

评级：增持（维持）

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PB (MRQ)	评级
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
中国海油	25.82	2.60	3.16	3.25	3.37	9.91	8.18	7.95	7.65	1.71	买入
中国石化	6.50	0.51	0.58	0.62	0.66	12.75	11.17	10.50	9.81	0.96	买入
新凤鸣	9.94	0.71	0.98	1.34	1.69	13.95	10.10	7.42	5.90	0.91	买入

备注：股价截至 2024 年 9 月 10 日，每股指标按照最新股本数全面摊薄。

投资要点

- **业绩表现强油价相关，上半年整体表现较好。**2024H1，国际油价整体处于中高位偏强震荡，WTI 原油和 Brent 原油均价 78.74 和 83.42 美元/桶，同比+5.3%和+4.4%。对应板块指数表现，2024H1 石油石化申万行业指数+7.1%。分子行业看，以申万三级分类为标准，2024H1，炼油化工、油田服务、油气及炼化贸易、其他石化和油品石化贸易涨跌幅分别约+11.4%、+10.4%、-8.1%、-8.5%、-16.4%。2024 年二季度，其他石化、炼油化工、油田服务、油气及炼化贸易、油品石化贸易申万行业指数累计变化分别约+1.2%、-2.7%、-5.5%、-10.7%、-12.1%。
- **油价高位支撑景气，资本开支有所放缓。**2024H1，石油石化行业营业收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为 4.1 万亿元、2189.0 亿元和 2195.5 亿元，同比+2.5%、+11.1%、+13.0%。上半年行业毛利率、净利率和 ROE 分别约 19.0%、5.8%、6.0%，同比+0.8pct、+0.6pct 和+0.1pct。2024Q2 实现营业收入、归母净利润和扣非归母净利润 2.0 万亿元、1077.0 亿元和 1095.8 亿元，同比-0.6%、+11.8%、+15.2%；单季度毛利率、净利率和 ROE 约 19.1%、5.7%和 2.9%，同比+0.8pct、+0.6pct 和+0.1pct。在建工程和固定资产方面，截至 2024H1 末，行业在建工程和固定资产总计 5653.8 亿元和 1.9 万亿元，同比-2.1%和+6.5%。趋势上看，单季度在建工程自 2022Q4 起已连续 7 个季度同比负增、固定资产同比增速连续 5 个季度环比下降。资本开支方面，2024H1 行业累计资本开支 2892.7 亿元，同比-10.3%。2024Q2 行业资本开支 1379.3 亿元，同比-23.7%，这也是自 2022Q4 以来行业资本开支总额首次同比出现负增。
- **地缘政治+供需趋紧，上半年油价偏强震荡。**回顾 2024H1 油价走势，年初随着市场对全球经济衰退预期的减弱叠加 OPEC+实际减产团结性较高，油价自年初起步入上行通道。伴随巴以、俄乌等地缘冲突的持续以及美联储的降息预期催化，到 4 月初，WTI 和 Brent 油价达到上半年高点的 86.91 和 91.17 美元/桶。此后，随着地缘冲突的降温以及北半球炼厂陆续进入检修期，需求减弱下油价自高点开始逐步回落。根据 6 月 OPEC+会议内容，新一轮减产政策分两方面执行：1) 2023 年 4 月宣布的 165 万桶/日额外减产延长至 2025 年 12 月；2) 2023 年 11 月宣布的 220 万桶/日额外减产延长至 2024 年 9 月底，后续逐月按计划增产。9 月 5 日，OPEC 声明将延长 2 个月执行增产。整体看，OPEC 对全球原油供给侧支撑有所减弱。需求端看，受新能源车&LNG 重卡渗透率提升影响，汽柴油表需有所下降，原油增量主要来自化工和航煤需求。根据 IEA 的预测，预计 2024 年全球原油需求 1.03 亿桶/日，同比+97.0 万桶/日。
- **三桶油：增储上产精益管理，长期注重股东回报。**在国家能源安全自主可控的背景下，三桶油上半年在高油价环境下持续推进增储上产，2024H1 中国石油、中国石化、中国海油油气当量产量同比+1.3%、+3.1%、+9.3%。在 Brent 油价同比+4.4%的背景下，上半年各企业原油实现价格同比+4.5%、+5.6%、+9.2%，上游业务表现亮眼。资本开支层面，2024 年上半年，中国石油、中国石化和中国海油资本支出 789.4、559、631 亿元，同比-7.3%、-25.2%、+11.7%。此外，作为央企改革排头兵，三桶油长期注重股东回报，2024 年上半年，中国石油、中国石化和中国海油分别派发中期股息 0.22 元/股、0.146 元/股和 0.74 港元/股（含税），分红比例分别约 45.4%、49.8%、40.3%。若以 2023 年年末三桶油分红比例为基准，对应 9 月 10 日各公司市值下的 2024 年预计股息率约 5.9%、6.1%、5.2%。业绩表现上看，2024H1，中国石油、中国石化和中国海油营收 15539、15761、2268 亿元，同比+5.0%、-1.1%、+18.1%；归母净利润 886、357、797 亿元，同比+3.9%、+1.7%、+25.0%；扣非归母净利润 916、356、792 亿元，同比+4.8%、+5.7%、+27.1%。
- **涤纶长丝：一口价政策托底盈利，龙头业绩表现亮眼。**1) 行业扩产趋于理性：2023 年国内长丝产能净新增 397 万吨，当年度长丝总产能 5425 万吨/年，同比+7.9%，2019-2023 年产能 CAGR 约 5.8%。2024 年行业增速显著放缓，根据我们统计，2024 年预计行业仅新增约 95 万吨产能，考虑到部分装置的停产/减产和淘汰，实际新增产量增速或

基本状况

上市公司数	48
行业总市值(亿元)	35685
行业流通市值(亿元)	25212

行业-市场走势对比



相关报告

【行业深度】石油石化行业 2023 年报与 2024 年一季报总结：油价维持偏强震荡，上游业绩持续向好（20240521）

【行业深度】基础化工行业 2023 年年报及 24Q1 季报总结：高产能释放趋近尾声，细分子行业景气回暖（20240520）

更低，行业整体产能或已见顶。2) 一口价政策保障盈利：自 5/23 日长丝龙头企业锚定长丝加工费进行大幅提价开启新一轮限产保价模式以来，长丝价格价差提升明显。到 2024 年二季度末，POY、FDY、DTY 价格较 5/23 分别+470、+170、+220 元/吨。业绩层面看，2024H1，桐昆股份和新凤鸣分别实现营收 482.1 和 312.7 亿元，同比+30.7% 和+11.0%，归母净利 10.7 和 6.0 亿元，同比+911.4%和+26.2%。

- **风险提示：**宏观环境波动、地缘政治因素、油价大幅波动、数据与实际情况偏差风险、需求不及预期、使用的第三方数据信息更新不及时等

内容目录

一、石油石化：油价高位支撑景气，资本开支有所放缓.....	- 5 -
二、国际油价：地缘政治+供需趋紧，上半年油价偏强震荡.....	- 11 -
三、三桶油：高油价环境增储上产，长期重视股东回报.....	- 14 -
四、涤纶长丝：一口价政策托底盈利，龙头业绩表现亮眼.....	- 16 -
五、风险提示	- 21 -

图表目录

图表 1: WTI 原油价格走势.....	- 5 -
图表 2: Brent 原油价格走势.....	- 5 -
图表 3: 石油石化二级子行业申万行业指数变化.....	- 5 -
图表 4: 石油石化二级子行业行情表现.....	- 5 -
图表 5: 2024H1 石油石化三级子行业行情表现.....	- 6 -
图表 6: 2024Q2 石油石化三级子行业行情表现.....	- 6 -
图表 7: 2024H1 行业营业收入同比+2.5%.....	- 7 -
图表 8: 2024Q2 行业营业收入同比-0.6%.....	- 7 -
图表 9: 2024H1 行业归母净利润同比+11.1%.....	- 7 -
图表 10: 2024Q2 行业归母净利润同比+11.8%.....	- 7 -
图表 11: 2024H1 行业扣非归母净利润同比+13.0%.....	- 7 -
图表 12: 2024Q2 行业扣非归母净利润同比+15.2%.....	- 7 -
图表 13: 2024H1 行业毛利率、净利率、ROE 同比约+0.7pct、+0.5pct、+0.3pct.....	- 8 -
图表 14: 2024Q2 行业毛利率、净利率、ROE 同比约+0.8pct、+0.6pct、+0.1pct.....	- 8 -
图表 15: 2024H1 行业期间费用率同比-0.1pct.....	- 8 -
图表 16: 2024Q2 行业期间费用率同比+0.01pct.....	- 8 -
图表 17: 2024H1 行业合计研发费用同比+0.8%.....	- 9 -
图表 18: 2024Q2 行业合计研发费用同比-3.0%.....	- 9 -
图表 19: 2024H1 末石油石化行业资产负债率约 49.2%.....	- 9 -
图表 20: 2024H1 行业净现比同比-6.8pct.....	- 9 -
图表 21: 2024Q2 行业净现比同比-0.6pct.....	- 9 -
图表 22: 2024H1 末，行业在建工程同比-2.1%.....	- 10 -
图表 23: 2024Q2 末，行业在建工程同比-2.1%.....	- 10 -
图表 24: 2024H1 末，行业固定资产同比+6.5%.....	- 10 -

图表 25: 2024Q2 末, 行业固定资产同比+6.5%.....	- 10 -
图表 26: 2024H1 行业资本开支同比-10.3%.....	- 11 -
图表 27: 2024Q2 行业资本开支同比-23.7%.....	- 11 -
图表 28: 2024H1 国际油价走势变化.....	- 11 -
图表 29: OPEC+ 成员国原油日产量目标.....	- 12 -
图表 30: 全球石油需求增长的主要拉动因素.....	- 12 -
图表 31: 2019 年至今国内新能源车渗透率变化.....	- 13 -
图表 32: 2021 年至今国内汽油表需变化.....	- 13 -
图表 33: 2021 年至今国内 LNG 重卡渗透率变化.....	- 13 -
图表 34: 2021 年至今国内柴油表需变化.....	- 13 -
图表 35: 2024H1 三桶油油气当量产量表现.....	- 14 -
图表 36: 三桶油原油实现价格表现.....	- 14 -
图表 37: 2018-2024H1 三桶油营收表现.....	- 15 -
图表 38: 2022Q1-2024Q2 三桶油营收变化.....	- 15 -
图表 39: 2018-2024H1 三桶油归母净利表现.....	- 16 -
图表 40: 2022Q1-2024Q2 三桶油归母净利变化.....	- 16 -
图表 41: 2018-2024H1 三桶油扣非归母净利表现.....	- 16 -
图表 42: 2022Q1-2024Q2 三桶油扣非归母净利变化.....	- 16 -
图表 43: 2024 年至今, 国内长丝供给侧出现持续性扰动.....	- 17 -
图表 44: 2017 年以来国内长丝主流品种价格变化.....	- 17 -
图表 45: 2021 年至今 POY 价差变化 (元/吨).....	- 17 -
图表 46: 2021 年至今 FDY 价差变化 (元/吨).....	- 18 -
图表 47: 2021 年至今 DTY 价差变化 (元/吨).....	- 18 -
图表 48: 2017-2024H1 长丝龙头营业收入表现.....	- 18 -
图表 49: 2017-2024H1 长丝龙头归母净利表现.....	- 18 -
图表 50: 2022Q1-2024Q2 长丝龙头营业收入表现.....	- 19 -
图表 51: 2022Q1-2024Q2 长丝龙头归母净利表现.....	- 19 -
图表 52: 2017-2024H1 桐昆股份盈利能力变化.....	- 19 -
图表 53: 2017-2024H1 新凤鸣盈利能力变化.....	- 19 -
图表 54: 2022Q1-2024Q2 桐昆股份盈利能力变化.....	- 20 -
图表 55: 2022Q1-2024Q2 新凤鸣盈利能力变化.....	- 20 -
图表 56: 2017-2024H1 桐昆股份经营活动产生的现金流量净额变化.....	- 20 -
图表 57: 2017-2024H1 新凤鸣经营活动产生的现金流量净额变化.....	- 20 -
图表 58: 2017-2024H1 长丝龙头在建工程变化.....	- 21 -
图表 59: 2022Q1-2024Q2 长丝龙头在建工程变化.....	- 21 -

一、石油石化：油价高位支撑景气，资本开支有所放缓

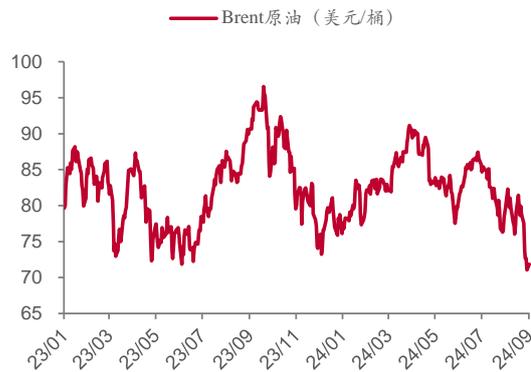
- **2024H1：国际油价 N 型走势，整体维持偏强震荡。**得益于 OPEC+ 的自愿减产以及地缘风险扰动的影响，上半年国际油价整体处于相对高位。根据 Wind，2024 年上半年 WTI 原油和 Brent 原油均价分别为 78.74 和 83.42 美元/桶，同比+5.3%和+4.4%。分季度看，2024Q1，WTI 原油和 Brent 原油均价分别为 76.83 和 81.76 美元/桶，同比+1.0%和-0.4%，环比-2.1%和-1.3%；2024Q2，WTI 原油和 Brent 原油均价分别为 80.59 和 85.03 美元/桶，同比+9.6%和+9.4%，环比+4.9%和+4.0%。

图表 1：WTI 原油价格走势



来源：Wind，中泰证券研究所（注：数据截至 2024 年 9 月 9 日）

图表 2：Brent 原油价格走势



来源：Wind，中泰证券研究所（注：数据截至 2024 年 9 月 9 日）

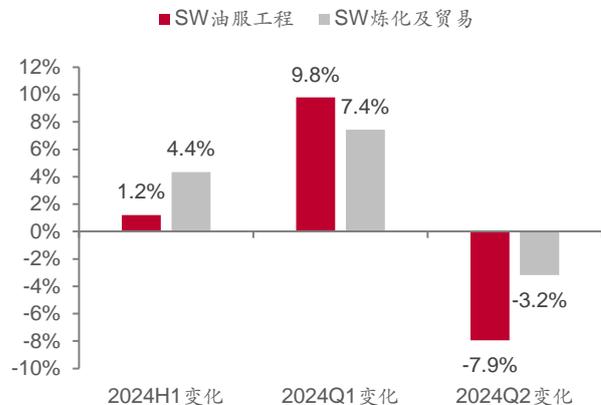
- **子行业走势基本与油价相关度高。**若我们以申万二级行业分类为基准，截至 2024 年二季度末，SW 油服工程和 SW 炼化及贸易录得 2083.75 和 2710.46 点，较 2024 年年初分别+1.2%和+4.4%，较一季度低点时的 1729.80 和 2449.19 点分别+20.5%和+10.7%。分季度看，2024Q1 两大子行业申万行业指数累计涨幅 9.8%和 7.4%；2024Q2 分别为-7.9%和-3.2%。

图表 3：石油石化二级子行业申万行业指数变化



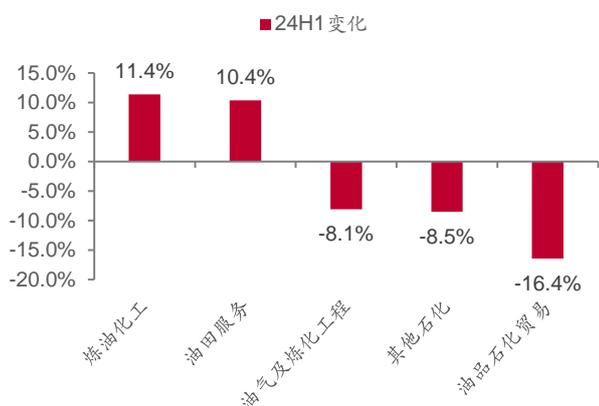
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 4：石油石化二级子行业行情表现

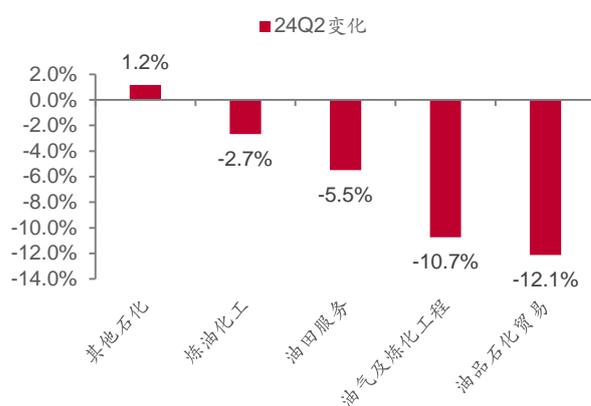


来源：Wind，中泰证券研究所（注：2024H1 数据为 2024 年 1 月 2 日至 2024 年 6 月 28 日；2024Q1 数据为 2024 年 1 月 2 日至 2024 年 3 月 29 日；2024Q2 数据为 2024 年 4 月 1 日至 2024 年 6 月 28 日）

- 炼化化工行业表现相对强势。**观察 2024H1 不同石油石化行业三级子行业的行情表现, 受益于高油价环境, 炼化化工和油田服务整体表现较好, 上半年累计涨幅分别为 11.4%和 10.4%。相比之下, 油品石化贸易、其他石化和油气及炼化工程表现不佳, 2024 年上半年跌幅分别约 16.4%、8.5%和 8.1%。对于 2024Q2 单季, 随着地缘政治的降温、全球原油需求的走弱以及市场对供应端的担忧强化, 油价步入下行通道, 油品石化贸易、油气及炼化工程、油田服务和炼化化工行业均出现不同程度的回落, 2024Q2 单季跌幅分别约 12.1%、10.7%、5.5%和 2.7%。

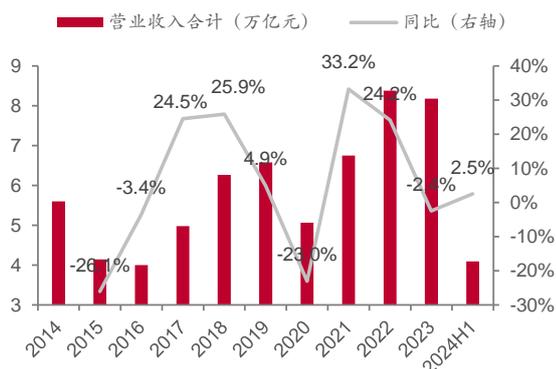
图表 5: 2024H1 石油石化三级子行业行情表现


来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 数据取自 2024 年 1 月 2 日至 2024 年 6 月 28 日)

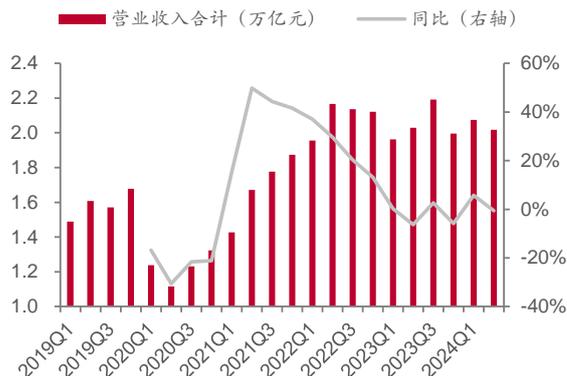
图表 6: 2024Q2 石油石化三级子行业行情表现


来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 数据取自 2024 年 4 月 1 日至 2024 年 6 月 28 日)

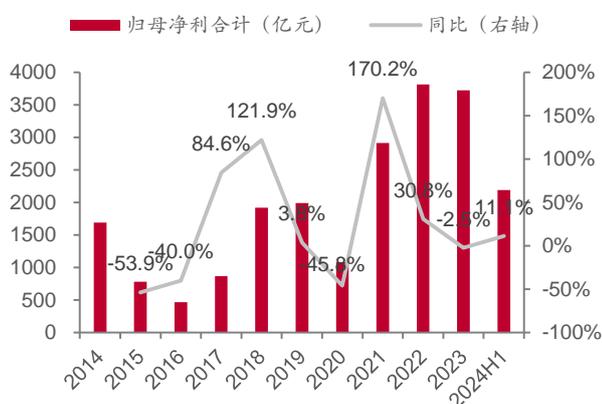
- 截至 2024 年 9 月, SW 石油石化行业累计含 48 家上市企业, 下文我们将基于收入利润表现、期间费用表现、营运能力和成长性等维度对行业 2024 年上半年整体表现及二季度单季度表现具体分析:
- 高油价支撑行业业绩同比增长。**营业收入方面, 2024H1 石油石化行业合计营收约 4.1 万亿元, 同比+2.5%。其中, 2024Q2 单季度营收约 2.0 万亿元, 同比-0.6%。归母净利方面, 2024H1 石油石化行业合计归母净利约 2189.0 亿元, 同比+11.1%。其中, 2024Q2 单季度归母净利约 1077.0 亿元, 同比+11.8%。扣非归母净利方面, 2024H1 石油石化行业合计扣非归母净利约 2195.5 亿元, 同比+13.0%。其中, 2024Q2 单季度扣非归母净利约 1095.8 亿元, 同比+15.2%。

图表 7: 2024H1 行业营业收入同比+2.5%


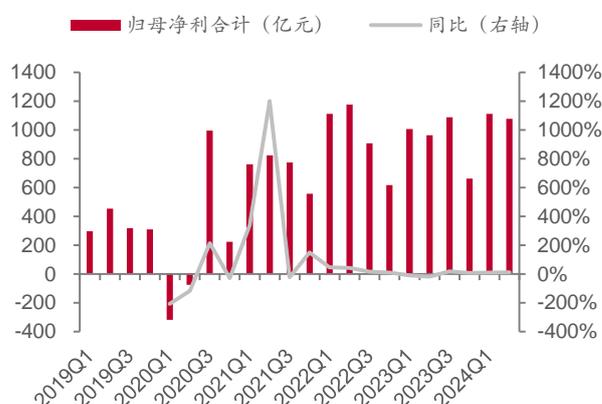
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 8: 2024Q2 行业营业收入同比-0.6%


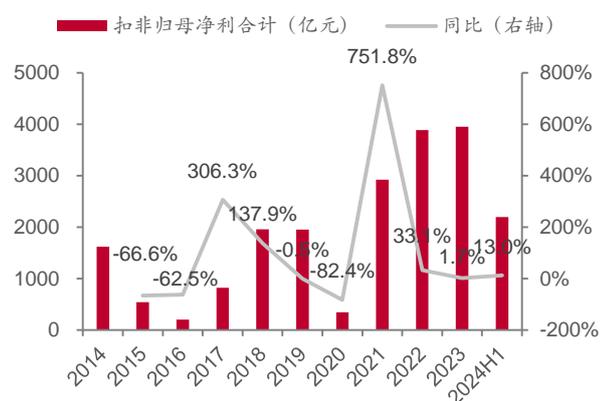
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: 2024H1 行业归母净利润同比+11.1%


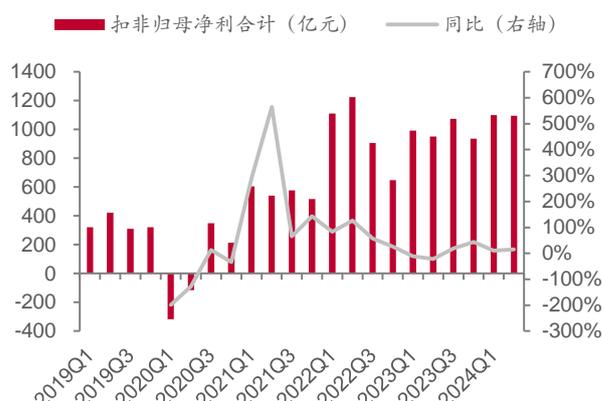
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 10: 2024Q2 行业归母净利润同比+11.8%


来源: Wind, 中泰证券研究所

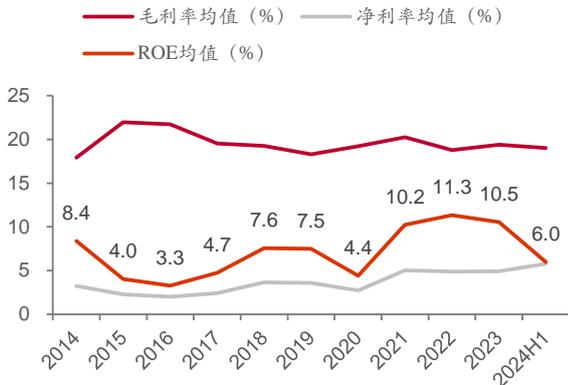
图表 11: 2024H1 行业扣非归母净利润同比+13.0%


来源: Wind, 中泰证券研究所

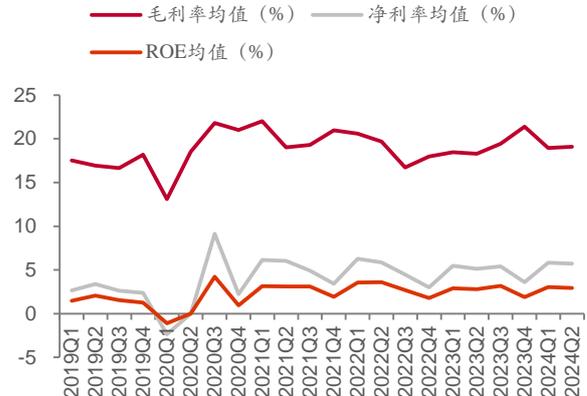
图表 12: 2024Q2 行业扣非归母净利润同比+15.2%


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 高油价表现抬升行业盈利中枢:** 2024H1, 石油石化行业毛利率、净利率和 ROE 分别约 19.0%、5.8%、6.0%, 同比+0.7pct、+0.5pct、+0.3pct。分季度看, 2024Q2 行业毛利率、净利率和 ROE 分别约 19.1%、5.7%、2.9%, 同比+0.8pct、+0.6pct、+0.1pct。

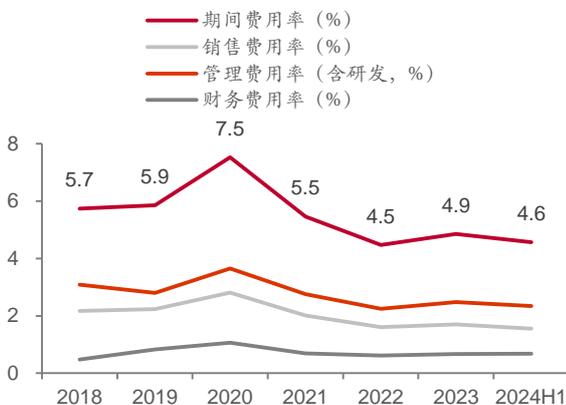
图表 13: 2024H1 行业毛利率、净利率、ROE 同比约+0.7pct、+0.5pct、+0.3pct


来源: Wind, 中泰证券研究所

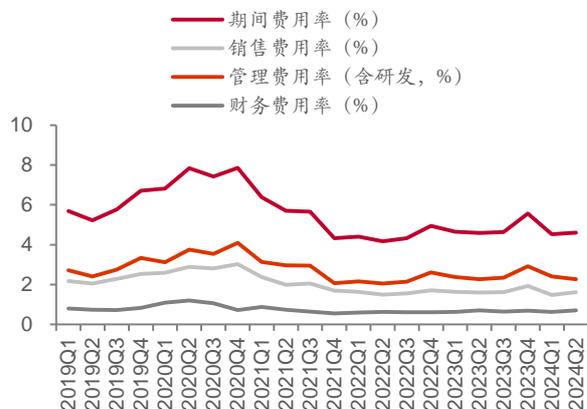
图表 14: 2024Q2 行业毛利率、净利率、ROE 同比约+0.8pct、+0.6pct、+0.1pct


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 期间费用率稳中有降。**2024H1, 石油石化行业期间费用率约 4.6%, 同比-0.1pct。具体看, 2024H1 行业销售费用率、管理费用率(含研发)、财务费用率分别约 1.5%、2.3%、0.7%, 同比-0.1pct、+0.01pct、+0.01pct。季度维度看, 2024Q2, 行业期间费用率约 4.6%, 同比+0.01pct。具体看, 销售费用率、管理费用率(含研发)、财务费用率分别约 1.6%、2.3%、0.7%, 同比+0.004pct、+0.0003pct、+0.01pct。

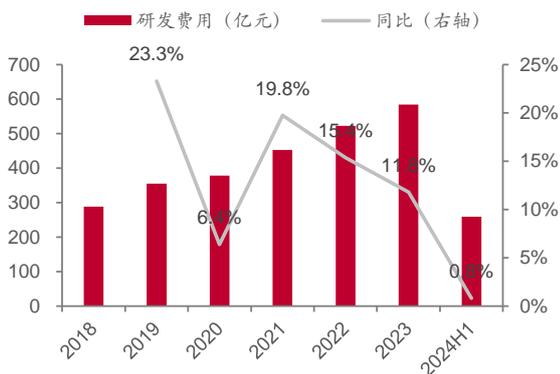
图表 15: 2024H1 行业期间费用率同比-0.1pct


来源: Wind, 中泰证券研究所

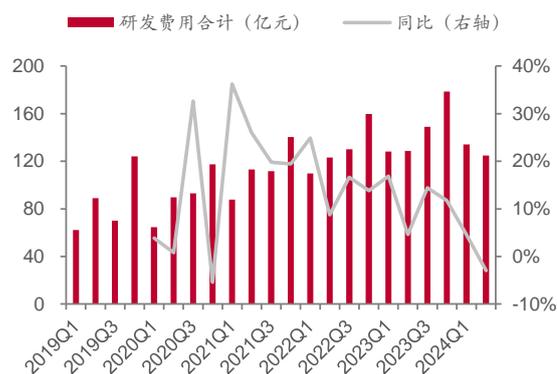
图表 16: 2024Q2 行业期间费用率同比+0.01pct


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 研发费用支出明显放缓。**2024H1, 石油石化行业合计研发费用支出 259.0 亿元, 同比+0.8%。增速表现上看, 行业研发费用增速自 2021 年达到高点的 19.8% 后已有明显放缓。季度维度看, 2024Q2 行业研发费用合计 124.9 亿元, 同比-3.0%。值得注意的是, 这也是行业自 2020 年以来, 首次研发费用季度同比表现出现负增。

图表 17: 2024H1 行业合计研发费用同比+0.8%


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 18: 2024Q2 行业合计研发费用同比-3.0%


来源: Wind, 中泰证券研究所

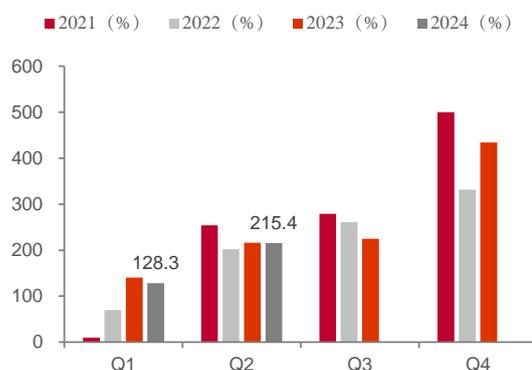
- 偿债能力表现稳健，净现比略有下降。** 偿债能力方面，2014-2024H1，石油石化行业资产负债率基本介于 45%-51%。2019 年起，行业资产负债率基本保持在 50% 水平震荡。到 2024H1 末，石油石化行业资产负债率约 49.2%。营运能力方面，2024H1 石油石化行业净现比约 170.9%，同比-6.8pct。分季度看，2024Q2 行业净现比约 215.4%，同比-0.6pct。

图表 19: 2024H1 末石油石化行业资产负债率约 49.2%


来源: Wind, 中泰证券研究所

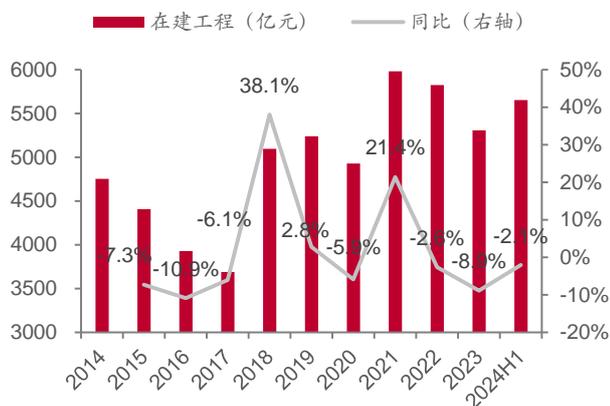
图表 20: 2024H1 行业净现比同比-6.8pct


来源: Wind, 中泰证券研究所

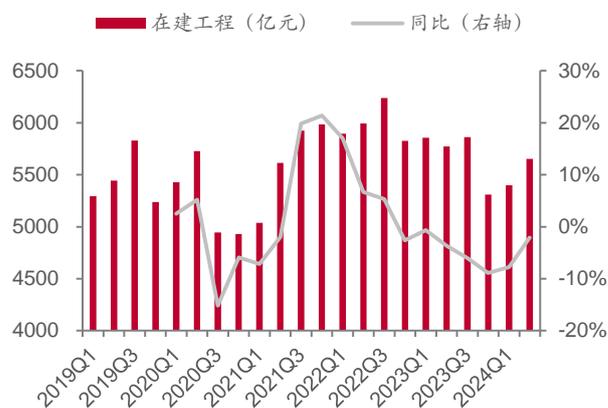
图表 21: 2024Q2 行业净现比同比-0.6pct


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **在建工程增速显著放缓。**截至 2024H1 末，石油石化行业在建工程总计约 5653.8 亿元，同比-2.1%。趋势上看，石油石化行业在建工程同比增速于 2021Q4 达到高点的 21.4%后逐步放缓；自 2022Q4 首次出现同比负增后，到 2024Q2 已连续 7 个季度同比负增。

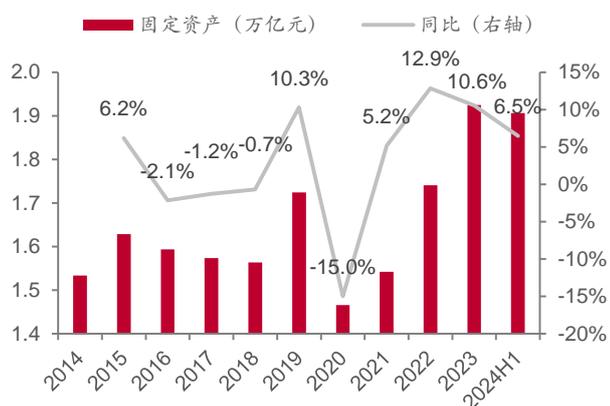
图表 22: 2024H1 末，行业在建工程同比-2.1%


来源: Wind, 中泰证券研究所

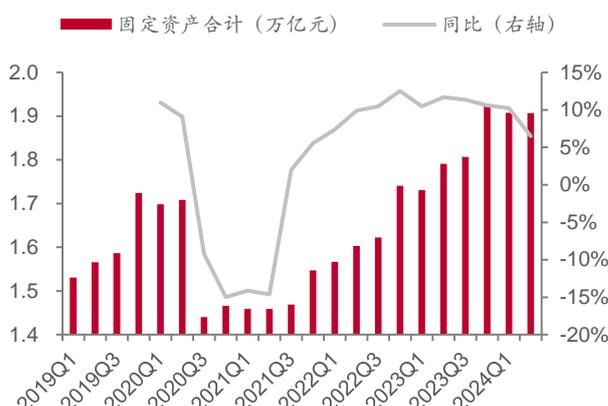
图表 23: 2024Q2 末，行业在建工程同比-2.1%


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **固定资产同比增速放缓。**截至 2024H1 末，石油石化行业固定资产总计约 1.9 万亿元，同比+6.5%。趋势上看，石油石化行业固定资产同比增速于 2022Q4 达到高点的 12.5%后逐步放缓，到 2024Q2 已连续 5 个季度同比增速环比下降。

图表 24: 2024H1 末，行业固定资产同比+6.5%


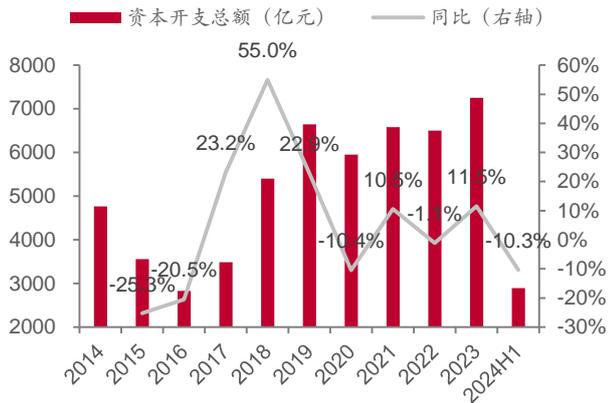
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 25: 2024Q2 末，行业固定资产同比+6.5%


来源: Wind, 中泰证券研究所

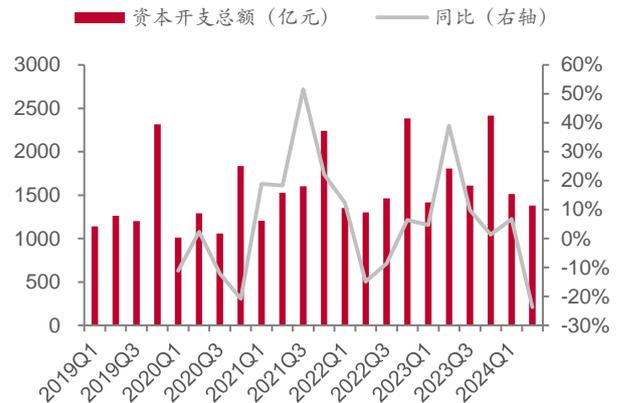
- **资本开支增速下降明显。**2024H1，石油石化行业资本开支总计约 2892.7 亿元，同比-10.3%。季度维度看，2024Q2，行业资本开支总计约 1379.3 亿元，同比-23.7%。趋势上看，这也是本轮周期（自 2022Q4 以来）首次资本开支总额同比出现负增，反映企业后续扩产意愿已有明显放缓。

图表 26: 2024H1 行业资本开支同比-10.3%



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 27: 2024Q2 行业资本开支同比-23.7%

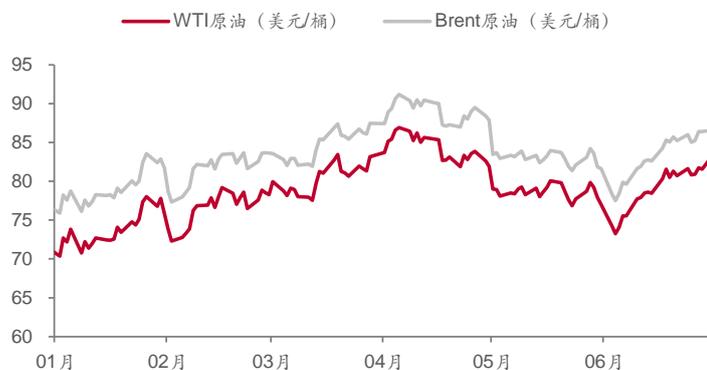


来源: Wind, 中泰证券研究所

二、国际油价：地缘政治+供需趋紧，上半年油价偏强震荡

- 2024H1，国际油价整体维持在 70-90 美元/桶偏强震荡。**根据 Wind，2024 年上半年 WTI 原油和 Brent 原油均价分别为 78.74 和 83.42 美元/桶，同比上涨 3.94 和 3.50 美元/桶。回顾 2024H1 油价走势，年初随着市场对全球经济衰退预期的减弱叠加 OPEC+ 实际减产团结性较高，油价自年初起步入上行通道。伴随巴以、俄乌等地缘冲突的持续以及美联储的降息预期催化，到 4 月初，WTI 和 Brent 油价达到上半年高点的 86.91 和 91.17 美元/桶。此后，随着地缘冲突的降温以及北半球炼厂陆续进入检修期，需求减弱下油价自高点开始逐步回落。6 月 2 日，OPEC 召开第 37 届 ONOMN 会议，新一轮减产政策包括：1) 2023 年 4 月宣布的 165 万桶/日的额外自愿性减产将延长至 2025 年 12 月；2) 2023 年 11 月宣布的 220 万桶/日的额外自愿性减产延长至 2024 年 9 月底，后续 220 万桶/日的减产将逐月释放直至 2025 年 9 月，但该部分逐月释放的产量也会跟随实际市场情况决定是否暂停或取消。出于对行业供给侧的担忧，6 月初油价大幅回调，此后，随着欧美炼厂逐步从检修期中恢复开工，传统旺季需求催化 Brent 油价到 6 月底重回 85 美元/桶附近。

图表 28: 2024H1 国际油价走势变化



来源: Wind, 中泰证券研究所

- OPEC+对油价供给侧支撑或有所减弱。**根据 6 月 OPEC 会议：①制定 2025 年原油日产量目标：在不考虑额外减产的情况下，2025 年 OPEC+ 合计产量 39.725 百万桶/日，同比 2024 年减少 80 万桶/日（剔除安哥拉 2024 年目标产量后，实际 30 万桶/日的配额增长全部来自阿联酋）。②逐步退出部分自愿减产计划：OPEC+预计在 2024Q4 起按月逐步提高产量。9 月 5 日，OPEC 发布声明表示沙特、俄罗斯等八国一致同意将 220 万桶/日的自愿减产延长至 11 月末（2024 年 12 月单月增产 18 万桶/日），一定程度上缓解炼厂检修高峰（10 月-11 月）原油供应过剩的问题。

图表 29: OPEC+成员国原油日产量目标

单位：百万桶/日	22/11-23/12	24/01-24/12	25/01-25/12	配额变化
沙特阿拉伯	10.48	10.48	10.48	0.00
伊拉克	4.43	4.43	4.43	0.00
阿联酋	3.02	3.22	3.52	0.30
科威特	2.68	2.68	2.68	0.00
尼日利亚	1.74	1.50	1.50	0.00
安哥拉	1.46	1.10	/	/
阿尔及利亚	1.01	1.01	1.01	0.00
刚果	0.31	0.28	0.28	0.00
加蓬	0.18	0.18	0.18	0.00
赤道几内亚	0.12	0.07	0.07	0.00
俄罗斯	10.48	9.95	9.95	0.00
墨西哥	1.75	1.75	1.75	0.00
哈萨克斯坦	1.63	1.63	1.63	0.00
阿曼	0.84	0.84	0.84	0.00
阿塞拜疆	0.68	0.55	0.55	0.00
马来西亚	0.57	0.40	0.40	0.00
巴林群岛	0.20	0.20	0.20	0.00
南苏丹	0.12	0.12	0.12	0.00
文莱	0.10	0.08	0.08	0.00
苏丹	0.07	0.06	0.06	0.00
OPEC+合计（含安哥拉）	41.86	40.53	39.73	-0.80
OPEC+合计（剔除安哥拉）		39.43	39.73	0.30

来源：OPEC，中泰证券研究所

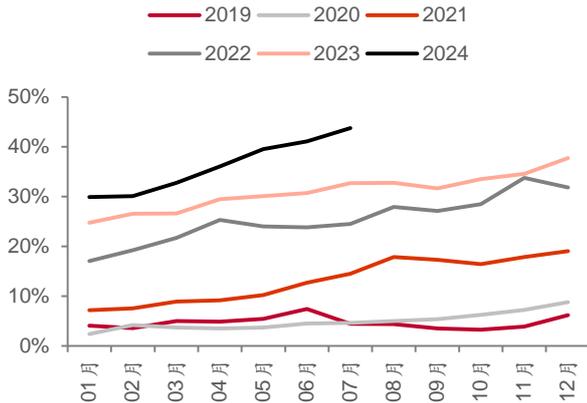
- 原油增量主要源自化工和航煤需求。**根据 IEA 最新 8 月月报，2024 和 2025 年全球原油需求预计分别约 1.03 和 1.04 亿桶/日，同比增加 97.0 和 95.3 万桶/日。分产品看，全球石油的需求增量主要源于化工用油（LPG、乙烷及石脑油）和航空煤油，预计 2024 年全球 LPG&乙烷、石脑油和航空煤油的需求增量分别为 45.8、19.5 和 30.1 万桶/日，同比+3.2%、2.7% 和 4.2%，占当年度全球石油需求增量的 47.2%、20.1%和 31.0%。

图表 30: 全球石油需求增长的主要拉动因素

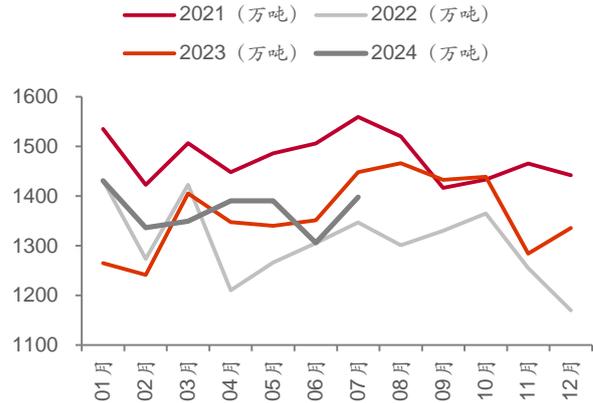
	需求量（千桶/日）				年度变化（千桶/日）		年度变化（%）	
	2019	2023	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
LPG&乙烷	13140	14510	14968	15314	458	346	3.2	2.3
石脑油	6690	7222	7417	7645	195	228	2.7	3.1
汽油	26858	26924	27388	27399	465	11	1.7	0.0
航空煤油	7914	7219	7520	7691	301	171	4.2	2.3
天然气/柴油	28344	28423	28264	28433	-159	169	-0.6	0.6
残渣燃料油	6207	6417	6476	6509	60	33	0.9	0.5
其他	11498	11374	11025	11021	-349	-4	-3.1	0.0
合计	100651	102090	103060	104013	970	953	1.0	0.9

来源：IEA，中泰证券研究所（注：数据来源于 IEA 8 月月报）

- 新能源渗透率提升下对传统汽油消费产生替代。**2024年1-7月，国内汽油表观需求量9600.9万吨，同比+2.1%。汽油表需增速的放缓一方面源于传统燃油车的报废带来的汽油用量下降，更为重要的是受到新能源汽车渗透率持续快速提升的冲击。到2024年7月，国内新能源车渗透率已达43.8%，较2023年同期的32.7%增加11.1个百分点。2024H1，国内新能源汽车保有量2472万辆，占汽车比重的7.2%。政策及市场优势加速新能源市场扩张的背景下，预计将对传统汽油带来不可逆的替代。

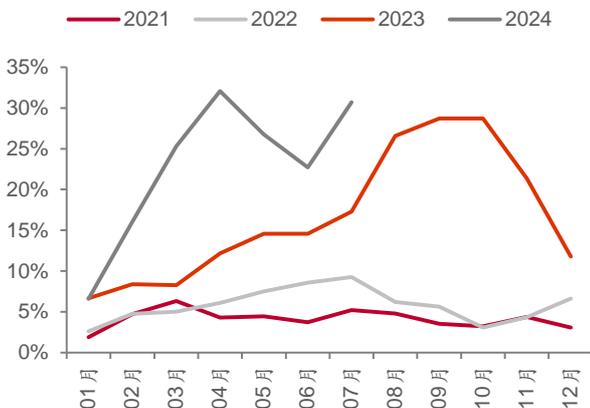
图表 31：2019 年至今国内新能源车渗透率变化


来源：Wind，中泰证券研究所

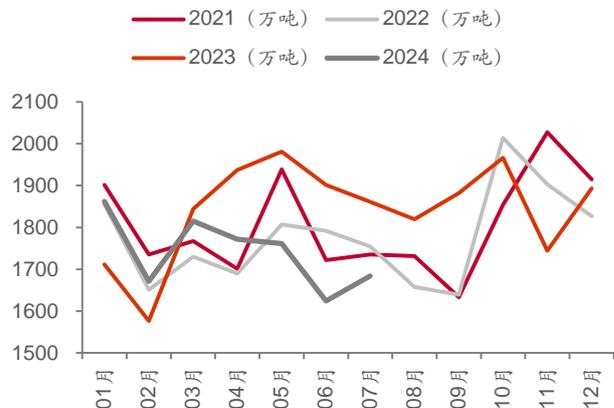
图表 32：2021 年至今国内汽油表需变化


来源：钢联数据，中泰证券研究所

- 经济性&减碳效应下，LNG 加速对柴油消费的替代。**相比柴油，LNG 具备环保和减碳效应。根据中国石油规划总院，2023年LNG重卡全年销量14.8万辆，创历史新高，按主流车型油耗情况计算，车用LNG的使用替代约1850万吨的柴油。经济性优势和政策引导双重因素驱动，车用LNG使用率显著提高，到2024年7月，国内LNG重卡渗透率已达30.7%，创2021年以来新高。2024年1-7月，国内柴油表观需求量1.2亿吨，同比-4.9%。往后看，可持续的高油气价差支撑LNG市场，车用LNG对柴油的替代量仍有上升空间。

图表 33：2021 年至今国内 LNG 重卡渗透率变化


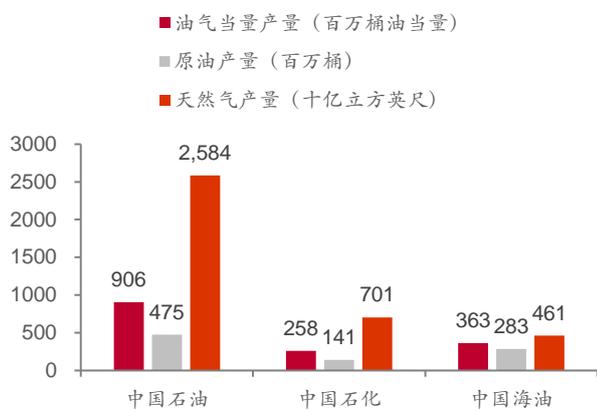
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 34：2021 年至今国内柴油表需变化


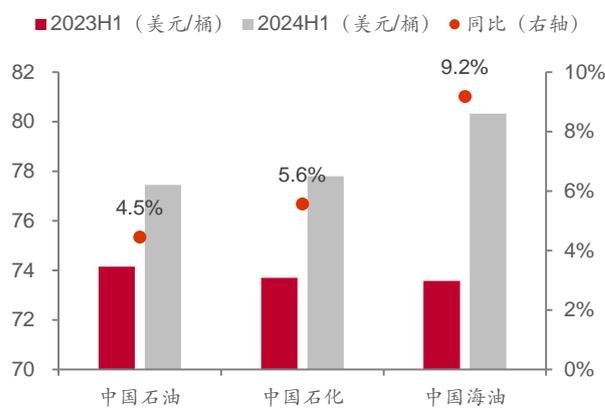
来源：钢联数据，中泰证券研究所

三、三桶油：高油价环境增储上产，长期重视股东回报

- 2024H1，三桶油上游业务实现量价齐升。**量上看，2024H1，中国石油、中国石化和中国海油的油气当量产量分别为 905.5、257.66 和 362.6 百万桶，同比+1.3%、+3.1%和+9.3%。其中，原油产量分别为 474.8、140.5、283.4 百万桶，同比+0.1%、+0.6%、+8.8%；天然气产量分别为 2584.2、700.57、461.0 十亿立方英尺，同比+2.7%、+6.0%、+10.9%。价上看，在上半年 Brent 油价同比+4.4%的背景下，中国石油、中国石化和中国海油的原油实现价格分别为 77.45、77.8 和 80.32 美元/桶，同比+4.5%、+5.6%和+9.2%。

图表 35：2024H1 三桶油油气当量产量表现


来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所

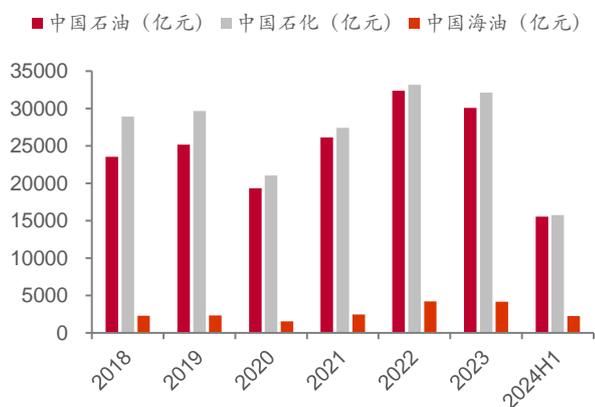
图表 36：三桶油原油实现价格表现


来源：公司官网，中泰证券研究所

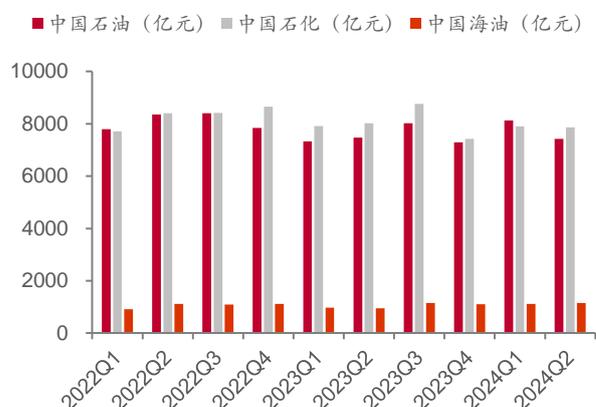
- 加强成本管控，减费增效表现良好。**1) 中国石油：2024H1，公司油气单位操作成本、炼油单位现金加工成本、吨油营销成本分别为 11.03 美元/桶、215.91 元/吨、385.68 元/吨，同比+1.9%、-2.2%、+3.0%，成本费用得到有效控制。2) 中国石化：2024H1，公司上游现金操作成本、炼油现金操作成本、销售吨油现金费用和化工单位完全加工成本同比分别-2.9%、-7.0%、+1.2%、-9.8%，降本减费成效显著。3) 中国海油：2024H1，公司桶油主要成本 27.75 美元/桶，同比-1.5%。具体看，作业费用，折旧、折耗及摊销，弃置费，销售及管理费用和除所得税以外的其他税金分别为 6.81、13.94、0.86、2.04 和 4.10 美元/桶，同比-4.9%、-1.4%、-10.4%、-6.8%和+10.2%。作业费用控制良好主要由于产量增长和汇率变化的综合影响；折旧、折耗及摊销同比下降主要是受汇率变动的影响；除所得税以外的其他税金同比增加主要是由于确认矿业权出让收益和油价上涨的综合影响。
- 审慎精准效益投资，资本开支略有差异。**1) 中国石油：2024H1，公司资本性支出 789.4 亿元，同比-7.3%，预计全年资本开支 2580 亿元，同比-6.3%。分项目看，公司资本性支出主要集中于油气和新能源领域，上半年资本性支出结构占比高达 85.4%。2) 中国石化：2024H1，公司资本支出 559 亿元，同比-25.2%。结构上看，上游板块累计资本支出 338 亿元(占比 60.5%)，主要用于油气产能和储运设施建设。3) 中国海油：2024H1，公司资本支出 631 亿元，完成年度预算 47%-51%，同比+11.7%。

分项目看，勘探、开发、生产资本化和其他资本开支分别为 92、402、125 和 12 亿元，占比约 14.6%、63.7%、19.8%和 1.9%。

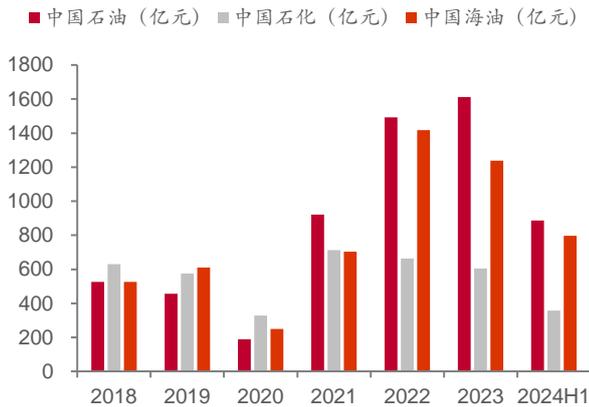
- 高度重视股东回报，长期投资性价比突出。**2024 年上半年，中国石油、中国石化和中国海油分别派发中期股息 0.22 元/股、0.146 元/股和 0.74 港元/股（含税），分红比例分别约 45.4%、49.8%和 40.3%。其中，中国石油中期每股股息连续三年创历史同期最好水平；中国石化董事会提议未来三年公司每年现金分红比例不低于 65%；中国海油中期股息同样创历史同期新高。若以 2023 年各公司年末分红比例为基准，假设中国石油、中国石化和中国海油 2024 年归母净利约 1738、708、1502 亿元（中国石油盈利预测取自 Wind 一致预期），对应 9 月 10 日各公司市值下的 2024 年股息率分别约 5.9%、6.1%、5.2%。
- 油价高位增储上看，三桶油业绩表现亮眼。**2024H1，中国石油、中国石化和中国海油分别实现营业收入 15539、15761 和 2268 亿元，同比 +5.0%、-1.1%、+18.1%；归母净利 886、357、797 亿元，同比+3.9%、+1.7%、+25.0%；扣非归母净利 916、356、792 亿元，同比+4.8%、+5.7%、+27.1%。2024 年二季度，中国石油、中国石化和中国海油分别实现营业收入 7417、7862、1153 亿元，同比-0.8%、-2.0%、+22.2%，环比-8.7%、-0.5%和+3.4%；归母净利 429、174、400 亿元，同比+3.1%、+15.8%、+26.4%，环比-6.0%、-5.1%、+0.7%；扣非归母净利 458、174、397 亿元，同比+5.8%、+24.8%、+28.7%，环比+0.03%、-4.3%、+0.6%。

图表 37：2018-2024H1 三桶油营收表现


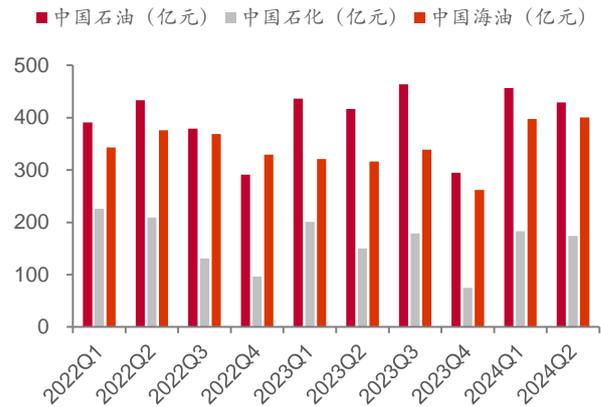
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 38：2022Q1-2024Q2 三桶油营收变化


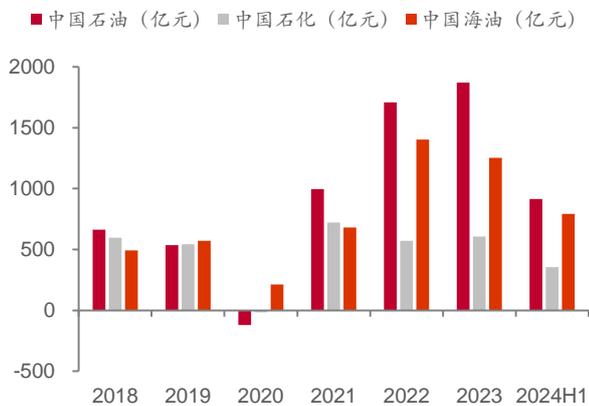
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 39: 2018-2024H1 三桶油归母净利表现


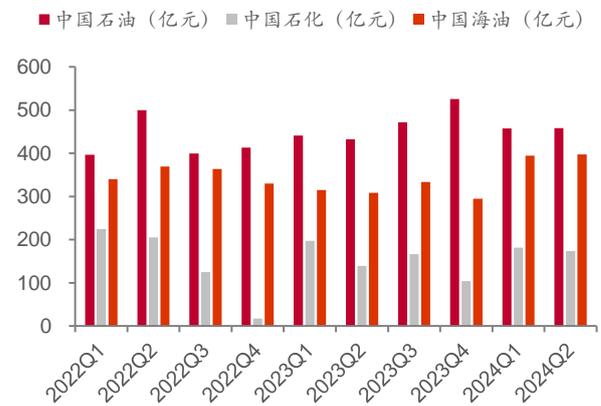
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 40: 2022Q1-2024Q2 三桶油归母净利变化


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 41: 2018-2024H1 三桶油扣非归母净利表现


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 42: 2022Q1-2024Q2 三桶油扣非归母净利变化


来源: Wind, 中泰证券研究所

四、涤纶长丝：一口价政策托底盈利，龙头业绩表现亮眼

- 行业扩产趋于理性。**根据 CCFEI 和我们统计，2023 年国内长丝产能净新增 397 万吨，当年度长丝总产能 5425 万吨/年，同比+7.9%，2019-2023 年产能 CAGR 约 6.8%。2024 年行业扩产显著放缓，预计新增仅 3 套合计 95 万吨产能，考虑到部分装置因锅炉改造等环保因素停产/减产，且根据百川盈孚，2024 年至今国内已有 53 万吨长丝产能退出，预计行业实际新增产量增量或更低。此外，受安全环保督察以及大规模设备更新行动的要求，自 2024 年 5 月起，萧山、宿迁、嘉兴、桐乡等多地主流大厂装置出现持续性扰动，叠加头部大厂连续减产保价，行业供给侧改革或已开启。

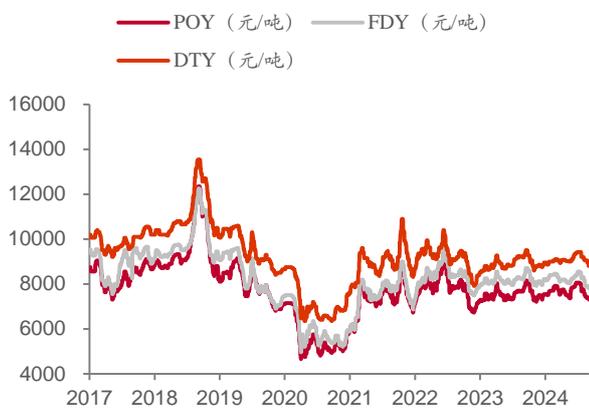
图表 43：2024 年至今，国内长丝供给侧出现持续性扰动

地区	生产企业	产能 (万吨/年)	事件
浙江萧山	恒逸石化	48	因锅炉改造，装置计划于2024年5月6日进行停车改造，6月17日开始升温测试，7月3日重启运行
浙江嘉兴		12.5	一有光长丝装置因故障停车，5月27日重启
浙江萧山	荣盛石化	80	因锅炉改造，装置计划于2024年5月4日进行停车改造
江苏宿迁	恒力石化	10	部分阳离子长丝装置于2024年5月4日改为生产半光
江苏	东方盛虹	减产10%	计划于2024年5月13日进行装置减产，幅度在10%左右，重启时间未定
浙江	桐昆股份	减产10%	计划于2024年5月13日进行装置减产，幅度在10%左右，重启时间未定
浙江嘉兴	桐昆股份	14	恒盛一套阳离子长丝装置于2024年5月17日停车，计划改为生产半光产品，5月20日恢复
浙江	新凤鸣	减产10%	计划于2024年5月13日进行装置减产，幅度在10%左右，重启时间未定
浙江宁波	宁波卓成	4	2024年6月1日，长丝减产15%，重启时间未定
浙江宁波	宁波沃沃	5	2024年6月3日，长丝装置减产10%，8月27日重启
江苏南通	新凤鸣	减产10%后追加减产	2024年5月13日部分装置进行减产，重启时间未定；6月25日，追加部分减产，重启时间未定
江苏	江苏立新	35	2024年7月初，因能源设备改造部分装置减产，重启时间待定
浙江湖州	新凤鸣	30	一套半光POY长丝装置于2024年7月12日进行检修，涉及产能30万吨/年，7月23日恢复
浙江绍兴	绍兴佳宝	15	有光装置出现故障，于2024年7月18日停车检修，7月31日重启升温
辽宁锦州	天龙新材料	25	2024年7月29日停车检修，预计检修时长1个月
江苏徐州	徐州斯尔克	10	2024年8月20日聚酯装置停车检修，计划检修时长一周附近
江苏太仓	恒逸石化	25	太仓消光poy装置减产进行中，计划于8月末减停转线为半光
浙江嘉兴		12.5	嘉兴一套半光生产线转消光

来源：百川盈孚，中泰证券研究所

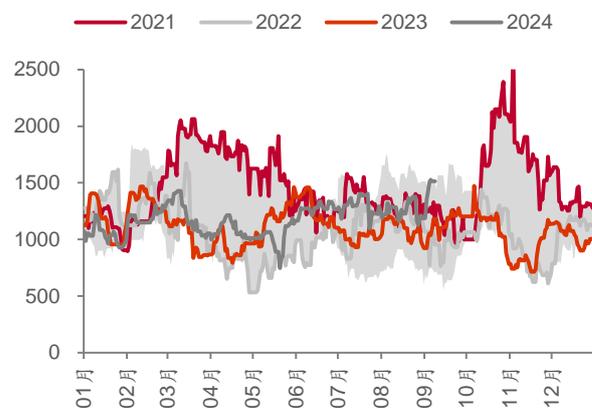
- **一口价政策保障盈利。**5月23日，长丝龙头企业锚定长丝加工费进行大幅提价，开启新一轮限产保价模式，由原来的“限产-降库存-保价格”调整位“限定价格或价差-反向调整开工率”，以尽可能地追求更多地利润。6月22日，长丝龙头企业公布未来操作的指导精神“三个坚持，一个坚决”，坚持价格自律、坚决抵制非理性价格战、坚持一口价加配套政策模式、坚持限产保价，继续追加减产不少于10%幅度。
- 根据 Wind，截至6月30日，POY、FDY、DTY 价格分别为 8050、8400、9400 元/吨，较5月23日新模式出台首日分别+650、+350、+400 元/吨；价差分别为 1340、1690、2690 元/吨，较新模式出台首日分别+470、+170、+220 元/吨。2024H1，POY、FDY、DTY 均价约 7695、8252、9056 元/吨，同比+234、+127、+267 元/吨；价差均值 1135、1693、2496 元/吨，同比-3、-111、+29 元/吨。2024 年二季度，POY、FDY、DTY 均价约 7700、8195、9115 元/吨，同比+188、+25、+249 元/吨，环比+11、-116、+119 元/吨；价差均值约 1134、1628、2549 元/吨，同比+11、-152、+72 元/吨，环比-3、-129、+105 元/吨。

图表 44：2017 年以来国内长丝主流品种价格变化



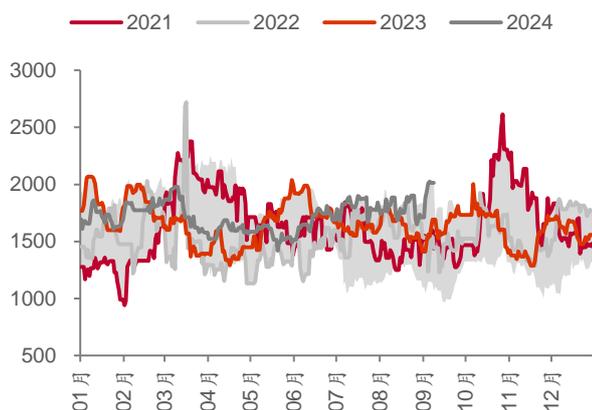
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 45：2021 年至今 POY 价差变化 (元/吨)



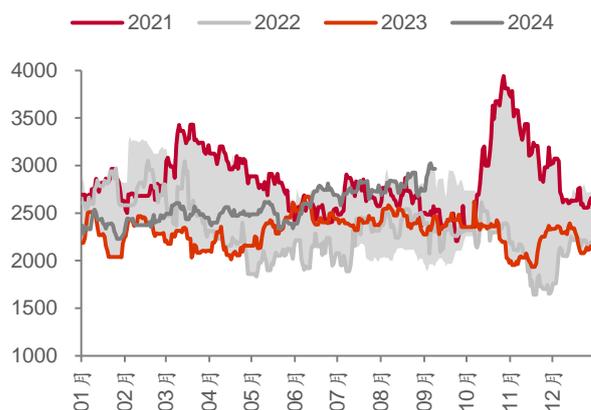
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 46: 2021 年至今 FDY 价差变化 (元/吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

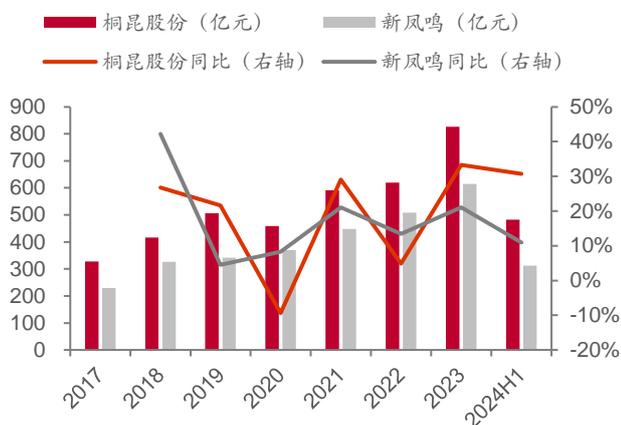
图表 47: 2021 年至今 DTY 价差变化 (元/吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

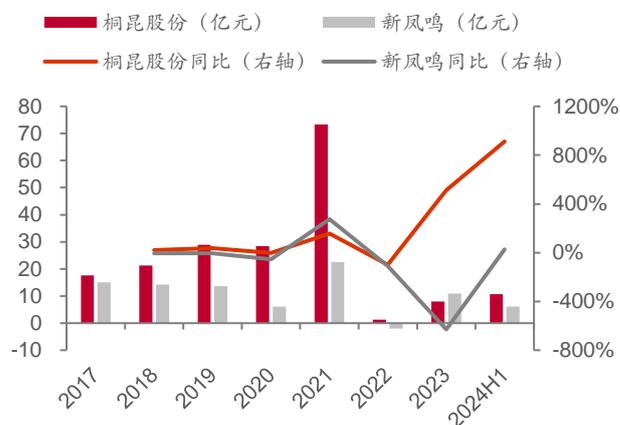
- 我们选取桐昆股份和新凤鸣作为涤纶长丝行业代表性企业, 分别对公司 2024H1 和 2024Q2 单季度财务表现展开分析。
- 2024H1, 桐昆股份和新凤鸣分别实现营业收入 482.1 和 312.7 亿元, 同比+30.7%和+11.0%; 实现归母净利 10.7 和 6.0 亿元, 同比+911.4%和+26.2%。2024Q2, 桐昆股份和新凤鸣分别实现营业收入 271.0 和 168.2 亿元, 同比+29.2%和+7.3%, 环比+28.4%和+16.4%; 实现归母净利 4.9 和 3.3 亿元, 同比-18.7%和+13.7%, 环比-16.3%和+19.7%。

图表 48: 2017-2024H1 长丝龙头营业收入表现

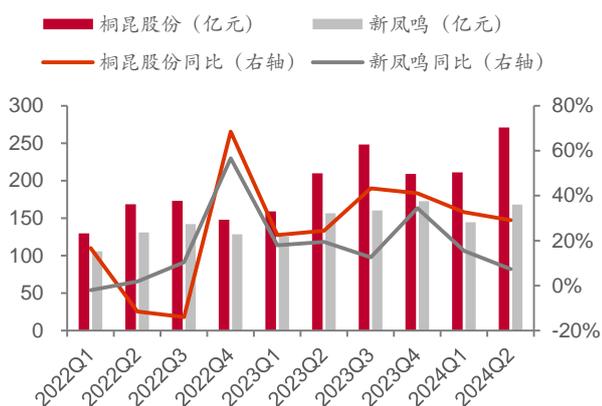


来源: Wind, 中泰证券研究所

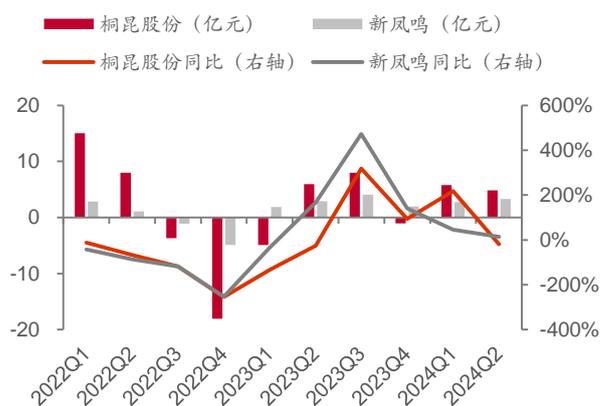
图表 49: 2017-2024H1 长丝龙头归母净利表现



来源: Wind, 中泰证券研究所

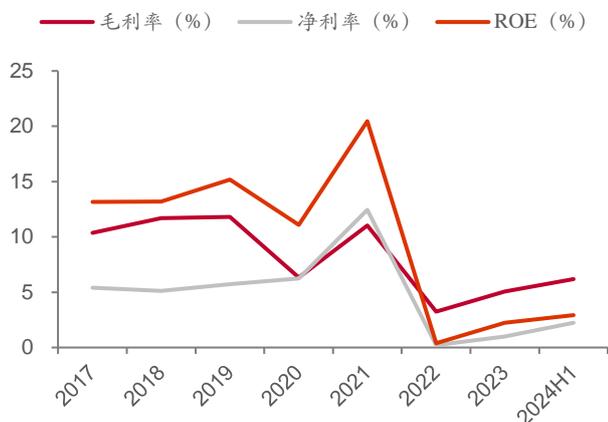
图表 50: 2022Q1-2024Q2 长丝龙头营业收入表现


来源: Wind, 中泰证券研究所

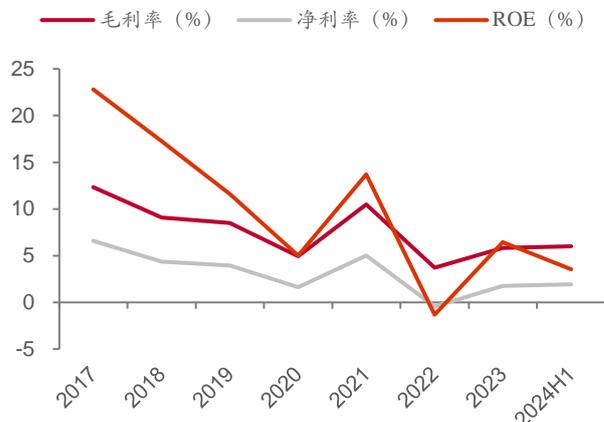
图表 51: 2022Q1-2024Q2 长丝龙头归母净利润表现


来源: Wind, 中泰证券研究所

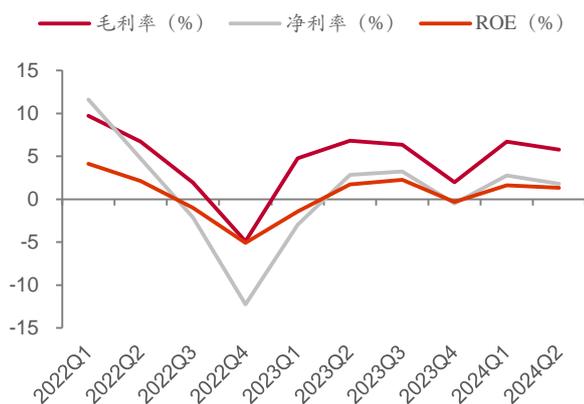
- 2024H1, 桐昆股份和新凤鸣分别实现毛利率 6.2%和 6.0%, 同比+0.2pct 和+0.4pct; 净利率 2.2%和 1.9%, 同比+1.9pct 和+0.2pct; ROE 2.9% 和 3.6%, 同比+2.6pct 和+0.6pct。2024Q2, 桐昆股份和新凤鸣分别实现毛利率 5.8%和 6.1%, 同比-1.0pct 和+0.3pct, 环比-0.9pct 和+0.2pct; 净利率 1.8%和 2.0%, 同比-1.0pct 和+0.1pct, 环比-1.0pct 和+0.1pct; ROE 1.3%和 1.9%, 同比-0.4pct 和+0.1pct, 环比-0.3pct 和+0.3pct。

图表 52: 2017-2024H1 桐昆股份盈利能力变化


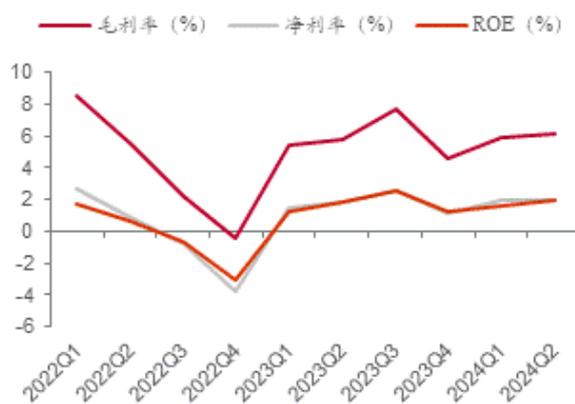
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 53: 2017-2024H1 新凤鸣盈利能力变化


来源: Wind, 中泰证券研究所

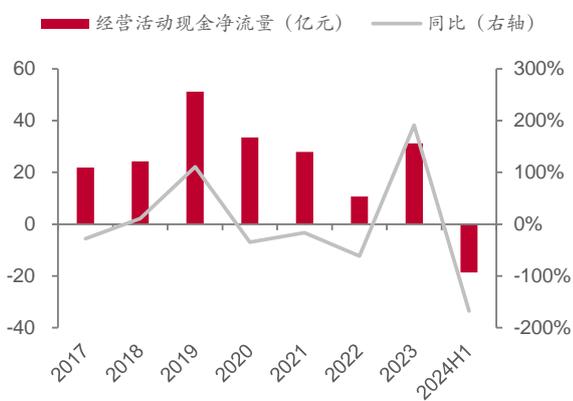
图表 54: 2022Q1-2024Q2 桐昆股份盈利能力变化


来源: Wind, 中泰证券研究所

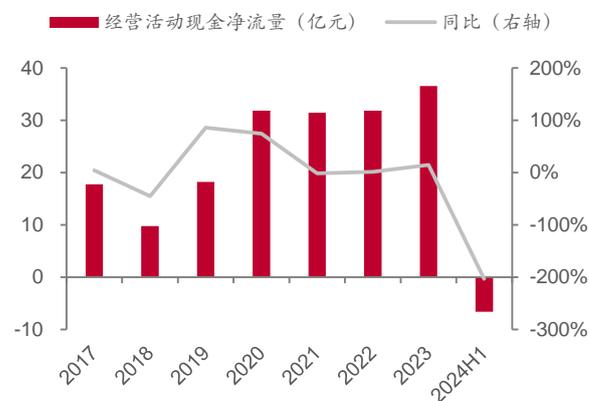
图表 55: 2022Q1-2024Q2 新凤鸣盈利能力变化


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 2024H1, 桐昆股份和新凤鸣经营活动产生的现金流量净额分别为-18.6和-6.6亿元, 同比-49.8和-43.2亿元。在建工程方面, 到2024H1末, 桐昆股份和新凤鸣在建工程分别为51.6和50.1亿元, 同比-73.9%和+209.0%。固定资产方面, 到2024H1末, 桐昆股份和新凤鸣固定资产分别为470.8和238.4亿元, 同比+64.9%和-2.4%。

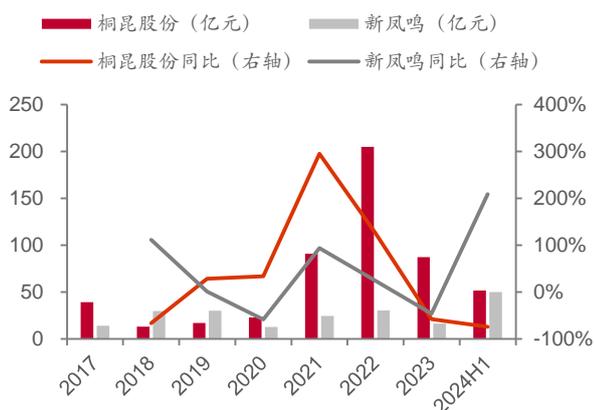
图表 56: 2017-2024H1 桐昆股份经营活动产生的现金流量净额变化


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 57: 2017-2024H1 新凤鸣经营活动产生的现金流量净额变化


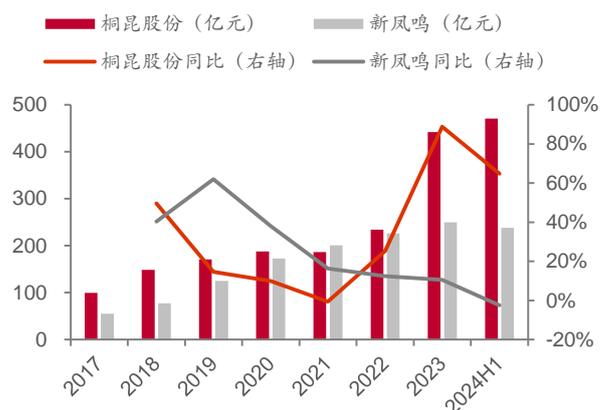
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 58: 2017-2024H1 长丝龙头在建工程变化



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 59: 2022Q1-2024Q2 长丝龙头在建工程变化



来源: Wind, 中泰证券研究所

五、风险提示

- **宏观环境波动:** 2024 年正值海外多国大选年, 海内外政治经济形势错综复杂, 若宏观经济出现大幅波动, 将对化工行业产生冲击。
- **地缘政治因素:** 近年来, 俄乌冲突、巴以冲突等地缘政治因素持续发酵, 或对能源及化工品的供应和运输产生直接或间接影响, 进而影响能源价格。
- **油价大幅波动:** 石油石化行业与油价相关性极高, 油价的大幅波动或将对上游业务的盈利表现及下游化工品的原料成本产生直接影响, 为企业的生产经营带来较强的不确定性。
- **数据与实际情况偏差风险:** 全文行业数据均进行了一定的筛选及划分, 存在与行业实际情况出现偏差的风险。
- **需求不及预期:** 化工行业需求与地产、纺服等多行业景气度密切相关。若下游景气度下降, 可能会对行业发展产生不利影响。
- **使用的第三方数据信息更新不及时:** 研究报告中部分资料来自公司招股说明书、定期报告、公司官网等公开材料, 使用的公开资料存在信息滞后或更新不及时的风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。