

基础化工&石油石化行情复盘与投资机会展望

能源化工首席证券分析师：陈淑娴，CFA

执业证书编号：S0600523020004

联系方式：chensx@dwzq.com.cn

2024年10月24日

- **基础化工复盘：**在2014-2016年，基础化工板块大部分时间跑赢沪深300。1) 分板块：化学原料、化学纤维显著跑赢指数。2) 分市值：小市值（100亿以下）板块跑赢大盘，大市值（100亿以上）板块跑输大盘。
- **石油石化复盘：**在2014-2016年，石油石化板块跑输沪深300。1) 分板块：炼油化工板块整体表现优异。2) 分市值：大市值板块抗风险能力强，小市值板块成长性高。
- **相关标的：**1) 基础化工：化学原料方向，推荐成本管控优异，产业链配套完备的宝丰能源、卫星化学；化学纤维方向，推荐长丝龙头企业桐昆股份、新凤鸣。2) 石油石化：推荐大市值、高红利的中国海油/中国海洋石油、中国石油/中国石油股份、中国石化/中国石油化工股份；推荐景气成长的恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化。
- **风险提示：**地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰、宏观经济增速下滑，导致需求端不振、OPEC+联盟修改石油供应计划的风险、新能源加大替代传统石油需求的风险、原材料价格波动、项目投产推迟、研发进度不及预期。

目录



■ 1. 基础化工&石油石化总复盘

■ 2. 基础化工复盘

■ 3. 石油石化复盘

■ 4. 相关标的

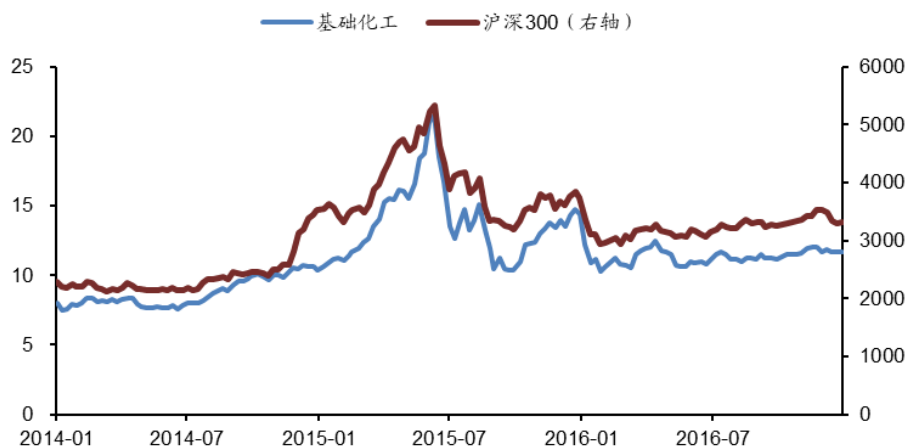
■ 5. 风险提示

1. 基础化工&石油石化总复盘

1. 基础化工&石油石化总复盘

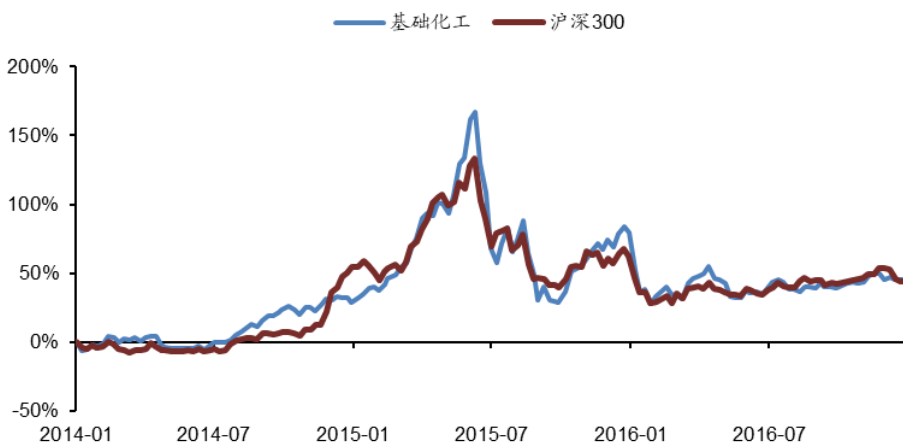
- 整体来看，在2014-2016年，基础化工板块大部分时间跑赢沪深300，石油石化板块跑输沪深300。

2014-2016年 基础化工板块与沪深300收盘价
(流通股本加权平均) (人民币)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所
注: 此处取申万行业分类(2021), 后同

2014-2016年 基础化工板块与沪深300涨跌幅 (%)

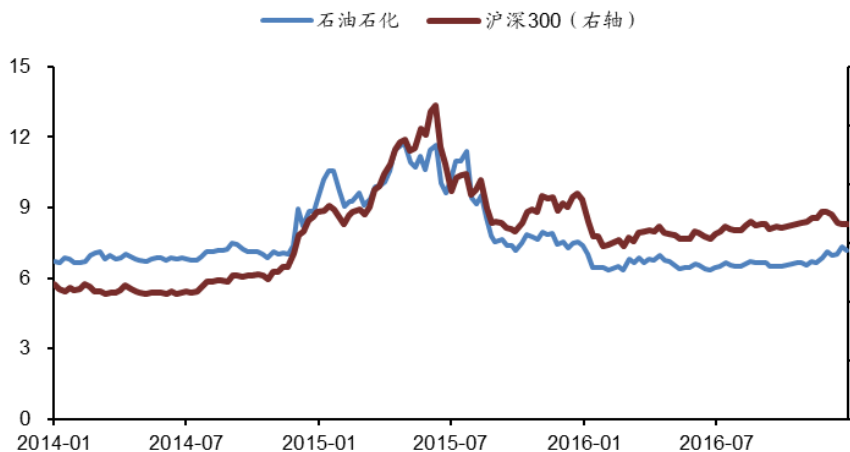


数据来源: Wind, 东吴证券研究所
注: 此处取申万行业分类(2021), 后同

1. 基础化工&石油石化总复盘

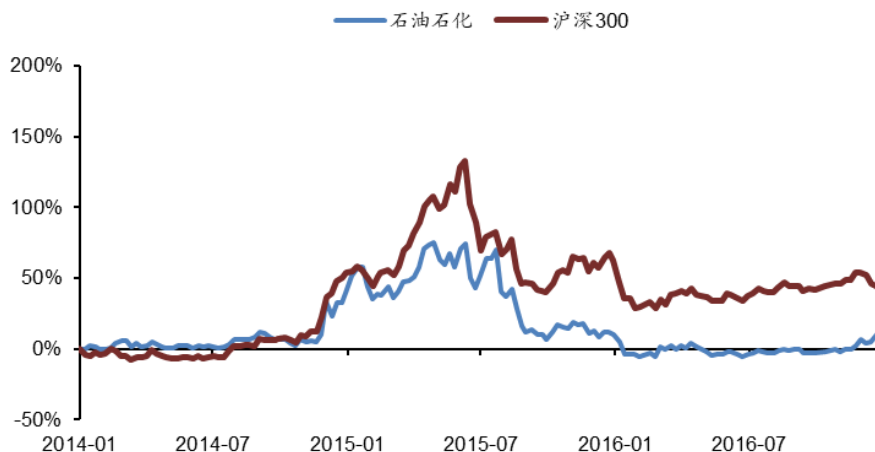
- 整体来看，在2014-2016年，基础化工板块大部分时间跑赢沪深300，石油石化板块跑输沪深300。

2014-2016年 石油石化板块与沪深300收盘价
(流通股本加权平均) (人民币)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所
注: 此处取申万行业分类(2021), 后同

2014-2016年 石油石化板块与沪深300涨跌幅 (%)

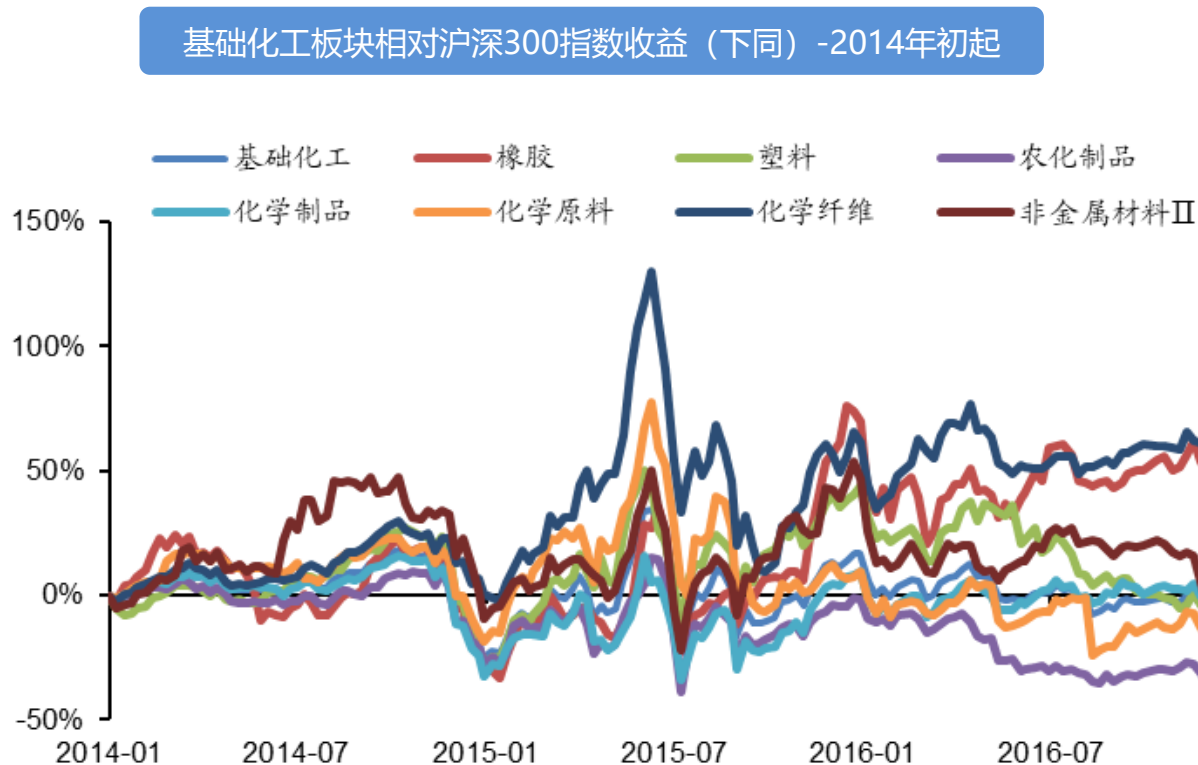


数据来源: Wind, 东吴证券研究所
注: 此处取申万行业分类(2021), 后同

2. 基础化工复盘

2.1 基础化工：按细分板块

- 整体来看，在2014-2016年，基础化工板块大部分时间跑赢沪深300。

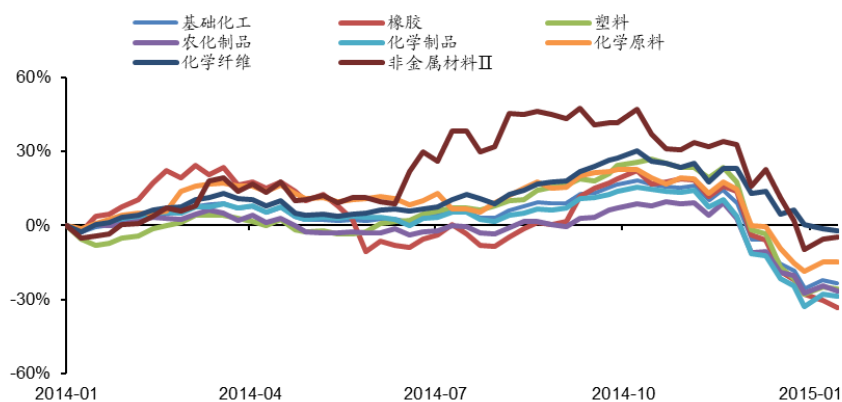


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

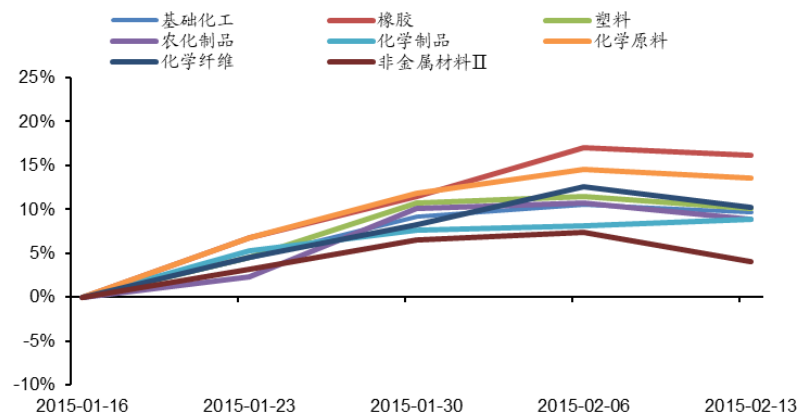
2.1 基础化工：按细分板块（一级分类）

- 分板块来看，2014年初-2015年初上涨行情中非金属材料最优；2015年初指数小幅回调中，基础化工细分板块普遍存在明显超额收益，其中橡胶、化学原料收益最为明显；2015年2月-6月上漲行情中，化学纤维、塑料、化学原料收益显著；2015年6月下調行情中，橡胶抗压能力显著。

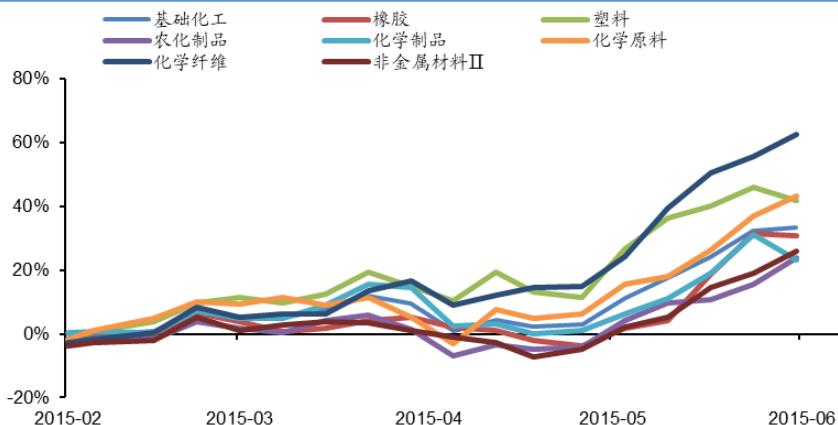
基础化工板块相对指数收益-2014年初~2015年1月（指数上涨）



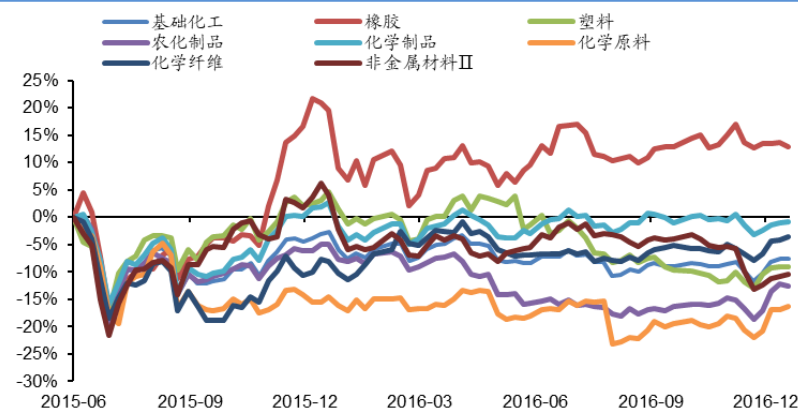
基础化工板块相对指数收益-2015年1月~2月（指数下调）



基础化工板块相对指数收益-2015年2月-6月（指数上涨）



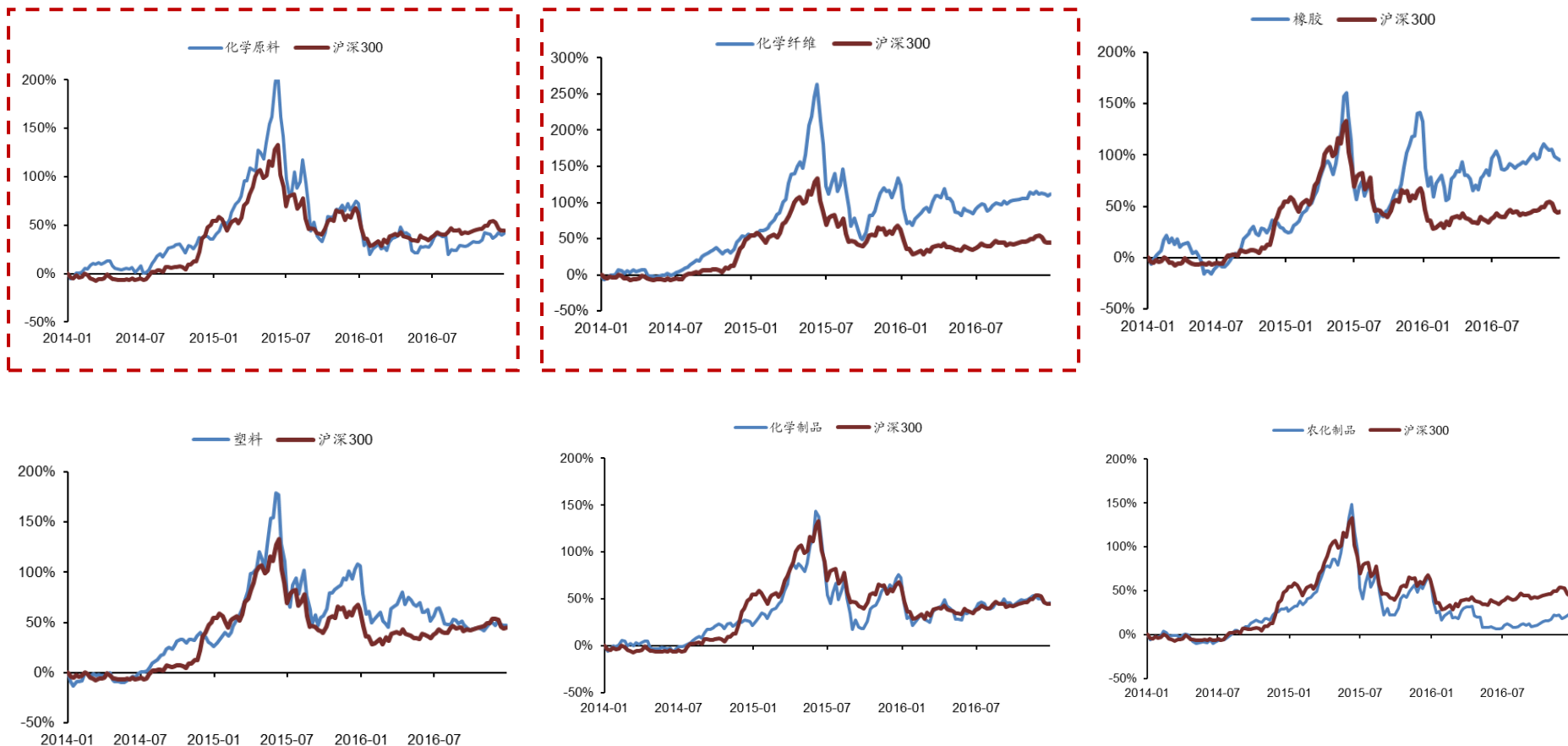
基础化工板块相对指数收益-2015年6月-2016年末（指数下调）



2.1 基础化工：按细分板块（一级分类）

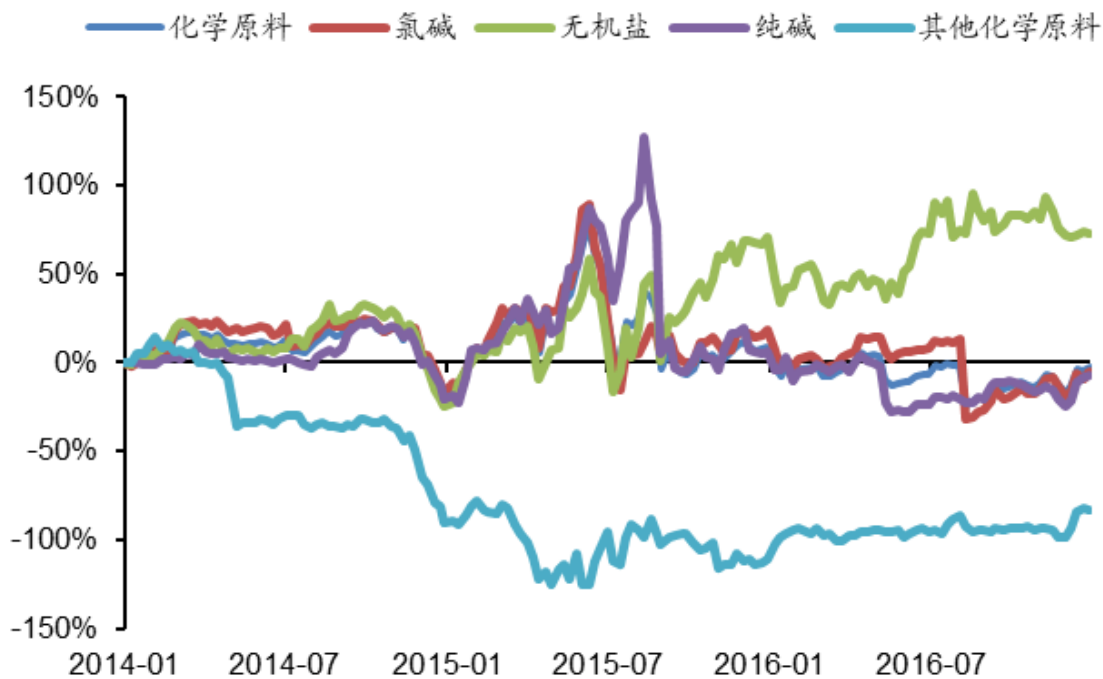
- 分板块来看，2014-2016年，化学原料、化学纤维、橡胶、塑料板块显著跑赢指数。

基础化工细分板块涨跌幅-2014年初~2015年底



2.1 基础化工：按细分板块（二级分类） - ①化学原料

化学原料板块相对指数收益-2014年初起

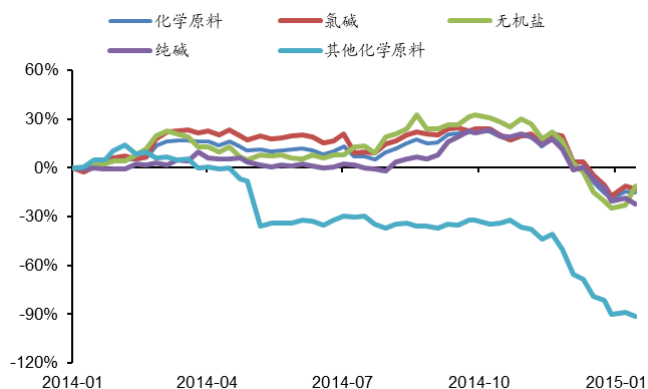


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

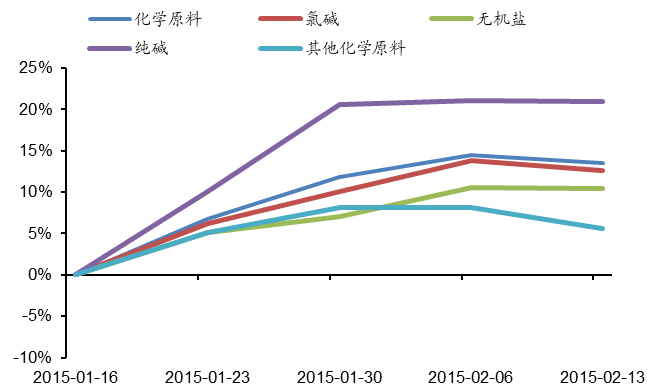
2.1 基础化工：按细分板块（二级分类） - ①化学原料

- 分板块来看，2014年初-2015年初上涨行情中氟化工、涂料油墨、其他化学制品最优；2015年初指数小幅回调中，化学制品细分板块普遍存在明显超额收益，其中其他化学制品收益最为明显；2015年2月-6月上漲行情中，涂料油墨收益最高，达120%；2015年6月下调行情中，氟化工存在超额收益。

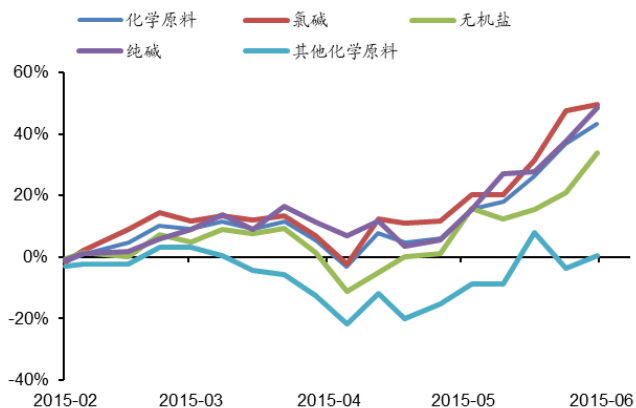
化学原料相对指数收益-2014年初~2015年1月（指数上涨）



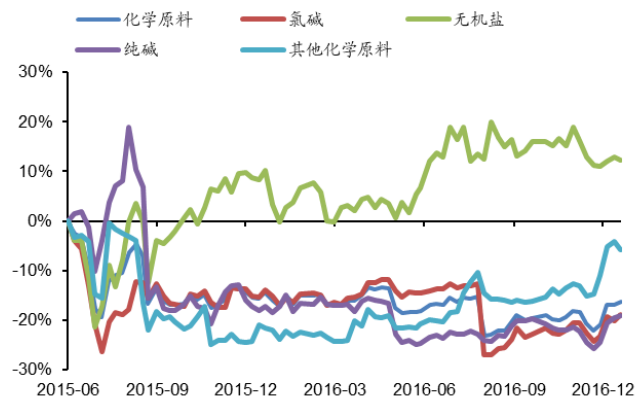
化学原料相对指数收益-2015年1月~2月（指数下调）



化学原料相对指数收益-2015年2月-6月（指数上涨）

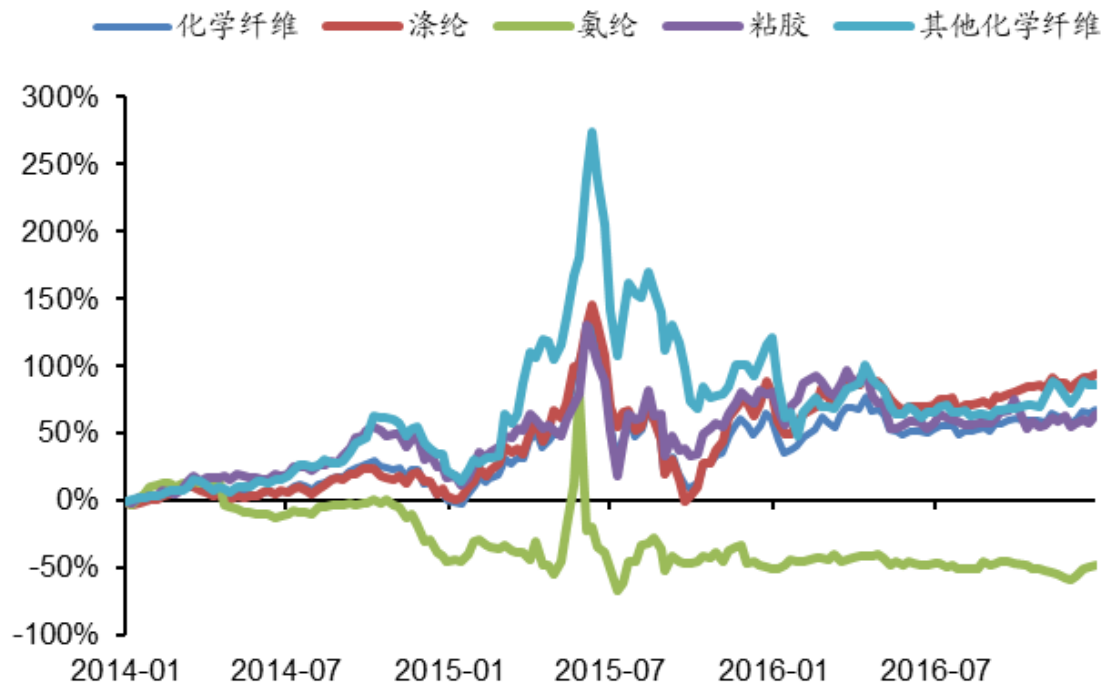


化学原料相对指数收益-2015年6月-2016年末（指数下调）



2.1 基础化工：按细分板块（二级分类） - ②化学纤维

化学纤维板块相对指数收益-2014年初起

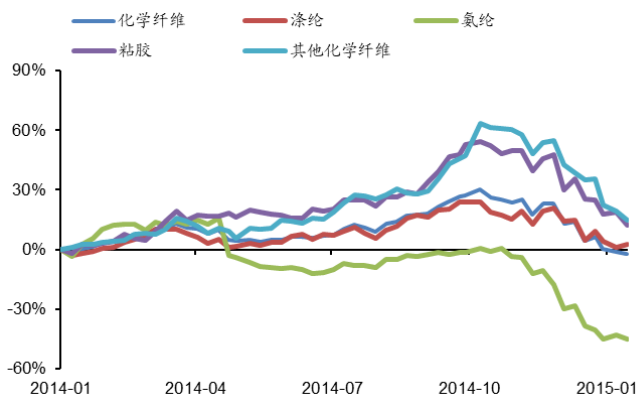


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

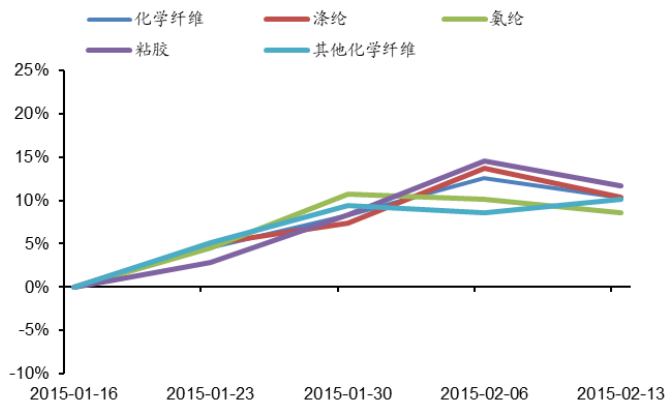
2.1 基础化工：按细分板块（二级分类） - ②化学纤维

- 分板块来看，2014年初-2015年初上涨行情中，其他化学纤维、粘胶、涤纶表现优异；2015年初指数小幅回调中，化学纤维细分板块普遍存在明显超额收益；2015年2月-6月上漲行情中，化学纤维细分板块均存在超额收益，其中其他化学纤维收益显著，达140%；2015年6月下调行情中，涤纶相对抗压能力较强。

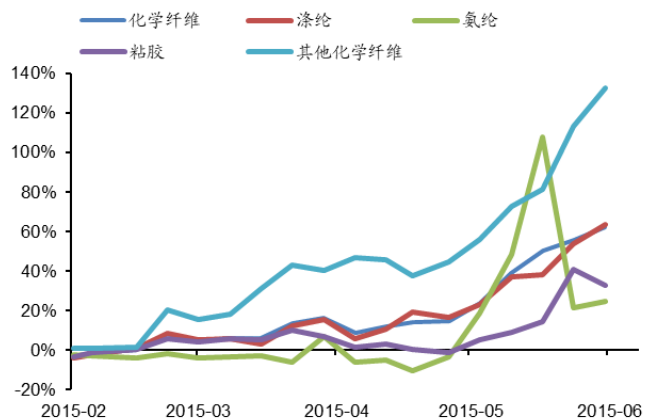
化学纤维相对指数收益-2014年初~2015年1月（指数上涨）



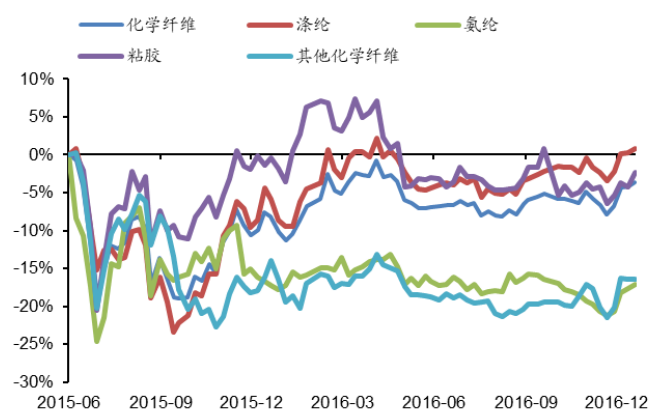
化学纤维相对指数收益-2015年1月~2月（指数下调）



化学纤维相对指数收益-2015年2月-6月（指数上涨）

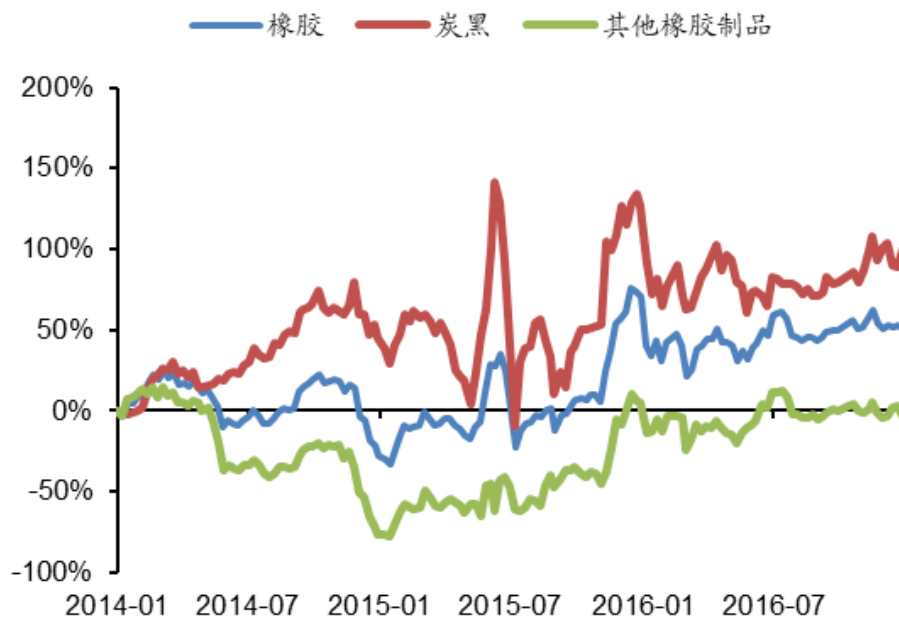


化学纤维相对指数收益-2015年6月-2016年末（指数下调）



2.1 基础化工：按细分板块（二级分类） - ③橡胶

橡胶板块相对指数收益-2014年初起

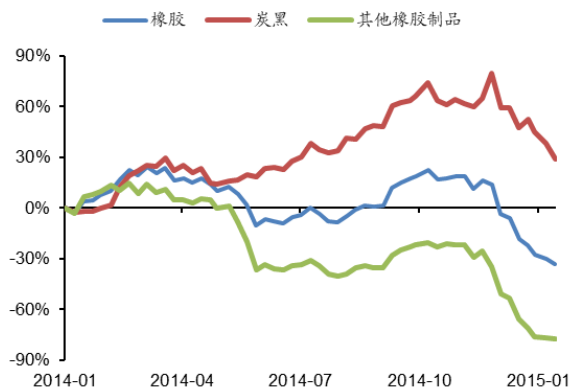


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

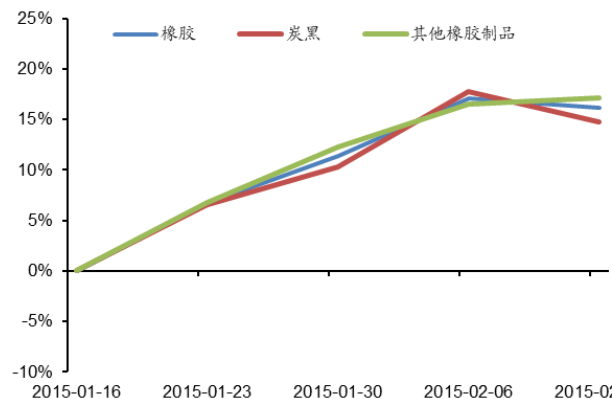
2.1 基础化工：按细分板块（二级分类） - ③橡胶

- 分板块来看，2014年初-2015年初上涨行情中炭黑最优；2015年初指数小幅回调中，炭黑、其他橡胶制品均存在明显超额收益；2015年2月-6月上漲行情中，其他橡胶制品收益显著；2015年6月下调行情中，其他橡胶制品表现优异。

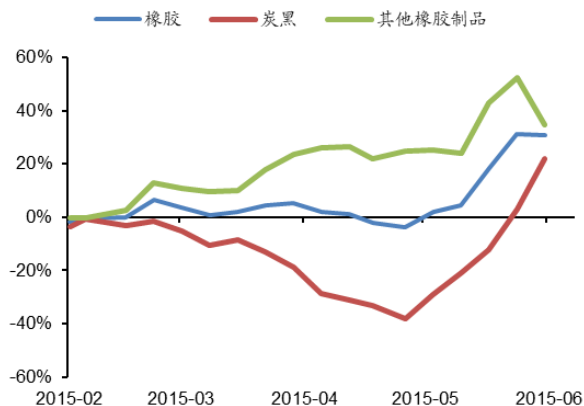
橡胶板块相对指数收益-2014年初~2015年1月（指数上涨）



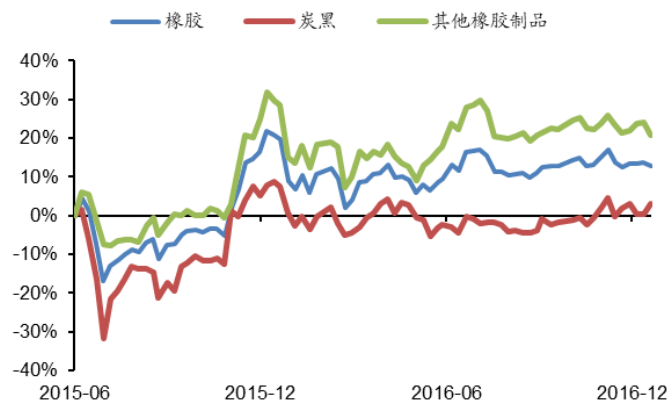
橡胶板块相对指数收益-2015年1月~2月（指数下调）



橡胶板块相对指数收益-2015年2月-6月（指数上涨）

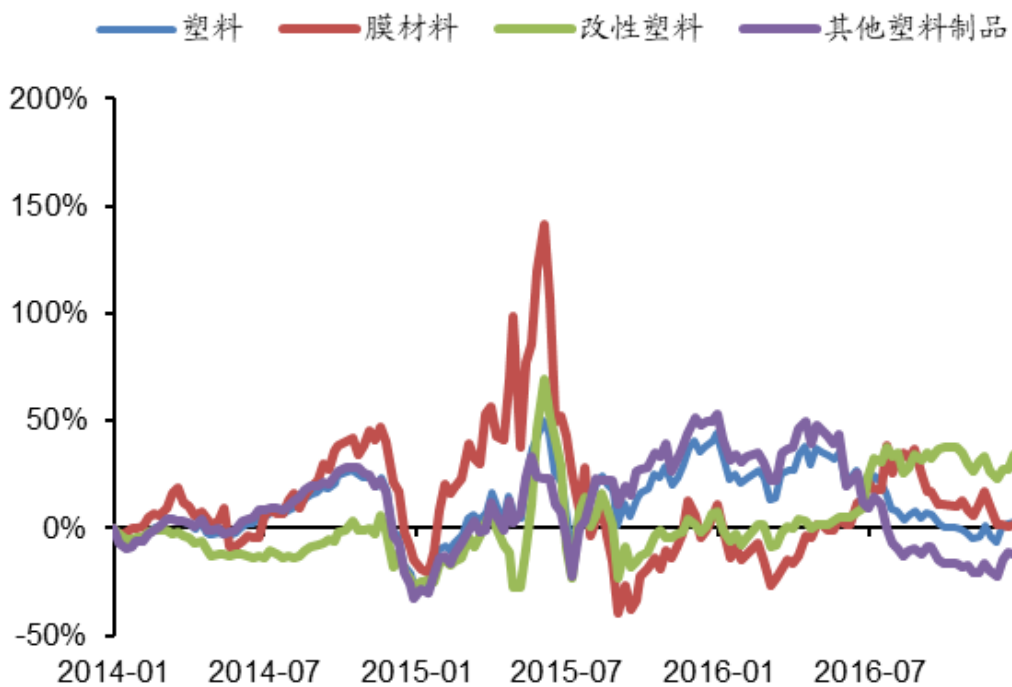


橡胶板块相对指数收益-2015年6月-2016年末（指数下调）



2.1 基础化工：按细分板块（二级分类） - ④塑料

塑料板块相对指数收益-2014年初起

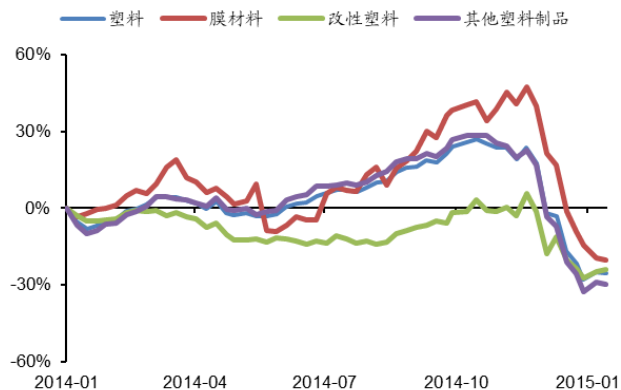


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

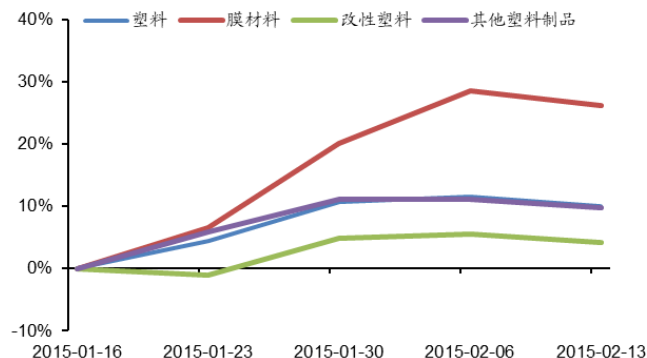
2.1 基础化工：按细分板块（二级分类） - ④塑料

- 分板块来看，2014年初-2015年初上涨行情中膜塑料、其他塑料制品表现良好；2015年初指数小幅回调中，塑料细分板块普遍存在明显超额收益，其中膜塑料收益最为明显；2015年2月-6月，塑料各细分板块普遍存在超额收益；2015年6月下调行情中，其他塑料制品前期存在超额收益，改性塑料在2016年下半年具备较强抗压能力。

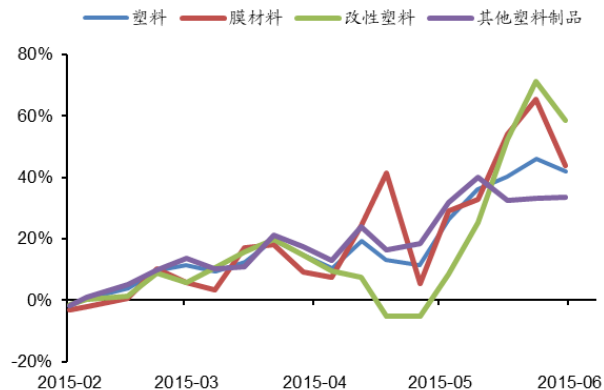
塑料板块相对指数收益-2014年初~2015年1月（指数上涨）



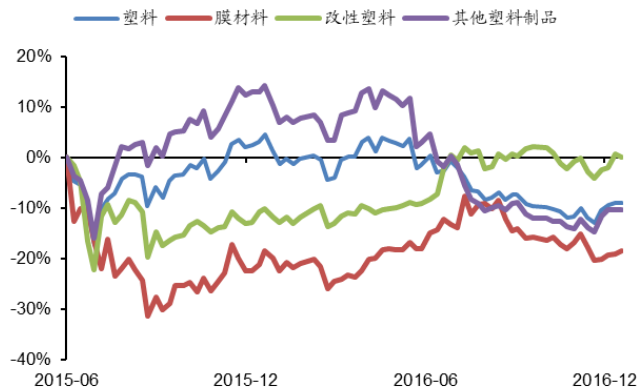
塑料板块相对指数收益-2015年1月~2月（指数下调）



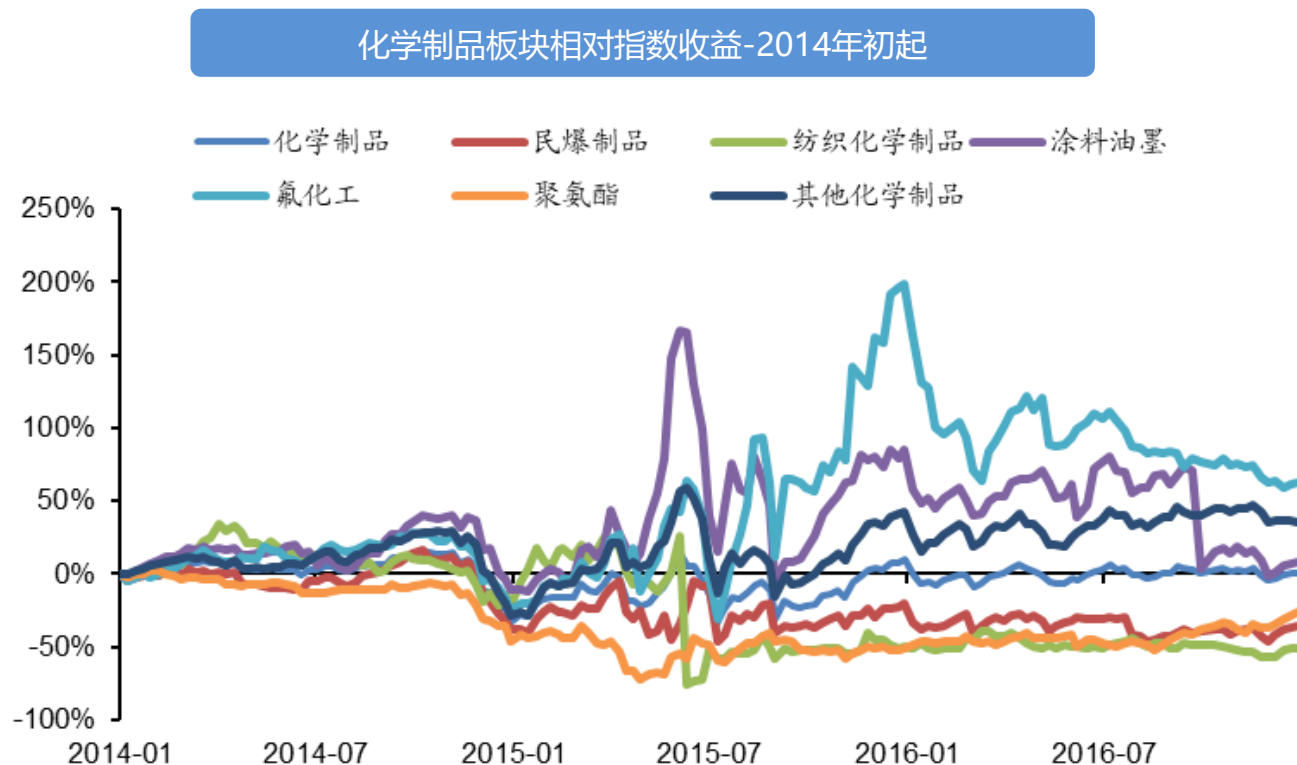
塑料板块相对指数收益-2015年2月-6月（指数上涨）



塑料板块相对指数收益-2015年6月-2016年末（指数下调）



2.1 基础化工：按细分板块（二级分类） - ⑤化学制品

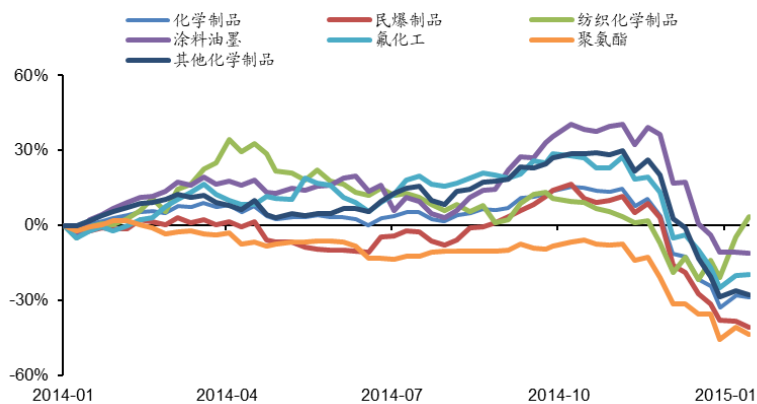


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

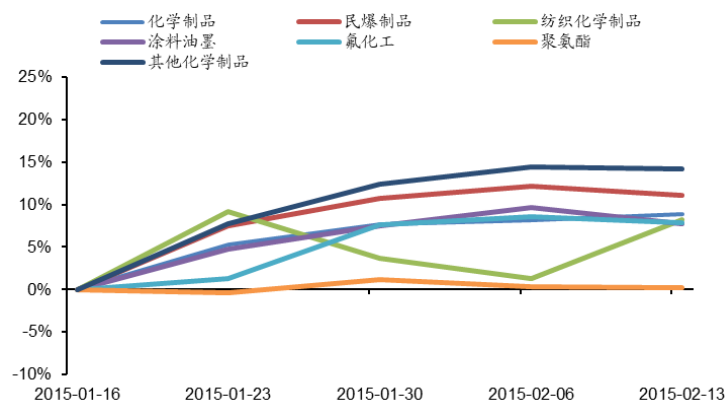
2.1 基础化工：按细分板块（二级分类） - ⑤化学制品

- 分板块来看，2014年初-2015年初上涨行情中氟化工、涂料油墨、其他化学制品最优；2015年初指数小幅回调中，化学制品细分板块普遍存在明显超额收益，其中其他化学制品收益最为明显；2015年2月-6月，涂料油墨收益最高，达120%；2015年6月下调行情中，氟化工存在超额收益。

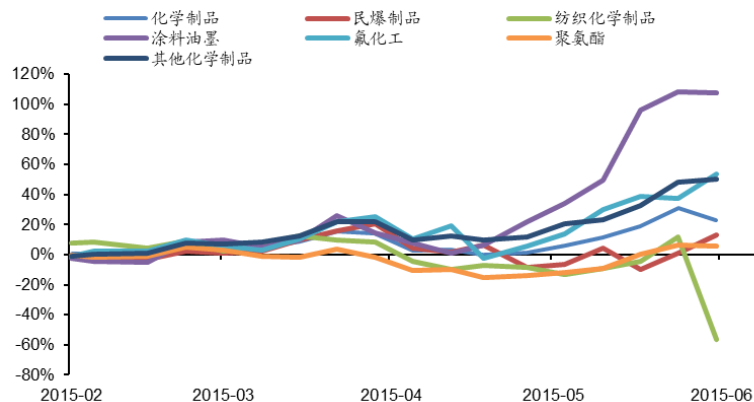
化学制品相对指数收益-2014年初~2015年1月（指数上涨）



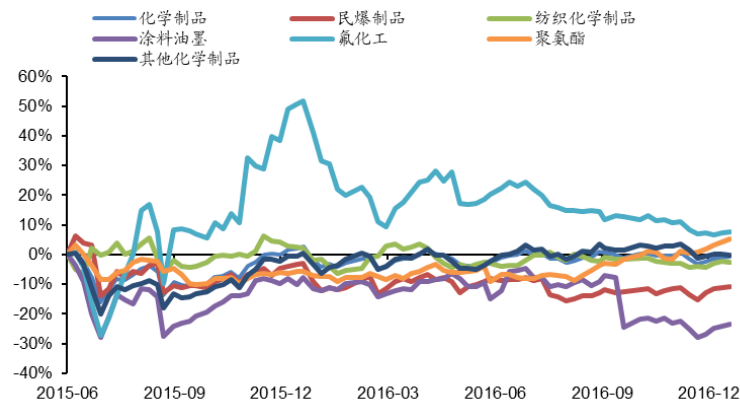
化学制品相对指数收益-2015年1月~2月（指数下调）



化学制品相对指数收益-2015年2月-6月（指数上涨）

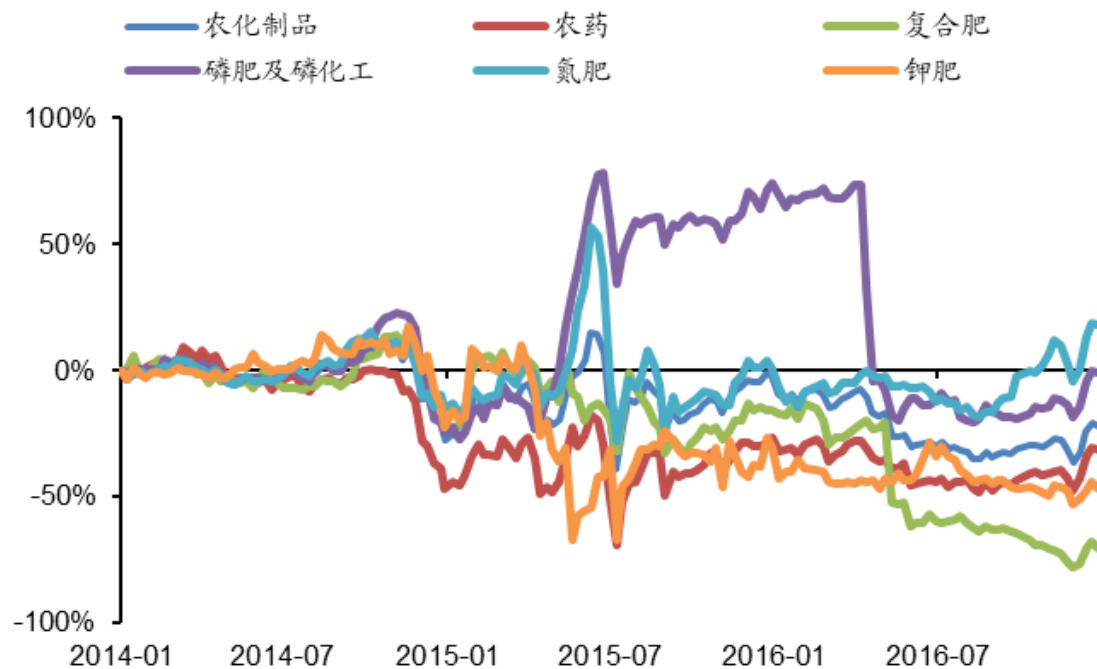


化学制品相对指数收益-2015年6月-2016年末（指数下调）



2.1 基础化工：按细分板块（二级分类） - ⑥农化制品

农化制品板块相对指数收益-2014年初起

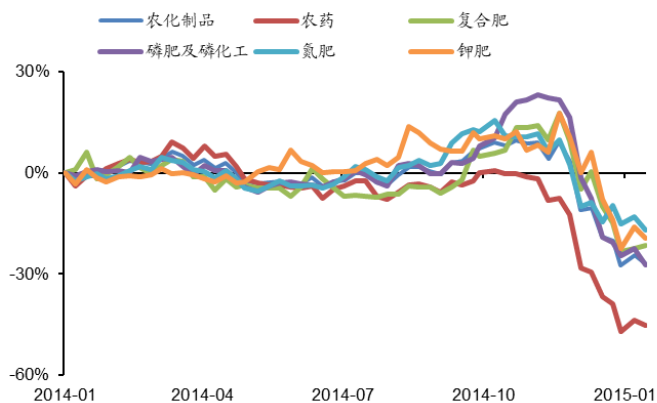


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

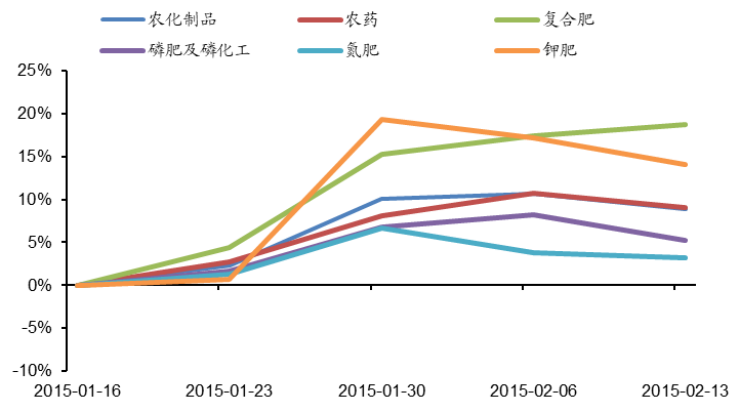
2.1 基础化工：按细分板块（二级分类） - ⑥农化制品

- 分板块来看，2014年初-2015年初上涨行情中磷肥及磷化工、钾肥最优，农药表现较弱；2015年初指数小幅回调中，农化制品细分板块普遍存在超额收益，其中复合肥、钾肥收益最为明显；2015年2月-6月，磷肥及磷化工、氮肥、农药收益显著；2015年6月下旬行情中，磷肥及磷化工前期存在超额收益，后期农化制品细分板块普遍下跌。

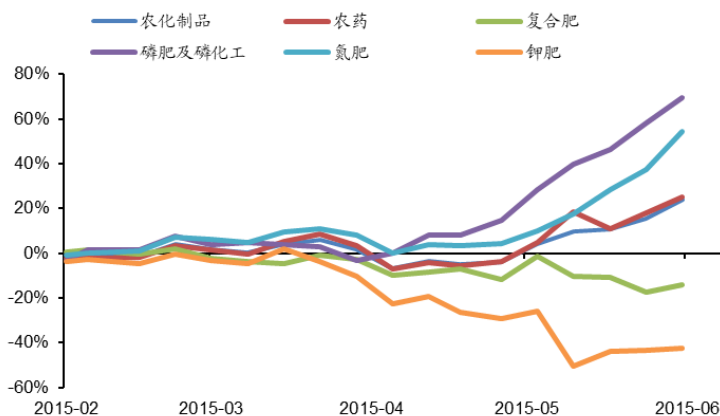
农化制品相对指数收益-2014年初~2015年1月（指数上涨）



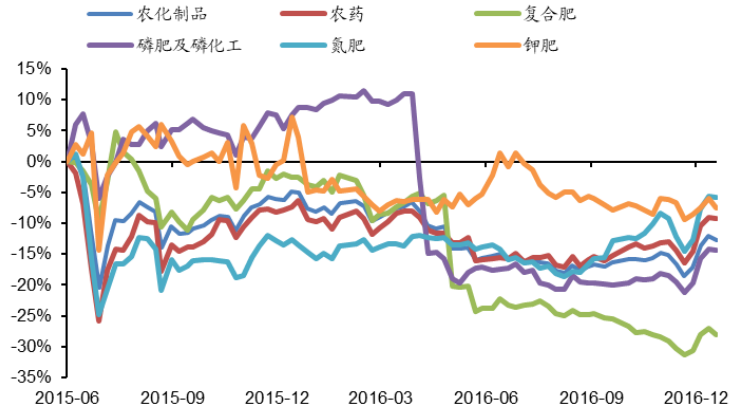
农化制品相对指数收益-2015年1月~2月（指数下调）



农化制品相对指数收益-2015年2月-6月（指数上涨）

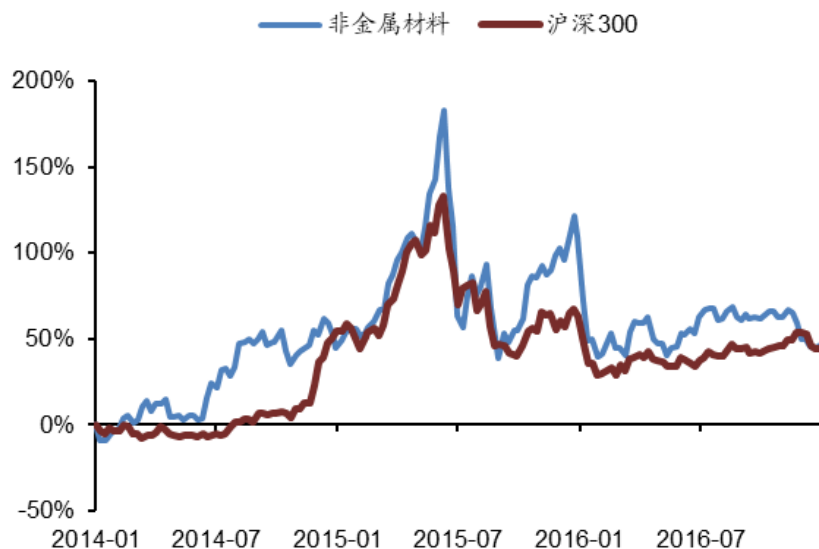


农化制品相对指数收益-2015年6月-2016年末（指数下调）



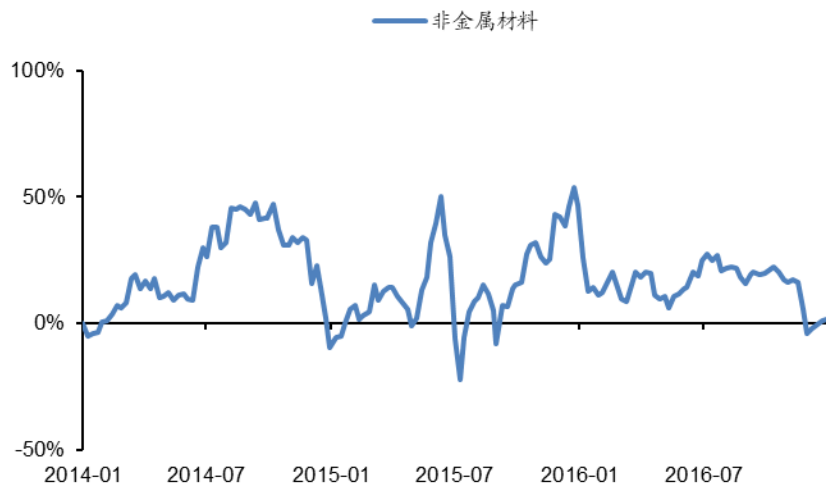
2.1 基础化工：按细分板块（二级分类） - ⑦非金属材料

非金属材料板块涨跌幅-2014年初~2015年底



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

非金属材料板块相对指数收益-2014年初起

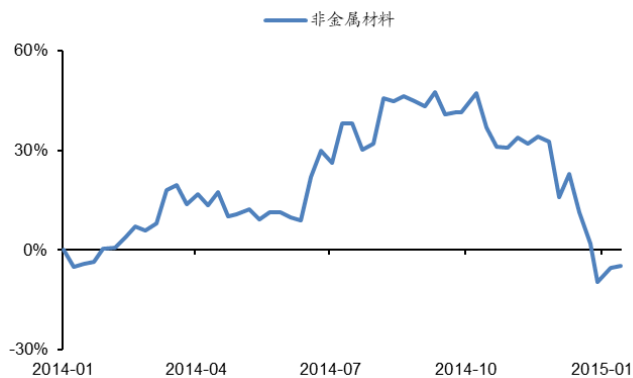


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

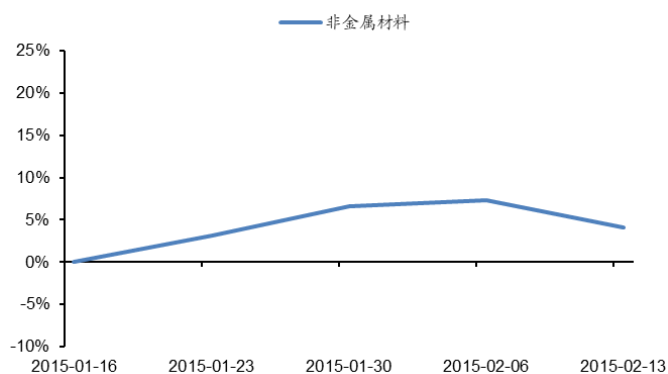
2.1 基础化工：按细分板块（二级分类） - ⑦非金属材料

- 分板块来看，2014年初-2015年初上涨行情中，非金属材料大部分时间存在较高超额收益；2015年初指数小幅回调中，非金属材料仍表现良好；2015年2月-6月上漲行情中，非金属材料大部分时间收益显著；2015年6月下调行情中，非金属材料大部分时间下跌。

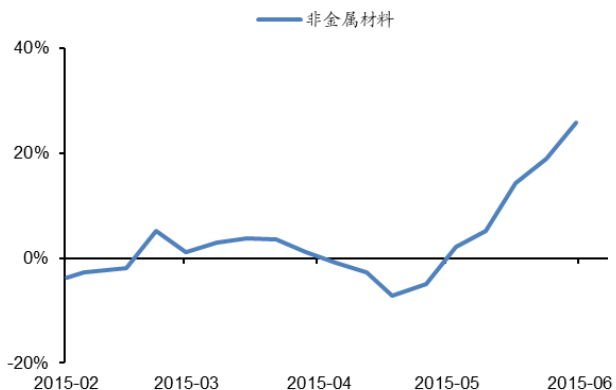
非金属材料相对指数收益-2014年初~2015年1月（指数上涨）



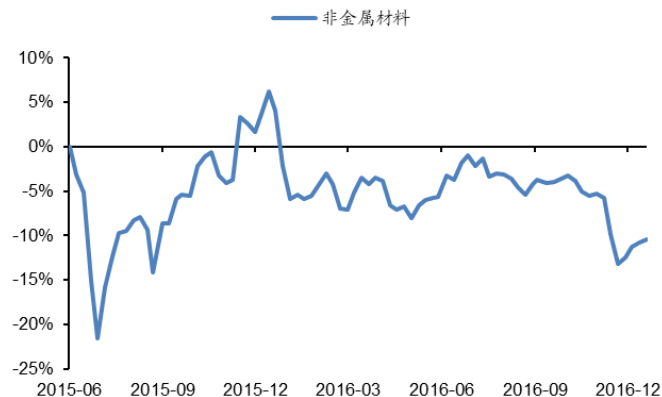
非金属材料相对指数收益-2015年1月~2月（指数下调）



非金属材料相对指数收益-2015年2月-6月（指数上涨）



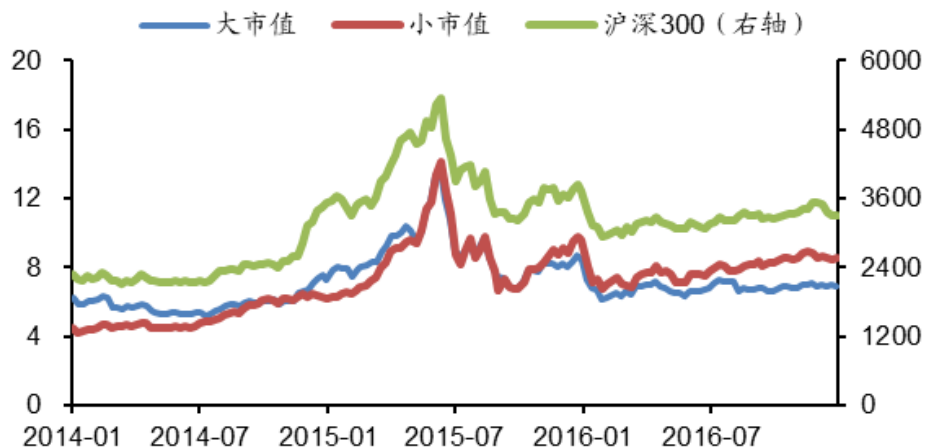
非金属材料相对指数收益-2015年6月-2016年末（指数下调）



2.2. 基础化工：按市值划分

- 分市值来看，2014-2016年，小市值（100亿以下）板块跑赢大盘，大市值（100亿以上）板块跑输大盘。

2014-2016年 基础化工大市值、小市值公司与沪深300收盘价
 (流通股本加权平均) (人民币)

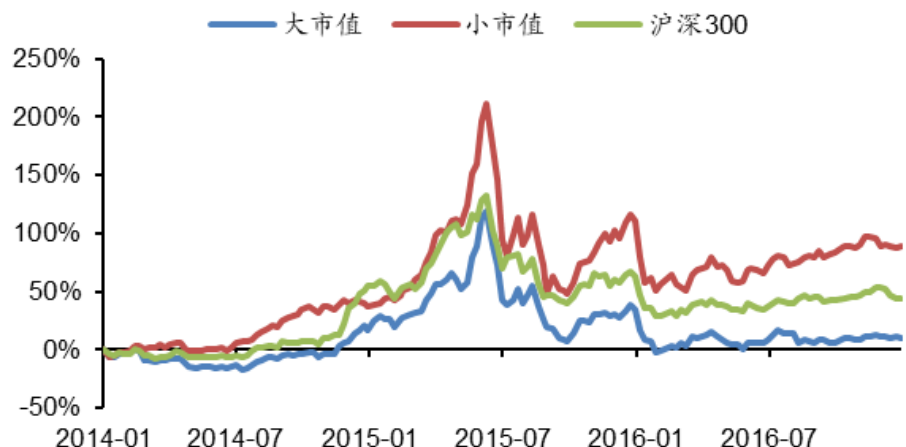


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 大市值公司指在2014年1月1日, 市值大于100亿元的公司;

小市值公司指在2014年1月1日, 市值小于100亿元的公司

2014-2016年 基础化工大市值、小市值公司与沪深300涨跌幅
 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

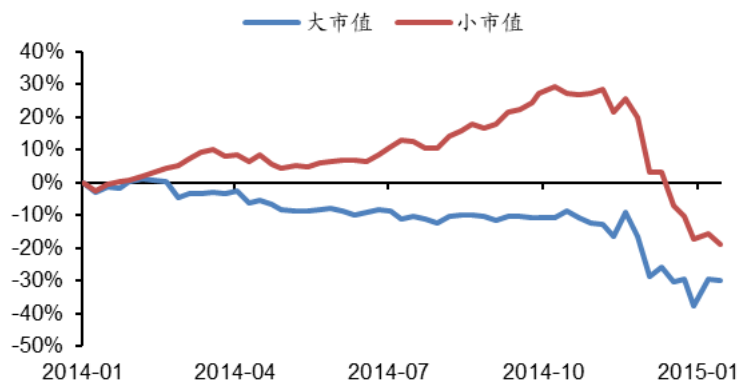
注: 大市值公司指在2014年1月1日, 市值大于100亿元的公司;

小市值公司指在2014年1月1日, 市值小于100亿元的公司

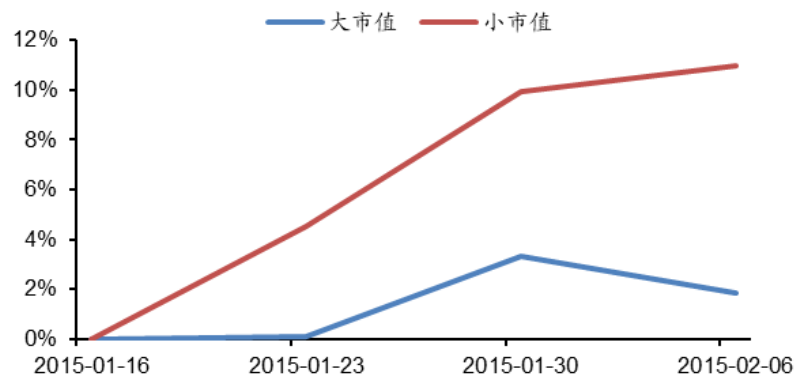
2.2. 基础化工：按市值划分

- 分市值来看，小市值（100亿以下）板块在2014年初-2015年初指数上涨行情中，大多数时间有超额收益；小市值（100亿以下）板块在2015年初指数下调时仍然有较高超额收益，大市值（100亿以上）板块存在部分超额收益；2015年2-6月指数上涨过程中，小市值板块表现较好；2015年6月指数下调行情，大市值板块表现更弱一些。

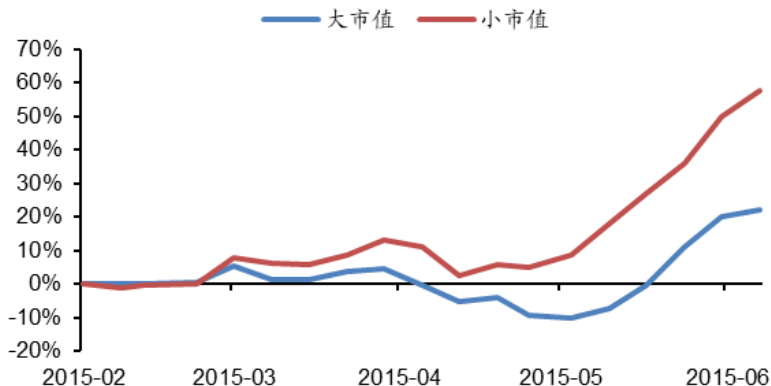
基础化工板块相对指数收益-2014年初~2015年1月（指数上涨）



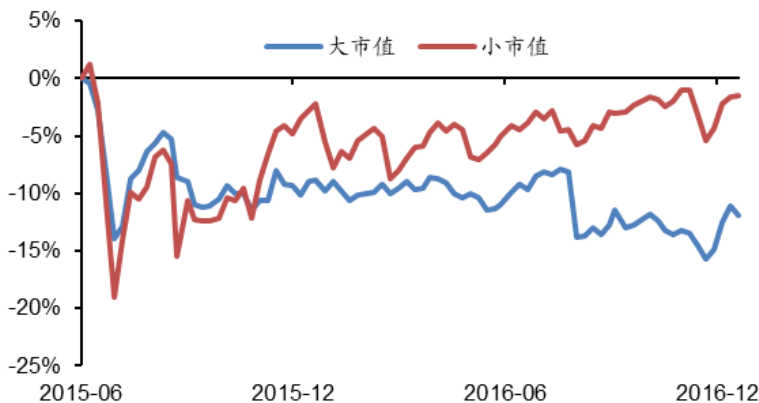
基础化工板块相对指数收益-2015年1月~2月（指数下调）



基础化工板块相对指数收益-2015年2月-6月（指数上涨）



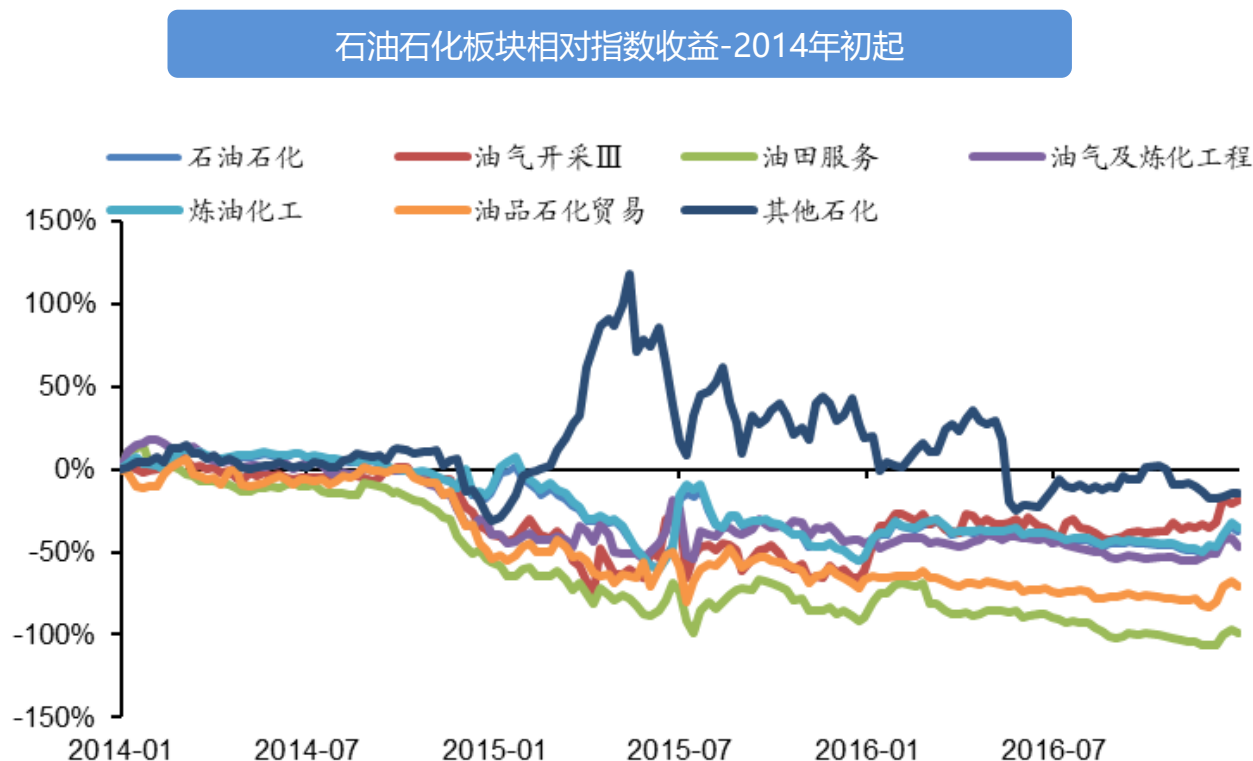
基础化工板块相对指数收益-2015年6月-2016年末（指数下调）



3. 石油石化复盘

3.1 石油石化：按细分板块

- 整体来看，在2014-2016年，石油石化板块大部分时间跑输沪深300。

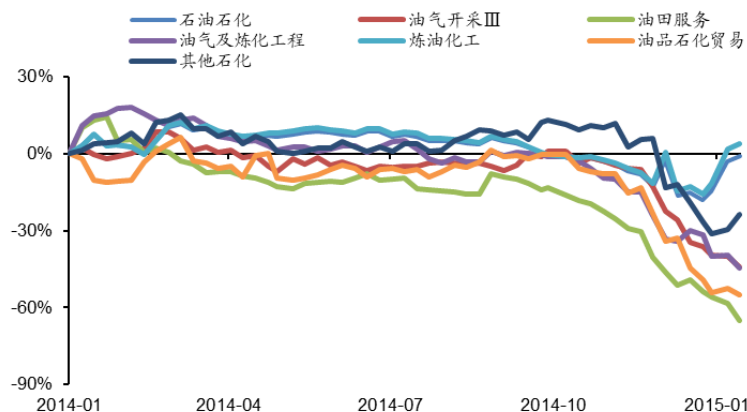


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

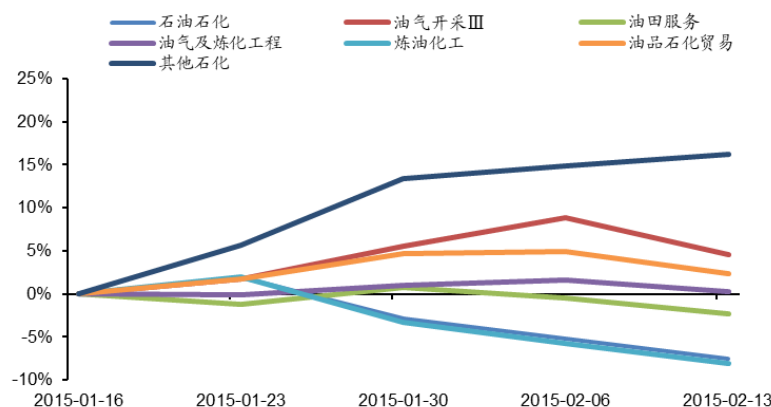
3.1 石油石化：按细分板块（二级分类）

- 分板块来看，2014年初-2015年初上涨行情中炼化化工（以两桶油为主的红利板块，和以民营大炼化为主的景气成长板块）最优，基本稳健；2015年初指数小幅回调中，其他石化、油田开采、油品石化贸易有明显超额，而炼化化工跑输大盘；2015年2月-6月上漲行情中，其他石化超额明显近80个百分点；2015年6月下調行情中，炼化化工抗压能力显著。

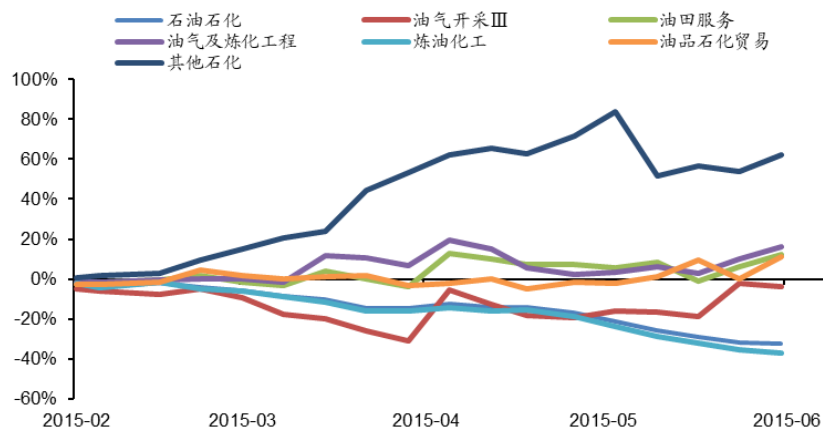
石油石化板块相对指数收益-2014年初~2015年1月（指数上涨）



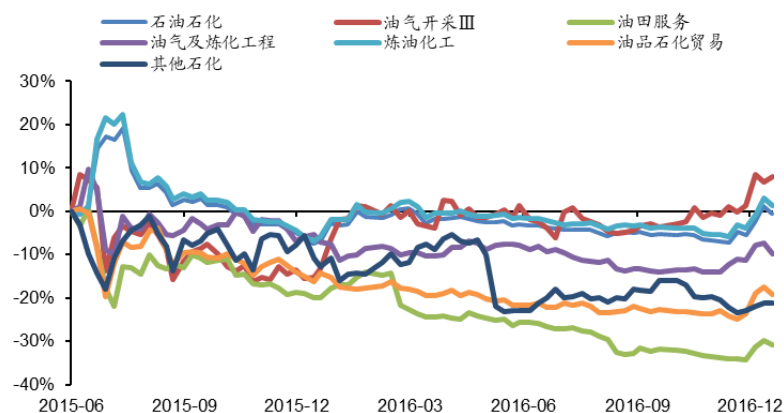
石油石化板块相对指数收益-2015年1月~2月（指数下调）



石油石化板块相对指数收益-2015年2月-6月（指数上涨）



石油石化板块相对指数收益-2015年6月-2016年末（指数下调）



3.2. 石油石化：按市值划分

- 分市值来看，2014-2016年，小市值（100亿以下）板块大部分时间跑赢大盘，大市值（100亿以上）板块大部分时间跑输大盘。

2014-2016年 石油石化大市值、小市值公司与沪深300收盘价
 (流通股本加权平均) (人民币)

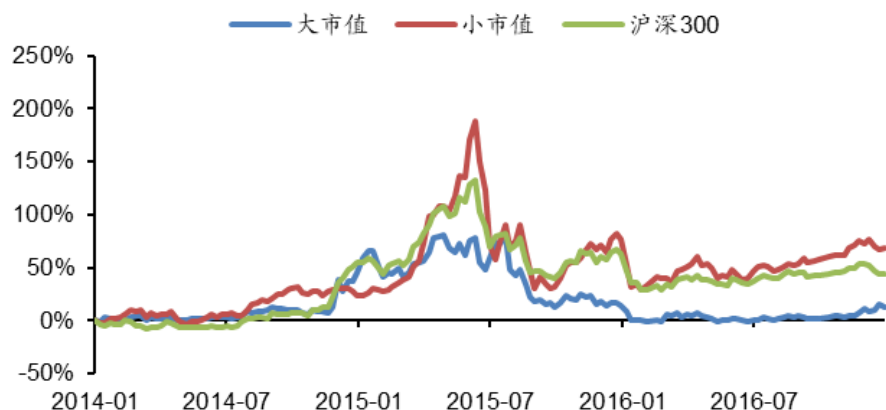


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 大市值公司指在2014年1月1日, 市值大于100亿元的公司;

小市值公司指在2014年1月1日, 市值小于100亿元的公司

2014-2016年 石油石化大市值、小市值公司与沪深300涨跌幅
 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

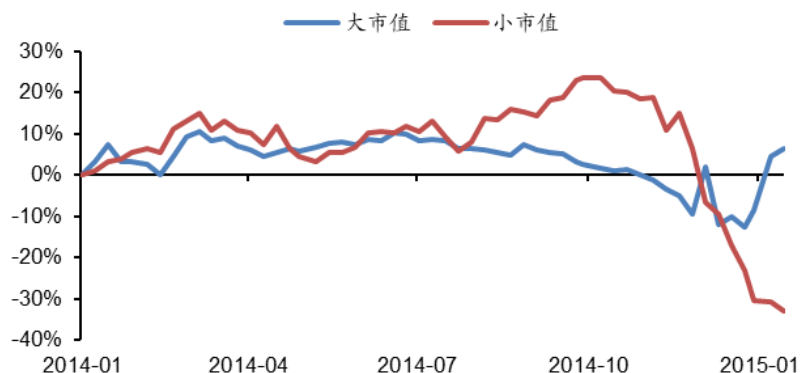
注: 大市值公司指在2014年1月1日, 市值大于100亿元的公司;

小市值公司指在2014年1月1日, 市值小于100亿元的公司

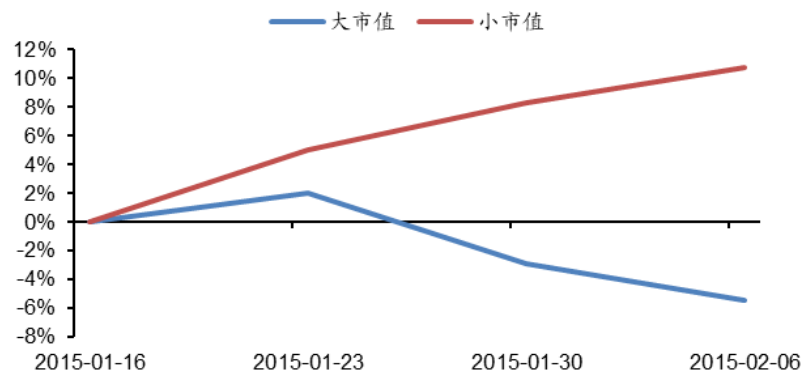
3.2. 石油石化：按市值划分

- 分市值来看，大市值（100亿以上）板块在2014年初-2015年初指数上涨行情中表现较稳健，小市值（100亿以下）板块大多数时间有超额收益；小市值（100亿以下）板块在2015年初指数下调、2015年2-6月指数上涨过程中，强于大市值板块，在2015年6月下调行情中弱于大市值板块。

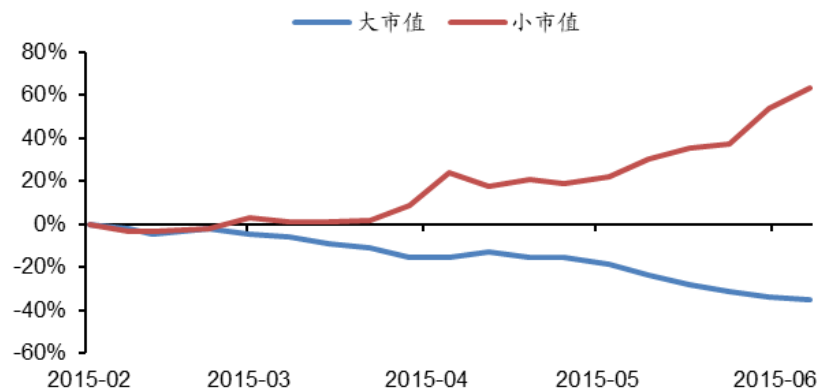
石油石化板块相对指数收益-2014年初~2015年1月（指数上涨）



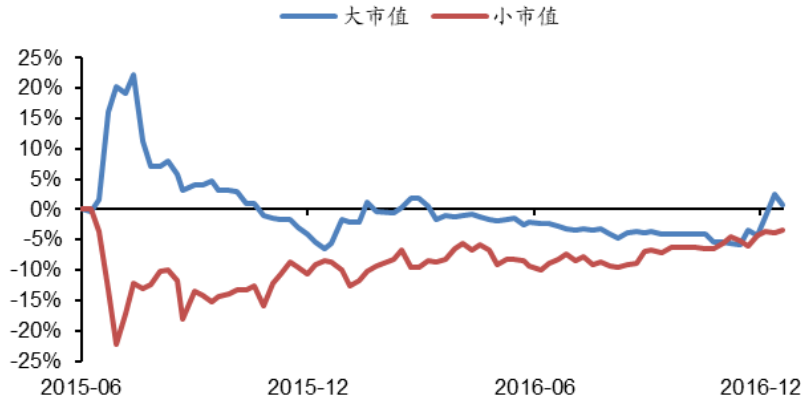
石油石化板块相对指数收益-2015年1月~2月（指数下调）



石油石化板块相对指数收益-2015年2月-6月（指数上涨）



石油石化板块相对指数收益-2015年6月-2016年末（指数下调）



4. 相关标的

4. 相关标的

【东吴能源开采-石化-化工陈淑娴】化工企业估值表

2024/10/22

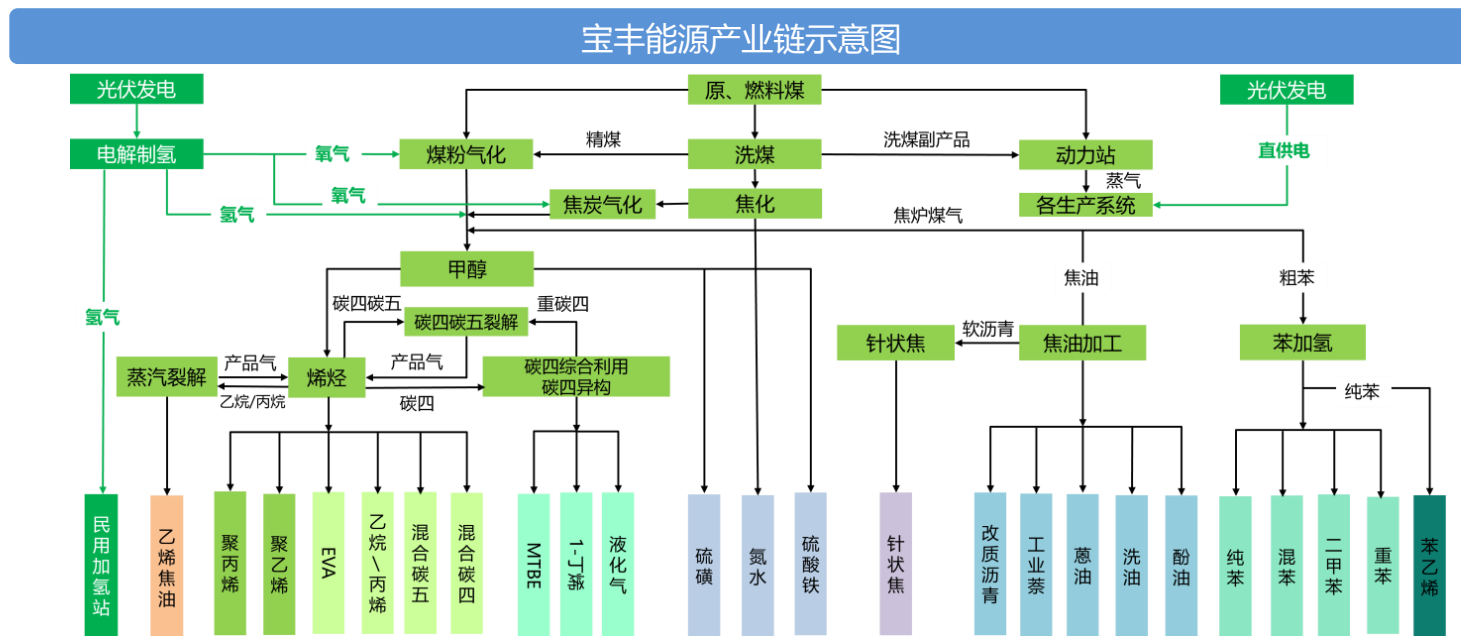
陈淑娴, CFA 15000282495/ 周少玟18221783250

代码	公司名称	股价(元)	市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE				PB				涨跌幅(%)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	近一天	近一周	近一月	年初至今
002493.SZ	荣盛石化	9.3	943	11.6	56.5	88.7	103.6	81.4	16.7	10.6	9.1	2.1	2.0	1.9	1.7	2.1	1.6	9.7	8.6
600346.SH	恒力石化	14.6	1,028	69.0	86.9	106.3	123.6	14.9	11.8	9.7	8.3	1.7	1.6	1.4	1.2	1.1	2.4	6.5	4.9
000301.SZ	东方盛虹	8.2	543	7.2	46.3	60.0	75.3	75.8	11.7	9.1	7.2	1.6	1.4	1.3	1.1	1.9	0.4	5.1	11.3
601233.SH	桐昆股份	12.2	294	8.0	31.9	44.1	51.1	36.9	9.2	6.7	5.8	0.8	0.8	0.7	0.6	2.2	0.2	8.4	9.2
000703.SZ	恒逸石化	6.3	232	4.4	11.3	17.0	19.2	53.4	20.6	13.7	12.1	1.0	0.9	0.9	0.9	1.3	2.6	5.3	3.5
603225.SH	新凤鸣	11.8	180	10.9	18.5	24.6	27.4	16.6	9.8	7.3	6.6	1.1	1.0	0.9	0.8	2.6	2.2	22.5	15.6
600989.SH	宝丰能源	16.3	1,193	56.5	84.8	144.8	160.3	21.1	14.1	8.2	7.4	3.1	2.7	2.1	1.8	4.5	3.4	10.5	2.2
002648.SZ	卫星化学	18.9	638	47.9	54.1	63.9	89.1	13.3	11.8	10.0	7.2	2.5	2.1	1.8	1.5	3.5	0.7	6.9	9.7

资料来源: Wind, 股价为2024年10月22日收盘价, 东吴证券研究所, 注: 以上为Wind一致预期

4. 相关标的：宝丰能源

- **煤化工领军企业，煤制烯烃产能持续释放。**公司以煤炭采选为基础，形成了煤制烯烃、焦化和精细化工三大业务板块。
- **油煤价差扩大，煤制烯烃盈利能力向好。**油价上涨推升烯烃产品价格，而煤价虽也有上涨，但煤制烯烃的原材料成本占比小于油制烯烃，因此煤制烯烃的盈利反而扩大，煤制烯烃路线较石脑油路仍有显著的超额利润。
- **公司煤制烯烃成本业内领先，进一步增厚超额收益。超额收益主要来自于四方面：**1) **投资成本更低。**煤制烯烃成本构成中原材料占比约50%，其余为折旧、人工等成本，投资效率的差异将显著影响折旧水平。与同业相比，公司煤制烯烃项目的投资效率和集约化程度更高。2) **技术迭代。**宁东三期和内蒙一期均采用DMTO-3代工艺，单套装置烯烃规模由60万吨提升至100万吨，甲醇单耗降低10%。3) **开工率更高。**公司煤制烯烃开工率长期维持在110%以上，高于行业水平。4) **产业链协同。**其中宁东一二期项目利用低成本的焦炉回收气制甲醇，相较于外购煤炭成本更低，而宁东三期和内蒙一期则配套轻烃回收裂解装置，进一步提升产品收率。



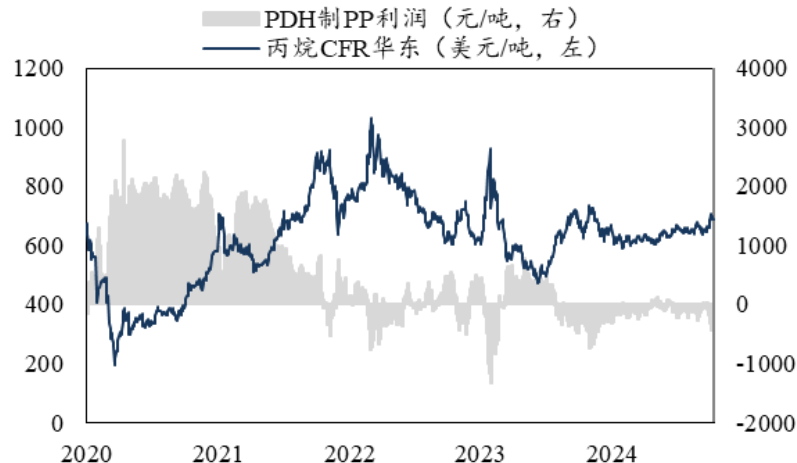
4. 相关标的：卫星化学

- **C2：乙烷价格维持中低位，C2成本优势突出。** 公司是国内稀缺的乙烷裂解龙头，向后看，我们认为在美国天然气库存整体高位运行的背景下，天然气及乙烷价格不具备大幅上行基础，公司乙烷裂解的盈利具备较强支撑。
- **C3：丙烷价格高位回落，PDH盈利有望修复。** 此外，公司在下游配套丙烯酸-丙烯酸酯-丙烯酸乳液等完整产业链，一体化优势突出。
- **项目落地贡献业绩，看好公司长期成长。** 公司 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目稳步推进。此外，2024年7月，公司80万吨多元碳醇项目一阶段装置已经投产，有效解决C3一体化产业链上下游原料配套的问题，开始贡献增量。

乙烷价格及乙烷裂解制聚乙烯盈利（美元/吨，元/吨）



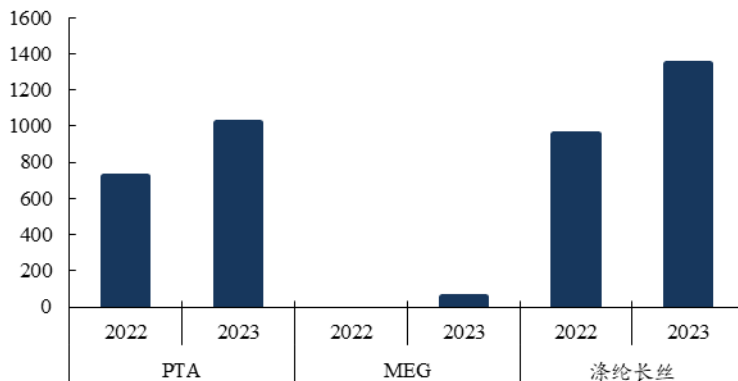
丙烷价格及PDH制聚丙烯盈利（美元/吨，元/吨）



4. 相关标的：桐昆股份

- **24年起长丝新增产能明显减少，长丝供需边际修复，行业景气度提升。**
- **在建项目陆续投产，PTA&长丝双双迈入千万吨级。**年初以来新疆宇欣、宿迁恒阳、嘉通能源等项目陆续投产，公司产能快速增长。
- **印尼炼化项目正式启动，全产业链布局打开成长空间。**公司携手新凤鸣在印尼布局1600万吨/年炼化一体化项目，年产430万吨成品油、520万吨PX、170万吨纯苯、80万吨乙烯等产品，成品油收率低于30%。项目总投资86亿美元，建设周期4年，根据可研披露，投产后预计可实现年均营业收入104亿美元、年均税后净利润13亿美元。

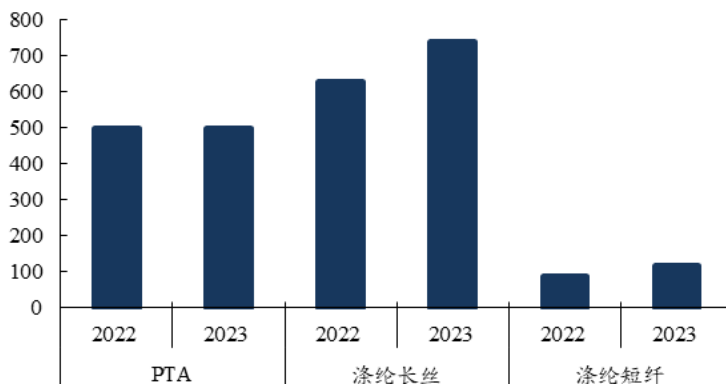
2023年桐昆股份产能规模情况¹（万吨/年）



4. 相关标的：新凤鸣

- 24年起长丝新增产能明显减少，长丝供需边际修复，行业景气度提升。
- 上下游建设同步推进，印尼炼化打开成长空间。公司携手桐昆股份在印尼布局1600万吨/年炼化一体化项目，有望为公司开启大化工和新材料转型奠定基础。

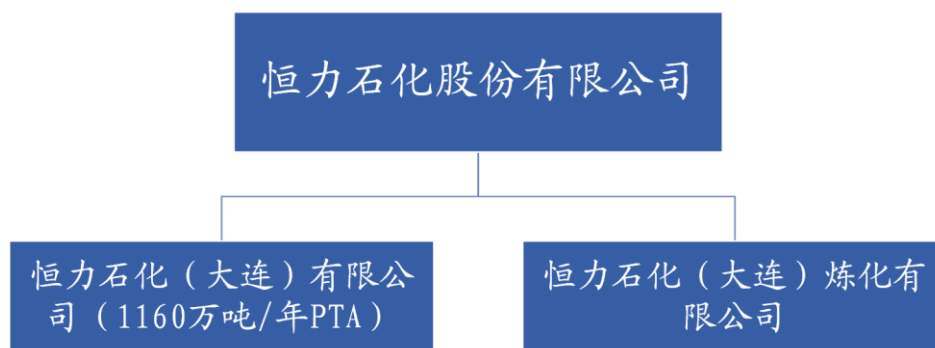
2023年新凤鸣产能规模情况 (万吨/年)



4. 相关标的：恒力石化

- **公司是国内领先的炼化一体化企业。**截至2023年底，上游拥有2000万吨炼化产能、520万吨PX、150万吨乙烯以及500万吨煤化工产能，中游拥有1660万吨PTA，下游拥有660万吨聚酯、以及PC/ABS/DMC/锂电隔膜等新材料。
- 沙特阿美拟向恒力集团收购其持有的恒力石化的10%股权，恒力集团亦将支持和促使恒力石化（及其控制的关联方）与沙特阿美（及其控制的关联方）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。

恒力石化（大连长兴岛）炼化一体化股权结构图



4. 相关标的：荣盛石化

- 截至2023年底，公司通过子公司浙石化拥有原油加工能力4000万吨/年（持股51%），年产成品油超过1500万吨、芳烃1370万吨、乙烯420万吨、丙烯330万吨。
- 目前公司依托浙石化和中金石化前道原料，合计向下布局了五大新材料项目，产品涉及EVA、DMC、PC、POE、PETG等一批新能源新材料产品，规划总投资金额约3000亿元，其中高性能树脂项目和高端新材料项目已开工建设，金塘项目和台州项目的前期工作正在有序开展。

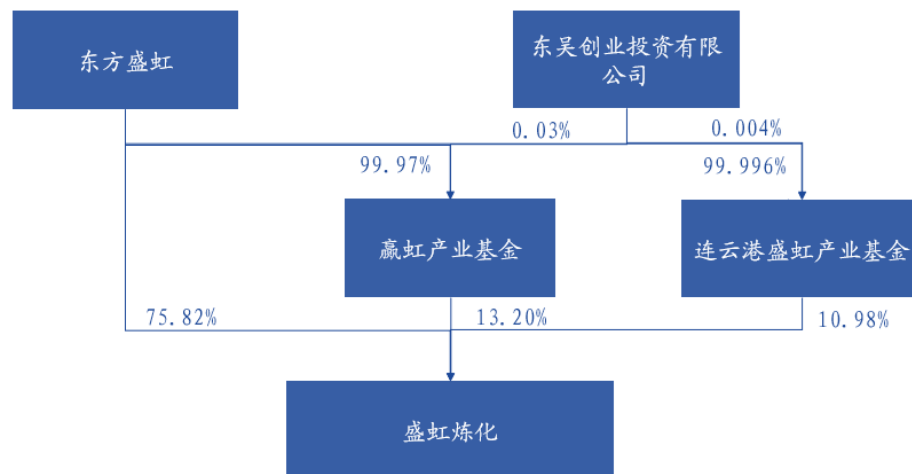
荣盛石化新材料项目建设情况

项目	实施主体	地点	建设内容
140万吨乙烯及下游化工装置	浙石化	舟山	140万吨乙烯、30万吨醋酸乙烯、38万吨聚醚多元醇、27/60万吨PO/SM、40/25万吨苯酚丙酮、25万吨丁二烯、35万吨高密度聚乙烯、40万吨ABS、10万吨HRG胶乳、6万吨融聚丁苯&10万吨稀土顺丁橡胶、75万吨裂解汽油加氢、10万吨苯乙烯等，目前已全面投产
高性能树脂项目	浙石化	舟山	30万吨LDPE/EVA（管式）、10万吨EVA（釜式）、40万吨LDPE、20万吨DMC、3×6万吨PMMA、120万吨ABS
高端新材料项目	浙石化	舟山	400万吨催化裂解装置、35万吨 α -烯烃、2×20万吨/年POE、8万吨聚丁烯-1、100万吨醋酸、2×30万吨醋酸乙烯、30万吨EVA/LDPE（管式）、2×15万吨己二酸、25万吨己二腈、28万吨己二胺、50万吨尼龙66盐、60万吨顺酐、50万吨1,4-丁二醇、20万吨PBS、12万吨聚四氢呋喃、3万吨NMP、27万吨硝酸、66万吨丙烯腈、100万吨甲醇、60万吨合成氨、24万吨双酚A等，计划于25年底前陆续投产
金塘新材料项目	荣盛新材料（舟山）	舟山	包括POE、PTT、PETG、PBS、PBT、DMC、ABS、PC、UHMWPE、聚氨酯弹性体等产业链，2023年11月30日，正式开工建设。预计到2024年底，首批10套主体装置建成；2025年6月相关装置投产运行
台州新材料项目	荣盛新材料（台州）	台州	规划1000万吨高端化工新材料，包括八大产业链，目前环评已公示

4. 相关标的：东方盛虹

- 截至2023年底，公司上游拥有1600万吨炼化产能、280万吨PX、110万吨乙烯、240万吨MTO、以及70万吨PDH，中游拥有390万吨PTA、190万吨乙二醇、104万吨丙烯腈，下游拥有330万吨涤纶长丝、以及EVA/DMC/UHMWPE等新材料。
- **高开支构筑高成长，新材料项目建设加速推进。**公司以盛虹炼化为基础原料平台，加速向下游新材料产业链延伸，重点在建项目包括：75万吨EVA、10万吨POE（总规划50万吨）、10万吨磷酸铁锂（总规划30万吨）、10万吨EC/DMC、12万吨PBAT（总规划百万吨）、26万吨丙烯腈、25万吨再生PET以及PETG/CHDM等新材料项目。
- **战略性引入沙特阿美，强强联合助力长远发展。**2023年9月27日，公司与沙特阿美亚洲签署了战略框架协议，沙特阿美拟战略入股公司全资子公司盛虹石化产业集团，并持有少数股权。

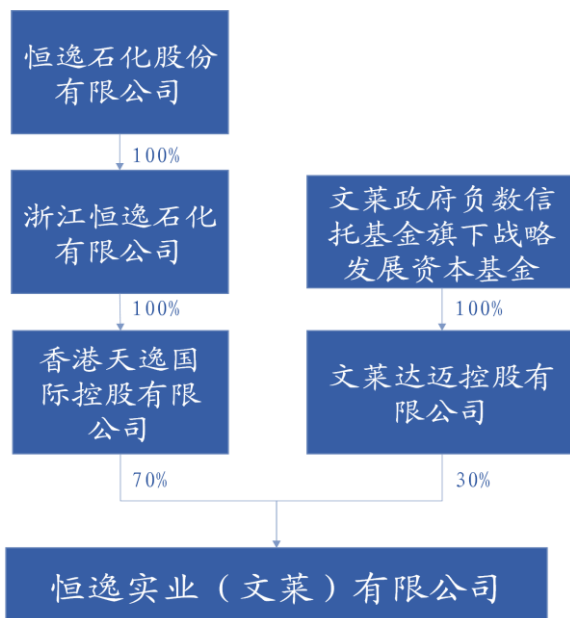
东方盛虹炼化一体化股权结构图



4. 相关标的：恒逸石化

- 截至2023年底，公司通过子公司恒逸文莱（持股比例70%）拥有800万吨炼化产能、265万吨PX与苯等化工品，中游通过逸盛系参控股2150万吨PTA，下游合计参控股聚酯产能超1000万吨。
- **看好长丝向上弹性。**长丝投产已进入尾声，24年起行业新增产能明显减少，行业供需关系有望持续修复。
- **涤纶双链并行，在建项目有序推进。**1) 炼化方面，推进文莱二期项目建设。2) 聚酯方面，海南逸盛180万吨瓶片和250万吨PTA于23年底投产。3) 锦纶方面，广西恒逸120万吨己锦一体化项目已于2023年底正式开工，该项目采用公司自主研发的气相重排技术，有望进一步提升公司锦纶产业链的竞争力。

恒逸文莱炼化一体化股权结构图



4. 相关标的

陈淑娴, CFA 15000282495/ 周少玟18221783250

	中石油A股	中石油H股	中石化A股	中石化H股	中海油A股	中海油H股	Brent油价
2024年预测归母净利润 (亿元CNY)	1836	1836	704	704	1500	1500	
2024E预测股利支付率 (%)	50%	50%	65%	65%	43%	43%	
预测总分红金额 (亿元CNY)	918	918	458	458	645	645	
总股本 (亿)	1,830	1,830	1,217	1,217	475	475	
预测每股分红 (CNY/股)	0.50	0.50	0.38	0.38	1.36	1.36	
股价 (CNY/股) 和油价 (美元/桶)	8.5	5.5	6.6	4.2	28.2	17.2	75.64
总市值 (亿元CNY)	15484	10127	8032	5162	13394	8169	
税前-预测股息率 (%)	5.9%	9.1%	5.7%	8.9%	4.8%	7.9%	
PE-2024E	8.4	5.5	12.0	7.7	8.9	5.4	
PB-2024E	1.0	0.7	0.97	0.62	1.8	1.1	
EV/EBITDA-2024E	3.4	2.2	4.7	3.4	4.8	2.8	
按持有1年以上计算, 征收红利税情况	0%	20%	0%	20%	0%	10% + (1-10%) * 20% = 28%	
税后-预测股息率 (%)	5.9%	7.3%	5.7%	7.1%	4.8%	5.7%	
假设取消港股20%红利税	0%	0%	0%	0%	0%	10%	
税后-预测股息率 (%)	5.9%	9.1%	5.7%	8.9%	4.8%	7.1%	
涨跌幅-近一天	0.0%	0.7%	0.8%	0.0%	-0.4%	0.0%	1.82%
涨跌幅-近一周	-3.3%	-5.8%	-2.9%	-5.1%	-4.3%	-6.9%	-2.35%
涨跌幅-近两周	-6.2%	-12.2%	-5.2%	-14.7%	-4.0%	-14.9%	-6.54%
涨跌幅-近三周	-6.2%	-4.7%	-5.2%	-4.3%	-4.0%	-3.4%	5.50%
涨跌幅-近一月	7.0%	3.1%	3.4%	2.2%	7.8%	-0.7%	2.65%
涨跌幅-年初至今	26.1%	26.3%	25.0%	21.9%	40.1%	54.9%	-1.82%

数据来源: Wind, 盈利预测来自东吴证券研究所

注: 港元汇率为2024年10月22日的0.92

4. 相关标的

【东吴能源开采-化工陈淑娴】三桶油及海外油气公司估值&涨跌幅对比

2024/10/22

陈淑娴, CFA 15000282495/ 周少玟18221783250

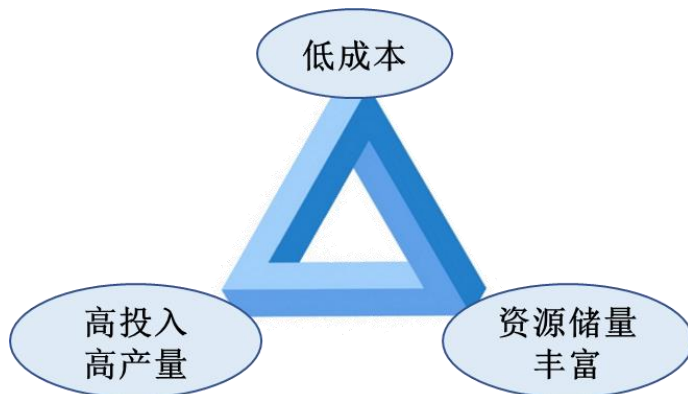
代码	公司名称	货币	股价	市值(亿)	归母净利润(亿)				PE				PB				EV/EBITDA				涨跌幅(%)				
					2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	近一天	近一周	近一月	年初至今	
欧洲油气上下游一体化油气公司																									
SHEL.N	英国壳牌石油	USD	33.5	2,085	194	257	258	-	8.0	8.1	8.1	-	1.2	1.1	1.0	-	4.2	4.0	4.0	-	-0.1	-2.0	-2.5	4.9	
TTE.N	法国道达尔	USD	64.8	1,555	214	219	220	-	6.9	7.1	7.1	-	1.3	1.2	1.1	-	3.9	4.2	4.2	-	-0.1	-4.8	-5.0	-0.1	
E.N	意大利埃尼	USD	15.4	520	53	79	78	-	5.7	6.6	6.6	-	0.8	0.8	0.8	-	4.4	3.1	3.1	-	0.0	-1.8	-2.3	-4.9	
美国油气上下游一体化油气公司																									
XOM.N	埃克森美孚	USD	120.7	5,363	360	415	437	-	12.7	12.9	12.3	-	2.3	2.1	2.0	-	6.3	7.4	6.9	-	0.5	-2.7	4.7	23.8	
CVX.N	雪佛龙	USD	150.9	2,760	214	237	267	-	11.5	11.7	10.3	-	1.7	1.6	1.7	-	6.4	5.5	5.0	-	0.0	-0.6	3.6	4.5	
美股纯上游油气公司																									
OXY.N	西方石油	USD	52.1	472	47	33	41	-	14.1	14.1	11.4	-	2.3	2.0	1.5	-	5.9	5.4	4.8	-	0.5	-3.4	0.9	-11.7	
COP.N	康菲石油	USD	105.0	1,219	110	102	109	-	12.0	11.9	11.1	-	2.5	2.4	2.2	-	6.3	5.3	5.0	-	0.0	-4.1	-4.4	-8.1	
DVN.N	戴文能源	USD	40.2	252	37	33	35	-	7.0	7.7	7.2	-	2.1	1.9	1.6	-	4.6	4.4	4.2	-	0.2	-6.3	-1.5	-9.7	
EOG.N	EOG	USD	125.1	711	76	68	70	-	10.7	10.5	10.1	-	2.6	2.3	2.1	-	5.2	5.5	5.2	-	-0.5	-4.2	0.0	6.4	
其他国家石油公司																									
2222.TD	沙特阿美	SAR	27.0	65,317	6034	4444	4529	-	14.4	14.7	14.4	-	4.3	4.3	4.1	-	8.4	7.8	7.7	-	-0.4	-0.7	-1.5	-14.1	
海外公司平均值																									
					10.3	10.5	9.9					2.1	2.0	1.8					5.5	5.2	5.0				
三桶油A+H																									
0857.HK	中国石油股份*	HKD	6.0	11,054	1611	1836	1908	1945	6.3	5.5	5.3	5.2	0.7	0.7	0.6	0.6	1.9	2.2	2.0	2.4	0.7	-5.8	3.1	26.3	
601857.SH	中国石油*	CNY	8.5	15,484	1611	1836	1908	1945	9.6	8.4	8.1	8.0	1.1	1.0	0.9	0.9	2.8	3.4	3.1	3.5	0.0	-3.3	7.0	26.4	
0386.HK	中国石油化工股份*	HKD	4.6	5,635	605	704	730	745	8.5	7.3	7.1	6.9	0.6	0.6	0.6	0.6	3.7	3.4	3.0	3.5	0.0	-5.1	2.2	21.9	
600028.SH	中国石化*	CNY	6.6	8,032	605	704	730	745	13.3	11.4	11.0	10.8	1.0	1.0	0.9	0.9	4.7	4.7	4.2	4.1	0.8	-2.9	3.4	24.8	
0883.HK	中国海洋石油*	HKD	18.8	8,917	1238	1500	1635	1728	6.6	5.4	5.0	4.7	1.2	1.1	1.0	0.9	2.0	2.8	2.7	2.7	0.0	-6.9	-0.7	54.9	
600938.SH	中国海油*	CNY	28.2	13,394	1238	1500	1635	1728	10.8	8.9	8.2	7.7	2.0	1.8	1.6	1.4	3.4	4.8	4.5	4.2	-0.4	-4.3	7.8	40.6	

资料来源: 万得, 彭博, 股价为2024年10月22日收盘价, 东吴证券研究所, 注: 标*为我们自行预测, 其余公司为wind一致预期、彭博一致预期

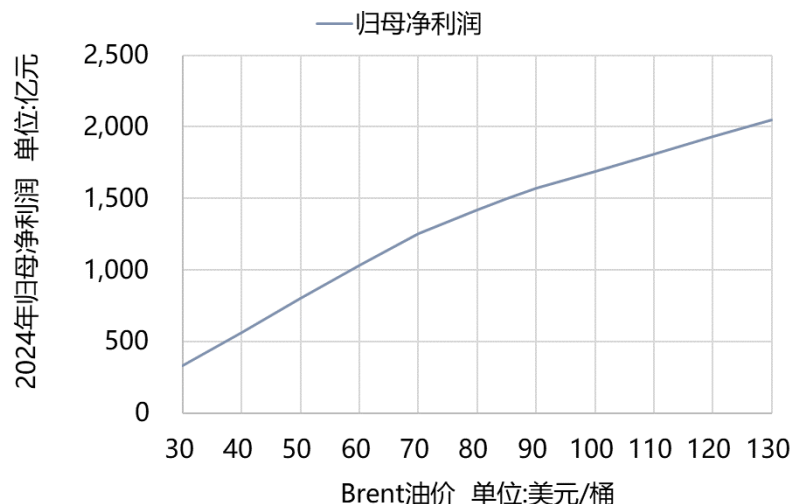
4. 相关标的：中国海油/中国海洋石油

- **低成本优势明显，构成中海油核心投资逻辑：**低成本是石油公司的核心竞争力，也是提升盈利和对抗油价波动风险的关键，使得公司在中低油价水平下仍具有持续盈利的能力。公司2023年桶油主要成本28.83美元/桶，较2022年降低-1.56美元/桶，同比-5.1%。
- **资本支出持续加大，助力储量和产量增长：**公司上调 2023 年资本开支自 1000-1100 亿元至 1200-1300 亿元，2023-2025年公司油气产量目标分别为650-660、690-700、730-740百万桶油当量，且海外产量占比逐渐提升。
- **海上资源储备丰富，助力中海油可持续增长。**

中海油三大优势



2024年中海油归母净利润对油价敏感性分析 (亿元, 美元/桶)



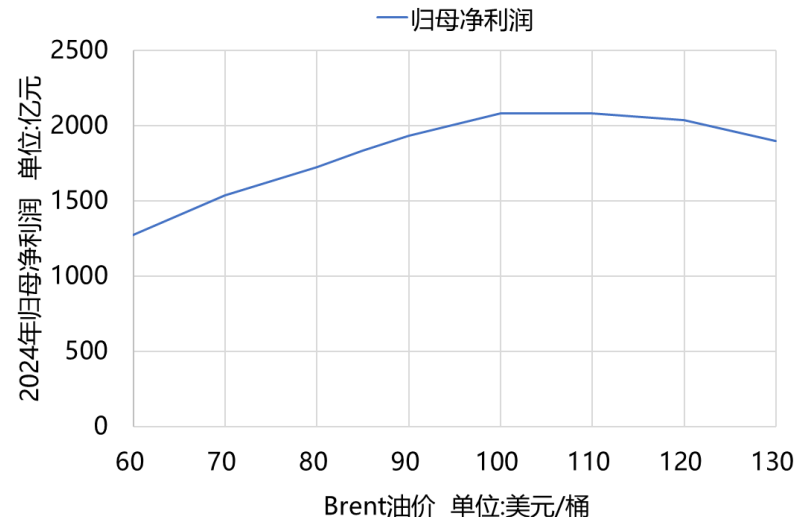
4. 相关标的：中国石油/中国石油股份

- **国家政策推动增储上产+油价持续高位运行，上游业务稳健发展。**
- **政策趋严+成品油需求回暖&海外价差扩大，炼化板块业绩有望改善。** 中国正推动炼厂转型升级，未来大幅新增炼化产能有限。在此情况下，公司有多个重点炼化项目正在投建，炼化板块未来可期。
- **政策发力+国际气价回落，板块业绩有望改善。** **政策层面：**未来有关部门或将建立健全规则相对统一的天然气上下游价格联动机制，天然气成本传导压力或将减小。**海外气价：**2023年以来，油价走低、暖冬、欧洲需求压减等原因导致国际气价下行，天然气进口成本有望下降。

中石油季度营业利润与油价关系（美元/桶，亿元）



2024年中石油归母净利润对油价敏感性分析（亿元，美元/桶）



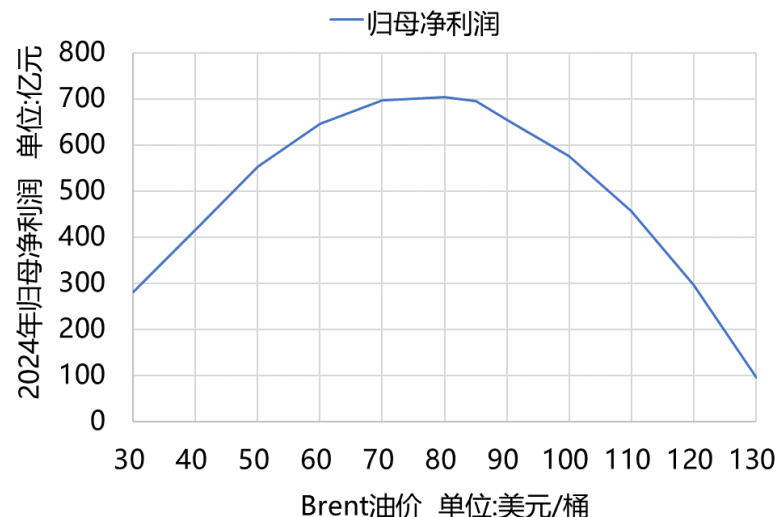
4. 相关标的：中国石化/中国石油化工股份

- **全球炼化龙头，一体化优势有效抵御油价波动风险。** 公司是世界第一大炼油公司、第二大化工公司，业务板块包括勘探与开发、炼油、化工、营销与分销，一体化特征可较好抵御油价波动风险，在油价高度波动下仍保持较稳定的业绩表现。
- **油价持续高位运行，勘探业务稳健发展。** 公司加大上游勘探板块的资本开支，油气操作成本的管理卓有成效，勘探业务走向高质量发展。
- **成品油需求回暖+政策趋严，炼化板块业绩有望改善。** 一方面，国内成品油分项需求回暖，汽、柴油与原油价差恢复良好。另一方面，国内加快推动炼厂“减油增化”，成品油供给侧发展受限，而公司仍有多个重点炼化项目正在投建，炼化板块未来可期。
- **成品油消费税改革政策推进，公司竞争力增强。**

中石化季度营业利润与油价关系（美元/桶，亿元）



2024年中石化归母净利润对油价敏感性分析（亿元，美元/桶）



5. 风险提示

5. 风险提示

- 地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。
- 宏观经济增速下滑，导致需求端不振。
- OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。
- 新能源加大替代传统石油需求的风险。
- 原材料价格波动。
- 项目投产推迟。
- 研发进度不及预期。

- 东吴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。
- 本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
- 在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
- 市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。
- 本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。
- **东吴证券投资评级标准**
- 投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：
 - 公司投资评级：
 - 买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；
 - 增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；
 - 中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；
 - 减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
 - 卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。
 - 行业投资评级：
 - 增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；
 - 中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；
 - 减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。
- 我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

- 东吴证券研究所
- 苏州工业园区星阳街5号
- 邮政编码：215021
- 传真：(0512) 62938527
- 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园