

石化行业 2024年度策略

——关注靴子落地后的右侧机会

行业投资评级：强大于市|维持

中邮证券研究所石化团队

分析师:李帅华

SAC 登记编号:S1340522060001

中邮证券

2024年2月7日

- 回顾：2023年受制于全球需求走弱，油价重心呈现下行态势，叠加化工品需求不佳，大炼化整体承压，而上游资产因高股息和低估值，具备较好防御属性，表现较佳。
- 油价：24年或呈现前低后高走势。
 - 供给：OPEC定价能力仍存但边际趋弱，关注后续减产计划。美国产量或前低后高，关注收储进展。地缘定价趋弱。
 - 需求：美国经济或24年触底，并步入降息周期。欧洲仍不排除技术性衰退释放风险的可能。
 - 平衡表：24年整体供需平衡或好于23年。上半年若库存去化可能需要依赖于OPEC+的减产；下半年若库存去化可能更需要依赖于需求的见底反弹。
- 标的：
 - 炼化：油价触底后，大炼化或迎困境反转，推荐荣盛石化。
 - 长丝：长丝库存下行叠加复苏预期，推荐新凤鸣。
 - 上游：靴子落地后，建议关注中国海油和中曼石油。
- 风险提示：油价剧烈波动、欧美通胀反复、欧美经济超预期下滑、行业政策变化、项目投产不及预期、需求不及预期、其他等。

原油

- 1 供应-OPEC、美国和地缘
- 2 美欧需求成色几何
- 3 供需平衡表

1

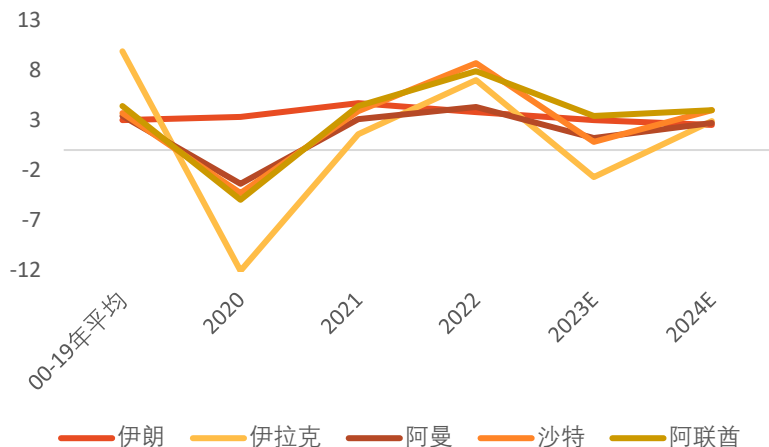
供应——

- ◆ OPEC定价能力仍存但边际趋弱，关注后续减产计划
- ◆ 美国产量或前低后高，关注收储进展
- ◆ 地缘定价趋弱

中东仍依赖高油价解决经济压力

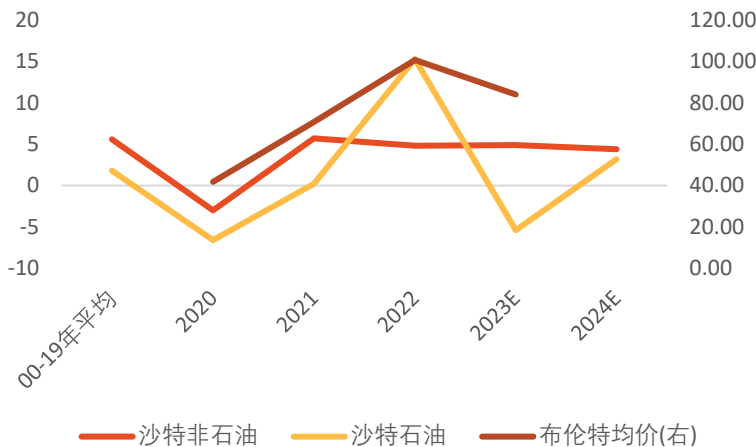
- 伴随着23年布伦特价格中枢从22年的101美元/桶下降至83美元/桶，可以明显看到OPEC内中东部分主要原油出口国的GDP增速明显放缓，OPEC成员国经济较为依赖石油收入。
- 再观财政平衡方面，伴随油价23年的下滑财政盈余率显著收窄，部分国家如伊拉克、科威特和沙特等已经出现赤字。财政平衡油价整体在23年呈现升高态势，其中OPEC产量占比最高的沙特已经在积极推进改革，降低石油出口依赖，发展多元化经济，故财政平衡油价在财政赤字的情况下仍略有下滑，但仍高达85.8美金/桶。高财政盈亏平衡油价使得OPEC仍在推进减产。（图见下页）

图表1：中东和中亚部分原油出口国实际GPD增速-%



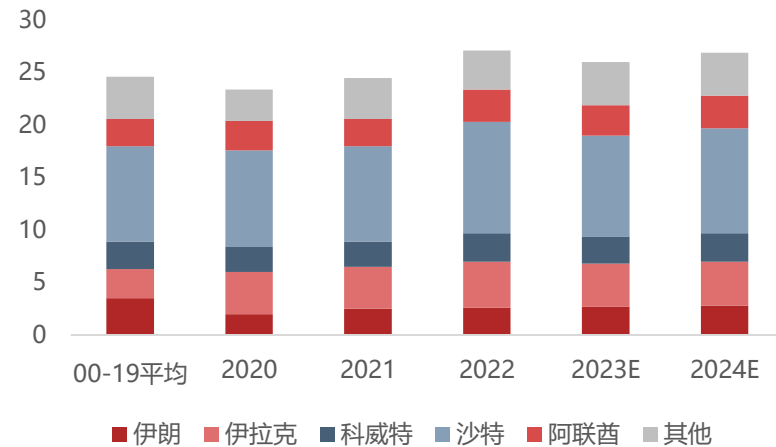
资料来源：IMF，中邮证券研究所

图表2：沙特石油GDP和非石油GDP增速-%，美元/桶



资料来源：IMF，中邮证券研究所

图表3：OPEC部分主要成员国产量-百万桶/天



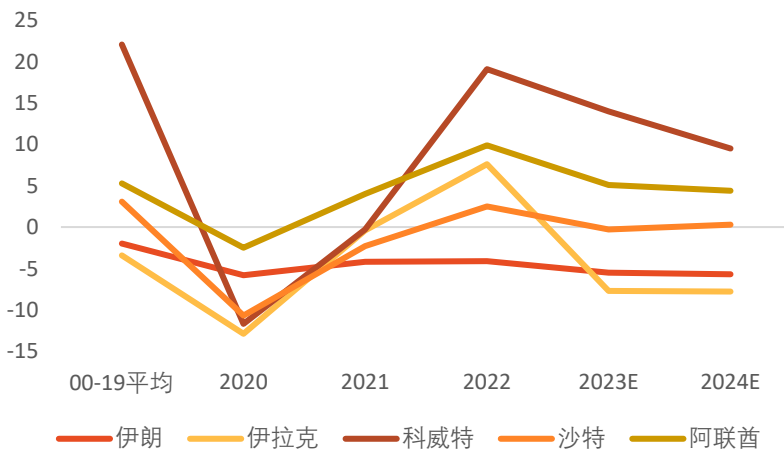
资料来源：IMF，中邮证券研究所

但推进减产已存阻碍，油价难以再靠OPEC减产得到支撑

■ OPEC虽仍在推进减产，但阻碍已现：

- 1、部分国家财政盈亏平衡油价较低，减产会议会有异议，如阿联酋等。
- 2、伴随减产，OPEC的市占率呈现逐步走低趋势，议价权逐步走弱。OPEC产量市占率已从22年1月的32.8%下降至23年12月31.2%。
- 3、全球产量不减反增，美国成为最大赢家。21年1月到23年12月，美国产量市占率从19.7%提升至了21.9%，全球石油产品总产量仍在增加，从93.88百万桶/天提升至102.50百万桶/天。
- 4、减产执行率不及预期。

图表4：财政平衡-%



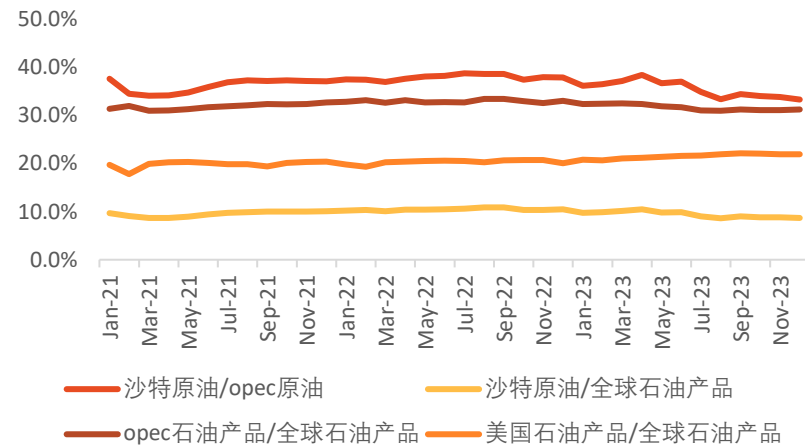
资料来源：IMF，中邮证券研究所

图表5：财政盈亏平衡油价-美元/桶

	00-19平均	2020	2021	2022	2023E	2024E
伊朗	85.6	546.5	272.3	268.5	307.4	317.4
伊拉克	75.8	56.6	53.3	70.6	97.7	97.9
科威特	47	76.6	69.1	49	64.8	63.8
沙特	80.4	76.3	83.6	87.9	85.8	79.7
阿联酋	50	51.7	53	46.4	56	58.3

资料来源：IMF，中邮证券研究所

图表6：产量及产量占比

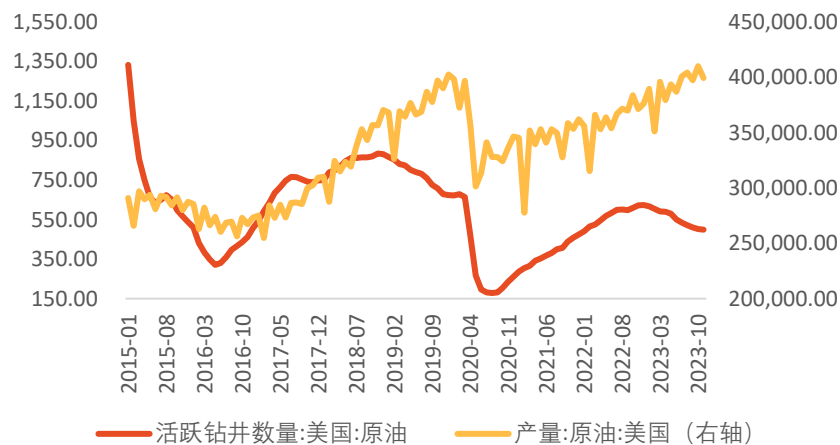


资料来源：EIA，中邮证券研究所

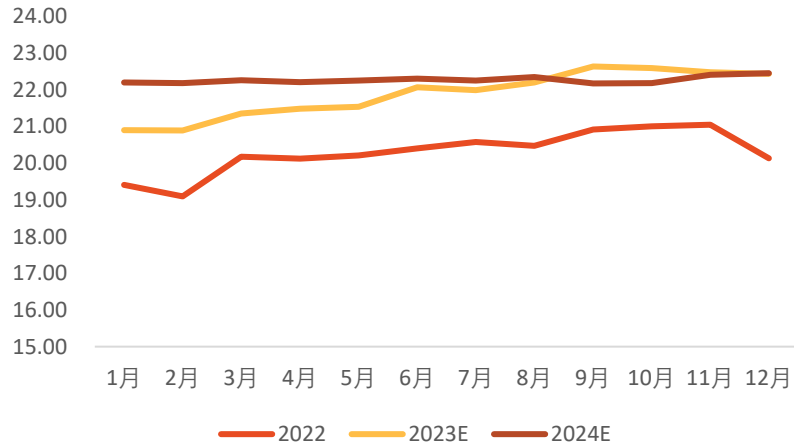
24年美国产量前低后高，资本开支增量会逐步显现

- 考虑产量对活跃钻井具备滞后约一年多时间，22年Q4活跃钻井已见拐点，故考虑24年H1产量较23年H2存边际下滑预期。而远端看，考虑油价上涨后资本开支仍有增加，24年后期及25年后的产量还存上升可能，不过值得注意的是，此波资本开支周期已经不及19年之前。
- 根据EIA预测，24年美国日均产量约为22.26百万桶/天，较23年提升1.8%，而全球产量将达102.33百万桶/天，由于OPEC减产，故较23年增速为0.6%。

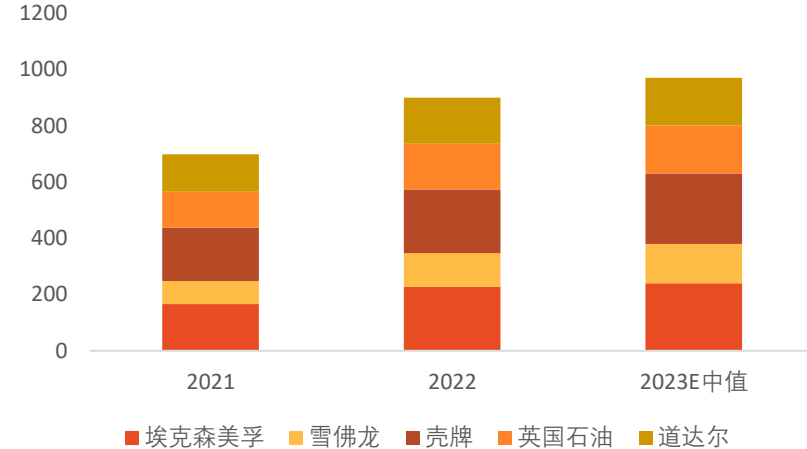
图表7：美活跃钻机数和原油产量-座，千桶



图表8：美原油产量季节性-百万桶/天



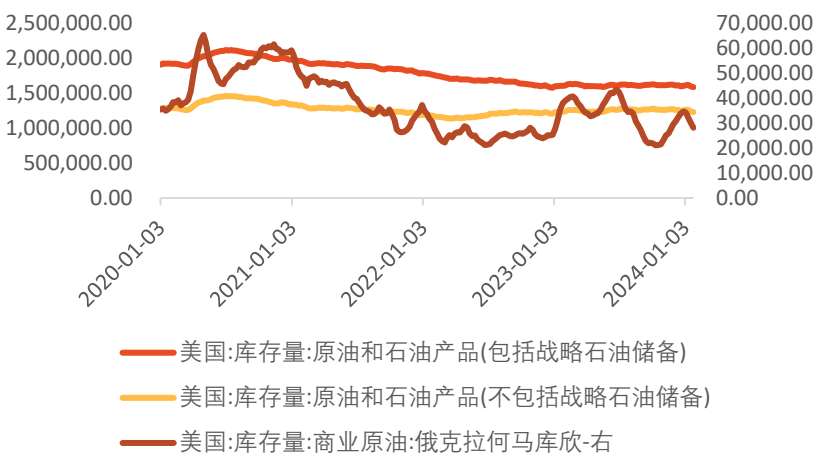
图表9：资本开支-亿美元



美国步入收储周期，关注收储力度和价格

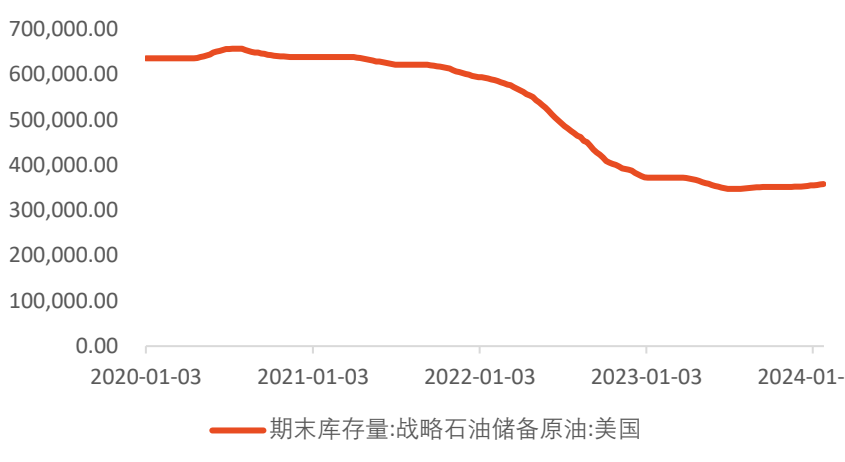
- 美国原油库存方面，原油和石油产品无论包含或不包含战略储备库存，库存去化已经基本停滞。目前美国原油和石油产品包含战略库存和不包含战略库存分别较23年年内低点-0.04%和+0.43%。作为美国原油交通枢纽的库欣地区，库存已经自23年年内低位上升33.7%。
- 战略储备库存方面，去年3月为了缓解油价上涨压力，美国释放历史规模最大的1.8亿桶SPR。目前SPR已经处于1983年来最低水平，美国已经从抛储周期步入收储周期，起初理想收储价格在WTI67-72美元/桶，但收储进度和价格不及预期，目前收储招标价格已经提升至上限79美金。后续关注收储价格和力度，目前美国能源部的600万桶收储计划对供需平衡实际影响非常有限，更多仍处于库存周期切换后的情绪层面。

图表10：美国原油库存-千桶



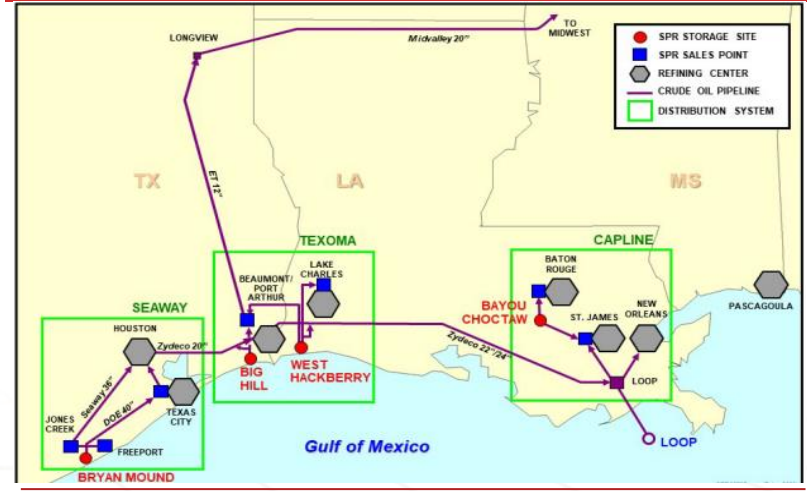
资料来源：wind，中邮证券研究所

图表11：SPR-千桶



资料来源：wind，中邮证券研究所

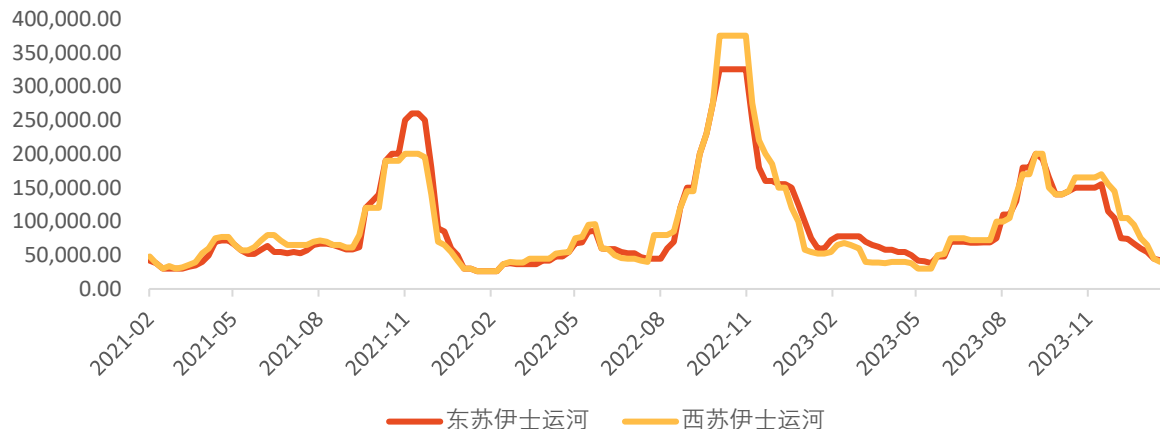
图表12：储存场所



资料来源：DOE，中邮证券研究所

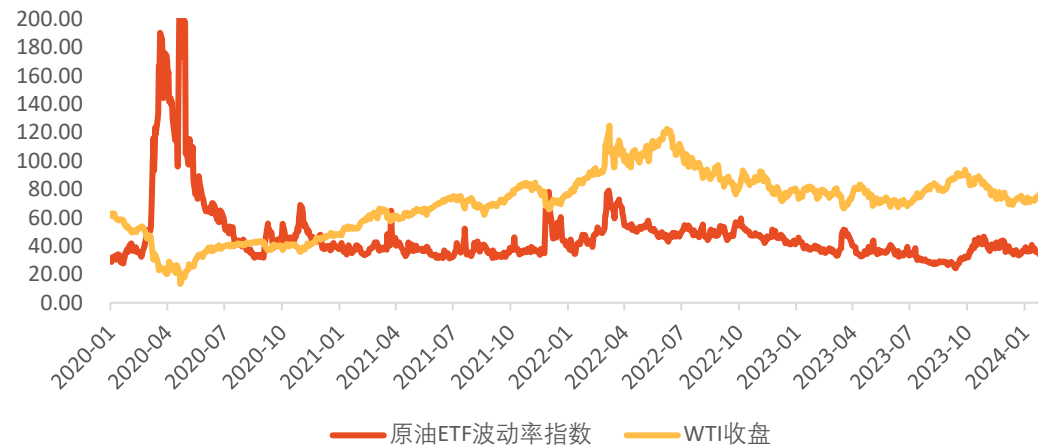
- 巴以冲突并未明显波及埃及境内苏伊士运河：Fearnleys LPG 155-165千m³运价在十月初哈马斯宣布对以色列展开新一轮名为“阿克萨洪水”的军事行动后，并没出现22年2月下俄乌冲突开始后的显著抬升，甚至伴随运费进入淡季后，环比Q3后期逐步回落。红海事件对其影响也较为有限。
- 原油ETF波动率也并未出现俄乌开始时的显著抬升，并且从10月下开始步入下行通道，意味着战争溢价交易大体告于段落。

图表13: Fearnleys LPG 155-165千m³运价-美元/天



资料来源: wind, 中邮证券研究所

图表14: 原油ETF波动率指数-美元/桶



资料来源: wind, 中邮证券研究所

2

需求——

- ◆ 美国经济或24年触底，并步入降息周期
- ◆ 欧洲仍不排除技术性衰退释放风险的可能

美国经济或于24年触底

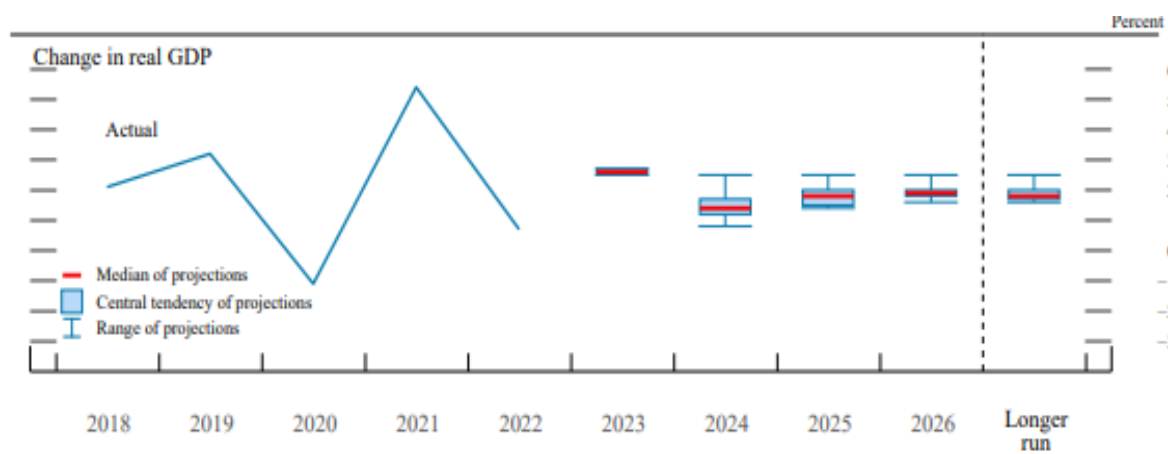
- 根据美联储委员会成员和联邦储备银行行长预测，24年美国GDP增速集中趋势为+1.2~1.7%，较9月预测的区间上沿有所下调。而25年该值最新一期的数据为+1.5~2.0%，高于24年，而远端数据进一步高于25年，则24年可能为美国阶段性经济底。
- 失业率方面，24年集中趋势预计为4.0-4.2%，上期数据为3.9-4.4%。
- 核心通胀来看，24年集中趋势预计为2.2-2.5%，较上期整体下调；而25年或进一步下行至2.0-2.2%

图表15：美国经济预测，23年12月

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8	2.5-2.7	1.2-1.7	1.5-2.0	1.8-2.0	1.7-2.0	2.5-2.7	0.8-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
September projection	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8	1.9-2.2	1.2-1.8	1.6-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.8-2.6	0.4-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1	3.8	4.0-4.2	4.0-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.9-4.5	3.8-4.7	3.8-4.7	3.5-4.3
September projection	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.7-3.9	3.9-4.4	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-4.5	3.7-4.7	3.7-4.5	3.5-4.3
PCE inflation	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0	2.7-2.9	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.7-3.2	2.1-2.7	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
September projection	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0	3.2-3.4	2.3-2.7	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0	3.1-3.8	2.1-3.5	2.0-2.9	2.0-2.7	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.2	2.4	2.2	2.0		3.2-3.3	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0-2.1		3.2-3.7	2.3-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	
September projection	3.7	2.6	2.3	2.0		3.6-3.9	2.5-2.8	2.0-2.4	2.0-2.3		3.5-4.2	2.3-3.6	2.0-3.0	2.0-2.9	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5	5.4	4.4-4.9	3.1-3.9	2.5-3.1	2.5-3.0	5.4	3.9-5.4	2.4-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8
September projection	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5	5.4-5.6	4.6-5.4	3.4-4.9	2.5-4.1	2.5-3.3	5.4-5.6	4.4-6.1	2.6-5.6	2.4-4.9	2.4-3.8

资料来源：美联储，中邮证券研究所

图表16：美国GDP预测，23年12月

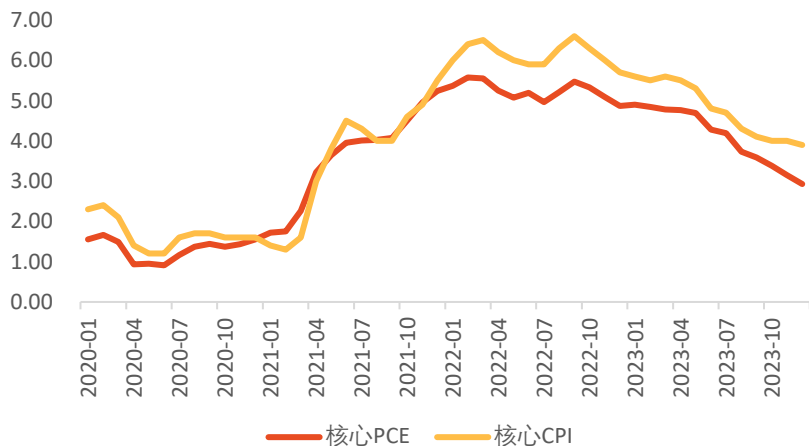


资料来源：美联储，中邮证券研究所

近期美国核心通胀持续下行，但非农数据整体韧性仍较强

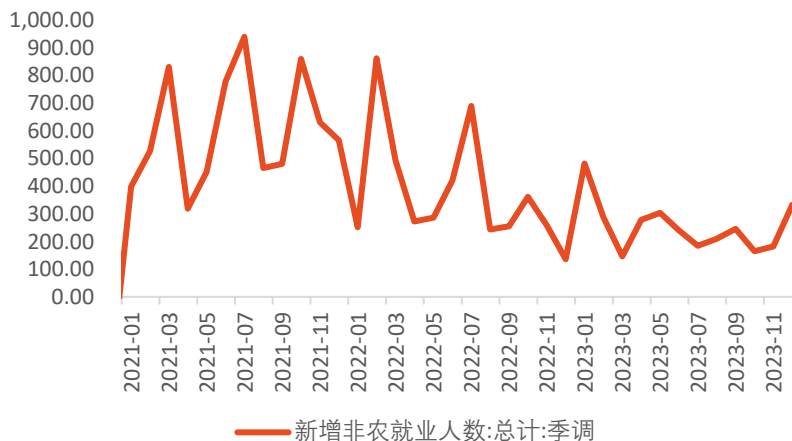
- 核心PCE目前已经自22年2月高点5.57%下降至23年12月的2.93%，距离美联储目标2%已经临近。
- 24年1月最新非农数据显示，新增非农就业35.3万人，预期17.3万人，前值上修至33.3万人，因年初基准修订影响，1月数据波动较大，但仍显示出相当的就业韧性。
- 24年1月失业率3.70%，预期3.80%，前值3.70%，劳动参与率也低于预期。

图表17：美国核心通胀-%



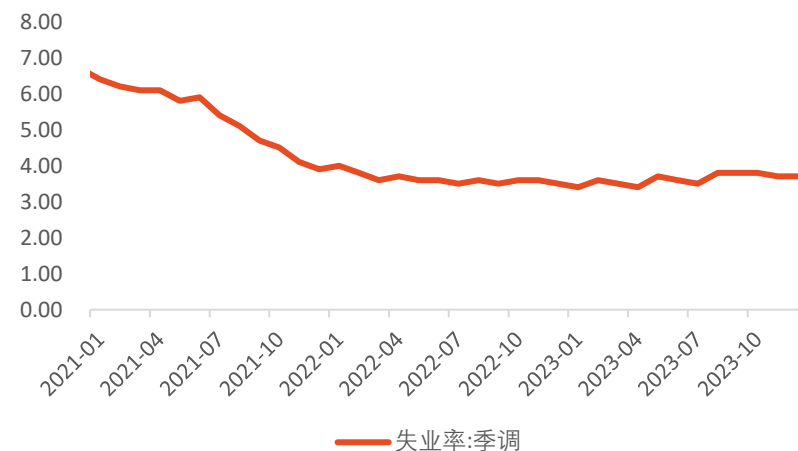
资料来源：wind，中邮证券研究所

图表18：新增非农就业季调-千人



资料来源：wind，中邮证券研究所

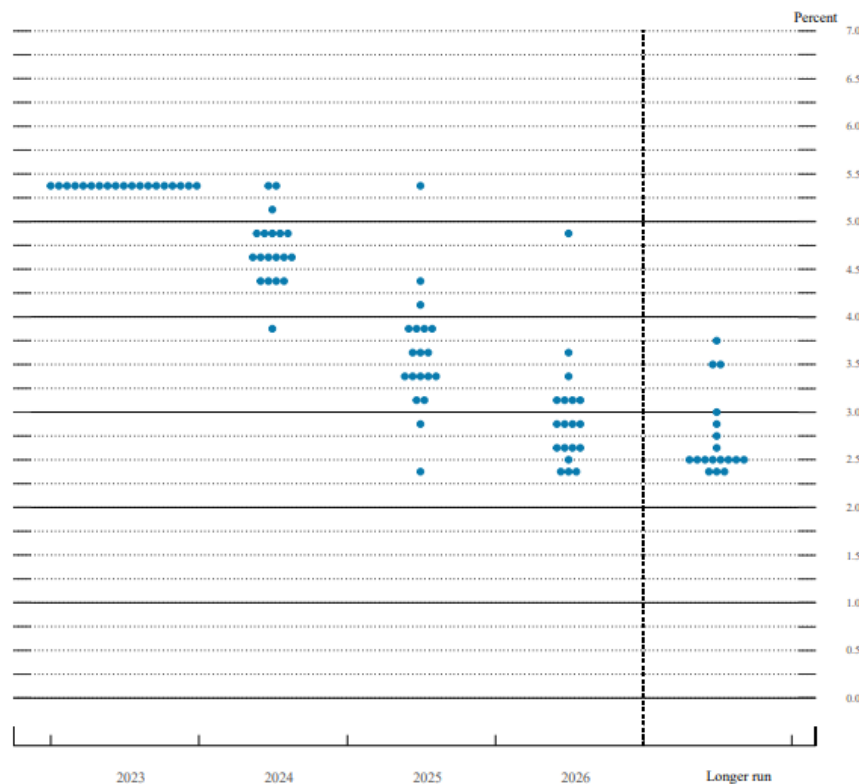
图表19：失业率季调-%



资料来源：wind，中邮证券研究所

美国24年将大概率步入降息周期

图表20：点阵图



资料来源：美联储，中邮证券研究所

- 美联储24年1月会议决议维持联邦基金利率目标区间于5.25-5.50%。23年11月的暂停加息或因美债利率快速上行所致。原先市场预计可能在23年12月仍小概率有进一步加息也已被证伪。
- 利率变动矩阵来看，伴随着美国较强的就业数据，首次降息预期逐步从3月延期到5月，目前5月降25bp概率达59.6%，24年美国或大概率步入降息周期。

图表21：利率变动矩阵

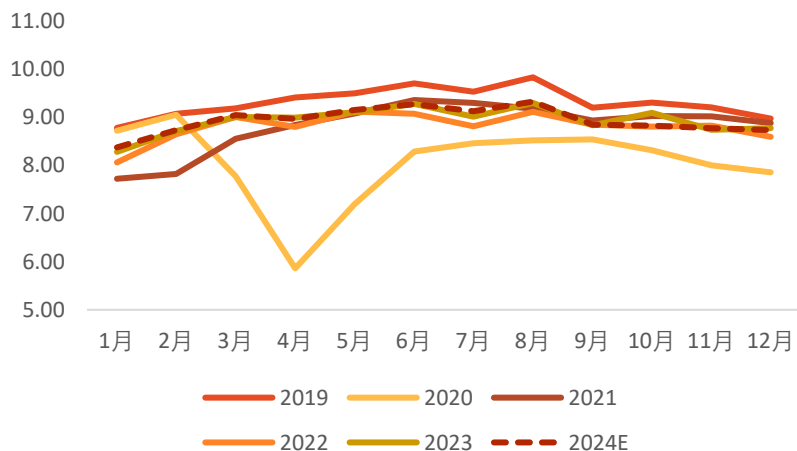
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	38.0%	62.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	34.2%	59.6%	6.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.7%	38.5%	50.7%	5.1%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	5.7%	38.2%	50.6%	5.5%	0.0%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.1%	6.3%	38.5%	49.7%	5.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.1%	3.9%	25.8%	45.2%	22.9%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	3.4%	23.0%	42.8%	25.7%	4.7%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，中邮证券研究所

美国汽油需求同比走弱但仍有韧性

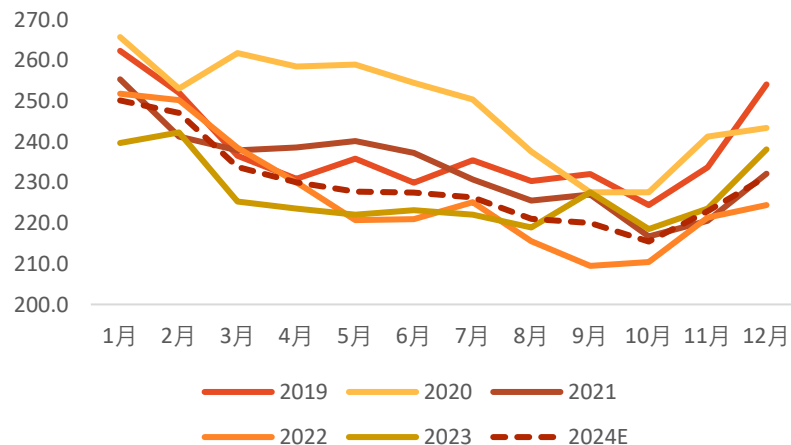
- 23年美国汽油消费和22年基本持稳，月度呈现季节性。年维度，23年日均汽油消费量约8.93mbd，较22年+1.35%。24年汽油消费量预计可达8.93mbd，较23年+0.04%。
- 23年美国汽油期末库存整体处于近年中位，较22年出现明显增长。24年，预计上半年库存压力同比较大，下半年将会出现明显去化，同比好于23年。这主要考虑高利率对经济的打压具备滞后性。
- 裂解价差来看，22年阶段高达58.3usd/b，23年12月已经降至19.8usd/b，23年价差较22年整体下移，24年或继续收窄。

图表22：美国汽油消费-mbd，百万桶/天



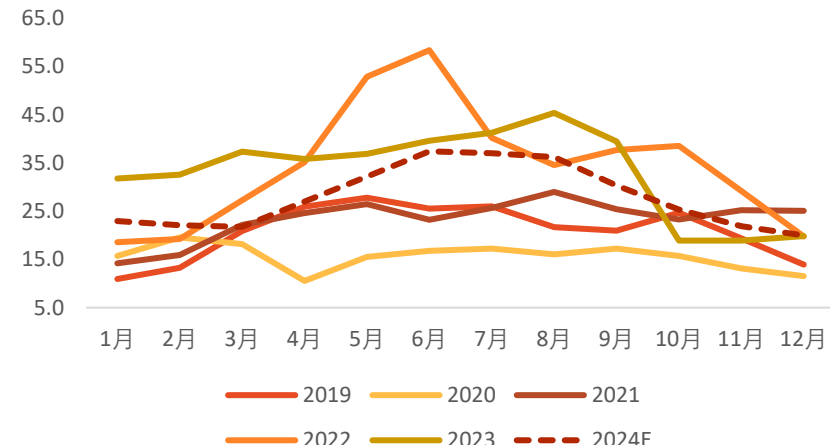
资料来源：EIA，中邮证券研究所

图表23：美国汽油库存-百万桶



资料来源：EIA，中邮证券研究所

图表24：美汽油裂解价差-usd/b，美元/桶

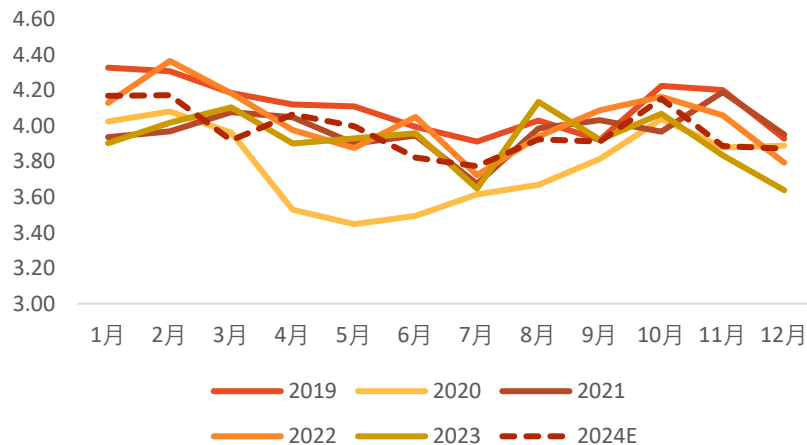


资料来源：EIA，中邮证券研究所

美国柴油需求韧性弱于汽油

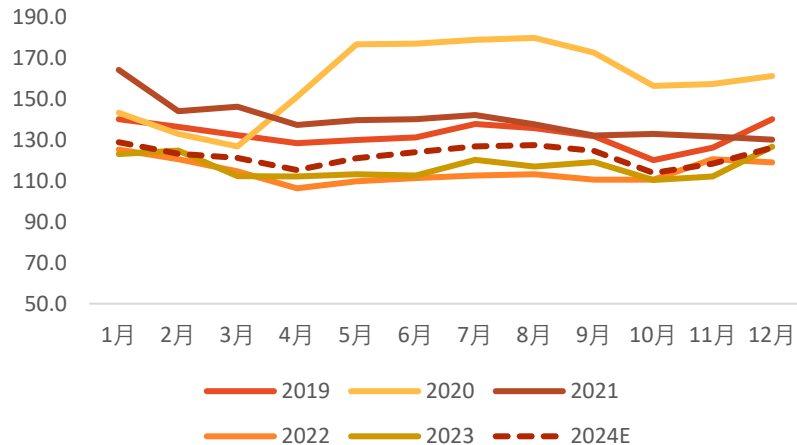
- 23年美国柴油消费和22年相比稳中有跌，日均柴油消费量约3.92mbd，较22年-2.7%。24年柴油消费量预计可达3.97mbd，较23年+1.3%，看点主要在于美国经济数据，预计年中消费量触底。
- 23年美国柴油期末库存整体处于近年低位，年底期末库存较22年略有回升，主要源于净进口负值的收窄和经济的下行。24年，预计库存大体较23年略有上升，更多需要关注季节性的落地。
- 裂解价差来看，22年均值55.8usd/b，23年预计均值41.1usd/b，较22年整体下移，源于刚需属性弱，下滑幅度大于汽油，24年预计跌幅出现明显收窄，下半年好于上半年。

图表25: 美国柴油需求- mbd, 百万桶/天



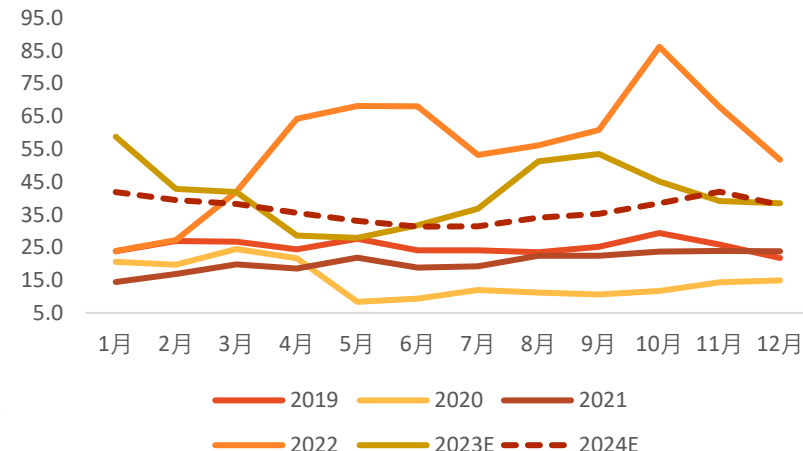
资料来源: EIA, 中邮证券研究所

图表26: 美国柴油库存-百万桶



资料来源: EIA, 中邮证券研究所

图表27: 美国柴油裂解价差-usd/b,美元/桶

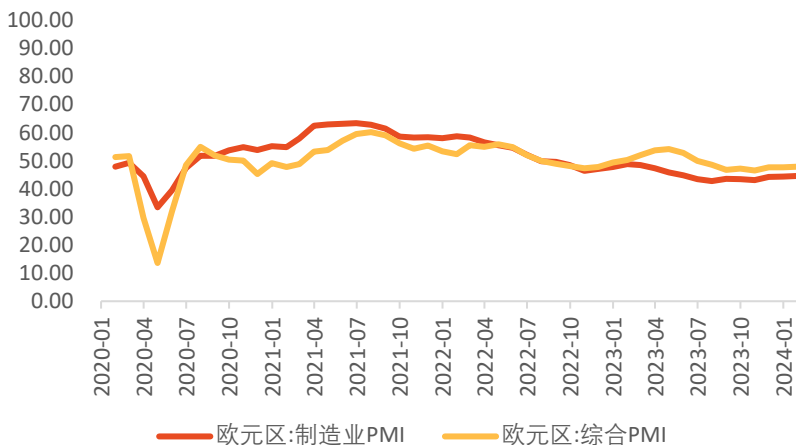


资料来源: EIA, 中邮证券研究所

欧洲仍不排除技术性衰退释放风险的可能

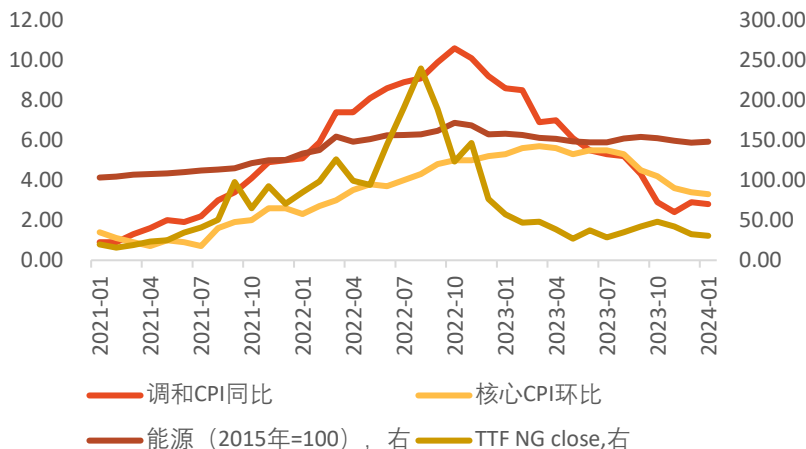
- 23年欧元区PMIQ2开始明显转弱，Q4后开始逐步企稳，最新24年1月PMI制造业和综合指数分别为44.6、47.9，环比分别+0.2、+0.3，但仍处荣枯线之下。
- 23年由于天然气价格的回落欧元区能源CPI回落明显，但欧元区核心CPI下半年同比仍持续回落，最新24年1月环比再度转负录得-0.4%。欧元区CPI，24年1月同比2.80%，刚结束连续录得7个月回落后再度回落；环比转负录得-0.4%，刚结束连续录得3个月回落后再度回落。

图表28：欧元区PMI



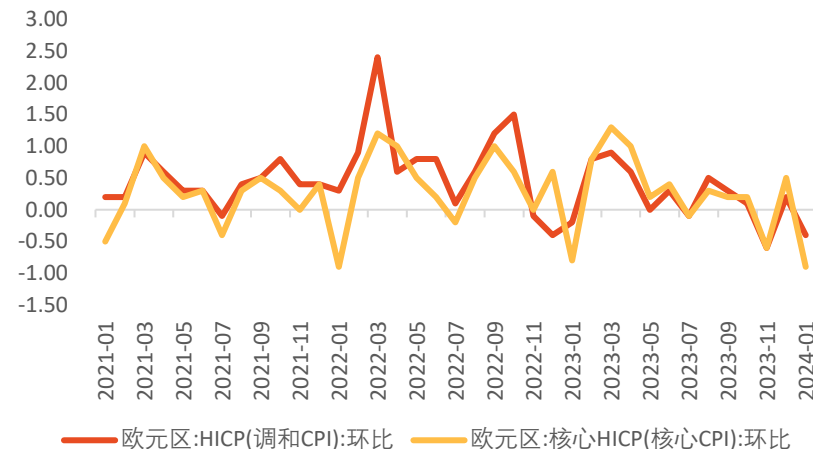
资料来源：wind，中邮证券研究所

图表29：欧元区CPI同比-%,欧元



资料来源：wind，英为财经，中邮证券研究所

图表30：欧元区CPI环比-%

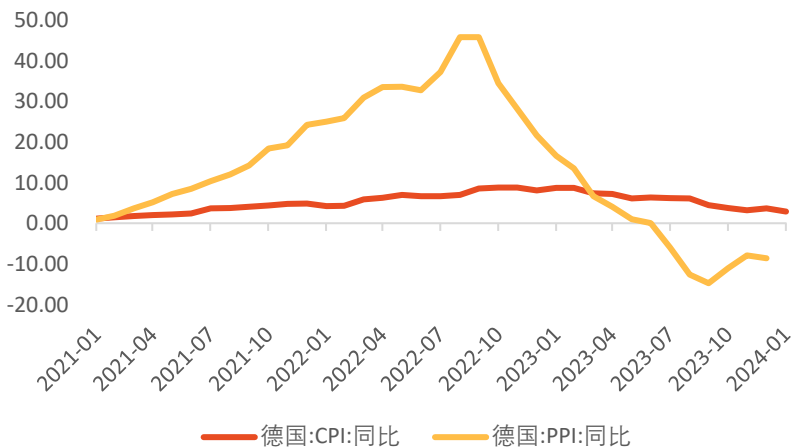


资料来源：wind，中邮证券研究所

欧洲仍不排除技术性衰退释放风险的可能

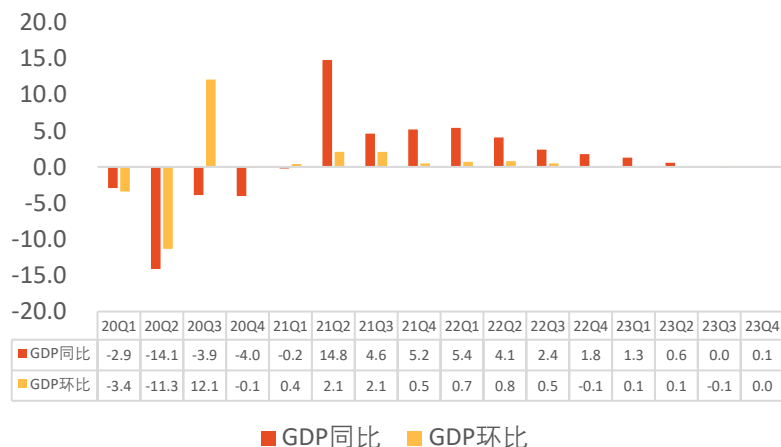
- 素以工业见长的德国23年来CPI整体呈现下滑趋势，12月PPI跌幅有所收窄后再度放大，已录得连续6个月负增长。欧洲经济难言乐观，Q4经济虽略有好转，但仍然无法排除技术性衰退可能。
- 23年9月20日以来，经过去年7月以来连续十次的加息，基准利率已经达到了过去十年的最高水平，目前欧元区基准利率、边际贷款便利利率、存款便利利率分别达到4.50%、4.75%和4.00%。目前欧元区1月CPI录得2.8%，仍略高于欧洲央行设定的2%的目标。结合美联储，预计欧洲进一步加息概率不大，不过在2024年早期降息难度依旧较大，高利率或将维持进而对经济形成进一步压力。

图表31：德国CPI、PPI-%



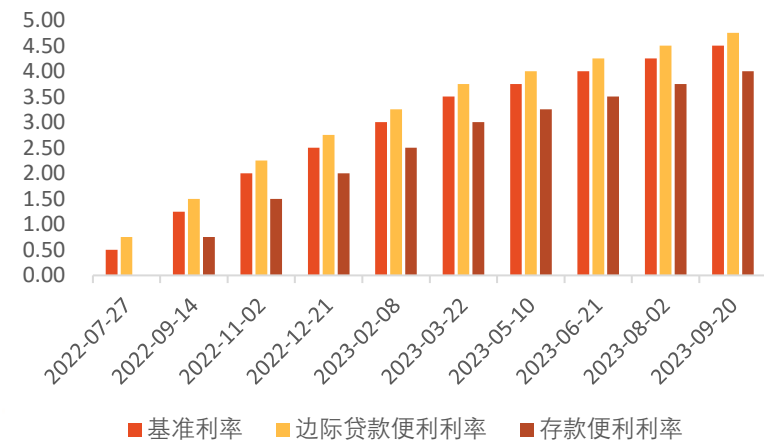
资料来源：wind，中邮证券研究所

图表32：欧元区GDP季调-%



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表33：欧元区三大利率-%



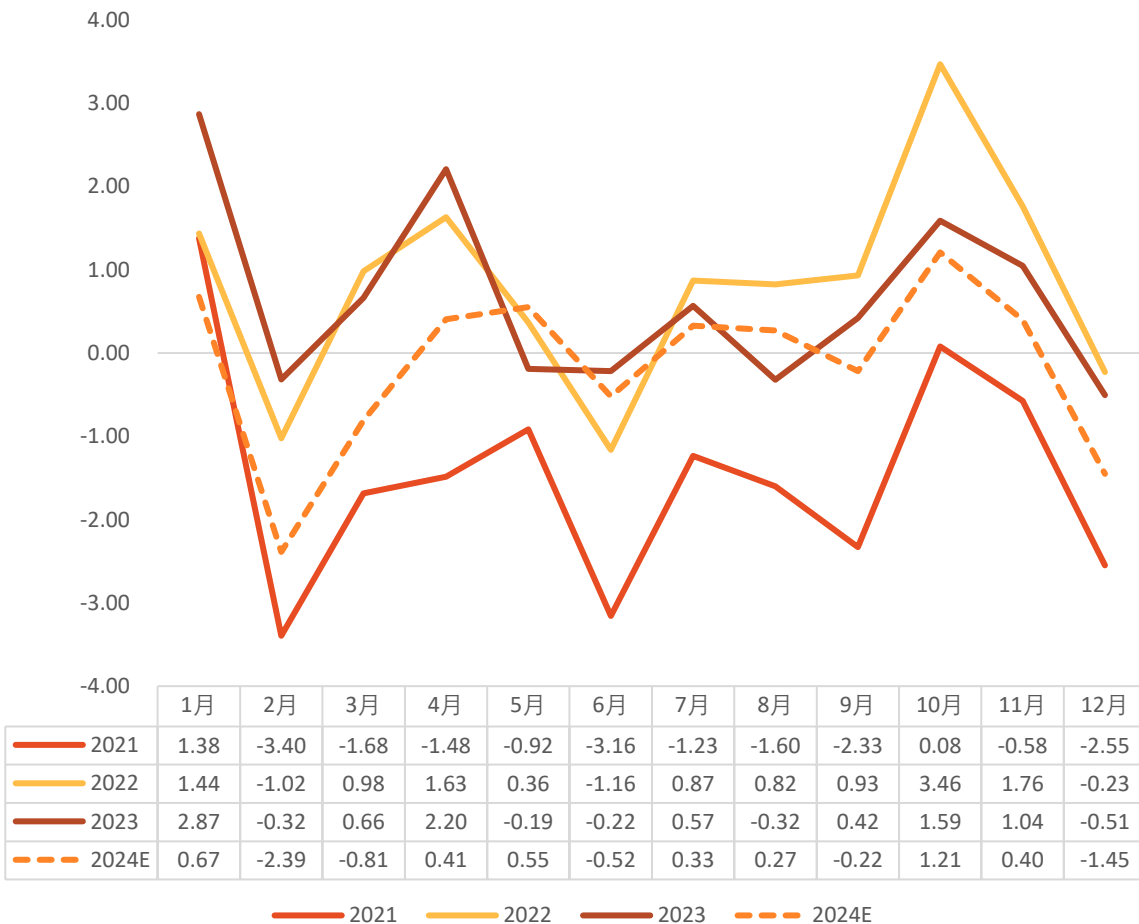
资料来源：wind，中邮证券研究所

3

24年供需平衡表展望

- ◆ 整体供需平衡或好于23年
- ◆ 上半年若库存去化可能需要依赖于OPEC+的减产
- ◆ 下半年若库存去化可能更需要依赖于需求的见底反弹

图表34: EIA库存平衡-百万桶/天



资料来源: EIA, 中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

- 根据EIA推演, 预计24年全年库存压力略小于23年。不过上半年的库存去化主要依赖于OPEC+的减产政策。沙特已表示, 如果需要, OPEC+石油减产协议“绝对”可能延长至2024年一季度之后。而下半年的库存去化可能更依赖于需求的见底反弹, 从OPEC给出的需求预测也可以看出对全球24H2的需求给出了更乐观的预期。

图表35: OPEC需求预测-百万桶/天

World oil demand and supply balance	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024
World demand								
Americas	24.28	24.79	24.99	24.65	25.35	25.56	25.09	25.17
of which US	20.03	20.16	20.27	20.06	20.64	20.64	20.29	20.41
Europe	13.19	13.51	13.42	13.16	13.60	13.69	13.43	13.47
Asia Pacific	7.34	7.38	7.37	7.84	6.97	7.09	7.65	7.39
Total OECD	44.81	45.68	45.77	45.64	45.93	46.34	46.17	46.02
China	15.10	14.95	16.15	16.13	16.77	17.09	17.14	16.78
India	4.77	5.14	5.34	5.63	5.64	5.40	5.59	5.56
Other Asia	8.67	9.07	9.28	9.61	9.74	9.49	9.51	9.59
Latin America	6.25	6.44	6.68	6.79	6.88	6.97	6.84	6.87
Middle East	7.79	8.30	8.63	8.91	8.76	9.38	9.00	9.01
Africa	4.22	4.40	4.46	4.65	4.37	4.39	4.82	4.56
Russia	3.62	3.75	3.84	3.89	3.80	3.99	4.08	3.94
Other Eurasia	1.21	1.15	1.17	1.27	1.24	1.08	1.28	1.22
Other Europe	0.75	0.77	0.79	0.81	0.78	0.77	0.84	0.80
Total Non-OECD	52.38	53.98	56.35	57.68	57.99	58.55	59.11	58.34
(a) Total world demand	97.19	99.66	102.11	103.32	103.92	104.89	105.29	104.36
<i>Y-o-y change</i>	<i>5.94</i>	<i>2.46</i>	<i>2.46</i>	<i>2.03</i>	<i>2.17</i>	<i>2.68</i>	<i>2.10</i>	<i>2.25</i>

资料来源: OPEC, 中邮证券研究所

标的

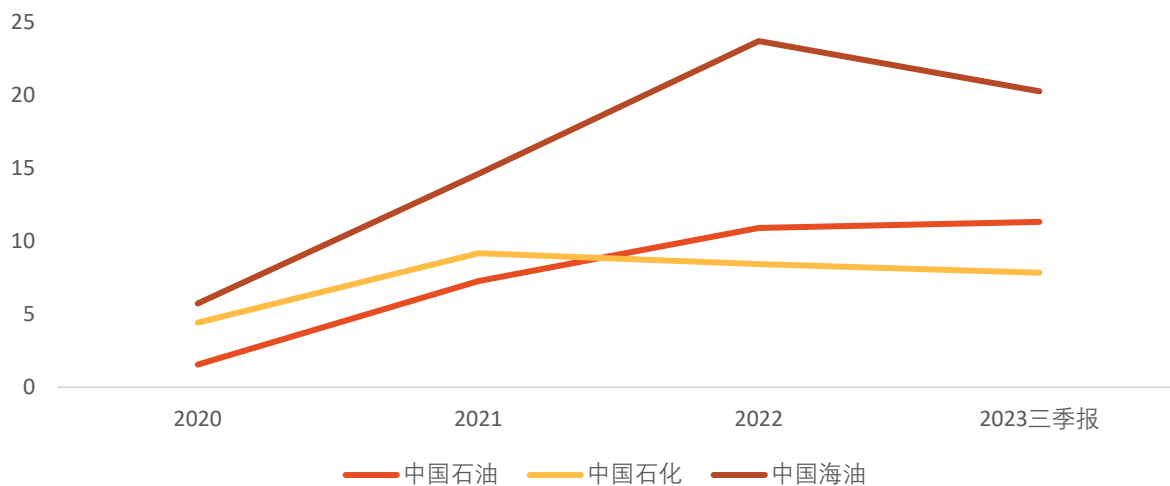
- 1 | **油企：靴子落地后，建议关注上游标的**
- 2 | **炼化：油价低位企稳后，大炼化或迎困境反转，推荐荣盛石化**
- 3 | **长丝：库存下行叠加复苏预期，推荐新凤鸣**

靴子落地后，建议关注中国海油和中曼石油

■ 中国海油

- 盈利能力来看，ROE TTM来看，中国海油表现出更好的盈利能力，但是由于产品中油气销售占比更高，故公司ROE和油价相关性更高。
- 资本开支和分红此消彼长，中国海油综合性价比更高。
- 未来看点：“中特估”下对估值的修复。油价和产销量情况（根据公司公告，2024年资本支出预算总额为人民币1250-1350亿元，较2023年的资本支出预算的1000-1100亿元有显著抬升，助推增储上产再上新台阶。预计2024年净产量（包括公司享有的按权益法核算的被投资实体的权益）目标为700-720百万桶油当量，而2025年和2026年，公司的净产量目标分别为780-800百万桶油当量和810-830百万桶油当量，而公司2023年的净产量预计达到约675百万桶油当量。）

图表36：净资产收益率TTM-%



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表37：年报资本支出增速-股息率



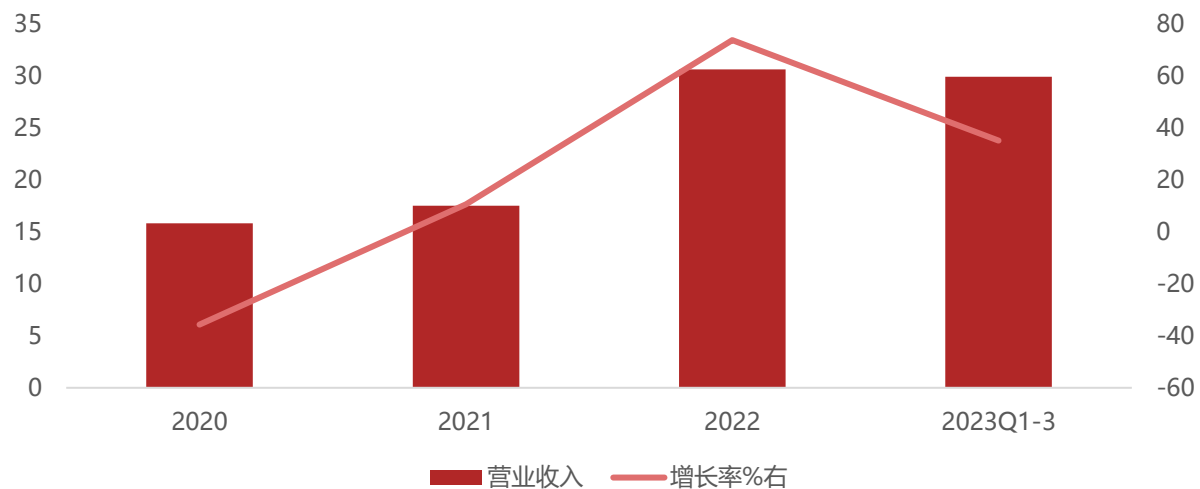
资料来源：wind，中邮证券研究所

靴子落地后，建议关注中国海油和中曼石油

■ 中曼石油

- **业务介绍：**公司现已成功向资源型企业战略转型，三大业务板块涵盖勘探开发、工程服务、石油装备制造，均处于石油产业链上游。
- **公司油田勘探开发业务突飞猛进，原油产量再创新高，钻井工程板块创效能力明显提升，装备制造科研项目成果不断，国际市场开拓已奠定强有力基础。**
- **产量：**2022年原油产量43.40万吨，同比增加155.29%；2023年前三季度，公司温宿项目累计产油量43.08万吨，比去年同期增加11.60万吨，同比增长36.85%。
- **未来看点：**关注海外坚戈、岸边油气田进展。

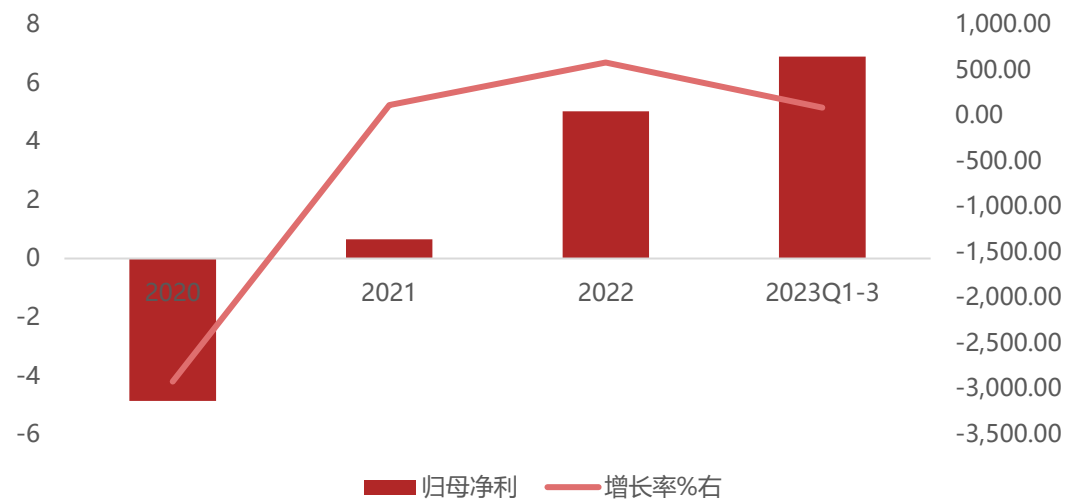
图表38：公司营收及同比增长（亿元）



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表39：公司归母净利润及同比增长（亿元）



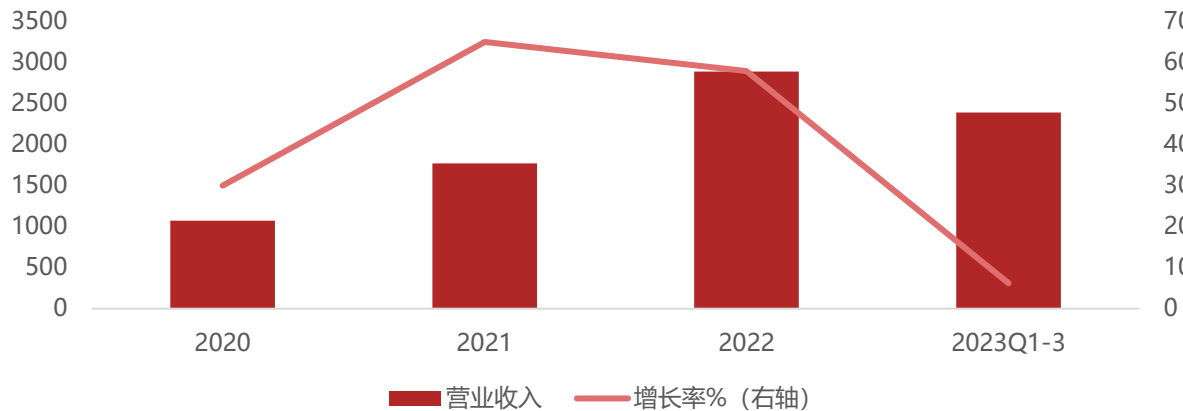
资料来源：wind，中邮证券研究所

油价触底后，大炼化或迎困境反转，推荐荣盛石化

- Q3业绩大幅好转，研发费用率明显增加，财务费用下降明显。公司发布2023年三季报，前三季度共实现营业收入2390亿元，同比增加6.19%；实现归母净利润1.08亿元，同比增加-98.03%。其中Q3单季，实现营业收入845亿元，同比增加9.07%；实现归母净利润12.34亿元，同比增加1367%，环比Q2增加262%。Q3销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为0.03%、0.23%、3.40%，分别环比增加-0.02%、-0.04%、1.00%。Q3财务费用减少约12亿元，主要源于人民币汇率贬值显著放缓。
- 油价上涨，工业品价格普涨，公司业绩开始改善。2023年上半年浙石化实现营业收入1208亿元，净利润-17.5亿元，主要因为原油价格波动对公司业绩影响较大，而根据Wind,22FY/23Q1/23Q2/23Q3英国原油布伦特现货均价分别为101/81/78/87美元/桶，伴随着Q3原油价格回落到正常中枢后的上涨、以及三季度工业品价格的普涨，公司整体业绩显著改善。此外，公司本期存货499.17亿元，较上期452.37亿元明显增加，资产减值从-0.65亿元扭转到0.07亿元。价差方面，根据百川盈孚，公司部分产品，如汽油、PX的行业利润，23Q1/23Q2/23Q3分别为715/864/720、133/1009/1209元/吨，吨利部分呈现修复态势，预计伴随国内进一步复苏，盈利能力仍有进一步修复空间。
- 项目陆续投产，纵向发展持续推进。2023年上半年，浙石化年产40万吨ABS装置、年产6万吨溶聚丁苯橡胶装置、年产10万吨顺丁稀土橡胶/共线年产7万吨镍系顺丁橡胶装置以及永盛科技年产25万吨功能性聚酯薄膜扩建项目成功投产。而10月以来，公司舟山绿色石化基地投资建设的30万吨/年醋酸乙烯装置，目前已顺利产出合格产品。这些新装置的投入运行不仅能提高产业链延伸推动公司产品降本增效，也有助于推动公司高质量发展。

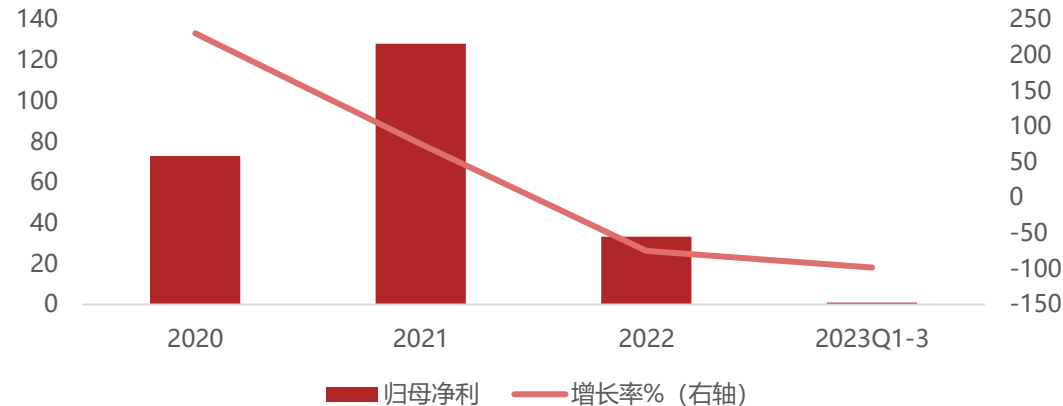
油价触底后，大炼化或迎困境反转，推荐荣盛石化

图表40：公司营收及同比增长-亿元



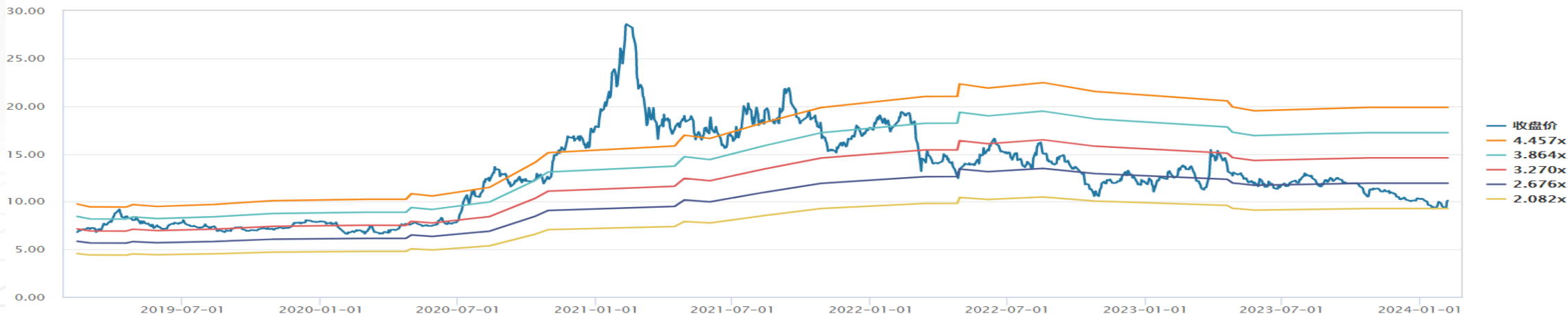
资料来源：wind，中邮证券研究所

图表41：公司归母净利润及同比增长-亿元



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表42：PB band



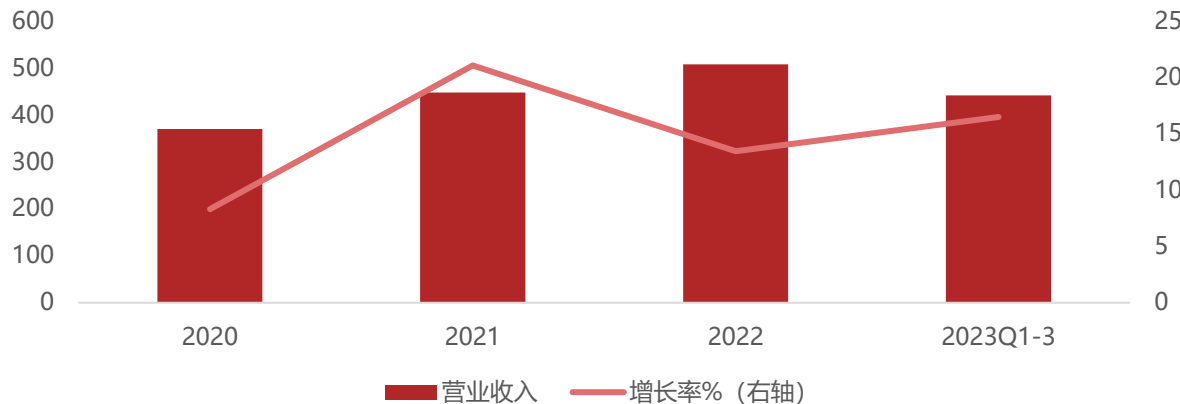
资料来源：wind，中邮证券研究所

长丝库存下行叠加复苏预期，推荐新凤鸣

- Q3业绩大幅好转，研发费用率有所增加。公司发布2023年三季报，前三季度共实现营业收入442亿元，同比增加16.49%；实现归母净利润8.87亿元，同比增加212.19%。其中Q3单季，实现营业收入160亿元，同比增加12.57%；实现归母净利润4.07亿元，同比扭亏，环比Q2增加40.60%。Q3销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为0.2%、1.2%、2.3%，分别环比增加0.0%、0.2%、0.4%。
- Q3销量大稳小动，短纤、PTA销量明显提升。Q3公司POY/FDY/DTY/短纤/PTA销量分别为116.31/36.19/18.99/33.06/12.47万吨，环比分别增加-9.65/-0.37/-0.81/3.71/2.52万吨。
- 行业长丝库存年内低位，盈利能力持续改善。公司目前存量长丝产能700万吨。根据百川盈孚，熔体直纺法行业季度平均利润23Q1/23Q2/23Q3分别为-140、-172、-69元/吨；涤纶长丝厂库样本库存9月末298万吨，比6月末下降31%，处于年内低位。行业冰点已过，未来伴随国内经济复苏，吨利还有进一步修复空间。
- 炼化项目提供远端成长性。2023年6月26日，公司发布公告，启动1600万吨/年印尼北加炼化一体化项目，该项目以泰昆石化作为投资主体，其中新凤鸣持股44.1%，桐昆股份持股45.9%，上海青翎股权占比10%。项目建成后，预计年营收104亿美元，税后利润13.2亿美元。一体化布局后，公司打开未来成长空间。

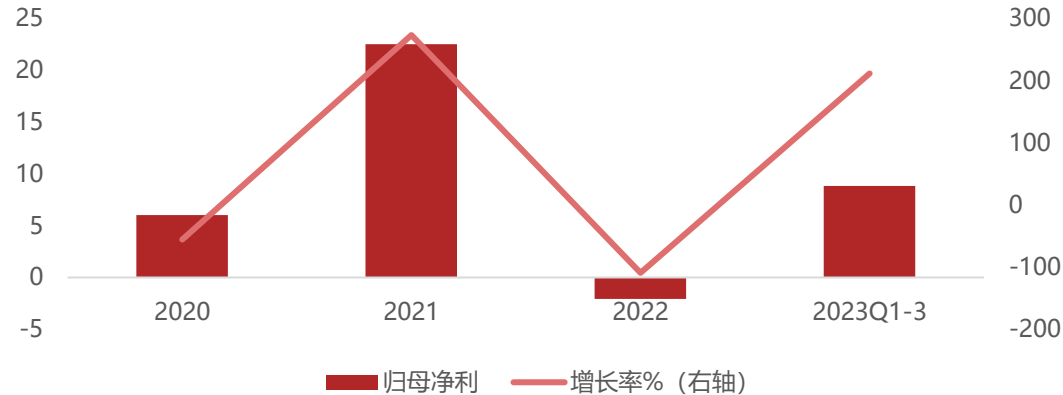
长丝库存下行叠加复苏预期，推荐新凤鸣

图表43：公司营收及同比增长-亿元



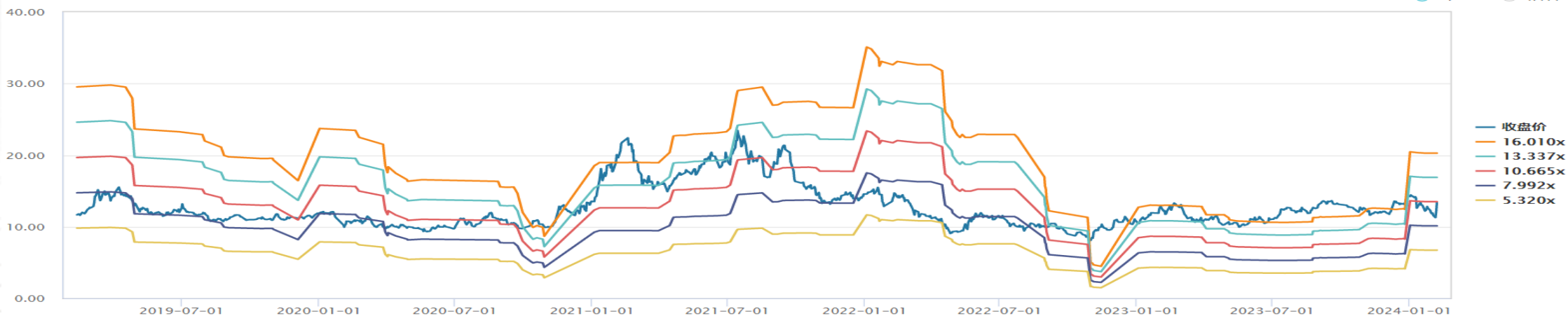
资料来源：wind，中邮证券研究所

图表44：公司归母净利润及同比增长-亿元



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表45：PE band



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

- 油价剧烈波动
- 欧美通胀反复
- 欧美经济超预期下滑
- 行业政策变化
- 项目投产不及预期
- 需求不及预期
- 其他等

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中邮证券

CHINA POST SECURITIES