

石油石化 2024 年投资策略

投资建议：强于大市（维持）
 上次建议：强于大市

紧抓上游资源与消费降级两条主线

➤ 石油：供应短缺叠加亚太复苏支撑油价

2023 年原油地缘政治溢价逐渐消退，供应侧产量调节影响油价走势。欧佩克减产扭转了油价下跌的行情，2023H2 油价为前低后高。供应侧产能释放：欧佩克减产执行率在 3 季度末降至 50% 以及美国产量突破 1320 万桶/日历史新高，油价上涨的支撑在 4 季度减弱，油价中枢下跌至 70-80 美元/桶。展望 2024 年，亚太经济复苏或将带动石油消费增长。长期上游低资本支出造成原油供应趋紧的格局或将延续，国际油价中枢或将稳定在中高位。

➤ 天然气：供需再平衡受到突发事件扰动

2023 年 H1 国际天然气价格回撤至 10 美元/百万英热，在 H2 供给侧扰动气价上涨至 15 美元/百万英热以上：欧洲进口俄罗斯管道气收缩减量以及供应侧突发事件影响市场情绪。需求端亚洲新兴市场和日韩出现分化：菲律宾、越南、印度等新兴市场增加了 LNG 进口量，中国在 1-10 月 LNG 累计进口量同比增加 580 万吨，而同期日韩 LNG 进口量减少了 74 亿立方米，亚洲天然气需求整体表现出缓慢恢复的态势。

➤ 涤纶长丝：全球消费降级提振高性价比原料需求

IMF 等预测全球经济增速在未来 3 年自 2021 年高点逐步下降至 3% 附近，低于疫情前 10 年中枢。美、欧、亚消费者信心指数还在 96 附近的相对低位，同时众多消费品牌的降价以及拼多多 23Q3 营收同比大增 94% 的业绩表现明确了消费降级的趋势。涤纶长丝比天然纤维中最廉价的棉纤维还要便宜 30%~50%，行业此前预期 10 年内增长 2900 万吨（CAGR-10：4.18%），有望凭借消费观念加速向性价比转换获得进一步提速增长。

➤ 投资建议

海洋石油储量大而探明程度低，是未来油气开采重点领域。2023 年全球海洋油气开发总投资或将达到 1774.4 亿美元，在 2024 年有望进一步增长。我们推荐具有海洋资源优势的油气企业中国海油和中海油服。全球消费降级趋势下涤纶长丝或受益于高性价比，自身增长叠加对其他相对昂贵材料的加速替代，市场空间前景广阔，我们筛选出产能居前，且业务重心聚焦于涤纶长丝的行业代表性公司：桐昆股份以及新凤鸣。

风险提示：全球宏观经济下行风险；全球产业链再平衡带来的错配风险；商品价格大幅波动的风险；项目推进及技术突破不及预期的风险；国际贸易政策风险；气候变化超预期的风险。

重点推荐标的

简称	EPS			PE			GAGR-3	评级
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
中国海油	2.42	2.74	3.08	9.45	8.34	7.42	1.07%	买入
中海油服	0.71	0.87	1.00	20.32	16.58	14.43	27%	买入

数据来源：公司公告，iFIND，国联证券研究所预测，股价取 2024 年 02 月 06 日收盘价

相对大盘走势



作者

分析师：吴诚
 执业证书编号：S0590519070001
 邮箱：wucheng@glsc.com.cn

相关报告

1、《石油石化：天然气在 2024 年会延续供应趋紧的局面吗？》2024.01.08
 2、《石油石化：为什么我们要发展再生聚酯》2024.01.01

正文目录

1. 石油：供应短缺或将延续	4
1.1 非 OECD 支持石油需求增长，航空煤油增速放缓.....	5
1.2 石油产能逐渐释放但供应弹性偏低.....	7
1.3 供需预测：低增长情景下供应短缺或将延续.....	10
2. 天然气：供需失去平衡	11
2.1 天然气价格受供给侧扰动大幅波动.....	13
2.2 亚太需求出现分化.....	14
3. 涤纶长丝：全球消费降级提振高性价比原料需求	15
3.1 全球消费降级趋势明显.....	15
3.2 哪些品种在消费降级趋势中具备竞争力？.....	19
4. 投资机会	25
4.1 推荐具有海洋资源优势的油气企业.....	25
4.2 关注具备扩大全球份额能力的长丝企业.....	25
5. 风险提示	26

图表目录

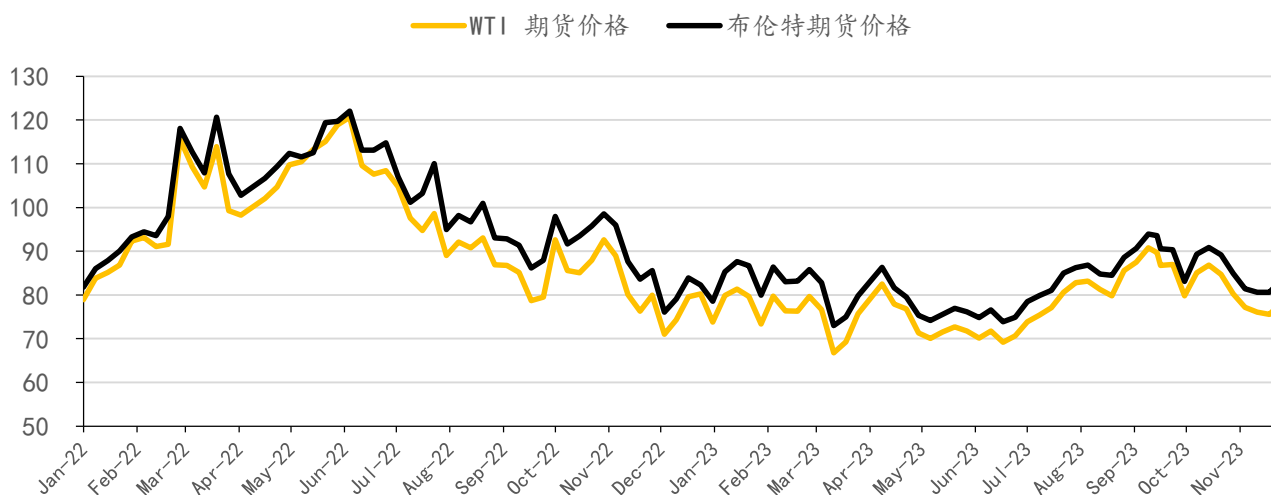
图表 1：国际原油价格（美元/桶）.....	4
图表 2：2010 年以来全球油气上游总投资年度分布（十亿美元）.....	5
图表 3：OECD 和非 OECD 石油需求（美元/桶）以及同比增长率.....	5
图表 4：非 OECD 石油需求（美元/桶）以及同比增长率.....	6
图表 5：OECD 成品油需求分项同比增长（美元/桶）及同比增长率.....	6
图表 6：北美成品油需求（百万桶/日）.....	7
图表 7：欧洲成品油需求（百万桶/日）.....	7
图表 8：欧佩克减产政策及对应的油价（美元/桶）.....	8
图表 9：2022-11 至 2023-10 欧佩克+总配额产量、实际减产量（千桶/日）和减产执行率.....	8
图表 10：俄罗斯海运原油出口量（百万桶/日）.....	9
图表 11：俄罗斯成品油出口量（百万桶/日）.....	9
图表 12：美国 DPR 区域新井、完井数量以及 DUC 井数量变化（口）.....	10
图表 13：美国 23 家石油企业资本开支合计（百万美元）以及增速.....	10
图表 14：2023 至 2024 年石油供需平衡及预测（百万桶/日）.....	11
图表 15：国际天然气价格（美元/百万英热）.....	11
图表 16：欧洲天然气按来源进口量（百万立方米）.....	12
图表 17：欧盟天然气消费（百万立方米）.....	12
图表 18：经合组织亚洲天然气消费（百万立方米）.....	13
图表 19：土耳其管道周度输气量（百万立方米）.....	14
图表 20：乌克兰管道周度输气量（百万立方米）.....	14
图表 21：中国 LNG 进口量（万吨）.....	15
图表 22：日韩 LNG 进口量（百万立方米）.....	15
图表 23：全球 GDP 增长在预测区间内趋于减缓（2023-2026）.....	16
图表 24：消费者信心指数低位修复.....	16
图表 25：全球主要经济体 CPI 总体仍处高位.....	16
图表 26：美国个人净储蓄仍低（十亿美元）.....	17
图表 27：北深二手房当月日均成交套数回落.....	17
图表 28：中国居民电价在主要经济体中处于低位档（元/千瓦时）.....	18
图表 29：电力人均消费量与富裕程度正相关.....	18

图表 30:	中国城、乡居民用电量均保持增长趋势 (万千瓦时)	18
图表 31:	拼多多季度营收呈现加速增长	19
图表 32:	涤纶长丝相比天然纤维具有类似性能下的性价比优势	19
图表 33:	聚酯瓶片与五大通用塑料价格对比 (元/吨)	20
图表 34:	全球纤维产量结构变迁及预测 (百万吨)	21
图表 35:	全球纤维产量加速增长 (千克/人)	22
图表 36:	全球纤维市场产量结构 (2021)	22
图表 37:	全球纤维产量加速增长 (千克/人)	22
图表 38:	涤纶与棉花、羊毛产量增长趋势相反 (百万吨)	22
图表 39:	全球涤纶产能及预测 (含再生, 百万吨)	23
图表 40:	Zara 与 H&M 降价率疫后提升	23
图表 41:	Shein 价格带比传统快消品牌进一步下沉	24
图表 42:	Shein 各项指标在疫后明显加速提升	24
图表 43:	2023 冲锋衣品类销售趋势呈现高速增长	24

1. 石油：供应短缺或将延续

地缘政治引起的原油风险溢价在 2023 年逐渐消退，供给侧欧佩克调整产量影响国际油价走势。2023 年初石油供给的小幅过剩导致油价下跌的行情在欧佩克深化减产开始后扭转：2023 年 2 季度末油价走势由“前高后低”开始转变为“前低后高”。油价上涨的行情在供给侧产能的逐渐释放下未能持续：欧佩克减产执行率在 3 季度走低以及美国原油产量突破 1320 万桶/日的历史新高，油价中枢在 4 季度跌回至高油价区间的底部。全球石油需求在 2023 年已经完成修复，增速在全年或将录得 2.25%，沙特 100 万桶/日的减产量将延续至 2024 年 1 季度末，石油供需平衡在 2023 年 12 月底面临接近 100 万桶/日的供应缺口。

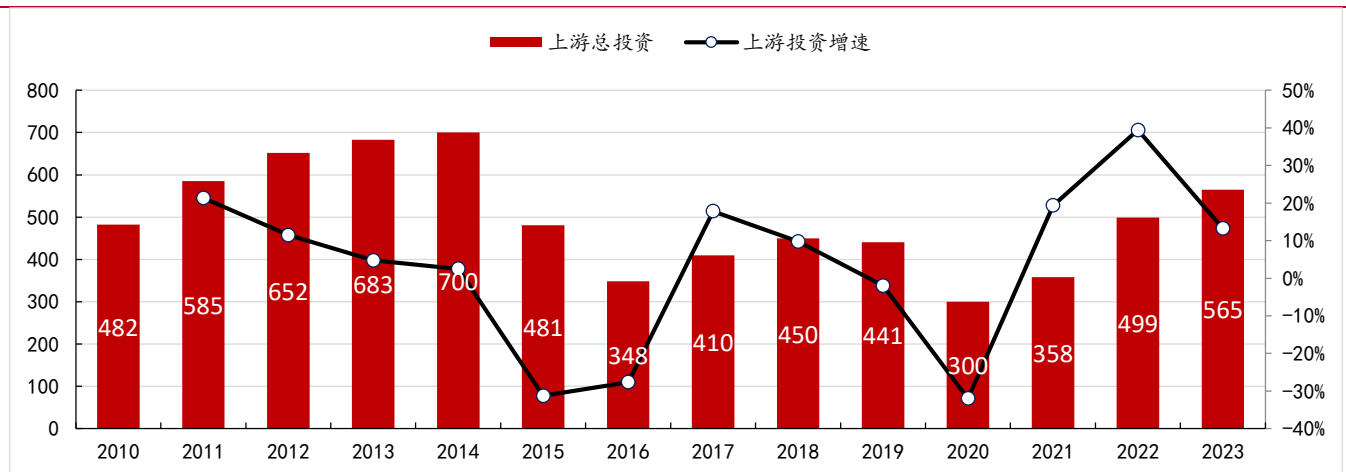
图表1：国际原油价格（美元/桶）



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所整理

展望 2024 年原油产量或受到因低资本开支造成的产能瓶颈限制，无法实现大幅增长，石油供应趋紧的格局或将延续。标普全球预计 2023 年上游总投资或录得 5650 亿美元，同比或增加 13%。我们在《石油行业“暖风”已至，海洋油气景气复苏》中提出本应在 2020 年恢复增长的油气上游资本开支受新冠肺炎疫情和俄乌冲突影响，恢复节奏被推迟了 2 年，资本开支在 2022 年后恢复增长。尽管油气公司在能源结构转型大势下谨慎增加对化石能源的投资，2022-2023 年上游资本开支或如我们预测，在继上一轮资本开支高增长，以及长达 7 年低资本开支周期后，本轮高增长周期或已开始。

图表2：2010年以来全球油气上游总投资年度分布（十亿美元）

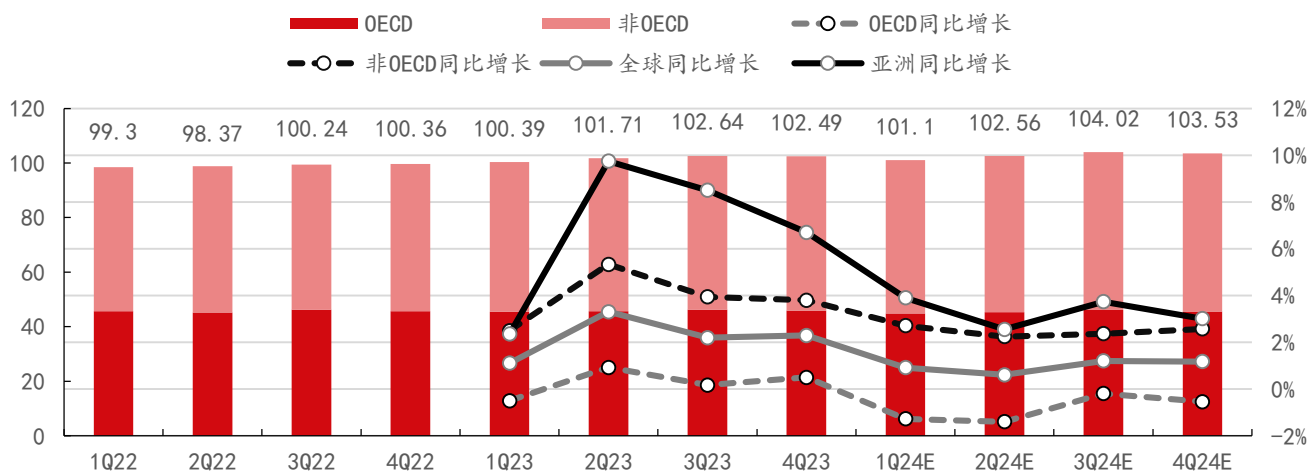


资料来源：IEF, S&P, 国联证券研究所整理

1.1 非 OECD 支持石油需求增长，航空煤油增速放缓

2024 年石油需求增长继 2023 年高增长后或面临降速：IMF 预测全球经济增速在 2024 年同比或面临 0.1% 的降幅，全球石油需求增速同比或减少 1.27pct，降至 0.98%，对应 100 万桶/日的增量。OECD 国家经济在 2024 年同比进一步收缩或将给石油需求带来负增长，非 OECD 国家或为全球石油需求增长的主要驱动因素：非 OECD 亚洲需求增长较好主要受中国和印度拉动，航空煤油或仍为中国需求提供高增量，而石脑油、汽柴油亦有所增长；印度基建需求或带动柴油需求增长，化工用油或表现高景气。

图表3：OECD 和非 OECD 石油需求（美元/桶）以及同比增长率

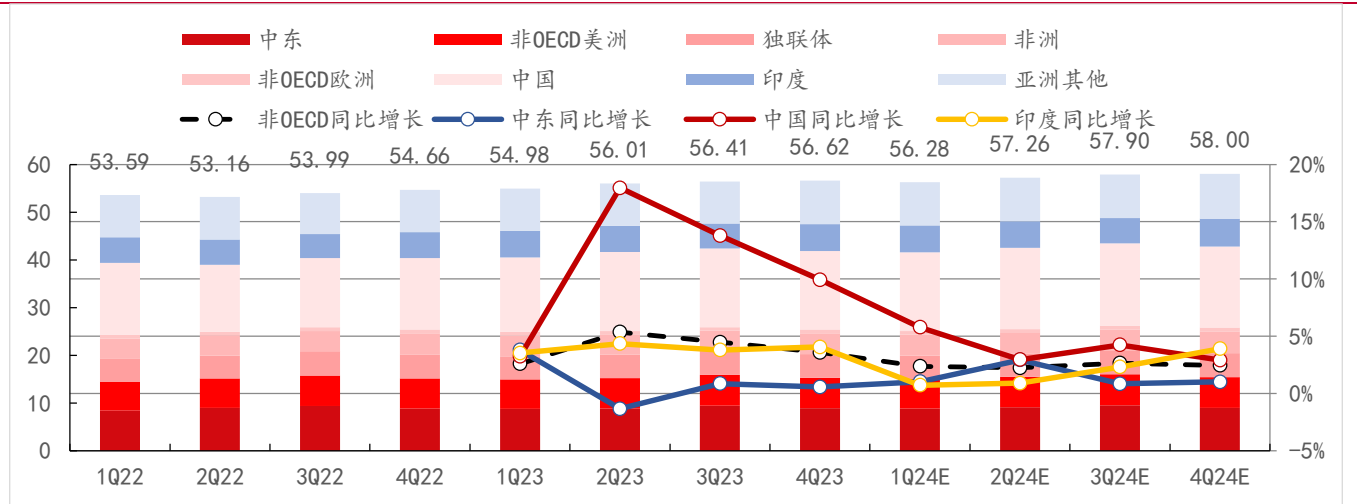


资料来源：IEA, 国联证券研究所整理

1.1.1 非 OECD 需求增速放缓，中国印度增速领先

2023 年中国石油需求或录得 11.12% 的增速带动非 OECD 需求增长 4.01%，中国高速增长除了由于成品油中交通用油需求修复，还因为 2022 年疫情反复导致全年需求收缩，基数较低。印度石油需求受益于经济增长在 2023 年或录得 3.79% 的增长。

图表4：非 OECD 石油需求（美元/桶）以及同比增长率



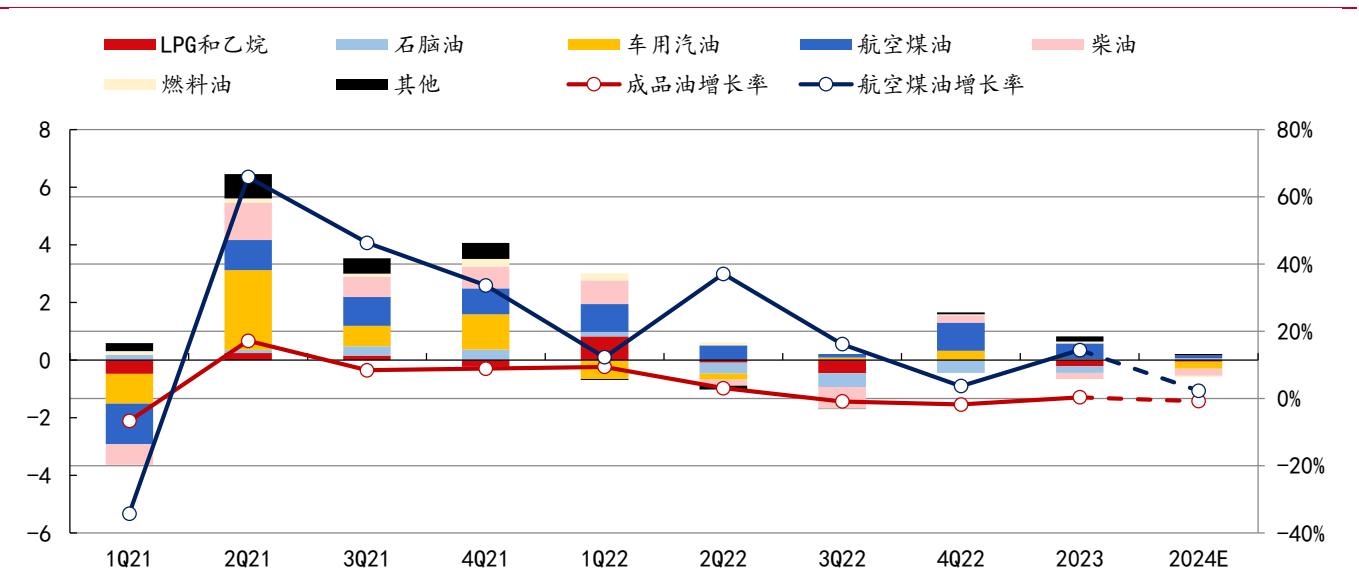
资料来源：IEA，国联证券研究所整理

展望 2024 年非 OECD 需求增速或将放缓，全年增速或在 2.4% 左右。2024 年亚洲经济或将迎来较好的复苏：我们预测中国和印度石油消费或将录得 3.9% 和 2.0% 的增长，对全球石油消费增量贡献或为 64% 和 11%。

1.1.2 OECD 需求收缩，航空煤油贡献增量

2023 年 OECD 成品油消费主要驱动因素是航空煤油，航空煤油需求增速在 2023 年或录得 14.4%，贡献 66% 的增量。美国和欧洲截至 2023 年 11 月的 PMI 同比降幅分别为 5% 和 6%，与工业活动相关的柴油、石脑油等工业用油需求偏弱。

图表5：OECD 成品油需求分项同比增长（美元/桶）及同比增长率

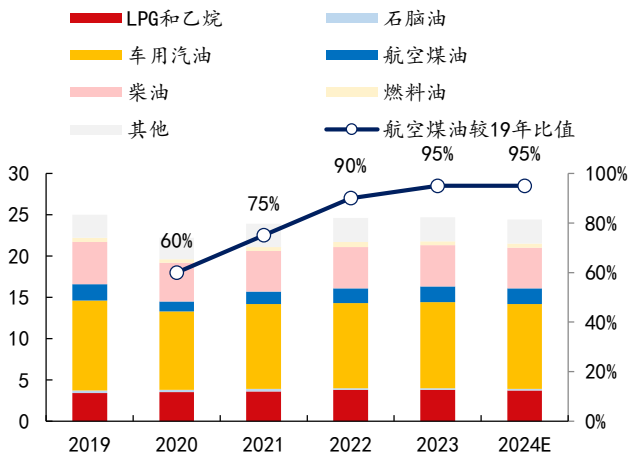


资料来源：IEA，国联证券研究所整理

展望 2024 年 OECD 成品油需求或录得 39 万桶/日的降幅，同比或减少 0.83%。2024 年美国 and 欧洲经济或表现低迷而使石油需求收缩，而交通部门能效提高以及电车渗透率提升亦是需求难以恢复至历史高水平的原因：OECD 汽柴油需求在 2024 年或

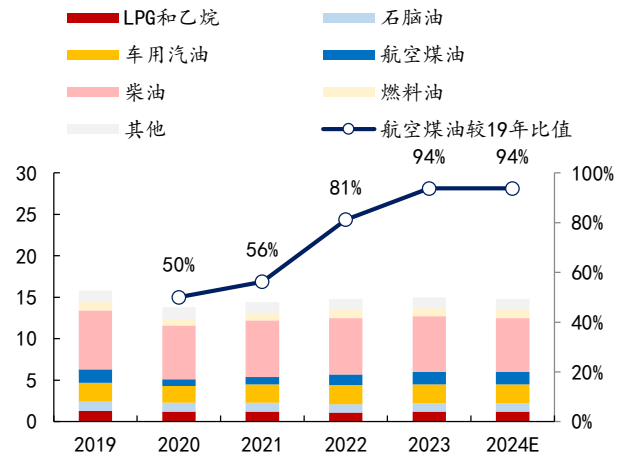
面临进一步降低。2024 年航空煤油或仍是 OECD 石油消费增量的重要来源，但贡献支持减弱：北美和欧洲航空煤油需求至 2023 年或已恢复至 2019 年的 95%，需求增长空间较小，2024 年 OECD 航空煤油消费增速或降至 2.29%。

图表6：北美成品油需求（百万桶/日）



资料来源：IEA，国联证券研究所

图表7：欧洲成品油需求（百万桶/日）



资料来源：IEA，国联证券研究所

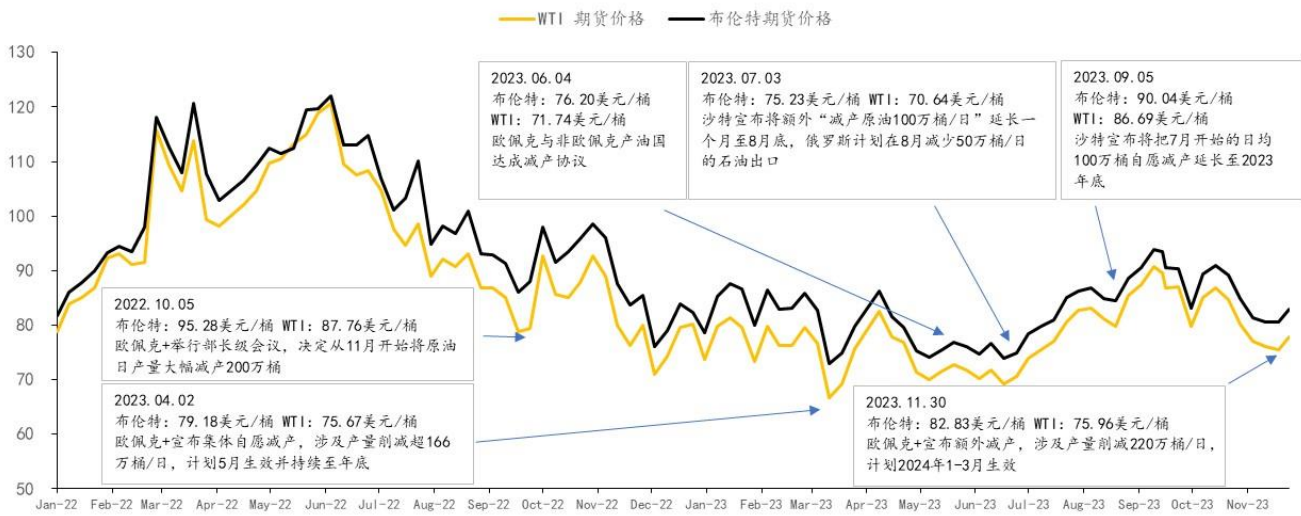
1.2 石油产能逐渐释放但供应弹性偏低

2024 年全球石油供应或增长 165 万桶/日，同比增速或为 1.63%。面对全球需求放缓，叠加欧佩克延长减产计划，全球石油产量至 2024 年 3 月末或未有大幅上涨。我们认为长期上游低资本开支对石油供需基本面的影响或将在 2024 年开始显现，而石油需求至 2024 年下半年或将同比增长 100 万桶/日，欧佩克减产量有望在 2024 年 6 月末逐渐释放。

1.2.1 减产执行纪律放松油价上涨支撑减弱

2023 年欧佩克产量政策以及执行情况主导油价走势，欧佩克减产执行度在 2023 年下半年逐渐放松，表现在油价自 2023 年 9 月起开始走低，至 2023 年 12 月，WTI 油价跌破 70 美元/桶。然而 2023 年 11 月 30 日欧佩克部长级会议宣布的最新减产计划或令油价看多者们大失所望，根据我们测算，此次额外减产总量仅超出上一次宣布的减产量 3.9 万桶/日，或等同于将 4 月公布的减产计划延长至 2024 年 3 月末。

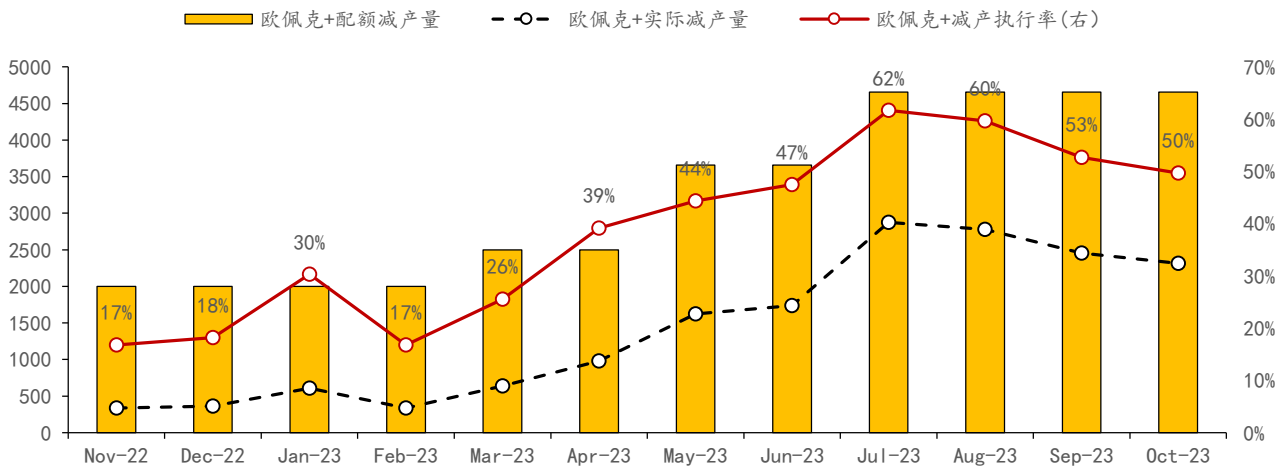
图表8：欧佩克减产政策及对应的油价（美元/桶）



资料来源：OPEC，国联证券研究所整理

欧佩克+减产执行率自3季度开始走低主要是由于伊朗和尼日利亚产量增加：伊朗和尼日利亚原油产量自7月至9月分别增长了18.6万桶/日和22.7万桶/日，欧佩克+减产执行率至2023年10月下降至50%，油价中枢自10月起下跌至70-80美元/桶区间。

图表9：2022-11至2023-10欧佩克+总配额产量、实际减产量（千桶/日）和减产执行率



资料来源：IEA，OPEC，国联证券研究所整理

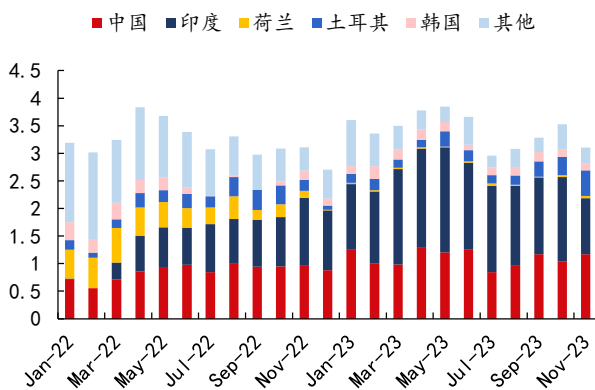
我们预计随着原油需求的上升，沙特在2024年下半年或将维持低水平减产：除沙特外的欧佩克产油国或将在2024年6月末逐渐恢复产量至配额产量。根据我们测算，若欧佩克在2024年1季度前维持额外减产，随后自7月起逐渐释放产量，欧佩克13（包括安哥拉）在2024年全年产量或为27.99万桶/日，同比或减少0.6%；欧佩克+在2024年全年产量或为43.43万桶/日，同比或增加0.62%。

1.2.2 俄罗斯出口或与产量调节同步

俄罗斯自2023年2月宣布额外减少日产量50万桶，原油产量自2023年3月至

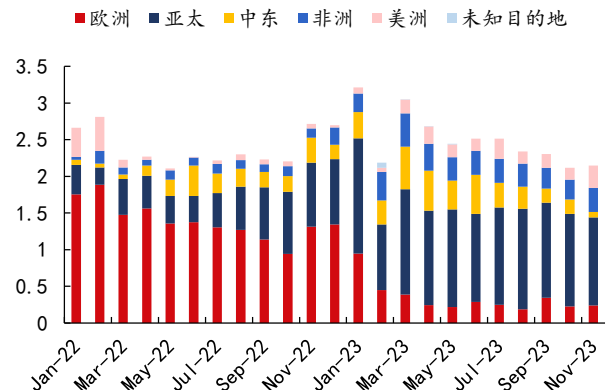
11月末减少约50万桶/日，维持在950万桶/日。同期俄罗斯海运原油和成品油出口总量减少约130万桶/日（包括海运原油约40万桶/日，成品油约90万桶/日），降幅约20%。欧佩克下调了俄罗斯在2024年的配额产量65万桶/日至982.8万桶/日，叠加俄罗斯自2024年起额外削减石油出口量50万桶/日，2024年俄罗斯石油出口或将进一步收缩。展望2024年全年，我们预计俄罗斯原油产量或为994万桶/日，较2023年或增长3.59%。

图表10：俄罗斯海运原油出口量（百万桶/日）



资料来源：S&P，国联证券研究所整理

图表11：俄罗斯成品油出口量（百万桶/日）



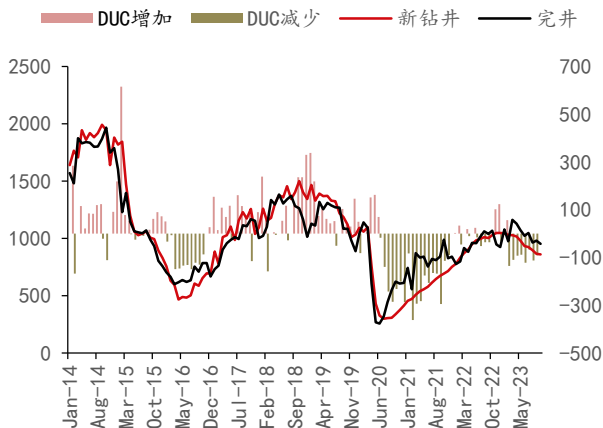
资料来源：S&P，国联证券研究所整理

1.2.3 美国产能释放或有限

美国原油产量在2023年10月创下1320万桶/日的历史新高，主要得益于资本开支增长和油井的新井单井产量上升。美国原油总产量自2023年6月开始增长，于8月突破1300万桶/日的关口，此后维持在1300万桶/日以上。2023年全年美国原油产量为1258万桶/日，同比增长5.6%。

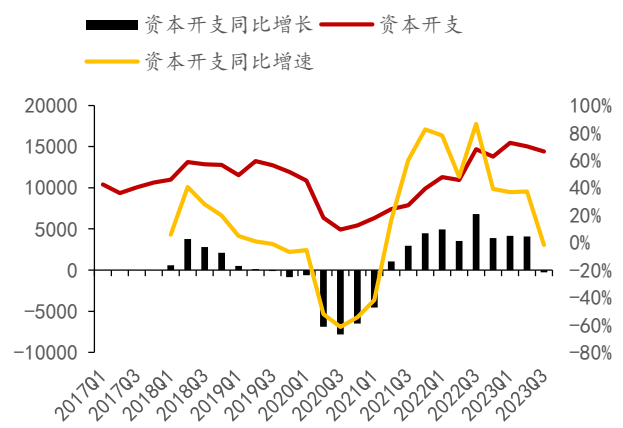
2023年1-9月，美国DPR区域新井数持续低于完井数，油田依靠释放DUC井产能维持原油供应。截至2023年10月1日，美国DUC井数量是4524口，处于历史最低水平。我们统计了美国上市的23家石油企业单季资本开支合计在2023年1/2季度维持36%左右的同比增速，进入3季度资本开支同比降低1.79%，对原油增产的动能在减弱。展望2024年，EIA在原油周报预测美国原油产量全年均值或将增长至1320万桶/日。由于美国原油钻机数下降至历史低位，新井和DUC井的数量持续减少叠加2023年3季度石油企业资本开支增速放缓，我们认为2024年美国原油产量或将增长67万桶/日，同比增幅接近5%。

图表12: 美国 DPR 区域新井、完井数量以及 DUC 井数量变化(口)



资料来源: EIA, 国联证券研究所整理

图表13: 美国 23 家石油企业资本开支合计(百万美元)以及增速



资料来源: EIA, 国联证券研究所整理

1.2.4 未来看点: 海洋石油增量或利好海油企业

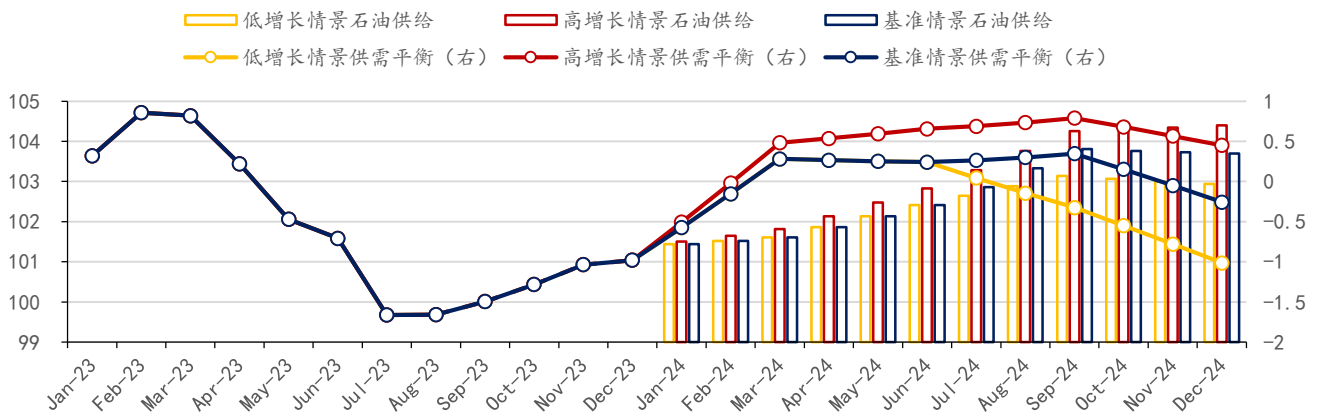
2023 年全球海洋油气勘探开发总投资或将达到 1774.4 亿美元, 在全球油气勘探开发支出中占比或将达到 32%。海洋油气有储量大、探明程度低的特点: 近年全球六成以上油气新增储量来自海域, 全球海域油气剩余可采储量占全球剩余可采储量 40%, 而海域石油探明程度平均为 24%, 其中深水石油探明程度仅有 8%, 海域增储上产前景可期。我国石油勘探开发在深水领域不断取得突破: 中国海油位于圭亚那 Stabroek 区块 Payara 项目在 2023 年 11 月投产, 该项目预计 2024 年达到高峰产量 22 万桶/日。

1.3 供需预测: 低增长情景下供应短缺或将延续

我们对石油供需平衡提出了三种情景: 基准情景、高增长情景和低增长情景。在基准情景假设下, 欧佩克维持减产至 2024 年 6 月底, 7-9 月除沙特外的欧佩克成员国总计增产 100 万桶/日, 10-12 月欧佩克维持产量不变。基准情景下石油供需平衡在 2024 年 2、3 季度或面临供应小幅过剩, 石油需求的自然增长将在 2024 年底使供需平衡回到供应短缺的局面。而在我们低增长情景假设下, 欧佩克维持减产至 2024 年底, 石油供需平衡仅在 2024 年 2 季度出现供应的小幅过剩, 2024 年 3、4 季度石油市场将重新回到供应短缺的局面。

我们预计油价在沙特额外减产的保护下在 2024 年或将接近 80 美元/桶, 需求增长或将在 2024 年下半年使国际油价中枢上涨至 80 美元/桶以上。

图表14：2023至2024年石油供需平衡及预测（百万桶/日）

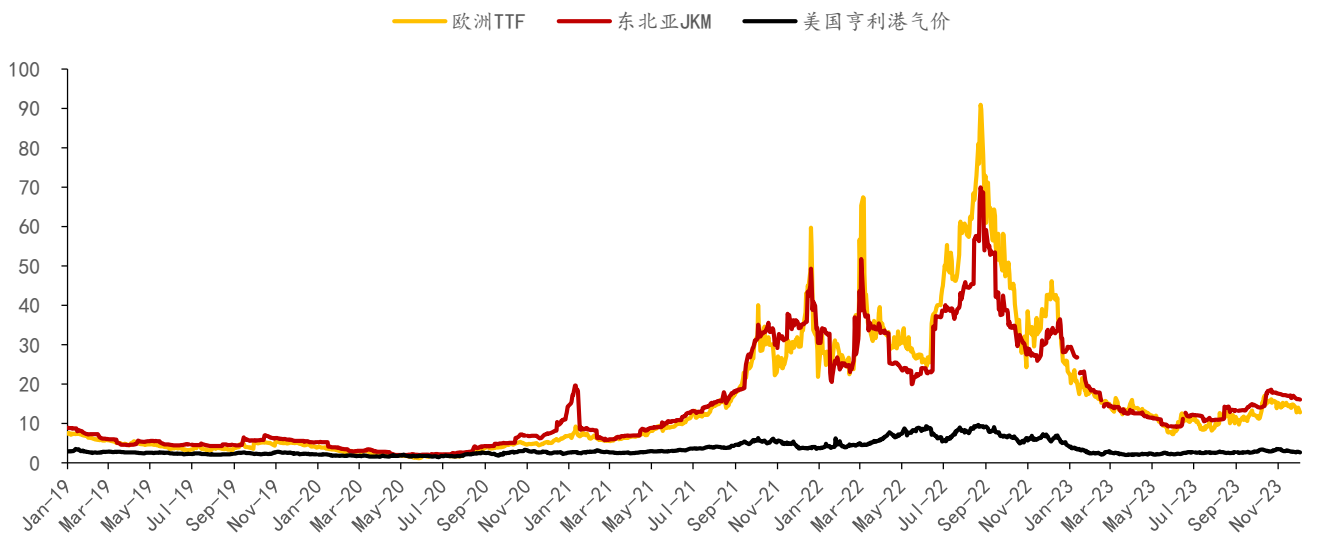


资料来源：IEA, OPEC, 国联证券研究所整理

2. 天然气：供需失去平衡

国际天然气价格在经历了2022年大幅上涨后，进入2023年东北亚JKM和欧洲TTF价格均出现了大幅回撤。2022年俄罗斯北溪和亚马尔两条管道向欧洲停止供气，且途经乌克兰管道输气量锐减叠加对取暖季天然气供应担忧导致欧洲天然气价格大幅上涨，亚洲LNG现货价格也间接受影响上涨至历史最高：欧洲TTF价格在2022年全年均价接近40美元/百万英热，约为2016-2020年5年均值的8倍；东北亚JKM全年均价接近35美元/百万英热，约为2016-2020年5年均值的5倍。美国亨利港气价因国内发电需求增长也上涨至2008年以来最高，接近10美元/百万英热。

图表15：国际天然气价格（美元/百万英热）

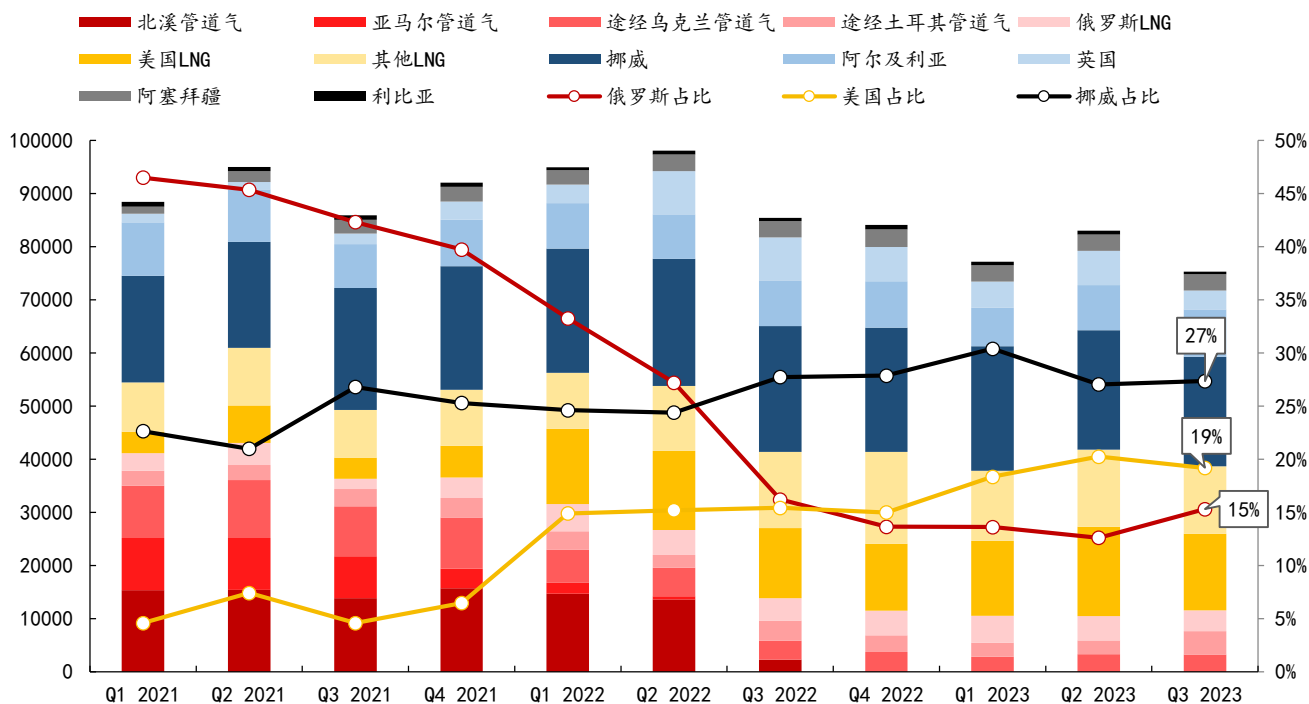


资料来源：Bloomberg, 国联证券研究所整理

为应对俄罗斯管道气供应大幅降低，欧洲增加了来自美国的LNG进口。欧洲在2022年全年进口自俄罗斯的管道气总计854亿立方米，同比减少了48.86%；进口自美国的LNG总计721亿立方米，同比增加了134.09%。挪威自2022年3季度输往欧

盟的天然气占欧洲天然气总进口量超过 25%，成为欧洲最大的天然气供应来源。进入 2023 年，挪威保持对欧洲天然气高出口量，美国也加大了向欧洲的 LNG 出口：挪威气源占欧洲天然气总进口量接近 30%，美国 LNG 气源占比至 2023 年 3 季度接近 20%，而在 2021 年仅有 5%。

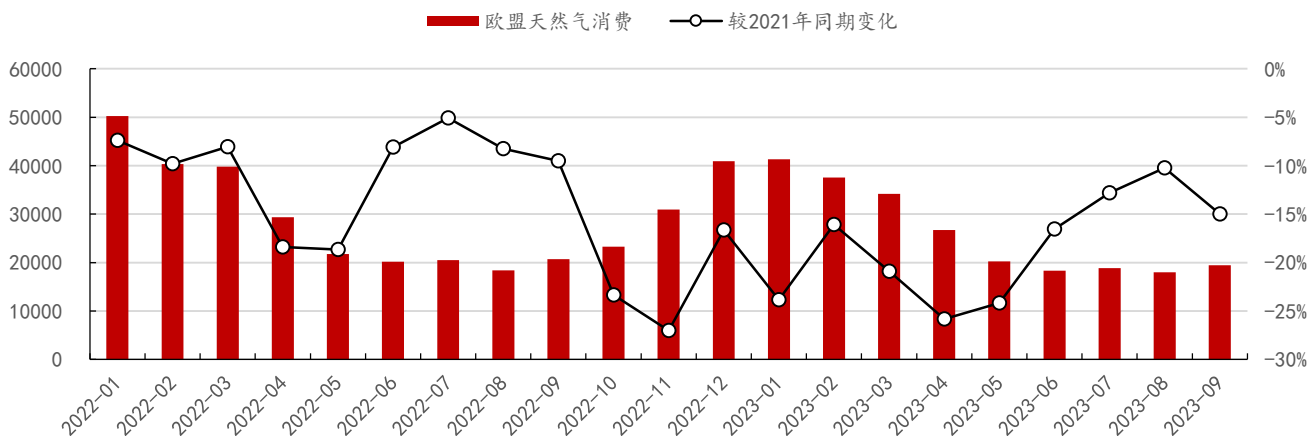
图表 16：欧洲天然气按来源进口量（百万立方米）



资料来源：Bruegel based on ENTSOG, GIE and Bloomberg，国联证券研究所整理

除了加大 LNG 进口，欧盟依靠削减天然气消费量来对冲俄罗斯管道气进口减少，维持天然气市场的平衡：欧盟 2022 年天然气消费总量较 2021 年减少了 14%，月均消费量减少约 47 亿立方米；2023 年 1-9 月天然气消费总量较 2021 年同期减少了 19%，月均消费量减少约 63 亿立方米。

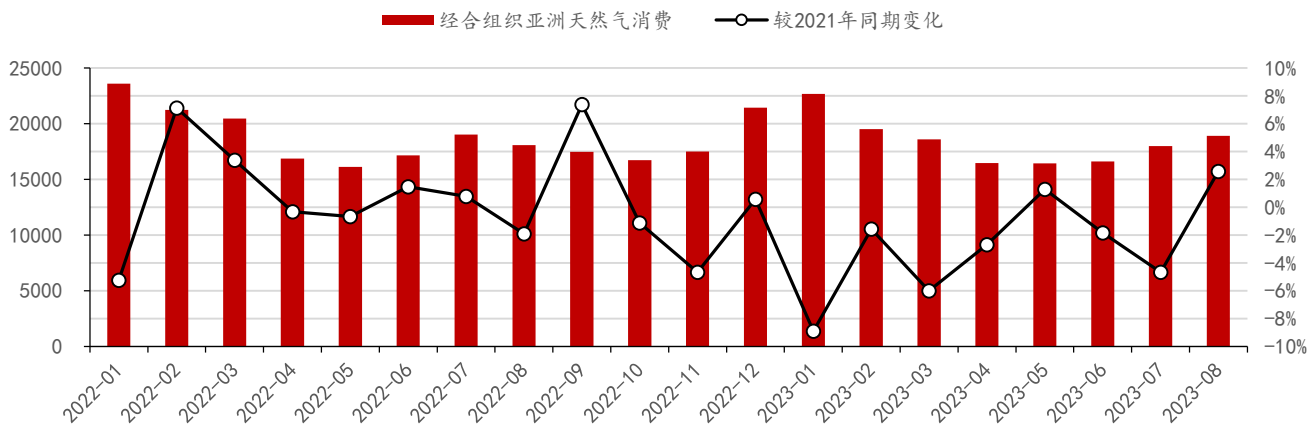
图表 17：欧盟天然气消费（百万立方米）



资料来源：Eurostat，国联证券研究所整理

亚洲天然气市场需求恢复也呈现出疲软的状态：经合组织亚洲 2023 年 1-8 月天然气消费总量较 2021 年同期减少 3%，月均消费量减少约 5.84 亿立方米。自 2022 年 8 月至 2023 年 5 月，欧洲 TTF 和亚洲 JKM 价格出现较大幅度的下降，气价中枢下降至 10 美元/百万英热。

图表 18：经合组织亚洲天然气消费（百万立方米）



资料来源：IEA，国联证券研究所整理

2.1 天然气价格受供给侧扰动大幅波动

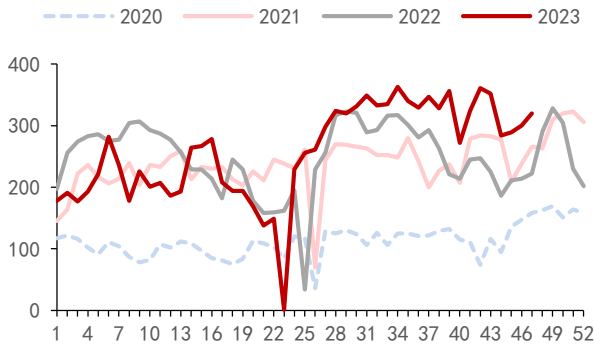
欧洲 TTF 和东北亚 JKM 价格自 2023 年 6 月起出现了明显的反弹，至 2023 年 10 月 TTF 气价中枢上涨至 15 美元/百万英热，JKM 气价中枢上涨至 17 美元/百万英热。自 6 月以来气价震荡上行，波动的原因主要是短期供应短缺以及供给侧扰动。

2.1.1 欧洲进口俄罗斯管道气收缩减量

自“北溪”和“亚马尔-欧洲”（经乌克兰）两条俄罗斯向欧洲输送天然气管道停止供气，欧洲进口俄管道气只剩下经乌克兰管道和土耳其管道的两条线路。土耳其管道周度输气量自 2021 年起在供暖季维持在 2-3 亿立方米，输气较为稳定。2023 年上半年管道输气量累计 45 亿立方米，同比 2022 年下降了 18%。

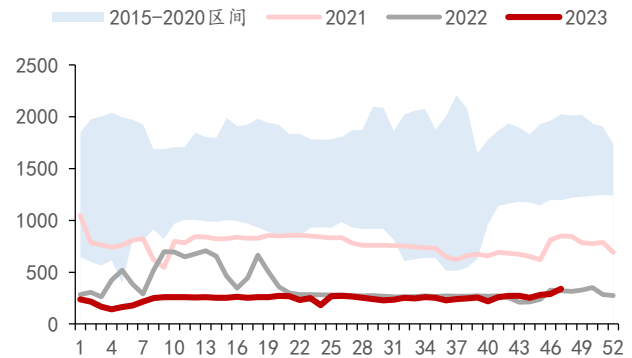
乌克兰管道周度输气量在 2015-2020 年维持在 10-20 亿立方米，2021 年管道维持少量的天然气运输，周度输气量降至约 8 亿立方米。2022 年俄乌冲突导致该管道输气量进一步下降，周度输气量维持在 2 亿立方米以上。2023 年 1-11 月乌克兰管道累计输气量约 115 亿立方米，较 2022 年同期下降了 33%，较 2021 年同期下降了 68%。

图表19: 土耳其管道周度输气量 (百万立方米)



资料来源: EntsoG, 国联证券研究所

图表20: 乌克兰管道周度输气量 (百万立方米)



资料来源: EntsoG, 国联证券研究所

2.1.2 供应侧突发事件冲击市场情绪

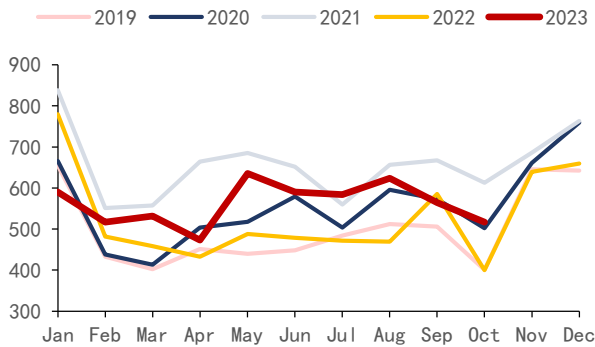
2023年下半年天然气供应侧事件多次影响市场情绪,造成国际气价上涨。8月初雪佛龙在澳大利亚两座液化天然气工厂戈尔贡和惠斯通的工人决定进行罢工,引发了全球对液化天然气供应担忧。澳大利亚在2022年LNG出口量是1123亿立方米,占全球LNG出口总量20.7%,是天然气出口大国。8月9日是罢工消息传出的第二天,欧洲TTF价格当天上涨了27%。10月7日,哈马斯宣布对以色列采取军事行动,因担心巴以冲突波及到加沙附近的塔马(Tamar)气田,以色列暂时关闭了塔马天然气生产平台。塔马天然气日产量约710-850万立方米,俄乌冲突后计划部分出口至欧洲补偿10%的俄气减少份额。塔马长期关闭导致发货延误或将造成欧洲进口气源短缺,欧洲TTF价格在10月9日上涨17%至13美元/百万英热。10月10日,连接芬兰和爱沙尼亚的海底天然气管道和电信电缆或因“外部活动”遭到损坏,芬兰在冬季将完全依赖进口LNG。管道气断供事件引发对地区能源安全担忧导致气价上涨,TTF在10月12日上涨14%至16美元/百万英热。自俄乌冲突后,天然气市场供需处于失衡的状态,供应侧稍微出现的扰动或将引起气价的大幅波动。TTF在10月13日接近17美元/百万英热,在仅两周时间里上涨了近50%。

2.2 亚太需求出现分化

2023年中国天然气需求在疫情放开后明显恢复,LNG进口量在1-10月累计5625万吨,较2022年同期增长了580万吨,仍低于2021年同期819万吨。而日韩市场在2023年天然气需求变现疲软,LNG进口量在1-8月累计982亿立方米,较2022年同期减少了74亿立方米。日本政府在2022年12月批准将核电运行期限延长至60年以上;在2023年2月10日批准的“绿色转型基本方针”中提出延长核电机组运行时间:反应堆最长60年运行期限可扣除因新安全基准合规审查而停运的时间。日本燃气发电量受到核电增长挤压,2023年1-10月日本核电发电量同比增长了55%,天然气发电量同比下降了9%。亚洲其他市场天然气需求有所反弹,菲律宾和越南在

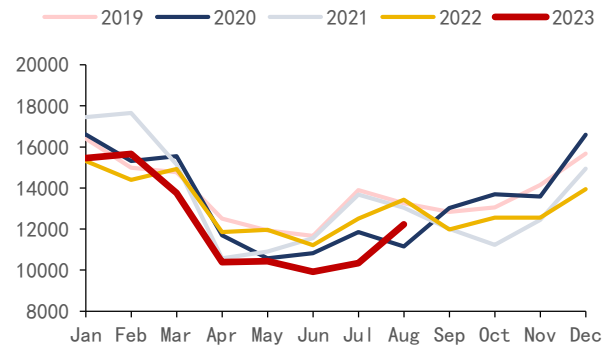
2023 年开始进口 LNG，印度在 2023 年 3 季度 LNG 进口量达到 91 百万立方米/日，较 2022 年同期增长了 20 百万立方米/日。亚洲新兴市场和日韩市场的天然气需求表现出分化的趋势，日韩市场表现出疲软的需求部分抵消了新兴市场温和的复苏，亚洲天然气需求整体表现出缓慢恢复的态势。

图表21：中国 LNG 进口量（万吨）



资料来源：海关统计数据平台，国联证券研究所

图表22：日韩 LNG 进口量（百万立方米）



资料来源：IEA，国联证券研究所

3. 涤纶长丝：全球消费降级提振高性价比原料需求

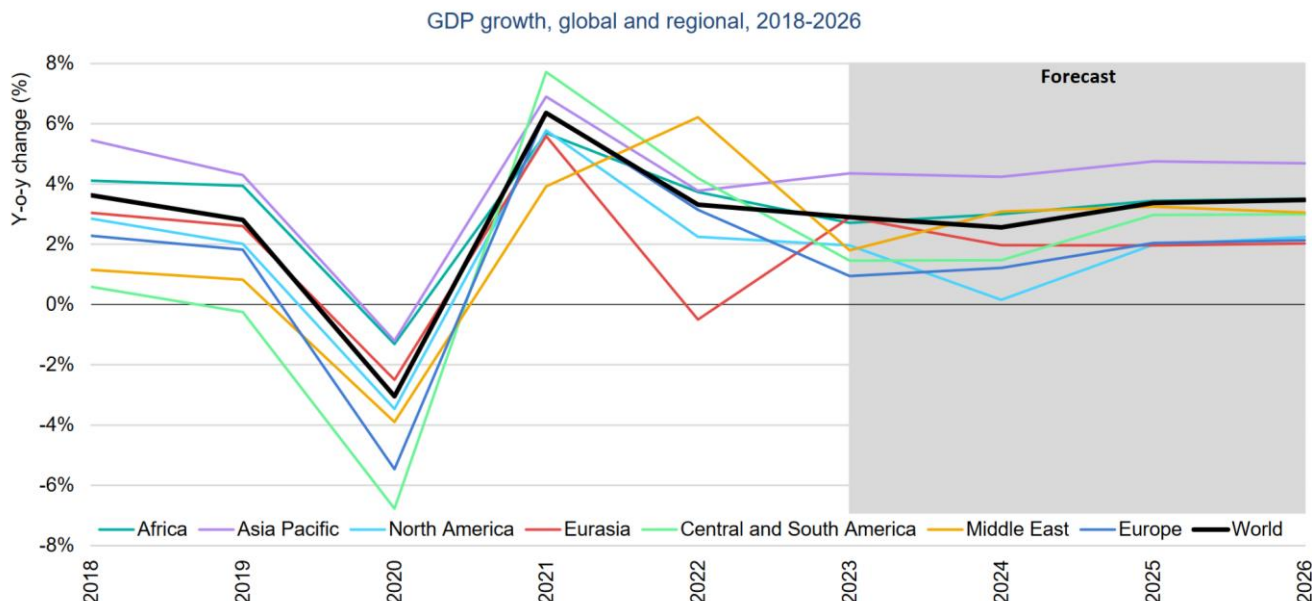
3.1 全球消费降级趋势明显

3.1.1 全球经济增长趋缓压制消费信心

根据 IMF 等权威机构的预测，全球经济增长在可预见的未来数年内（2023 至 2026 年）自 2021 年的高点逐步降速，降至 3% 附近，其中枢介于 2018、2019 年之间，低于 2020 年之前 10 年的 GDP 增速中枢。分区域看，亚太区域在全球 7 大区域中依然是增长最为强劲的地区，其 2023-2026 年增速中枢高于 4%，领先排在后面的非洲及中东地区大约 0.5pct。IMF 认为中国仍然是全球经济增长最大引擎，贡献全球增长量的三分之一。

图表23: 全球 GDP 增长在预测区间内趋于减缓 (2023-2026)

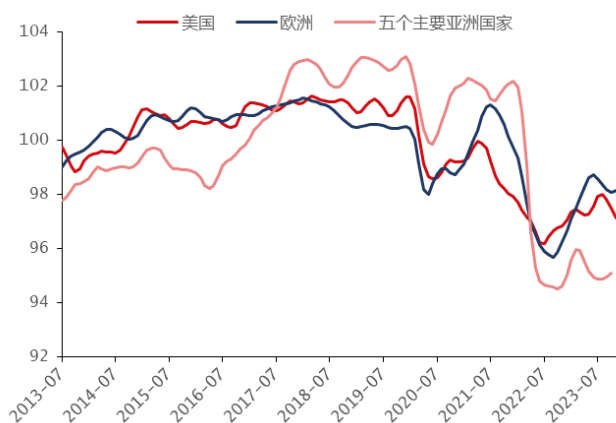
Global GDP growth is expected to slow over the forecast period



资料来源: IEA, IMF, Oxford Economics, 国联证券研究所

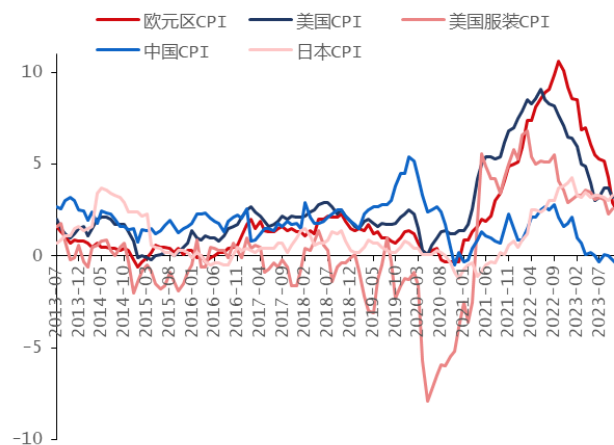
市场普遍认为未来全球经济增长依然受到疫情疤痕效应的影响,同时逆全球化、美元加息及多个地缘因素带来的不确定性也对经济增长形成拖累。目前,各区域消费者物价指数(CPI)在疫情扰动之后因为各国货币流动性以及供应链、地缘问题的叠加而一路上行,目前虽然在加息等措施下回调,但总体仍处于相对往年的高位。上述因素使得全球主要经济体美、欧、东亚消费者信心指数修复受到阻碍,部分区域指数反弹出现明显反复,总体处于96附近的相对低位,明显低于疫情前。

图表24: 消费者信心指数低位修复



资料来源: Wind, 国联证券研究所

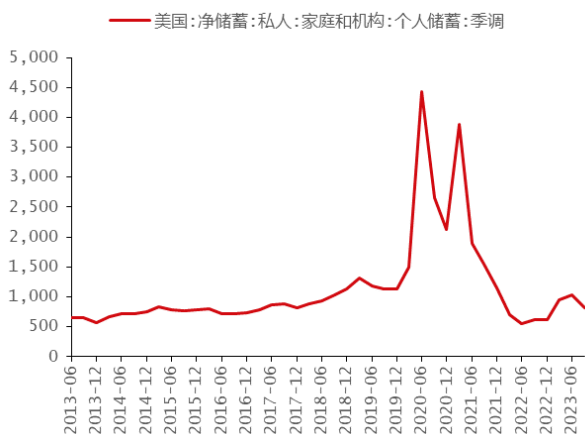
图表25: 全球主要经济体 CPI 总体仍处高位



资料来源: Wind, 国联证券研究所

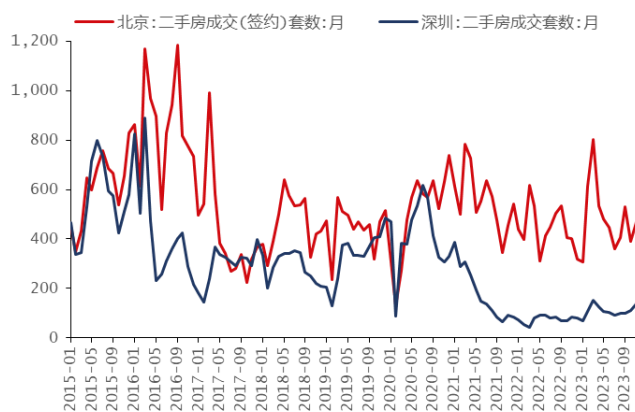
在经济低迷与高 CPI 两头挤压之下，消费者心态逐渐发生变化。美国个人净储蓄在发放补贴后带来的高峰已经过去，22 年甚至回落至比疫情前还低的水平，虽然在 23 年前两个季度有所回升但在 Q3 又进入下降趋势。在可支配收入下降以及对未来收入预期不确定的影响下，欧美为代表的消费者开始更关注生活中各类支出的变化。国内消费者心态也类似，在房产相关指标上有所体现：即便位列一线城市的北深，二手房成交活跃度也明显回落，居民消费信心受到压制。

图表26：美国个人净储蓄仍低（十亿美元）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表27：北深二手房当月日均成交套数回落

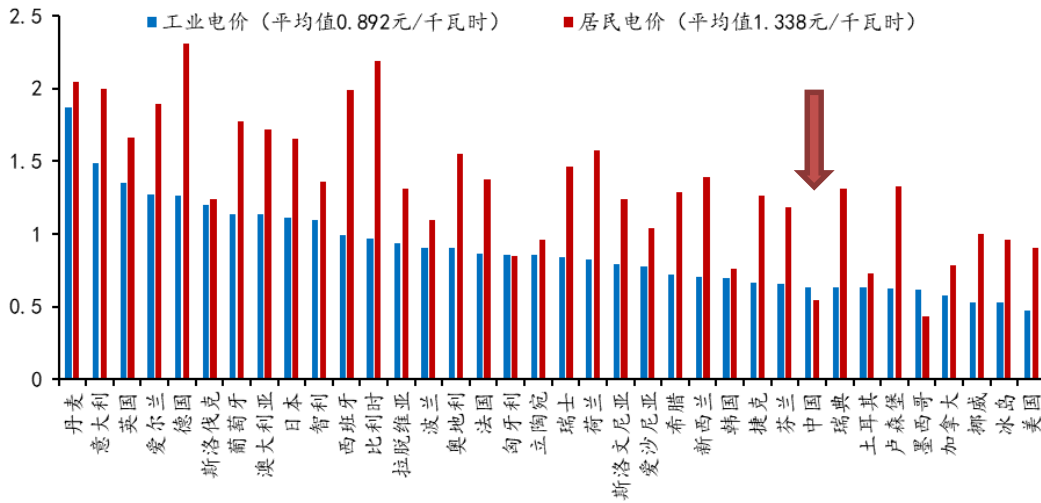


资料来源：Wind，国联证券研究所

3.1.2 消费意愿与信心的差异驱动消费降级

从消费意愿的角度来看，电力人均消费是生活水平的重要指标，全球发达国家无一不拥有极高的电力人均消费量，且我国城乡居民电价在全球主要经济体排名中属于相对较低的那一档，因此在国内通过增加电力使用的方式来提升生活水平是是当前最便捷、最具有性价比的方式之一，也间接体现了居民消费意愿。

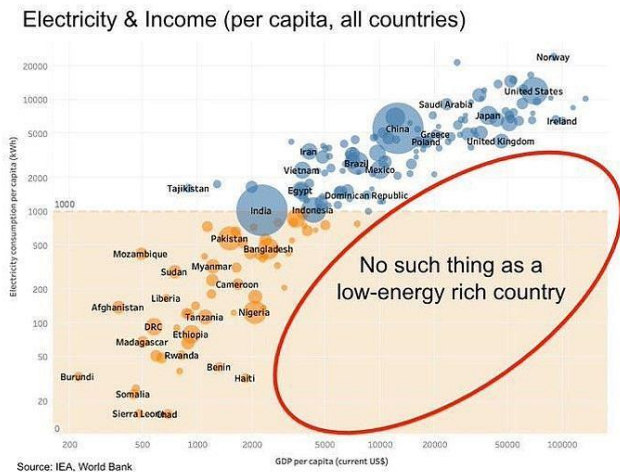
图表28：中国居民电价在主要经济体中处于低位档（元/千瓦时）



资料来源：Wind，国联证券研究所

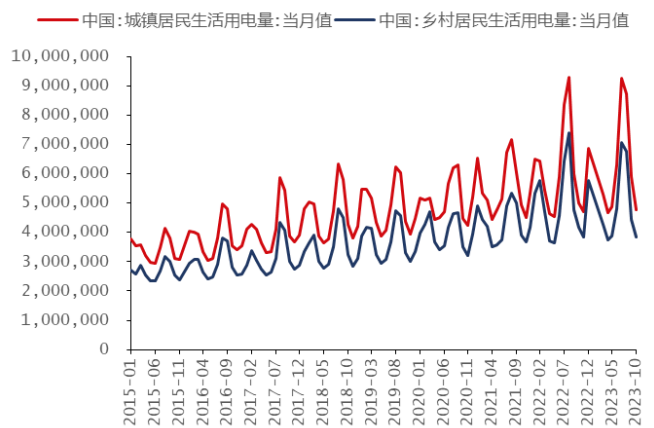
从2015年至今的城、乡居民用电量来看，无论是城镇居民用电量还是乡村居民用电量均处于明显的上升趋势之中，并没有因疫情等因素而有所下降，居民消费意愿即追求美好生活的意愿其实并未受到太大影响。

图表29：电力人均消费量与富裕程度正相关



资料来源：IEA，World Bank，国联证券研究所

图表30：中国城、乡居民用电量均保持增长趋势（万千瓦时）



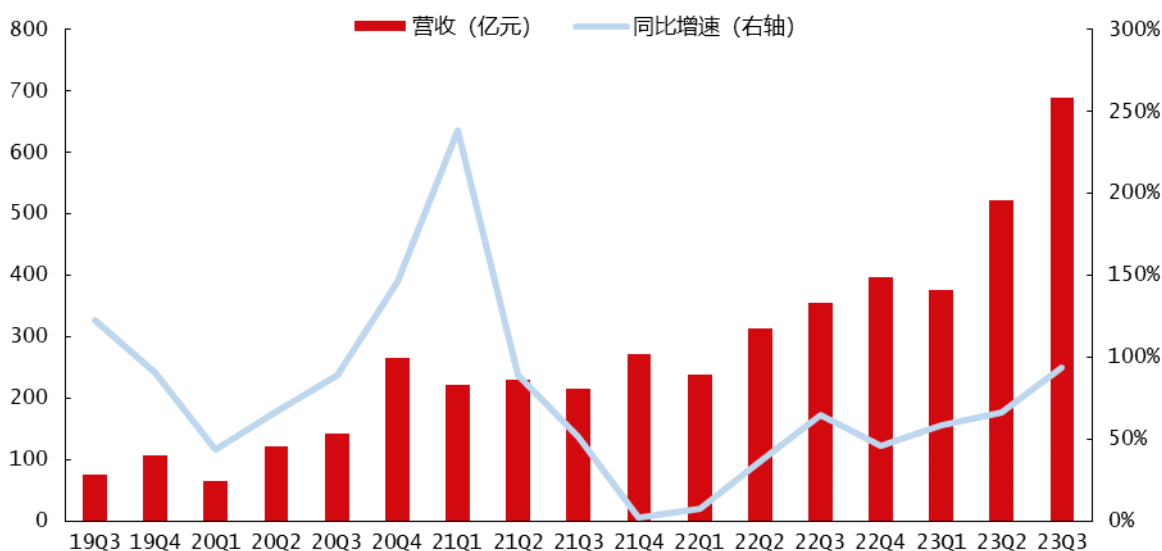
资料来源：Wind，国联证券研究所

消费意愿保持旺盛，同时消费信心受到压制，由此催生了2023年消费市场最关键的变化：消费降级，其直接表现为平台及品牌推动的降价：曾经瞄准中产阶层客户的盒马力推天天低价，占领低价心智的拼多多营收屡创新高，其直接对手天猫、京东也追随拼多多的战略开展百亿补贴，曾经谋求高端化的良品铺子近期宣布调整战略

转而大降价,咖啡市场消费的焦点持续集中在瑞幸 9.9 元和库迪 8.8 元的商战之上,更不用说直播带货的商业模式依靠直播间售卖“全网最低价”商品而迅速崛起。

消费降级的标志性公司拼多多前不久公布的 23Q3 财报大超预期,其营收同比大幅增长 93.89%,除了本土版 APP 的营收贡献外,海外版的 TEMU 在美国等区域攻城略地,受到大量消费者的青睐,其在后疫情时代的 23 年前三季度呈现出逐季的高速增长,佐证了后疫情时代全球消费观念的转变:消费者对于极致性价比的追求。

图表31: 拼多多季度营收呈现加速增长



资料来源: 公司年报, 国联证券研究所

3.2 哪些品种在消费降级趋势中具备竞争力?

前文中的例子均反映出民众消费欲望依然强烈,但是消费层级向下迁移,消费端企业当下阶段的核心任务是为消费者提供极致性价比的产品,产业链降本压力传导到大宗原料端,一是对廉价能源的诉求,比如使用电力及天然气等替代燃油,二是对廉价材料的诉求,目前大宗聚合物中最具性价比的材料是聚酯,无论在纺服领域还是包装领域,从与竞品的价格对比上看都有显著优势,其中涤纶长丝的优势尤为明显:即便是和天然纤维中最廉价的品种棉纤维相比,也要便宜 30~50%。

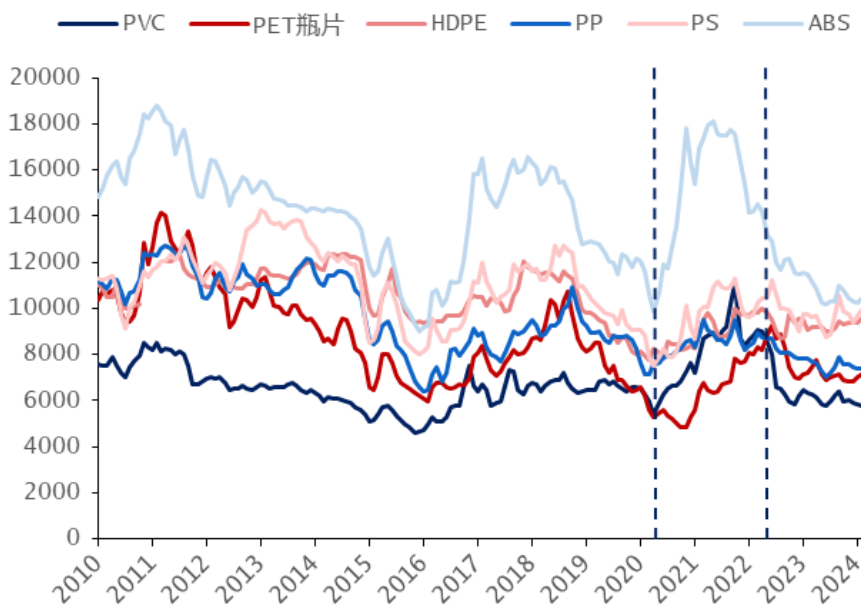
图表32: 涤纶长丝相比天然纤维具有类似性能下的性价比优势

材质	强度	耐热	耐皱	耐磨	染色性能	透气性	聚合度	价格
涤纶长丝	强度高	耐热性好	耐皱性好	耐磨性好	染色性能较差	透气性差	聚合度 100-140	7000~10000 元/吨

纯棉	强度高	耐热性一般	耐皱性好	耐磨性差	染色性能好	透气性较好	聚合度 6000-11000	10000~20000 元/吨
羊毛	强度低	耐热性极差	耐皱性差	耐磨性好	染色性能好	透气性好	聚合度 576	50000~60000 元/吨
麻	强度高	耐热性较差	耐皱性差	耐磨性好	染色性能差	透气性好	聚合度 10000	10000~15000 元/吨
蚕丝	强度低	耐热性较差	耐皱性差	耐磨性好	染色性能一般	透气性极好	聚合度 400	大于 10 万元/ 吨
材质	免烫性	起皱	褪色	起球	缩水	静电	回潮	弹性模量
涤纶长丝	免烫	洗后不皱	洗后不易褪色	容易起球	洗后不缩水	容易起静电	回潮率低	弹性模量一般
纯棉	部分免烫	洗后容易起皱	洗后易褪色	不容易起球	洗后会缩水	不容易起静电	回潮率一般	弹性模量小
羊毛	不可免烫	洗后容易起皱	洗后易褪色	容易起球	洗后极易缩水	容易起静电	回潮率高	弹性模量差
麻	不可免烫	洗后容易起皱	洗后易褪色	不容易起球	洗后会缩水	不容易起静电	回潮率一般	弹性模量极大
蚕丝	不可免烫	洗后容易起皱	洗后易褪色	容易起球起丝	洗后会缩水	不容易起静电	回潮率低	弹性模量大

资料来源：百川盈孚，中国棉纺行业协会，国家标准 GB/T 9994-2018，前瞻网，中国棉花信息网，国联证券研究所整理

图表33：聚酯瓶片与五大通用塑料价格对比（元/吨）



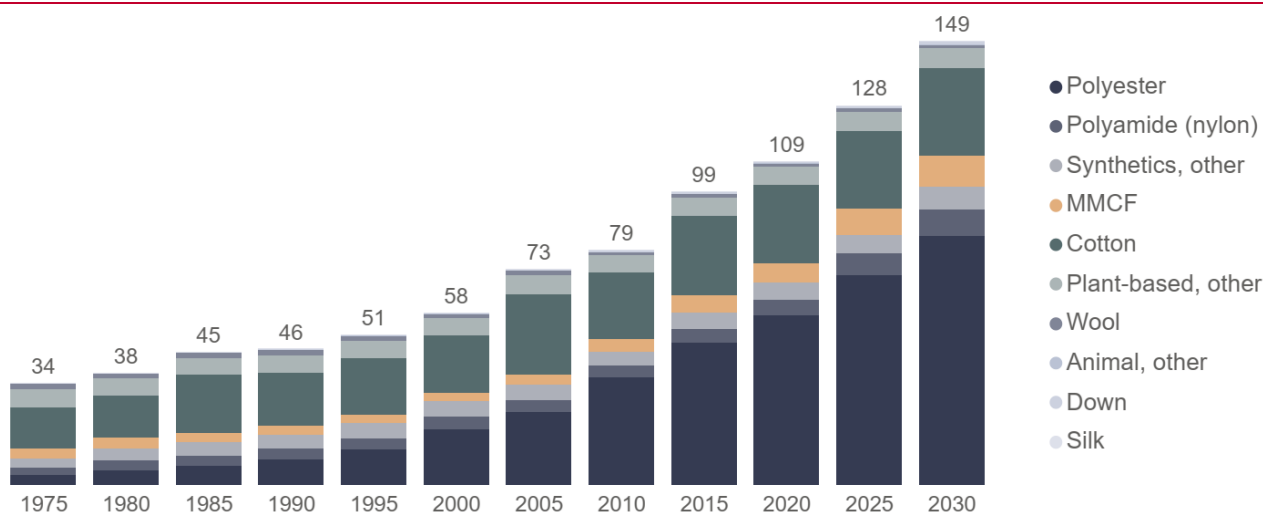
资料来源：Wind，国联证券研究所

3.2.1 涤纶长丝自身增长动力强劲

涤纶长丝作为纺服行业第一大纤维的地位已经持续了很多年。1975 年至今，合成纤维尤其是聚酯纤维在市场中的占比获得极大提升，按重量计其占到了全球纤维

产量的 54% (2021)。聚酯纤维发展历史较短，20 世纪 60 年代，包含聚酯纤维在内的合成纤维工业才开始快速发展。合成纤维产量于 1962 年超过羊毛产量，并于 1967 年超过包括粘胶在内的人造纤维，在化学纤维中占主导地位，成为仅次于棉的主要纺织原料。20 世纪 70 年代后，合成纤维技术开发的重点转向通过改性或纺丝加工去改进纤维的性能，纤维的使用性能如染色、光热稳定、防污、手感、吸湿等都有较大改进，同时生产工艺也迈向连续化、大型化，依托性价比开始正式与棉等天然纤维展开竞争。

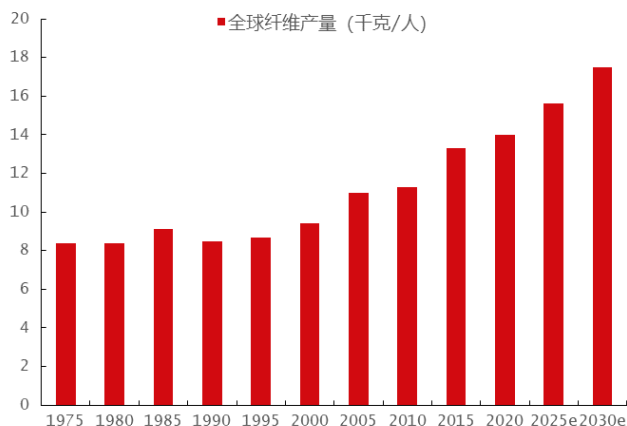
图表34：全球纤维产量结构变迁及预测（百万吨）



资料来源：《Preferred Fiber & Materials》: Textile Exchange, 国联证券研究所

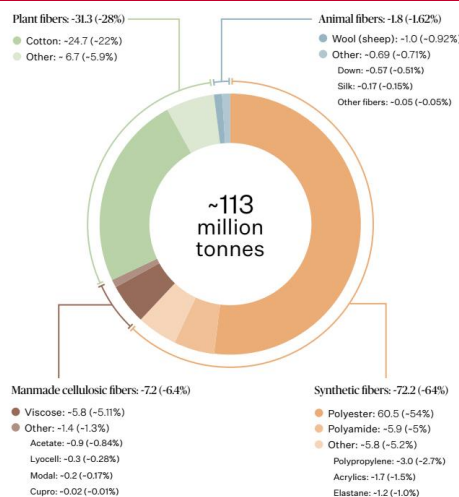
从总量看，全球纤维人均表观消费量（近似产量）从 1975 年的 8.4 公斤提升至 2020 年的 14 公斤，叠加全球人口的增长，催生出一个年消费量 1 亿吨以上的纤维市场，经过 60 多年的发展，根据纺织品交易所的预测，至 2030 年全球纤维人均产量将达到 17.5 公斤，根据联合国预测，到 2030 年全球人口将增长至 85 亿左右，则 2030 年全球纤维总产量或接近 1.5 亿吨，10 年内复合增速达 3.09%。

图表35: 全球纤维产量加速增长 (千克/人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

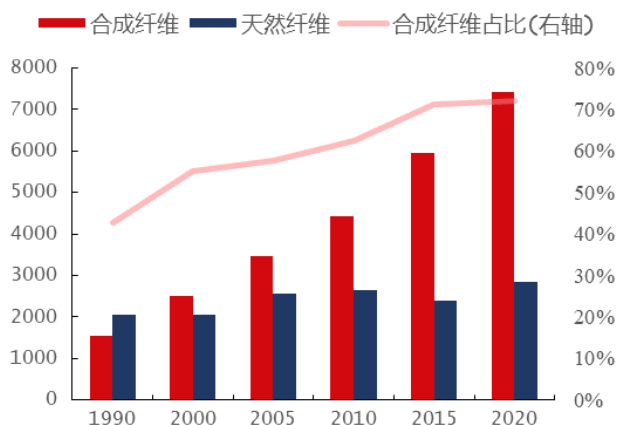
图表36: 全球纤维市场产量结构 (2021)



资料来源: 《Preferred Fiber & Materials》: Textile Exchange, 国联证券研究所

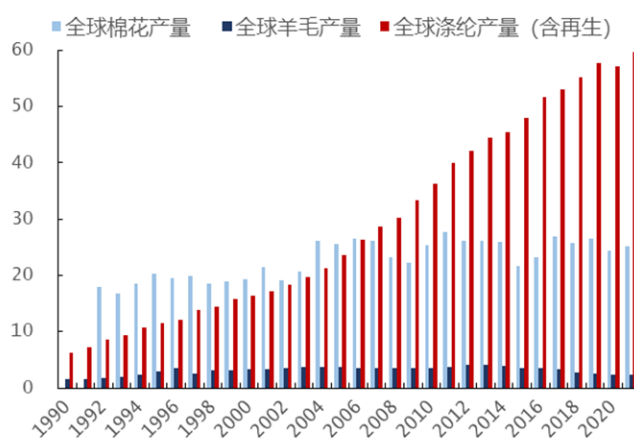
从历年数据来看, 全球合成纤维产量占比在 30 年间从 43%快速提升至 72%。天然纤维产量则在近 10 年内接近达峰, 年产量呈现出在 2600 万吨上下波动的趋势, 表明近 10 年全球对纤维的需求增量主要来自合成纤维。从结构来看, 合成纤维中的主要增长动力来自于聚酯纤维, 人造纤维素纤维(MMCF)、聚酰胺和其他聚合物增速远远落后。若这一趋势延续, 基于纺织品交易所数据, 我们预测 2020 至 2025 年, 聚酯纤维(含再生聚酯)年产量将提升到 7070 万吨, 至 2030 年进一步提升到 8600 万吨附近, 10 年内增长或达 2900 万吨, CAGR-10 达 4.18%, 成长空间广阔。

图表37: 全球纤维产量加速增长 (千克/人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表38: 涤纶与棉花、羊毛产量增长趋势相反(百万吨)

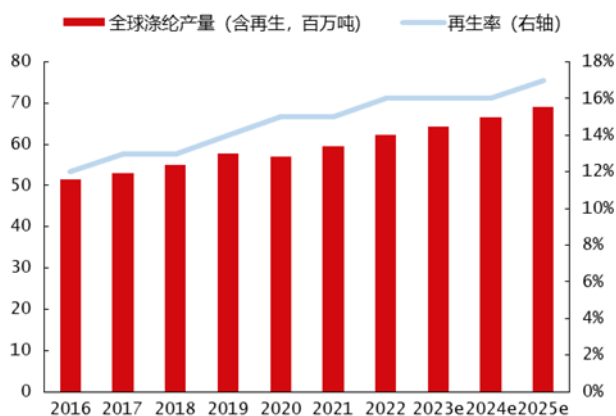


资料来源: Wind, 《Preferred Fiber & Materials》: Textile Exchange, 国联证券研究所

3.2.2 消费观念加速转换进一步提升长丝需求

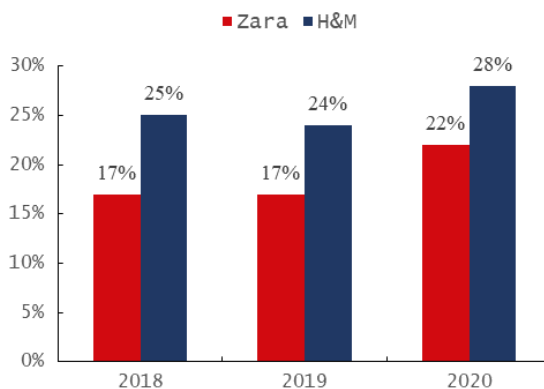
在消费者信心指数低位与高 CPI 的两头挤压之下，消费者心态逐渐发生变化。美国个人净储蓄在补贴后带来的高峰已经过去，目前已回落至比疫情前还低的水平。在可支配收入下降以及对未来收入预期不确定的影响下，欧美为代表的消费者开始更关注生活中各类支出的变化。在服装支出上体现为更加注重性价比与折扣率，对比 Zara、H&M 在疫情前后的降价率可看到疫情前相对保持稳定，而疫情后明显提升了 4~5 个 pct，表明快时尚品牌的销售策略已经受到了消费者消费观念变迁的影响。

图表 39: 全球涤纶产能及预测 (含再生, 百万吨)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表 40: Zara 与 H&M 降价率疫后提升



资料来源: 36Kr, Wind, 百川盈孚, 国联证券研究所

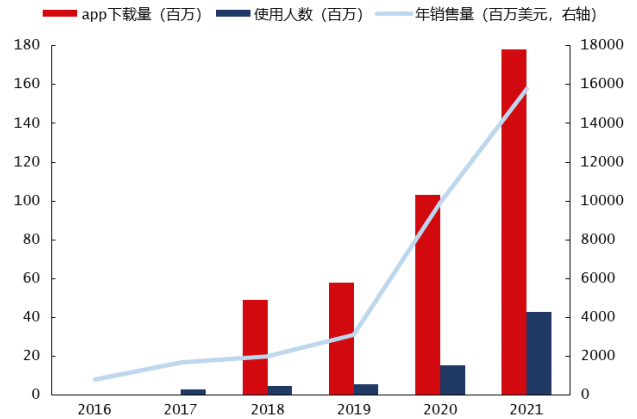
Shein 与传统的快时尚品牌的差异在于其周转的速度更快从而能快速迭代款式以更好适应消费者需求，并且其更适应疫后的高性价比消费观念，与 Zara 对比可以明显看出 Shein 的产品价格带更为下沉，畅销款的价格仅是 Zara 的几分之一，但是因为客户每单会买更多的数量，因此客单价反而高出 Zara 一倍多。疫后 Shein 的 app 下载量、使用人数、年销售量这三个指标显著加速提升，薄利多销叠加高周转模式，使得 Shein 在疫后实现超 300% 的销量增速，迅速崛起为新时代的服装快消巨头，其商业模式的成功确认了性价比优先观念对当下市场的主导。

图表41: Shein 价格带比传统快消品牌进一步下沉

指标	Zara	Shein
加价率	3x	2x
畅销款价格带	35.9~400 美元	5~25 美元
客单价	20~30 美元	70 美元

资料来源: 晚点 LatePost, 贤集网, 敏捷 ARS, 雷达财经, 网易, 国联证券研究所

图表42: Shein 各项指标在疫后明显加速提升



资料来源: Shein 官网, 国联证券研究所

2023 年更典型的性价比服装品类崛起的例子是冲锋衣, 其功能性的保暖内胆搭配冲锋衣外壳可以在户外温度并不十分严苛的环境下替代羽绒服。冲锋衣内胆分为棉内胆、抓绒内胆和羽绒内胆等种类, 其中抓绒内胆性价比高, 应用最为广泛。抓绒内胆的原材料是主要由聚酯纤维做成的摇粒绒, 作为羽绒的平替, 冲锋衣尤其是三合一款式 2023 年的搜索量及销量均获得显著提升。冲锋衣替代羽绒服可以说本质就是廉价的聚酯涤纶材料替代羽绒等相对昂贵材料的消费降级案例, 进一步加速了涤纶长丝对天然纤维的替代进程。

图表43: 2023 冲锋衣品类销售趋势呈现高速增长



资料来源: 南风窗, 飞瓜数据, 国联证券研究所

4. 投资机会

4.1 推荐具有海洋资源优势的油气企业

油价中枢受供需基本面支撑或将维持高位，看好原油能源资产历史性投资机会。海洋石油储量大而探明程度低，是未来油气开采重点领域。2023 年全球海洋油气开发总投资或将达到 1774.4 亿美元，在上游投资占比或将达到 32%。我们推荐具有海洋油气资源优势的石油开采企业中国海油和海上油田技术服务公司中海油服。

➤ 中国海油

中国海油是中国最大的海上原油、天然气生产商。公司在渤海、南海西部、南海东部和东海等区域进行作业，进行石油、天然气的勘探、开发和生产。公司在陆上也进行非常规油气勘探和开采。公司深化降本提质增效，桶油成本较同行业公司具有优势。公司重视股东回报，2022 年股息支付率达 43%。股息收益率在行业领先：2022 年港股股息收益率达 13.2%，在同业公司中位列第一；A 股股息收益率达 8.0%，在同业公司中位列第三。公司将 2023 年资本支出预算由人民币 1000-1100 亿元调整为人民币 1200-1300 亿元，加大资本开支有利于加速产能建设和项目审批，未来储量和产量有望增长。

➤ 中海油服

中海油服是中国海上最大的油田服务公司，也是全球最具规模的综合型油田服务供应商。主营业务分为四大类：钻井服务、油田技术服务、物探勘察服务和船舶服务。公司主要作业于中国海域，并不断拓展海外市场。目前海外业务拓展至亚太、中东、美洲、欧洲、非洲、远东，覆盖 40 个国家和地区。公司油田核心技术包括自主研发的“璇玑”旋转导向钻井和随钻测井技术，打破了该技术长期以来被国际油服巨头垄断的局面。公司电缆测井技术承受高温高压水平达到了航空航天军工标准，使石油勘探开发可以进入深海、深地等高难度领域，这项技术也打破了国外的垄断。公司油田核心技术在国内海上自主作业占比有望持续提升。受益于母公司中国海油加大资本支出，公司订单量有望持续增长，业绩有望持续提升。

4.2 关注具备扩大全球份额能力的长丝企业

全球消费降级趋势下石化大宗品中的涤纶长丝或受益于其极致的性价比，自身

增长叠加消费降级下加速替代其他相对昂贵材料所获得的市场空间，前景广阔，我们筛选出涤纶长丝行业中产能居前，且业务聚焦于涤纶长丝的行业代表性公司：桐昆股份以及新凤鸣。

➤ 桐昆股份

公司前身是成立于1981年的桐乡县化学纤维厂。桐昆股份以丙纶长丝起家，逐步发展为横跨石油炼化、PTA、聚酯、涤纶长丝、加弹、织造、新材料等多元领域的综合性企业，其中涤纶长丝产品涵盖POY、FDY、DTY、ITY、中强丝、复合丝六大系列1000多个品种，堪称“涤纶长丝沃尔玛”，在服装、家纺等领域广泛应用。经过四十多年的发展，桐昆已实现从“一滴油”到“一匹布”的完整产业链，2001-2022年公司连续22年在我国涤纶长丝行业中销量名列第一。公司扎根桐乡，立足浙江，布局全国，目前已形成浙江省内五基地、浙江省外五布点等十大产业基地，并于同一园区内实现PTA-聚酯生产一体化，有望充分受益于涤纶长丝行业的景气度提升，值得关注。

➤ 新凤鸣

公司自2000年成立便专注于民用涤纶长丝的研发、生产和销售，2017年上市后产能快速扩张，市场占有率超过12%，下设中维、湖州中石科技、独山能源、江苏新拓等二十余家子公司。公司围绕“两洲两湖”基地为主线，专注于民用聚酯纤维领域，产品覆盖差别化POY、FDY、DTY聚酯长丝和织物面料型、针织棉型、缝纫线型、非织造型等短纤等多个中高端系列品种。除了长丝外，公司自备PTA产能并计划连续扩产至产能突破1000万吨，短纤产能也能与涤纶长丝进行协同，有望充分受益于涤纶长丝行业的景气度提升，值得关注。

5. 风险提示

(1) 全球宏观经济下行风险：

后疫情时代全球经济修复或经历反复，使得主要消费市场的复苏进程与节奏存在不确定性，由此或阶段性影响全球/部分地区对石化品的需求；

(2) 全球产业链再平衡带来的错配风险：

能源危机与供应链危机导致全球石化产业链的迁移，行业或经历供需再平衡，过程中局部地区或部分时段供需可能出现错配的风险；

(3) 商品价格大幅波动的风险:

全球大宗商品及下游商品的价格受货币/财政政策等影响而具有不确定性, 由此或影响产品生产成本以及替代过程;

(4) 项目推进及技术突破不及预期的风险:

行业中各公司的项目建设与投产的过程与时间点存在不确定性, 可能出现推进不及预期的情况, 相关核心技术的突破时点也具有不确定性;

(5) 国际贸易及行业政策风险:

境外国家或地区针对我国产品出口的反倾销政策、贸易壁垒以及行业政策如碳边境税等或存在后续收紧可能从而影响到行业出口的风险;

(6) 气候变化超预期的风险:

全球变暖等长期趋势下, 短期与局部气候变化或超出预期, 从而阶段性影响行业下游需求的风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼