

石油石化

供需两端皆发力，周期复苏正当时

炼油资本开支回落，全球炼能投产即将放缓

中国炼油行业投资增速自2022年9月份转负之后，已连续16个月负增长，本轮负增长持续时间和强度已明显超过2015-2016年的去产能阶段；2022年石油及其它燃料加工业固定资产投资增速同比-10.7%，2023年仅为-18.9%。全球新增炼能在2024年之后有望放缓；RBN预计2025-2028年全球合计净新增产能仅为130万桶/天，供给端趋势改善。

海内外复苏共振，需求有望延续高增长

2023年中国石化行业有效复苏：原油加工量同比+9%；汽柴油消费量同比+12%/13%；主要化学品增长由负转正，其中芳烃/化纤产业链需求增速较高，PX-PTA-长丝实现20%左右的消费增速；PP/PE亦有4%-8%的消费增长。

2024年随着全球主要区域的制造业PMI指数处于回升区间，且中美均处于库存周期底部，补库需求有望带来出口和内需的进一步好转，2024年有望延续复苏势头。

调油旺季叠加炼厂检修高峰，二季度业绩弹性可期

美国汽油消费存在季节性规律，二三季度是美国汽油消费的传统旺季，裂解价差及调油料的进口多处于高位；当前美国逐步进入消费旺季，汽油库存偏低，调油组分需求高位，有望拉动亚洲芳烃调油和出口需求，进而抬升全球成品油和芳烃的盈利中枢。

国内炼厂二季度逐步进入检修高峰期，东北亚地区乙烯检修同样处于高位，且从乙烯新产能来看，虽有多套装置投产计划，但多集中在年底，q1-q3预计落地产能有限。

投资建议

1、业绩底部反转+高分红标的：推荐恒力石化

2023年公司实现归母净利润69亿，同比+198%，在周期底部实现大幅盈利，展现出良好的抗周期波动性；分红比例超预期，高达56%，股息率约4%，考虑到公司从2024年下半年开始，将基本结束本轮投资建设与资本开支的高峰期，而石化行业处于复苏期，随着常态化利润的提升+近百亿的折旧或将为公司带来充沛的现金流，公司的分红潜力仍有望持续提升；

2、业绩相对底部反转，顺周期复苏标的：推荐荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化；

3、差异化烯烃路线：受益于油价上涨，煤/油、气/油比价下降，推荐宝丰能源，卫星化学。

风险提示：原料价格大幅波动风险；行业竞争加剧风险；需求不及预期风险；出口政策限制风险

证券研究报告

2024年04月13日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

张樾樾 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120003
zhangxixi@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《石油石化-行业深度研究:美国天然气出口或将进入增长期，如何展望气价?》2024-03-14
- 《石油石化-行业专题研究:美国天然气产量增长，卫星化学有望维持成本优势》2023-12-27
- 《石油石化-行业专题研究:美国 LNG 项目进度受阻，美国天然气供需或持续宽松》2023-11-15

内容目录

1. 资本开支回落+税收规范化，炼油行业供给侧逐步改善.....	3
2. 海内外复苏共振，需求有望延续高增长.....	4
3. 调油旺季叠加炼厂检修高峰，二季度业绩弹性可期.....	6
4. 投资建议.....	7

图表目录

图 1：中国固定资产投资增速-石油及其它燃料加工业：累计值，%.....	3
图 2：中国炼油能力：万吨.....	3
图 3：全球炼能变化趋势：百万桶/天.....	4
图 4：原油加工量：万吨.....	4
图 5：炼厂开工率：%.....	4
图 6：主要化工产品表观消费量：同比增速，%.....	5
图 7：全球制造业 PMI：%.....	6
图 8：中美库存周期：%.....	6
图 9：美国成品油裂解价差：美元/桶.....	6
图 10：美国调油组分进口季节性规律：周度，千桶/天.....	6
图 11：炼厂检修损失量：年化，万吨.....	7
图 12：2024 年东北亚乙烯检修损失量：月度，万吨.....	7

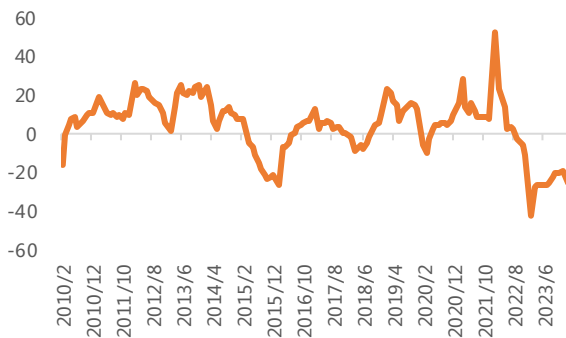
1. 资本开支回落+税收规范化，炼油行业供给侧逐步改善

中国炼油资本开支连续回落：中国炼油行业在经历 2019-2022H1 的较高强度的资本开支之后，炼油行业投资增速出现放缓，根据国家统计局数据，石油及其它燃料加工业固定资产投资增速自 2022 年 9 月份转负之后，已连续 16 个月负增长（累计值），本轮负增长持续时间和强度已明显超过 2015-2016 年的去产能阶段；2022 年石油及其它燃料加工业固定资产投资增速同比-10.7%，2023 年仅为-18.9%，2024 年初，该趋势仍在延续，2 月份同比-25.3%。

中国炼油产能在经过 2019-2021 年的高速增长之后，已达到 9.8 亿吨，近两年趋于稳定，主要原因在于虽有新炼厂投产，但部分独立炼厂落后产能的退出抵消了炼能的增长，2021-2023 年，根据隆众资讯数据，中国总体炼能基本维持在 9.8 亿吨左右，其中主营炼厂产能由 5.8 亿吨增加到 6.0 亿吨，独立炼厂产能由 4 亿吨下降至 3.8 亿吨。

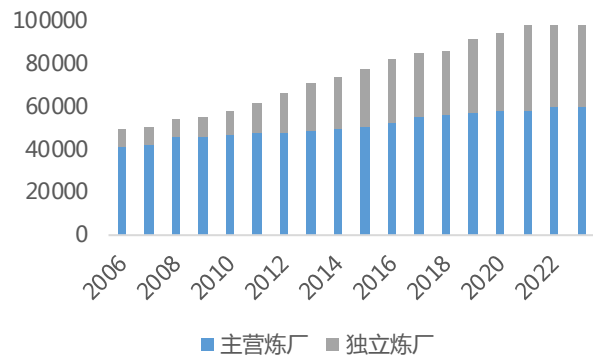
国内炼厂产能利用率不断提升，2019-2022 年平均为 71%，2023 年上升至 75%。

图 1：中国固定资产投资增速-石油及其它燃料加工业：累计值，%



资料来源：wind，天风证券研究所

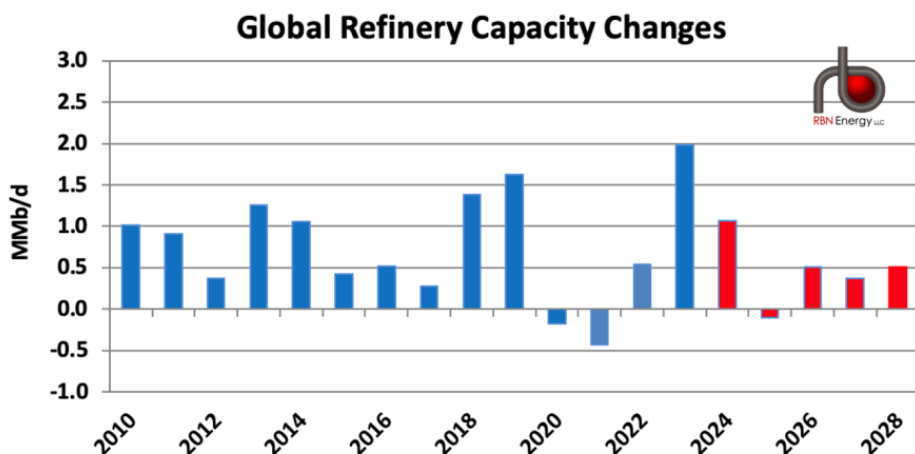
图 2：中国炼油能力：万吨



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

2024 年之后全球新增炼能放缓：受 ESG 和疫情等多种因素影响，2020-2021 年，欧美部分炼厂退出，全球炼油能力一度收缩，需求复苏后海外成品油出现短缺，盈利高位；2023-2024 年，随着尼日利亚、墨西哥等多个大型炼厂投产，根据 RBN 数据，全球新增炼能超过 300 万桶/天，在一定程度上缓解了成品油短缺的情况，但进入 2025 年之后，全球炼油增速再度放缓，RBN 预计 2025-2028 年全球合计净新增产能仅为 130 万桶/天，供给端趋势改善。

图 3：全球炼能变化趋势：百万桶/天



资料来源：RBN，天风证券研究所

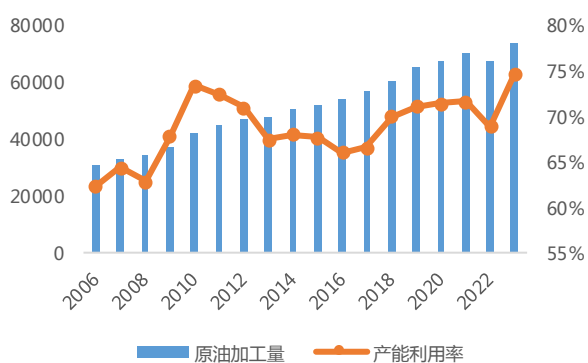
成品油消费税规范化提升，地炼产量压减：长期以来，我国成品油行业存在通过变更应税产品名目等方式偷逃消费税现象，严重扰乱市场秩序，对此国家多次出台政策规范成品油市场、扩大成品油消费税征收范围：

自 2021 年以来，多部委联合开展了一系列市场整顿行动，包括核查原油配额、征收调和原料消费税、加强税收监管、加大环保督查力度；2022 年，为引导石油行业规范、健康发展，开展了新一轮成品油市场整顿行动，主要针对地方炼厂非税成品油资源。

此举对规范成品油市场，向有序化、规范化、公平化转变发挥了重要作用：1、地方炼厂表外资源量大幅减少，2022 年地方炼厂表外汽柴油资源量同比大幅减少 57.4%；2、调和汽柴油基本退出市场，2022 年调和汽柴油资源量为 82 万吨，同比下降 94.6%。

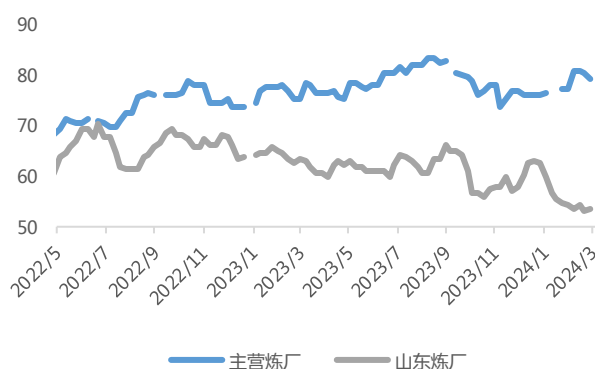
山东炼厂的开工率中枢下滑，2023 年 Q1 平均产能利用率为 64%，2024 年 Q1 下滑至 57%。

图 4：原油加工量：万吨



资料来源：隆众资讯，wind，天风证券研究所

图 5：炼厂开工率：%



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

2. 海内外复苏共振，需求有望延续高增长

2023 年中国化工品消费有效复苏

2023 年随着国内经济和石化行业的企稳复苏，行业生产较快恢复，重点产品表观消费量增长明显：

原油加工量创新高：在 2022 年首次下降后，2023 年国内原油加工量达到 7.35 亿吨，同比增速 9%。

成品油消费大幅增长：2023 年，汽柴油消费量同比+12%/13%，其中汽油 2022-2023 两年平均增速约 3.4%；柴油 2022 年增速异常高企，除了需求的实际变化之外，国内成品油税控监管力度不断加强，资源流通统计日益完善是导致柴油增速高的重要原因。

2023 年主要化学品增长由负转正，但出现分化：其中芳烃/化纤产业链需求增速较高，PX-PTA-长丝实现 20%左右的消费增速，纯苯亦有 19%的增长；PP/PE 需求平稳增长，不同细分产品的表需增速在 4%-8%左右；地产链产品需求虽有复苏，但强度较弱，PVC/沥青 2022-2023 年两年平均增速仍为负值。

从 2024 年前两个月的数据来看，主要成品油及化工品的增速仍维持较高水平（有低基数原因），我们认为复苏势头有望延续。

图 6：主要化工产品表观消费量：同比增速，%

	2024/2/1	2024/1/1	2023/12/1	2023/11/1	2023/10/1	2023	2022	2021	2020
原油	8.37%	1.94%	0.41%	-4.19%	10.97%	8.71%	-3.93%	4.32%	3.44%
天然气	25.05%	23.93%	9.84%	5.50%	8.22%	7.09%	-1.27%	13.36%	6.63%
甲醇	17.62%	16.90%	12.50%	19.37%	12.01%	5.91%	3.67%	3.23%	2.72%
汽油	30.57%	4.09%	25.48%	16.00%	16.76%	12.27%	-5.40%	20.82%	-7.17%
柴油	6.21%	11.65%	7.65%	-2.03%	-0.70%	12.93%	23.38%	4.93%	-4.72%
纯碱	33.81%	13.67%	24.97%	18.80%	38.90%	41.49%	-5.69%	7.36%	-1.66%
PVC	10.05%	7.55%	9.52%	11.71%	4.28%	2.32%	-2.83%	-1.90%	5.20%
沥青	-8.59%	22.41%	-6.68%	8.16%	2.05%	14.06%	-29.23%	-16.50%	24.13%
PX	20.67%	28.75%	33.19%	20.40%	25.95%	19.39%	-0.86%	3.98%	16.77%
PTA	28.09%	32.88%	42.25%	16.94%	10.93%	18.14%	-0.43%	4.14%	9.14%
MEG	23.66%	31.20%	18.69%	25.73%	16.55%	11.13%	0.71%	5.22%	10.32%
短纤原生	0.79%	31.37%	19.96%	18.91%	19.46%	8.24%	-4.95%	-1.90%	0.00%
涤纶长丝	13.65%	59.58%	78.24%	45.95%	27.10%	21.33%	-4.58%	8.48%	4.72%
HDPE	2.63%	7.66%	21.09%	8.30%	8.71%	6.77%	0.59%	-7.61%	17.03%
LDPE	-0.14%	9.30%	4.85%	-0.10%	4.11%	3.80%	1.02%	-6.47%	0.70%
LLDPE	4.77%	5.30%	3.33%	3.83%	9.30%	8.09%	3.62%	5.75%	12.77%
PP	-1.68%	12.81%	1.51%	1.71%	5.64%	6.54%	7.34%	-2.28%	17.28%
纯苯	18.92%	15.96%	22.56%	9.66%	21.80%	18.89%	7.91%	18.91%	14.95%
苯乙烯	4.05%	7.23%	7.37%	10.13%	12.21%	12.66%	3.83%	6.24%	8.39%
硬胶	-21.30%	25.31%	0.08%	-11.17%	-2.73%	1.19%	-1.73%	3.66%	5.68%
烧碱	17.67%	5.41%	14.87%	10.52%	7.81%	5.51%	-6.03%	10.17%	5.21%

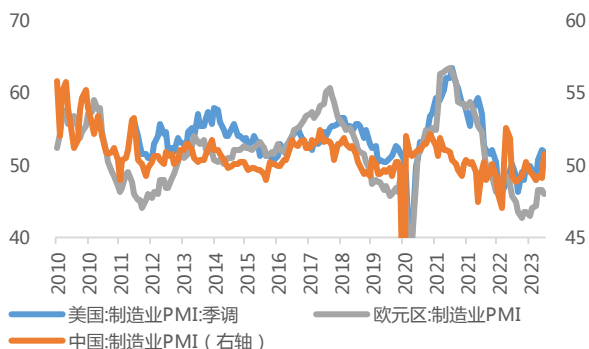
资料来源：wind，隆众资讯，CCF，天风证券研究所

海内外需求有望共振

全球主要区域的制造业 PMI 指数处于回升区间：据中国物流与采购联合会发布，2024 年 3 月份全球制造业 PMI 为 50.3%，较上月上升 1.2 个百分点，结束了连续 17 个月 50% 以下的运行走势，重回 50% 以上的扩张区间。分区域看，中国制造业 PMI 升至 50.8%，结束了过去几个月的低位，美国制造业 PMI 51.9% 处于较好水平，欧洲制造业 PMI 46.1%，恢复力度略显偏弱。

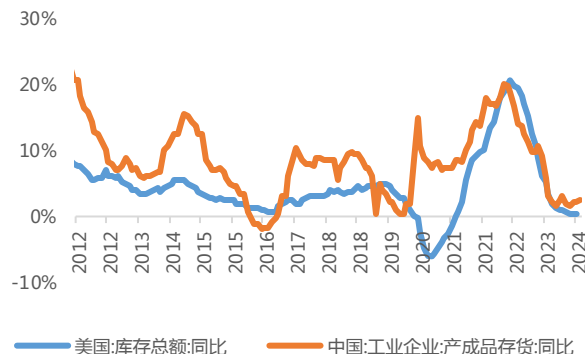
海内外有望进入补库周期：中美库存同比增速当前均处于历史较低位置，截至 2 月份，中国产成品存货同比+2%，1 月份，美国+0%；今年在美国经济开始补库存的带动下，中国出口将继续受益，国内补库周期也有望启动，内需有望持续维持较好水平。

图 7：全球制造业 PMI：%



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：中美库存周期：%



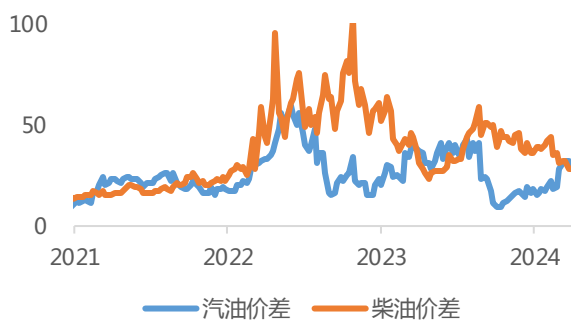
资料来源：wind，天风证券研究所

3. 调油旺季叠加炼厂检修高峰，二季度业绩弹性可期

美国逐渐进入汽油需求旺季：美国汽油需求存在明显的季节性，3-8 月份是出行旺季，汽油消费量基本处于年内高位，导致裂解价差也多保持在较高水平；同时美国调油需求也是影响芳烃价格的重要因素。

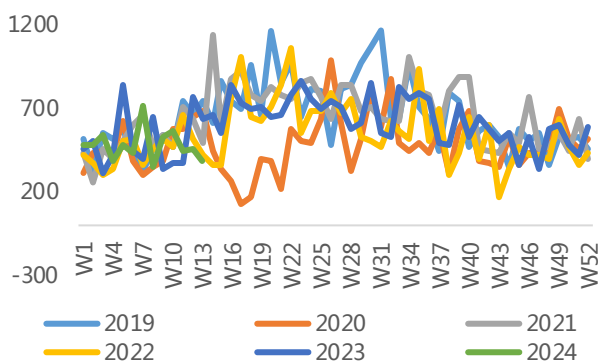
随着美国汽油进入消费旺季，当前汽油库存偏低，高辛烷值调油组分需求维持高位，有望拉动亚洲芳烃调油和出口需求，进而抬升全球成品油和芳烃的盈利中枢，截至 4 月初，美国汽油裂解价差已回升至 31 美金/桶。通过下图可以看到，美国调油组分进口量与汽油消费淡旺季规律同步，Q2-Q3 调油组分进口处于高位。

图 9：美国成品油裂解价差：美元/桶



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：美国调油组分进口季节性规律：周度，千桶/天



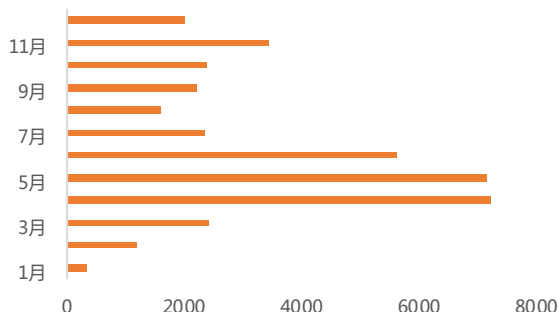
资料来源：EIA，天风证券研究所

国内二季度检修偏多，有望对市场形成支撑：国内炼厂逐步进入检修高峰期，根据隆众资讯数据统计，主营和地方炼厂的检修多集中在 4-6 月份，影响产能在 7000 万吨/月左右，处于年内高位；

受此影响，东北亚乙烯检修在二季度同样处于高位，且从乙烯新产能来看，虽有多套装置投产计划，但多集中在年底投产，我们 q1-q3 预计落地产能有限，需求有望延续复苏，对烯烃市场形成底部支撑。

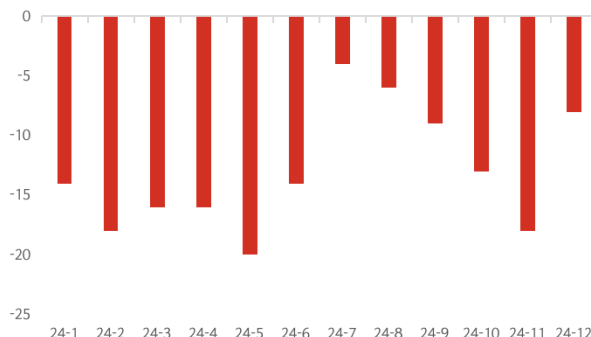
因此我们认为，二三季度受美国调油的支撑，同时叠加国内炼厂和乙烯装置集中检修，石化产品总体的供需格局有望改善，炼化业绩有望延续复苏。

图 11：炼厂检修损失量：年化，万吨



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

图 12：2024 年东北亚乙烯检修损失量：月度，万吨



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

4. 投资建议

1、业绩底部反转+高分红标的：推荐恒力石化

2023 年公司实现归母净利润 69 亿，同比+198%，在周期底部实现大幅盈利，展现出良好的抗周期波动性；分红比例高达 56%，股息率约 4%，考虑到公司从 2024 年下半年开始，将基本结束本轮投资建设与资本开支的高峰期，后续经营重心将更加突出精细化成本管控下的“优化运营、降低负债和强化分红”，而石化行业处于复苏期，随着常态化利润的提升+近百亿的折旧或将为公司带来充沛的现金流，公司的分红潜力仍有望持续提升；

2、业绩相对底部反转，顺周期复苏标的：推荐荣盛石化，东方盛虹，恒逸石化，炼化行业资本开支下滑，中长期竞争格局有望改善；二季度美国调油旺季支撑成品油及芳烃，国内炼厂检修高峰期，二季度有望充分受益；

3、差异化烯烃路线：推荐宝丰能源，卫星化学，二者分别为煤制烯烃、乙烷制乙烯路线龙头，随着油价上涨，煤/油、气/油比价下降，公司盈利能力有望提高

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/或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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/或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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com