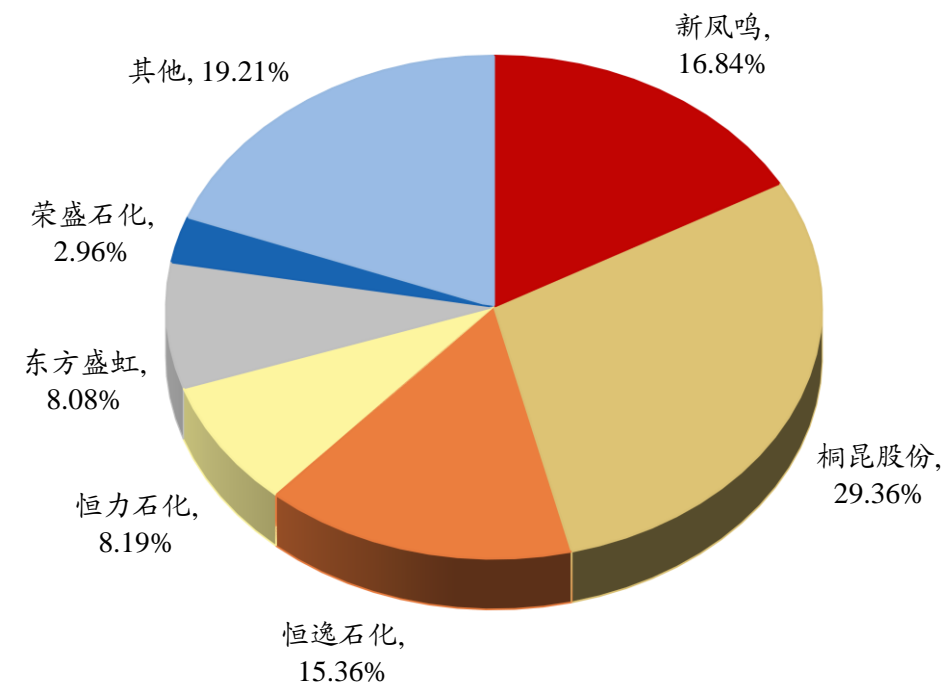
3.1.1 涤纶长丝：投产高峰已过，供给格局向龙头企业优化集中

- **2023年为国内涤纶长丝行业投产大年，投产高峰已过。**据各公司公告及百川盈孚数据，我们统计出：2023H1国内新投产的涤纶长丝产能高达385万吨，2023H2已新增产能70万吨，预计2023H2还将投产85万吨。据钢联数据统计，2023年中国涤纶长丝中小厂商已关停产能约43万吨，因此我们预计2023年中国涤纶长丝行业的产能净增量约为497万吨，国内涤纶长丝产能将于2023年底达到4394万吨，同比+12.75%。进入2024年之后，国内涤纶长丝产能增速或将显著放缓，我们预计2024年国内将新投产140万吨，产能同比+3.19%，投产高峰已过。
- **行业供给格局持续集中，龙头企业定价权预计将不断增强。**据我们的梳理，2023年国内涤纶长丝新增产能较多，且主要来自于头部企业。进入2024年之后，国内涤纶长丝产能投放速度或将显著放缓，未来随着国内外需求的稳步复苏，国内涤纶长丝头部企业有望充分受益于行业供需格局改善。

表：2023年是国内涤纶长丝行业的投产大年，预计净增产能497万吨，2024年产能增速预计将显著放缓

公司	2022年底产能	2023H1新增产能	2023H2预计新增	2023年底产能预计	2024年预计新增	2024年底产能预计
新凤鸣	630	70（中磊化纤30万吨+江苏新拓40万吨）	40（江苏新拓40万吨，2023年8月已投产）	740	40（江苏新拓40万吨）	780
桐昆股份	960	240（恒阳化纤90万吨+恒超化纤60万吨+嘉通能源60万吨+新疆宇欣30万吨）	90（恒阳化纤30万吨，2023年9月已投产；嘉通能源60万吨，10月份投产30万吨，30万吨待投）	1290	/	1290
恒逸石化	645	30（恒鸣化纤改造新增30万吨）	/	675	/	675
恒力石化	335	25（恒力化纤25万吨）	/	360	/	360
东方盛虹	310	20（国望高科20万吨）	25（国望高科25万吨）	355	50（国望高科50万吨）	405
荣盛石化	130	/	/	130	50（盛元化纤50万吨）	180
头部6家厂商合计	3010	预计头部6家厂商2023年新增产能540万吨		3550	140	3690
其他厂商	887	钢联数据统计2023年其他厂商已关停产能43万吨		844	/	844
合计	3897	预计2023年国内整体净增产能497万吨		4394	140	4534

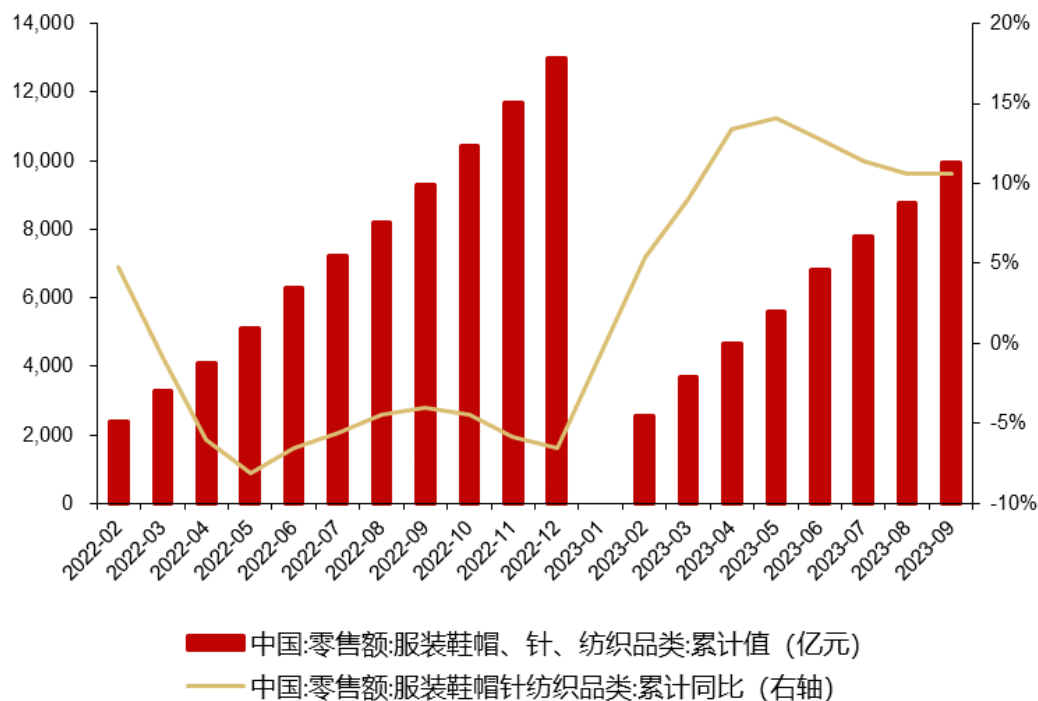
图：2023年底，国内涤纶长丝行业CR6或将进一步提升至80.79%



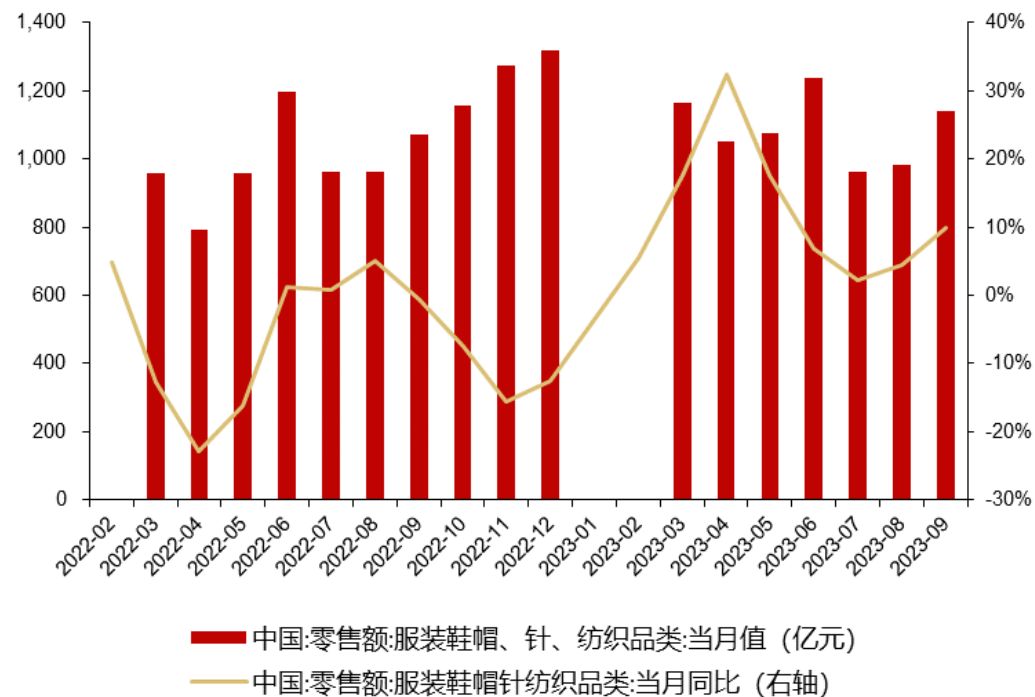
3.1.2 涤纶长丝：内需强劲复苏，国内纺服零售额同比高增

- 内需：国内纺服需求强劲复苏，零售额同比高增。
- 进入2023年以来，国内终端纺服需求复苏态势明显，据Wind数据，2023年1-9月，国内的服装鞋帽、针、纺织品类零售额累计达9935亿元，同比高增10.60%；2023年9月，国内服装鞋帽、针、纺织品类零售额单月同比+9.90%，内需强劲复苏。

图：2023年1-9月，国内纺织服装零售额累计同比+10.6%



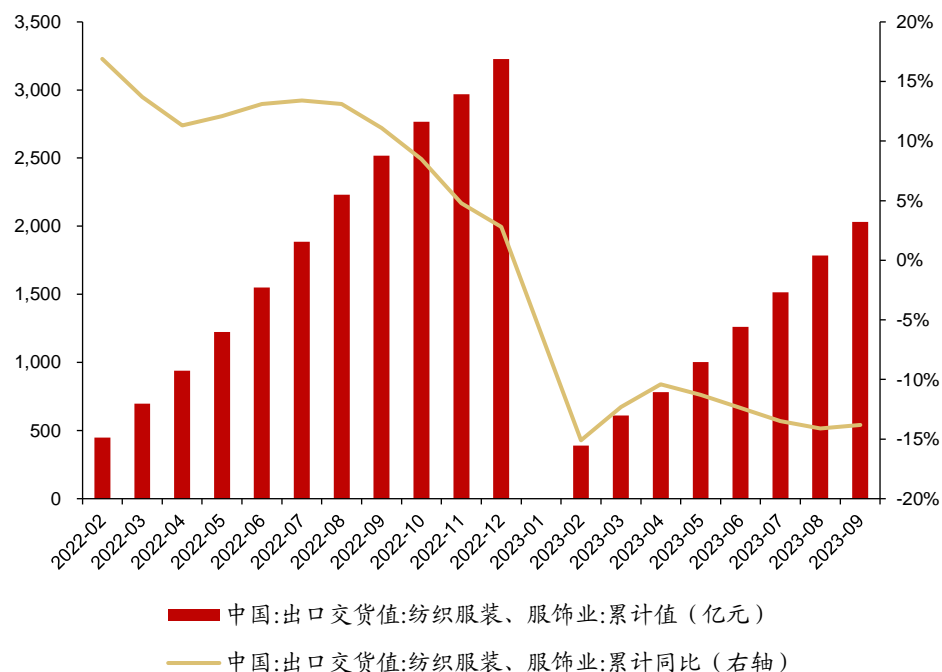
图：2023年9月，国内纺织服装零售额单月同比+9.9%



3.1.3 涤纶长丝：内需强劲复苏，纺服业利润率抬升

- 与国内纺织服装零售额同比高增相背驰的是，据国家统计局数据，截至2023年9月，国内纺织服装、服饰业的营业收入、利润总额分别同比-8.1%、-7.2%，我们认为这可能是由于国内纺织服装业的出口下滑所致：据国家统计局数据，截至2023年9月，国内纺织服装、服饰业的出口交货值同比-13.8%。国内纺服业的出口下滑可能源于海外经济衰退、海外纺服库存周期、贸易壁垒、全球纺服产业中心转移趋势等众多因素。
- 但我们观察到：自2023年5月份以来，国内纺织服装、服饰业的利润率已出现明显抬升。**国内需求强劲复苏，叠加直接出口高增，2023年国内涤纶长丝需求已明显回暖。**

图：截至2023年9月，国内纺织服装业的出口额同比-13.8%

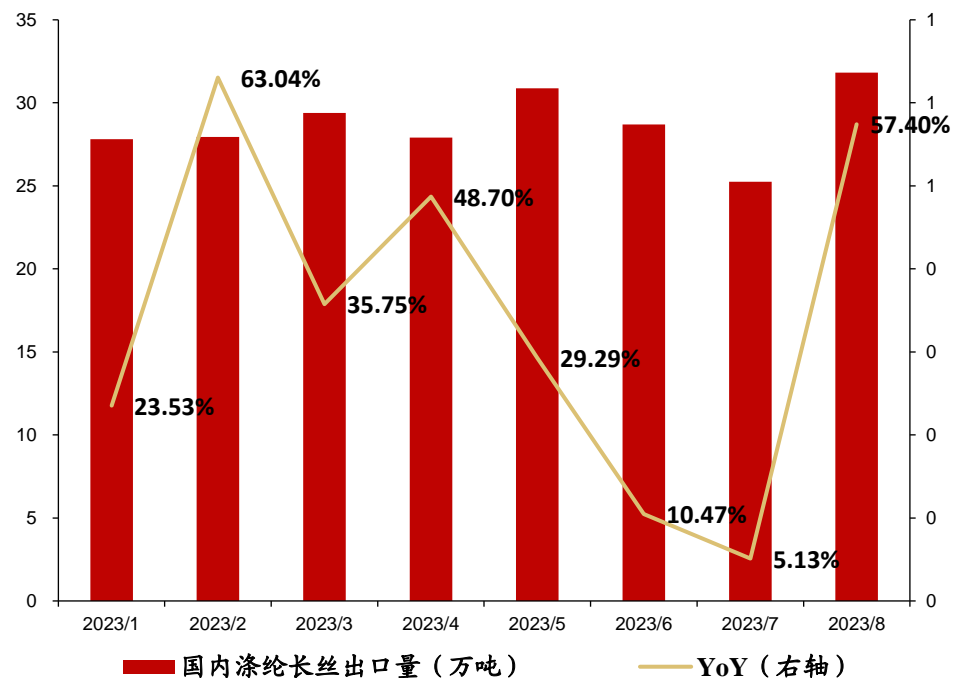


图：2023年5月以来，国内纺织服装、服饰业利润率持续抬升

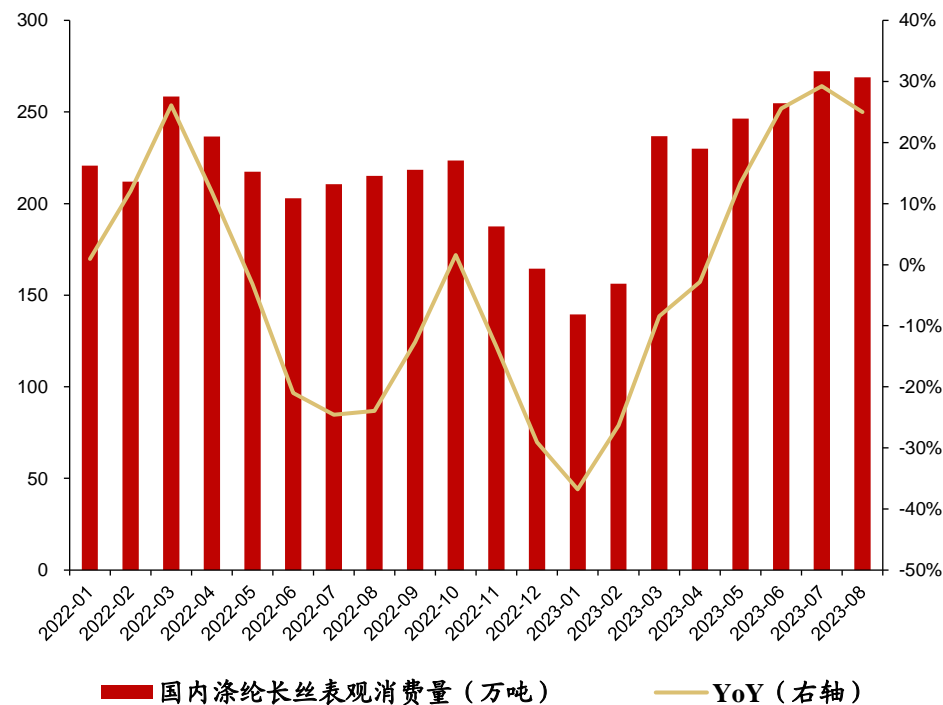


- **2023年国内涤纶长丝出口量同比高增。**据百川盈孚数据，2023年1-8月，国内涤纶长丝直接出口量同比分别+23.53%、+63.04%、+35.75%、+48.70%、+29.29%、+10.47%、+5.13%、57.40%。**2023年1-8月，国内涤纶长丝出口量合计达229.64万吨，同比高增31.89%。**
- **内需强劲叠加直接出口同比高增，国内涤纶长丝市场表现为“淡季不淡，旺季恒旺”。**受益于国内纺织服装零售额同比增长、直接出口市场高景气，国内涤纶长丝市场需求显著回暖：Q2通常为涤纶长丝市场淡季，但据百川盈孚数据，2023年5月、6月，国内涤纶长丝表观消费量分别为246.48万吨、254.80万吨，分别同比+13.39%、+25.59%，表现为“淡季不淡”；Q3通常为行业旺季，据百川盈孚数据，2023年7月、8月，国内涤纶长丝表观消费量分别为272.28万吨、268.91万吨，分别同比+29.25%、+25.02%。

图：2023年以来，国内涤纶长丝出口量持续同比高增



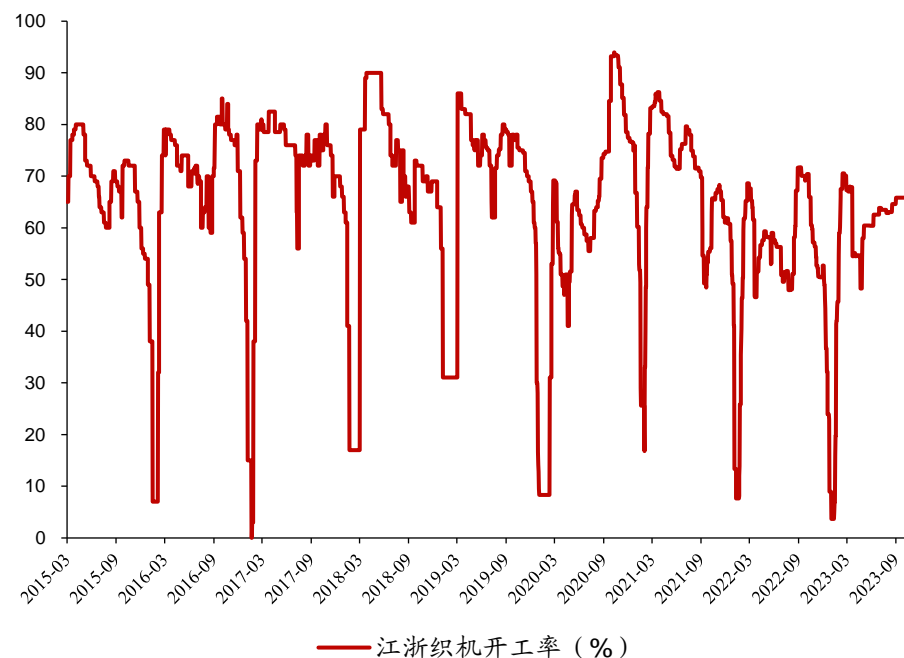
图：2023年5月以来，国内涤纶长丝表观消费量同比高增



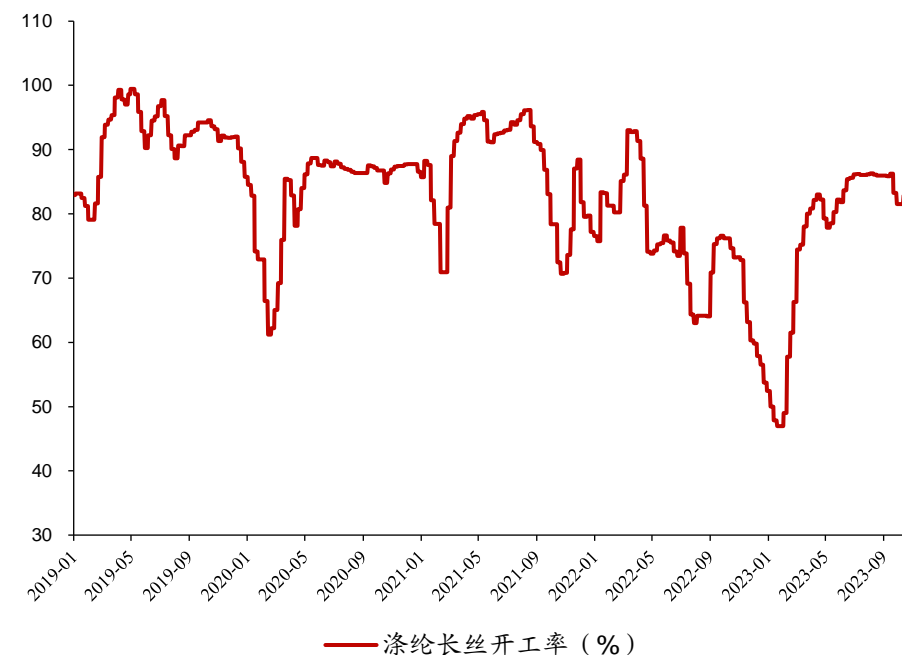
3.1.5 涤纶长丝：2023年以来，开工率持续攀升

- 2023年以来，涤纶长丝及下游织机开工率持续攀升。据Wind数据，2023年春节后，下游江浙织机开工率迅速提升，在4月至5月经历短暂低迷后，自6月起又开始持续提升，截至2023年11月9日，下游江浙织机开工率为75.81%，保持高开工运行。
- 受益于国内纺服需求回暖，以及海外直接出口拉动，2023年以来，国内涤纶长丝行业开工率持续攀升，据Wind数据，截至2023年11月9日，涤纶长丝行业开工率高达87.22%，较2023年初+34.75pcts。

图：目前，江浙织机保持高开工运行



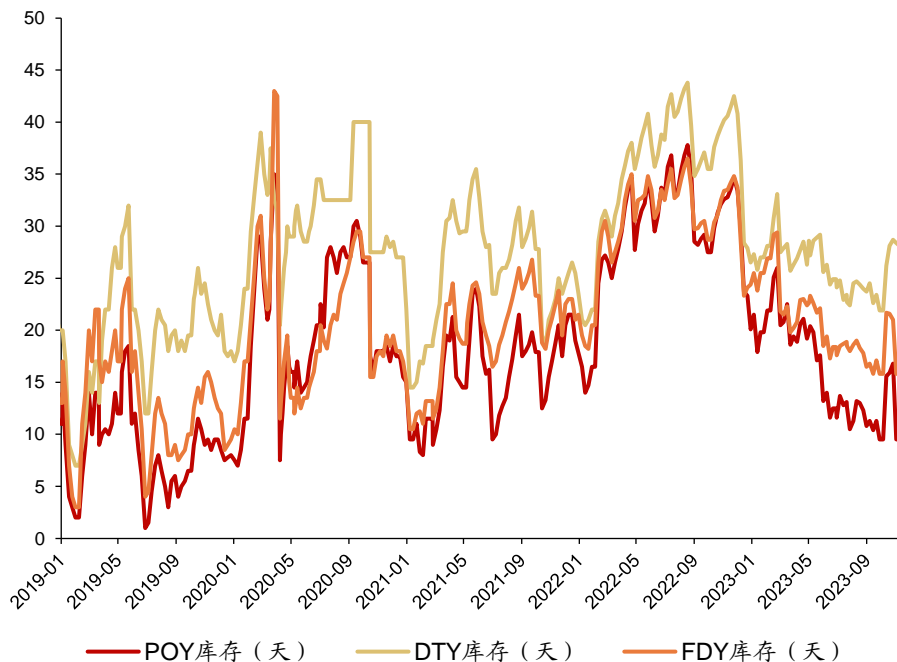
图：截至2023年11月9日，涤纶长丝开工率高达87.22%



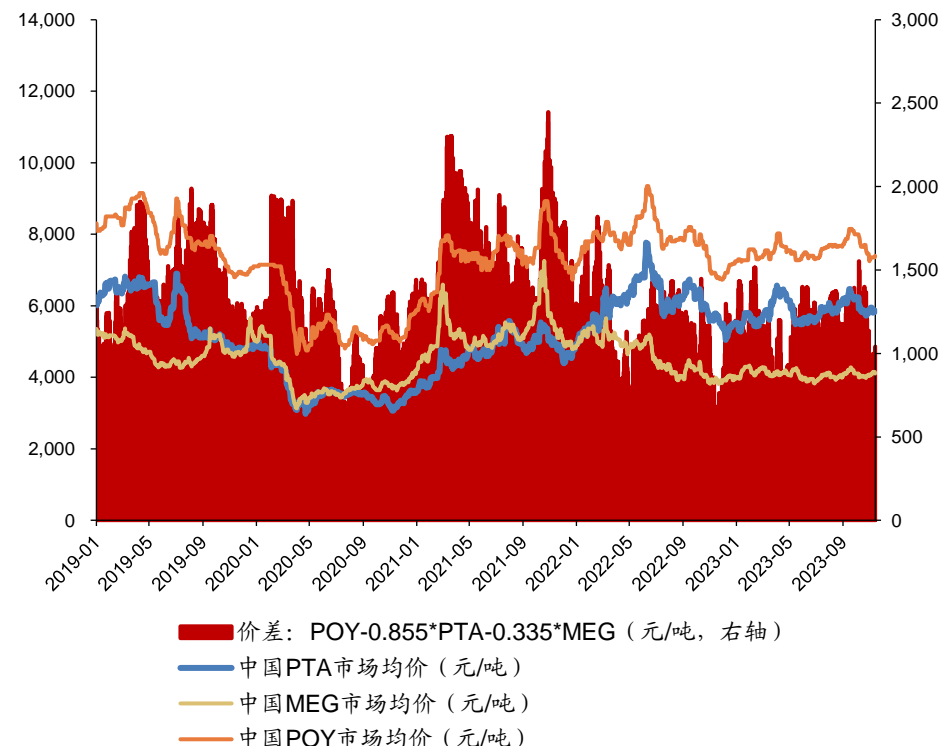
3.1.6 涤纶长丝：2023年以来，库存持续去化，价差维持在千元左右

- **2023年以来，涤纶长丝库存持续去化。**据Wind数据，自2023年5月以来，受益于产销两旺，涤纶长丝库存加速去化：据Wind数据，截至2023年11月9日，国内涤纶长丝POY、DTY、FDY的库存天数为9.5、28.10、15.80天，较2023年5月初分别-10.3、-0.5、-6.8天，库存去化明显。
- 受益于内需复苏强劲、直接出口同比高增，2023年以来，下游织机及涤纶长丝开工率保持高位运行，5-8月份表观消费量同比高增，市场呈现出“淡季不淡、旺季恒旺”的行情。因此，在2023H1国内涤纶长丝行业新增产能高达385万吨的情况下，国内涤纶长丝POY价差仍能保持在千元左右（我们根据Wind数据可以计算出：**截至2023年11月9日，2023年涤纶长丝POY年均价差约为1168元/吨**），且行业库存持续去化。
- 2023年是国内涤纶长丝行业的投产大年，预计2024年行业产能增速将显著放缓。我们认为，未来随着国内外需求的持续恢复，涤纶长丝行业基本面或将进一步改善，未来上行弹性充足，头部企业或将充分受益。

图：2023年5月份以来，涤纶长丝库存去化明显



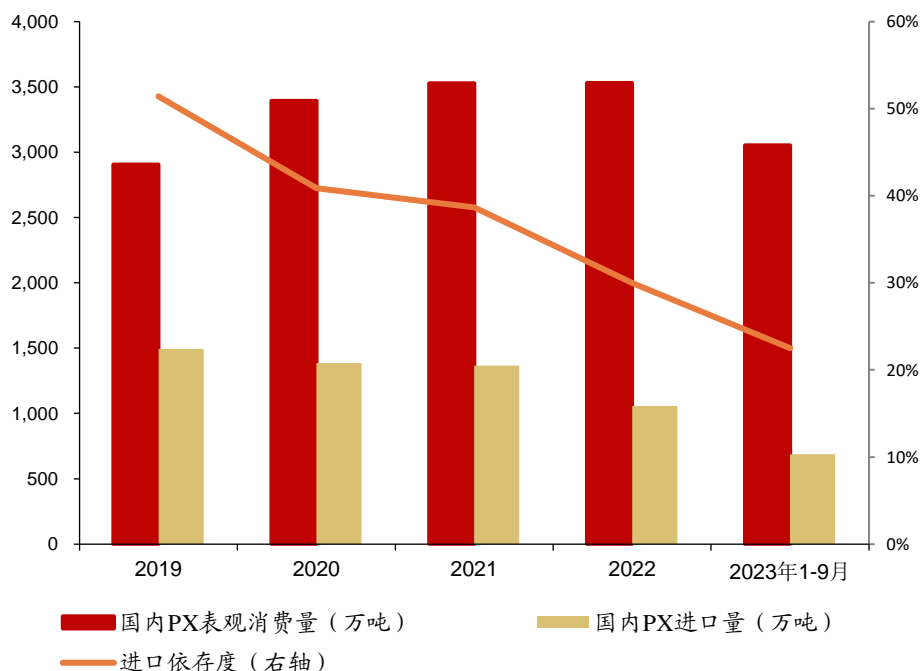
图：2023年以来，涤纶长丝POY价差维持在1000元/吨左右



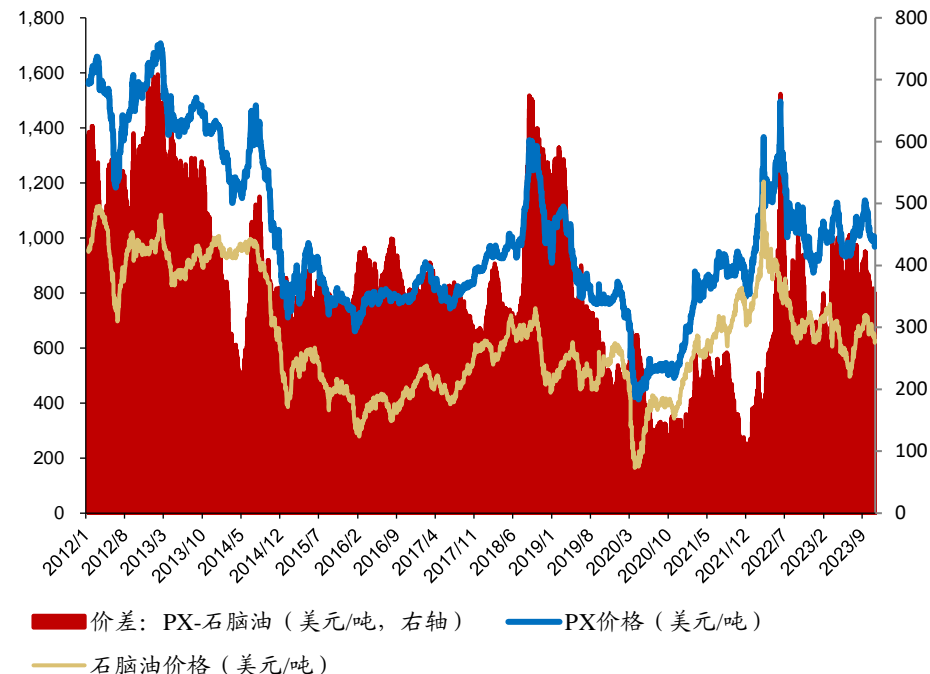
3.2.1 PX：盈利韧性较强，价差已重回400美金/吨水位

- 2022年，由于海外多套装置停车、国内多套装置检修，叠加海外成品油复苏对原料石脑油的挤兑，PX价差恢复明显。
- 进入2023年，PTA新装置的投产、终端纺服及涤纶长丝行业回暖提振PX需求，据百川盈孚数据，2023年1-9月，国内PX表观消费量约为3054万吨，同比高增16%。根据百川盈孚数据，我们计算出：2023Q1、Q2、Q3，我国PX-石脑油的季度平均价差约为310美元/吨、405美元/吨、400美元/吨，我国PX-石脑油价差已重回2014-2017年的400美元/吨水位。

图：2023年1-9月，国内PX消费量约3054万吨，同比+16%



图：2023年，国内PX价差已重回400美金/吨水位



资料来源：百川盈孚、浙商证券研究所

3.2.2 PX：未来新增产能有限，需求复苏有望推动新一轮景气上行

- **目前国内PX在建产能仅500万吨/年。**据我们统计，目前国内PX产能已达约4194.5万吨，其中：中石油、中石化、中海油三家企业的子公司及分公司合计拥有PX产能约1514.5万吨/年；荣盛石化、恒力石化、东方盛虹三家民营大炼化企业合计拥有PX产能1840万吨/年。目前，荣盛石化是国内最大的PX生产商，其控股子公司浙石化拥有PX产能900万吨/年，据公司2023年半年报，目前为全球最大的PX生产基地，叠加全资子公司中金石化的160万吨产能，荣盛石化PX产能合计高达1060万吨/年。由于PX的主流工业化生产装置是炼厂的芳烃装置，受炼化指标限制，未来国内PX新增产能有限，据我们统计，目前国内PX在建产能合计仅约500万吨/年，包括山东裕龙石化的300万吨在建产能，以及华锦阿美石油化工有限公司的200万吨在建产能，预计未来新增产能较少。
- 当前，PX基本面已发生明显改善，国内PX-石脑油价差已重回400美金/吨水位，**我们认为，在新增供给受限、在建产能不多的情况下，未来随着下游需求持续复苏，PX供需格局或将进一步改善，有望开启新一轮的景气周期。**

表：国内PX产能主要来自于“三桶油”及民营大炼化企业

企业		PX产能（万吨/年）
“三桶油”	中国石油	535
	中国石化	574.5
	中国海油	405
	合计	1514.5
“民营大炼化”	荣盛石化	1060
	恒力石化	500
	东方盛虹	280
	合计	1840
其他企业合计		840
国内PX产能合计		4194.5

表：目前国内PX在建产能仅500万吨/年，未来新增产能有限

国内企业	计划投产时间	在建产能（万吨/年）	所在地区
山东裕龙石化有限公司	2024.06	300	山东省
华锦阿美石油化工有限公司	2026.06	200	辽宁省
恒逸实业（文莱）有限公司	2023年以后	200	文莱（海外）
国内PX在建产能合计		500	

04

重点公司推荐

表：荣盛石化多产业链布局高端新材料，未来随着在建项目陆续投产及下游需求稳步恢复，业绩弹性充足

规划项目	实施主体	基地	建设内容
高端新材料项目	浙石化	舟山	400万吨/年催化裂解装置、35万吨/年 α -烯烃装置、2×20万吨/年POE聚烯烃弹性体装置、8万吨/年聚丁烯-1装置、100万吨/年醋酸装置、2×30万吨/年醋酸乙烯装置、30万吨/年EVA/LDPE（管式）装置、2×15万吨/年己二酸装置、25万吨/年己二腈装置、28万吨/年己二胺装置、50万吨/年尼龙66盐装置、60万吨/年顺酐装置、50万吨/年1,4-丁二醇装置、20万吨/年PBS装置、12万吨/年聚四氢呋喃装置、3万吨/年NMP装置、27万吨/年硝酸装置、66万吨/年丙烯腈装置、20万吨/年SAR装置、30万标立/时CO ₂ 重整装置、100万吨/年甲醇装置、60万吨/年合成氨装置、24万吨/年双酚A装置等相关公用工程装置
高性能树脂项目	浙石化	舟山	30万吨/年LDPE/EVA（管式）装置、10万吨/年EVA（釜式）装置、40万吨/年LDPE装置、20万吨/年DMC装置、3×6万吨/年PMMA装置和120万吨/年ABS装置
金塘新材料项目	荣盛新材料（舟山）	舟山	60万吨/年丙烷脱氢装置、100万吨/年气分装置、60万吨/年芳烃抽提联合装置、30万吨/EOEG装置、20万吨/年POE装置、40/25万吨/年苯酚丙酮装置、20万吨/年1,3-丙二醇装置、40/88万吨/年PO/SM装置、40万吨/年PTT装置、50万吨/年异丁烷正构化装置、60万吨/年顺酐装置、50万吨/年BDO装置、20万吨/年PBS装置、40万吨/年PBT装置、12万吨/年异丁烯装置、18万吨/年丁烯氧化脱氢装置、15万吨/年CO ₂ 回收装置、16万/年乙氧基化装置、20万吨/年DMC装置、48万吨/年聚醚多元醇装置、120万吨/年ABS装置、2×24万吨/年双酚A装置、2×26万吨/年聚碳酸酯装置、10万吨/年CHDM装置、10万吨/年PCT装置、10万吨/年PCTG装置、5万吨/年UHMWPE装置、2×45万吨/年PP装置、30万吨/年 α -烯烃装置、60万吨/年聚氨酯弹性体装置、14万标立/时制氢装置、2×2万吨/年硫酸装置等生产装置及配套装置和相关共用工程
年产1000万吨高端化工新材料项目	荣盛新材料（台州）	台州	30万吨/年 α -烯烃装置、15/15万吨/年POE/POP装置、5万吨/年EVOH装置、10万吨/年UHMWPE装置、45万吨/年m-LLDPE装置、50万吨/年m-PP装置、40/25万吨/年苯酚/丙酮装置、2×24万吨/年双酚A装置、2×26万吨/年聚碳酸酯装置、20万吨/年MMA装置、18万吨/年PMMA装置、90万吨/年丁辛醇装置、60/84万吨/年丙烯酸及酯装置、25万吨/年己二腈装置、28万吨/年己二胺装置、40万吨/年硝酸装置、45万吨/年己二酸装置、50万吨/年尼龙66聚合装置、80万吨/年顺酐装置、60万吨/年BDO装置、20万吨/年丁二酸装置、20万吨/年PBS装置、10万吨/年PBSA装置、20万吨/年PBAT装置、50万吨/年PBT装置、20万吨/年聚四氢呋喃装置、20万吨/年氨纶装置、20万吨/年CHDM装置、20万吨/年PCT装置、20万吨/年PETG装置、60万吨/年合成氨装置、10万吨/年乙丙橡胶装置、2.5/2.5万吨/年SIS/SBS装置、7.5/7.5万吨/年SEPS/SEBS装置、5/1万吨/年丁腈橡胶/氯化丁腈橡胶装置、5/15万吨/年丁基橡胶/卤化丁基橡胶装置、60万吨/年环氧乙烷装置、20万吨/年二氧化碳回收装置、30万标立/时二氧化碳干重整装置、60万吨/年甲醇装置、2×20万吨/年DMC装置、18万吨/年乙氧基化装置、20/10万吨/年乙醇胺/乙撑胺装置、48万吨/年双氧水装置、60万吨/年环氧丙烷装置、38万吨/年聚醚多元醇装置、50万吨/年环氧树脂装置、5万吨/年PEN装置、10万吨/年异丙醇装置、50万标立/时制氢装置、2×7万吨/年硫酸装置、30万吨/年2-丙基庚醇装置、10万吨/年PPC装置、5万吨/年COC/COP装置、10万吨/年正丙醇装置、10万吨/年丙酸装置、5/5万吨/年MBS/K树脂装置、2万吨/年G树脂装置、5万吨/年乙叉降冰片烯装置、20万吨/年羟基醇装置、40万吨/年邻苯二甲酸酐装置、80万吨/年增塑剂装置

资料来源：公司公告、公司官网、浙江政务服务网、中国工业报、浙商证券研究所

表：重点公司盈利预测与估值

证券代码	证券名称	收盘价 (元/股)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB
		2023/11/13		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E
002493.SZ	荣盛石化	11.05	1119	22.38	73.33	109.01	50.00	15.26	10.26	2.33
600346.SH	恒力石化	14.07	990	79.81	114.80	143.14	12.41	8.63	6.92	1.64
000301.SZ	东方盛虹	10.55	697	39.52	65.96	89.31	17.65	10.57	7.81	1.81
000703.SZ	恒逸石化	7.07	259	6.88	13.26	20.04	37.65	19.55	12.93	1.01
601857.SH	中国石油	7.14	13068	1,690.07	1,758.20	1,813.92	7.73	7.43	7.20	0.89
600028.SH	中国石化	5.49	6581	729.79	807.79	857.07	9.02	8.15	7.68	0.81
601808.SH	中海油服	14.99	715	32.73	40.43	47.43	21.85	17.69	15.08	1.71
002221.SZ	东华能源	10.88	171	3.97	8.12	12.11	43.21	21.12	14.17	1.56
603225.SH	新凤鸣	11.89	182	11.91	18.95	24.90	15.27	9.60	7.30	1.07

资料来源：Wind、浙商证券研究所（注：表中盈利预测与估值均为Wind一致预测）

05

风险提示

1、油价大幅波动；

若国际原油价格大幅上涨，则民营大炼化企业的成本端或将承压；若国际原油价格大幅下跌，则民营大炼化企业或将面临库存损失计提的风险；

2、宏观经济下行；

若宏观经济下行，则纺织服装、旅游出行等领域的消费活动或将受到抑制，涤纶长丝、PX、PTA等化工品的需求可能会受到影响，进而影响炼化企业利润；

3、地产端修复情况不及预期；

若地产端修复情况不及预期，则建材、家电、汽车等与地产景气度相关性较高的行业或将受到负面影响，进而可能影响到塑料、橡胶、树脂等上游原材料的需求；

4、行业供需格局恶化；

若国内乙烯、丙烯及其下游化工品的在建产能在未来快速投放，则烯烃链或将面临供需格局恶化、价格下跌的风险；

5、第三方平台数据的可信性风险。

本报告有基于第三方平台的数据进行分析，或面临第三方平台数据的可信性风险。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>