

上游格局向好，下游景气修复

——2025年石油化工行业投资策略

分析师：赵飞 Tel: E-mail: zhaofei@yongxingsec.com
SAC编号：S1760524040002



主要观点

- 1) 国际油价有望延续高位震荡，同时，能源央企大力推动油气增储上产，稳步推进绿色低碳转型，建议关注中国石油、中国海油等。
 - 2) 海洋油气投资加快，油服板块景气上行，同时，随着技术崛起及“一带一路”战略的推动，海外拓展有望加速，建议关注中海油服、海油工程等。
 - 3) 在能源安全及政策推动下，新疆煤化工项目及天然气等资源开发提速，建议关注宝丰能源、新天然气等。
 - 4) 炼化企业依托于一体化平台布局石化新材料，叠加产品价格差修复预期，景气向上可期，建议关注卫星化学、恒力石化等
- 风险提示：油价大幅波动风险，需求不及预期风险，海外经营风险等

目录/Contents

01

国际油价高位震荡，利好上游高股息板块

02

海洋油气投资加快，油服板块景气上行

03

新疆资源开发提速，看好天然气与煤化工板块

04

多元布局叠加价差修复，炼化景气向上可期

05

投资建议及风险提示

- OPEC+多次延长减产，油价获得底部支撑。**作为全球最为重要的产油组织，OPEC+的持续减产为油价提供了较强支撑。1) OPEC成员国依赖较高油价实现财政平衡，挺价意愿较强。根据IMF数据，2024年伊朗、伊拉克、沙特等主要国家的财政平衡油价或分别高达121、93.8、96.2美元/桶；2) 中东地区的石油业因长期投资不足，导致剩余产能较为有限。根据EIA数据，2014-2023年OPEC的平均剩余产能约280万桶/天，短期内产能提升的空间有限。
- 在上述背景下，2020年以来，OPEC+减产措施不断，挺价效果明显。**其中2020年，在疫情影响下OPEC执行了空前规模的减产，推动油价在2022年6月达到高点。随后油价进入下降通道，OPEC+决定从2022年11月开始减产200万桶/天；2023年4月，沙特等OPEC+产油国宣布额外减产166万桶/日，推动油价在三季度达到年内高点；2024年12月，OPEC+将减产再次延长，对油价的支撑有望延续

图1：OPEC剩余产能（百万桶/天）

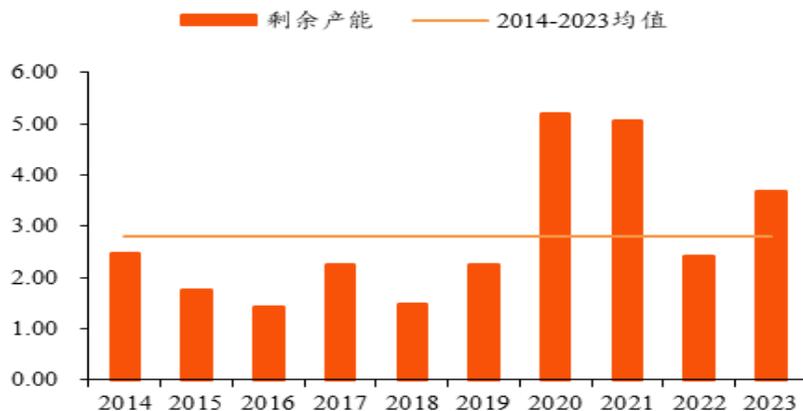
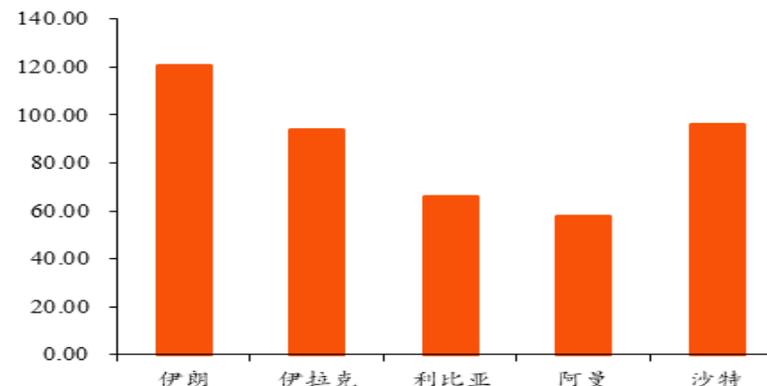


图2：OPEC部分成员国财政平衡油价（2024，美元/桶）



- **受成本抬升等因素影响，美国页岩油增产幅度放缓。**虽然油价已经从2020年的底部区间大幅提升，但是相比2017-2019年，美国原油日产量提升相对缓慢，而进入2024年产量增幅明显放缓。根据EIA数据，预计2025年日均产量增幅仅30万桶/天，相比2023年大幅放缓。1) 受美国通胀的影响，管道、钢套管和压裂砂等产品和服务的价格攀升，页岩油开采成本上涨；2) 根据隆众资讯，美国上游生产商更倾向于低产量、高利润的模式，而非持续大幅增产。
- 作为美国原油产量的先行指标，美国活跃钻机数同比下滑。从贝克休斯数据来看，截至12月13日，美国活跃钻机数同比下滑34部，相比2018年同期下滑40%以上。以钻井活跃的二叠纪盆地为例，根据EIA数据，2023年11月至2024年11月，二叠纪盆地从310台下降到303台，未来美国原油产量增长或低于预期。

图3：美国原油产量增幅放缓（万桶/天）

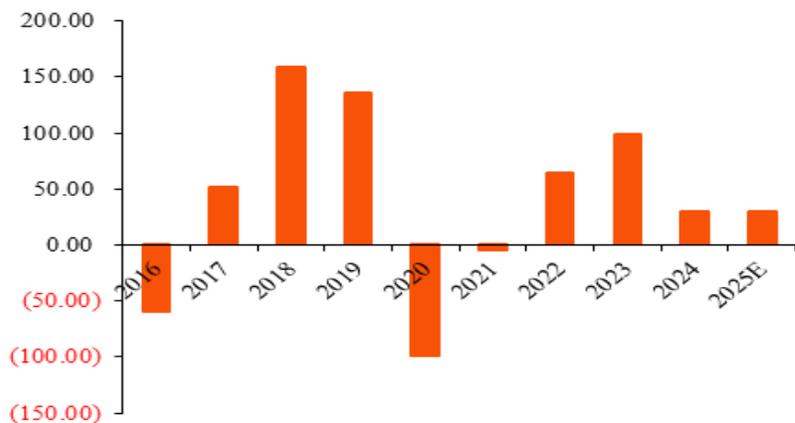


图4：美国活跃钻机数量变化情况



- 需求端韧性仍存，油价有望维持高位。**根据IMF2024年10月发布的《世界经济展望报告》，2024和2025年，全球经济将继续以3.2%的速度增长，略低于2023年的增速，其中发达经济体的经济增速将从2023年的1.7%上升到2024年和2025年的1.8%，增速有所加快。随着全球经济持续复苏，石油需求韧性仍存。根据EIA和OPEC等机构发布的月报，OPEC预计2025年全球石油需求增长145万桶/天，EIA预计2025年全球石油和其他液体燃料需求将增加129万桶/天，供需平衡的态势仍然有望维持。同时，美国战略石油储备偏低叠加中东地缘冲突频发叠加等因素也将扰动油价，2025年国际油价有望维持高位。

图5：全球原油供需格局展望

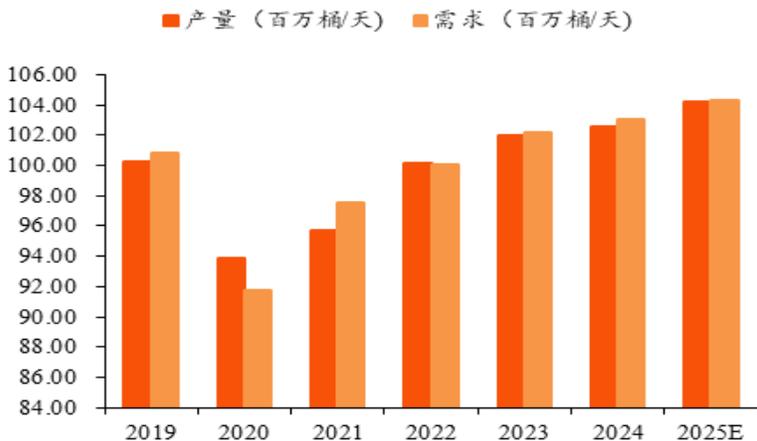
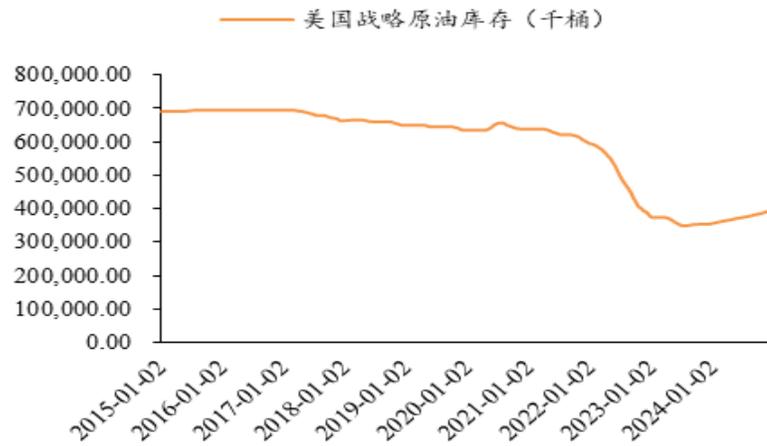
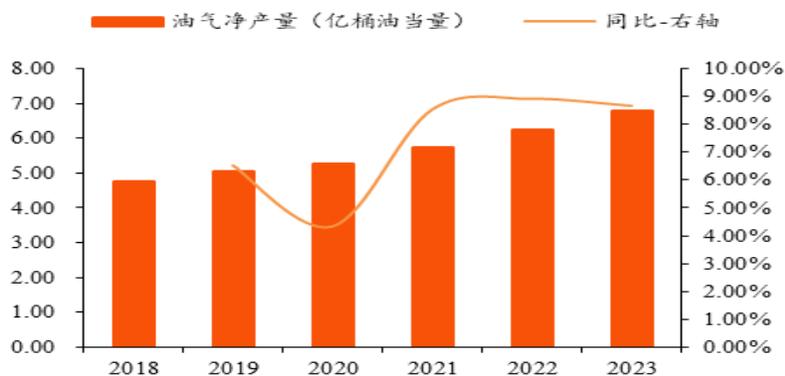


图6：美国战略原油库存偏低



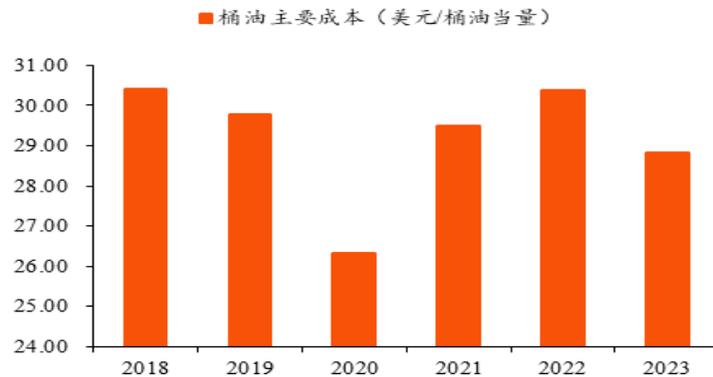
- **公司是国内海上主要油气生产商。**公司专注于油气勘探、开发和生产，以储量和产量计，是世界最大的独立油气勘探开发公司之一。公司已建立起完整的海上油气勘探开发生产技术体系。截至2023年前三季度，公司归母净利润高达1166.59亿元，同比增长约19.47%。
- **降本增效推进，桶油成本较低。**公司追求有效益的储量产量增长，把成本管控贯穿于勘探、开发、生产的全过程，并积极推动技术和管理创新，增强成本竞争优势。经过多年努力，公司桶油主要成本由2013年的45.02美元/桶油当量降低至2024年上半年的27.75美元/桶油当量，具备行业领先的成本竞争优势和桶油盈利能力。
- **油气储量丰富，增产能力较强。**公司拥有丰厚的资源储量，连续多年储量替代率保持在130%以上，近7年储量寿命稳定在10年以上，为增储上产奠定基础。公司在多个世界级油气项目持有权益，推动公司油气产量连续5年保持较快增长，增速位居行业前列。其中2024年上半年，公司油气净产量再创历史同期新高，达362.6百万桶油当量，同比上升9.3%。

图7：公司油气净产量变化



资料来源：中国海油公告，甬兴证券研究所

图8：公司桶油成本



资料来源：中国海油公告，甬兴证券研究所

请务必阅读报告正文后各项声明

- **公司在国内油气行业中占据主导地位。**公司是国内油气行业占主导地位的最大的油气生产和销售商，也是世界最大的石油公司之一。公司深入推进提质增效，保持油气两大产业链高效运行，同时，加快发展新能源新材料业务，推进战略转型。2024年前三季度，实现归母净利润1325.18亿元，同比增长0.66%。
- **上游油气增储上产，下游炼厂转型升级。**公司资源优势明显，通过老油气田稳产和新区效益建产，努力实现增储上产，其中2023年，油气当量产量1759.2百万桶，同比增长4.4%。同时，公司推进炼厂转型升级，其中广东石化、广西石化炼化一体化转型升级项目、独山子石化公司塔里木120万吨/年二期乙烯项目等重点项目稳步推进。
- **推动绿色低碳转型，新能源新材料业务发展提速。**公司加快推动青海、新疆等新能源大基地建设，抓好风光发电、气电、地热、氢能、碳捕集、利用和封存（CCUS）等项目布局落地。其中2023年新能源开发利用能力达到1150万吨标煤/年；CCUS注入二氧化碳159.2万吨。

图9：公司油气净产量变化（亿桶油当量）

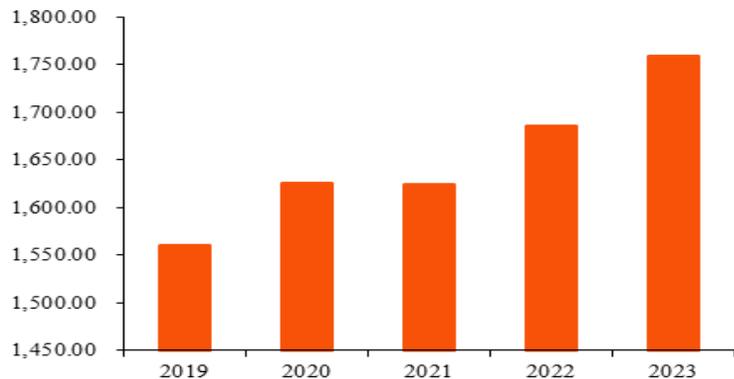
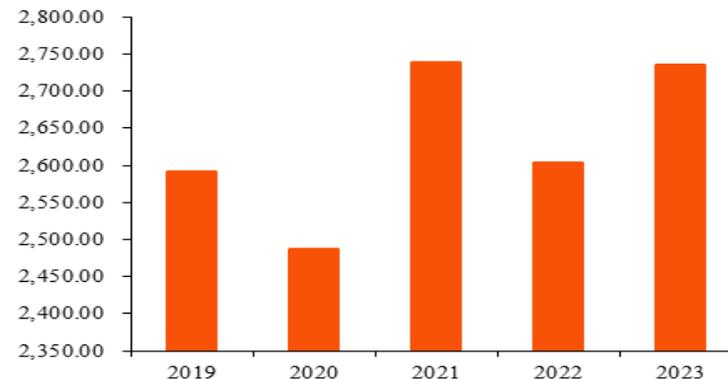


图10：公司天然气销量（亿立方米）



目录/Contents

01

国际油价高位震荡，利好上游高股息板块

02

海洋油气投资加快，油服板块景气上行

03

新疆资源开发提速，看好天然气与煤化工板块

04

多元布局叠加价差修复，炼化景气向上可期

05

投资建议及风险提示

- 油价有望高位震荡，全球油服市场景气向上。**根据中国海油公告，由于油气勘探开发周期长、投资规模大，其预期收益受油价影响较大，因此全球油气勘探开发支出与油价密切相关。根据迪威尔公告中引用的《中国海洋能源发展报告2023》和标普全球研究报告，2023年，全球海洋油气勘探开发投资超过2019年以前水平，其中海洋油气勘探开发投资约为1869亿美元，同比增长14%。2024年，油公司将加大油气开发力度，尤其是超深水油田开发和非常规油气开发，预计全球上游勘探开发资本支出约6079亿美元，同比增加5.7%。在2025年油价有望高位震荡的背景下，全球油气勘探开发支出保持增长态势，为油服工作量增长提供支撑。以中海油服为例，公司近三年平台利用率从2021年的71.90%提升到2023年的85.20%，工作量明显增加。

图11：全球不同区域钻井平台数（个）

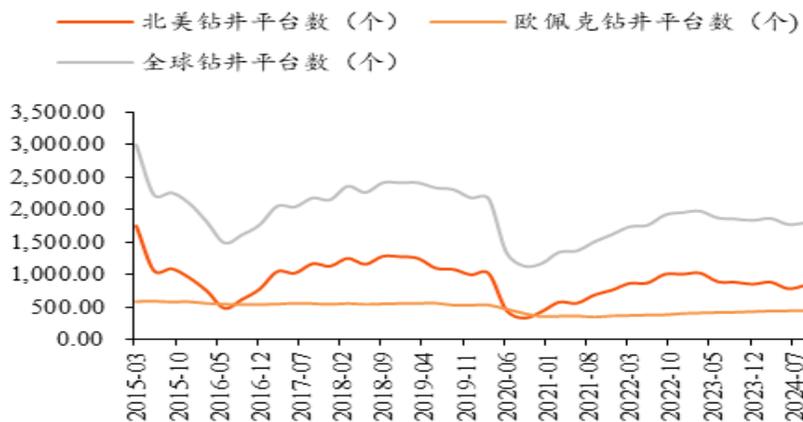
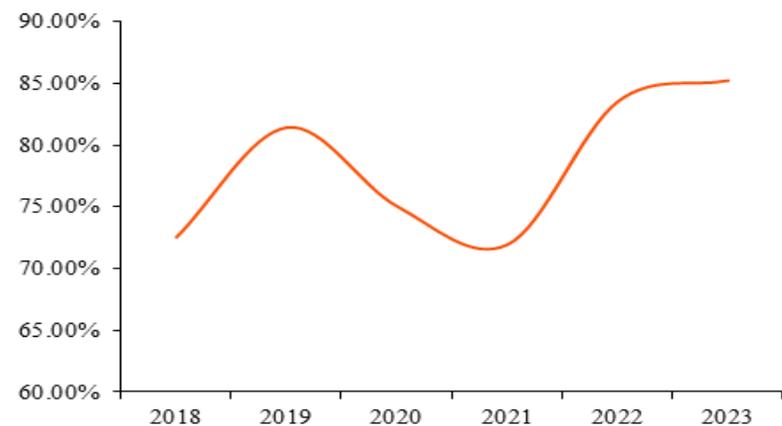
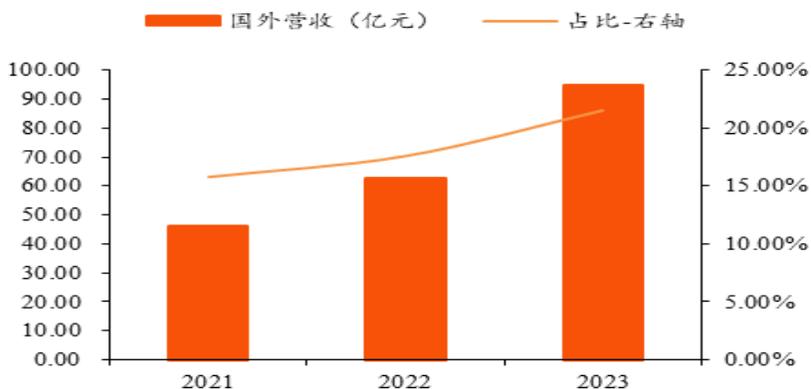


图12：中海油服平台可用天使用率



- **国内油服公司技术崛起，助力全球市场拓展。**根据博迈科公告，海洋油气开发行业是专业技术型行业，涉及钢结构制造技术、原油处理技术、定位技术、现代环保等多项前沿科技领域，行业的技术复杂性和创新性较高。国内油服企业积极推动关键核心技术持续突破，科技成果加速转化，以中海油服为例，至2023年底累计取得授权专利超过1300件，多项核心技术实现世界一流，助力公司参与全球竞争。
- **依托“一带一路”战略，海外市场份额提升空间较大。**根据中曼石油公告，“一带一路”战略推动中国和中东区域油气合作向多领域、多层次、多主体和多维度的全产业链合作方向发展，带动国内油服行业技术和装备“走出去”，实现国际化发展。其中中海油服2022年与中东地区一流国际石油公司签署多份钻井平台服务长期合同，合同金额总计约人民币140亿元；海油工程2023年在中东主要承揽了卡塔尔国家能源公司ISND 5-2期油田开发项目、沙特阿美LTA CRPO 122项目等。

图13：中海油服国外营收及占比变化



资料来源：Wind，中海油服公告，甬兴证券研究所

图14：海油工程承接的巴西FPSO项目



资料来源：海油工程官网，甬兴证券研究所

请务必阅读报告正文后各项声明

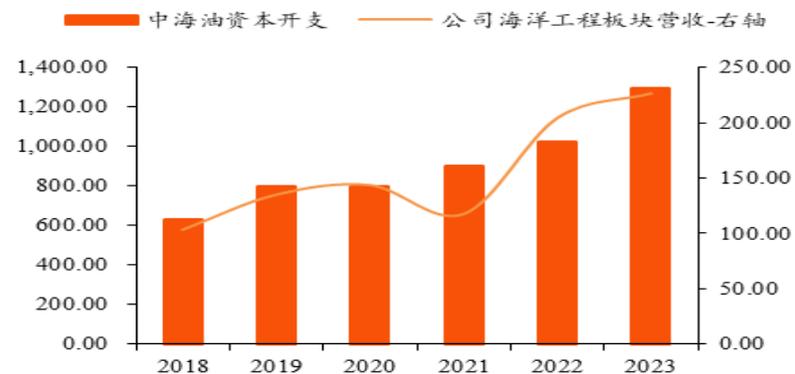
- 中海油资本支出有望持续增加，国内海洋油服板块持续受益。根据中国海油公告，中国海洋石油集团是国内最大的海上原油及天然气生产商，2018-2023年，中海油实际资本开支CAGR高达15.52%，展望未来，中海油资本开支有望维持增长态势，主要基于以下原因：
 - 1) 国家高度重视能源安全，增储上产稳步推进。国内石油对外依存度逐渐增加，加大油气开发力度，保障我国能源供应安全仍是石油企业最重要的任务。在此背景下，中国海油增储上产攻坚工程明确了“2030年国内石油上产6000万吨，2035年国内天然气上产400亿方”的目标，海油油气工程工作量较为饱满
 - 2) 海洋油气资源丰富但是探明程度低，勘探开发潜力大。根据中国海油公告，在全球油气需求增加的推动下，油气资源勘探开发逐步由陆地转向海洋。国内海洋油气整体探明程度相对较低，其中石油资源探明程度平均为23%，特别是深水、超深水油气勘探程度低，也是未来油气勘探潜在增量所在。随着中海油自主研发的世界首座1500米超深水半潜式生产储油平台“深海一号”能源站建成投运，具备了超深水自营勘探开发能力，未来深水油气勘探步伐有望加快。

图15：“深海一号”大气田开发工程项目



资料来源：海油工程官网，甬兴证券研究所

图16：中海油资本开支与海油工程相关板块营收（亿元）



资料来源：海油工程公告，中国海油公告，Wind，甬兴证券研究所 请务必阅读报告正文后各项声明

- 公司是全球最具规模的综合型油田服务供应商之一。公司拥有完整的服务链条和强大的海上石油服务装备群，是全球油田服务行业屈指可数的有能力提供一体化服务的供应商之一。公司服务贯穿石油和天然气勘探、开发及生产的各个阶段。2024年前三季度，公司实现归母净利润24.45亿元，同比增长约7.54%。
- 技术服务板块持续崛起，助力公司全球拓展。公司践行技术驱动战略，推动自主技术规模化应用，持续提升科研成果转化能效。随着技术品牌效应的不断增强，自主技术产品的规模化应用助力海外市场规模稳步扩大，斩获多个技术产品海外区域销售合同。其中2023年成功签订东南亚钻完井液、固井服务合同，突破公司当地该业务最高合同额纪录。
- 平台利用率有望提升，钻井板块提供业绩弹性。截至2024年上半年，公司共运营、管理61座平台（包括47座自升式钻井平台、14座半潜式钻井平台），其中43座在中国，18座在国际地区。公司平台日历天使用率同比增加1.4个百分点至80.8%，其中自升式平台使用率同比增加2.7个百分点至82.4%。随着油田服务市场需求的扩大，公司工作量有望提升。

图17：公司钻井平台情况

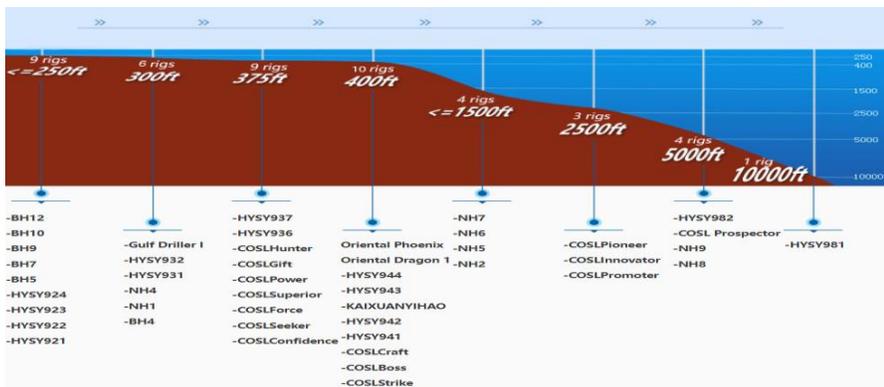
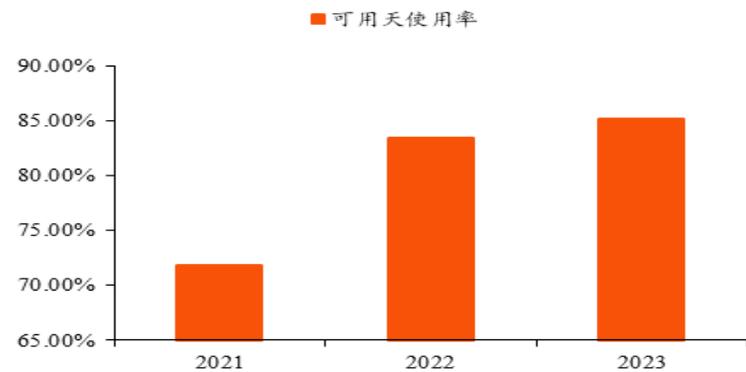


图18：公司平台使用率情况



- **领跑海洋油气工程赛道，加大分红回报股东。**作为亚太地区规模最大、实力最强的海洋油气工程总承包之一，公司背靠中海油集团，在立足传统海洋工程主业的基础上，业务拓展至陆地LNG工程等清洁能源领域，推动2024年前三季归母净利润达到17.45亿元，同比增长约27.11%。同时，2023年公司股利分配率达到40.11%。未来随着公司业绩增长，分红水平或继续提升。
- **传统业务优势巩固，海外市场持续扩大。**公司背靠中海油集团，2018-2023年中海油实际资本开支CAGR高达15.52%左右，利好公司国内业务。同时，公司依托“一带一路”加快海外市场开拓，2023年海外市场承揽额141.76亿元，创历史高位，随着公司EPCI总包能力得到中东业主认可，海外市场份额有较大的提升空间
- **加快布局清洁能源，赛道优质成长可期。**公司加快陆地LNG工程等清洁能源领域布局，推动LNG工程为主的非海洋工程项目营收占比从2019年的8%提升到2023年的26%，未来随着公司天然气液化工厂总包能力的形成，以及FSRU、FLNG等高端业务的拓展，盈利贡献有望进一步提升

图19：中海油对公司营收贡献较大（%）

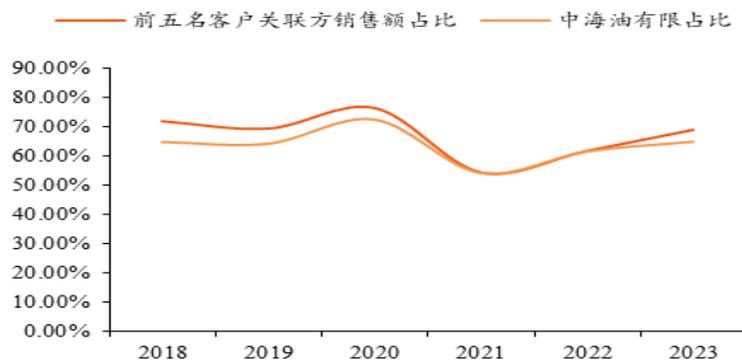
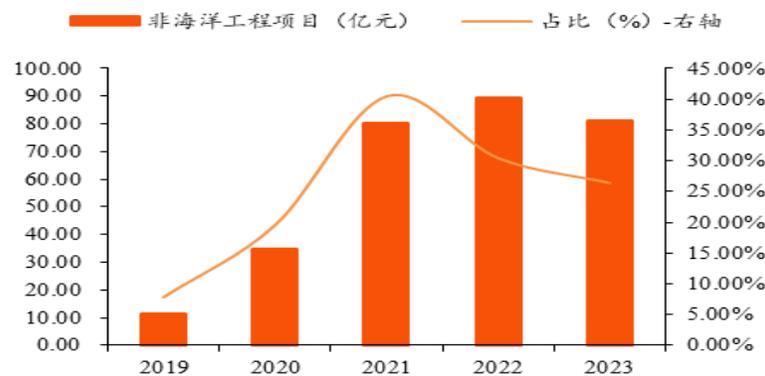


图20：公司的非海洋工程项目营收情况



目录/Contents

01

国际油价高位震荡，利好上游高股息板块

02

海洋油气投资加快，油服板块景气上行

03

新疆资源开发提速，看好天然气与煤化工板块

04

多元布局叠加价差修复，炼化景气向上可期

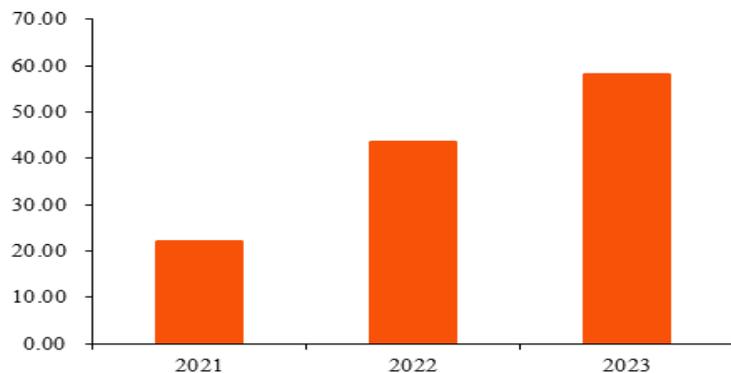
05

投资建议及风险提示

- **新疆煤化工项目建设提速。**根据新疆自然资源厅网站，新疆将加快煤炭、煤化工等“八大产业集群”建设，推动全区11个千亿元级和南疆11个百亿元级重大工程落地实施。其中2024年，国家能源集团哈密能源集成创新基地开工，总投资1700亿元的煤矿、煤制油、煤化工、新材料等一体化项目同步启动，计划2027年底建成投产。新疆煤化工开发提速基于以下原因：
 - **1) 能源安全及政策推动。**根据宝丰能源公告，烯烃产品作为化工产业链最基本的有机化工原料之一，支撑着国家化工产业的稳定发展，但是国内烯烃产能仍以油制原料为主。为缓解原油的进口压力，煤化工已成为国内化工行业的重点发展领域，国家出台多项政策助力煤化工发展，其中2023年7月23日，国家发展改革委等部门发布《关于推动现代煤化工产业健康发展的通知》（发改产业〔2023〕773号），要求加强煤炭清洁高效利用，推动现代煤化工产业（不含煤制油、煤制气等煤制燃料）高端化、多元化、低碳化发展”
 - **2) 煤化工技术进步。**其中中科院大连化物所第三代DMTO技术较前一代技术进一步降低了原材料消耗和能耗水平；在装备制造领域，气化炉、空分、煤制烯烃大型成套设备已可基本实现国产化。另外，在“双碳”背景下，预计未来具备二氧化碳减排措施将成为煤化工项目审批的重要前提，而绿氢耦合制烯烃技术可以降低碳排助力行业发展。其中中天合创鄂尔多斯煤炭深加工示范项目、新疆东明塑胶80万吨/年煤制烯烃等多个煤化工项目均计划纳入绿氢耦合的技术方案，实现减碳降碳。
 - **3) 新疆煤炭资源丰富。**根据新疆自然资源厅官网，新疆矿产资源丰富，地跨古亚洲和特提斯两大成矿域，素有“油盆”“煤海”之称，根据湖北宜化公告，新疆地区煤炭资源量位居全国首位，且埋藏浅、开采条件较好，资源、成本优势明显。

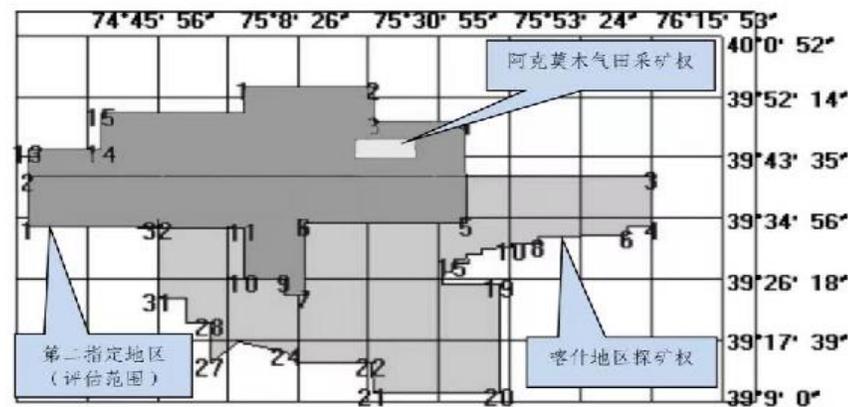
- **加快矿权出让，新疆油气开发力度加大。**根据新疆自然资源厅官网，新疆石油、天然气、煤层气等资源丰富。其中油气生产当量连续3年居全国首位，国家新一轮找矿突破战略行动在新疆划定120片重点找矿区域，居全国首位。为充分释放能源资源潜力，新疆深化油气勘查开采体制改革、全面推进矿业权竞争性出让、加快石油天然气增储上产。截至2023年底，新疆累计出让油气区块43个，出让面积超3.43万平方公里，除中石油、中石化外，新进入油气勘查企业24家，民营企业占90%以上，推动新疆油气开采提速。
- **在此背景下，中曼石油于2018年成功竞得新疆温宿区块的探矿权，2023年，温宿项目实现原油产量58.08万吨，同比增长33.82%；新天然气于2024年通过旗下境外全资下属公司佳鹰，对中能控股控制权收购以及共创投控控制权收购，从而享有对喀什北项目第一指定地区和第二指定地区的石油合约权益，根据公司公告引用的《喀什北区块勘探期顺延开发概念设计》，天然气预计于2027年投产，最高产能为36.6亿m³/年，原油设计于2028年投产。**

图21：中曼石油的新疆温宿区块产量（万吨）



资料来源：中曼石油公告，甬兴证券研究所

图22：新天然气的喀什北项目区位图



资料来源：新天然气公告，甬兴证券研究所

请务必阅读报告正文后各项声明

- **领跑煤制烯烃行业。**根据公司公告，公司业务包括煤制烯烃、焦化以及精细化工业务，其中煤制烯烃为公司的核心业务。公司本部位于中国能源化工“金三角”之一的宁东国家级能源化工基地，新投资建设的内蒙古项目位于鄂尔多斯，煤炭资源非常丰富，产业链原料供给充足、便利。2024年7月，公司荣获工业和信息化部国家级2023年重点行业能效“领跑者”称号，在煤制烯烃行业中综合能耗达到最低水平。
- **成本优势较大。**公司循环经济产业链一次性规划，集中布局，分期实施，形成了超大单体规模的产业集群，上下游生产单元衔接紧密，大幅降低了单体项目投资、公辅设施投资及财务成本。与国内同期同规模投产项目相比，投资成本节约30%以上。另外，公司产业链紧密衔接，使上一个单元的产品直接成为下一个单元的原料，有力保障了原料的稳定供应和生产的满负荷运行，大幅降低了能源消耗、物流成本、管理成本，运营成本比同行业同规模企业低约30%。
- **产能持续扩张。**公司在建的内蒙烯烃项目总产能为300万吨/年，是目前为止全球单厂规模最大的煤制烯烃项目，其中第一系列100万吨/年烯烃生产线于2024年11月开车成功。项目建成后，公司煤制烯烃总产能将大幅提升至520万吨/年，约为当前产能的2.4倍。另外，内蒙古项目地处富煤区，原料采购运距短，在原料、折旧、加工成本等方面在行业内均具有较强的竞争力。

- **加速布局上游气源，打通天然气全产业链。**公司通过对煤层气开发领军企业亚美能源的投资整合与上游项目的持续拓展，成为国内稀缺的具备自有气源的民营企业，基本实现了“上有资源、中有管网、下有客户”的产业链一体化的格局。随着公司煤层气产量同比再创新高，2024年前三季度实现归母净利润约8.82亿元，同比增长约30.28%
- **马必区块加快开发力度，产量提升较快。**亚美能源是国内煤层气开发领域的领先企业，公司通过收购亚美能源，取得了潘庄和马必项目的煤层气开发资源。从产量来看，2017-2023年，马必区块的产量从0.58亿立方米增长到5.72亿立方米，CAGR高达46.44%，截至2024年上半年，马必区块产量约4.10亿立方米，同比增长59.90%。一方面，公司持续提升马必区块的产能建设，新增在产井数量相比2021年之前提升明显。另一方面，随着二开井型和近钻头导向技术趋于成熟稳定，SLH井平均钻井时间仅为14天，大幅提高开发经济性，有利于产能爬坡

图23：公司主要发展历程

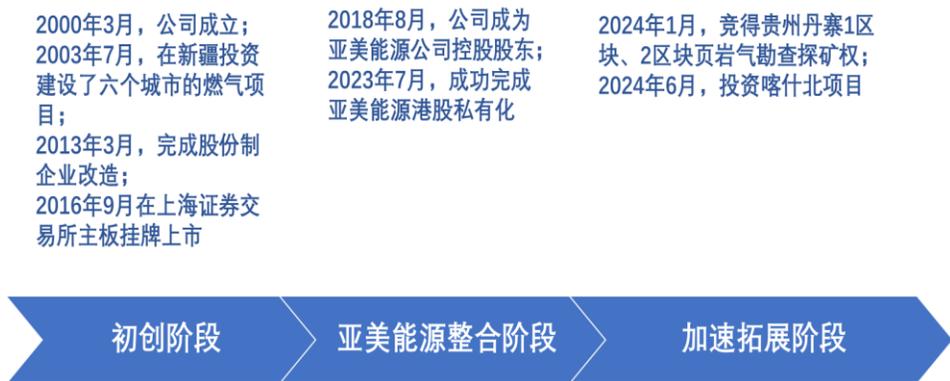
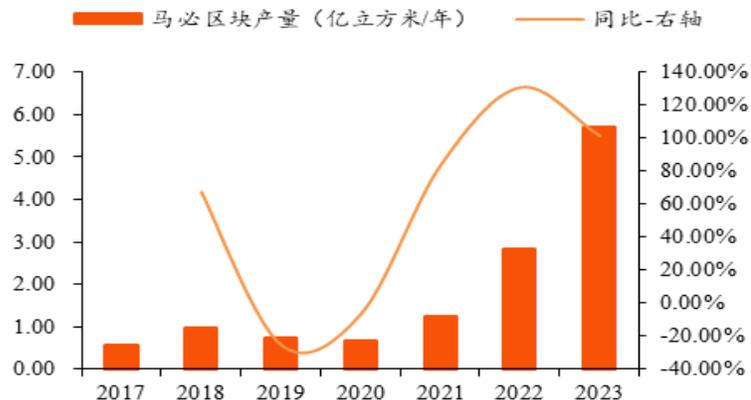


图24：马必区块产量及同比增速

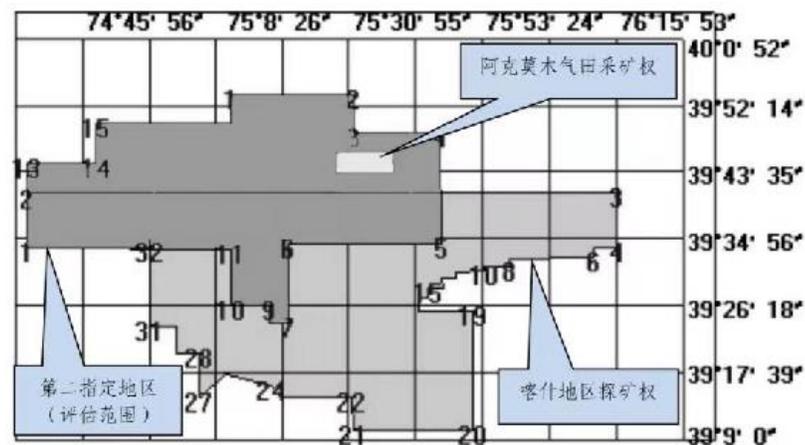


- 资源优势持续强化，多区块放量加速成长。**公司持续获取紫金山、喀什北等上游项目，成为了国内少有的常规天然气和三大非常规天然气即煤层气、致密气、页岩气全覆盖的民营上市企业，其中2023年，公司跨境并购亚太石油有限公司（香港）获取控股权，取得了其以产品分成合同模式合作开发的约528.3平方公里的紫金山区块；2024年通过挂牌出让竞拍方式取得了合计面积约300平方公里的贵州丹寨1区块、2区块页岩气勘查探矿权，正式拥有了自主区块，是公司资源获取方式的新突破；2024年跨境协议收购中能控股、共创投控控制权，取得了喀什北项目常规油气投资及勘探开发生产资源，正式进军常规油气项目资源；2024年11月19日，公司的控股子公司新疆明新油气勘探开发有限公司以约35.23亿元竞得新疆三塘湖矿区七号勘查区普查煤炭资源探矿权，为长期产量增长提供坚实保障。

图25：紫金山区位图



图26：喀什北项目区位图



目录/Contents

01

国际油价高位震荡，利好上游高股息板块

02

海洋油气投资加快，油服板块景气上行

03

新疆资源开发提速，看好天然气与煤化工板块

04

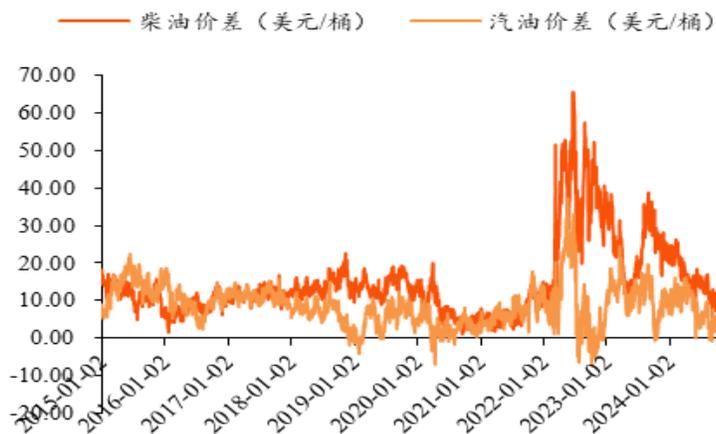
多元布局叠加价差修复，炼化景气向上可期

05

投资建议及风险提示

- **炼化产品价差处于底部区间，部分产品价差有所扩大。**根据Wind数据，从炼化产品价差来看，截至12月20号，新加坡柴油价差约15.54美元/桶，汽油价差约为6.15美元/桶，环比3季度提升明显，PX与石脑油价差周扩大约13.00美元/吨。从周度数据来看，新加坡柴油价差走势相对更强；炼厂化工品中，PX与石脑油价差有所扩大，但是仍处于相对低位，炼化公司的业绩修复空间较大。
- **成本支撑叠加需求复苏，明年炼化价差存修复预期。**从EIA短期展望数据来看，尽管未来两年美国原油产量维持增长，但是国际油价重心仍有望维持在相对高位，对化工品价格形成一定支撑。从需求端来看，需求呈现差异化复苏，汽车、电子电器消费量继续提升，化纤行业运行呈现恢复性增长态势。随着各项政策逐步落实落地，将对推动经济稳定运行发挥积极作用，化工品的需求有望获得支撑，产品价差有望修复。

图28：新加坡汽柴油价差走势



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图29：PX-石脑油价差走势

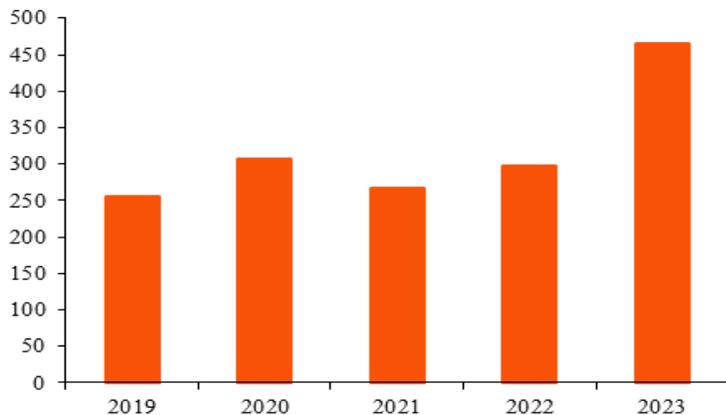


资料来源：隆众资讯，Wind，甬兴证券研究所

请务必阅读报告正文后各项声明

- **长丝产能投放放缓，行业集中度有望提升。**根据新凤鸣公告，随着全球化纤产业的布局调整，化纤产能逐步向以中国、印度为主的亚洲地区转移。2024年以后，国内产能投放高峰告一段落，其中2024年国内仅有3套涤纶长丝装置存在明确投产计划，整体新增产能规模仅略高于2016年。从产能分布来看，长丝行业产能集中度较高，截止2023年底，行业CR6产能占全国总产能近7成。随着落后产能淘汰，长丝行业集中度有望进一步提升
- **随着内循环推动以及新应用领域的拓展，需求或有提振。**相较于其他纤维制品，涤纶长丝具有结实耐用、弹性好、易洗快干等特点，广泛用于衣料、床上用品、国防军工特殊织物等纺织品。从国内需求来看，服装消费依然在涤纶长丝需求中占据主导。根据隆众资讯，2023年，服装、家纺以及产业用纺织品占比分别为49%、34%以及17%。随着内循环政策的推动以及新应用领域的拓展，终端需求仍有提升空间。

图30：国内涤纶长丝年度新增产能情况（万吨）



资料来源：隆众资讯，甬兴证券研究所

图31：国内涤纶长丝行业产能集中度（2023）



资料来源：隆众资讯，甬兴证券研究所

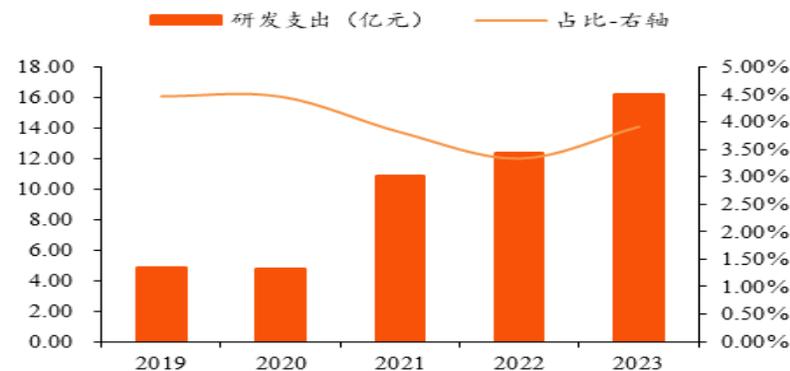
请务必阅读报告正文后各项声明

- **国内领先的轻烃产业链一体化企业。**公司扎实推进“以科技创造未来，立足轻烃一体化，打造低碳化学新材料科技公司”的战略目标，聚焦功能化学品、高分子新材料、新能源材料等方面创新。2024年前三季度实现归母净利润约36.93亿元，同比增长约7.64%。
- **C3产业链持续深化。**公司持续推进C3产业链强链补链延链，其中平湖基地新材料新能源一体化项目顺利建成，将更加高效利用PDH的丙烯资源生产多碳醇，形成丙烯-丙烯酸-丙烯酸酯的产业链闭环，实现核心原料自供，保障原料供应稳定、降低生产成本。
- **C2项目产能持续扩张。**公司在美国的合资公司ORBIT拥有乙烷出口储备能力，以及全球最大的乙烷船队，可为连云港基地及 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目长期稳定供应充足且低成本的绿色低碳乙烷原料。同时，公司开工建设 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目，向下游延伸高端产品领域布局，构建功能化学品、高分子新材料、新能源材料三大业务板块，助力未来成长。

图32：公司主要产品



图33：公司研发支出及占比



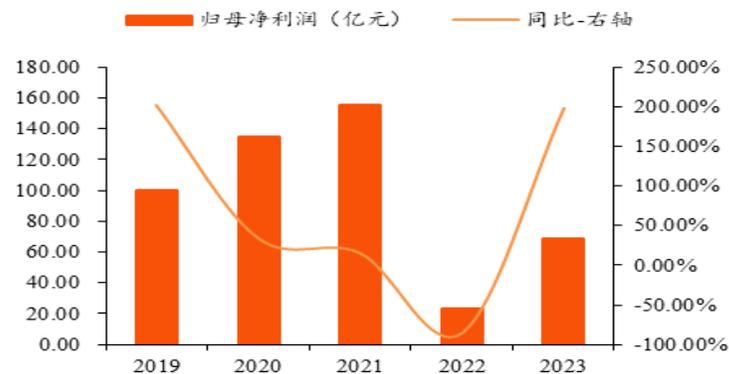
- **国内最早、最快实施聚酯新材料全产业链发展的领军企业。**公司致力于打造从“原油—芳烃、烯烃—PTA、乙二醇—聚酯—民用丝、工业丝、薄膜、塑料”世界级全产业链一体化协同的上市平台发展模式。公司重视股东回报，2023年股利支付率56.07%，处于较高水平。
- **炼化板块具备较强竞争力。**公司在中上游业务板块形成以2000万吨原油和500万吨原煤加工能力为起点，主要产出年产520万吨PX、180万吨纤维级乙二醇、180万吨纯苯、85万吨聚丙烯、72万吨苯乙烯等产品。公司在工艺技术、产业协同等方面优势突出，与其他炼化公司相比具有明显高品质、低成本的特点，具有较强的市场竞争力。
- **布局新材料，打造成长第二增长极。**公司下属子公司康辉新材重点打造高端化、差异化、绿色环保型的功能性膜材料、高性能工程塑料和生物可降解材料。其中公司160万吨/年高性能树脂及新材料项目于2024年下半年全面投产；苏州汾湖基地12条线功能性薄膜项目已陆续投产，南通基地另外12条线功能性薄膜项目和锂电隔膜项目预计2025年上半年建成投产。

图34：恒力长兴岛产业基地



资料来源：恒力石化官网，甬兴证券研究所

图35：恒力石化利润情况



资料来源：Wind，恒力石化公告，甬兴证券研究所请务必阅读报告正文后各项声明

目录/Contents

01

国际油价高位震荡，利好上游高股息板块

02

海洋油气投资加快，油服板块景气上行

03

新疆资源开发提速，看好天然气与煤化工板块

04

多元布局叠加价差修复，炼化景气向上可期

05

投资建议及风险提示

- 我们认为2025年石油化工板块主要有四大投资主线：
 - 1) 2025年国际油价有望延续高位震荡，同时，能源央企大力推动油气增储上产，稳步推进绿色低碳转型，建议关注中国石油、中国海油等。
 - 2) 海洋油气投资加快，油服板块景气上行，同时，随着技术崛起及“一带一路”战略的推动，海外拓展有望加速，建议关注中海油服、海油工程等。
 - 3) 在能源安全及政策推动下，新疆煤化工项目及天然气等资源开发提速，建议关注宝丰能源、新天然气等。
 - 4) 炼化企业依托于一体化平台布局石化新材料，叠加产品价差修复预期，景气向上可期，建议关注卫星化学、恒力石化等

- **油价大幅波动风险。**国际原油、成品油和天然气价格受全球及地区政治经济的变化、油气的供需状况及具有国际影响的突发事件和争端等多方面因素的影响。
- **需求不及预期风险。**石油化工行业发展与国民经济景气程度联动性较高。近年来下游行业需求增速放缓使石化行业受到一定影响
- **海外经营风险。**国内石油化工企业海外项目较多，受经营所在国各种政治、法律及监管环境影响

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、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，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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。