

上下游齐头并进!

——石化板块24年中期策略

分析师：许隽逸 执业编号：S1130519040001

联系人：陈律楼 执业编号：S1130522060004

2024/6/1

- **1、高股息强防御的央企改革龙头：**自2017年以来，除2020年终端消费需求导致油价暴跌外，均实现业绩增速高于原油价格增速，2023年在原油价格同比下降17.02%（约16.86美金/桶）的情况下，三桶油合计归母净利润仅下降3.38%。与此同时，我们预计油价将大概率维持中高位震荡。美国完井阶段或许存在产能瓶颈或意愿不足，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较小。在美国页岩油产量增长无力的背景下，OPEC+已经事实上成为原油边际定价商，考虑到OPEC+原油减产仍在进行中，后续OPEC+原油对外供应量或将出现边际减少。与此同时，整体海外出行强度持续维持回暖趋势，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。三桶油为响应国家增储上产号召保障国家能源安全，持续维持较高的勘探开发资本开支水平，推动三桶油合计原油储量稳步回升，2023年三桶油合计原油/天然气储量分别达到130.63亿桶，同比增长2.75%。丰富的原油储量为产量增长奠定基础，2024年三桶油合计原油产量指引达到17.41亿桶，同比减少0.40%。此外，伴随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。业绩持续稳健保障了三桶油持续维持高股息政策，股东投资回报丰厚，2023年全年股利支付率均在40%以上。以2023年12月31日收盘价计算，中海油/中石油/中石化2022年A股股息率分别为5.40%/6.23%/6.18%。
- **2、伴随经济恢复，中下游炼化板块业绩或持续边际修复：**我们梳理了近年来涤纶长丝产能投放情况，发现2018-2023年为涤纶长丝产能集中投放的窗口期，龙头企业纷纷进行扩产竞赛，新增产能远高于往年，但伴随着2023年龙头企业规划产能投产临近结束，后续暂时没有大体量新产能的规划，且在建产能投放几乎完成，供应端边际增量快速减少，而需求端有望持续恢复，涤纶长丝供需格局或出现反转。此外，国内长丝龙头产业链逐渐完善，一体化、园区化程度不断加深，向上游延伸配套PTA、炼化装置等，向下游延伸加弹机、织机等，不断强化成本优势，有望获得超额收益。与此同时，涤纶长丝市场景气度仍维持稳健，长丝表观消费量略超预期恢复，2024年1-4月涤纶长丝表观消费量达1341万吨，同比增加31.21%，涤纶长丝产品价差维持稳健并有望持续修复，2024年1-4月POY/DTY/FDY-PTA/MEG产品价差分别为990元/2180元/1545元/吨，分别同比增加10.57%/1.59%/7.71%。我们将国内纺服社零增速与GDP增速（现价）对比发现两者具有较强关联性，伴随经济回暖涤纶长丝需求增速或大于供应增速，涤纶长丝的中长期业绩弹性有望在2024年初步开启。与此同时，2024年成品油消费需求延续强势势头，PX的原材料MX可用于汽油调油，受益于成品油景气，2024年1-4月PX-原油价差均值为3130元/吨，同比减少2.73%，持续维持较高水平。此外，聚烯烃行业仍处于磨底状态，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。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23-27年的持续释放有望带来显著的业绩修复，民营炼化龙头企业业绩持续修复值得关注。
- **行业策略：**我们建议关注上游具有油气资产的高股息强防御央企改革龙头以及伴随需求恢复有望实现业绩修复的民营炼化企业：（1）上游具有油气资产的高股息强防御央企改革龙头：中国石油，中国海油，中国石化；（2）下游行业拐点有望临近的涤纶长丝龙头：桐昆股份，新凤鸣。（3）伴随高附加值产品陆续投产，有望拉阔产品-原油价差而实现业绩修复的炼化企业：恒力石化，荣盛石化。
- **风险提示：**（1）油气田投产进度不及预期；（2）地缘政治事件造成供应端不确定性的风险；（3）OPEC+减产执行强度不及预期风险；（4）加息超预期抑制终端需求的的风险；（5）能源政策及制裁对企业经营的影响；（6）汇率风险；（7）成品油价格放开风险；（8）终端需求恢复不及预期风险；（9）其他不可抗力影响。

目录

01

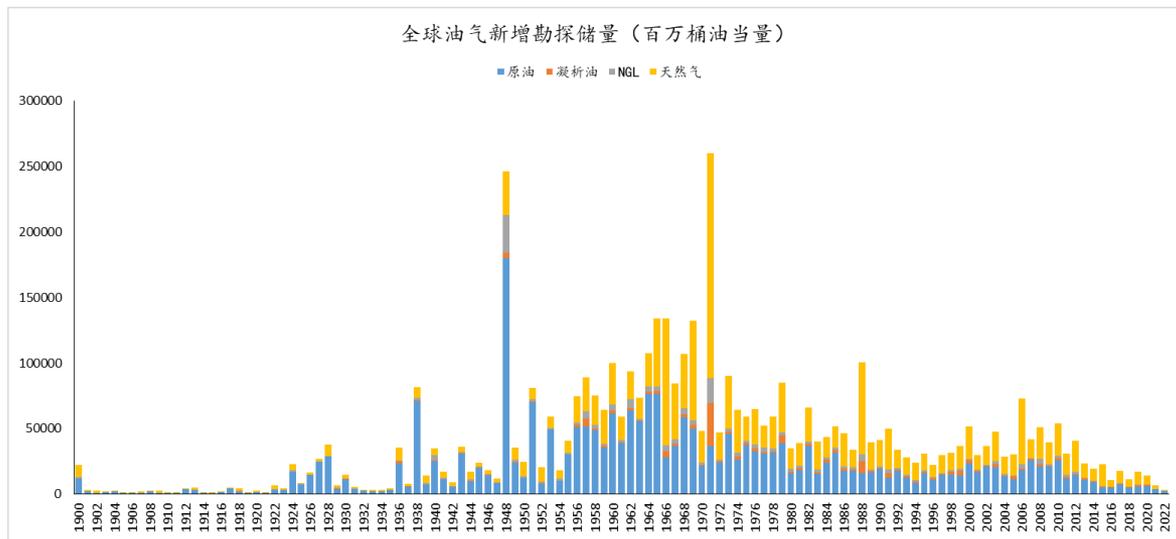
高股息强防御的央企改革龙头

02

伴随经济恢复，中下游炼化板块业绩或持续边际修复

01 高股息强防御的央企改革龙头

- 全球油气新发现资源量持续快速下滑，从1900年至今共121年的统计数据我们发现：2022年新增勘探储量处于1955年以来的最低水平。2022年，全球新增油气勘探储量为35.35亿桶油当量。在全球范围内，这一指标呈持续下滑趋势代表全球油气开发资金投入油气勘探意愿和新发现资源能力的持续下行，且在全球“碳中和”趋势下，恢复往年勘探开支概率较低。新增勘探储量的下滑中长期或持续造成供应端边际增量不足可能性。

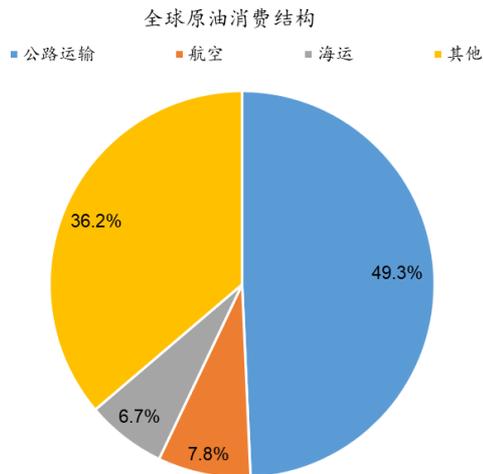


资料来源：Rystad Energy，国金证券研究所

全球能源结构变革，油企勘探开发意愿较弱

- 随着碳中和概念越来越受到重视，部分发达国家已提出燃油车的禁售计划，以减少汽车的排放，目前普遍计划在2025-2040年实现燃油车禁售，全球公路运输对原油消费量占比高达49.3%，因此对于原油供应商来说，实现业务转型势在必行。

图表：全球原油消费结构



图表：欧美等发达国家燃油车禁售时间表

国家	燃油车禁售时间	相关文件或政策	提出时间
日本	2035年将实现新销售的汽车100%为电动汽车	第240回国会の施政方針演説	2021年
欧盟	2035年禁止在欧盟销售汽油和柴油汽车	fit for 55	2021年
英国	2030年之前淘汰汽油和柴油汽车销售	Ten Point Plan	2020年
法国	到2040年禁止销售汽油和柴油汽车	Mobility orientation law on transport	2019年
美国	纽约、加州、马萨诸塞州等州将于2035年燃油新车		2020、2021年
加拿大	2035年前禁止销售燃油车	Canada's actions to reduce emissions	2021年
瑞典	2030年后停止销售汽油和柴油汽车	Regeringsförklaringen den 21 januari 2019	2019年
新加坡	2040年后停止销售汽油和柴油汽车	land transport authority	2021年
冰岛	2030年后禁止柴油和汽油车辆重新登记	Iceland's 2020 Climate Action Plan	2020年
挪威	2025年销售的所有乘用车和轻型货车为零排放车辆	National Transport Plan 2018-2029	2017年
荷兰	2030年销售的所有新乘用车为零排放车辆	Mission Zero Powered by Holland	2019年

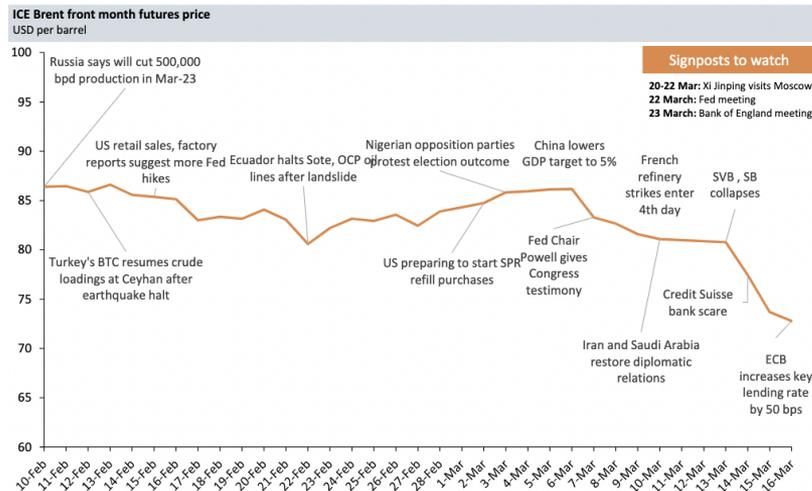
资料来源：道达尔，ICCT，国金证券研究所

● PEC+持续深度减产，油价近期中高位震荡

- 原油价格核心影响因素大多为供需平衡情况、地缘政治波动和宏观经济的影响，不同因素在其他元素较为稳定情景下或主导油价波动。2022年全年，美国原油持续维持去库存状态，美国持续释放战略库存以提高原油供应抑制油价，美国原油战略库存跌至近39年最低点（1983年12月至今），但原油价格在2022年下半年开始由于市场对于需求衰退的悲观预期，导致原油价格持续下滑，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+重点国家持续减产产价、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，2024年原油价格有望修复并维持中高位震荡，近期由于欧美宏观指标较弱叠加美油库存回升，油价略有回落，但整体维持布伦特85美元/桶中枢震荡。



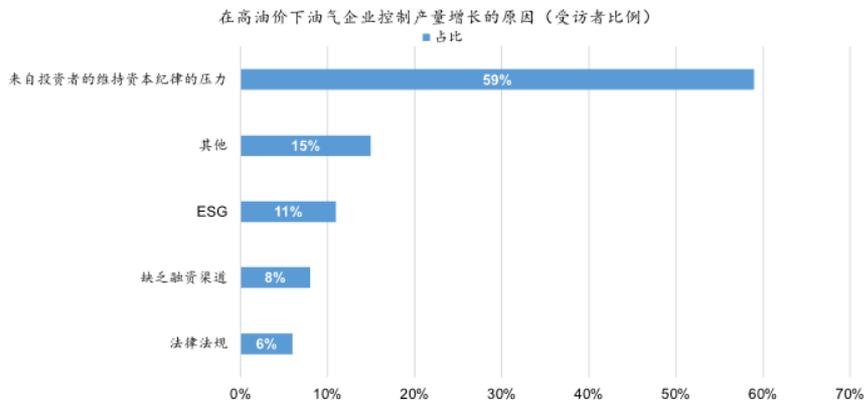
Brent again shows more bearish tendencies as macro headwinds take center stage



降杠杆、提高股东回报成油气企业首要选择

- 由于能源转型在即，投资者要求油气公司管理层控制在油气行业的投资，并增加对投资者的回报。根据达拉斯联储的一项调查，接近60%的油气企业高管认为“投资者维持资本纪律的压力”是导致油价上升后开采活动未快速增加的原因。

图表：在高油价下油气企业控制产量增长的原因



图表：页岩油气企业资本纪律要求

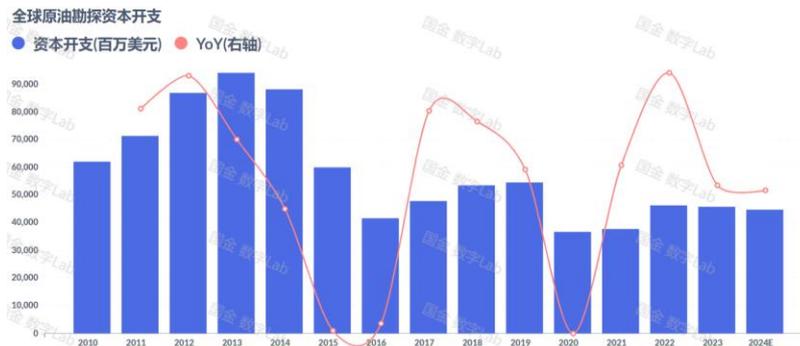
公司	资本纪律相关表述
EOG	保持健康的资产负债表，在高油价背景下依然密切关注公司的费用，认识到价格不是影响企业投资的唯一因素，不会将油气产量提升至供过于求的水平，继续创造股东价值。
Pioneer	不会因油价涨至90美元/桶以上而进行超额生产，将利润返还给股东非常重要
APA	将维持投资纪律和健康的资产负债表，提高对股东的汇报
Marathon	限制资本开支以提高现金流水平，现金流优先用于提高股东回报和改善资产负债表
Chesapeake	在最高回报机会中进行严格的投资，以最大化自由现金流，增加股东回报
Diamondback	保持在Permian产区的资本纪律，通过股利和回购至少将50%的自由现金流返还给股东
OCCIDENTAL PETROLEUM	对资本开支保持谨慎的态度，重点关注高回报、短周期的投资机会
Southwestern	执行维持资本水平的严格投资策略

资料来源：达拉斯联储，各公司公告，国金证券研究所

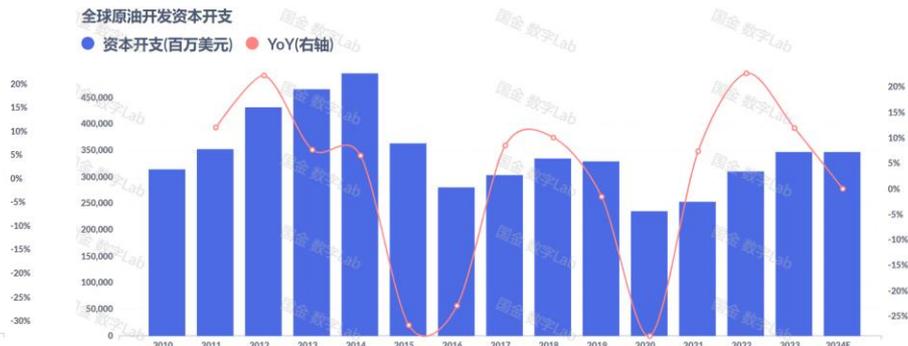
品位下滑或成页岩油产量增量持续低于预期核心因素

- 通过对全球原油资本开支和产量的拆分，我们发现2023年/2024E全球勘探类资本开支同比减少1.3%/2.33%，开发类资本开支同比增加11.95%/0.11%。资本开支用于增加短期产量的开发类资本开支处于正增长，而用于中长期产能的勘探类资本开支出现负增长。

图表：全球原油勘探资本支出（百万美元）



图表：全球原油开发资本支出（百万美元）



降杠杆、提高股东回报成为页岩油企业首要选择

- 通过对样本公司的经营性净现金流以及资本开支数据的整理可以发现，页岩油企业资本开支经历了约3个阶段，2013-2016年期间，页岩油企业资本开支远超企业经营活动现金流净额，该阶段油企通过加杠杆推高资本开支金额，而第二阶段为2017-2019年阶段，该阶段油企资本开支与油企经营活动现金流净额基本一致，油企逐步依靠内生性资金维持每年的资本开支。自2020年以后，受公共卫生事件、地缘局势问题、终端消费低迷等一系列影响，油企资本开支大幅下滑，资本开支在经营活动现金流净额占比从2019年的103%左右下滑至2022年37%，2023年受油价下降影响经营活动现金流有所减少，该比值回升至59%，即使2024年全球原油需求持续改善以及油价维持较高水平，页岩油企资本开支依然增幅有限，开支意愿不足。

图表：样本页岩油企资本开支与经营活动现金流净额的比值



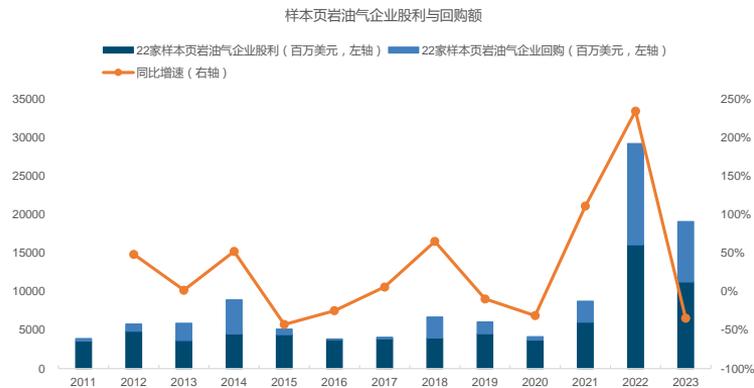
降杠杆、提高股东回报成为页岩油企业首要选择

- 通过对美国页岩油企业用于股东回报的现金流追踪可以显著的发现，美国页岩油企业持续维持较为稳定的分红，即使在2020年低油价环境下，用于股东分红的现金流并未出现显著下滑，主要收缩了股东回购规模，2011-2020年样本页岩油企业分红及回购平均金额约为54亿元。伴随2021-2023年原油价格的持续上升并维持中高位震荡，美国页岩油企业大幅增加分红金额，回购规模也有显著的提升，用于股东回报的现金流（股利与企业回购之和）出现显著上升，2022年达到了近12年以来最高水平，2023年伴随油价回落略有下降，但持续维持在较高水平，2023年22家样本页岩油企业分红及回购金额约为191亿美元，达到2011-2020年平均水平的3.51倍。

图表：样本页岩油企股利、回购额与原油价格



图表：样本页岩油企股利、回购额及同比增速



资料来源：各公司公告，国金证券研究所

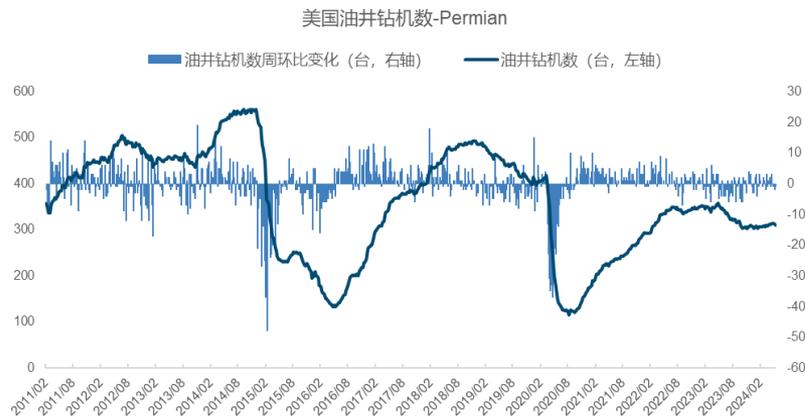
美国页岩油开采活跃度弱于预期

- 2023年初至今美国页岩油开采活跃度显著弱于预期。当前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5月17日美国活跃油井钻机数量仅有497台左右。

图表：美国页岩油开采活跃度显著弱于预期



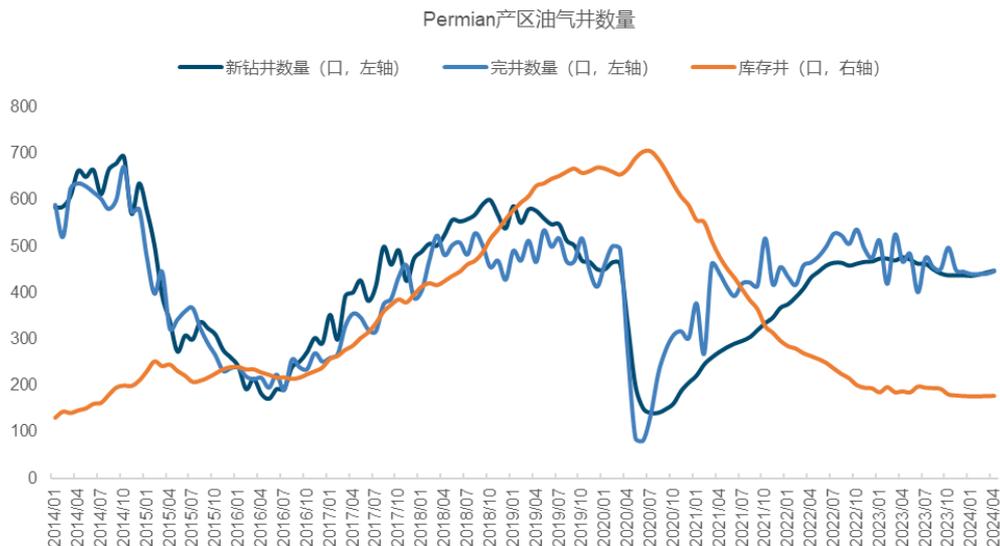
图表：Permian产区页岩油开采活跃度显著弱于预期



品位下滑或成页岩油产量增量持续低于预期核心因素

- 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较小。

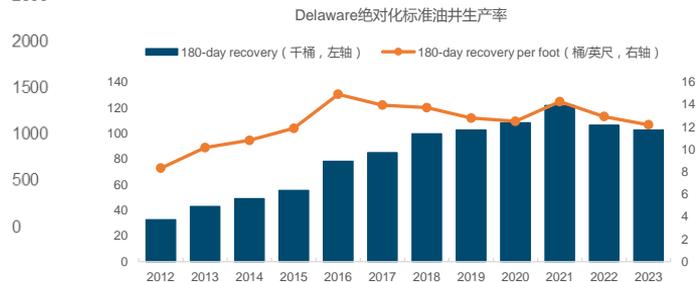
图表：美国Permian产区油气井数量



图表：Midland绝对化标准油井生产率



图表：Delaware绝对化标准油井生产率



上游开发成本通胀严重冲抵实物工作量

- 统计22家页岩油企业近年的资本开支以及产量，较为明显的趋势是伴随2022-2023年公共卫生事件结束全球经济复苏，叠加地缘局势紧张和高油价引发的能源安全问题，样本页岩油企业仍存在着不小的资本开支增量，2023年样本页岩油企业资本开支有28.82%的增量；但与此同时，2023年样本页岩油企业产量增速仅有8.35%。上游开发成本通胀严重或冲抵实物工作量，导致页岩油气企业产量增速不及预期。

图表：样本页岩油气企业历史原油产量



图表：样本页岩油气企业历史资本开支



图表：样本页岩油气企业原油产量与资本开支增速对比



上游开发成本通胀严重冲抵实物工作量

- 在公共卫生事件冲击下，劳动力短缺成为上游开发的限制性因素，在达拉斯联储的调研中，2020年公共卫生事件后员工数量出现显著下滑，偏紧的劳动力市场推动美国工人薪酬水平大幅提升。2023年每周工资同比上升约6%，而2023年CPI指数同比增加4.1%，工人工资增速高于同期消费者价格指数CPI增速水平，增加了页岩油企业的生产用工成本。
- 与此同时，上游原材料成本上涨也是导致上游开发通胀严重的重要因素，限制了页岩油企业增产能力。



图表：劳动力短缺成为上游开发的限制性因素

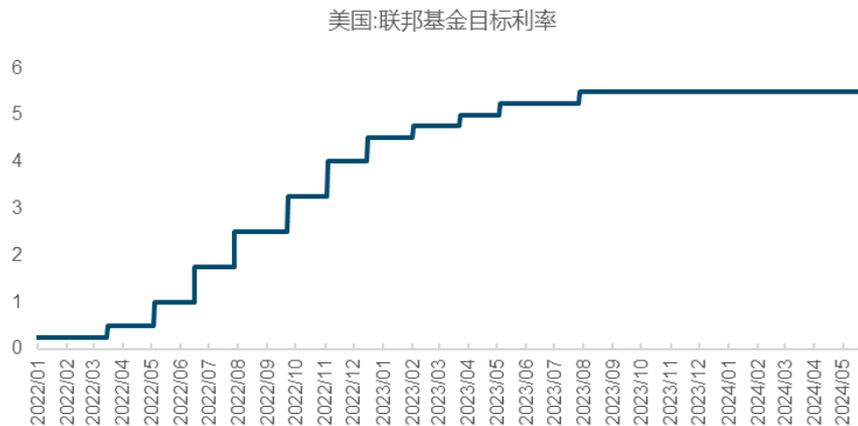


图表：上游原材料成本上涨也是导致上游开发通胀严重的重要因素



美联储已经连续四次暂停加息，市场出现降息预期

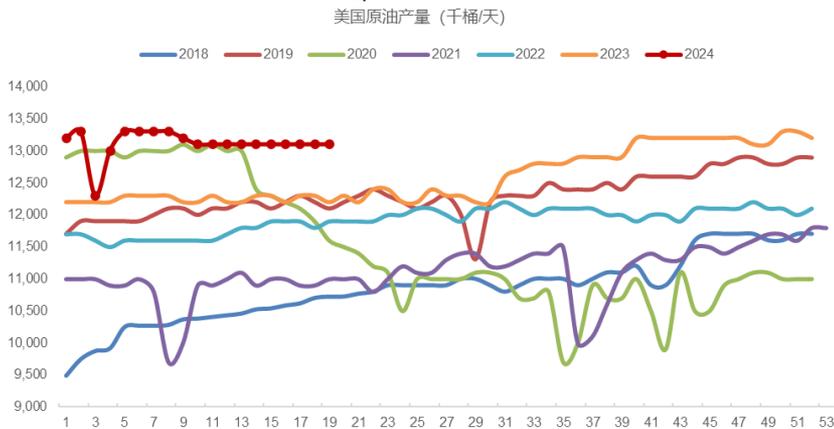
- 2023年7月27日美联储宣布继续加息25个基点，此次加息为2023年第四次加息，也是2022年以来的第十一次加息。在此次加息之后，美联储本轮已经累计将利率调高了525个基点，联邦基金利率目标区间已升至5.25%-5.50%，达到2001年1月以来的最高水平。美联储持续加息在一定程度上对通胀起到抑制作用，但继续加息对银行业、实体经济乃至国际油价造成的影响或将不可控制，2024年美国通胀水平较2022年预计有所缓解，但仍大概率将维持较高水平。
- 2023年7月“最后一次”加息以来，美联储已经连续多次暂停加息。2023年底以来，市场开始出现降息预期，隔夜利率的波动性有所提升。这是货币市场流动性“结构性短缺”信号，意味着货币市场的流动性已不再处于“超级过剩”的状态。



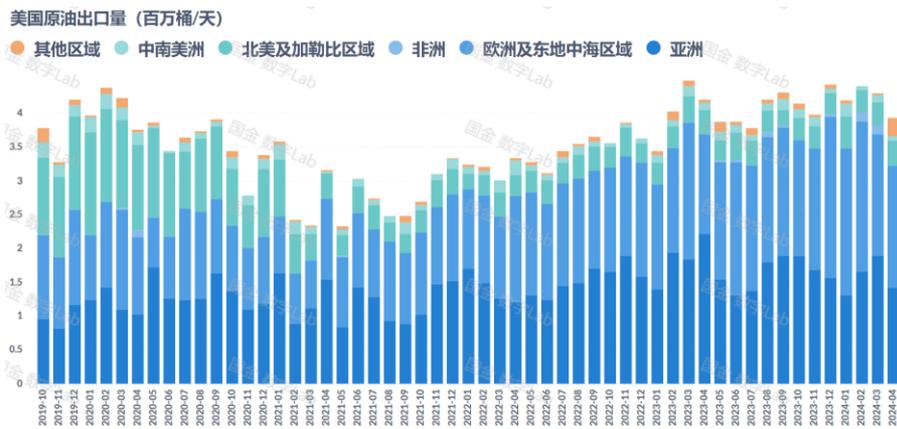
美国原油供应未出现明显增量

- 2024年4月美国原油产量为1310万桶/天，环比减少0.15%，整体产量增量不及预期。
- 2024年4月美国原油出口量为393万桶/天，环比减少8.39%，2023年以来美国原油出口量未出现明显增量。

图表：美国原油产量（千桶/天）



图表：美国原油出口量（百万桶/天）



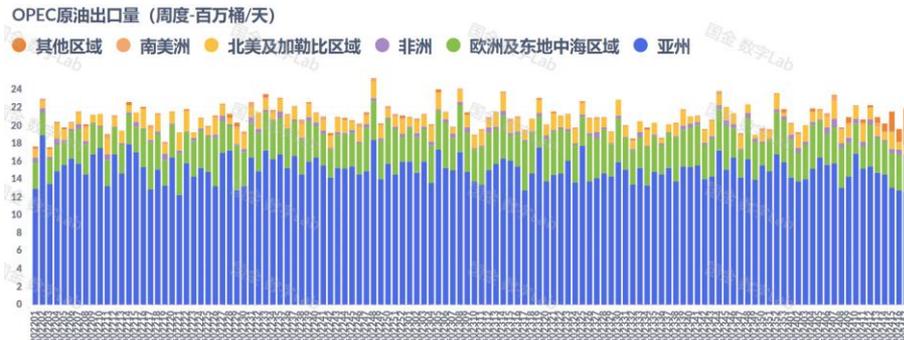
● OPEC原油供应增量或较为有限

- 2024年4月OPEC原油产量为2738万桶，环比增加0.25%，4月原油出口量为2073万桶，环比减少2.17%。OPEC原油对外出口量基本恢复至2019年公共卫生事件前水平，考虑到OPEC目前决定维持200万桶/天的减产执行计划至2023年底、维持115万桶/天的额外自愿减产至2024年底、沙特将在2023年7-12月实施独立于OPEC+的额外减产100万桶/天，以及OPEC+于2024年上半年进行220万桶/天的自愿减产，OPEC后续原油边际供应增量或较为有限。

图表：OPEC原油产量（千桶/天）



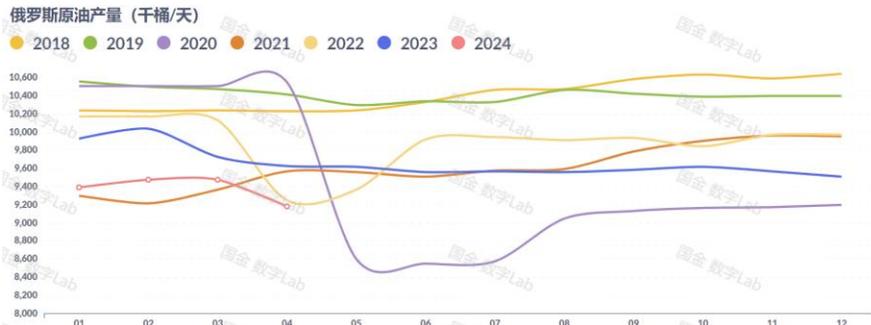
图表：OPEC原油出口量（百万桶/天）



俄罗斯原油对外供应量或出现边际减少

- 2024年4月俄罗斯原油产量为919万桶，环比减少3.05%，4月原油出口量为469万桶，环比减少1.68%。俄罗斯原油供应基本维持在历史中高位水平，但考虑到俄罗斯宣布3月起减产50万桶/天，并维持到2024年底，同时将在2023年8月额外减产50万桶/天，在2023年9-12月减少出口30万桶/天，后续俄罗斯原油对外供应量或出现边际减少。

图表：俄罗斯原油产量（千桶/天）



图表：俄罗斯原油出口量（百万桶/天）



三桶油勘探开发资本支出持续维持较高水平

- 为响应国家增储上产号召，保障国家能源安全，三桶油持续维持较高的勘探开发资本开支水平，2023年三桶油合计勘探开发资本支出4549亿元，同比增加12.25%。2024年合计勘探开发资本支出指引4208亿元，同比减少7.49%，持续维持较高水平。

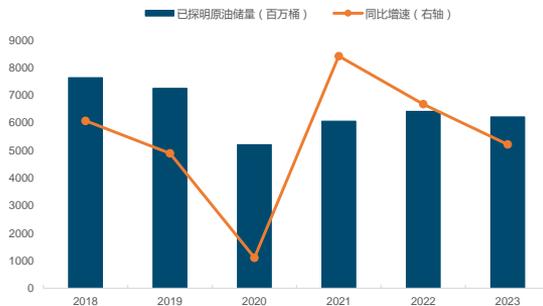
图表：三桶油勘探开发资本支出持续维持较高水平



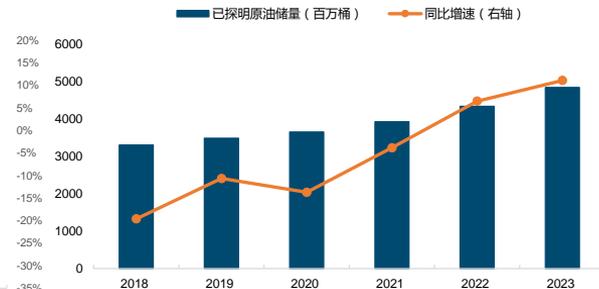
三桶油油气储量整体维持在较高水平

- 三桶油合计原油储量自2020年底部回升，整体维持在较高水平。2023年三桶油合计原油储量达到130.64亿桶，同比上升2.75%；三桶油合计天然气储量持续维持较高水平，2023年三桶油合计天然气储量为91.30兆立方英尺，同比增加0.08%。

图表：中国石油已探明原油储量



图表：中国海油已探明原油储量



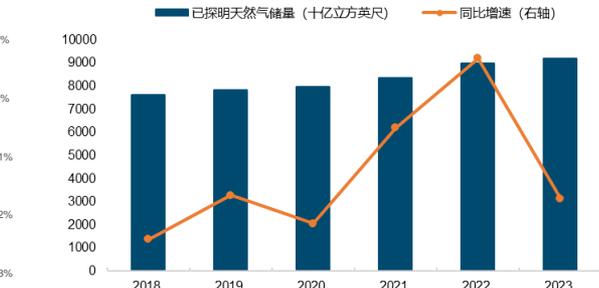
图表：中国石化已探明原油储量



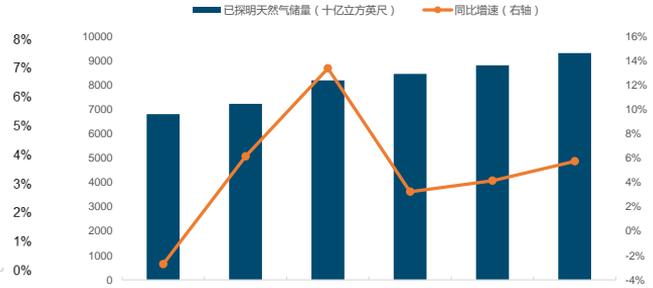
图表：中国石油已探明天然气储量



图表：中国海油已探明天然气储量



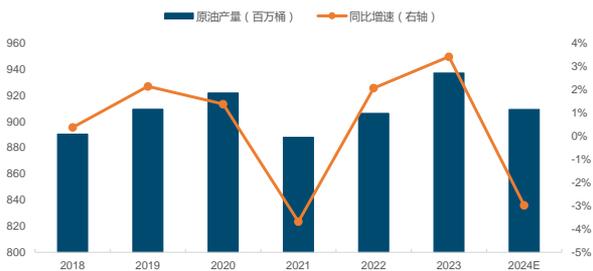
图表：中国石化已探明天然气储量



三桶油油气产量维持稳定

- 三桶油合计原油产量持续维持稳定，2023年合计原油产量达到17.48亿桶，同比增加4.22%，2024年预计生产原油17.41亿桶。三桶油合计天然气产量维持稳中有升，2023年合计天然气产量达到7.13兆立方英尺，同比上升6.45%，2024年预计生产天然气7.47兆立方英尺。三桶油上游资产开发稳定为未来业绩增长和公司高股息回报奠定了坚实基础。

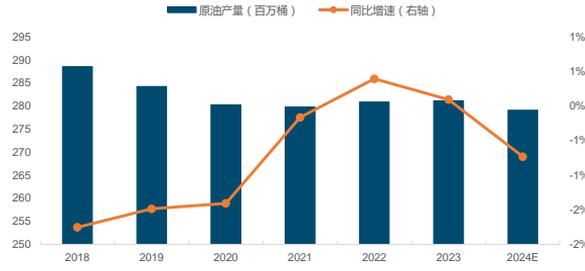
图表：中国石油原油产量



图表：中国海油原油产量



图表：中国石化原油产量



图表：中国石油天然气产量



图表：中国海油天然气产量



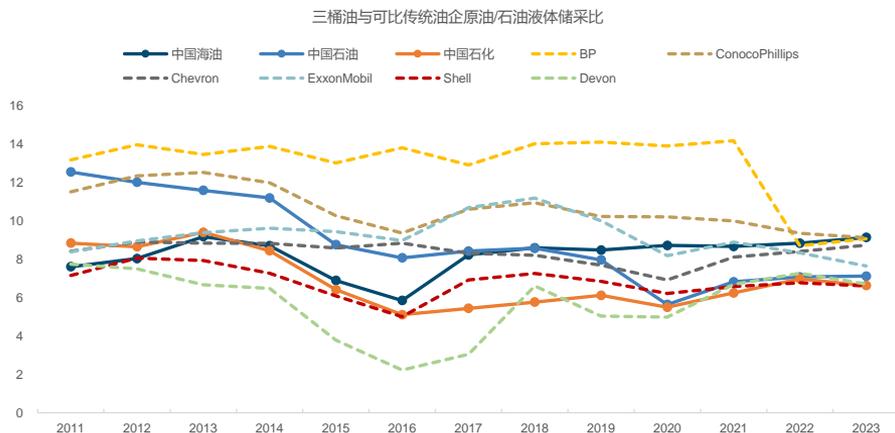
图表：中国石化天然气产量



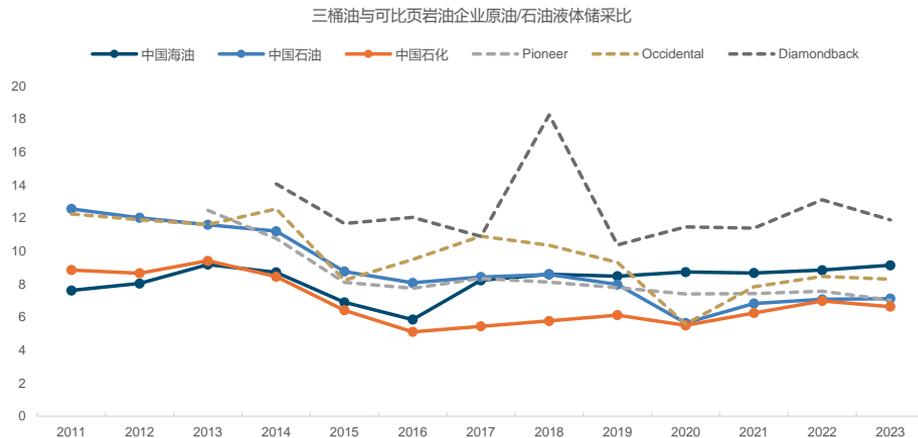
三桶油健康的储采比为公司成长性、产量稳定性提供坚实基础

- 三桶油石油液体储采比持续修复，中海油相比2016年储采比底部已大幅改善，从底部6左右恢复至9.14，已超过2014年水平；中石油、中石化储采比整体维持稳定，自2020年出现下滑后逐年修复，目前已恢复至7左右的储采比水平。值得注意的是，多个可比公司受全球公共卫生事件负面影响以及全球“碳中和”规划下降低油气板块资本支出，尤其是勘探部分的开支，而集中加强用于开发的资本支出，从而导致储采比持续呈下滑趋势或维持历史相对低位，而健康的储采比为公司成长性以及产量持续稳定性提供坚实的基础。

图表：三桶油与可比传统油企原油/石油液体储采比



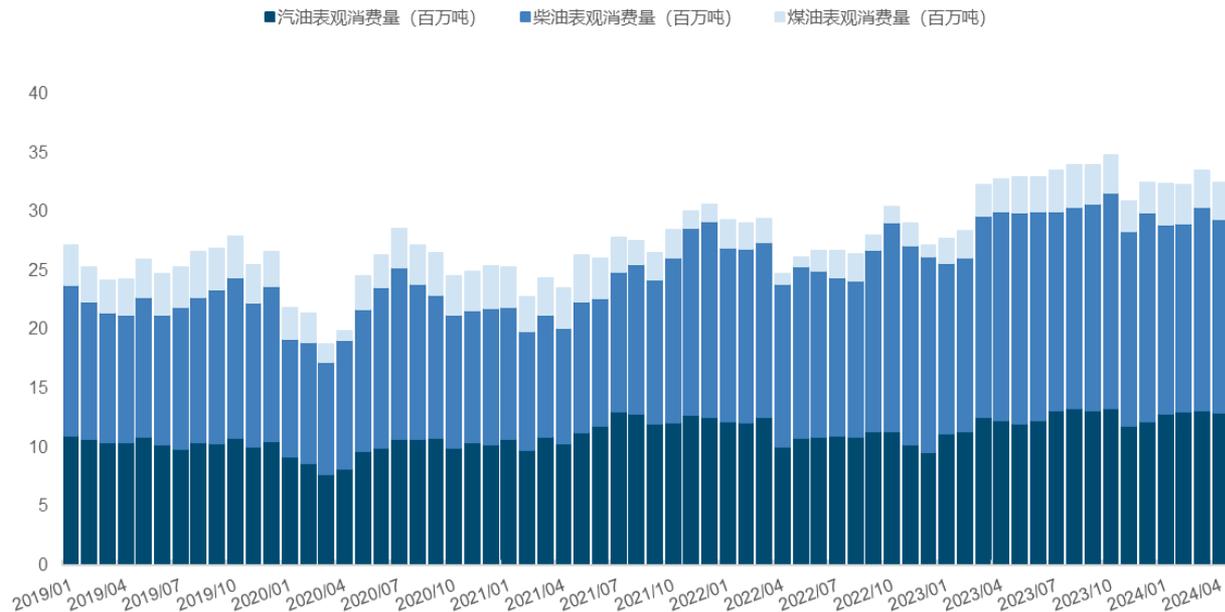
图表：三桶油与可比页岩油企业原油/石油液体储采比



国内成品油消费需求旺盛

- 2023年以来成品油消费需求持续旺盛，3月以来始终处于往年同期最高水平，1-12月汽油/柴油/煤油表观消费量分别为1.49亿吨/2.04亿吨/0.34亿吨，分别同比增加11.63%/13.11%/75.30%。
- 2024年年初成品油消费需求延续旺盛势头，2024年1-4月成品油表观消费量为1.31亿吨，同比增加7.88%。

图表：中国成品油需求持续旺盛



汽柴油批零价差整体维持中高位

- 与此同时，国内汽柴油批零价差持续维持稳健，2019年以来柴油/汽油批零价差均值为924元/1770元/吨，成品油销售板块中高景气有望延续。

图表：柴汽油批零价差（元/吨）



两桶油成品油销售板块高景气

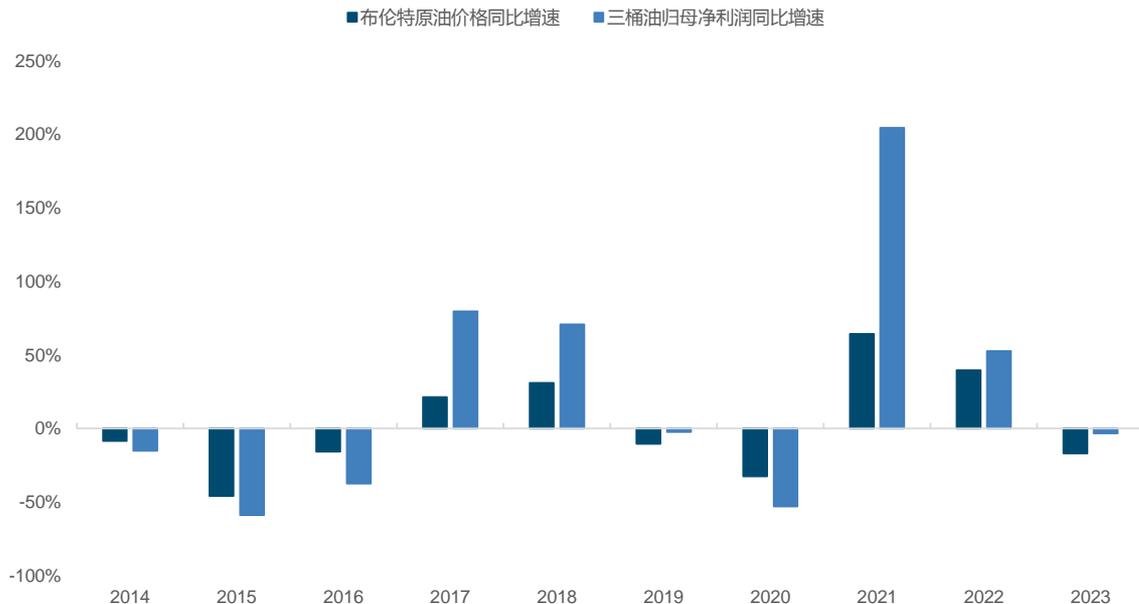
- 中国石油与中国石化炼油及成品油销售板块高景气，中国石油2023年成品油销售量达1.66亿吨，分别同比增加10.06%；中国石化2023年成品油销售量达2.05亿吨，同比增加14.12%，2023年两桶油成品油销售量显著提升有望提振公司成品油销售板块业绩增长。



三桶油业绩油价关联性下降，抵御油价波动风险能力增强

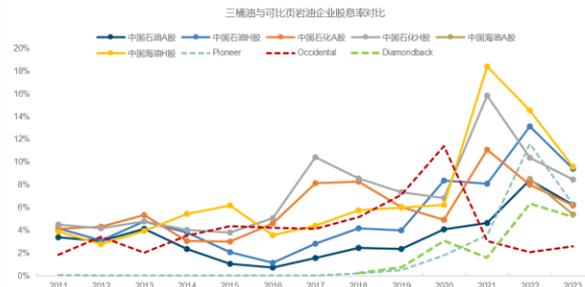
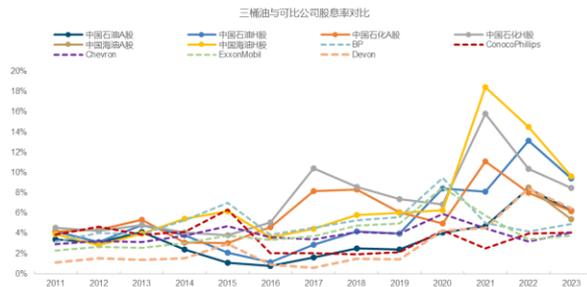
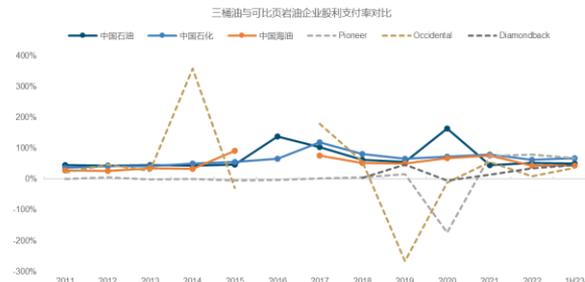
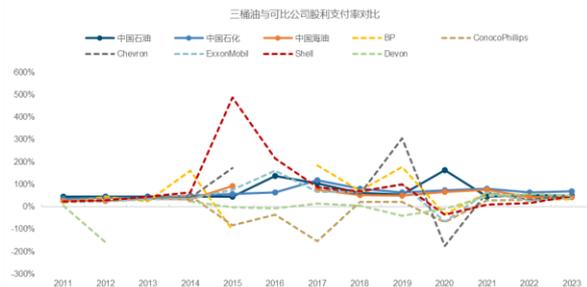
- 近年来三桶油上下游一体化程度不断加深，抵御风险的能力或将提升，业绩与油价波动相关性逐步减弱。自2017年以来，除2020年公共卫生事件影响终端消费需求油价暴跌外，均实现业绩增速高于原油价格增速，2023年更是在原油价格同比下降17.02%的情况下，三桶油合计归母净利润仅下降3.38%，下降幅度远低于历史油价下跌年份，三桶油即使在油价下行周期业绩仍然持续维持稳健，公司防御属性强。

图表：三桶油归母净利润与布伦特原油价格同比增速对比



三桶油业绩持续稳健，股息回报丰厚

- 三桶油持续维持高股利支付率，2023年中海油/中石油/中石化全年现金分红分别为539亿元/805亿元/412亿元，对应股利支付率分别为43.55%/49.97%/68.10%。
- 三桶油持续维持高股息政策，股东投资回报丰厚，以2023年12月31日收盘价计算，中海油/中石油/中石化A股股息率分别为5.40%/6.23%/6.18%，H股股息率分别为9.62%/9.41%/8.51%。三桶油股利支付率处于可比公司中高水平，股息率高于其他可比企业，三桶油股东投资回报丰厚。



三桶油业绩持续稳健，股息回报丰厚

- 我们持续看好油价因重点产油国原油供应边际增量有限而维持中高位震荡，三桶油积极响应国家增储上产号召，加大上游油气勘探开发力度，促进油气储量、产量增长。同时，2023年国内成品油市场持续旺盛，炼油及成品油销售板块业绩强劲，或为三桶油带来一定业绩弹性。
- 我们参考了当前全球原油价格、中国成品油零售价以及三桶油最新业绩情况在不同油价环境假设下对中国石油、中国海油和中国石化进行盈利测算以及股息率预测。受俄乌冲突、巴以冲突以及美联储加息等因素影响，原油价格存在不确定性，在此情况下，我们在悲观/中性/乐观三个不同情景下对中国石油、中国海油和中国石化进行盈利测算以及股息率预测。

图表：三桶油2024-2026年股息率预测-以2024年5月29日收盘价计算

证券代码	公司	情景	归母净利润一致预测（百万元）			总股本 （百万股）	EPS			股利支付率	股利			股息率			股价
			2024E	2025E	2026E		2024E	2025E	2026E		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
601857.SH	中国石油	乐观假设	197160.26	215968.66	222955.28	183020.98	1.08	1.18	1.22	45%	0.48	0.53	0.55	4.62%	5.06%	5.23%	10.49
		中性假设	181054.51	191827.67	200981.76		0.99	1.05	1.10		0.45	0.47	0.49	4.24%	4.50%	4.71%	
		悲观假设	165471.42	176640.48	183190.04		0.90	0.97	1.00		0.41	0.43	0.45	3.88%	4.14%	4.29%	
0857.HK	中国石化	乐观假设	197160.26	215968.66	222955.28	183020.98	1.08	1.18	1.22	45%	0.48	0.53	0.55	6.57%	7.19%	7.43%	7.38
		中性假设	181054.51	191827.67	200981.76		0.99	1.05	1.10		0.45	0.47	0.49	6.03%	6.39%	6.69%	
		悲观假设	165471.42	176640.48	183190.04		0.90	0.97	1.00		0.41	0.43	0.45	5.51%	5.88%	6.10%	
600938.SH	中国海油	乐观假设	180911.75	186104.67	192555.77	47566.76	3.80	3.91	4.05	50%	1.90	1.96	2.02	6.25%	6.43%	6.65%	30.44
		中性假设	155085.85	160016.17	165094.46		3.26	3.36	3.47		1.63	1.68	1.74	5.36%	5.53%	5.70%	
		悲观假设	123684.16	127919.36	131152.73		2.60	2.69	2.76		1.30	1.34	1.38	4.27%	4.42%	4.53%	
0883.HK	中国海油	乐观假设	180911.75	186104.67	192555.77	47566.76	3.80	3.91	4.05	50%	1.90	1.96	2.02	9.97%	10.26%	10.61%	19.07
		中性假设	155085.85	160016.17	165094.46		3.26	3.36	3.47		1.63	1.68	1.74	8.55%	8.82%	9.10%	
		悲观假设	123684.16	127919.36	131152.73		2.60	2.69	2.76		1.30	1.34	1.38	6.82%	7.05%	7.23%	
600028.SH	中国石化	乐观假设	75838.71	80432.86	84862.75	121739.69	0.62	0.66	0.70	65%	0.40	0.43	0.45	6.12%	6.49%	6.84%	6.62
		中性假设	68041.28	70262.87	75294.18		0.56	0.58	0.62		0.36	0.38	0.40	5.49%	5.67%	6.07%	
		悲观假设	61058.60	63785.53	64843.60		0.50	0.52	0.53		0.33	0.34	0.35	4.92%	5.14%	5.23%	
0386.HK	中国石化	乐观假设	75838.71	80432.86	84862.75	121739.69	0.62	0.66	0.70	65%	0.40	0.43	0.45	8.65%	9.18%	9.68%	4.68
		中性假设	68041.28	70262.87	75294.18		0.56	0.58	0.62		0.36	0.38	0.40	7.76%	8.02%	8.59%	
		悲观假设	61058.60	63785.53	64843.60		0.50	0.52	0.53		0.33	0.34	0.35	6.97%	7.28%	7.40%	

三桶油业绩持续稳健，股息回报丰厚

- 中性情景下，我们持续看好原油价格中枢在供需偏紧情景下持续维持高位，2024-2026年保守给予80/80/80美元/桶的原油销售价格。在此假设下，2024-2026年三桶油对应A股股息率在4-7%的范围，H股股息率在6-10%的范围内。
- 悲观情景下，或受全球需求衰退，供应端大幅增加等不确定影响，假设全球原油价格有所回落，2024-2026年全球原油价格为70/70/70美元/桶。在此假设下，2024-2026年三桶油对应A股股息率仍然有3-6%，H股股息率仍然有5-8%。
- 乐观情景下，全球原油终端需求进一步恢复，地缘政治的不确定性或造成原油供应端边际减少可能性，全球原油价格中枢或进一步上抬，假设2024-2026年全球原油价格为100/100/100美元/桶。2024-2026年三桶油A股对应股息率有望提升至4-7%，H股对应股息率有望提升至6-11%。

图表：三桶油2024-2026年股息率预测-以2024年5月29日收盘价计算

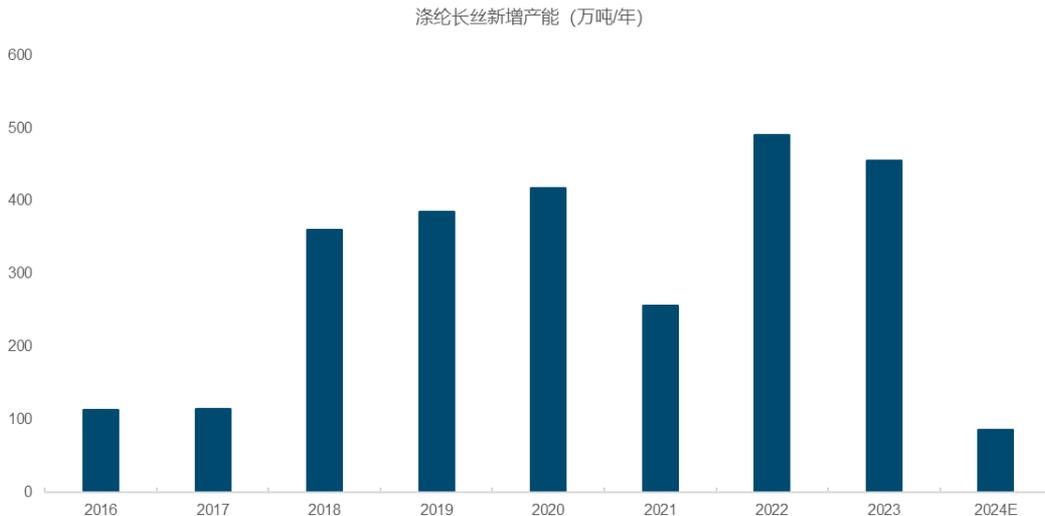
证券代码	公司	情景	归母净利润一致预测（百万元）			总股本 (百万股)	EPS			股利支付率	股利			股息率			股价
			2024E	2025E	2026E		2024E	2025E	2026E		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
601857.SH	中国石化	乐观假设	197160.26	215968.66	222955.28	183020.98	1.08	1.18	1.22	45%	0.48	0.53	0.55	4.62%	5.06%	5.23%	10.49
		中性假设	181054.51	191827.67	200981.76		0.99	1.05	1.10		0.45	0.47	0.49	4.24%	4.50%	4.71%	
		悲观假设	165471.42	176640.48	183190.04		0.90	0.97	1.00		0.41	0.43	0.45	3.88%	4.14%	4.29%	
0857.HK	中国石化	乐观假设	197160.26	215968.66	222955.28	183020.98	1.08	1.18	1.22	45%	0.48	0.53	0.55	6.57%	7.19%	7.43%	7.38
		中性假设	181054.51	191827.67	200981.76		0.99	1.05	1.10		0.45	0.47	0.49	6.03%	6.39%	6.69%	
		悲观假设	165471.42	176640.48	183190.04		0.90	0.97	1.00		0.41	0.43	0.45	5.51%	5.88%	6.10%	
600938.SH	中国海油	乐观假设	180911.75	186104.67	192555.77	47566.76	3.80	3.91	4.05	50%	1.90	1.96	2.02	6.25%	6.43%	6.65%	30.44
		中性假设	155085.85	160016.17	165094.46		3.26	3.36	3.47		1.63	1.68	1.74	5.36%	5.53%	5.70%	
		悲观假设	123684.16	127919.36	131152.73		2.60	2.69	2.76		1.30	1.34	1.38	4.27%	4.42%	4.53%	
0883.HK	中国海油	乐观假设	180911.75	186104.67	192555.77	47566.76	3.80	3.91	4.05	50%	1.90	1.96	2.02	9.97%	10.26%	10.61%	19.07
		中性假设	155085.85	160016.17	165094.46		3.26	3.36	3.47		1.63	1.68	1.74	8.55%	8.82%	9.10%	
		悲观假设	123684.16	127919.36	131152.73		2.60	2.69	2.76		1.30	1.34	1.38	6.82%	7.05%	7.23%	
600028.SH	中国石化	乐观假设	75838.71	80432.86	84862.75	121739.69	0.62	0.66	0.70	65%	0.40	0.43	0.45	6.12%	6.49%	6.84%	6.62
		中性假设	68041.28	70262.87	75294.18		0.56	0.58	0.62		0.36	0.38	0.40	5.49%	5.67%	6.07%	
		悲观假设	61058.60	63785.53	64843.60		0.50	0.52	0.53		0.33	0.34	0.35	4.92%	5.14%	5.23%	
0386.HK	中国石化	乐观假设	75838.71	80432.86	84862.75	121739.69	0.62	0.66	0.70	65%	0.40	0.43	0.45	8.65%	9.18%	9.68%	4.68
		中性假设	68041.28	70262.87	75294.18		0.56	0.58	0.62		0.36	0.38	0.40	7.76%	8.02%	8.59%	
		悲观假设	61058.60	63785.53	64843.60		0.50	0.52	0.53		0.33	0.34	0.35	6.97%	7.28%	7.40%	

02 伴随经济恢复 中下游炼化板块业绩或持续边际修复

产能投放窗口期即将结束，长丝供需格局或出现反转

- 2023年龙头企业规划产能投产结束，后续暂时没有大体量新产能的规划，产能投放窗口期即将结束，供应端边际增量减少，而需求端有望持续恢复，涤纶长丝供需格局或出现反转。

图表：2016-2024E涤纶长丝新增产能梳理（万吨/年）



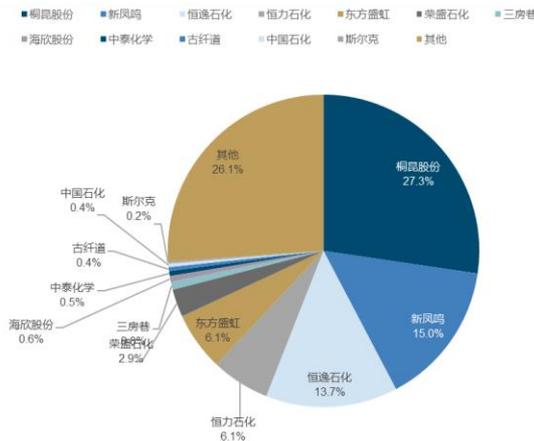
行业集中度较高，龙头企业议价能力强

- 2023年新投放涤纶长丝产能约456万吨/年，新增产能主要来自CR5企业，部分规模较小或经营效益较差的企业逐渐退出市场，产业集中度进一步提升。
- 截至目前涤纶长丝产能约为4943万吨/年，桐昆股份/新凤鸣/恒逸石化/恒力石化/东方盛虹涤纶长丝权益产能分别为1351/740/677/300/300万吨/年,CR6达到71%。2024年预计仅有荣盛、新凤鸣合计86万吨新增产能。

图表：涤纶长丝现有产能情况梳理

上市公司	已有产能 (万吨/年)
桐昆股份	1351
新凤鸣	740
恒逸石化	677
恒力石化	300
东方盛虹	300
荣盛石化	142
三房巷	40
海欣股份	30
中泰化学	25
古纤道	20
中国石化	18
斯尔克	10
其他	1290

图表：涤纶长丝市场竞争格局



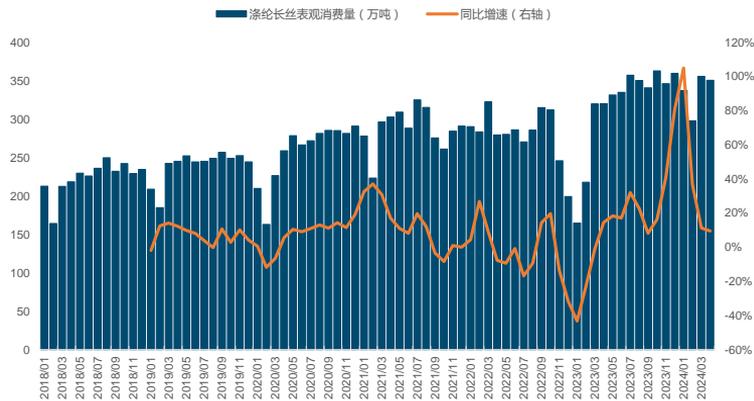
图表：拟在建产能情况梳理

企业	未来产能 (万吨/年)	预计投产时间
浙江荣盛	50	2024
新凤鸣	36	2024
合计	86	

大体量长丝产能投放不改行业稳健恢复势头

- 2024年涤纶长丝延续稳健修复势头，1-4月表观消费量达1341万吨，同比增加31.21%。
- 2024年1-4月POY/DTY/FDY-PTA/MEG产品价格差分别为990元/2180元/1545元/吨，分别环比减少10.57%/1.59%/7.71%，虽然同比有所下降，但仍稳健持续修复。

图表：涤纶长丝表观消费量显著修复



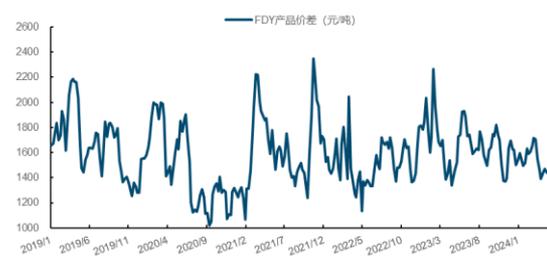
图表：POY-PTA/MEG产品价格差持续修复



图表：DTY-PTA/MEG产品价格差持续修复



图表：FDY-PTA/MEG产品价格差持续修复

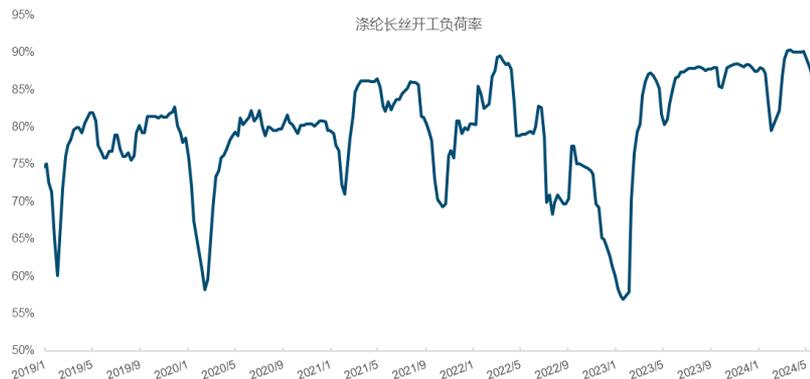


资料来源：卓创资讯，CCFEI，国金证券研究所

大体量长丝产能投放不改行业稳健恢复势头

- 涤纶长丝开工负荷持续维持在较高水平，2024年1-4月涤纶长丝开工负荷均值达87.63%，持续维持较高水平，5月以来开工负荷有所下滑。
- 与此同时，涤纶长丝产品库存维持在合理区间，2024年1-4月POY/DTY/FDY库存均值分别为22天/25天/22天，相较于23年底水平有所累库，主要为进入下游旺季长丝开工负荷较高导致，伴随后续涤纶长丝产销情况持续好转，复苏态势有望延续。

图表：涤纶长丝开工负荷维持中高水平



图表：涤纶长丝产品持续去库



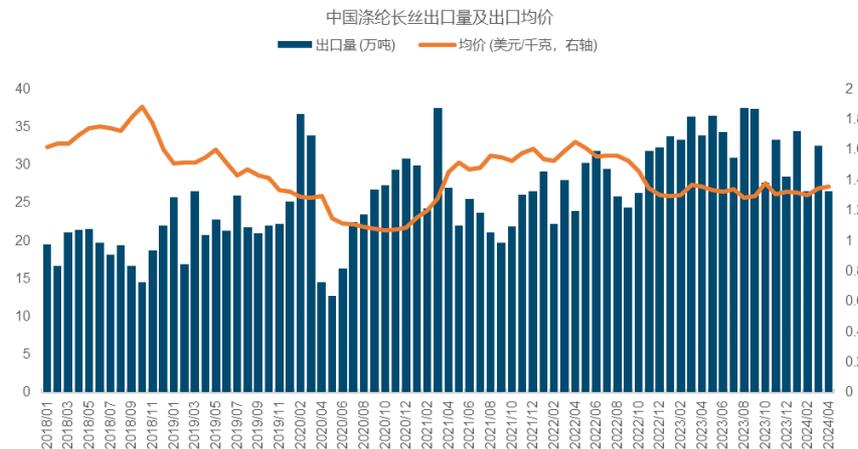
长丝需求持续恢复，2024年有望获得较大弹性

- 涤纶长丝下游织机开工率持续维持在较高水平，2024年1-4月涤纶长丝下游织机开工率均值为58.66%，下游织机活跃度提升带动涤纶长丝需求持续恢复。
- 与此同时，由于下游纺织服装行业逐步向东南亚转移，海外长丝需求带动我国涤纶长丝出口量不断提升，2024年1-4月涤纶长丝出口量始终处于较高水平，1-4月涤纶长丝出口总量达120万吨。

图表：涤纶长丝下游织机开工率



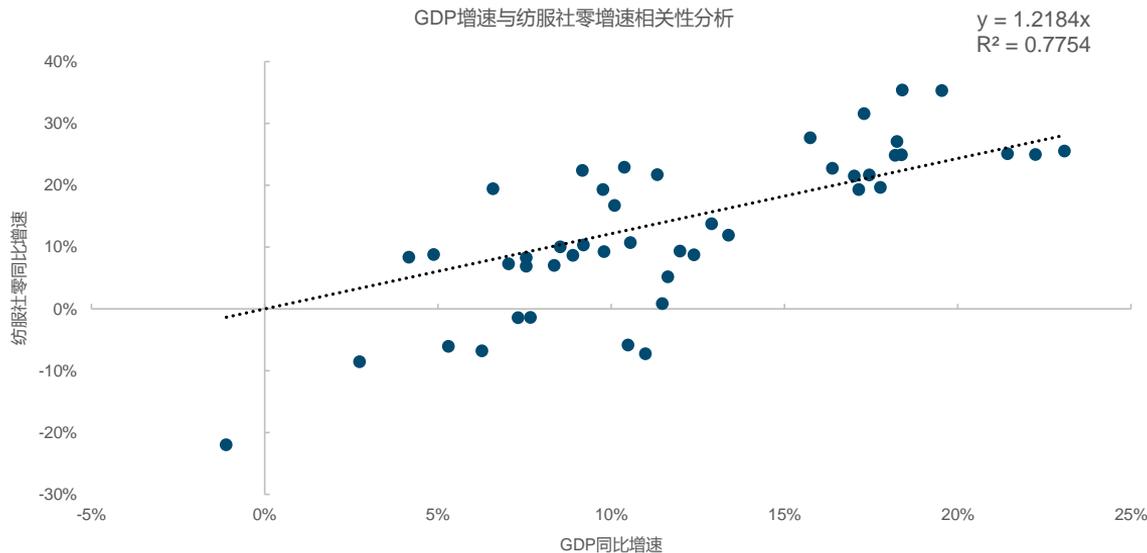
图表：中国涤纶长丝出口量及出口均价



长丝需求持续恢复，2024年有望获得较大弹性

- 与此同时，我们将国内纺服社零增速与GDP增速（现价）对比发现两者具有较强关联性，伴随经济回暖涤纶长丝需求增速或大于供应增速，涤纶长丝中长期业绩弹性有望在2024年初步开启。

图表：GDP增速与纺服社零增速相关性分析

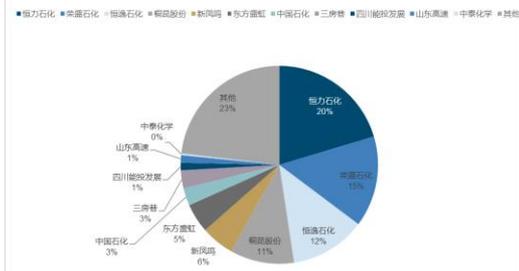


长丝需求持续恢复，2024年有望获得较大弹性

- PTA市场整体处于“供过于求”的局面，促使PTA上游PX及下游聚酯长丝环节利润增厚，伴随经济的逐步恢复长丝下游需求回暖，涤纶长丝行业景气度有望出现反转。
- 涤纶长丝CR5企业大多向上游配套了PTA甚至炼化一体化产能，伴随终端需求的回暖，一体化布局的龙头企业或获得更大弹性。

图表：PTA在产产能梳理（万吨/年）

上市公司	总权益产能（万吨/年）
恒力石化	1660.00
荣盛石化	1210.56
恒逸石化	1007.73
桐昆股份	857.90
新凤鸣	440.00
东方盛虹	390.00
中国石化	232.50
三房巷	240.00
四川能投发展	100.00
山东高速	100.00
中泰化学	24.32
其他	1884.49
合计	8147.50



图表：PTA行业供需平衡表



图表：PTA拟在建产能（万吨/年）

企业	未来产能（万吨/年）	预计投产时间
仪征化纤	300	2024年5月
海伦石化	320	2024年6月
独山能源	250	2024年12月
福化福海创	300	2024年12月
广州泛亚	300	2025年3月
独山能源	250	2025年6月
江苏盛虹	250	2025年6月

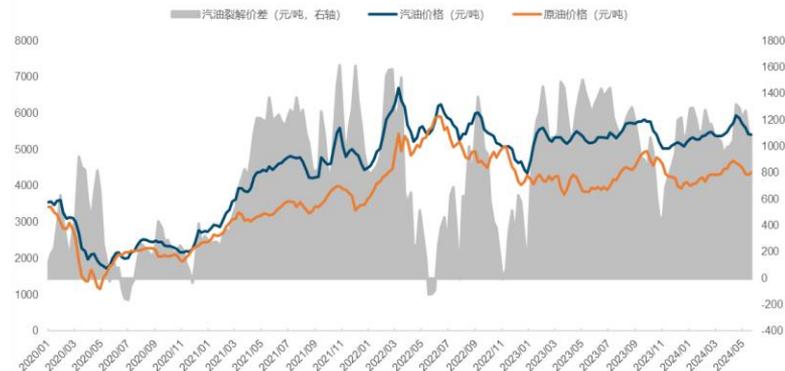
炼油板块持续强劲，化工板块有望持续修复

- 2023年柴油/汽油/航空煤油裂解价差均值分别为912元/1128元/1798元/吨，分别同比增加2.53%/81.57%/2.72%。2023年成品油消费需求强势恢复至远超公共卫生事件前同期水平，成品油裂解价差将持续修复，炼油板块持续维持强势有望提振大炼化企业业绩修复。
- 2024年成品油裂解价差有所分化，汽油市场延续强势，柴油与航煤盈利能力有所下滑，1-4月柴油/汽油/航空煤油裂解价差均值分别为605元/1139元/1590元/吨，分别同比下降43%/5%/22%。

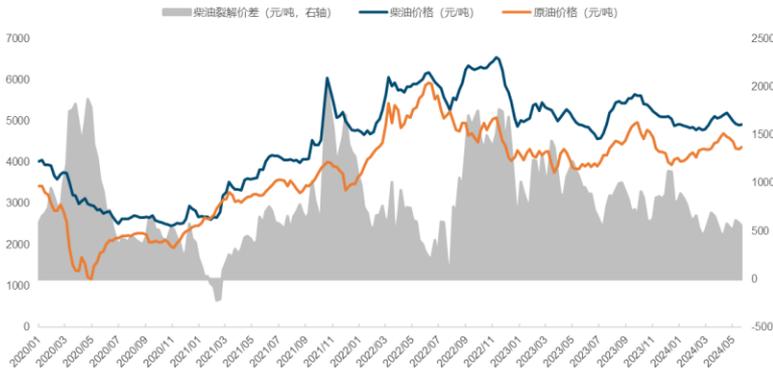
图表：航空煤油裂解价差



图表：汽油裂解价差



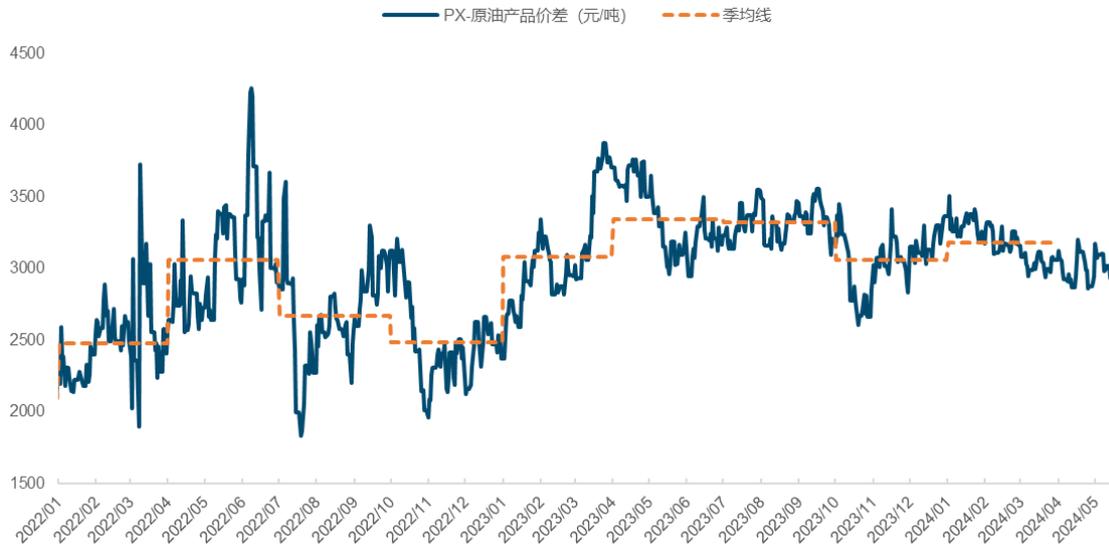
图表：柴油裂解价差



PX持续维持高景气

- 芳烃链中由于PX的原材料MX可用于汽油调油，受益于成品油景气，2023年PX-原油价差均值为3204元/吨，同比增加19.73%，大炼化企业拥有大体量PX产能，PX-原油价差维持较高水平有望支撑公司炼油板块业绩修复。
- 2024年1-4月 PX-原油价差均值为3130元/吨，同比减少2.73%，持续维持在较高水平。

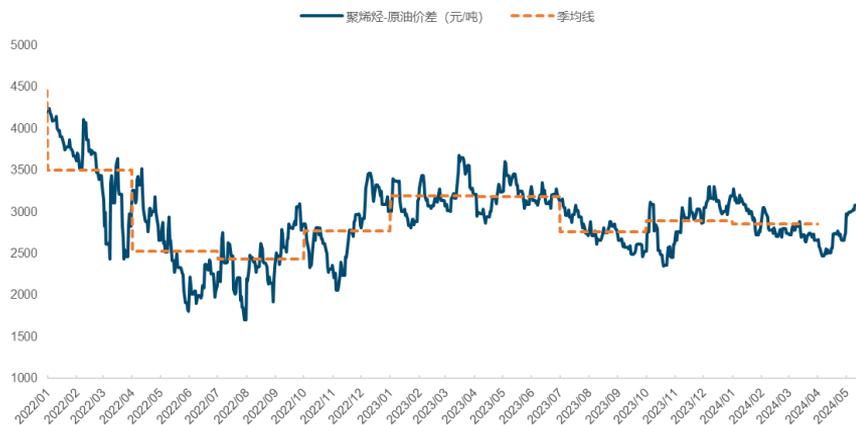
图表：PX-原油产品价差



中下游炼化板块业绩或持续边际修复

- 2023年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，2023年聚烯烃-原油价差均值为3008元/吨，同比增加7.12%。2024年1-4月聚烯烃-原油价差均值为2799元/吨，同比下降11.60%，仍处于磨底状态。
- PTA产品产能投放过快导致产品价差承受收窄压力，2023年PTA-PX价差均值为309元/吨，同比下降24.74%。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。2024年1-4月PTA-PX价差均值为313元/吨，同比减少14.07%。

图表：聚烯烃-原油价差仍处于相对低位



图表：PTA-PX价差仍处于相对低位



恒力石化 灵活投资节奏，股东回报增强

- 恒力石化持续推进炼化一体化的全产业链布局，积极向新材料产品转型升级，但目前多个项目为规划项目，实际建设投产需参考市场供需格局变化情况，部分项目资本开支不排除转为股东回报可能性。
- 与沙特阿美签署《谅解备忘录》，持续延续双方良好贸易势头：恒力石化控股股东恒力集团有限公司与沙特阿美签署《谅解备忘录》，恒力集团与沙特阿美正在讨论沙特阿美（或其控制的关联方）拟向恒力集团收购其所持有的占公司已发行股本百分之十加一股的股份。与此同时，恒力集团将支持和促使公司（及/或其控制的关联方）与沙特阿美（及/或其控制的关联方）在原油供应、原料供应、产品承购、技术许可等方面进行战略合作。沙特与中国企业持续推进深度合作，持续延续双方良好贸易势头，或形成良性互补。

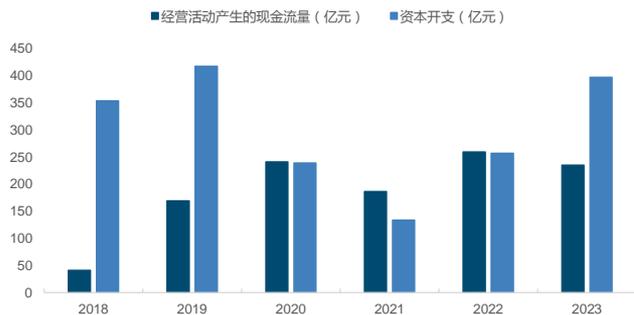
图表：恒力石化规划产能梳理

项目名称	投资规模	产品	产能（万吨/年）	预计投产时间
年产160万吨高性能树脂及新材料项目	200	环氧乙烷	45	已于2023Q3逐步投产，预计将于2024Q2全部投产
		乙醇胺	20	
		乙撑胺	3	
		苯酚	42	
		丙酮	26	
		双酚A	24*2	
		碳酸二甲酯	20	
		聚碳酸酯	26	
		异丙醇	13	
		ABS	30	
		聚苯乙烯	15	
		聚甲醛	8	
80万吨聚脂薄膜、功能性塑料项目	111.25	PD0	7.2	截至2023年底已完成12条线（合计47万吨）中9条线的生产调试，预计2024年下半年全部达产，后续将推进二期项目
		PTMEG	6	
		功能性聚脂薄膜	34.6	
		高端聚脂薄膜	12.4	
		功能性薄膜改性（二期）	10	
年产60万吨功能性聚脂薄膜、功能性薄膜及30亿平方米锂电隔膜项目	124.94	改性PBT（二期）	15	预计2024年下半年逐线投产
		改性PBAT（二期）	8	
		聚脂薄膜	50	
		聚脂薄膜涂布	10	
		锂电池隔膜	15(亿平)	
		涂布	6(亿平)	

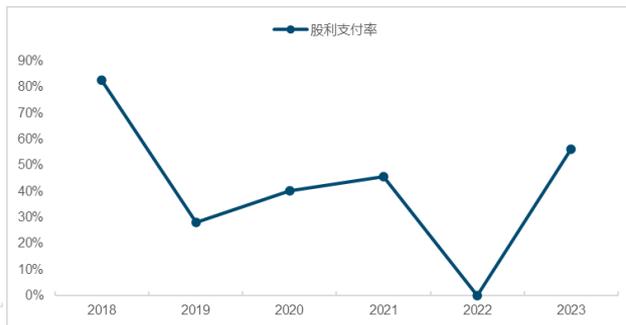
灵活投资节奏，股东回报增强

- 2019年恒力2000万吨炼化一体化项目全面投产后，经营活动现金流显著提升，资本开支水平回落，伴随目前已规划产能的陆续投放，后续资本开支会较为审慎，从2024年下半年开始公司将基本结束本轮投资建设与资本开支的高峰期，后续用于投资的现金流或将用于提升股东回报。
- 公司2024年3月12日发布公告称，2023年度拟派发现金分红总额（含税）占2023年年度归母净利润的比例为50%以上，相较于公司股东回报规划既定的40%高出10%的水平，体现公司重视股东投资回报。
- 2023年公司现金分红比例为56.07%，现金分红共计38.72亿元，以2024年5月29日收盘价计算公司股息率约为3.75%。恒力石化落实“提质增效重回报”行动方案，体现公司重视股东回报，也彰显公司对未来发展的坚定信心。

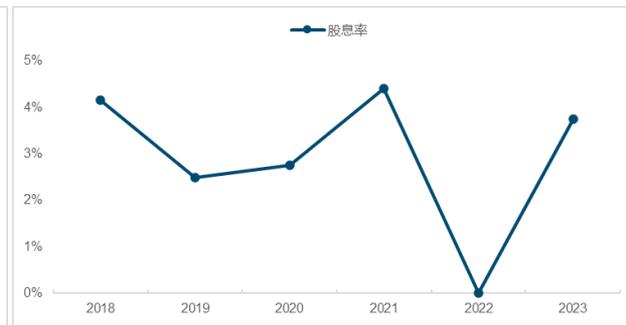
图表：公司经营性现金流与资本开支对比



图表：公司2018-2023年股利支付率



图表：公司2018-2023年股息率



- 持续看好公司在经济回暖后，价差回升带来业绩弹性以及新材料深加工产能投产拉阔终端产品-原油价差的成长，我们预计2024-2026E公司归母净利润分别为85/100/124亿元。
- 参考恒力石化盈利预测以及2023年恒力石化股利支付率达56.07%，假设恒力石化未来股利支付率存在悲观40%，中性50%，较乐观60%，乐观70%不同情景下分红变化，对当前股价下的股息率进行敏感性测试。

图表：公司股息率测算表（以2024年5月29日收盘价计算）

盈利预测			总股本 (亿股)	不同情景	股利支付率	每股股利 (元)			股息率			股价
2024E	2025E	2026E				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
85	100	124	70	悲观	40%	0.48	0.57	0.70	3.30%	3.87%	4.81%	14.64
				中性	50%	0.60	0.71	0.88	4.13%	4.84%	6.01%	
				较乐观	60%	0.73	0.85	1.06	4.95%	5.81%	7.21%	
				乐观	70%	0.85	0.99	1.23	5.78%	6.78%	8.41%	

浙石化 大体量高附加值产品陆续释放有望为公司成长赋能

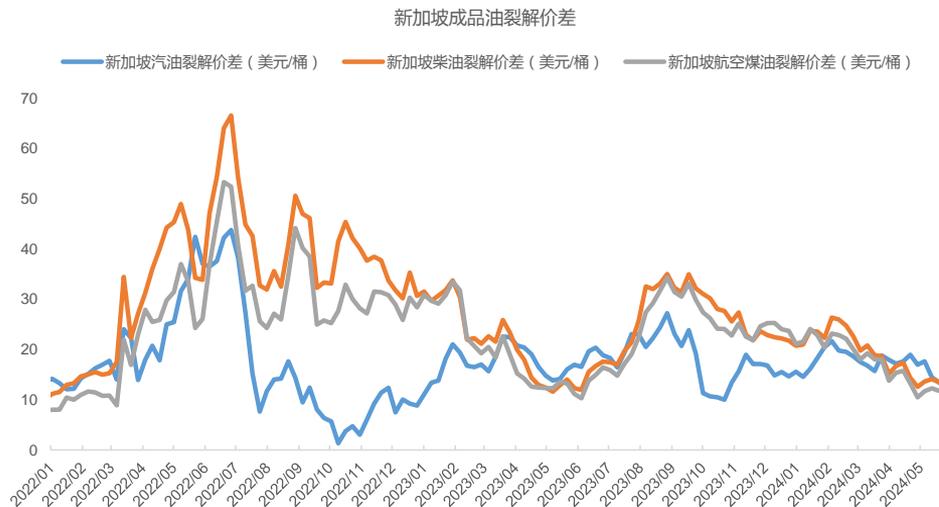
图表：浙江石化规划产能梳理

- 浙石化由荣盛石化持股51%，桐昆股份持股20%，伴随深加工的推进，业绩成长性确定性强。2023年浙石化持续大力推进高端化新材料建设，浙石化三期年产140万吨乙烯及下游化工品项目、高性能树脂项目、高端新材料项目顺利推进，伴随公司未来产能投放，光伏级EVA、DMC、PMMA、ABS、 α -烯烃、POE聚烯烃弹性体、NMP等产品产能将大幅提升，有助于提高产业链延伸将推动公司产品降本增效，带动产品价差进一步走阔，未来业绩有望持续修复。

项目名称	投资规模 (亿元)	产品	产能 (万吨/年)	预计投产时间
浙石化第三套乙烯	345	乙烯	140	2023-2024
		裂解汽油加氢	75	
		丁二烯	25	
		乙苯	3	
		环氧丙烷	27	
		苯乙烯	60*2+10	
		二氧化碳回收	24	
		ABS	40	
		顺丁橡胶	10	
		丁苯橡胶	6	
		醋酸乙烯	30	
		碳酸乙烯酯	20	
		苯酚	40	
		丙酮	25	
浙石化二期高性能树脂	192	乙醇	80	2024-2025
		HDPE	35	
		EVA/LDPE	30	
		EVA(釜式)	10	
		LDPE	40	
		DMC	20	
浙石化高端新材料项目	641	PMMA	3*6	2024-2025
		ABS	120	
		α -烯烃	35	
		POE聚烯烃弹性体	2*20	
		聚丁烯-1	8	
		醋酸乙烯	2*30	
		EVA/LDPE	30	
		己二酸	2*15	
		己二腈	25	
		尼龙66盐	50	
		顺酐	60	
		BDO	50	
		PBS	20	
		聚四氢呋喃	12	
NMP	3			
丙烯腈	66			
SAR	20			
双酚A	24			
甲醇	100			

桐昆股份、新凤鸣 印尼炼化打开二次成长曲线

- 2023年6月26日桐昆股份与新凤鸣联合公告拟启动泰坤石化（印尼）有限公司印尼北加炼化一体化项目，2024年5月24日两家公司联合公告称调整印尼炼化股权结构、投资金额以及项目规模。调整后印尼炼化共计投资59.5亿美元，建设期四年，桐昆股份持有印尼炼化80%权益，新凤鸣持有15%权益，上海青翮持有5%权益，建成后原油加工能力将达到1000万吨/年。
- 印尼炼化一体化项目规划了418万吨/年成品油，200万吨/年PX，120万吨/年乙烯产能，成品油、硫磺、苯、液化气等558万吨/年产品将由印尼市场消化；200万吨/年PX产品将运回中国，在国内市场消化；全密度聚乙烯FDPE、高密度聚乙烯HDPE、线型低密度聚乙烯LLDPE、聚丙烯PP等170万吨/年产品将由印尼以及东盟市场共同消化。伴随全球“双碳”政策的推进，海外老旧炼厂持续出清，推动成品油-原油价差走阔，有望打开业绩二次成长曲线。



卫星化学 布局高端新材料产业园项目，中长期具有较强成长属性

- 2021年公司子公司连云港石化投资建设绿色化学新材料产业园项目，总投资150亿元。项目共分三期分步实施，一期项目建设30万吨/年碳酸酯、20万吨/年乙醇胺、40万吨/年聚苯乙烯，二期建设10万吨/年 α -烯烃及POE，15万吨/年碳酸酯，三期建设40万吨/年聚苯乙烯、30万吨/年碳酸酯，一期项目预计于2023年底投产，二、三期项目将于2027年前投产。
- 此外，公司于2023年6月18日发布公告，拟在连云港徐圩新区投资建设 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目，项目总投资257亿元，建设包括250万吨/年 α -烯烃轻烃配套原料装置，5套10万吨/年 α -烯烃装置、3套20万吨/年POE装置、2套50万吨/年高端聚乙烯（茂金属）、2套40万吨/年PVC综合利用及配套装置、1.5万吨/年聚 α -烯烃装置、5万吨/年超高分子量聚乙烯装置、副产氢气降碳资源化利用装置、LNG储罐。公司公告称，将于6个月内完成开工前各类手续办理，并确保项目将在2024年12月31日前开工建设。公司持续推进C2产业链新材料产品布局，有望借助低原料成本优势实现显著业绩弹性。

图表：公司C2产业链及新材料产业园产能情况

产品	已有产能 (万吨/年)	拟在建产能 (万吨/年)	拟在建产能预计投产时间
乙烯	250	250	2026
HDPE	80		
LDPE	40		
环氧乙烷	102		
苯乙烯	60		
MEG	149.39		
DEG	12.32		
TEG	0.65		
HPEG	20		
TPEG	20		
PEG	5		
NIS	5.8		
通用型聚苯乙烯		20 (一期)、20 (三期)	2023 (一期)、2027 (三期)
高抗冲聚苯乙烯		20 (一期)、20 (三期)	2023 (一期)、2027 (三期)
乙醇胺		20	2023
碳酸酯		30 (一期)、15 (二期)、30 (三期)	2023 (一期)、2027 (二期、三期)
α -烯烃	0.1	10 (含POE, 二期)、5*10 (连云港石化三四期)	2024 (二期)、2026-2027 (连云港三四期)
POE		3*20	2026-2027
茂金属聚乙烯		2*50	2026-2027
PVC		2*40	2026-2027
聚 α -烯烃		1.5	2026-2027
超高分子量聚乙烯		5	2026-2027
EAA		4 (一期)、5 (二期)	2024一期投产

资料来源：卫星化学公司公告，国金证券研究所

卫星化学 布局高端新材料产业园项目，中长期具有较强成长属性

- 2023年9月12日，公司子公司连云港石化收购嘉宏新材100%股权，嘉宏新材将继续负责实施2020年签署的年产90万吨烯烃原料加工及下游HPPO、丙烯腈、ABS装置、丙烯酰胺等高性能材料产业链项目，总投资为202亿元。当前嘉宏新材以建成3套45万吨/年双氧水装置、1套40万吨/年环氧丙烷装置。此外，卫星能源在嘉兴平湖基地布局4万吨/年氢气、90万吨/年丙烯、80万吨/年丁辛醇、8万吨/年新戊二醇，完成C3产业链的进一步延伸与配套，一体化程度加深或提升公司抵御风险能力。

图表：公司C3产业链产能情况

	产品	已有产能(万吨/年)	拟在建产能(万吨/年)	拟在建产能预计投产时间
C3产业链	丙烯	90	90	2024
	聚丙烯	45		
	丙烯酸	88		
	丙烯酸丁酯	90		
	丙烯酸异辛酯	18		
	丙烯酸甲酯&丙烯酸乙酯	15		
	精丙烯酸	23.18	20	2024
	SAP	15		
	双氧水	22	25	2023
	高分子乳液	21	26	2024
	颜料中间体	2.1		
	丁辛醇		80	2024
	新戊二醇		8	2024
	丙烯腈	26		
MMA	8.5			
嘉宏新材	双氧水	135		
	环氧丙烷	40		
	烯烃原料加工及下游HPPO、丙烯腈、ABS装置、丙烯酰胺		90	

- 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) 俄乌局势变化、巴以冲突、伊核协议推进以及委内瑞拉制裁解除等地缘政治事件造成供应端不确定性的风险：伊核协议推进、委内瑞拉制裁解除巴以冲突等地缘政治事件或造成原油供应端的不确定性，俄乌局势变化或造成俄罗斯对欧洲天然气、原油、煤炭等多种化石能源供应端存在不确定性风险。
- 3) OPEC+减产执行强度不及预期风险：OPEC+减产计划是全球原油供应边际减少重大影响因素，假使OPEC+减产执行力度不及预期，或影响当前供应端测算结果。
- 4) 加息超预期抑制终端需求的风险：美联储加息或带动美元指数走强，而美元指数与原油价格通常为负相关走势，假使美联储加息或对原油价格产生扰动。欧洲央行加息或在一定程度上抑制能源需求。
- 5) 能源政策及制裁对企业经营的影响：三桶油有较大体量海外油气资产，海外油气资产的开发以及生产受当地能源政策所制约，假设油气资产所在国的能源政策产生变化或对企业经营产生影响；不同国家间的关系恶化而导致的贸易及经济制裁可能会对行业内企业经营、现有资产或未来投资产生重大不利影响，与此同时，不同级别的美国联邦、州或地方政府对某些国家或地区及其居民或被指定的政府、个人和实体施加不同程度的经济制裁。如果美国对公司在部分地区经营进行制裁或导致公司海外资产经营受负面影响；2021年1月，美国商务部将中国海油列入实体清单，或对公司从事国际贸易产生一定负面影响。
- 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) 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；
- 8) 终端需求恢复不及预期风险：涤纶长丝行业产品多数为中间产品，受制于产业链的供求关系存在超预期变动可能，在考虑油价的同时，下游消费、包装、汽车、基建等宏观经济需求也会对长丝产品的需求造成影响；
- 9) 其他不可抗力影响。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题