

石油化工行业研究

买入（维持评级）

行业研究

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

chenlou@gjzq.com.cn

上游超预期，下游或修复

投资逻辑：

2024年原油价格或维持中高位持续震荡，在此情景下重点推荐两大投资主线：一是在原油价格持续维持中高位震荡情景下业绩确定性较强的高股息企业，二是伴随经济回暖业绩有望持续边际修复的民营炼化企业，且伴随行业龙头大量新能源新材料产品的持续投建，产品-原油价差拉阔有望持续带来业绩成长。

1、高股息的业绩稳健上游及炼油企业：2023年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2023年下半年以来，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，原油价格有所修复并维持中高位震荡，2024年初至今地缘局势持续紧张推动油价上升。在重点产油国产量边际增量有限、OPEC+持续减产以及美国页岩油产量增长无力的背景下，全球终端需求稳健且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。炼油板块受益于全球炼厂产能近年来大规模退出叠加终端出行需求的较快恢复，价差维持中高位。2023年成品油裂解价差持续维持中高位震荡，2023年全年柴油/汽油/航空煤油裂解价差均值分别为912元/1129元/2597元/吨，分别同比走阔2.53%/走阔81.77%/收窄0.66%。2024Q1柴油/汽油裂解价差均值分别为649.79元/1134.89元/2500.80元/吨，分别同比收窄40.77%/收窄4.02%/收窄17.31%，分别环比收窄22.35%/走阔29.66%/收窄23.37%。伴随国内成品油消费需求持续旺盛以及海外炼能的出清，成品油裂解价差有望得到修复，炼油业务存在向上空间。与此同时，PX-原油价差整体仍维持在中高价差水平，2023全年PX-原油价差达3204元/吨，同比走阔9.73%。2024Q1PX-原油价差持续维持较高水平，2024Q1PX-原油价差达3180.22元/吨，同比走阔3.23%，环比走阔3.79%，整体仍维持在中高价差水平。2023年PTA产品价格差长期在中低位震荡，2023Q4有所修复。2023PTA-PX价差均值为308.86元/吨，同比收窄24.74%。2024Q1PTA-PX价差均值为323.62元/吨，同比走阔1.75%，环比收窄1.38%。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。2023年全年更是在原油价格同比下降17.02%以及大比例缴纳矿业权出让收益的情况下，三桶油合计归母净利润仅下降3.38%，下降幅度远低于历史油价下跌年份，2024Q1在原油价格同比下降0.49%的情况下，三桶油合计归母净利润同比增加8.21%，业绩强劲。三桶油和恒力石化实施高股利支付率政策，2023年中海油/中石油/中石化/恒力石化全年现金分红分别为539亿元/805亿元/412亿元/38.72亿元，对应股利支付率分别为43.55%/49.97%/68.10%/56.07%，以2023年12月31日收盘价计算，中海油A股/中石油A股/中石化A股/恒力石化股息率分别为5.40%/6.23%/6.18%/4.17%，股东回报丰厚。

2、伴随经济恢复，中下游炼化板块业绩或持续边际修复：2023年烯烃类化工品处于磨底状态，2023年聚烯烃-原油价差均值3008元/吨，同比走阔7.12%。2024Q1聚烯烃-原油价差均2869.54元/吨，同比收窄10.11%，环比收窄0.47%。伴随化工品终端需求回暖，炼化业务存在较大修复空间。2023年涤纶长丝行业周期性回暖，涤纶长丝产品价格差维持稳健并持续修复。2023年全年POY/FDY/DTY产品价格差均值分别为1100元/1650元/2306元/吨，分别同比增加3.68%/7.79%/0.07%。2024年以来涤纶长丝价差水平维持稳定，2024Q1POY/FDY/DTY产品价格差均值分别为1007元/1581元/2170元/吨，分别环比减少1.55%/0.55%/2.19%。2024年涤纶长丝市场新投放产能有限，行业拐点临近，伴随终端消费需求回暖，行业供需边际明显改善，涤纶长丝产品价格差有望进一步修复。涤纶长丝下游织机开工率持续维持中高水平，2023全年下游织机开工率均值达57.18%，同比+11.92pct。2024年以来涤纶长丝下游消费需求良好修复，2024Q1下游织机开工率均值达到54.95%，同比+15.15pct，尤其为春节后下游织机开工率迅速回升，相较于2023年年初显著改善。与此同时，涤纶长丝产品持续去库，2023年POY/FDY/DTY库存分别为16.26天/26.16天/20.08天，同比减少12.24天/6.9天/10.92天。2024Q1POY/FDY/DTY库存水平均值分别为20天/20.5天/25天，分别环比增加4.67天/增加0.71天/减少1.33天，涤纶长丝产销情况好转，复苏态势有望延续，涤纶长丝业务存在较大上升空间。

投资建议

由于2024年原油价格预期维持中高位震荡，且伴随中国经济回暖相关需求有望逐步修复，我们持续给予石油石化板块“买入”评级。我们推荐1)具有上游油气资产业绩确定性较强且高股息的油气开采企业及炼油企业：中国石油、中国海油、中国石化、恒力石化；2)伴随经济回暖业绩出现景气上行的中下游炼化企业：荣盛石化、桐昆股份、新凤鸣。

风险提示

(1) 油气田投产进度不及预期；(2) 地缘政治扰乱全球原油市场；(3) 成品油价格放开风险；(4) 终端需求不景气风险；(5) 三方数据误差影响；(6) 汇率风险；(7) 其他不可抗力风险。

内容目录

1、上游及炼油企业业绩稳健高股息，中下游炼化景气修复强弹性	4
1.1 上游及炼油企业：油价中枢中高位震荡，业绩稳健高股息	4
1.2 中下游炼化板块：原油价格维持中高位震荡，公司业绩有望获显著弹性	15
2、风险提示	20

图表目录

图表 1： 2023 年至 2024Q1 各石油化工公司业绩（亿元）	4
图表 2： 石油开采板块营业收入及同比变化	5
图表 3： 石油开采板块营业收入及环比变化	5
图表 4： 中国石油营业收入及 YOY	5
图表 5： 中国石油营业收入及环比变化	5
图表 6： 中国海油营业收入及 YOY	5
图表 7： 中国海油营业收入及环比变化	5
图表 8： 中国石化营业收入及 YOY	6
图表 9： 中国石化营业收入及环比变化	6
图表 10： 恒力石化营业收入及 YOY	6
图表 11： 恒力石化营业收入及环比变化	6
图表 12： 石油开采板块净利润同比增速减缓	6
图表 13： 石油开采板块净利润环比增速显著修复	6
图表 14： 中国石油净利润及 YOY	6
图表 15： 中国石油净利润及环比变化	6
图表 16： 中国海油净利润及 YOY	7
图表 17： 中国海油净利润及环比变化	7
图表 18： 中国石化净利润及 YOY	7
图表 19： 中国石化净利润及环比变化	7
图表 20： 恒力石化净利润及 YOY	7
图表 21： 恒力石化净利润及环比变化	7
图表 22： 2023-2024Q1 布伦特原油期货结算价	8
图表 23： 布伦特原油价格同比增速与三桶油业绩同比增速对比	9
图表 24： OPEC 原油出口量（百万桶/天）	9
图表 25： 俄罗斯原油出口量（百万桶/天）	10
图表 26： 美国油井钻机数	10
图表 27： 美国油井钻机数-Permian	10

图表 28: 美国完井环节或存在产能瓶颈.....	10
图表 29: Midland 绝对化标准油井生产率.....	11
图表 30: Delaware 绝对化标准油井生产率.....	11
图表 31: 美国原油出口量 (百万桶/天)	11
图表 32: 全球原油消费需求逐步回暖.....	11
图表 33: 石油化工板块营业收入同比增速减缓.....	12
图表 34: 石油化工板块营业收入环比增速有所修复.....	12
图表 35: 石油化工板块归母净利润同比增速有所修复.....	12
图表 36: 石油化工板块归母净利润环比增速显著修复.....	12
图表 37: 柴油裂解价差持续修复.....	13
图表 38: 汽油裂解价差持续修复.....	13
图表 39: 航空煤油裂解价差持续修复.....	14
图表 40: PX-原油价差维持中高水平	14
图表 41: PTA-PX 价差 (元/吨).....	15
图表 42: 聚烯烃-原油价差 (元/吨).....	16
图表 43: POY-PTA 市场价差较为稳定.....	16
图表 44: FDY-PTA 市场价差较为稳定.....	17
图表 45: DTY-PTA 市场价差较为稳定.....	17
图表 46: 下游织机开工率恢复至较高水平.....	18
图表 47: 涤纶长丝 POY 行业库存 (天).....	18
图表 48: 涤纶长丝 FDY 行业库存 (天).....	19
图表 49: 涤纶长丝 DTY 行业库存.....	19
图表 50: 涤纶长丝行业开工负荷率恢复至较高水平.....	20

1、上游及炼油企业业绩稳健高股息，中下游炼化景气修复弹性

2023 年至 2024Q1 上游稳健型企业受益于大体量优质稀缺资产，公司各项业务持续稳健发展，虽然国际油价同比下降对公司业绩产生一定负面影响，但企业改革效果超预期，公司上下游一体化程度加深，抵御油价波动对业绩影响的能力加强，与此同时，公司现金流充沛，重视股东投资回报，持续维持高股息政策，相关标的：中国石油、中国海油、中国石化、恒力石化；与此同时，下游民营炼化企业历经 2022Q4 周期大底部后，2023 年至 2024Q1 业绩逐步扭亏为盈实现复苏，伴随产业链深加工的持续推进，公司未来成长确定性较强，相关标的：荣盛石化、桐昆股份、新凤鸣。

图表1：2023 年至 2024Q1 各石油化工公司业绩（亿元）

年度数据							
	营业收入			净利润			公司市值
	2022	2023	YOY	2022	2023	YOY	
中国石油	32391.67	30110.12	-7.0%	1493.75	1611.44	7.9%	18043.32
中国海油	4222.30	4166.09	-1.3%	1417.00	1238.43	-12.6%	9111.63
中国石化	33181.68	32122.15	-3.2%	663.02	604.63	-8.8%	7227.32
荣盛石化	2890.95	3251.12	12.5%	33.40	11.58	-65.3%	1135.07
恒力石化	2223.73	2348.66	5.6%	23.18	69.05	197.8%	1091.06
东方盛虹	638.22	1404.40	120.0%	5.48	7.17	30.8%	655.83
卫星化学	370.44	414.87	12.0%	30.62	47.89	56.4%	649.48
桐昆股份	619.93	826.40	33.3%	1.30	7.97	512.1%	332.01
上海石化	825.18	930.14	12.7%	-28.72	-14.06	51.1%	242.39
新凤鸣	507.87	614.69	21.0%	-2.05	10.86	629.7%	218.56
华锦股份	490.62	461.42	-6.0%	5.29	0.70	-86.7%	78.69
季度数据							
营业收入							
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	同比增速	环比变化
中国石油	7324.71	7474.00	8022.64	7288.77	8121.84	10.9%	11.4%
中国海油	977.11	943.53	1147.53	1097.92	1114.68	14.1%	1.5%
中国石化	7913.31	8023.51	8762.59	7422.74	7899.67	-0.2%	6.4%
荣盛石化	697.21	848.05	845.22	860.64	810.88	16.3%	-5.8%
恒力石化	561.54	533.03	637.05	617.04	584.12	4.0%	-5.3%
东方盛虹	295.34	363.65	377.43	367.97	367.39	24.4%	-0.2%
卫星化学	94.15	105.99	108.68	106.05	88.05	-6.5%	-17.0%
桐昆股份	159.13	209.84	248.45	208.98	211.11	32.7%	1.0%
上海石化	219.78	229.59	249.22	231.54	212.82	-3.2%	-8.1%
新凤鸣	125.09	156.73	160.17	172.69	144.52	15.5%	-16.3%
华锦股份	99.75	117.84	112.13	131.71	94.49	-5.3%	-28.3%
净利润							
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	同比增速	环比变化
中国石油	436.30	416.46	463.75	294.93	456.81	4.7%	54.9%
中国海油	321.13	316.48	338.84	261.98	397.19	23.7%	51.6%
中国石化	201.02	150.09	178.55	74.97	183.16	-8.9%	144.3%
荣盛石化	-14.68	3.41	12.34	10.51	5.52	137.6%	-47.4%
恒力石化	10.20	20.29	26.52	12.04	21.39	109.8%	77.7%
东方盛虹	7.17	9.63	7.98	-17.62	2.47	-65.6%	114.0%
卫星化学	7.07	11.36	15.51	13.96	10.23	44.6%	-26.7%
桐昆股份	-4.90	5.95	7.98	-1.07	5.80	218.3%	644.3%
上海石化	-1.63	-8.25	2.69	-6.86	0.84	151.5%	112.2%
新凤鸣	1.89	2.90	4.07	1.99	2.75	45.2%	38.0%
华锦股份	-4.98	-1.78	2.83	4.62	-5.01	-0.7%	208.4%

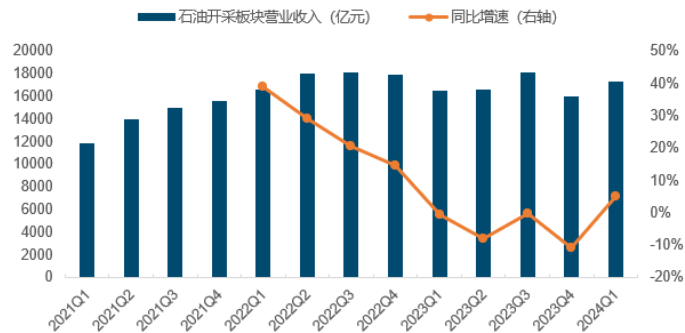
来源：各公司公告，国金证券研究所

1.1 上游及炼油企业：油价中枢中高位震荡，业绩稳健高股息

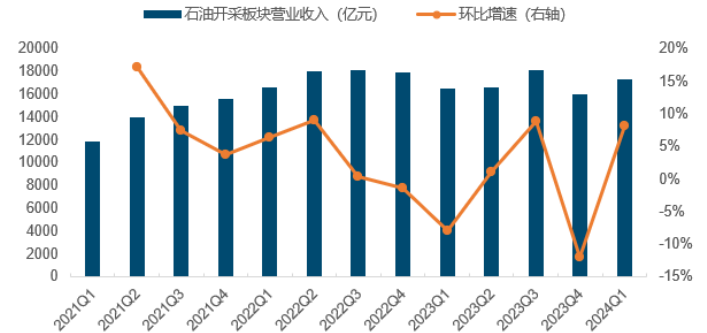
2022 年底至 2023 年初，由于供需基本面多空交错，原油价格持续震荡，3 月-5 月受 SVB 破产影响，金融风险带来悲观预期带动原油跌价，但伴随 OPEC+ 重点国家持续减产顶价、美国原油战略库存开始补库以及中国成品油需求持续复苏，2023 年下半年以来原油价格

有所修复并维持中高位震荡，2024年初至今地缘局势持续紧张推升油价上升，石油开采板块公司在业绩确定性较强，特别是央企改革效果远超预期，在大比例缴纳矿业权出让收益的情况下业绩持续强劲。

图表2：石油开采板块营业收入及同比变化



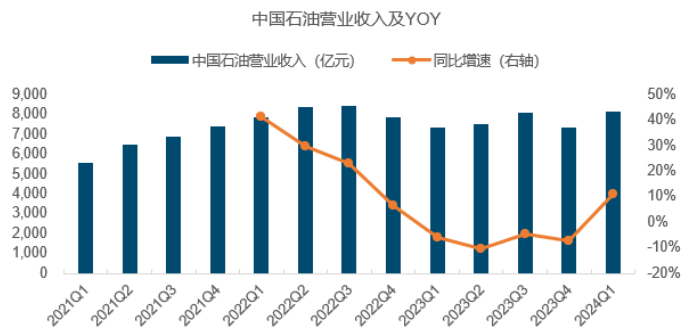
图表3：石油开采板块营业收入及环比变化



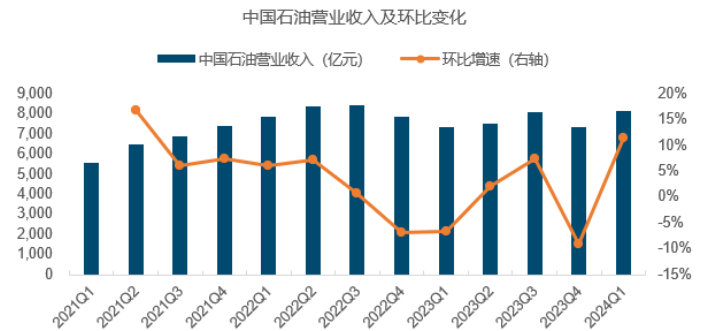
来源：中国石油、中国海油、中国石化公司公告，国金证券研究所

来源：中国石油、中国海油、中国石化公司公告，国金证券研究所

图表4：中国石油营业收入及 YOY



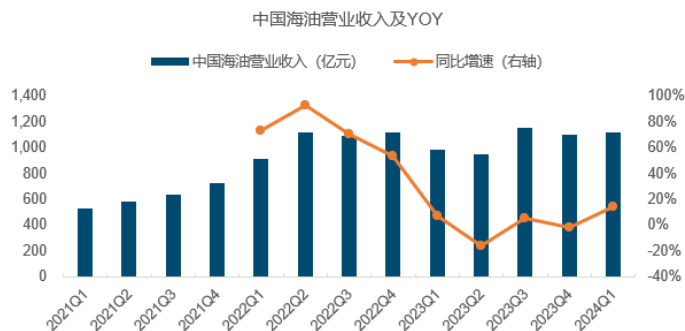
图表5：中国石油营业收入及环比变化



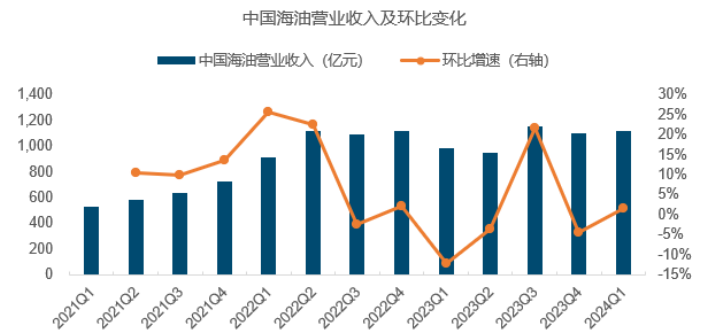
来源：中国石油公司公告，国金证券研究所

来源：中国石油公司公告，国金证券研究所

图表6：中国海油营业收入及 YOY



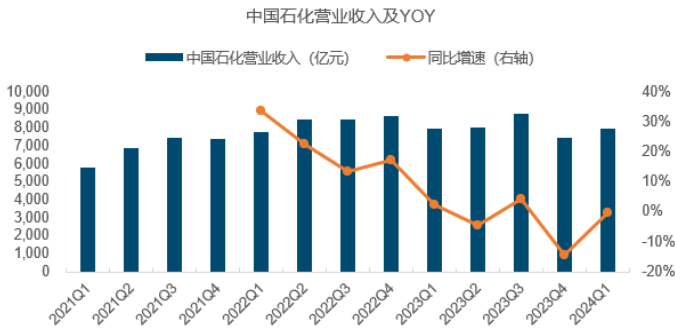
图表7：中国海油营业收入及环比变化



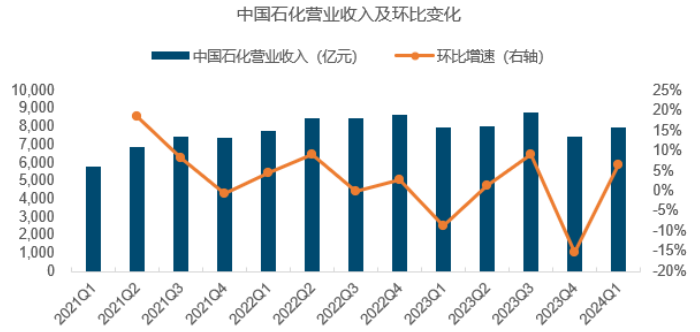
来源：中国海油公司公告，国金证券研究所

来源：中国海油公司公告，国金证券研究所

图表8: 中国石化营业收入及 YOY



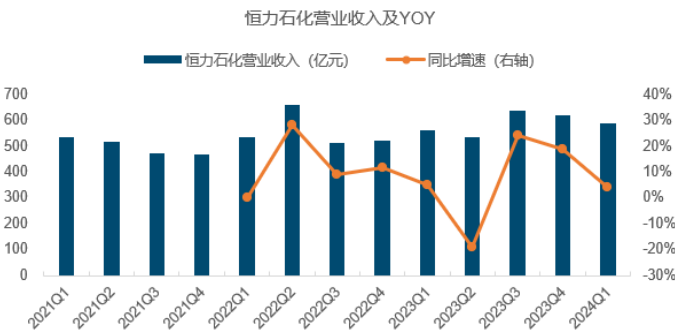
图表9: 中国石化营业收入及环比变化



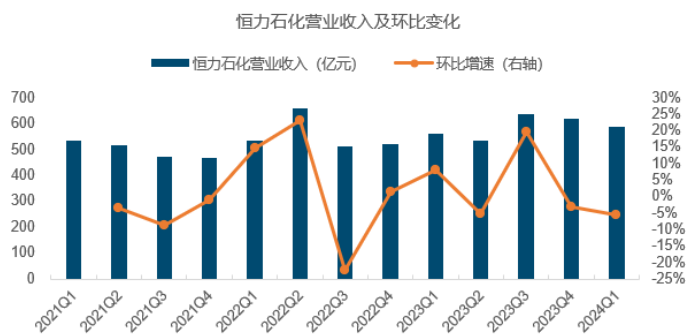
来源: 中国石化公司公告, 国金证券研究所

来源: 中国石化公司公告, 国金证券研究所

图表10: 恒力石化营业收入及 YOY



图表11: 恒力石化营业收入及环比变化



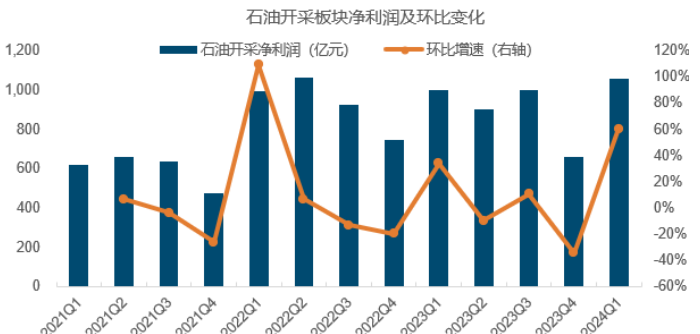
来源: 恒力石化公司公告, 国金证券研究所

来源: 恒力石化公司公告, 国金证券研究所

图表12: 石油开采板块净利润同比增速减缓



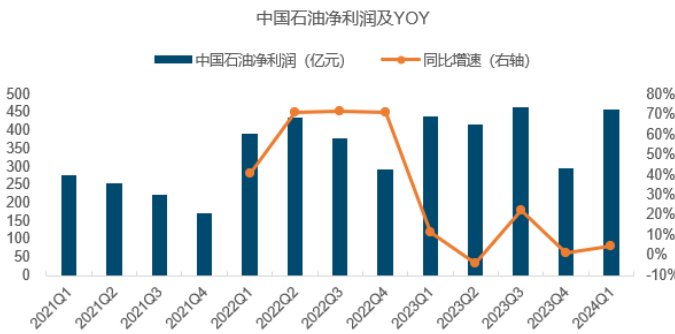
图表13: 石油开采板块净利润环比增速显著修复



来源: 中国石油、中国海油、中国石化公司公告, 国金证券研究所

来源: 中国石油、中国海油、中国石化公司公告, 国金证券研究所

图表14: 中国石油净利润及 YOY



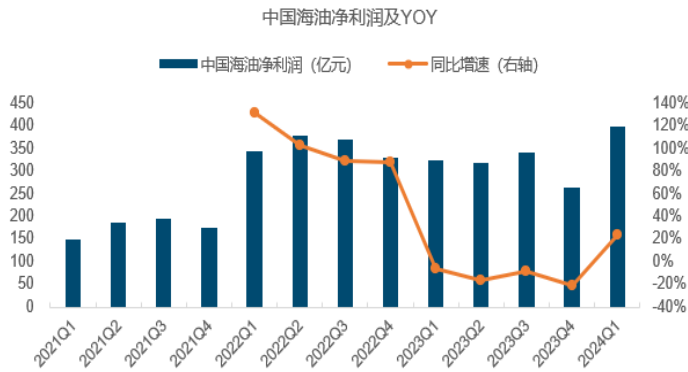
图表15: 中国石油净利润及环比变化



来源: 中国石油公司公告, 国金证券研究所

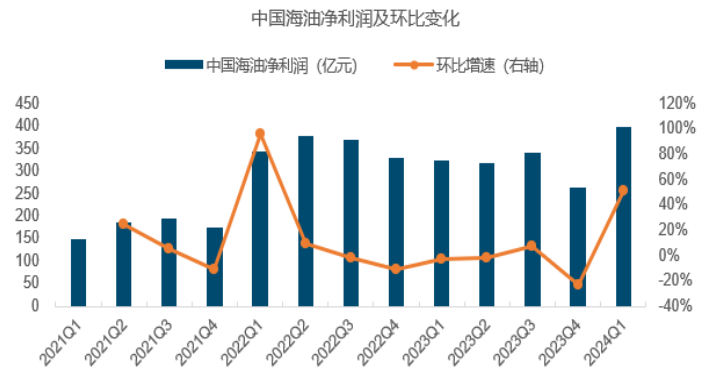
来源: 中国石油公司公告, 国金证券研究所

图表16: 中国海油净利润及 YOY



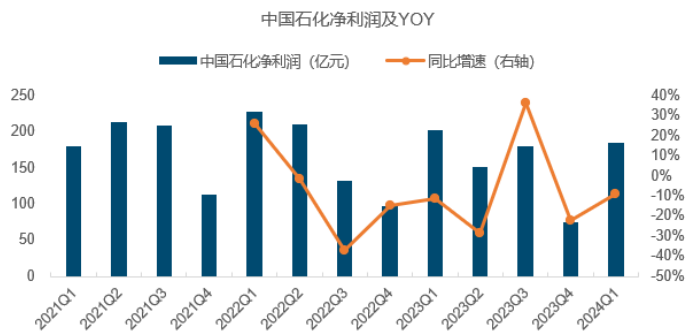
来源: 中国海油公司公告, 国金证券研究所

图表17: 中国海油净利润及环比变化



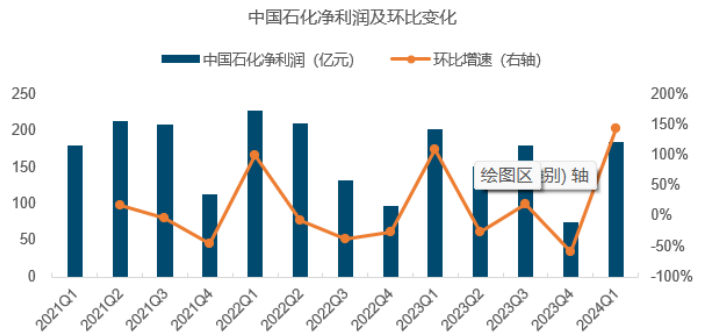
来源: 中国海油公司公告, 国金证券研究所

图表18: 中国石化净利润及 YOY



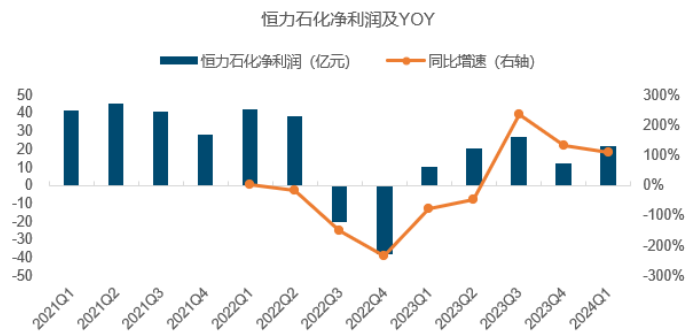
来源: 中国石化公司公告, 国金证券研究所

图表19: 中国石化净利润及环比变化



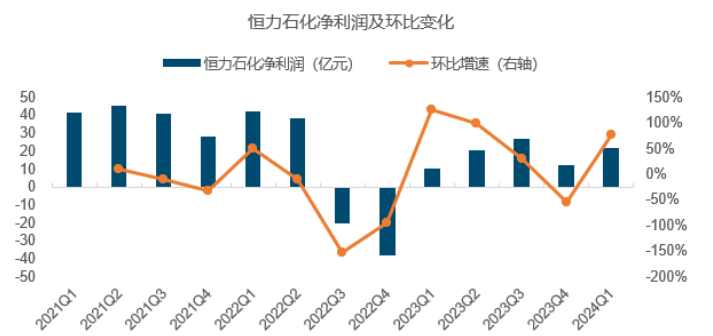
来源: 中国石化公司公告, 国金证券研究所

图表20: 恒力石化净利润及 YOY



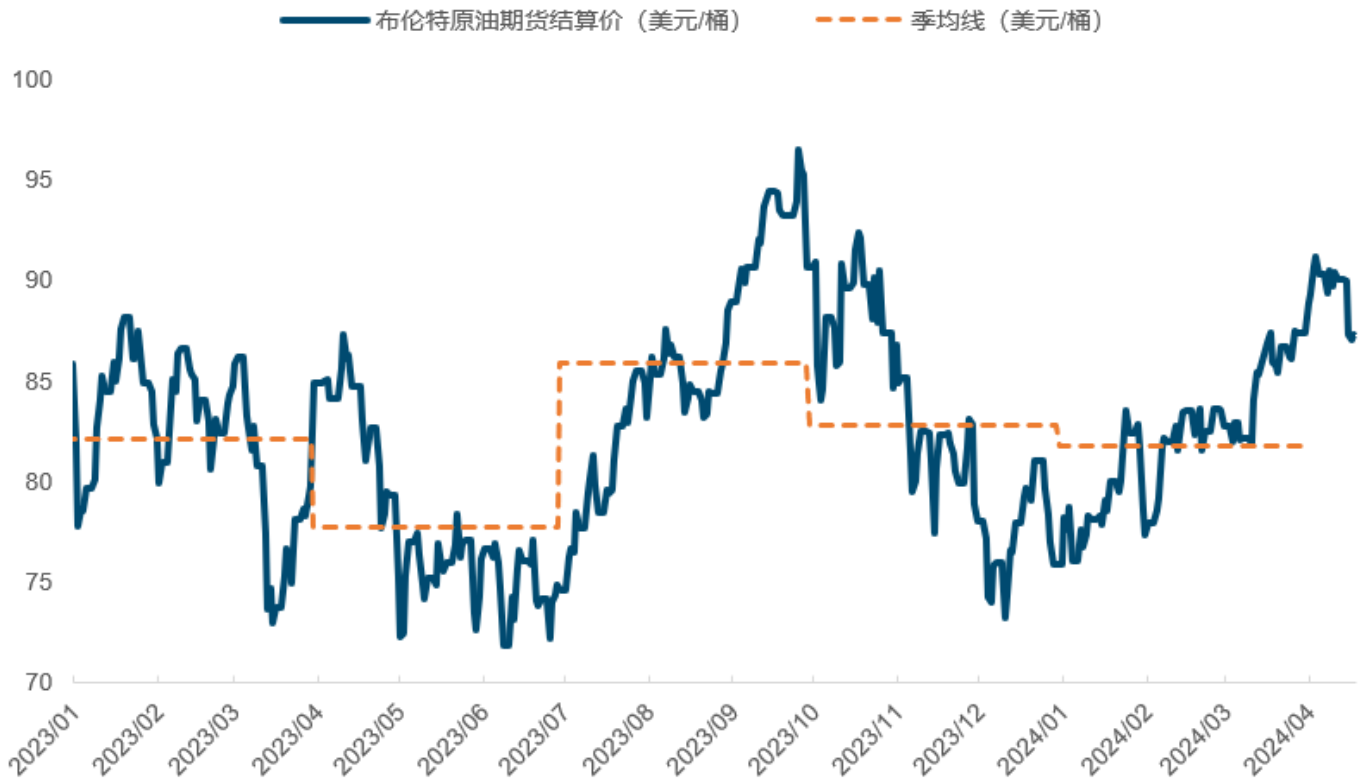
来源: 恒力石化公司公告, 国金证券研究所

图表21: 恒力石化净利润及环比变化



来源: 恒力石化公司公告, 国金证券研究所

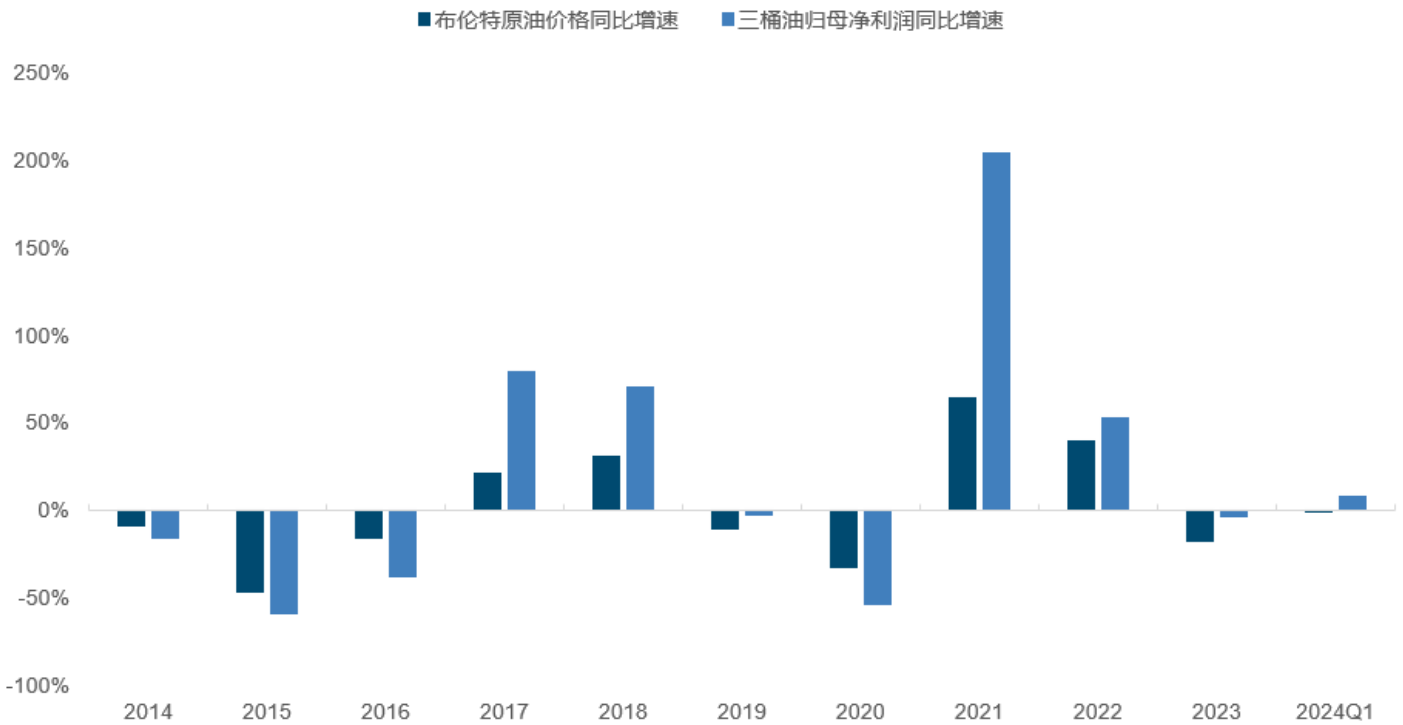
图表22: 2023-2024Q1 布伦特原油期货结算价



来源: Wind, 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 年油价暴跌对业绩显著负面影响外, 均实现业绩增速高于原油价格增速, 2023 年全年更是在原油价格同比下降 17.02% 以及大比例缴纳矿业权出让收益的情况下, 三桶油合计归母净利润仅下降 3.38%, 下降幅度远低于历史油价下跌年份, 2024Q1 在原油价格同比下降 0.49% 的情况下, 三桶油合计归母净利润同比增加 8.21%。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。

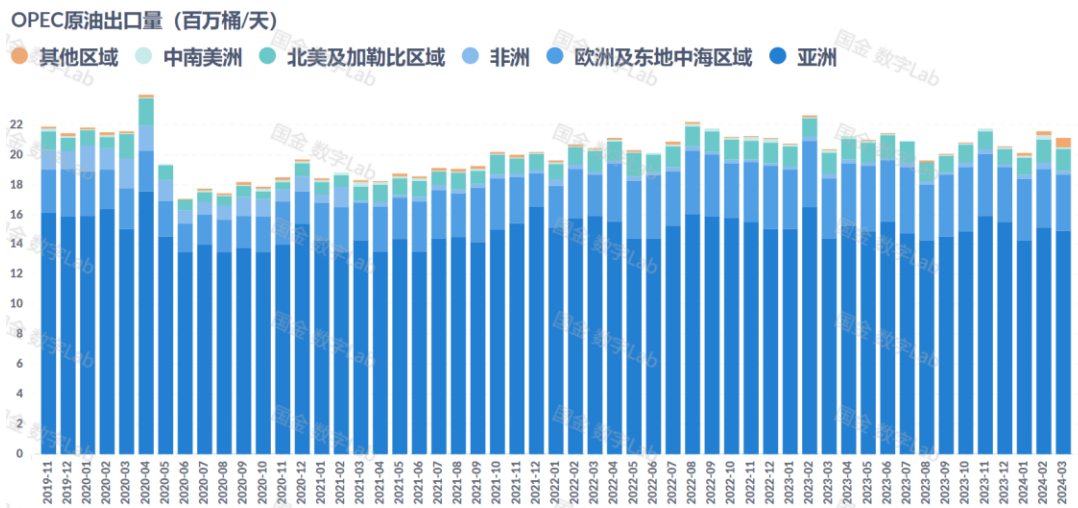
图表23: 布伦特原油价格同比增速与三桶油业绩同比增速对比



来源: 中国石油、中国海油、中国石化公司公告, Wind, 国金证券研究所

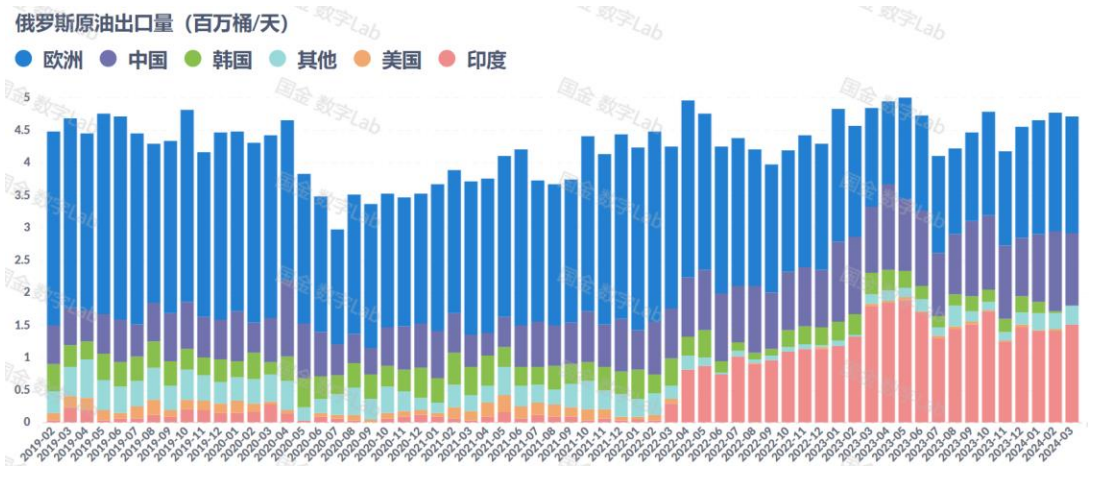
2024 年全球原油供需或将持续维持紧平衡, 重点产油国边际供应增量较为有限。OPEC 及俄罗斯当前原油对外出口量基本维持稳定, 考虑到 OPEC+2023 年 5 月起执行的 165 万桶/天的自愿减产持续到 2024 年底以及 2024 年上半年 220 万桶/天的自愿减产仍在执行, OPEC+在 2024 年原油边际供应增量较为有限。

图表24: OPEC 原油出口量 (百万桶/天)



来源: Refinitiv, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

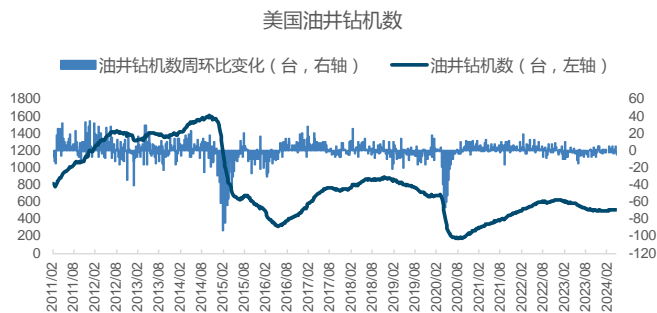
图表25: 俄罗斯原油出口量 (百万桶/天)



来源: Refinitiv, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

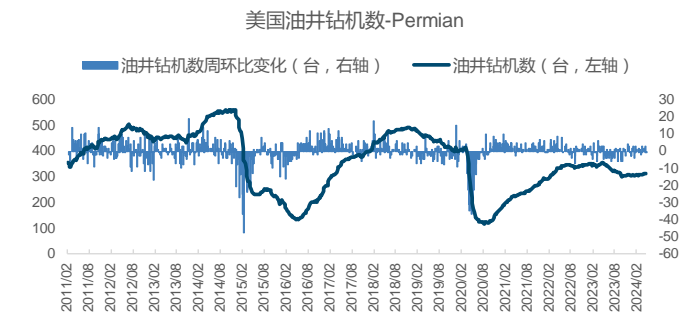
2023 年初至今美国页岩油开采活跃度显著弱于预期, 美国活跃油井钻机数量自 2022 年 12 月恢复至阶段性高位 (627 台) 后开始持续回落, 截至 2024 年 4 月 26 日美国活跃油井钻机数量仅有 506 台左右。

图表26: 美国油井钻机数



来源: 贝克休斯, 国金证券研究所

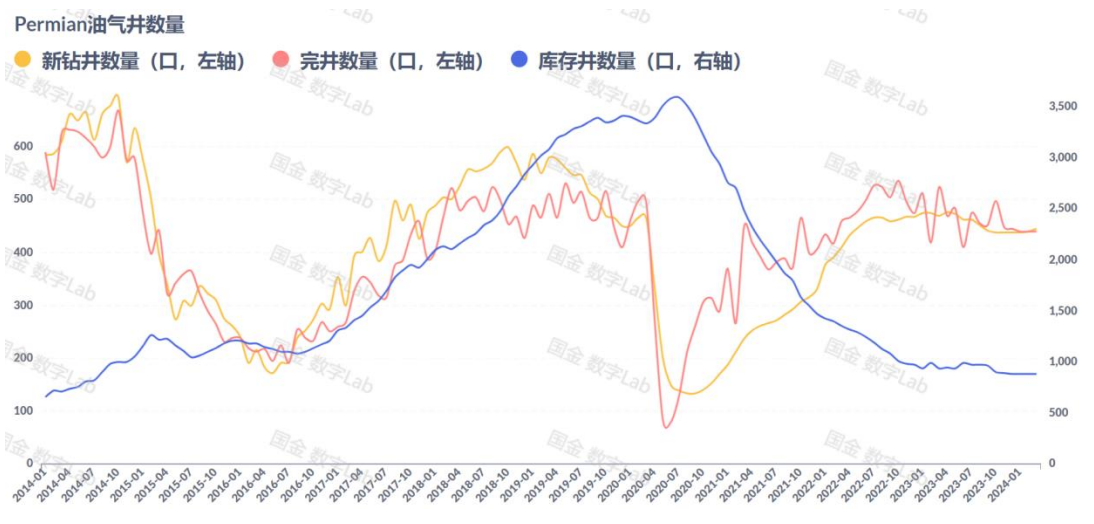
图表27: 美国油井钻机数-Permian



来源: 贝克休斯, 国金证券研究所

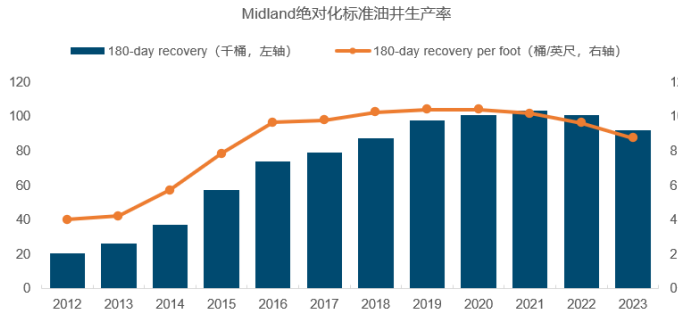
与此同时, 美国核心页岩油产区 Permian 新增钻井数与完井数量均出现一定回落, 但完井数相对下降更为明显, 库存井数去库速度减缓, 开采强度整体回落, 但或许说明美国完井阶段或许存在产能瓶颈或意愿不足。此外, 油价维持中高位水平但单井产量衰减叠加页岩油开采活跃度回落, 美国原油产量边际增量或低于预期。

图表28: 美国完井环节或存在产能瓶颈

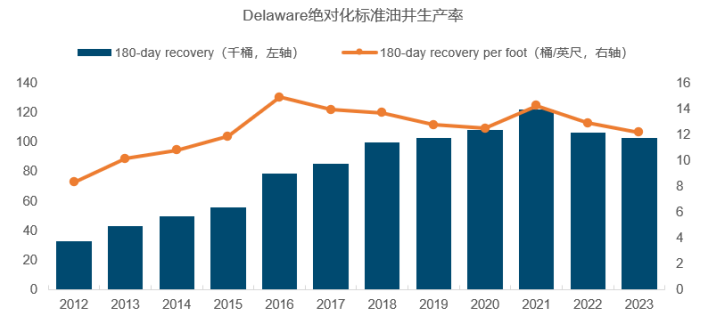


来源：EIA，国金数字未来 Lab，国金证券研究所

图表29: Midland 绝对化标准油井生产率



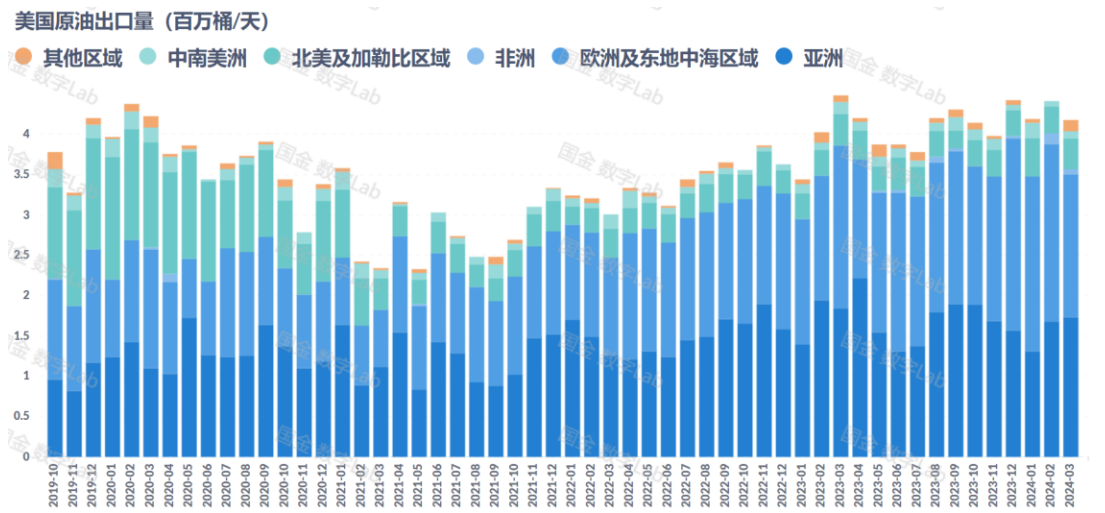
图表30: Delaware 绝对化标准油井生产率



来源：Rystad Energy，国金证券研究所

来源：Rystad Energy，国金证券研究所

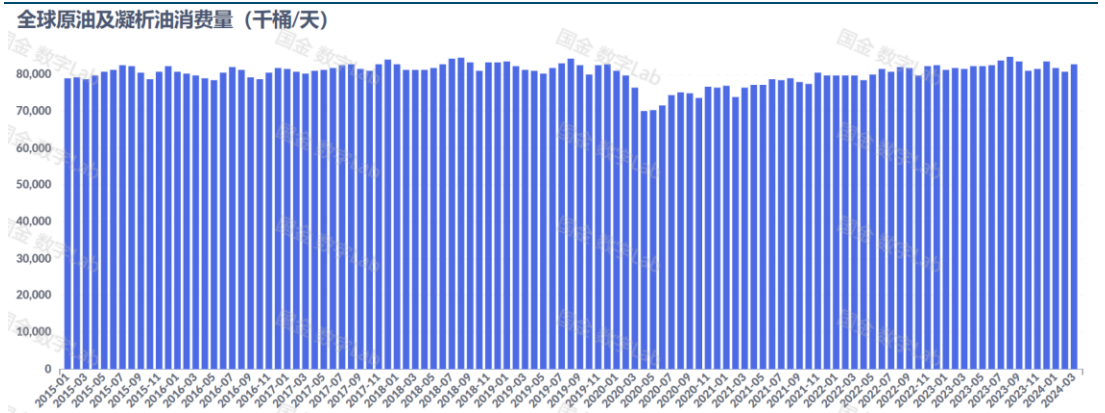
图表31: 美国原油出口量 (百万桶/天)



来源：Refinitiv，国金数字未来 Lab，国金证券研究所

近年来，全球原油及凝析油消费量在 2019 年达到峰值，约为 8500 万桶/天，伴随全球出行强度持续恢复，原油消费需求逐步回暖，截至 2024 年 3 月，全球原油及凝析油消费量达到 8274 万桶/天，同比增加 1.46%，油价有望持续维持中高位震荡。

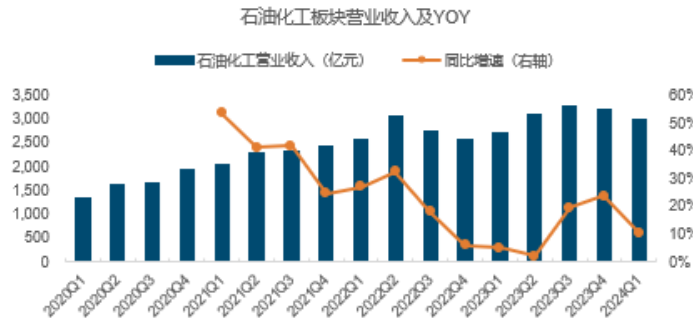
图表32: 全球原油消费需求逐步回暖



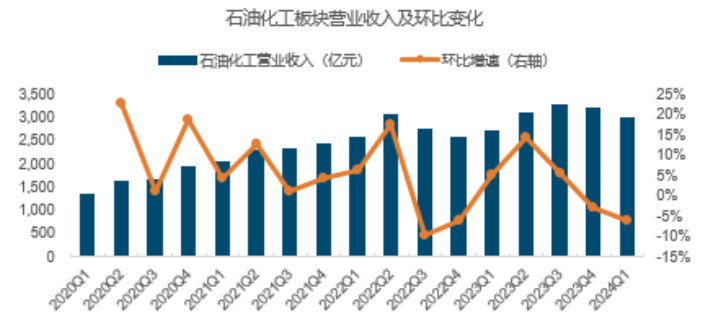
来源：Rystad Energy，国金数字未来 Lab，国金证券研究所

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 年下半年以来原油价格有所修复并维持中高位震荡。2023 年中下游炼化板块公司业绩持续修复，2024Q1 业绩符合预期。后续伴随终端需求回暖，中下游炼化板块公司有望获得显著业绩弹性。

图表33: 石油化工板块营业收入同比增速减缓



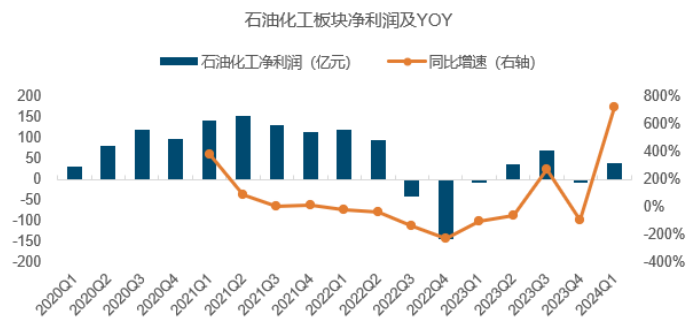
图表34: 石油化工板块营业收入环比增速有所修复



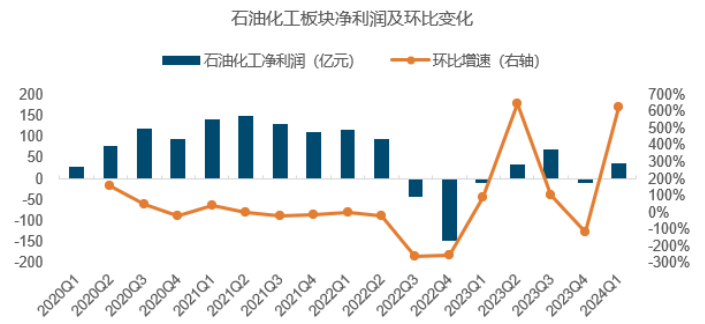
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表35: 石油化工板块归母净利润同比增速有所修复



图表36: 石油化工板块归母净利润环比增速显著修复

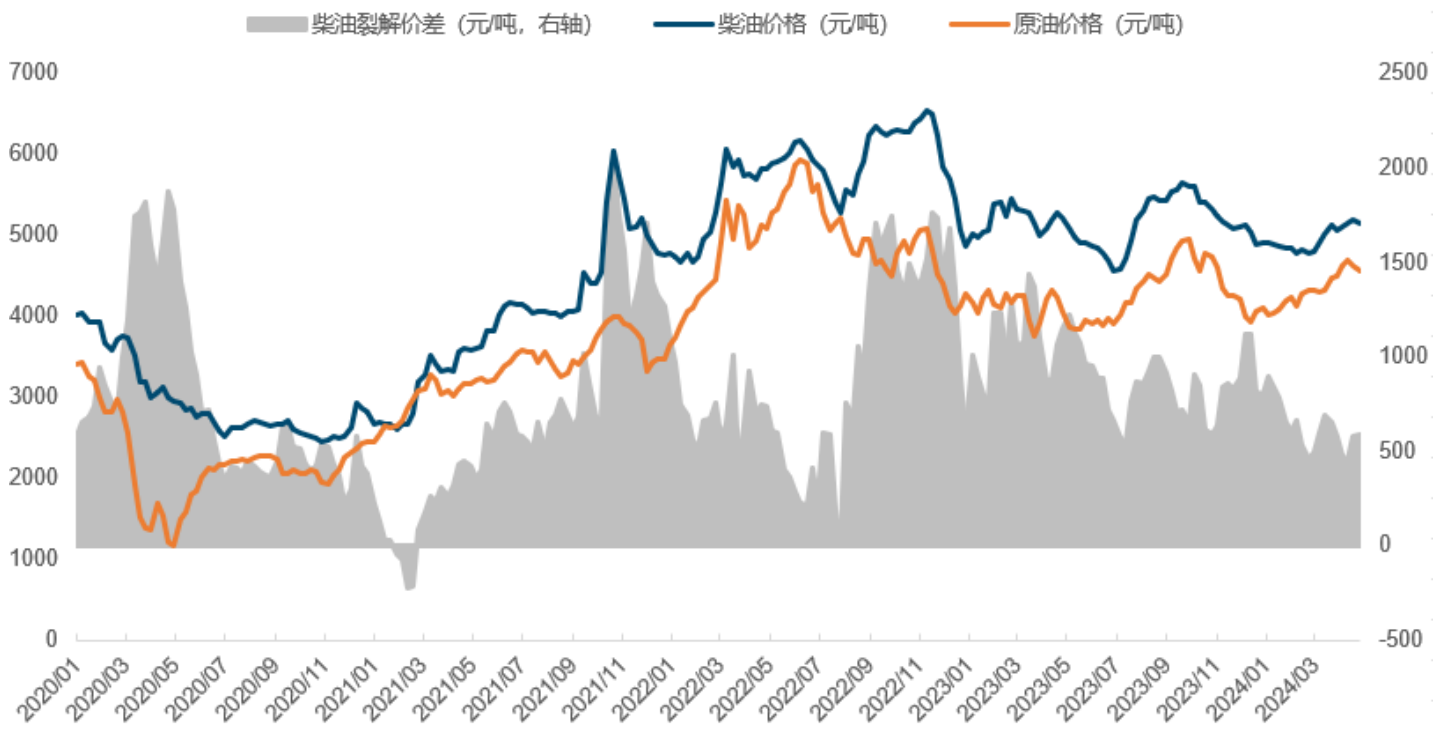


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

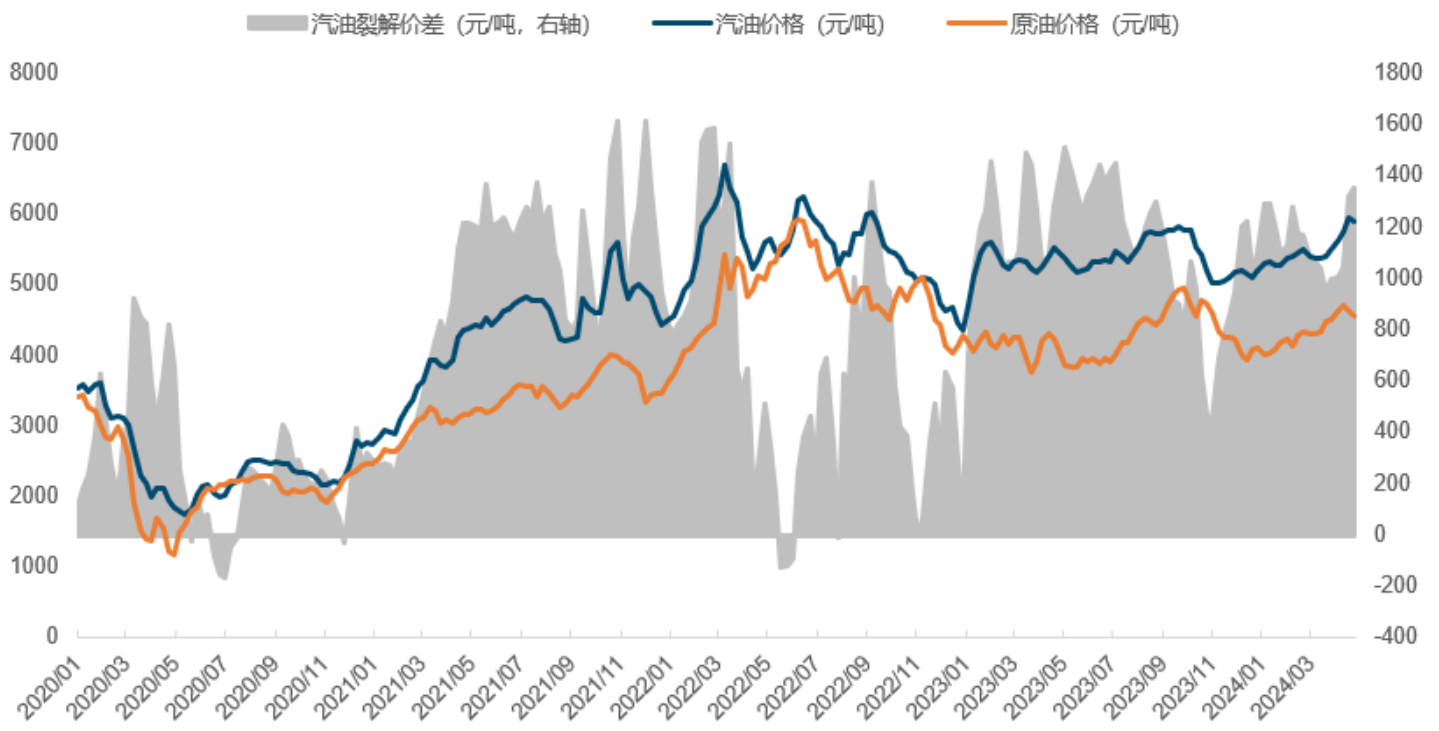
2023年成品油裂解价差持续维持中高位震荡, 2023年全年柴油/汽油/航空煤油裂解价差均值分别为912元/1129元/2597元/吨, 分别同比走阔2.53%/走阔81.77%/收窄0.66%。2024Q1柴油/汽油裂解价差均值分别为649.79元/1134.89元/2500.80元/吨, 分别同比收窄40.77%/收窄4.02%/收窄17.31%, 分别环比收窄22.35%/走阔29.66%/收窄23.37%。伴随国内成品油消费需求持续旺盛以及海外炼能的出清, 成品油裂解价差有望得到修复, 炼油业务存在向上空间。

图表37: 柴油裂解价差持续修复



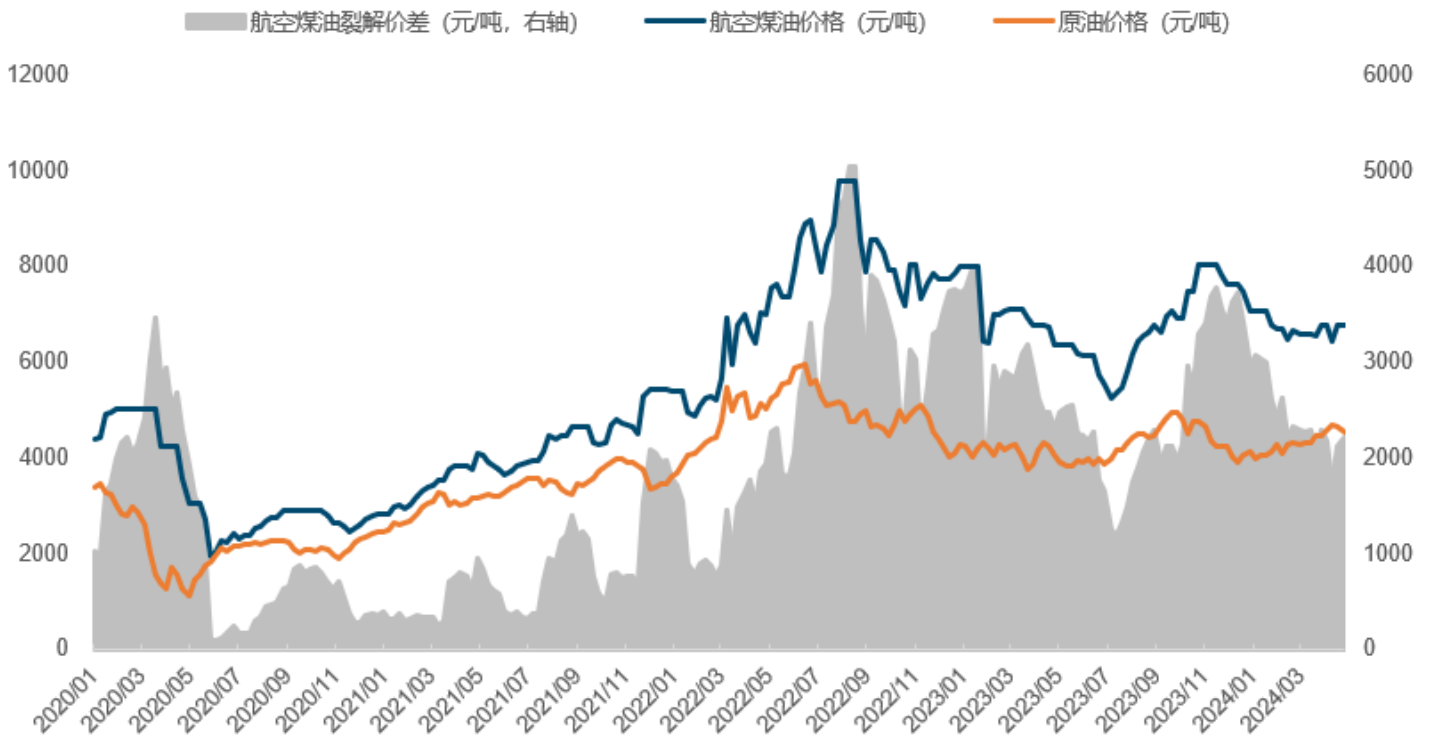
来源: Wind, 国金证券研究所

图表38: 汽油裂解价差持续修复



来源: Wind, 国金证券研究所

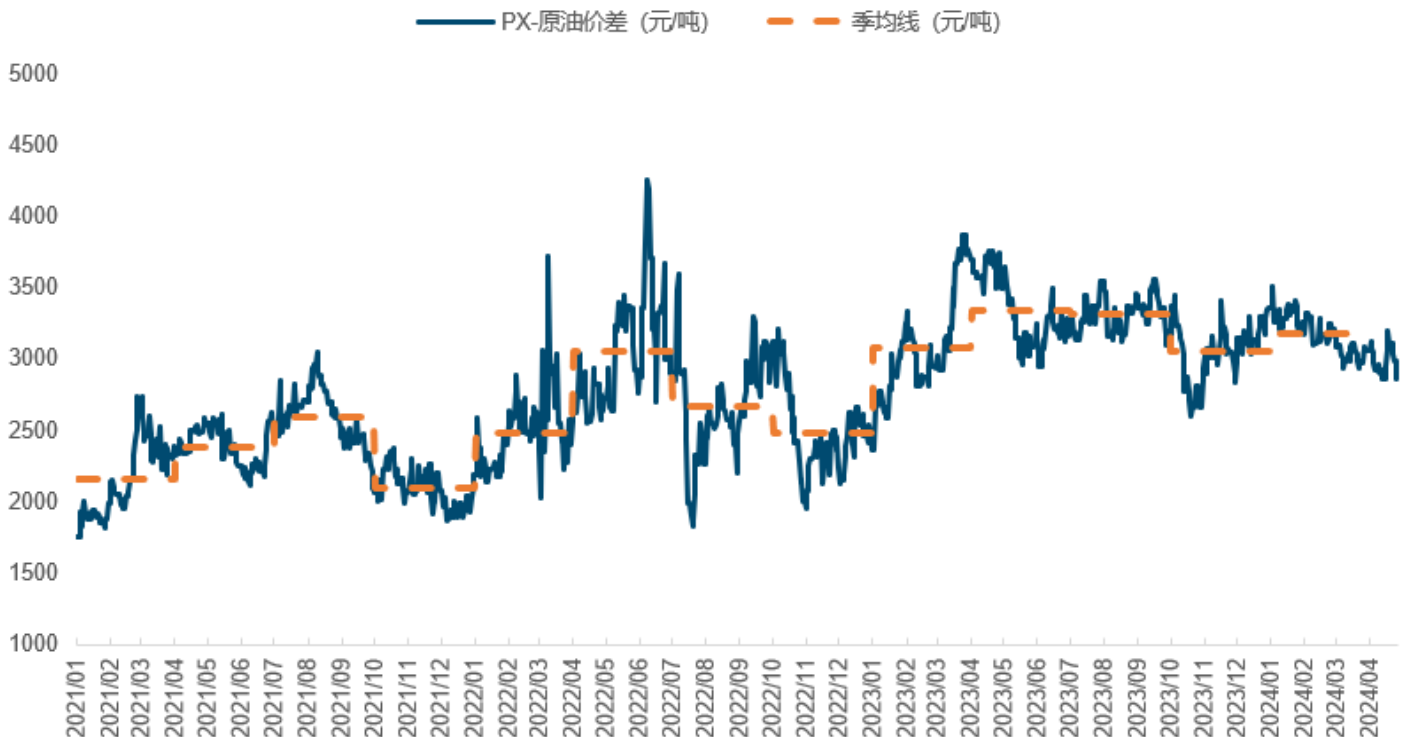
图表39: 航空煤油裂解价差持续修复



来源: Wind, 国金证券研究所

2023 年伴随终端需求复苏, 布伦特原油价格中高位震荡且略有上行, PX-原油价差得到修复。2023 全年 PX-原油价差达 3204 元/吨, 同比走阔 9.73%。2024Q1 PX-原油价差持续维持较高水平, 2024Q1PX-原油价差达 3180.22 元/吨, 同比走阔 3.23%, 环比走阔 3.79%, 整体仍维持在中高价差水平。

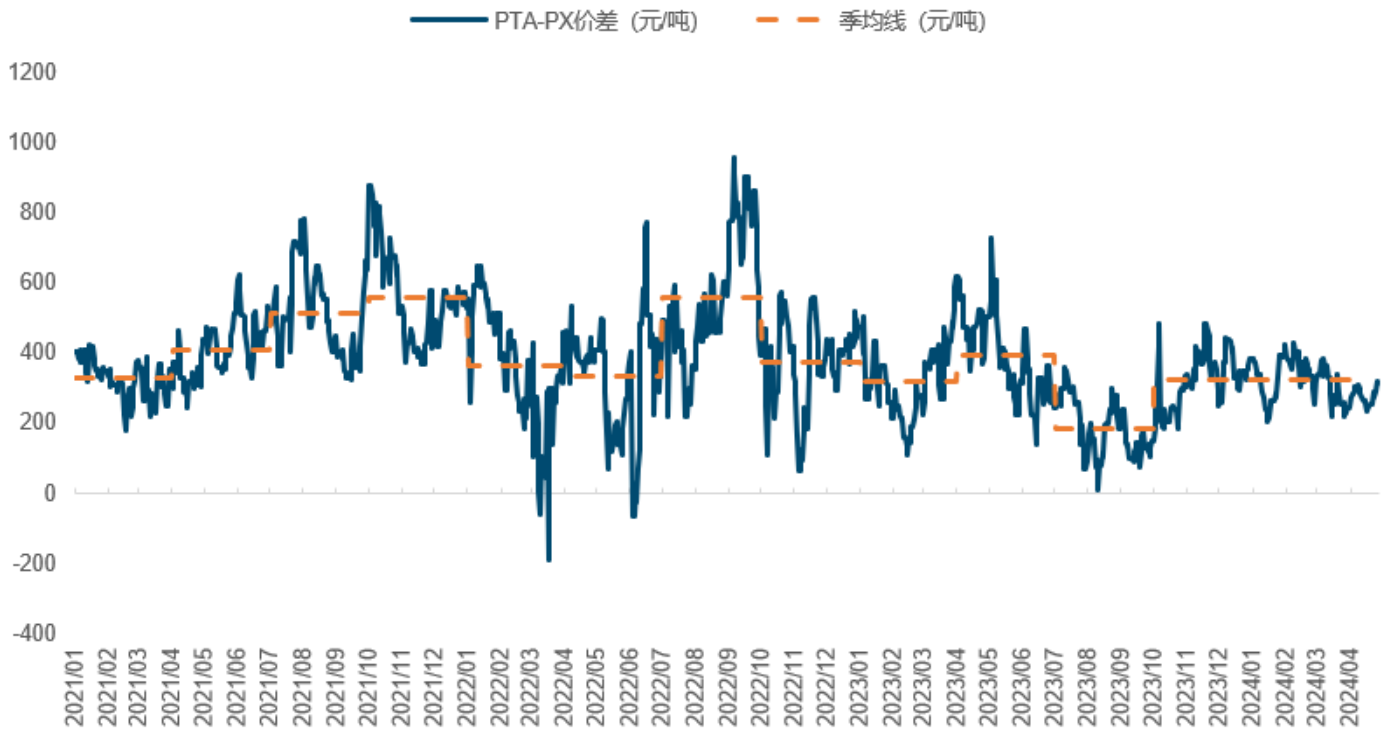
图表40: PX-原油价差维持中高水平



来源: Wind, 国金证券研究所

2023 年 PTA 产品价差长期在中低位震荡，2023Q4 有所修复。2023 年 PTA-PX 价差均值为 308.86 元/吨，同比收窄 24.74%。2024Q1 PTA-PX 价差均值为 323.62 元/吨，同比走阔 1.75%，环比收窄 1.38%。

图表41: PTA-PX 价差 (元/吨)

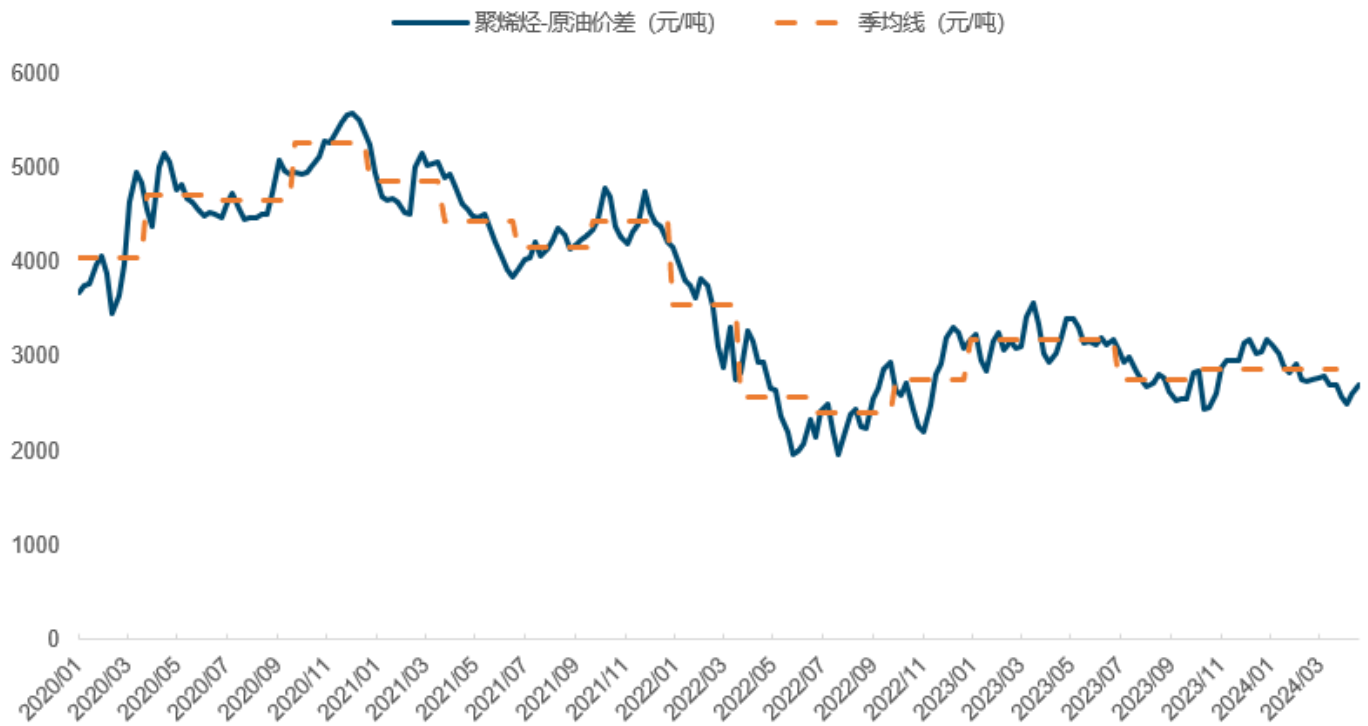


来源: Wind, 国金证券研究所

1.2 中下游炼化板块: 原油价格维持中高位震荡, 公司业绩有望获显著弹性

2023 年烯烃类化工品处于磨底状态, 2023 年聚烯烃-原油价差均值 3008 元/吨, 同比走阔 7.12%。2024Q1 聚烯烃-原油价差均 2869.54 元/吨, 同比收窄 10.11%, 环比收窄 0.47%。伴随化工品终端需求回暖, 炼化业务存在较大修复空间。

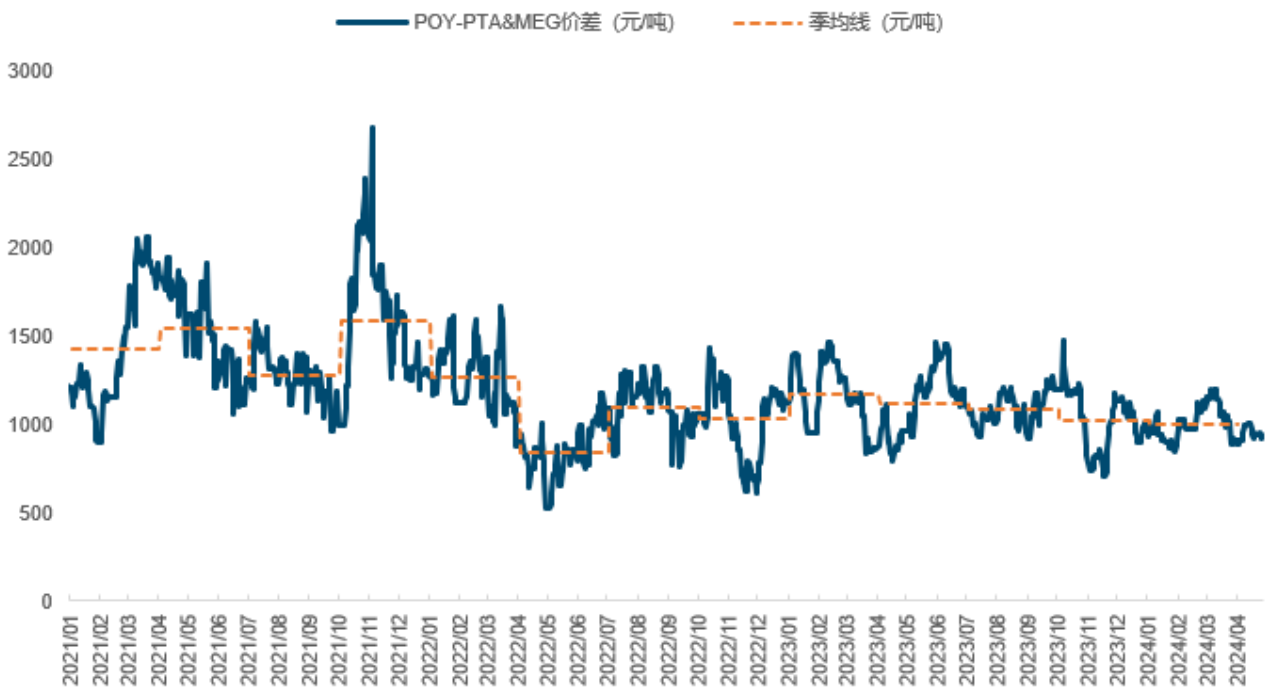
图表42: 聚烯烃-原油价差 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

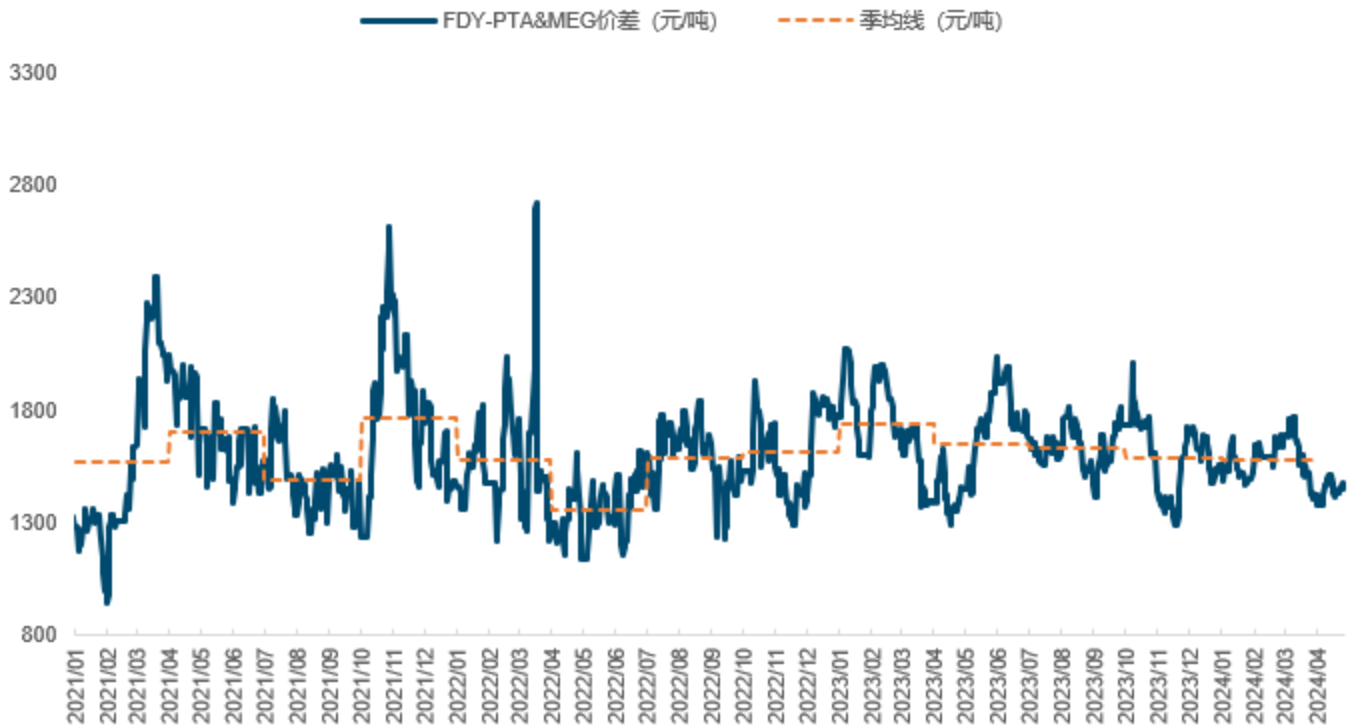
2023年涤纶长丝行业周期性回暖,涤纶长丝产品价差维持稳健并持续修复。2023年全年POY/FDY/DTY产品价差均值分别为1100元/1650元/2306元/吨,分别同比增加3.68%/7.79%/0.07%。2024年以来涤纶长丝价差水平维持稳定,2024Q1 POY/FDY/DTY产品价差均值分别为1007元/1581元/2170元/吨,分别环比减少1.55%/0.55%/2.19%。2024年涤纶长丝市场新投放产能有限,行业拐点临近,伴随终端消费需求回暖,行业供需边际明显改善,涤纶长丝产品价差有望进一步修复。

图表43: POY-PTA 市场价差较为稳定



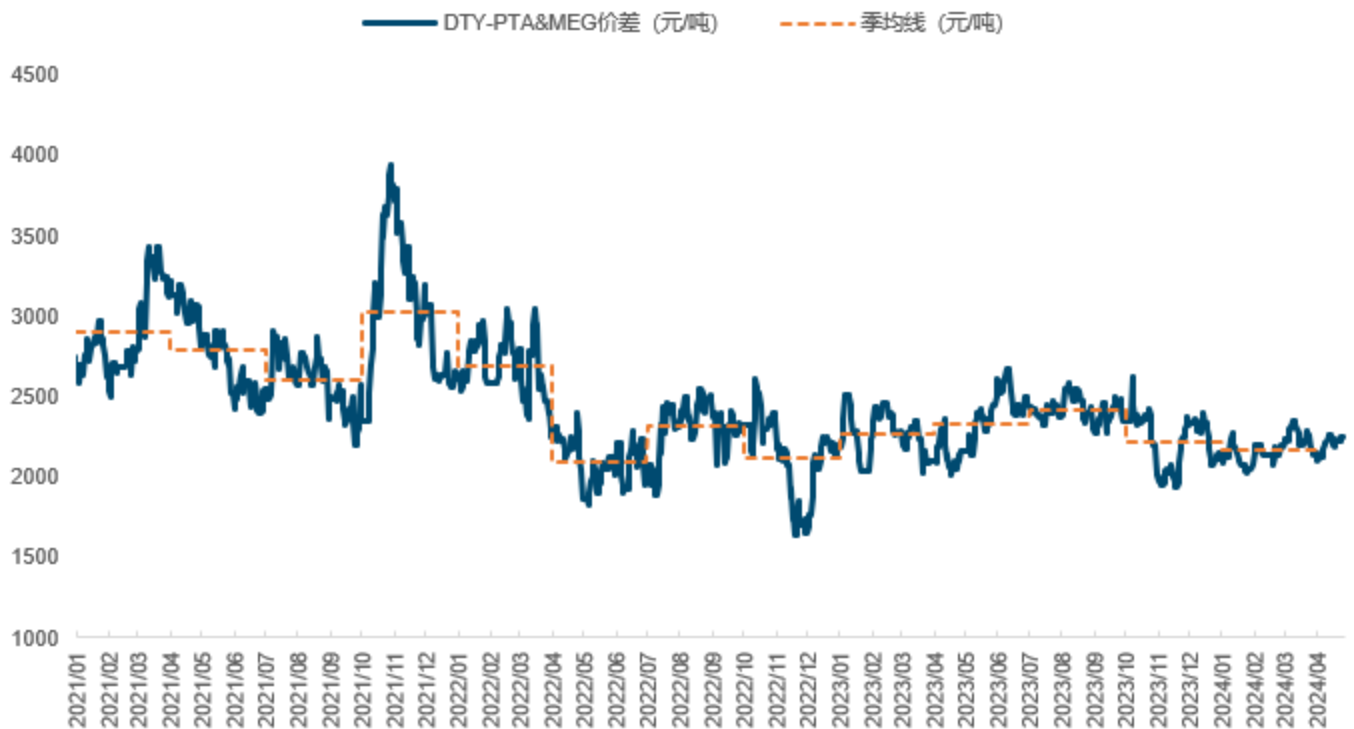
来源: Wind, 国金证券研究所

图表44: FDY-PTA 市场价差较为稳定



来源: Wind, 国金证券研究所

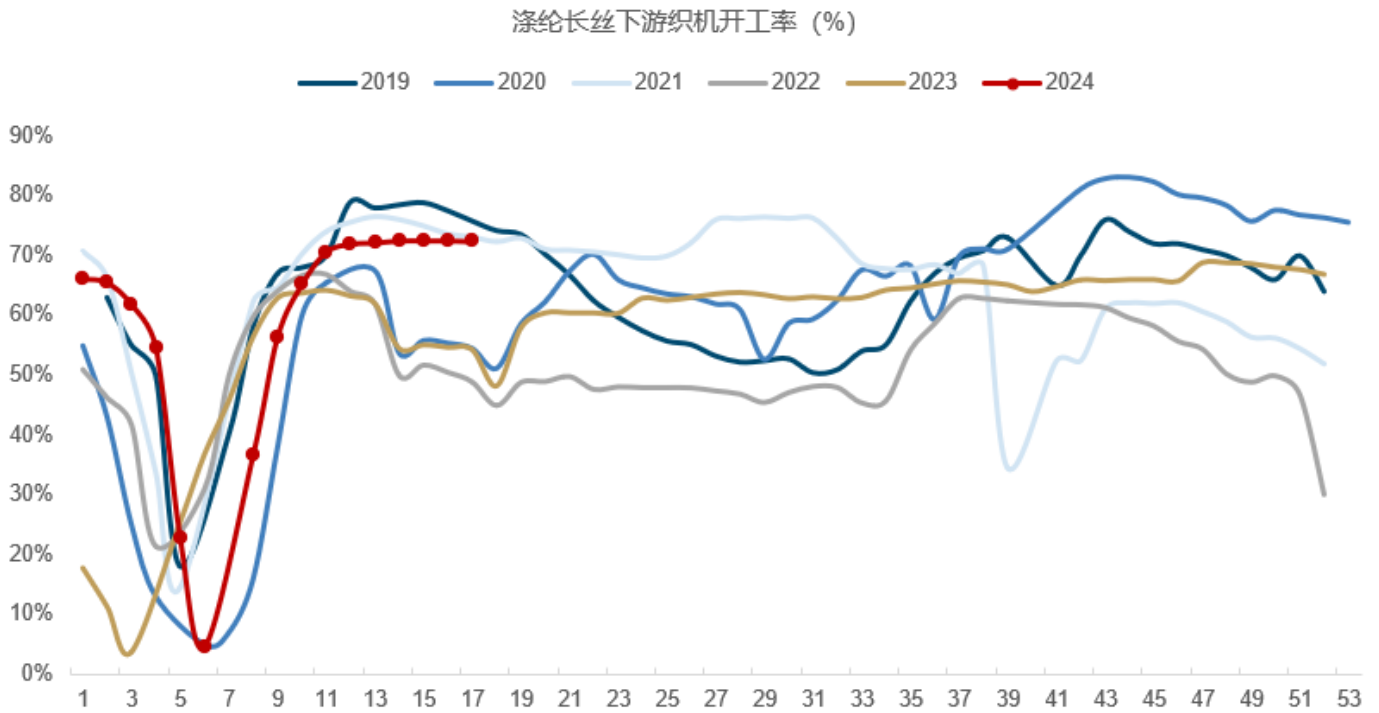
图表45: DTY-PTA 市场价差较为稳定



来源: Wind, 国金证券研究所

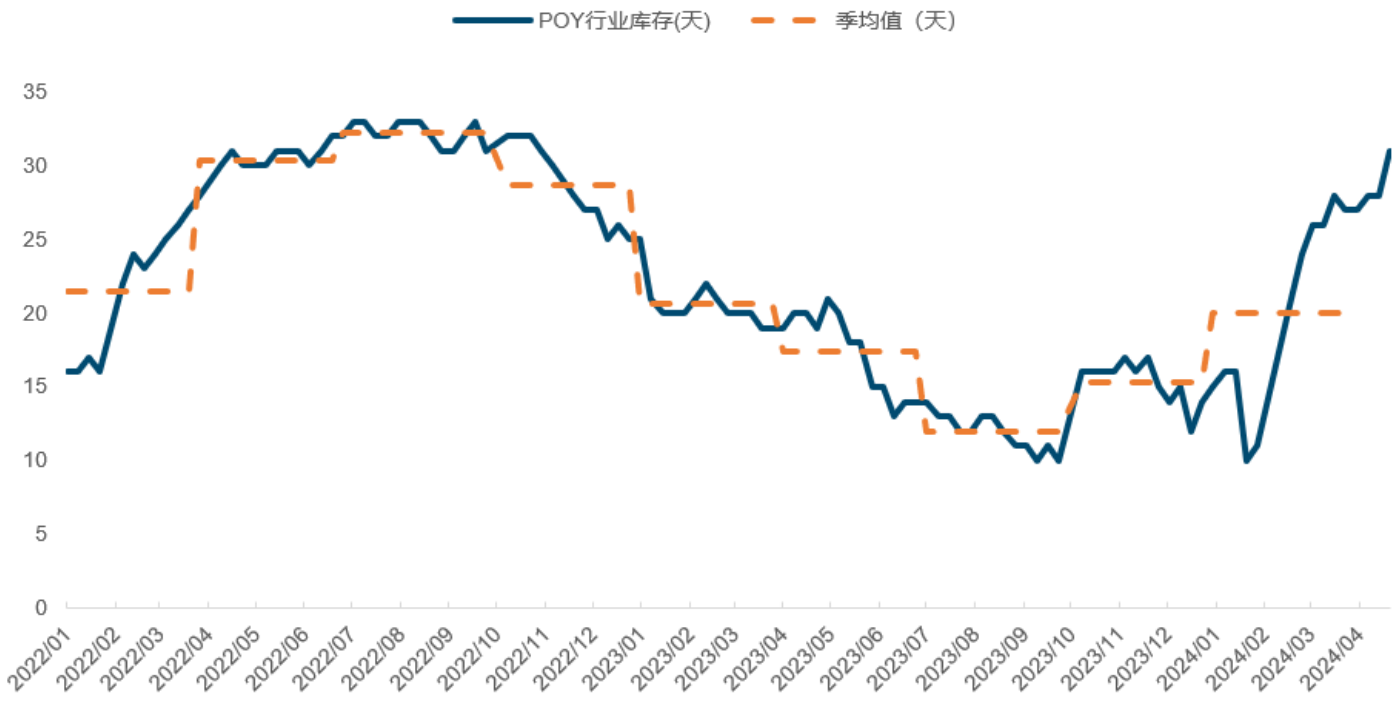
涤纶长丝下游织机开工率持续维持中高水平, 2023 全年下游织机开工率均值达 57.18%, 同比+11.92pct。2024 年以来涤纶长丝下游消费需求良好修复, 2024Q1 下游织机开工率均值达到 54.95%, 同比+15.15pct, 尤其为春节后下游织机开工率迅速回升, 相较于 2023 年年初显著改善。与此同时, 涤纶长丝产品持续去库, 2023 年 POY/FDY/DTY 库存分别为 16.26 天/26.16 天/20.08 天, 同比减少 12.24 天/6.9 天/10.92 天。2024Q1 POY/FDY/DTY 库存水平均值分别为 20 天/20.5 天/25 天, 分别环比增加 4.67 天/增加 0.71 天/减少 1.33 天, 涤纶长丝产销情况好转, 复苏态势有望延续, 涤纶长丝业务存在较大上升空间。

图表46: 下游织机开工率恢复至较高水平



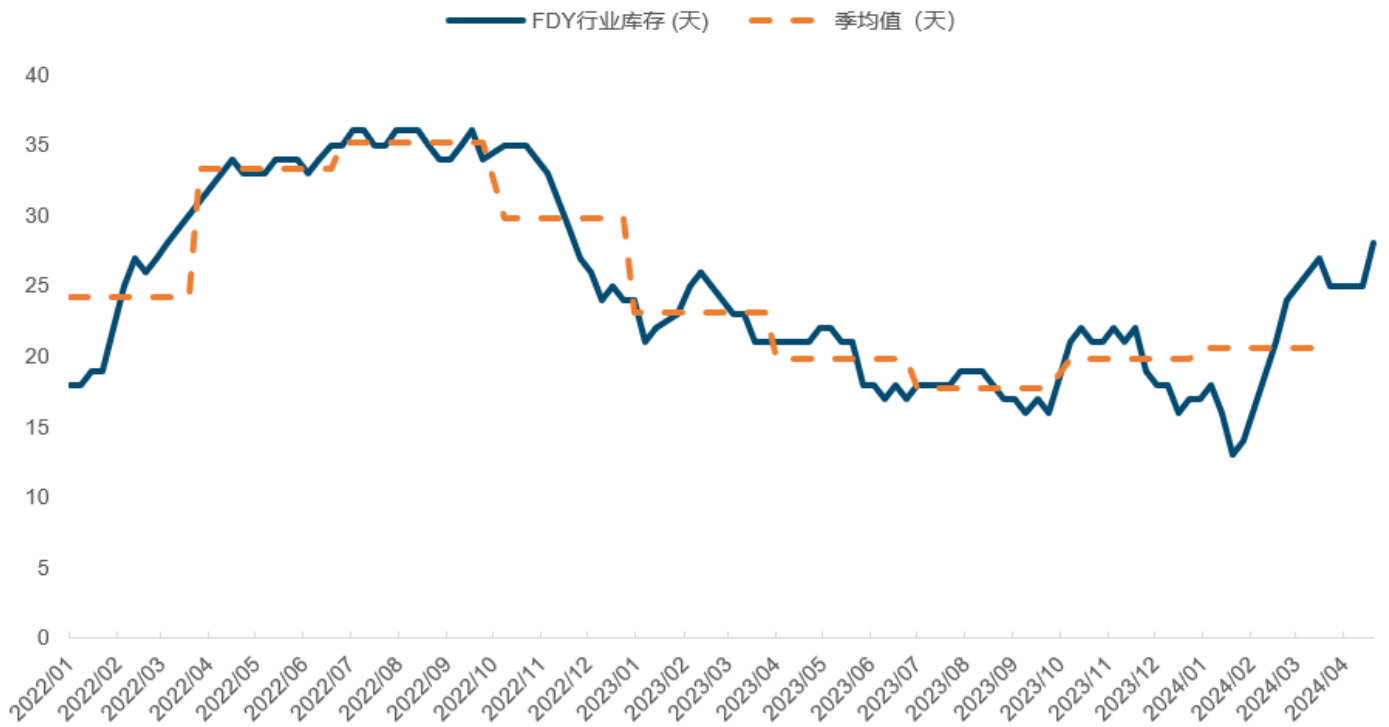
来源: Wind, 国金证券研究所

图表47: 涤纶长丝POY行业库存(天)



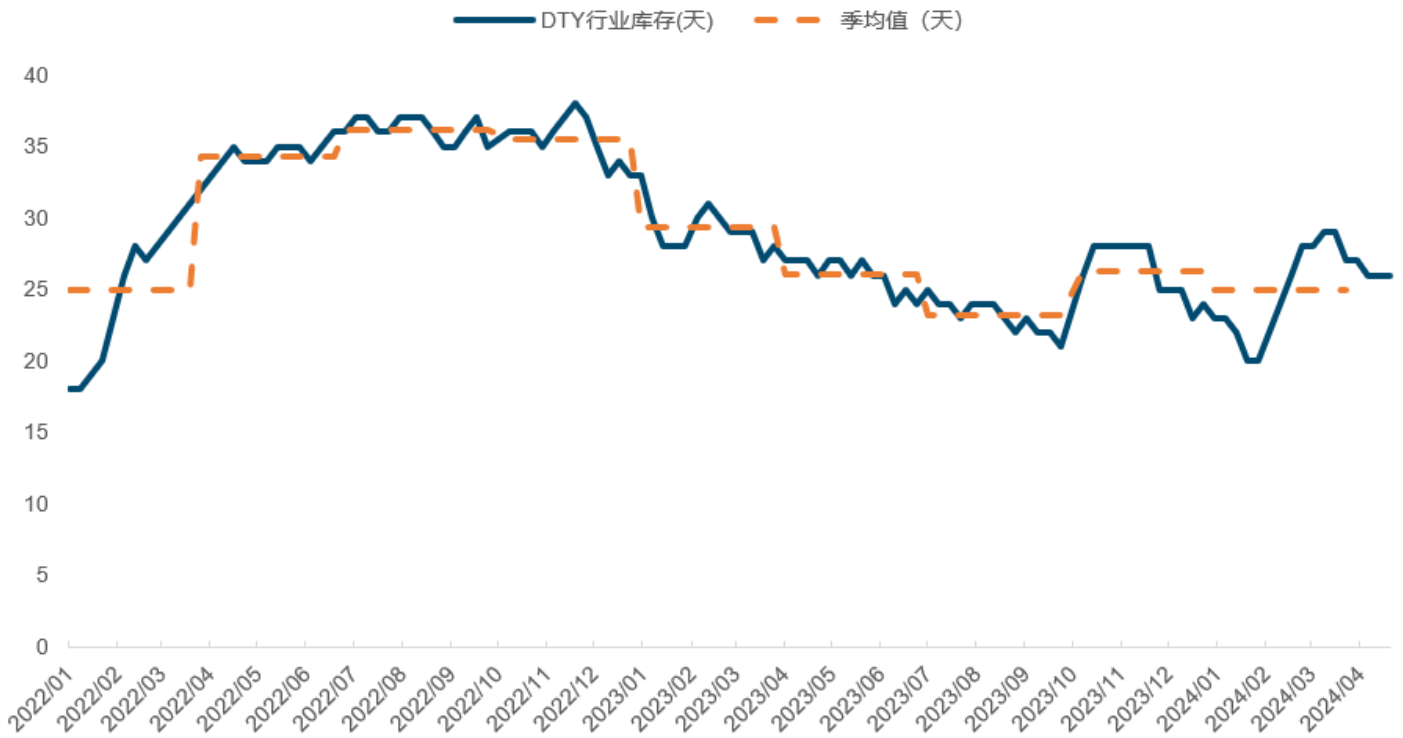
来源: CCFEI, 国金证券研究所

图表48: 涤纶长丝 FDY 行业库存 (天)



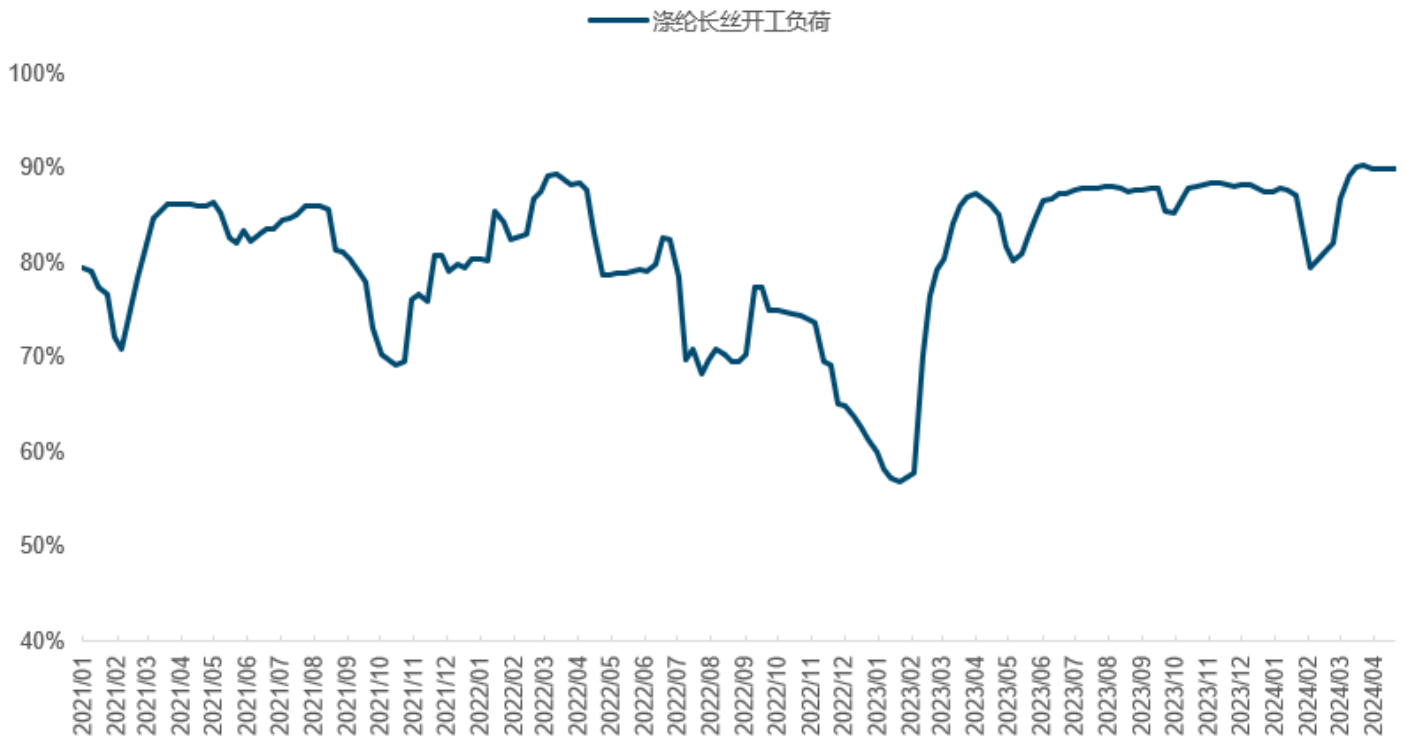
来源: CCFEI, 国金证券研究所

图表49: 涤纶长丝 DTY 行业库存



来源: CCFEI, 国金证券研究所

图表50：涤纶长丝行业开工负荷率恢复至较高水平



来源：CCFEI，国金证券研究所

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。伴随长丝产能集中投放期接近尾声，行业拐点临近，龙头企业有望获得业绩弹性。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2023-2027年的持续释放有望带来显著的业绩修复，民营炼化龙头业绩成长确定性强。

2、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) 地缘政治扰乱全球原油市场：中东冲突、俄乌局势变化、伊核协议推进以及委内瑞拉制裁解除等地缘政治事件或造成供应端的不确定性，扰乱全球原油市场；
- 3) 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；
- 4) 终端需求不景气风险：标的公司业务及相关产品具有周期性的特点，存在行业景气度下行风险；
- 5) 三方数据误差影响：三方数据包含卫星数据及油轮定位等数据，数据误差包括与卫星定位直接有关的定位误差，以及与卫星信号传播和接收有关的系统误差；
- 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) 其他不可抗力风险。

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。

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》，本报告仅供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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806