

石油石化 2024 年度中期投资策略

——上游资源紧平衡，下游需求慢复苏

► 石油市场基本面延续供需趋紧

欧佩克成员国在第 37 届部长级会议达成新的产量协议：将延长自愿减产政策至 2025 年底，自 2024 年 9 月起逐渐取消自愿额外减产。根据我们测算，此次产量协议实施后油市在 2024 年下半年或将展现出更加趋紧的供需基本面，我们预测的基准情景下石油市场在 2024 年底或将面临接近 50 万桶/日的供应缺口。我们预期油价受基本面支持仍将维持在中高位水平。

► 石油开采：高油价驱动盈利持续坚挺

具备大体量油气上游业务的公司受益于高油价业绩持续坚挺：截至 2024 年一季度，石油开采板块实现营业收入总计 9370 亿元，同比+9.83%；实现归母净利润 871 亿元，同比+9.40%。我们认为受油气上游投资周期影响，油价或将在未来几年维持中高位，叠加“三桶油”等龙头央企抵抗油价波动风险能力不断强化，未来盈利有望持续坚挺。

► 油服工程：资本开支或对业绩有所利好

全球油气上游总投资自 2022 年恢复高增长，根据 IEA 世界能源投资展望报告，全球油气上游表观投资有望在 2024 年增长 7%至 5700 亿美元，较 2023 年进一步提升。考虑到上游通胀影响，有效资本开支大概率低于 7%，如果扣除通胀，仍然能够出现有效资本开支正增长的话，油服工程板块依旧值得关注。

► 扩张期或结束的其他石化企业开工率或决定供需方向

我们认为涤纶长丝以及部分炼化龙头的产能扩张期或结束，经营状态或发生重大转变，值得关注：一方面，我们研判发现，到 2023 年为止的涤纶长丝产能投放高峰之后，暂时没有大规模的产能投放计划，且厂商受到各类生产要素指标收紧的影响逐步强化，如果龙头企业可以通过合理控制开工率，避免 2024 年上半年的高开工带来的供应过剩影响，涤纶长丝板块值得持续关注。

► 投资建议

我们建议关注具有核心资产的中国海油和龙头油服企业中海油服，以及产能居前，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。

相对市场表现



作者

分析师：许隽逸
执业证书编号：S0590524060003
邮箱：xujy@glsc.com.cn
分析师：吴诚
执业证书编号：S0590519070001
邮箱：wucheng@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《风格再均衡，增配中下游》2024.07.11
- 2、《从补涨到“确定性”机会：——全球市场 2024 下半年展望》2024.07.03

正文目录

1. 石化板块涨幅领先，绝对收益表现稳定	4
1.1 石化板块大盘表现领先	4
1.2 抗风险能力明显，受油价波动影响减弱	4
1.3 开采板块收益显著，油服化工边际改善	5
2. 石油开采：高油价驱动盈利提升	6
2.1 油市延续供需趋紧	6
2.2 业绩受油价驱动维持高位	7
3. 油服工程：上游资本开支增长利好油服业绩改善	8
3.1 油服作业受益资本开支增长景气回升	8
3.2 立足国内市场，海外业务稳步推进	9
4. 石油化工：供需格局改善叠加需求修复	10
4.1 原油价格先升后降，下游价格随之而动	10
4.2 政策驱动供给优化，石化行业格局生变	11
4.3 长丝投产高峰已过，终端消费持续复苏	13
5. 投资建议	14
5.1 推荐具有海洋资源优势的油气企业	14
5.2 关注供给格局优化且终端消费复苏的长丝企业	15
6. 风险提示	16

图表目录

图表 1：石油石化板块涨幅领先	4
图表 2：石化 2024 年累计绝对/相对沪深 300 收益+11%/+10%	4
图表 3：2024 年初以来石化板块绝对和相对收益走势以及 WTI 油价（美元/桶）	4
图表 4：2024 年石化子板块年初以来绝对及相对收益	5
图表 5：2024Q1 石化子板块业绩增速、估值贡献拆分	5
图表 6：石化板块基金重仓占持仓市值比例	6
图表 7：2010 年以来石化板块 PE (TTM)	6
图表 8：比较两种基准情景假设下欧佩克+预期产量和石油供需平衡预测（百万桶/日）	6
图表 9：1988 年以来布伦特和 WTI 油价（美元/桶）	7
图表 10：石油开采营业收入情况（亿元）	7
图表 11：石油开采归母净利润情况（亿元）	7
图表 12：2010 年以来全球油气上游总投资年度分布（十亿美元）	8
图表 13：全球上游海上勘探开发资本支出（十亿美元）	9
图表 14：美国 23 家页岩油企业资本开支情况（百万美元）	9
图表 15：油服工程营业收入情况（亿元）	9
图表 16：油服工程归母净利润情况（亿元）	9
图表 17：国内主要油服公司海外收入占比	10
图表 18：国内主要油服公司海外毛利率	10
图表 19：汽柴油价格（元/吨）	10
图表 20：乙烯丙烯价格（元/吨）	10
图表 21：PX、PTA 价格（元/吨）	11
图表 22：碳四、丁酮价格（元/吨）	11
图表 23：乙烯石脑油价差（美元/吨）	11
图表 24：PTA 加工价差（元/吨）	11
图表 25：2016 年以来涤纶长丝全国产能年度增量（万吨/年）	13

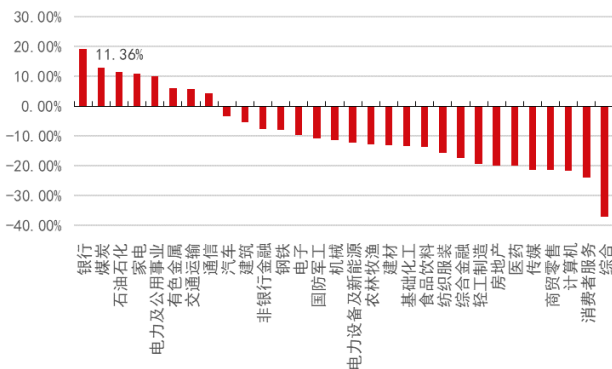
图表 26: 消费者信心指数低位修复	14
图表 27: 全球主要经济体 CPI 总体仍处高位	14

1. 石化板块涨幅领先，绝对收益表现稳定

1.1 石化板块大盘表现领先

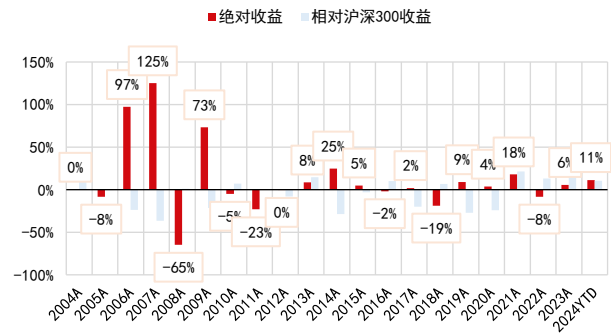
2024年初至6月30日，石油石化板块累计涨幅11.36%，跑赢沪深300指数10.47pct，在30个中信一级行业中排第3位，涨幅前三分别为银行/煤炭/石油石化。纵向比较，2023年同期石油石化板块累计涨幅10.53%，在中信一级行业中排第8位，2024年被统计期间石化板块涨幅超过2023年同期0.83pct，板块涨幅排名上升了5位。

图表1：石油石化板块涨幅领先



资料来源：Wind，国联证券研究所，数据截至2024年6月30日

图表2：石化 2024 年累计绝对/相对沪深 300 收益 +11%/+10%

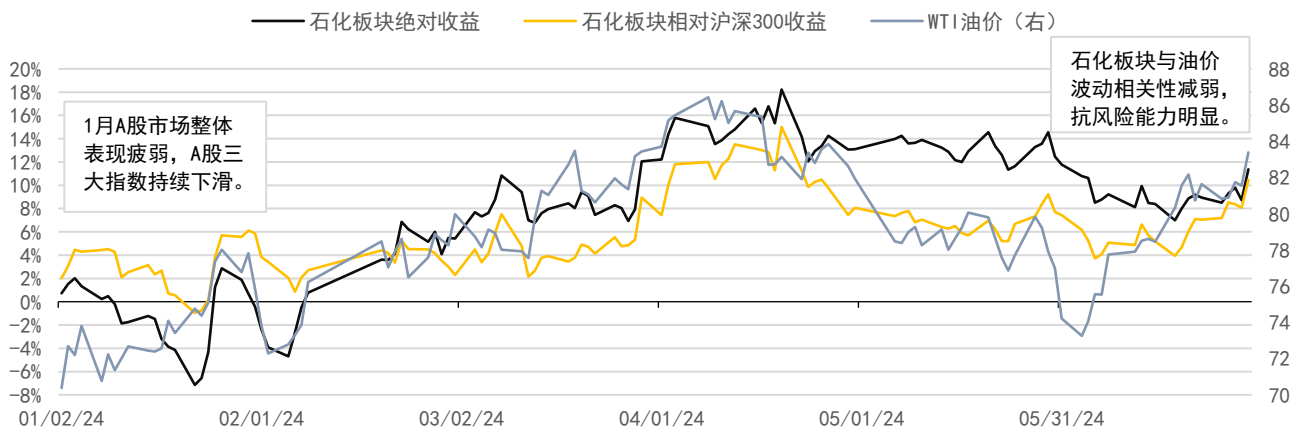


资料来源：Wind，国联证券研究所，数据截至2024年6月30日

1.2 抗风险能力明显，受油价波动影响减弱

石油石化板块在2024上半年整体表现平稳，板块行情伴随油价在一季度平稳上涨也显示出景气上升的态势。板块成分股中市值占比较大的“三桶油”近年通过强化增储上产和加深上下游一体化，抵御油价波动风险的能力持续上升。二季度随着地缘政治风险溢价消退，油价驱动逐渐回归基本面，石化板块绝对收益在油价回撤的行情下展现出较为稳定的走势。

图表3：2024年初以来石化板块绝对和相对收益走势以及WTI油价（美元/桶）

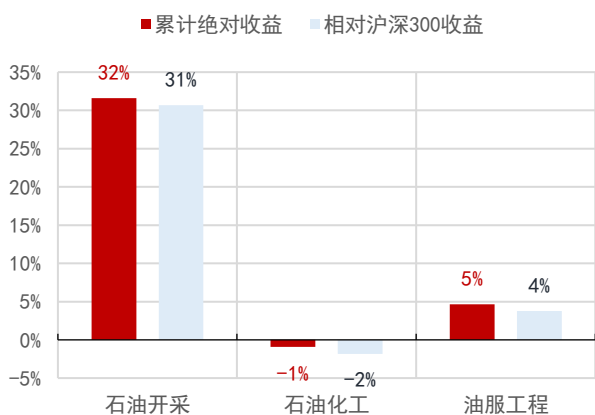


资料来源：Wind，国联证券研究所

1.3 开采板块收益显著，油服化工边际改善

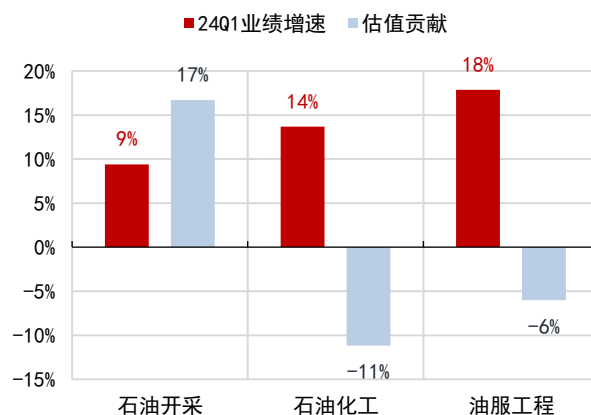
受油价下跌影响，2024年5月石油开采单月收益率首次转负，录得-1%；6月油价回升，石油开采板块单月收益率转正。6月累计绝对收益率为32%，领先其他子板块。油田服务受益于油气上游资本开支增长以及“三桶油”海外项目突破，收益率中枢同比抬升，6月单月及累计绝对收益分别为-4%和5%。随着国内经济回暖，成品油需求恢复，以及化工品终端需求边际改善，石油化工盈利持续修复，6月单月及累计绝对收益分别为-4%和5%。

图表4：2024年石化子板块年初以来绝对及相对收益



资料来源：Wind，国联证券研究所，数据截至2024年6月30日

图表5：2024Q1石化子板块业绩增速、估值贡献拆分

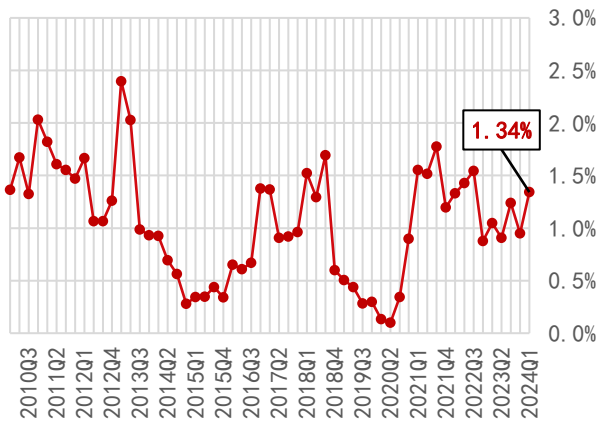


资料来源：Wind，国联证券研究所

2024年一季度石油开采、石油化工、油服工程业绩分别+9%、+14%、+18%，估值分别+17%、-11%、-6%。高油价对油气上游增加资本开支具有积极影响，石油开采业绩和估值均展现出高景气。油服工程日费上涨兑现业绩尚需时间，石油化工受成本端资源品价格拖累，油服工程和石油化工板块尽管在一季度业绩有所增长，估值却受到压制。

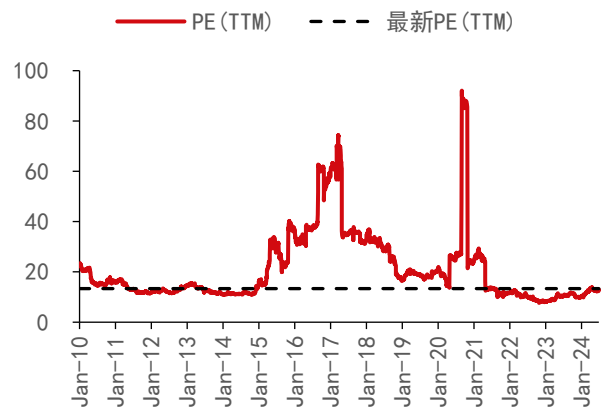
2024年一季度石化公募基金重仓比例为1.34%，环比+0.39%，处于2010年以来67%分位数水平。一季度石化基金配置比例排名第18，加仓幅度排名第8，前三名依次是有色金属、电力设备和新能源、通信。截至2024年6月28日，石化板块PE(TTM)和相对沪深300估值分别为12.99和1.10倍，分别位于2010年初以来25%和8%分位。

图表6: 石化板块基金重仓占持仓市值比例



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表7: 2010年以来石化板块PE (TTM)



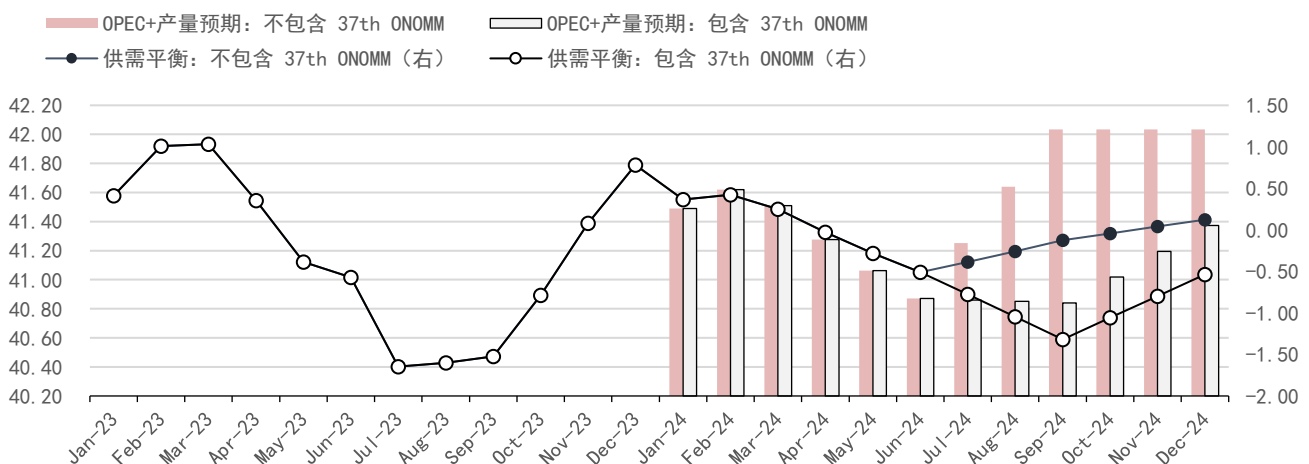
资料来源: Wind, 国联证券研究所

2. 石油开采: 高油价驱动盈利提升

2.1 油市延续供需趋紧

2023年欧佩克主动调节产量影响油价走势,我们认为2024年油价展望仍要将欧佩克产量作为主要分析变量。在2024年6月2日结束的第37届欧佩克部长级会议,包括沙特、俄罗斯、伊拉克在内的8个欧佩克+成员国达成协议,将延长自愿减产政策至2025年底,自2024年9月起逐渐取消自愿额外减产。此次产量协议实施后油市在2024年下半年或将展现出更加趋紧的供需基本面,供应短缺的格局或将延续。

图表8: 比较两种基准情景假设下欧佩克+预期产量和石油供需平衡预测(百万桶/日)



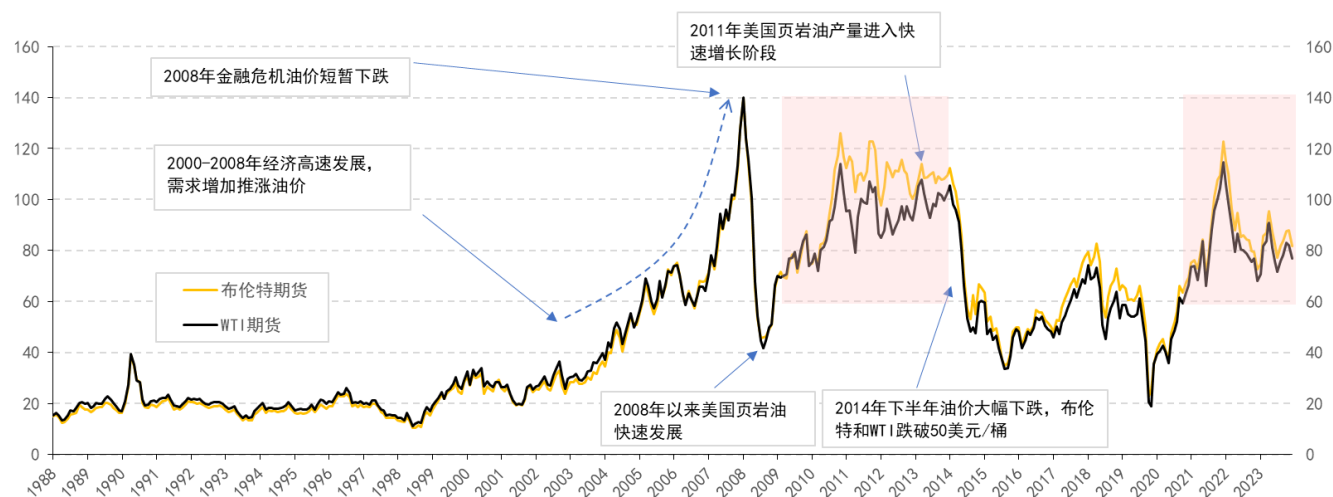
资料来源: IEA, OPEC, 国联证券研究所

按照最新的产量政策,欧佩克+将自2024年10月至2025年9月底逐渐退出总计220万桶/日的额外减产。在新的产量协议下,按照线性外推测算,220万桶/日的额外减产中超过七成的减产量或将在2025年恢复,基准情景下石油市场在2024年底或将面临接近50万桶/日的供应缺口。

2.2 业绩受油价驱动维持高位

油价继 2014 年后在 2021 年重新回到高油价区间，我们预期油价受基本面支持仍将维持在中高位水平。上游业务占比较大的石油开采公司受益于高油价业绩增幅较大，国内以中国石油、中国海油为代表的上游企业自 2021 年盈利实现大幅增长。

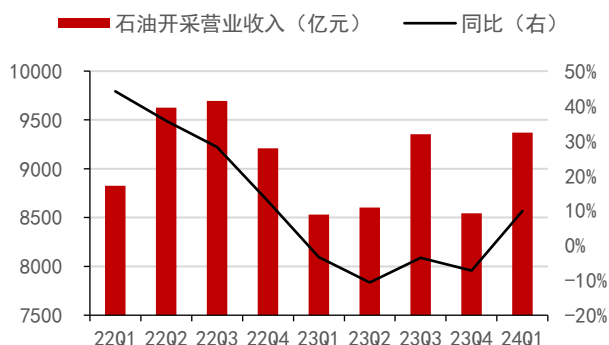
图表9：1988 年以来布伦特和 WTI 油价（美元/桶）



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

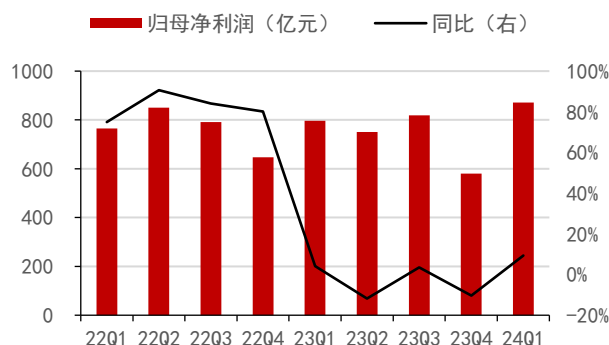
石油开采板块营收在 2021 年实现稳步增长，自 2022 年起稳定在高水平。截至 2024 年一季度，石油开采板块实现营业收入总计 9370 亿元，同比+9.83%；实现归母净利润 871 亿元，同比+9.40%。其中中国石油实现营业收入 8122 亿元（同比+10.9%），实现归母净利润 457 亿元（同比+4.7%）；中国海油实现营业收入 1115 亿元（同比+14.1%），实现归母净利润 397 亿元（+23.7%）。

图表10：石油开采营业收入情况（亿元）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表11：石油开采归母净利润情况（亿元）

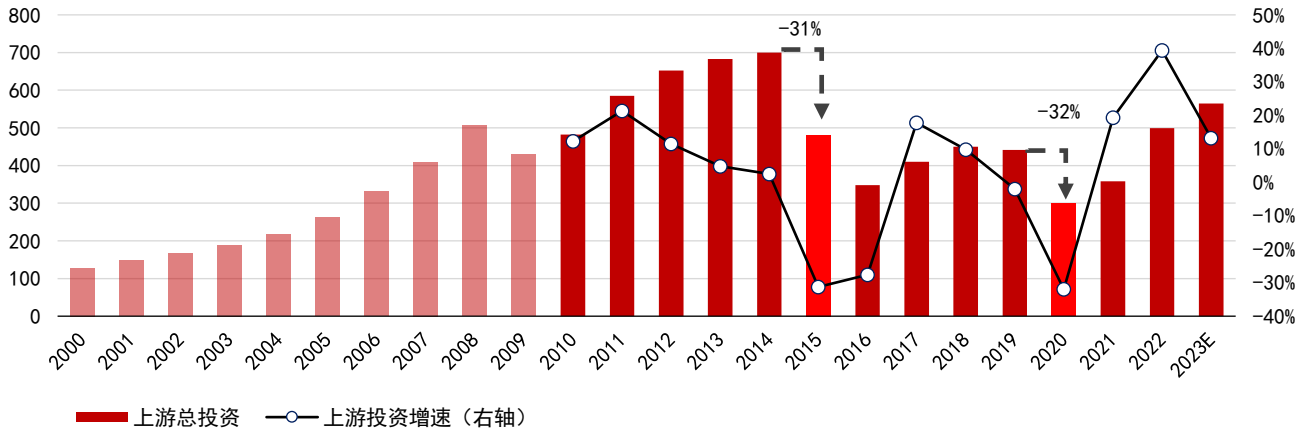


资料来源：Wind，国联证券研究所

我们认为受传统油田勘探开发周期的影响，油气上游投资或存在 5 年为一个周期的变化规律。近 10 年上游投资两次较大幅度的下滑分别发生在 2015 年和 2020 年，期间低迷的资本开支是引起 2022 年后油市产能不足的根本原因。我们按照 5 年的资本开支周期展望后市，在需求自然增长的情况下，油市供需趋紧的基本面或将维持至

2026 年，油价在未来几年大概率仍将维持在中高位水平。WTI 油价在 2023 年较 2022 年有所回撤，油价年均值减少了 18.3%。石油开采板块业绩在 2023 年全年同比仅下降 3.5%，反映出中国石油和中国海油面对油价波动有较强的抗风险能力，在油价维持中高位的环境下业绩有望持续增长。

图表12：2010 年以来全球油气上游总投资年度分布（十亿美元）



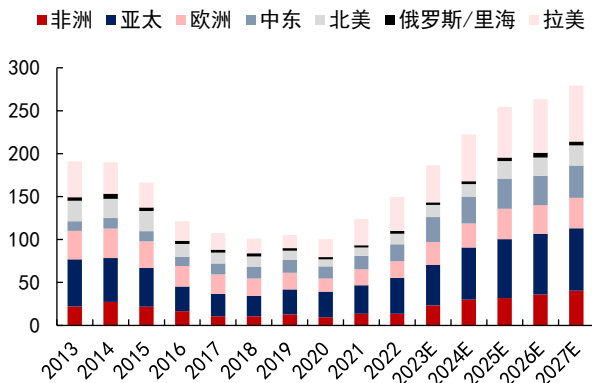
资料来源：IEF, S&P, 国联证券研究所

3. 油服工程：上游资本开支增长利好油服业绩改善

3.1 油服作业受益资本开支增长景气回升

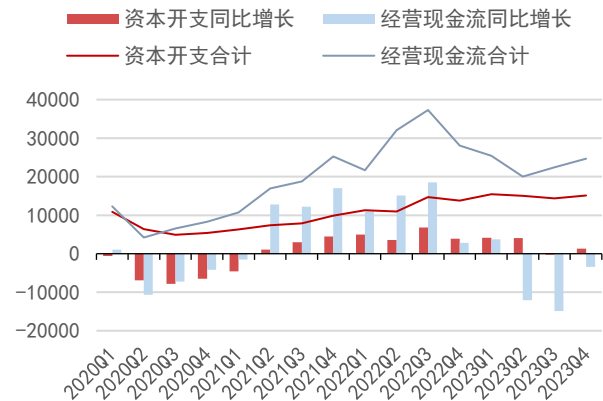
全球油气上游总投资在 2022 年恢复到接近 2010 年的水平，我们认为上游总投资仍将在 2022-2026 年 5 年间延续高增长。根据 IEA 世界能源投资展望报告，全球油气上游投资有望在 2024 年增长 7%至 5700 亿美元。我们在《油服市场受益于资本开支增长表现高景气》和《页岩油或将给美国原油产量带来新高》两篇文章中提示海洋石油和页岩油或将逐渐成为勘探开发重点方向，亦是资本开支逐渐转移的重要领域。根据 IHS Markit 及中海油服对全球上游海上勘探开发资本支出统计和整理，2024 年全球上游海上勘探开发资本支出总量较 2023 年相比或增长 19%；根据我们统计的美国 23 家页岩油企业资本开支情况，被统计的企业在 2023 年四季度资本开支合计恢复了正增长，较三季度增长了 4.7%，较 2022 年同期增长了 9.4%。

图表13：全球上游海上勘探开发资本支出（十亿美元）



资料来源：IHS Markit, 中海油服, 国联证券研究所

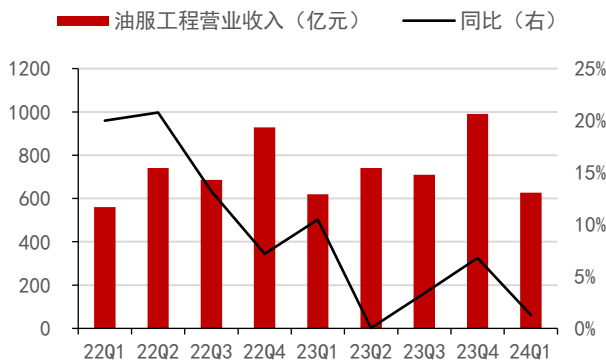
图表14：美国23家页岩油企业资本开支情况（百万美元）



资料来源：Bloomberg, 国联证券研究所

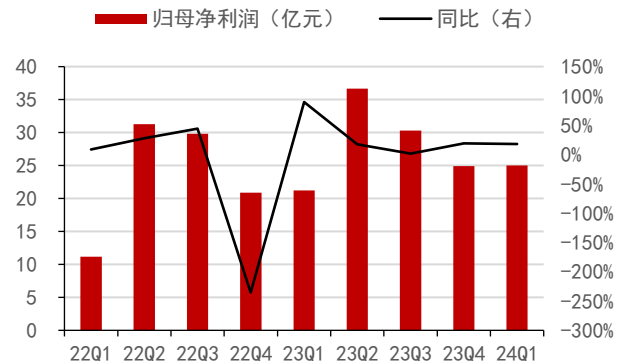
资本开支增长通过油服订单传导至油服工程公司业绩增长，国内“三桶油”资本开支在2023年合计达到5817亿元，根据年初公司业绩展望，在2024年“三桶油”合计或将实现资本开支5560-5660亿元，较2023年下降3%-4%。截至2024年一季度，油服工程实现营业收入627亿元，同比+1.30%；实现归母净利润25亿元，同比+17.85%。

图表15：油服工程营业收入情况（亿元）



资料来源：Wind, 国联证券研究所

图表16：油服工程归母净利润情况（亿元）

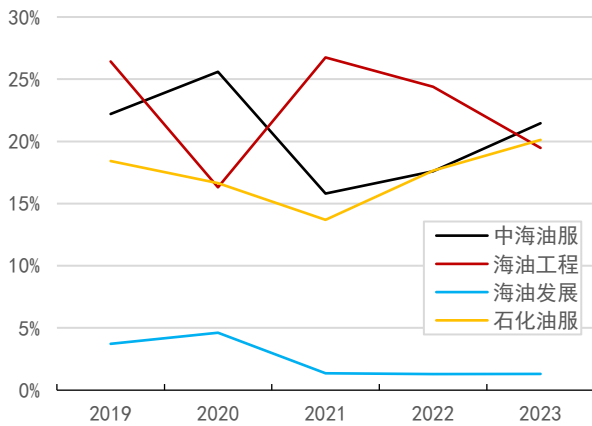


资料来源：Wind, 国联证券研究所

3.2 立足国内市场，海外业务稳步推进

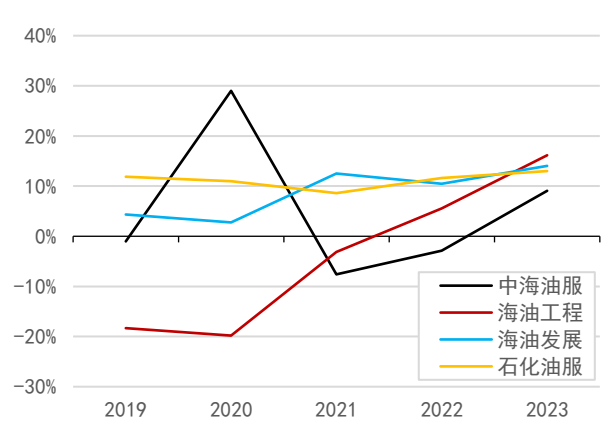
“三桶油”在国内持续加大上游勘探开发力度，国内营收稳步上升同时积极布局海外业务。中海油服在亚太以区域国家油气公司客户为主，拓展国际大型油气公司市场；在中东、美洲和欧洲区域以装备带技术，实现全产业链进入。石化油服海外新签合同额在2021-2023年分别为20.17/23.23/23.84亿美元，2024年计划海外新签合同额22.50亿美元，同时加大沙特、科威特、厄瓜多尔、墨西哥、乌干达等目标市场的开拓力度。中海油服、海油工程、海油发展、石化油服国外地区的毛利率自2021年起稳步上升，海外市场竞争力持续增强。

图表17: 国内主要油服公司海外收入占比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表18: 国内主要油服公司海外毛利率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

4. 石油化工: 供需格局改善叠加需求修复

4.1 原油价格先升后降, 下游价格随之而动

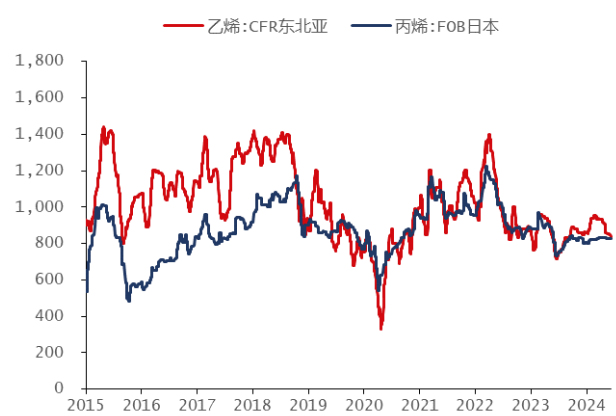
截至2024年6月7日, WTI原油期货结算价位75.53美元/桶, 在2024年上半年原油价格呈现先升后降的趋势, 从年初的70美元/桶附近一路升至4月初的85美元/桶以上, 随后回调至75美元/桶区间, 主要下游石化产品价格随原油价格而动。

图表19: 汽柴油价格(元/吨)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表20: 乙烯丙烯价格(元/吨)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表21: PX、PTA 价格 (元/吨)



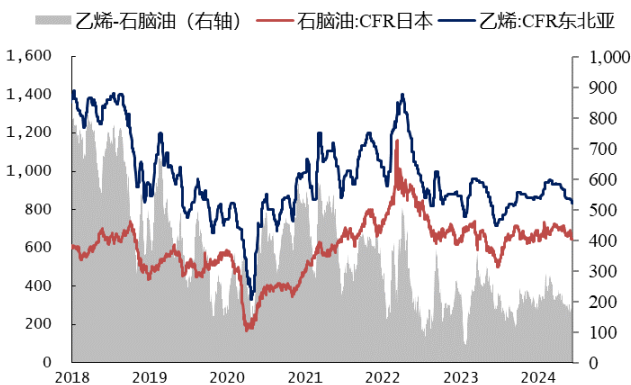
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表22: 碳四、丁酮价格 (元/吨)



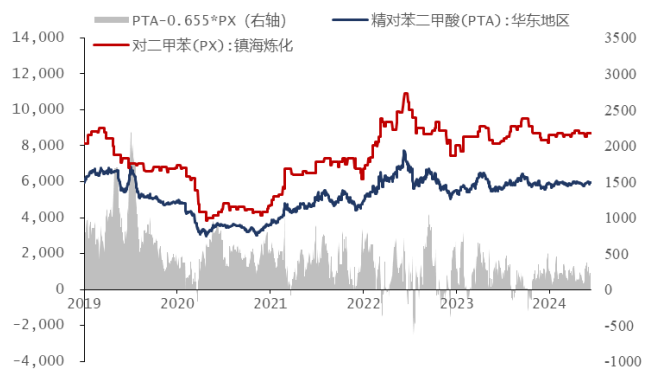
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表23: 乙烯石脑油价差 (美元/吨)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表24: PTA 加工价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

4.2 政策驱动供给优化, 石化行业格局生变

国务院于 2024 年 5 月 23 日印发了《2024—2025 年节能降碳行动方案》，提出“为加大节能降碳工作推进力度，采取务实管用措施，尽最大努力完成“十四五”节能降碳约束性指标，制定本方案”。方案在提出总体要求之后，列出了十项重点任务，其中与石油石化行业相关的是(一)化石能源消费减量替代行动以及(四)石化化工行业节能降碳行动：

(一)化石能源消费减量替代行动

1. 严格合理控制煤炭消费。加强煤炭清洁高效利用，推动煤电低碳化改造和建设，推进煤电节能降碳改造、灵活性改造、供热改造“三改联动”。严格实施大气污染防治重点区域煤炭消费总量控制，重点削减非电力用煤，持续推进燃煤锅炉关停整合、工业窑炉清洁能源替代和散煤治理。对大气污染防治重点区域新建和改扩建用煤项

目依法实行煤炭等量或减量替代。合理控制半焦(兰炭)产业规模。到 2025 年底,大气污染防治重点区域平原地区散煤基本清零,基本淘汰 35 蒸吨/小时及以下燃煤锅炉及各类燃煤设施。

2. 优化油气消费结构。合理调控石油消费,推广先进生物液体燃料、可持续航空燃料。加快页岩油(气)、煤层气、致密油(气)等非常规油气资源规模化开发。有序引导天然气消费,优先保障居民生活和北方地区清洁取暖。除石化企业现有自备机组外,不得采用高硫石油焦作为燃料。

第一项重点任务针对化石能源消费减量替代行动提出严控煤炭消费,“重点削减非电力用煤,持续推进燃煤锅炉关停整合”、“加快页岩油(气)、煤层气、致密油(气)等非常规油气资源规模化开发”,因此石油石化行业中天然气采掘与储运、设施建设、分销等各个环节或因加速天然气对煤炭的替代而受益,天然气采掘板块、天然气采掘服务商、天然气基础设施建设运营商以及天然气贸易及分销环节均有所涉及。

此外,工业燃煤锅炉更新替换为天然气锅炉的过程会影响部分高能耗行业的产能,造成结构性供给不足,在浙江等尚未完全完成燃煤锅炉改造的区域中石化行业如聚酯行业或出现产能减量。

(四) 石化化工行业节能降碳行动

1. 严格石化化工产业政策要求。强化石化产业规划布局刚性约束。严控炼油、电石、磷铵、黄磷等行业新增产能,禁止新建用汞的聚氯乙烯、氯乙烯产能,严格控制新增延迟焦化生产规模。新建和改扩建石化化工项目须达到能效标杆水平和环保绩效 A 级水平,用于置换的产能须按要求及时关停并拆除主要生产设施。全面淘汰 200 万吨/年及以下常减压装置。到 2025 年底,全国原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内。

2. 加快石化化工行业节能降碳改造。实施能量系统优化,加强高压低压蒸汽、驰放气、余热余压等回收利用,推广大型高效压缩机、先进气化炉等节能设备。到 2025 年底,炼油、乙烯、合成氨、电石行业能效标杆水平以上产能占比超过 30%,能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出。2024—2025 年,石化化工行业节能降碳改造形成节能量约 4000 万吨标准煤、减排二氧化碳约 1.1 亿吨。

3. 推进石化化工工艺流程再造。加快推广新一代离子膜电解槽等先进工艺。大力推进可再生能源替代,鼓励可再生能源制氢技术研发应用,支持建设绿氢炼化工程,逐步降低行业煤制氢用量。有序推进蒸汽驱动改电力驱动,鼓励大型石化化工园区探索利用核能供汽供热。

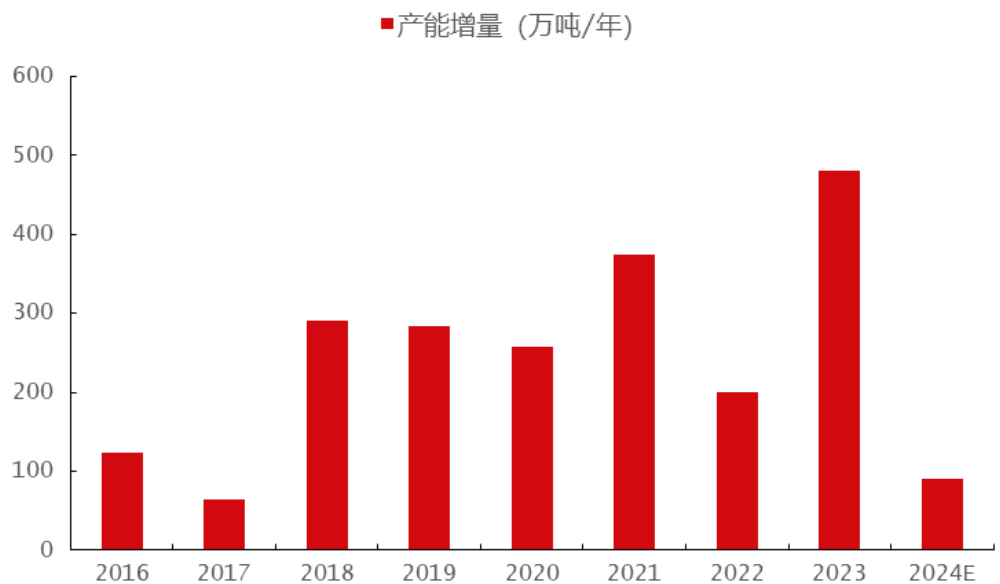
第四项重点任务中石化化工行业节能降碳行动提出强化石化产业规划布局刚性约束、全面淘汰 200 万吨/年及以下常减压装置,加快石化化工行业节能降碳改造及

推进石化化工工艺流程再造。因此石油石化行业中已建立的炼油等领域先进、环保、节能的产能或受益，涉及近几年新建的具有装置先进性的炼化产能、在石化行业节能降碳改造及工艺流程升级再造中发挥重要作用的化工工程类公司以及要求中具体提及的细分行业如 PVC 行业中具备氯乙烯无汞催化合成新技术及产业化能力的生厂商。

4.3 长丝投产高峰已过，终端消费持续复苏

自 2018 年起的涤纶长丝产能投放高峰每年都投放至少 200 万吨产能，在连续投放 6 年并在 2023 年一举投放接近 500 万吨新产能后于 2024 年迎来投产计划的低谷：年内计划投放量大幅缩减至 100 万吨以下，并且在此后的 2025 年也没有较大规模的产能投放计划，这一轮涤纶长丝的投产高峰至此告一段落。

图表25：2016 年以来涤纶长丝全国产能年度增量（万吨/年）



资料来源：百川盈孚，中纤网，国联证券研究所

同时，部分涤纶长丝现存产能还受到了用地规划调整以及用能政策的影响，比如因杭州逸暎所在的杭州临空经济示范区涉及政府区域规划调整，杭州逸暎未来需配合进行产能关停、搬迁工作。由于工厂关停、搬迁过程所需时间较长，且过程中杭州逸暎将无法具备连续生产条件，为降低上市公司运营成本，规避关停及搬迁期间相关风险，恒逸石化将所持的逸暎化纤 100% 股权出售给恒逸集团。此外，由于五一以来浙江萧山地区对燃煤锅炉提出改造要求，影响到了恒逸和荣盛约 160 万吨/年长丝产能，在改造及验收完成之前都将无法产出，叠加前文所述的《2024—2025 年节能降碳行动方案》所带来的更长远的影响，涤纶长丝未来产能扩张受到约束，且现有产能开工率亦受到压制，行业供给格局相对扩厂高峰时期存在明显改善预期。

虽然目前逆全球化、美元加息及多个地缘因素带来的不确定性仍对经济增长造成影响，但 2024 年上半年各区域消费者物价指数（CPI）总体走稳，且美国服装 CPI

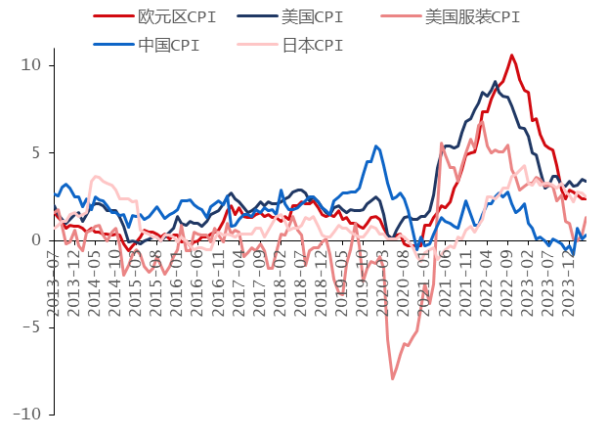
呈现回升，表明纺织服装行业供需格局的向好。另外自全球主要经济体美、欧、东亚消费者信心指数自 24 年初呈现出持续性的缓慢修复，欧美发达经济体总体已修复至 99 附近。虽然明显低于疫情前，但离正常水平的 100-101 已经比较接近了。涤纶长丝作为比天然纤维中最廉价的棉纤维还要便宜 30%~50%，且行业预期 CAGR-10 达到 4.18%的品种，或持续受益于全球终端消费的慢复苏。

图表26：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27：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

5. 投资建议

5.1 推荐具有海洋资源优势的油气企业

海洋油气资源在油气上游投资高增长，油价中枢稳定在中高位优势越发凸显，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。2023 年股息支付率达 43.6%。公司 2023 年资本支出较 2022 年增加 271 亿元至 1296 亿元，2024 年计划资本支出 1250-1350 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。

5.2 关注供给格局优化且终端消费复苏的长丝企业

到 2023 年为止的涤纶长丝产能投放高峰之后，暂时没有大规模的产能投放计划，且厂商受到用地规划变更、燃煤锅炉改造等政策端因素影响，现有产能存在开工率下降的预期，这一预期在近期国务院印发《2024—2025 年节能降碳行动方案》后获得进一步强化，环保以及能耗要求或对当前部分老旧产能带来约束，使得行业供给格局进一步优化。同时，美、欧、亚消费者信心指数从相对低位向上缓慢修复，涤纶长丝作为比天然纤维中最廉价的棉纤维还要便宜 30%~50%，且行业预期 CAGR-10 达到 4.18% 的品种，或持续受益于全球终端消费复苏。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。

6. 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
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		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/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，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/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。

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：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼