

# 穿越周期追寻长期主义，持续看好核心资产

## ——石油化工行业2025年度投资策略

2024年10月23日

 作者：赵乃迪，周家诺，蔡嘉豪，王礼沫，胡星月

 证券研究报告

- 不惧周期底部，穿越周期追寻长期主义。** 化工行业自21年景气高点以来，近几年资本开支维持高增速，需求端复苏相对较弱，叠加22年俄乌冲突爆发全球进入高油价时代，因此化工行业面临高成本弱供需的格局，行业步入周期下行。然而在行业周期底部，化工行业仍有较多能够穿越周期的“长期主义”企业，这些企业往往在实现自身增长的同时，也能够通过股价上涨或分红等方式带给投资者丰厚的回报。长期主义企业通常具备优质股东背景、优异的经营管理能力、合理的产业链布局、持续的研发投入和较强的社会责任感。这些特征使得“长期主义”企业在企业成长、资本市场反馈和社会评价三个维度表现突出，实现稳健增长和可持续发展。
- 国企改革叠加24年低利率环境延续，持续看好以“三桶油”为代表的高股息资产。** 2024年1月国资委提出市值管理考核，是央国企在深化价值管理工作基础上的又一次突破。在国企改革持续深化背景下，“一利五率”纳入考核有望持续提升国有企业盈利质量，市值管理纳入考核指标有望增强央国企回报能力。2024年10月21日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，1年期LPR为3.1%，5年期以上LPR为3.6%。均较上一期下降0.25个百分点。展望25年，低利率环境有望维持，高股息标的有望继续受到市场关注，我们持续看好以“三桶油”为代表的高股息资产。此外，能源安全战略推进，“三桶油”积极响应“一带一路”倡议，海外业务布局逐步深化，下属油服及工程公司借助母公司平台优势，把握行业发展新机遇，有望取得海外业务发展的持续突破和盈利能力的持续提升。

- 大炼化行业扩产接近尾声，静待“炼化-化纤”产业链景气复苏。**展望后市，《2024—2025年节能降碳行动方案》要求全面淘汰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。在供给侧发展受限的环境下，后续大幅新增炼化产能有限，现有的项目储备将成为我国炼化产能扩增的尾声。涤纶长丝环节，龙头企业联合减产提价，国内需求复苏叠加海外去库，涤纶长丝盈利有望显著改善。
- 煤价中枢持续下行，持续看好煤化工产业链盈利改善。**2024年，煤炭供需逐渐宽松，主要品种煤炭价格有所回落。截至2024年10月22日，国内主焦煤、动力煤、无烟煤均价分别为2118元/吨、865元/吨、1117元/吨，较23年均价分别-7.5%、-9.5%、-23.9%。此外，在能源转型背景下现代煤化工将得到适当发展，结合我国“富煤贫油少气”的资源国情，传统煤企绿色转型与大力发展煤炭深度清洁利用已是必然趋势。煤价中枢下行叠加现代煤化工发展前景，我们坚定看好煤化工板块景气度。
- 投资建议：**（1）油气高景气，国企改革持续推进，低利率背景下高股息资产投资价值凸显，持续看好上游及油服板块。**建议关注：中国石油、中国石化、中国海油、中海油服、海油工程、海油发展、石化油服、中石化炼化工程、中油工程、新奥股份、九丰能源、昆仑能源。**（2）大炼化行业扩产接近尾声，静待“炼化-化纤”产业链景气复苏，持续看好“炼化-化纤”产业链龙头，**建议关注：恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。**（3）煤价中枢下行，煤化工企业盈利能力提升，能源转型背景下，煤炭深度清洁利用可期，看好煤化工板块景气度，**建议关注：华鲁恒升、宝丰能源、鲁西化工、诚志股份、阳煤化工、中国旭阳集团。**（4）需求复苏供需持续改善，持续看好顺周期龙头白马，**建议关注：万华化学、卫星化学。**
- 风险提示：**下游需求恢复不及预期，化工产品及原料价格波动，中美贸易摩擦风险，安全与环保生产风险，汇率波动风险。

■ 穿越周期，追寻长期主义

■ 持续看好高股息资产“三桶油”及高景气油服板块

■ 大炼化行业扩产接近尾声，静待“炼化-化纤”产业链景气复苏

■ 煤价中枢持续下行，持续看好煤化工产业链盈利改善

■ 风险提示

- 2024年9月26日，中共中央政治局召开会议，提出大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点，努力提振资本市场。同时，中央金融办、中国证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》。该《指导意见》旨在提升中长期资金投资规模和比例，优化资本市场投资者结构，全面强化投资行为长期性和市场内在稳定性，稳步提升投资者回报，从而使得中长期价值投资理念深入人心，形成中长期资金更好发挥引领作用、投融资两端发展更为平衡、资本市场功能更好发挥的新局面。国家对长期投资的鼓励将有助于为企业提供稳定的资金来源，降低市场波动带来的风险，同时加强企业长期发展的观念，实现稳健增长与长远发展。
- 化工行业自21年景气高点以来，近几年资本开支维持高增速，需求端复苏相对较弱，叠加22年俄乌冲突爆发全球进入高油价时代，因此化工行业面临高成本弱供需的格局，行业步入周期下行。我们认为在行业周期底部不应过度悲观，化工行业仍有较多能够穿越周期的“长期主义”企业，中长期来看这些企业往往在实现自身增长的同时，也能够通过股价上涨或分红等方式带给投资者丰厚的回报。

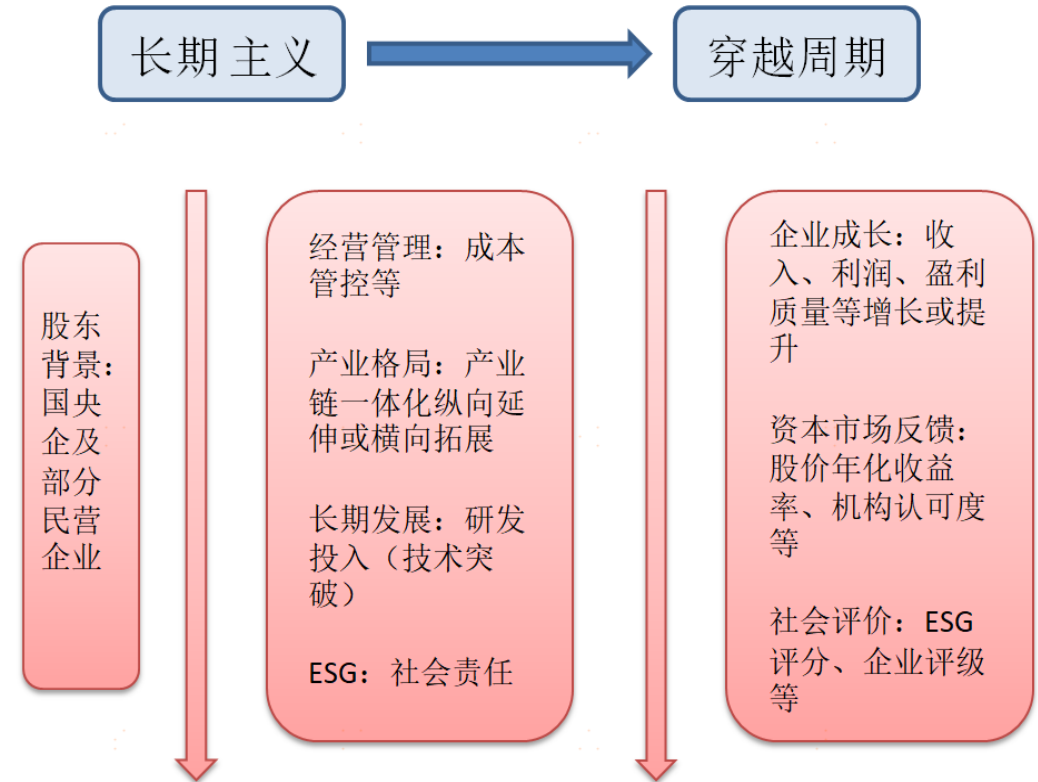
## “长期主义”企业有哪些特征？

- 优质股东背景
- 优异的经营管理能力、合理的产业链布局、注重研发投入、较强的社会责任感。

## “长期主义”企业往往能够穿越周期。

- 实现中长期企业自身的成长
- 良好的资本市场反馈
- 良好的社会评价

图表1：“长期主义”企业特征



资料来源：光大证券研究所整理

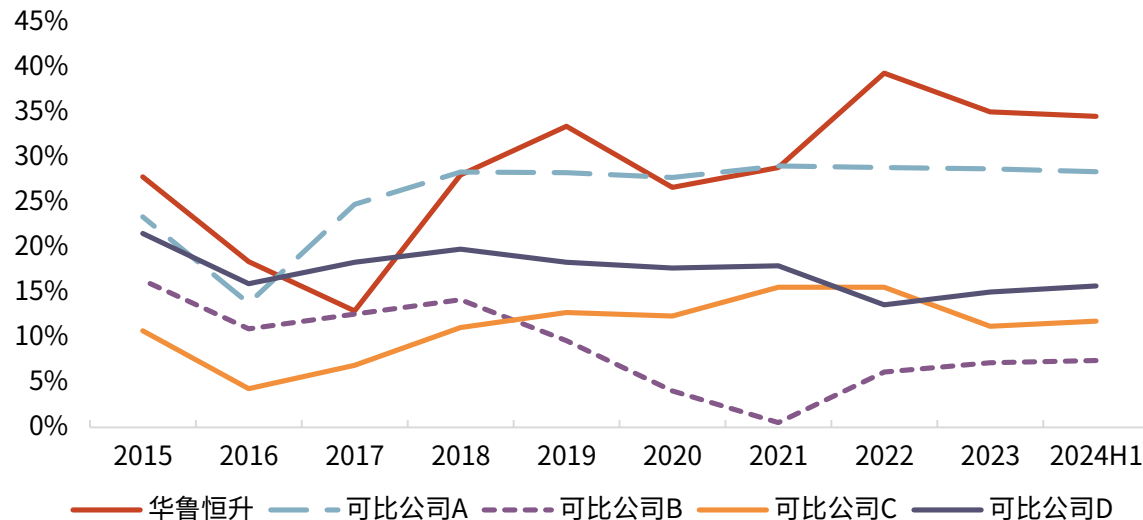
**☐ 股东背景对上市公司的重要性体现在多个维度，其主要包括：**

- 1) 资金支持：企业业务的开展离不开资金的推动，而优质的股东能够帮助企业开拓多元化的融资渠道，提高公司融资能力。
- 2) 公司治理：股东通过行使投票权对公司的重大决策产生影响，优质的股东可以凭借专业知识和行业经验为公司战略方向提供指导。
- 3) 市场形象：知名且有实力的股东能够增强公司的信誉，提升市场对其产品和服务的信任度，同时增加投资者的信心，吸引更多的投资。
- 4) 资源获取：实力强大的股东可以帮助企业有效获得发展的战略资源，如扩大企业市场渠道，获得目标客户和合作伙伴。

**☐ 行业标杆企业往往都具备优质的股东背景：**在央企中，如“三桶油”等企业凭借拥有国资背景，通常能更多地享受到政府的政策支持以及资源配置，从而能获得更高速的发展；在民营企业中，如恒力石化和荣盛石化等企业依靠实力强大的大股东，在国家对民营企业开放炼油指标后，通过大股东资源，拿到炼油指标后，打通上游炼化环节，打开了企业成长空间。

- 企业经营管理能力是指企业在资源配置、决策制定、成本管控、团队协作和绩效管理等方面的综合能力。这些能力的综合运用能够提高企业的竞争力和可持续发展能力。在企业的经营管理能力中，尤为重要的是企业对成本的管控能力。因为成本管控能力直接影响企业的利润水平和财务稳定性。通过有效的成本控制，企业不仅能够提高盈利能力和市场竞争力，还能优化资源配置，降低财务风险，确保在市场波动中保持可持续发展。
- 煤化工龙头——华鲁恒升在成本管控方面的能力表现突出。公司长期坚守低成本竞争优势，实施节能降耗、节支降费、挖潜降本等措施，从而实现业绩增厚，持续巩固公司竞争优势。

图表2：华鲁恒升与可比企业化肥板块毛利率对比

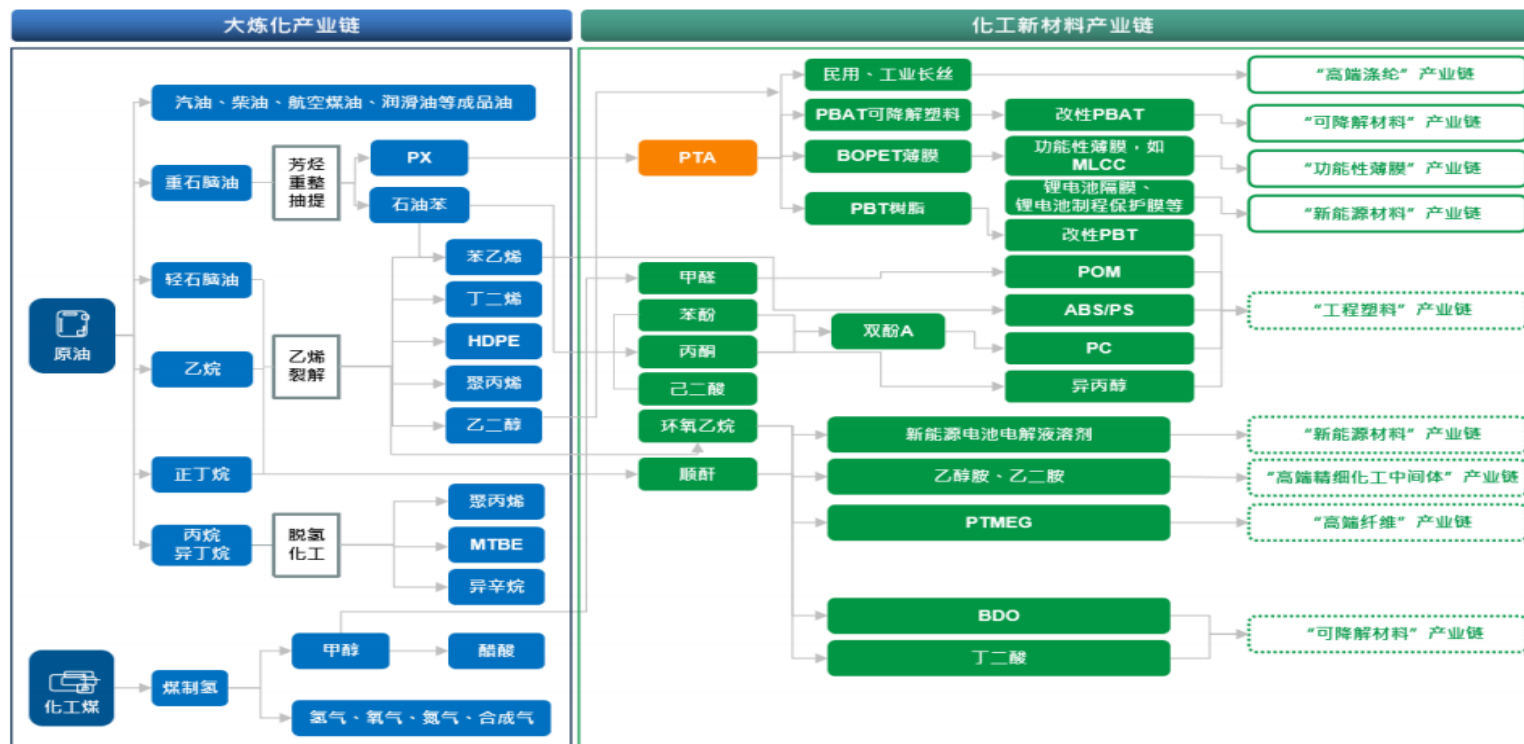


# 合理的产业链布局强化企业资源整合，提升业务协同效应

合理的产业布局为企业带来多重优势，包括降本增效、增强市场竞争力以及可持续发展。企业可以通过产业链一体化纵向延伸或横向拓展，有效整合上下游资源，实现更高效的生产和管理，减少中间环节的成本和时间损耗。同时产业链一体化有助于企业通过优化资源配置，增强对市场变化的响应能力，面对市场供需波动时，能够凭借调整产业结构来规避风险，从而助力企业穿越周期底部，实现长期稳健发展。

恒力石化致力于实施全产业链纵横一体化发展，持续向上游延伸，打造炼化到芳烃，PX到PTA的链条，并依托于炼化一体化项目快速向下游新材料领域延伸布局，加大延链、补链及强链的力度，提升产品精细化、专用化、系列化水平，提升产品附加值，丰富产品供给品种，培育企业发展新动能。

图表3：恒力石化产业链



请务必参阅正文之后的重要声明

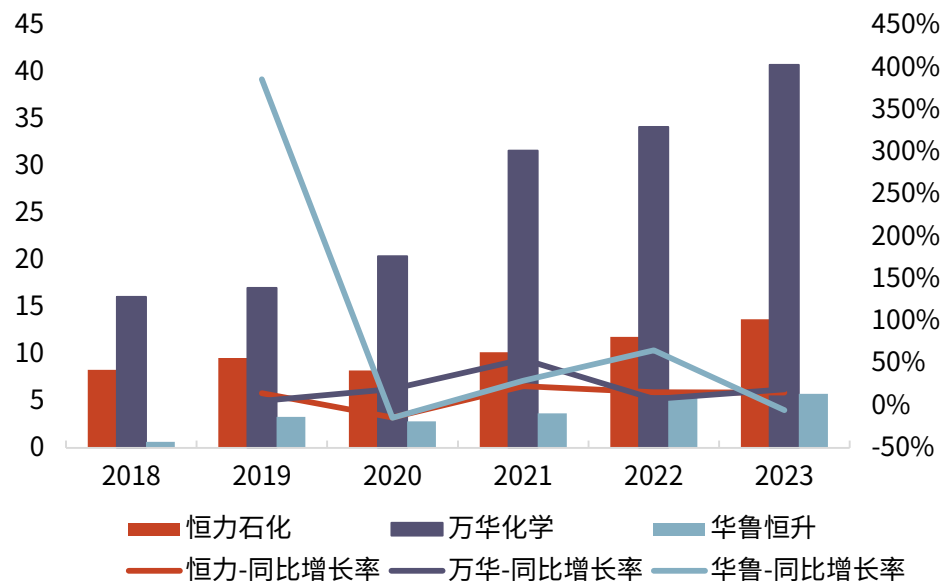
资料来源：恒力石化2024半年报，光大证券研究所整理

# 研发投入是企业长期发展的重要推动力

研发投入对企业的长期发展具有关键性作用，高强度的研发投入能够帮助企业实现技术突破、产品升级、生产效率提高等，从而增强企业抗风险能力，实现可持续发展。因此，企业在发展战略中应该高度重视研发投入，将其作为实现高质量发展的重要手段和工具，为企业长期发展打下坚实基础。

行业龙头往往都具备强大的竞争力，而研发投入则能够帮助企业形成这种核心竞争优势。恒力石化、万华化学、华鲁恒升等龙头皆通过持续研发，在技术、产品质量、功能等方面实现差异化竞争，从而在市场中立于不败之地。近五年（2018-2023年），恒力石化、万华化学和华鲁恒升研发费用投入CAGR分别为10%、20%、53%。

图表4：研发投入（亿元）



# ESG指标量化企业承担社会责任的表现

- ESG是将环境、社会、治理因素纳入企业投资决策与经营的理念和实践。ESG 强调企业不仅要关注财务绩效，还要从环境、社会和治理的角度衡量企业价值，使企业履行社会责任的实践和表现可量化、可比较并可持续改善。伴随我国政府对环保、绿色、可持续发展方面的愈发重视，ESG相关的政策制度体系也在不断发展完善。ESG评价体系已逐步发展成为衡量企业发展潜力和前景的新型标准和投资人遵循的投资准则。
- 中国石油积极统筹推进公司履行央企社会责任，加快绿色低碳转型，发挥能源保供“顶梁柱”作用，为保障国家能源安全和国民经济稳增长作出巨大贡献。同时公司重视股东权益，一直实行高分红策略，充分彰显企业长期发展价值。

图表5：同花顺ESG评级整体框架



在衡量优质企业时，通常可以通过三个维度进行综合评估，分别是：1) **企业成长**：收入、利润和盈利质量的增长或提升；2) **资本市场反馈**：股价年化收益率、机构认可度（持仓比例）；3) **社会评价**：ESG评分、企业评级。

实行“长期主义”发展理念的企业往往在这三个维度表现优异。

- “长期主义”企业通常都具备稳定的收入和利润增长，并且盈利能力强，这意味着企业成长空间的拓宽不仅仅依赖于短期市场波动，而是通过持续的创新和有效的市场策略实现的。
- “长期主义”企业拥有良好的资本市场反馈，他们能够提供较高的股价年化收益率，并且吸引机构投资者关注，形成较高的持仓比例。这种现象不仅表现了企业对自身未来发展的信心，同时也反映了资本市场对企业的认可程度，为企业的进一步发展提供了充足的资金支持，使其能够在扩展市场、研发新产品和提升服务质量方面加大投入。
- “长期主义”企业常常拥有较高的社会评价，他们不仅关注自身的成长，更重视对社会和环境的影响，努力实现经济效益与社会价值的双赢。良好的社会形象能够为企业赢得消费者和投资者的信任，进而建立长期的合作关系。

我们以长期以来建议关注的标的为例，统计了这些企业在这三个维度的数据。结果显示，这些标的企业在三方面均表现优异。

- 企业成长：部分企业的营收和利润增长表现突出，营收方面，**新奥股份、恒力石化和东方盛虹**近十年（2013-2023年）营业收入CAGR分别达**40%、69%、64%**；利润方面，**中海油服、海油工程**近五年（2018-2023年）归母净利润CAGR高达**112%、83%**。可见这些企业显示出较强的盈利能力，具备显著的竞争优势。
- 资本市场反馈：**恒力石化、荣盛石化、华鲁恒升、万华化学**等四家企业近十年（2014/1/1-2024/10/15）年化区间收益率均超过**20%**，并且机构持股比例（截至24H1）均超过**65%**。良好的投资回报使其深受机构投资者的青睐。
- 社会评价：以Wind的ESG评分为标准，截至2024/10/15，**多家标的企业得分超过7分**（满分为10分），其中**中国海油和新奥股份超过8分**。此外，根据美国《化学与工程新闻》公布的“2024年全球化工企业50强”，共有**9家标的企业入榜**。其中，有5家企业位居前20，分别是**中国石化、中国石油、荣盛石化、万华化学、恒力石化**，排名分别为**2、5、14、16、18**。良好的社会评价不仅增强了品牌形象，也提升了公众的信任度。

# 见微知著，三个维度衡量“长期主义”企业发展实力

图表6：长期主义企业发展表现优异

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	上市日期	营业总收入复 合年增长率 (N:10)	归母净利润复合 年增长率 (N:5)	归母净利润复合 年增长率 (N:10)	区间收益率(年化) [上市首日至 2024/10/15]	区间收益率(年化) [2014/01/01至 2024/10/15]	机构持股比例 合计	Wind ESG综合 得分	2024年全球化 工企业50强排名
601857.SH	中国石油	14,845	2007-11-05	2.92%	24.89%	2.20%	-0.92%	4.38%	97.16%	6.75	5
600028.SH	中国石化	7,485	2001-08-08	1.10%	-0.85%	-1.05%	9.01%	10.40%	94.37%	7.68	2
600938.SH	中国海油	8,708	2022-04-21	-	18.65%	-	62.51%	-	52.60%	8.18	-
601808.SH	中海油服	575	2007-09-28	4.67%	111.74%	-7.70%	1.92%	-2.42%	92.52%	7.33	-
600583.SH	海油工程	240	2002-02-05	4.22%	82.62%	-5.13%	12.15%	-1.64%	72.03%	7.79	-
600968.SH	海油发展	445	2019-06-26	-	23.65%	-	18.38%	-	90.22%	7.52	-
600871.SH	石化油服	300	1995-04-11	-2.91%	32.91%	25.41%	2.17%	-3.55%	83.88%	6.80	-
600339.SH	中油工程	193	2000-12-25	38.66%	-5.03%	63.69%	3.26%	-1.41%	78.55%	6.90	-
600803.SH	新奥股份	602	1994-01-03	40.23%	39.94%	25.90%	12.17%	7.08%	84.75%	8.09	-
605090.SH	九丰能源	170	2021-05-25	-	49.56%	-	4.59%	-	37.16%	6.23	-
600346.SH	恒力石化	1,024	2001-08-20	69.25%	15.75%	90.33%	17.56%	25.63%	71.86%	6.69	18
002493.SZ	荣盛石化	934	2010-11-02	27.18%	-6.35%	17.54%	7.48%	22.19%	71.51%	7.48	14
000301.SZ	东方盛虹	532	2000-05-29	63.53%	-5.77%	8.07%	7.01%	11.34%	74.02%	6.46	22
000703.SZ	恒逸石化	231	1997-03-28	16.04%	-25.30%	0.20%	17.19%	5.75%	67.25%	6.35	40
601233.SH	桐昆股份	287	2011-05-18	14.08%	-17.77%	27.19%	2.66%	11.23%	53.59%	6.21	37
603225.SH	新凤鸣	175	2017-04-18	16.96%	-5.26%	40.42%	-1.33%	-	47.22%	5.63	48
600426.SH	华鲁恒升	494	2002-06-20	12.40%	3.44%	22.00%	19.68%	23.18%	68.35%	7.14	-
600989.SH	宝丰能源	1,188	2019-05-16	21.84%	8.86%	23.92%	10.25%	-	74.00%	6.91	-
002648.SZ	卫星化学	616	2011-12-28	28.74%	38.48%	25.35%	15.29%	13.80%	59.70%	7.45	-
600309.SH	万华化学	2,494	2001-01-05	24.10%	1.56%	19.25%	29.05%	20.05%	71.10%	6.35	16
600486.SH	扬农化工	236	2002-04-25	14.34%	9.82%	15.28%	19.19%	15.12%	69.32%	7.30	-

请务必参阅正文之后的重要声明

穿越周期，追寻长期主义

持续看好高股息资产“三桶油”及高景气油服板块

大炼化行业扩产接近尾声，静待“炼化-化纤”产业链景气复苏

煤价中枢持续下行，持续看好煤化工产业链盈利改善

风险提示

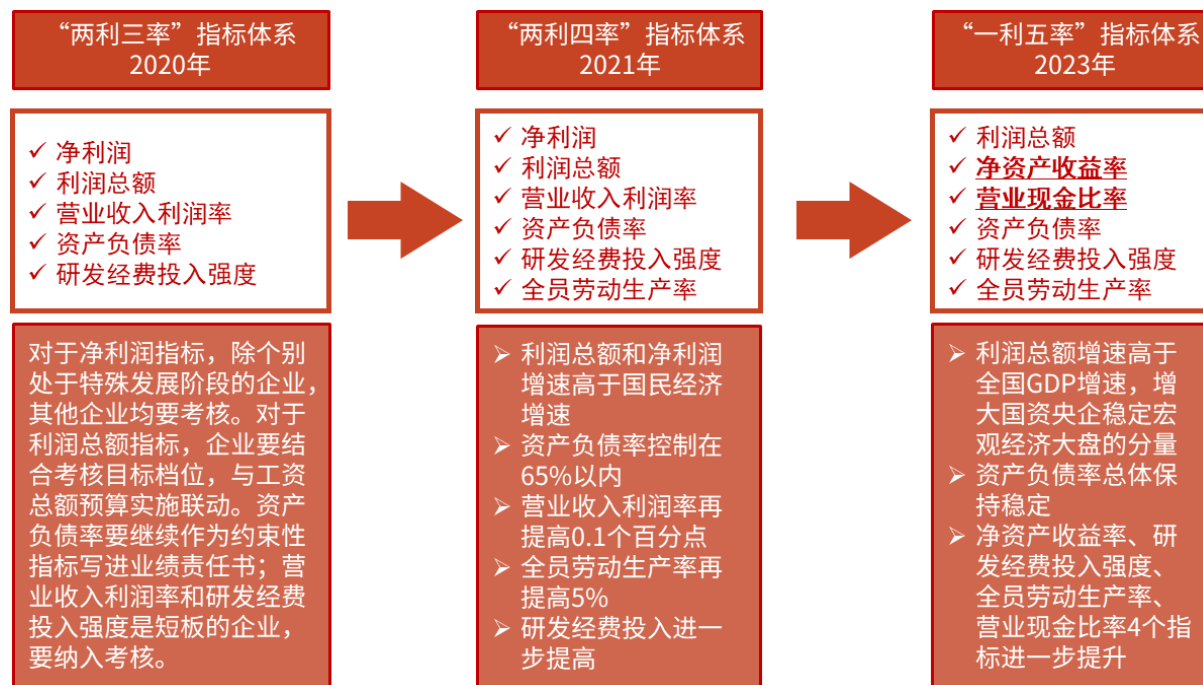
☐ 国资委很早就关注央企的价值管理问题。2024年1月国资委提出市值管理考核，是央国企在深化价值管理工作基础上的一次突破，引入市值管理考核指标后，央国企在资本市场的价值创造能力有望进一步提升。一季度工作会议中，“三桶油”均强调要深入推进提质增效工作。**在国企改革持续深化背景下，“一利五率”纳入考核有望持续提升国有企业盈利质量，市值管理纳入考核指标有望增强央国企回报能力。**

图表7：2021年以来国企价值管理、市值管理相关政策或事件梳理

时间	政策或事件名称	发布方	政策或事件描述
2021-04	《关于做好央企控股上市公司2021年投资者沟通工作有关事项的通知》	国资委	央企要全面梳理上市公司投资者沟通工作情况，指导境内上市公司在2020年年度报告披露后，及时召开业绩说明会，帮助投资者更好了解上市公司情况，并强调“原则上要求上市公司董事长、总经理亲自参加”。上述通知被视为国资委关注国企市值指标的重要表态。
2021-05	《市国资委关于推动提高国有控股上市公司质量的实施意见》	上海市国资委	支持上市公司推进市场化并购重组，推动资源向重点行业、优势企业集中，实现国有资本优化配置。支持上市公司通过资产重组、收购兼并等方式加快产业升级，做优做强，打造一批市场影响力强、受投资者欢迎、具有较大规模市值的行业龙头上市公司。支持并购基金、私募股权投资基金及银行并购贷款等参与上市公司并购重组。支持上市公司加强价值管理。
2022-05	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	国资委	在3年内分类施策、精准发力，推动上市公司内强质地、外塑形象，争做资本市场主业突出、优强发展、治理完善诚信经营的表率。
2022-07	国资委组织召开提高央企控股上市公司质量工作推进会	国资委	各央企要着力构建定位清晰、梯次发展的上市平台格局，着力打造内在价值和市场价值的“双优生”，着力当好央企和资本市场守正创新的“先锋队”；要抓紧编制具体方案。
2022-12	《中央企业综合服务三年行动计划》	上交所	服务推动央企估值回归合理水平。推动央企上市公司主动与投资者沟通交流，提升透明度，组织引导各类投资者走进央企、了解央企、认同央企。
2024-01	国务院新闻办公室举行发布会	国资委	进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。前期，国资委已经推动央企把上市公司的价值实现相关指标纳入到上市公司的绩效评价体系中，在此基础上，将把市值管理成效纳入对中央企业负责人的考核，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。

长期来看，“一利五率”纳入考核，有望持续提升国有企业盈利质量。2023年1月5日，国资委于中央企业负责人会议提出，中央企业考核指标体系由2022年的“两利四率”变为“一利五率”，即“利润总额、资产负债率、营业现金比率、净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率”。考察重点由扩大规模向提升盈利质量转移，新增 ROE 和营业现金比率作为央企考核指标，“一利五率”将原本考核指标中的净利润改为净资产收益率，有利于国企长期盈利质量的提升。

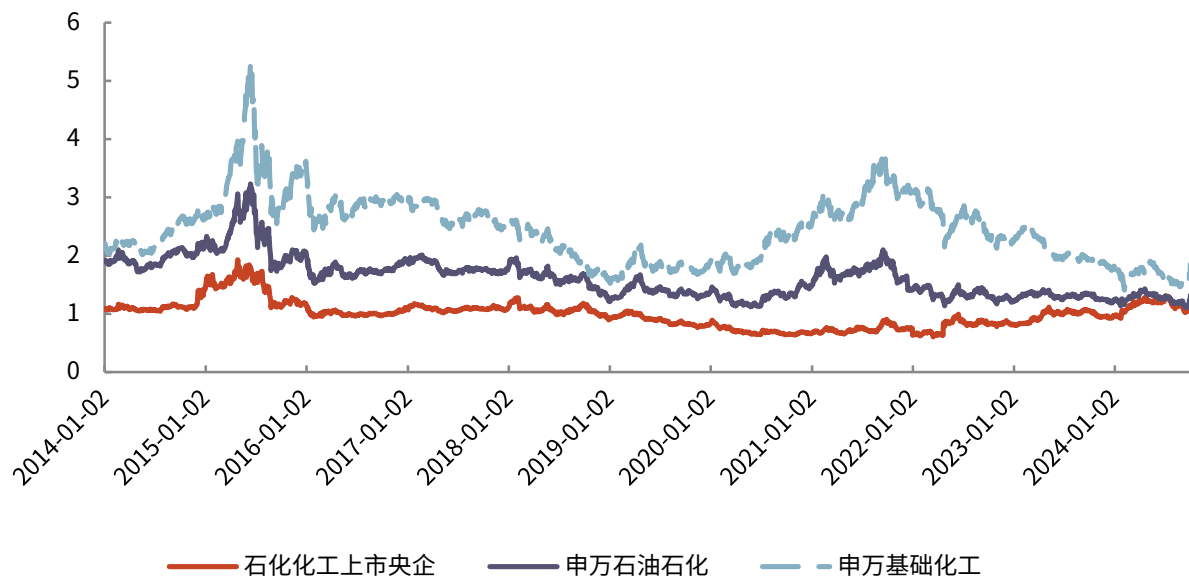
### 图表8：央企考核指标体系的变化



资料来源：人民网，国务院国资委等，光大证券研究所整理

当前石化央企PB估值水平依然较低，估值修复有望持续。从PB估值角度来看，当前国有化工上市企业特别是化工上市央企的估值水平仍处于历史较低位置。自2018年11月下旬开始，石化化工上市央企的整体PB估值（PB-MRQ，下同）基本均低于1.0。2023年以来，随着国企改革逐渐深化，石化化工行业央企估值水平持续修复，截至2024年10月15日，上市央企的整体PB为1.13，和历史估值相比，当前石化化工行业央企PB处于自2014年以来80%的绝对分位水平和40%的相对分位水平，表明当前国有化工上市企业特别是化工上市央企依然具备一定的估值修复空间。

图表9：化工上市央企的PB估值处于历史较低位置

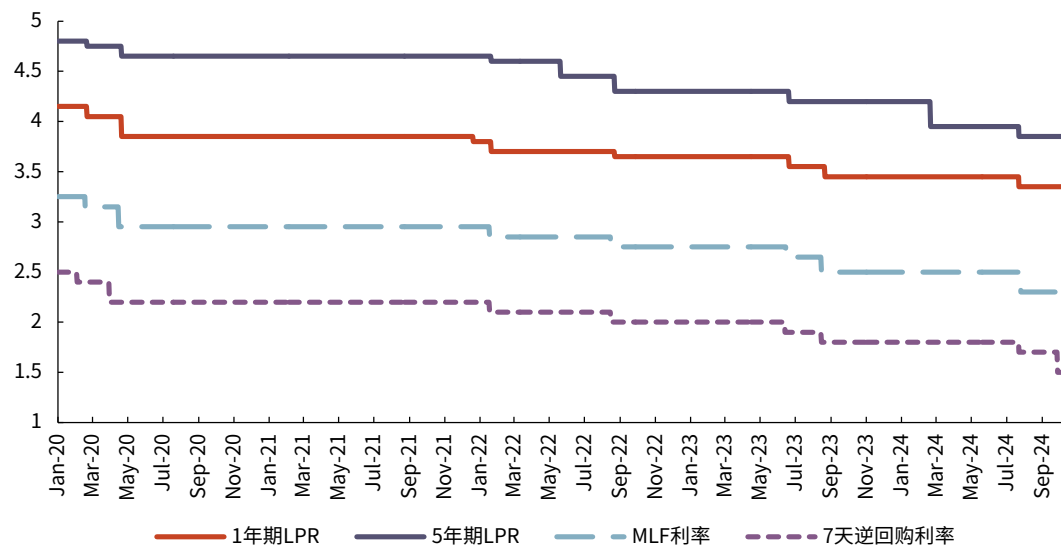


资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至2024-10-15

# 低利率环境有望维持，高股息央企价值凸显

25年低利率环境有望维持，高股息标的持续受关注。2024年10月21日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，1年期LPR为3.1%，5年期以上LPR为3.6%。均较上一期下降0.25个百分点。25年低利率环境有望维持，高股息标的有望受到市场持续关注。

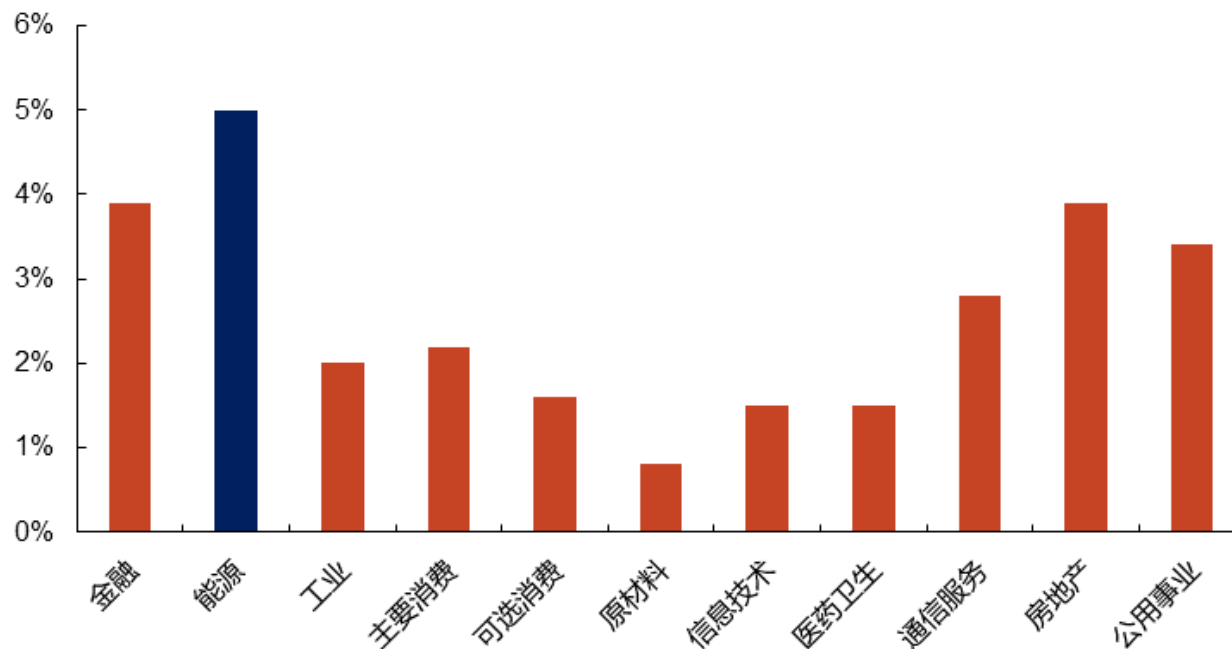
图表10：贷款利率变化（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至2024-10-23

全球来看，2023年能源行业的平均股息率水平为5.0%，为所有行业中最高。以10月15日收盘价计算，中国石油、中国石化、中国海油A股24年预测股息率分别为5.63%、6.06%、4.76%，H股24年预测股息率分别为8.39%、9.20%、7.84%，股息率水平仍具吸引力。此外，H股的中石化炼化工程、昆仑能源等标的亦具备较高股息率。

图表11：2023年全球各行业股息率情况



资料来源：中证指数，Refinitiv，光大证券研究所整理

## 图表12：石油化工行业高股息央企估值、股息率情况

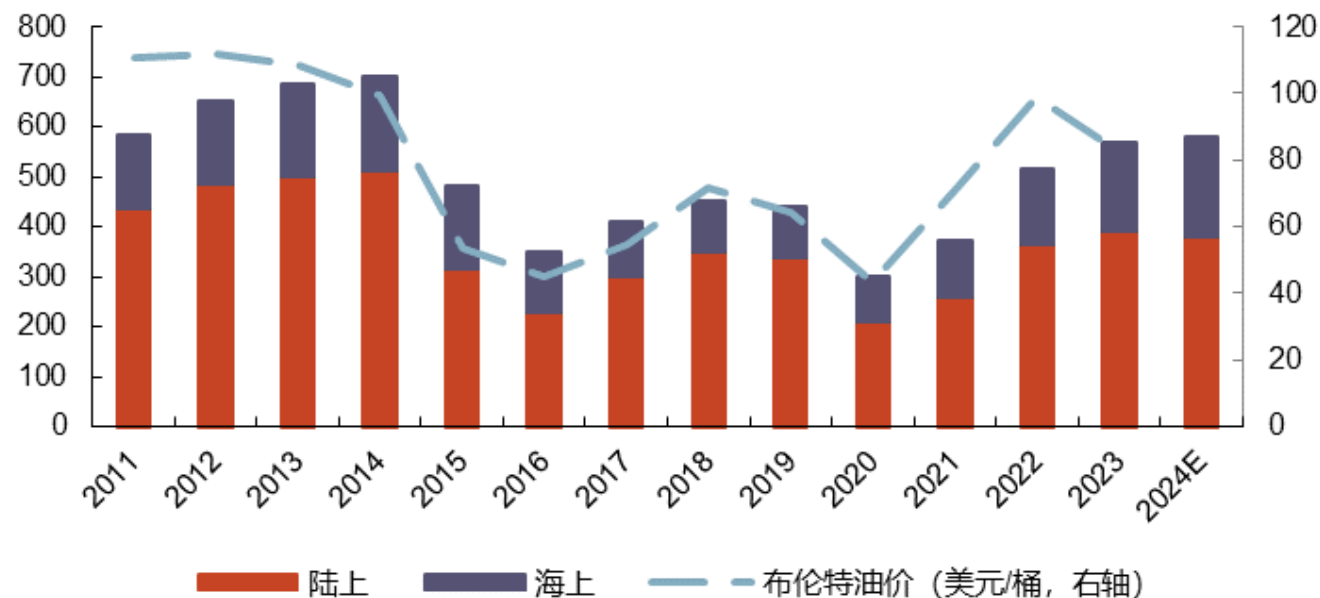
板块	公司名称	股票代码	收盘价 (元/港元, 前复权)	PE-TTM	PB-MRQ	2023年经营现金流 (亿元)	股利分配率 (2023年)	股息率 (2023年, 静态)	股息率 (2024E, 动态)
石化化工	中国石油 (A股)	601857.SH	8.43	9.4	1.04	4566	50%	6.56%	5.63%
	中国石化 (A股)	600028.SH	6.60	13.2	0.97	1615	68%	6.53%	6.06%
	中国海油 (A股)	600938.SH	28.97	9.8	1.91	2097	44%	6.07%	4.76%
	中国石油 (H股)	0857.HK	6.21	6.9	0.76	4566	50%	10.11%	8.39%
	中国石化 (H股)	0386.HK	4.77	9.5	0.70	1615	68%	9.98%	9.20%
	中国海油 (H股)	0883.HK	19.30	6.6	1.28	2097	44%	10.32%	7.84%
	中油工程	600339.SH	3.46	32.4	0.73	30	31%	1.37%	1.36%
	中海油服	601808.SH	15.31	22.4	1.73	131	33%	1.45%	1.69%
	海油工程	600583.SH	5.43	13.1	0.95	51	40%	2.54%	3.26%
	海油发展	600968.SH	4.38	13.2	1.77	77	36%	3.97%	2.98%
	石化油服	600871.SH	1.97	52.3	4.29	56	-	-	-
	中海油服 (H股)	2883.HK	7.35	10.7	0.83	131	33%	2.98%	3.87%
	昆仑能源 (H股)	0135.HK	7.67	10.5	0.95	144	42%	4.19%	4.53%
	中石化炼化工程 (H股)	2386.HK	5.56	9.6	0.72	25	65%	9.28%	6.89%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理 注：股价日期为2024-10-15；23年股息率 = 23年全年每股分红/23年底收盘价；预测股息率 = 24年预测每股收益\*23年全年股息分配率/最新收盘价；预测每股收益来源为Wind一致预期；汇率按1港元 = 0.92757人民币计算

# 23年全球上游资本开支持续回升，海上资本开支大幅增长

2023年，需求担忧、供给限制、地缘政治风险共振，国际油价上半年震荡下行、下半年先涨后跌，全年布伦特原油均价为82.17美元/桶，同比-17%，仍维持相对高位。全球上游资本开支在2022年高基数的基础上仍保持一定增长，全年上游勘探开发投资为5687亿美元，同比增长10.6%，其中海上资本开支为1770亿美元，同比增长19.7%，海上资本开支增速较快。油气勘探开发投资力度不断加大，油田服务市场持续复苏。

图表13：全球油气勘探开发投资（十亿美元）

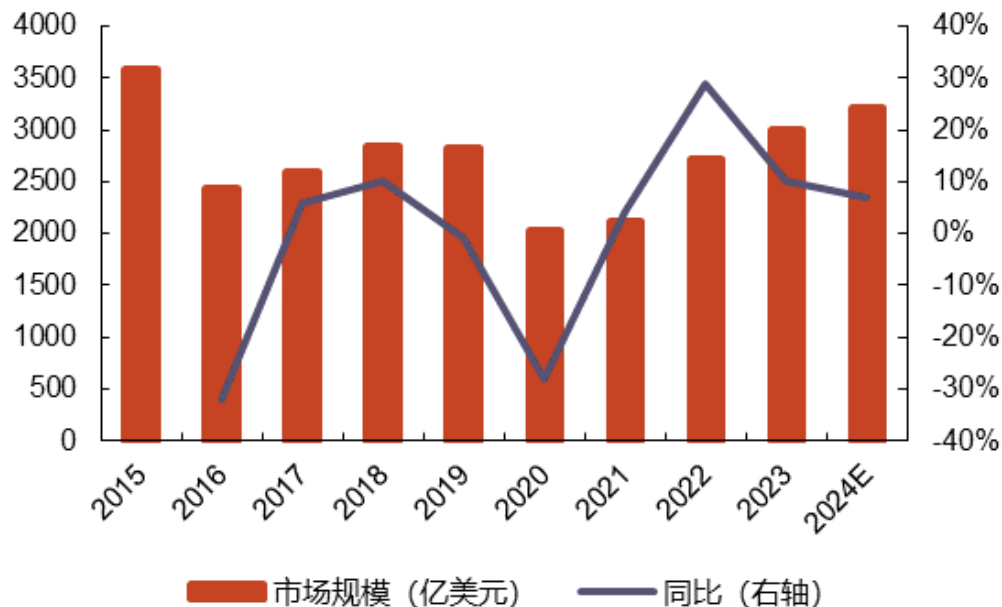


资料来源：Wind，中石油经研院，S&P Global预测，光大证券研究所整理

# 资本开支提升助力油服景气高企，市场规模稳步上行

根据中石油经研院，2023年全球油气工程技术服务市场规模增长至2995亿美元，增幅为10%。若考虑整个能源服务市场，Rystad Energy预计在传统能源投资和新能源投资同时增长的背景下，全球能源服务市场规模将在2025年升至1万亿美元的峰值，并在此后数年保持在高水平。

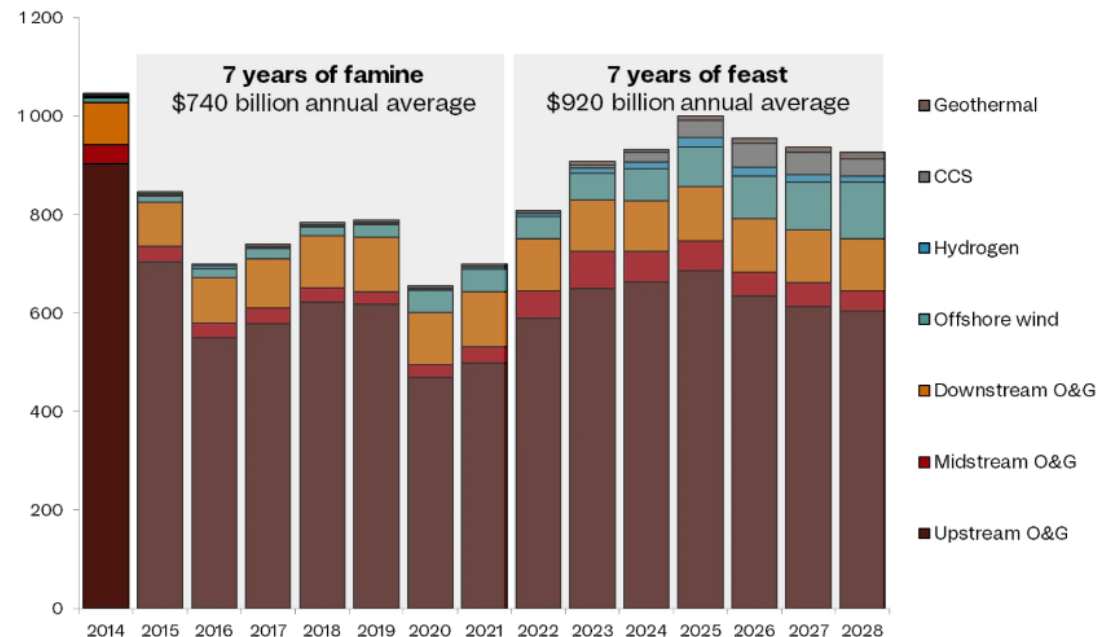
图表14：全球油气工程技术服务市场规模（亿美元）



资料来源：中石油经研院，Spears & Associates预测，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

图表15：全球能源服务市场规模预测（十亿美元）

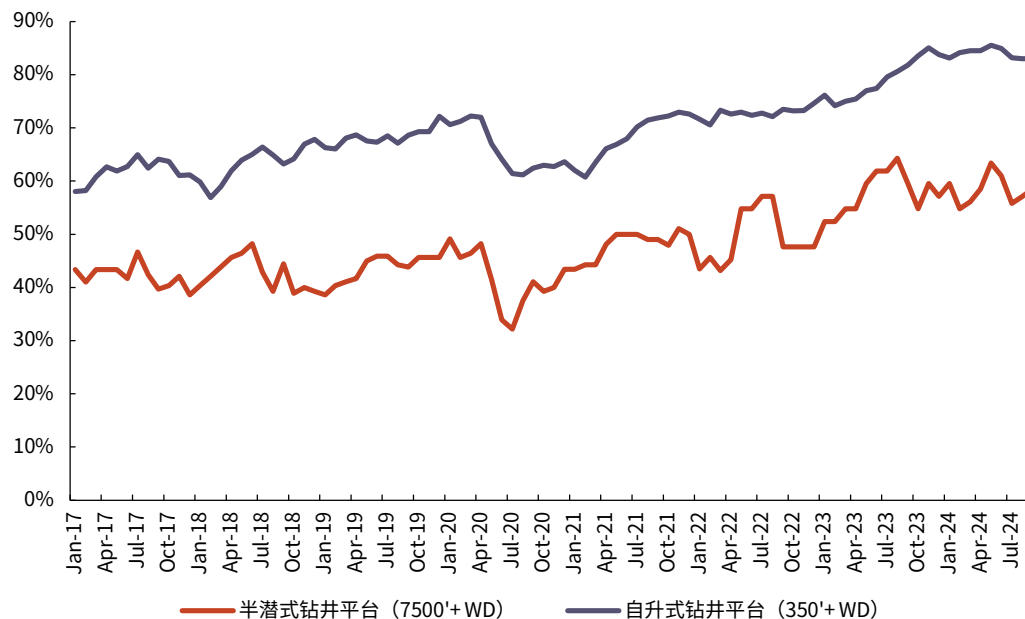


资料来源：Rystad Energy统计及预测，23-28年为预测值

# 2021年以来海上钻井平台使用率整体稳中有升

2016至2021年，油服行业经历了一轮景气度下行周期，设备利用率下降；18-19年上游行业对未来油价的高预期提振了设备利用率。但20年的低油价使设备利用率跌至历史低位。21年至今，随着油价中枢整体上行，海上钻井平台的利用率上行，但截至24年9月半潜式平台的使用率仅为59%。随着上游资本开支的增加逐渐传导到油服行业，我们预计25年设备利用率有望延续上升势头；随着前期深水油气发现逐渐转化为投产项目，我们预计半潜式平台的使用率有望回升。

图表16：全球海上钻井平台使用率

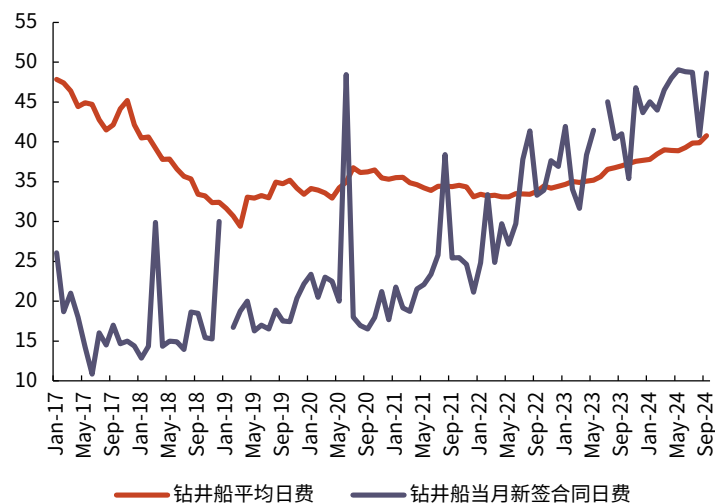


资料来源：彭博，光大证券研究所整理 数据截至2024-09

# 22年至今钻井平台新签合同日费率维持大幅上行趋势

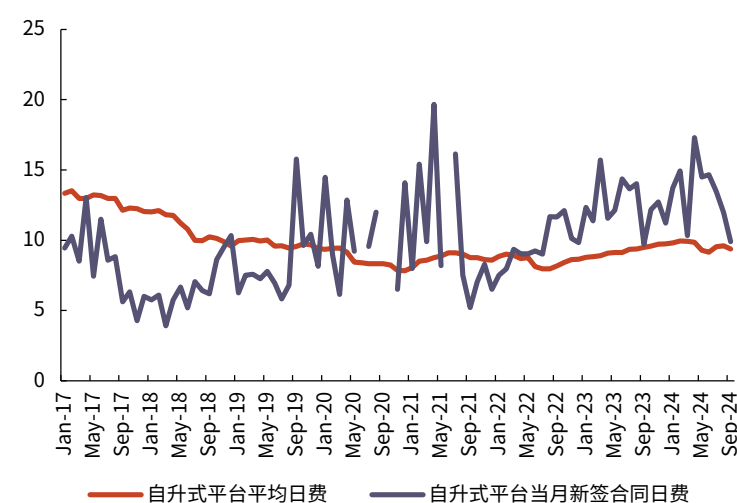
钻井平台日费方面，我们观察到22年以来平均日费和新增合同日费呈分化态势，钻井船、自升式平台、半潜式平台的平均日费整体上呈稳定态势，但新签合同日费自22年至今维持大幅上行趋势。原因应为钻井平台旧有合同仍在执行，前期低价合同拉低平均日费。随着前期低价合同逐渐执行完毕，22-23年的高价合同将成为市场主导，25年钻井平均日费有望上行，从而提高整个海上钻井行业的盈利能力。

图表17：全球钻井船（7500'+ WD）日费率（万美元/日）



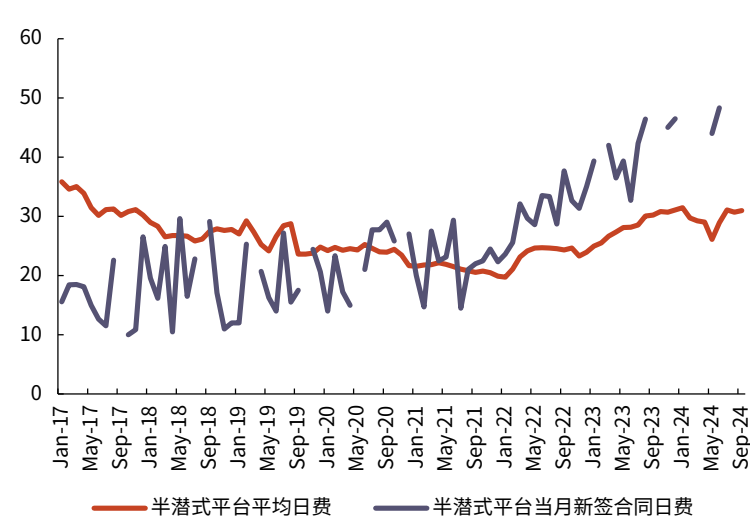
资料来源：彭博，光大证券研究所整理 数据截至2024-09

图表18：全球自升式钻井平台（IC, 350'+ WD）日费率（万美元/日）



资料来源：彭博，光大证券研究所整理 数据截至2024-09

图表19：全球半潜式钻井平台（7500'+ WD）日费率（万美元/日）



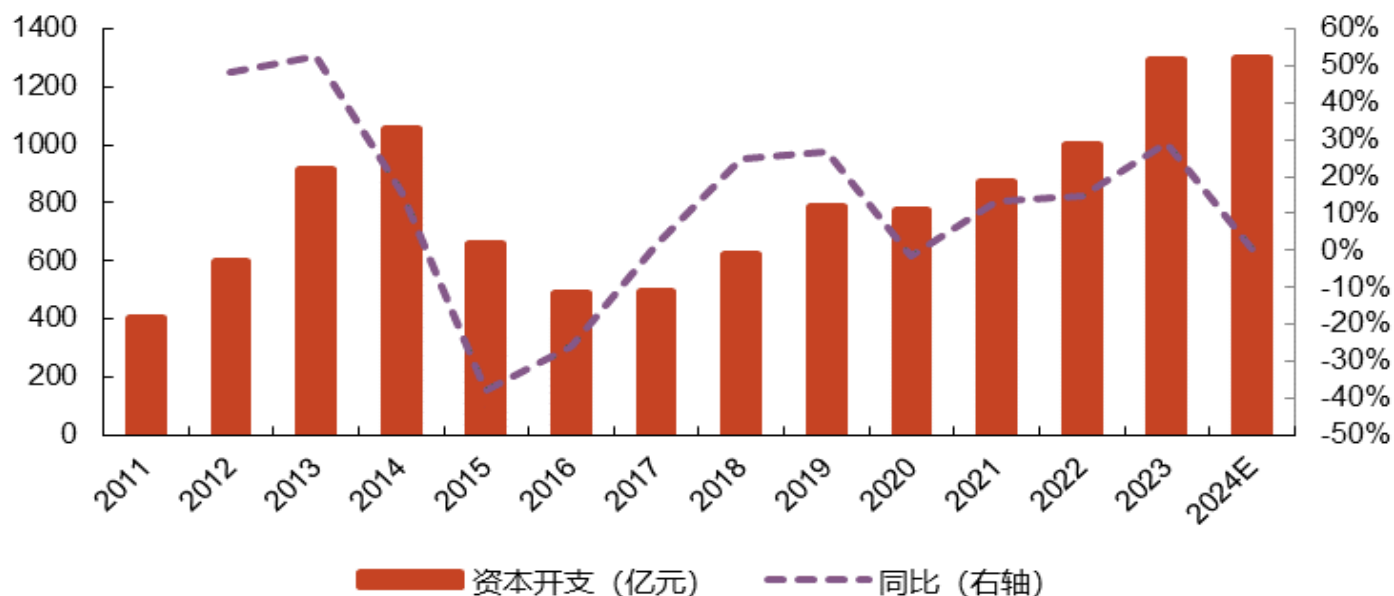
资料来源：彭博，光大证券研究所整理 数据截至2024-09

请务必参阅正文之后的重要声明

# 中国海油加大资本开支投入，助推“增储上产”再上新台阶

中国海油坚持勘探开发一体化，加快储产转化步伐，2023年完成资本支出1296亿元，同比+27.5%，其中增量以开发资本支出为主，2023年勘探、开发资本支出分别同比-3.4%、+35.3%。2023年多个重点项目于年内成功投产，超过40个项目处于建设当中。2023年公司获得并评价多个大型油气田发现，领域性勘探取得战略突破。在中国，成功评价渤中26-6和开平南等亿吨级大油田，并探获首个陆上深煤层千亿方大气田。在海外，圭亚那项目再获亿吨级油田。2024年，中国海油资本开支预算总额为1250-1350亿元，相较2023年的高基数仍有一定幅度的增长，其中，勘探、开发和生产资本化支出预计分别占资本支出预算总额的约16%、63%和19%。

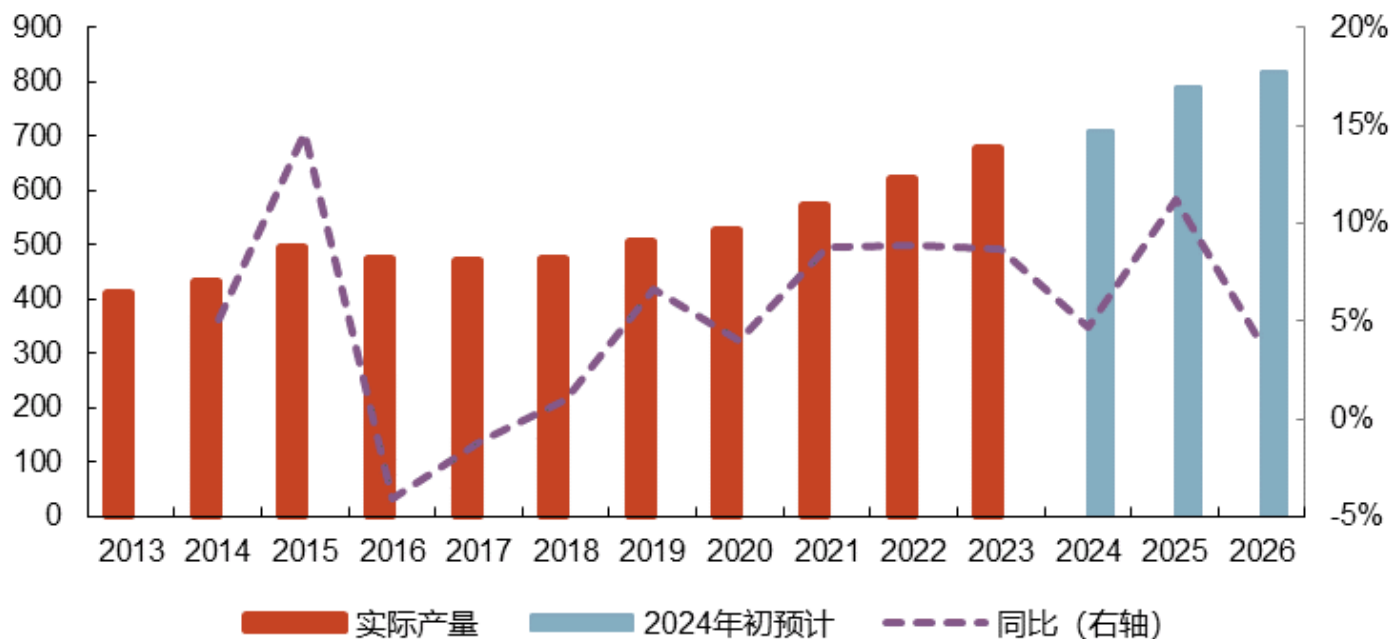
图表20：中国海油资本开支及计划（资本开支单位：亿元）



# 中国海油产量再创历史新高，2024年产量增速预计为4.7%

公司持续加快上产步伐，2023年实现油气总产量678百万桶油当量，同比+8.7%，连续五年刷新纪录。公司将2024、2025年产量目标分别定为700-720、780-800百万桶油当量，2024、2025年度产量中枢增速分别为4.7%、11.3%。2024年，预计公司国内、海外产量占比分别为69%、31%。公司2026年的产量目标为810-830百万桶油当量。公司坚持增储上产，将聚焦寻找大中型油气田，持续夯实增储上产资源基础，坚持稳油增气、向气倾斜，稳定渤海，加快南海，拓展东海，探索黄海，做强海外，持续推动公司油气产量保持增长。

图表21：中国海油油气净产量及计划（产量单位：百万桶油当量）



中国石化集团与“一带一路”沿线国家在油气资源投资、炼化仓储投资、石油工程技术服务、炼化工程技术服务、油气化工品及设备材料贸易等领域开展合作，形成了利长远、惠民众、可持续的合作模式。截至2023年10月，中国石化在“一带一路”共建国家执行油气勘探开发项目31个，执行石油工程项目合同314个，执行炼化工程项目113个，每年从“一带一路”共建国家进口原油1.8亿吨，开展成品油贸易2000多万吨、LNG贸易近700万吨，推动共建“一带一路”高质量发展取得新成效。

图表22：中国石化集团在“一带一路”沿线国家建设项目及部分成果



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

# 中国石化集团深度参与“一带一路”建设

开展炼化工程技术合作，打造代表性工程项目。中国石化坚持战略引领、积极布局，持续深耕“一带一路”沿线国别市场，承揽了一系列大型炼油化工项目，以优异的项目管理水平、工程质量和履约能力得到了境外业主和国际合作伙伴的高度评价。中国石化打造了沙特延布炼厂、科威特阿祖尔炼油厂项目、哈萨克斯坦阿特劳炼油厂石油深加工项目、马来西亚RAPID炼油项目等一批精品项目。

**图表23：中国石化集团在“一带一路”沿线国家建设项目及部分成果**

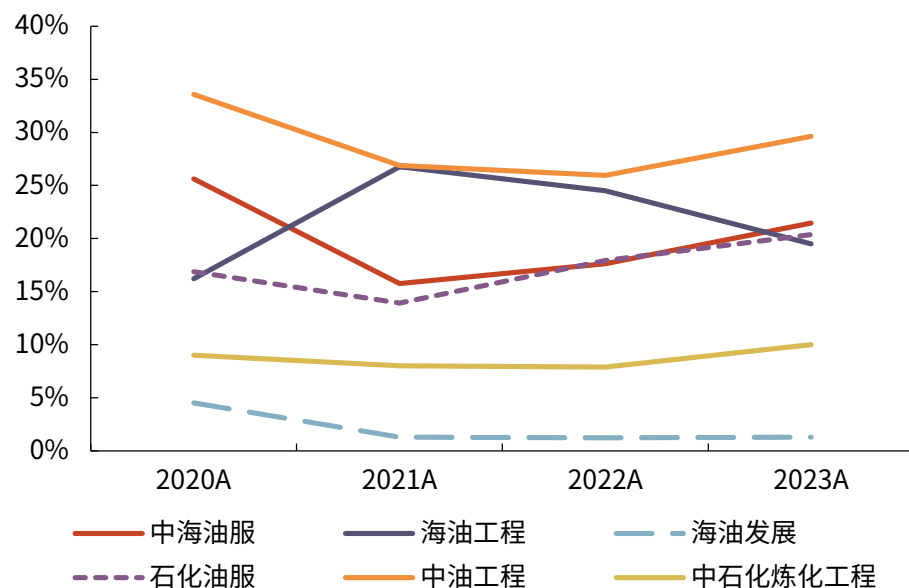
项目名称	时间	参与形式	项目介绍
延布炼厂	2012	中国石化集团参股37.5% 中石化炼化工程参与建设	该项目是中国石化首个投资并参与建设的海外炼化项目，也是中国在沙特最大的投资项目，年加工能力达 2000万吨原油，于 2015年1月正式投产。除受极端因素影响外，2015年以来装置一直维持满负荷运行，最大加工能力提高到43万桶/天，截至2021年累计加工原油1.34亿吨，生产汽 中石化炼化工程参与建设油2952万吨、柴油7995万吨。装置开工率、操作完好率等指标在所罗门绩效评价中，位于中东 欧洲和亚太三大地区第一群组。延布炼厂是世界上单系列规模最大的生产超低硫成品油的工厂之一，对助力沙特经济转型升级起到重要作用。
科威特阿祖尔炼厂主装置	2015	中石化炼化工程参与建设	总投资139亿美元，主要生产汽油、柴油、煤油等，油品质量达到欧5标准，年加工能力3150万吨。该项目作为科威特“2035国家愿景”的重点战略工程项目，为全球市场提供高附加值、高品质的清洁燃料，对推动科威特实现国家能源合作和经济转型具有标志性意义。
阿特劳炼油厂原油深加工项目	2012	中石化炼化工程参与建设	该项目是哈萨克斯坦政府“2010~2014年工业战略发展规划”和“石油炼化厂综合发展六年规划”国家重点工程之一，项目合同金额16.8亿美元，建设内容包括243万吨/年催化裂化、128万吨/年汽油加氢，柴油加氢、异构化、制氢等生产装置及配套系统，催化裂化等技术采用法国AXENS专利，合同工期为41个月。
马来西亚RAPID炼油项目	2014	中石化炼化工程参与建设	马来西亚国家石油公司投资的超大型炼油和化工一体化项目，项目整体投资达270亿美元，原油加工能力为1500万吨/年。该项目的执行是中国石化在响应国家“一带一路”倡议结出的又一重大成果，对深化中马友谊、加强中马双方长期能源合作、打造中国炼化工程技术国家新名片，助力两国经济社会发展具有重要意义。
新加坡中国石化海外润滑油工厂	2013	中国石化润滑油公司建设并运营	设计润滑油、脂年产能10万吨。公司生产经营5类润滑油脂产品，产品品类分别为液压油、齿轮油、内燃机油、船用油、润滑脂等。拥有3套润滑油调和装置、7条润滑油灌装线，4套润滑脂炼制设备、6条润滑脂灌装线，润滑油产品出口 80 余个国家和地区，服务当地的汽车、运输、矿业冶金、电力、加工等行业。

# 油服企业加强海外市场开拓，海外订单增长前景可期

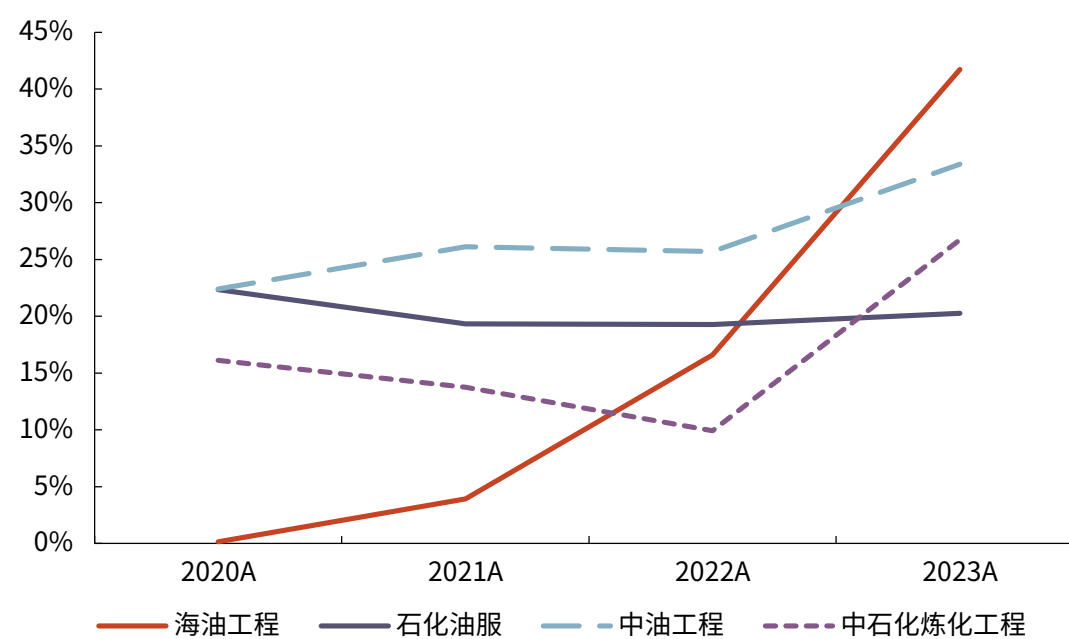
从历史收入占比情况来看，除海油发展外，“三桶油”下属油服企业中大多数企业海外业务收入占比在15-20%左右，海外业务对“三桶油”下属油服企业至关重要。2023年，随着“一带一路”倡议持续推进，“三桶油”加强海外布局，下属油服企业随之受益，海外收入占比有较明显的提升。

从新签合同来看，2023年中油工程、海油工程海外新签合同均大幅增长，中海油服、海油工程、石化油服、中油工程均自愿披露海外重要合同情况，包括中海油服墨西哥技术服务合同、海油工程卡塔尔总承包合同等，标志着“三桶油”下属油服企业的合同承包能力持续得到海外业主认可，海外市场拓展能力进一步增强。我们看好在“一带一路”和海外油服市场景气的背景下，“三桶油”下属油服企业海外业务的持续景气。

### 图表24：“三桶油”下属油服企业海外收入占比



### 图表25：“三桶油”下属油服企业海外新签合同占比



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：wind，光大证券研究所整理

30 资料来源：wind，光大证券研究所整理

历史上中石化炼化工程大规模参与中东炼化项目，包括延布炼厂项目、沙特Fadhili天然气处理项目等，其中2020年公司发挥在中东长期经营形成的渠道和资源的优势，新签合同金额58亿元，实现强劲增长，此外，中石化炼化工程加强与“一带一路”沿线国家石油公司的合作，参与了马来西亚RAPID炼油厂、哈萨克斯坦阿特劳炼油厂等国家石油公司控股项目的建设。2020-2023年，中石化炼化工程海外代表性合同聚焦“一带一路”沿线，在沙特、俄罗斯、东南亚、阿尔及利亚获取大量高价值合同。

图表26：2020-2023年中石化炼化工程海外代表性新签合同

时间	项目名称	业主方	金额 (亿元)
	中东合计		58
2020	阿穆尔AGCC聚烯烃项目EPSS合同	西布尔公司	16.51
	泰国清洁油品项目施工合同	泰国石油	4.7
	恒逸（文莱）PMB石油化工二期项目工程设计、咨询服务	恒逸石化	3.68
2021	俄罗斯阿穆尔AGCC项目乙烯装置施工项目	西布尔公司	9.42亿美元
	乌兹别克斯坦天然气化工综合体MTO装置		
	马来西亚三聚氰胺前期设计		
	智利FMTG专用设备出口项目		
2022	阿尔及利亚国家石油公司LNG储罐项目和MTBE项目	阿尔及利亚国家石油公司	4.97亿美元
	沙特阿美和沙比克系列工程服务合同	沙特阿美	
	乌兹别克斯坦MTO项目设计采购及设备制造		
2023	沙特Riyas项目	沙特阿美	11.73亿美元
	沙特AMIRAL项目	沙特阿美	7.27亿美元
	沙特NEOM新城风电吊装工程合同		0.48亿美元

请务必参阅正文之后的重要声明 资料来源：中石化炼化工程公司公告，光大证券研究所整理

展望25年，低利率环境有望维持，高股息标的有望受到市场持续关注。此外，国企改革持续深化，能源安全战略推进：“三桶油”积极响应“一带一路”倡议，海外业务布局逐步深化，下属油服及工程公司借助母公司平台优势，把握行业发展新机遇，有望取得海外业务发展的持续突破和盈利能力的持续提升。**建议关注：（1）中国石油及其下属中油工程；（2）中国石化及其下属石化油服、中石化炼化工程；（3）中国海油及其下属中海油服、海油工程、海油发展；（4）天然气产业链的新奥股份、九丰能源、昆仑能源。**

**风险分析：**上游资本开支增速不及预期，原油和天然气价格大幅波动。

穿越周期，追寻长期主义

持续看好高股息资产“三桶油”及高景气油服板块

**大炼化行业扩产接近尾声，静待“炼化-化纤”产业链景气复苏**

煤价中枢持续下行，持续看好煤化工产业链盈利改善

风险提示

# 炼化扩能接近尾声，炼油红线约束下行业供需有望改善

《2024—2025年节能降碳行动方案》要求全面淘汰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。在供给侧发展受限的环境下，后续大幅新增炼化产能有限，现有的项目储备将成为我国炼化产能扩增的尾声，炼油供给端有望向好。

图表27：2024年以后我国在建或规划大型炼化一体化项目

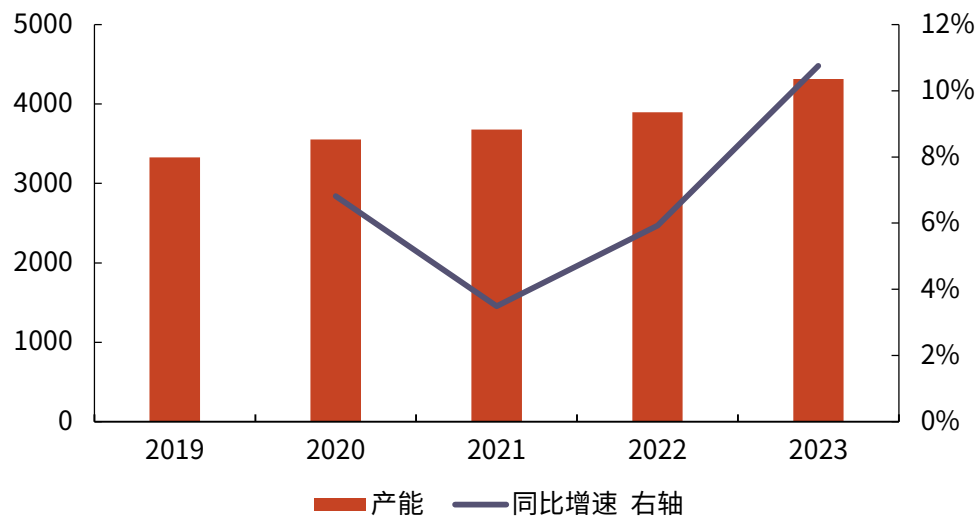
公司名称	项目名称	炼油规模 (万吨/年)	预计投产时间
中国石化	镇海炼化二期炼化一体化项目	1100	2024
	古雷炼化二期炼化一体化项目	1600	2025
中国石油	大连石化搬迁项目	1000	2024
中国海油	大榭石化炼化一体化项目升级改扩建	600	2024
华锦集团	华锦阿美炼化一体化项目	1500	2025
山能集团（控股）	裕龙岛炼化一体化项目（一期）	2000	2024
合计		7800	

资料来源：中石化新闻网等，光大证券研究所整理

# 23年产能投放迎来高峰，涤纶长丝行业集中度持续提升

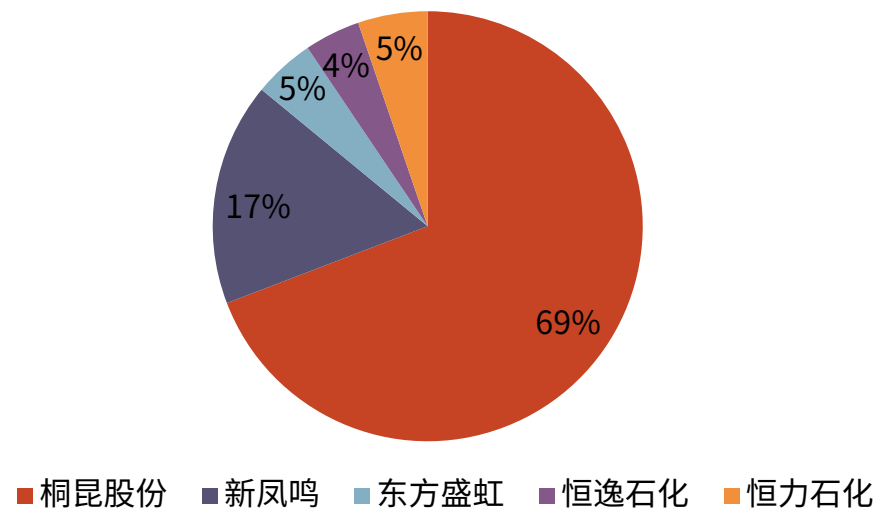
23年涤纶长丝投产迎来高峰，扩产集中于龙头企业。2019-2021年中国涤纶长丝的整体供给维持平稳上行趋势，2022年地缘政治等因素影响全球经济，下半年涤纶长丝原计划投产装置，多延后至2023年上半年，致2023年成为国内涤纶长丝投产高峰时期。2023年全年涤纶长丝行业产能**4316万吨**，同比增加**11%**。23年涤纶长丝新增产能**477万吨**，其中桐昆股份新增产能最大，达到**330万吨**，贡献23年新增产能的**69%**。随着龙头企业持续扩产，涤纶长丝行业集中度不断提升。

图表28：涤纶长丝产能（万吨）



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理

图表29：2023年涤纶长丝新增产能分布



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理

# 龙头企业联合减产，24年产能增速减缓显著

龙头企业联合减产叠加锅炉改造，24年涤纶长丝供给端趋紧。据CCF及百川盈孚，考虑到上下游健康发展，在萧山主流聚酯工厂已经停产降负的基础上，桐昆及江苏主流聚酯工厂（新凤鸣、东方盛虹等）于5月13日起追加减产**10%**，其中涉及到减产产能分别为桐昆股份**1310万吨**、新凤鸣**730万吨**、东方盛虹**310万吨**，合计**2350万吨**产能，预计减产**235万吨**。此外由于锅炉改造，荣盛石化、恒逸石化相关产能停车改造，涉及产能包括荣盛石化**80万吨**、恒逸石化**48万吨**，合计**128万吨**。本次龙头企业联合减产及锅炉改造对涤纶长丝行业影响总产能合计**363万吨**，约占行业总产能的**8.4%**，考虑到龙头企业开工率偏高，中小企业开工率偏低，因此对涤纶长丝行业产量影响占比预计超过**8%**。此外，24年6月末，桐昆股份、新凤鸣等追加部分减产。

图表30：龙头企业联合减产和停产改造情况

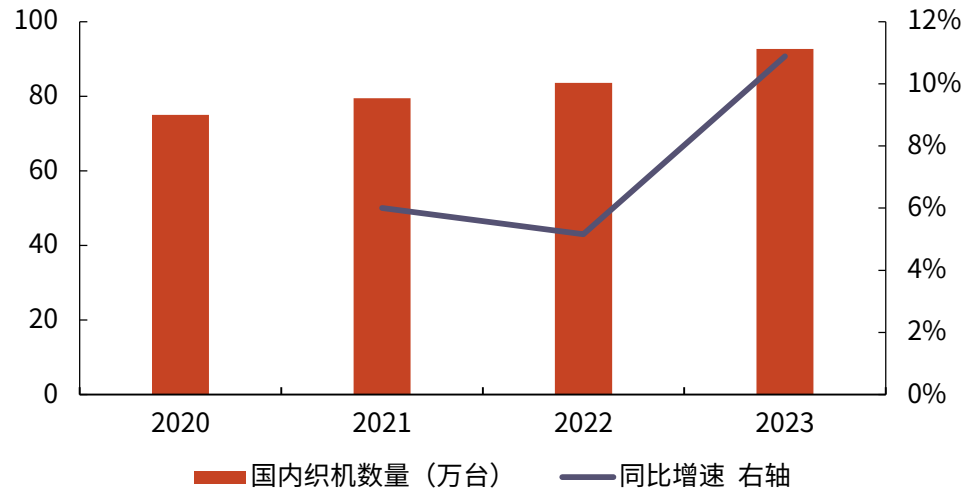
企业名称	事件	停产或减产产能（万吨）
桐昆股份	联合减产10%	131
新凤鸣		73
东方盛虹		31
荣盛石化	因锅炉改造进行停产	80
恒逸石化		48
合计	\	363

资料来源：百川盈孚，中国化纤信息网，光大证券研究所整理 注：数据截至2024年5月末

# 国内需求复苏叠加海外去库，涤纶长丝需求逐渐回暖

国内纺服需求明显改善，下游织造维持高景气。随着内需带动作用渐强，行业产销衔接、经济循环状况持续好转。在国家一系列稳增长政策支撑下，我国纺织服装内需保持较好势头，内销市场持续回暖，有效增强纺织企业发展预期及信心。截至2023年年底，我国长丝织造行业织机规模达到**92.7万台**，同比增长**11%**，其中喷水织机达到**85.5万台**，占比高达**92%**。截至2024年10月17日，江浙地区织机开工率为**68.7%**，相比于23年同期提升**2.7pct**。伴随国内纺服织造高景气运行，将对涤纶长丝需求起到有效提振作用。

### 图表31：国内织机数量



资料来源：中国长丝织造协会，光大证券研究所整理

### 图表32：江浙地区织机开工率

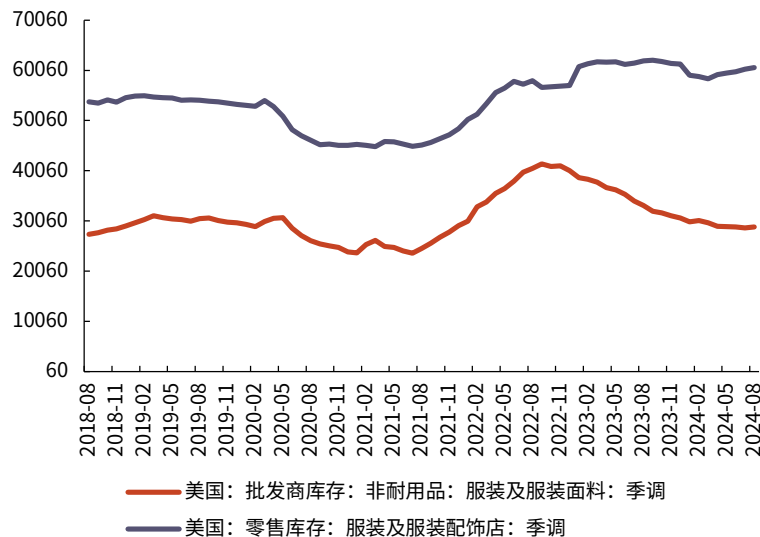


资料来源：iFind，光大证券研究所整理，数据截至2024.10.17

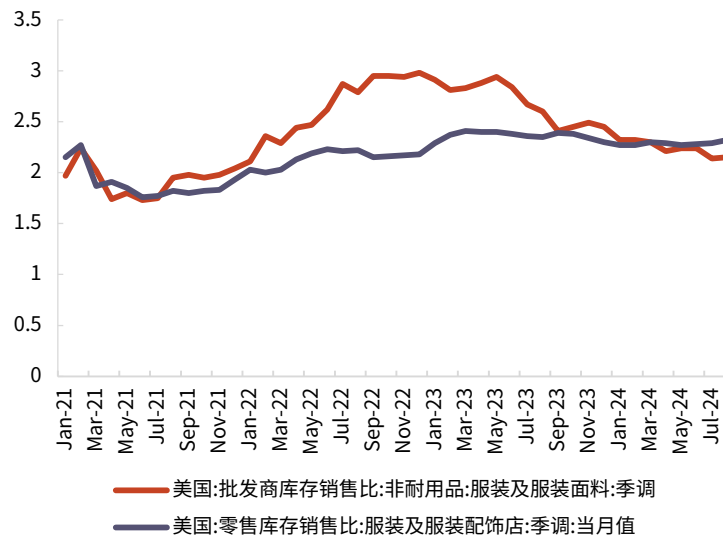
# 国内需求复苏叠加海外去库，涤纶长丝需求逐渐回暖

海外去库接近尾声，纺服出口有望上行。海外库存方面，截至2024年8月，美国服装及服装面料的批发商库存下降至**289亿美元**，较23年12月下滑**6%**；美国服装及服装面料批发商库存销售比为**2.15**，较22年高点显著下滑。海外出口方面，2024年1-8月，国内纺织服装出口交货值累计**1859亿元**，累计同比**+4%**。伴随海外纺织服装去库周期结束，预计2025年行业依然有较强补库需求，海外需求逐步回暖，利好于纺织服装出口。

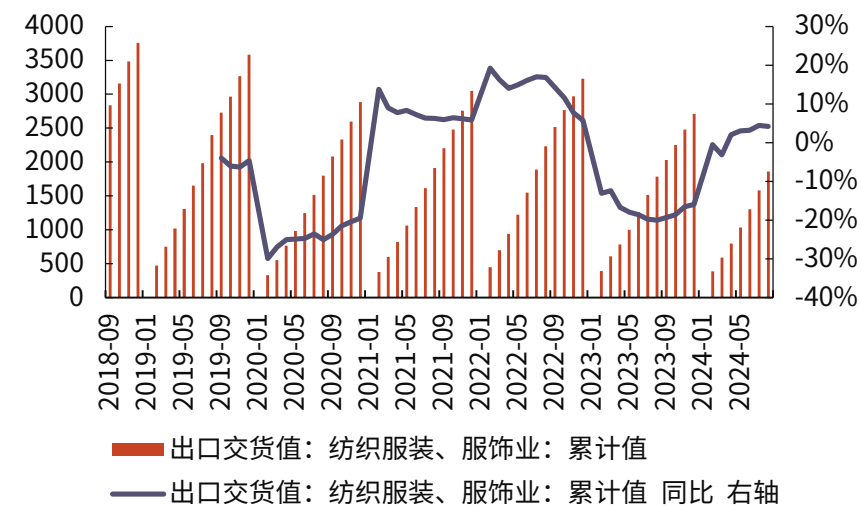
图表33：美国服装批发&零售库存（百万美元）



图表34：美国服装批发商和零售库存销售比



图表35：出口交货值：纺织服装、服饰业：累计值（亿元）



资料来源：ifind，光大证券研究所整理，数据截至2024.08

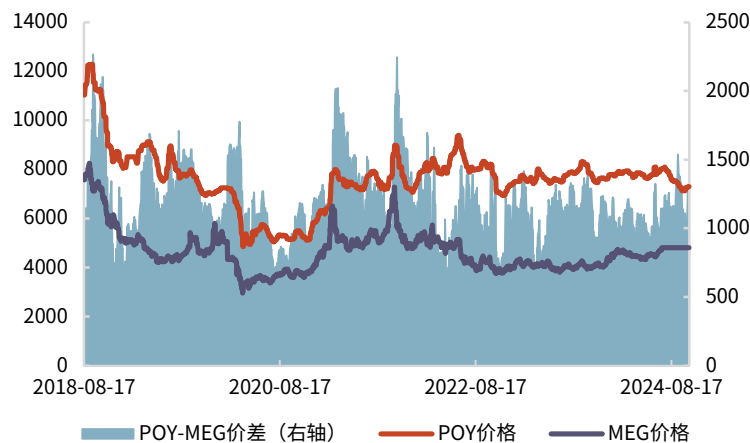
资料来源：iFind，光大证券研究所整理，数据截至2024.08

资料来源：iFind，光大证券研究所整理，数据截至2024.08

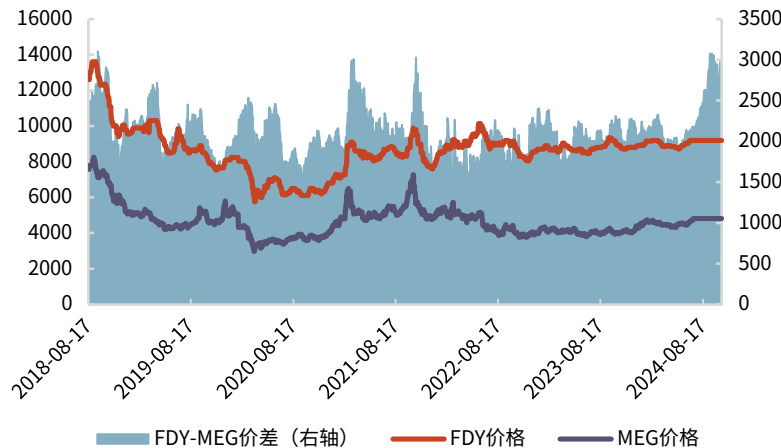
# 供需格局改善，看好长丝价差不断修复

供需格局持续改善，涤纶长丝价差有望上行。随着龙头企业执行联合减产，涤纶长丝行业供需格局有望进一步改善，为龙头企业提价提供有力支撑，我们看好25年涤纶长丝行业景气度持续修复。截至2024年10月22日，涤纶长丝POY、FDY、DTY价差分别为1281元/吨、2961元/吨、2671元/吨，相较于2024年5月31日，分别+348元/吨、+1030元/吨、+535元/吨。

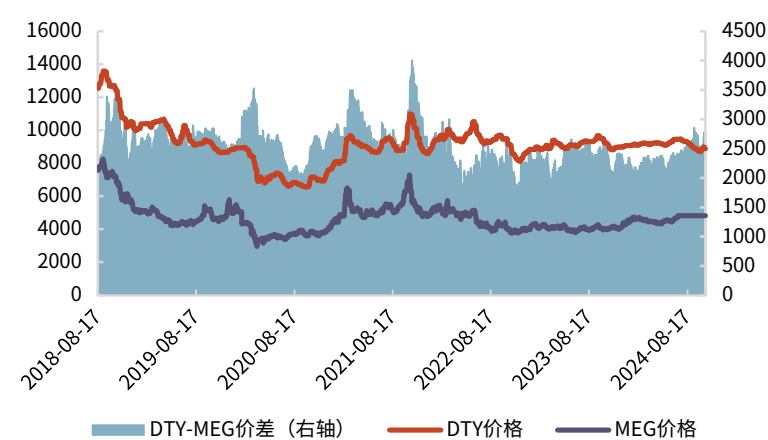
图表36：涤纶长丝POY价格及价差走势  
(元/吨)



图表37：涤纶长丝FDY价格及价差走势  
(元/吨)



图表38：涤纶长丝DTY价格及价差走势  
(元/吨)



资料来源：iFind，光大证券研究所整理，数据截至2024.10.22

资料来源：iFind，光大证券研究所整理，数据截至2024.10.22

资料来源：iFind，光大证券研究所整理，数据截至2024.10.22

在供给侧发展受限的环境下，后续大炼化新增产能有限，现有的项目储备将成为我国炼化产能扩增的尾声，炼油供给端有望向好。涤纶长丝环节，龙头企业联合减产提价，涤纶长丝盈利有望显著改善。建议关注如下标的：**恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。**

**风险分析：**油价大幅波动，项目产能建设不及预期，下游需求恢复不及预期。

穿越周期，追寻长期主义

持续看好高股息资产“三桶油”及高景气油服板块

大炼化行业扩产接近尾声，静待“炼化-化纤”产业链景气复苏

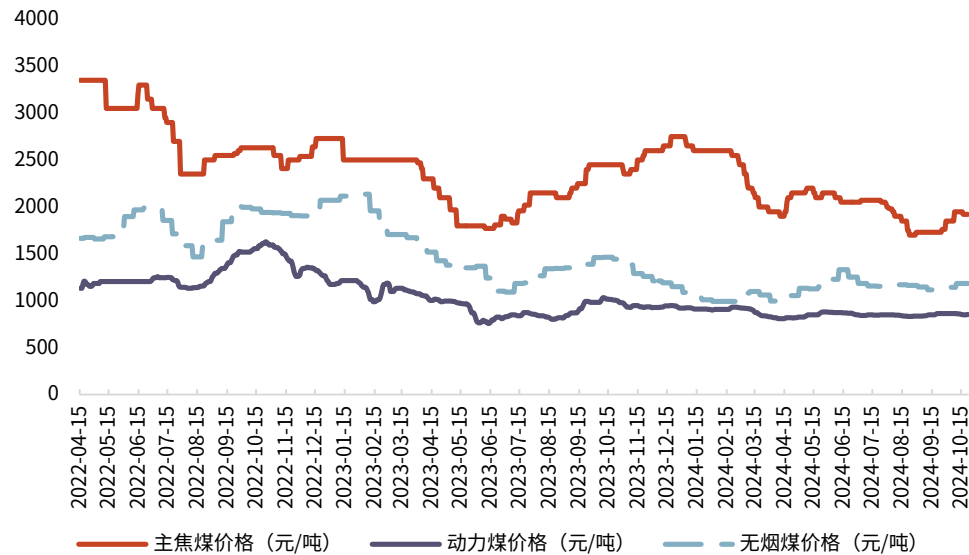
**煤价中枢持续下行，持续看好煤化工产业链盈利改善**

风险提示

# 24年以来煤价中枢下行，煤化工产业链盈利能力改善

2024年，煤炭供需逐渐宽松，主要品种煤炭价格有所回落。截至2024年10月22日，国内主焦煤、动力煤、无烟煤均价分别为**2118元/吨**、**865元/吨**、**1117元/吨**，较23年均价分别-7.5%、-9.5%、-23.9%。此外，24年7月以来煤炭库存去化，2024年10月18日当周北方港、曹妃甸、长江口煤炭库存分别在**2414万吨**、**495万吨**、**625万吨**，较6月末库存分别变动-11%、+1%、-23%。我们认为在保供政策持续发力的背景下，煤炭供给仍将在高位运行，中长期煤价中枢仍将下行，成本端有望对煤化工利润持续支撑。

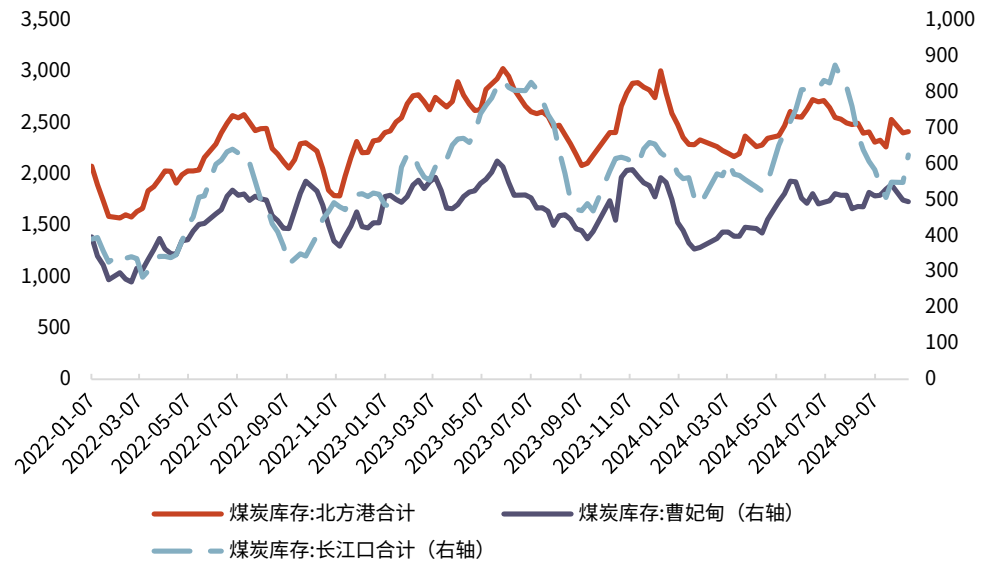
### 图表39：24年以来煤价中枢持续下行



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理，数据截至2024-10-22

请务必参阅正文之后的重要声明

### 图表40：24年7月以来煤炭库存去化（万吨）

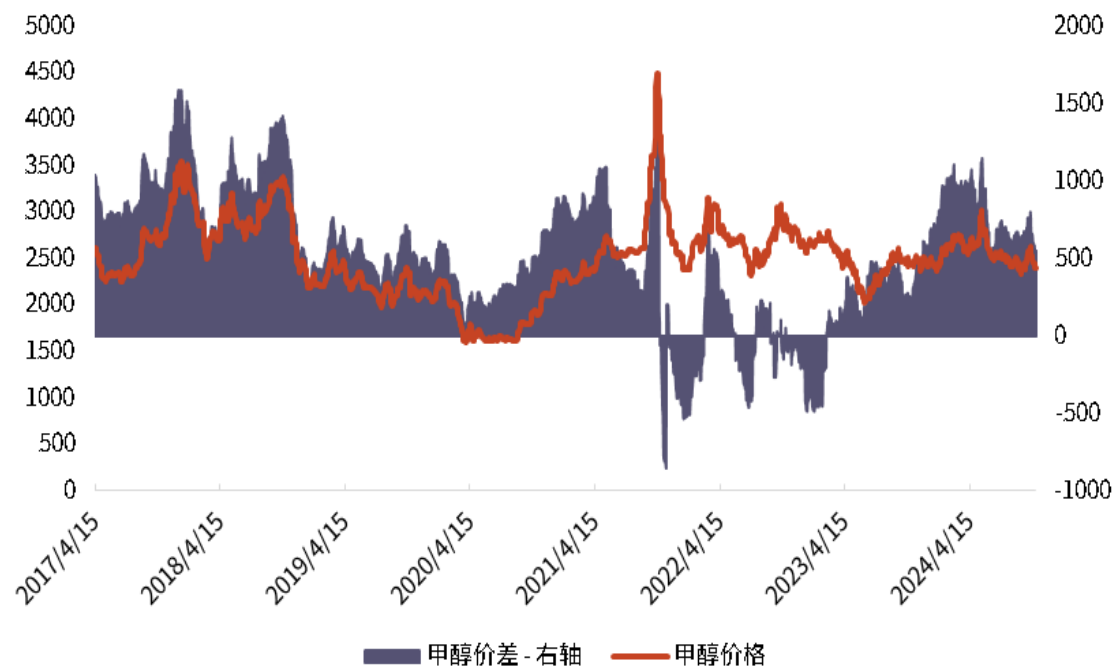


资料来源：iFinD，光大证券研究所整理，数据截至2024-10-18当周

# 2024年以来，煤制甲醇价差显著改善

2024年以来，随着成本端煤价中枢下行和需求端的逐步复苏，煤制甲醇价差同比显著改善，2024年（截至10月22日）煤制甲醇平均价差为792元/吨，较2023年平均价差222元/吨显著增长。

图表41：煤制甲醇价格、价差（元/吨）

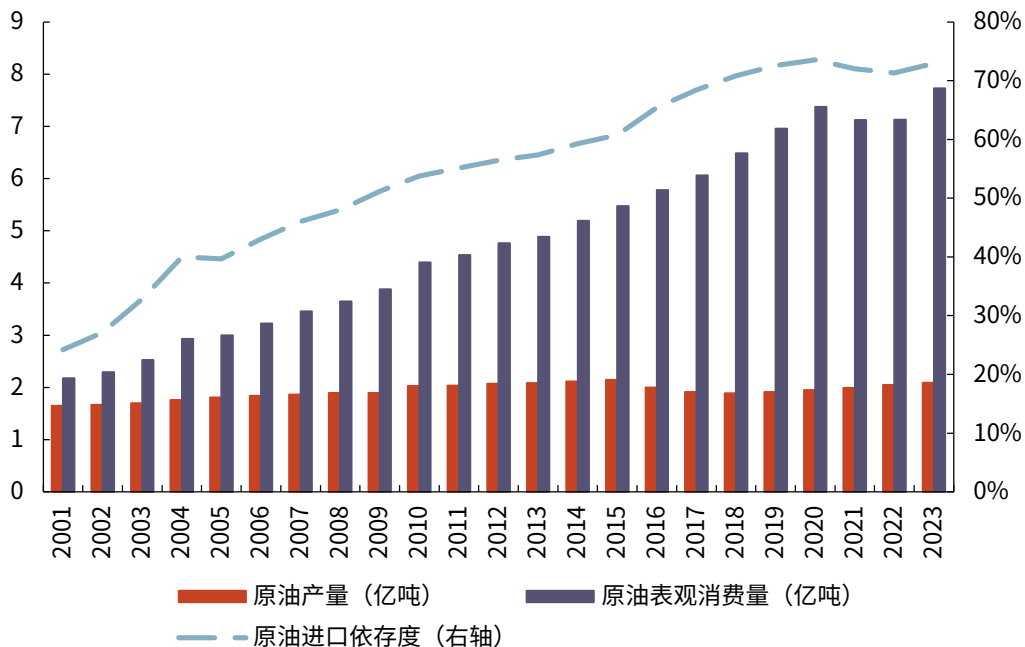


资料来源：iFind，光大证券研究所整理，注：数据更新至2024-10-22

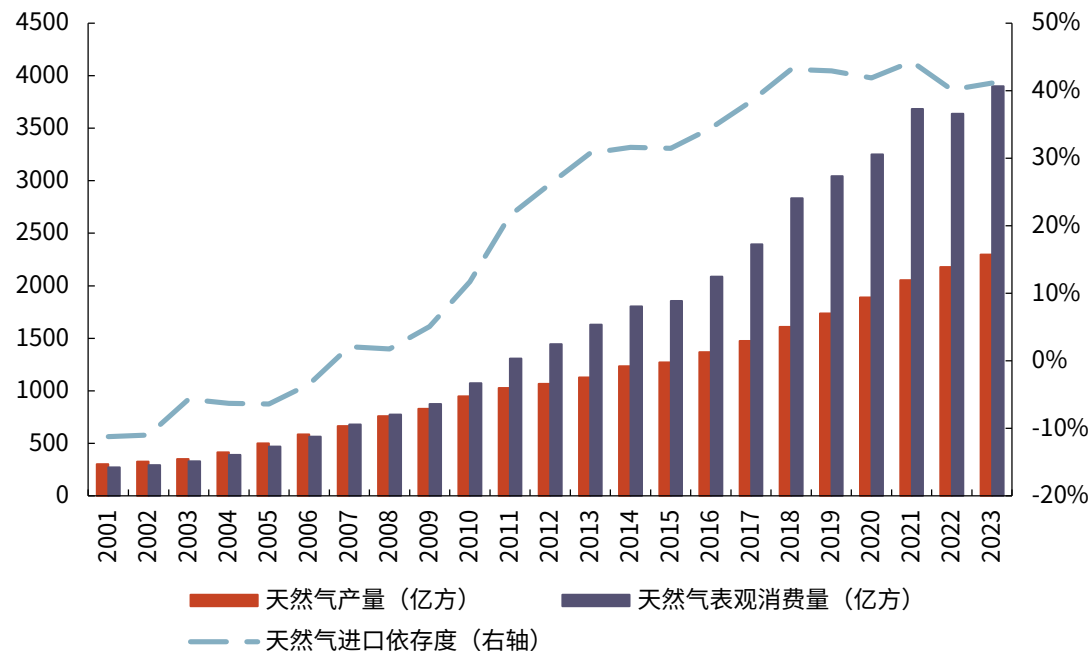
# 能源国情决定我国发展煤化工产业的必要性

“富煤贫油少气”的能源国情决定我国发展煤化工产业的必要性。石油、煤炭和天然气是重要基础能源，2023年我国原油、天然气对外依存度分别为73%、41%，国家能源供应受外部环境影响较大，极大威胁到我国能源资源供应安全。结合我国“富煤贫油少气”的能源资源结构特点，长期坚持走煤炭清洁高效利用发展道路是必然趋势，其中，燃煤发电和现代煤化工是两个重点方面。现代煤化工可提升我国对国际油气价格波动的抵御能力，为我国能源及化工战略资源安全提供了一条具有中国特色的现实路线。

### 图表42：我国原油对外依存度



### 图表43：我国天然气对外依存度



资料来源：Wind，光大证券研究所整理  
请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

# 政策指导下现代煤化工将进入发展快车道

图表44：2004年以来部分煤化工相关政策和重点内容

阶段	时间	相关政策	重点内容
起步摸索	2004之前	《中国洁净煤技术“九五”计划和2010年发展纲要》	确定了煤炭加工、煤炭转化、煤炭燃烧、污染控制四大领域14个重点发展方向，开辟了我国现代煤化工跨越发展的新纪元。
鼓励引导	2004-2005	《能源发展中长期规划纲要（2004-2020）》	坚持煤基替代、生物质替代和交通替代并举的方针，科学发展石油替代。稳妥实施煤制油、煤制气示范工程。按照清洁高效、量水而行、科学布局、突出示范、自主创新的原则，以新疆、内蒙古、陕西、山西等地为重点，稳妥推进煤制油、煤制气技术研发和产业化升级示范工程。
		《国务院关于促进煤炭工业健康发展的若干意见》	鼓励大型煤炭企业与冶金、化工、建材、交通运输企业联营。火力发电、煤焦化工、建材等产业发展布局，要优先安排依托煤炭矿区的项目，促进能源及相关产业布局的优化和煤炭产业与下游产业协调发展。
控制调整	2006-2009	《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》	要严格执行煤化工产业政策，遏制传统煤化工盲目发展，今后三年停止审批单纯扩大产能的焦炭、电石项目。禁止建设不符合《焦化行业准入条件（2008年修订）》和《电石行业准入条件（2007年修订）》的焦化、电石项目。稳步开展现代煤化工示范工程建设，今后三年原则上不再安排新的现代煤化工试点项目。
		《石化产业调整和振兴规划》	今后三年停止审批单纯扩大产能的焦炭、电石等煤化工项目，原则上不再安排新的煤化工试点项目，重点抓好现有煤制油、煤制烯烃、煤制二甲醚、煤制甲烷气、煤制乙二醇等五类示范工程，探索煤炭高效清洁转化和石化原料多元化发展的新途径。
规范布局	2010-2016	《关于规范煤制油、煤制天然气产业科学有序发展的通知》	要求严格产业准入要求、规范项目审批程序、强化要素资源配置、统筹规划试点示范、做好项目监督评价、落实相关管理责任。再次强调禁止建设年产20亿立方米及以下规模的煤制天然气项目和年产100万吨及以下规模的煤制油项目。严禁在煤炭净调入省发展煤制油（气）；没有列入国家示范的项目，各地禁止擅自违规立项建设。
		《关于促进煤炭安全绿色开发和清洁高效利用的意见》	适度发展现代煤化工产业。在满足最严格的环保要求和保障水资源供应的前提下，统一规划，合理布局，统筹推进现代煤化高标准、高水平发展。
		《煤炭清洁高效利用行动计划（2015-2020年）》	行动计划提出了煤炭清洁高效利用目标和七个方面的重点任务。在煤化工方面，《计划》提出了改造提升传统煤化工产业、稳步推进现代煤化工产业发展的任务。
重启推进	2016-至今	《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》	支持煤炭与煤化工企业兼并重组。鼓励煤炭与煤化工企业根据市场需要出发实施兼并重组，有序发展现代煤化工，促进煤炭就地转化，发展高科技含量、高附加值产品。实现煤炭原料上下游产业的有机融合，增强产业相互带动作用。
		《能源发展“十三五”规划》	明确煤炭深加工建设重点，重点规划煤制油、煤制天然气建设项目及重点开发区域，推动现代煤化工产业创新发展同时，国家同意给予煤制油示范项目消费税免征5年的优惠政策。
		《煤炭工业“十四五”现代煤化工发展指导意见》	立足资源条件，依靠科技进步，加强统筹规划，优化产业布局，科学有序发展现代煤化工产业，推动煤炭由单一燃料向燃料与原料并重转变，促进现代煤化工产业高质量发展。

请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：各政府机构官网等，光大证券研究所整理

# 高油价背景下，煤化工路线具备成本优势

我国烯烃价格由油头定价，高油价背景下，煤化工路线成本优势显现。2022年以来，全球进入高油价时代，油头路线化工品成本上行，行业盈利空间被压缩，煤化工路线则具备一定的成本优势。目前，我国生产乙烯、丙烯的起始原料主要是石油，因此烯烃主要由油头定价。根据项东的《煤制烯烃过程技术经济分析与生命周期评价》，当石油价格为80美元/桶时，产品成本约为7300元/吨，煤价只需低于820元/吨，便可在成本端低于石油路线。结合原油和煤炭价格可以看出，在油价高企背景下，煤制烯烃具有较大的成本优势。

图表45：相同产品成本下，油价和煤价对比情况

石油价格 (\$/桶)	煤竞争价格 (RMB/t)	产品成本 (RMB/t)
50	290	5000
60	480	5800
70	650	6500
80	820	7300
90	990	8000
100	1140	8600
110	1290	9300
120	1440	9900
130	1570	10400
140	1690	11000
150	1810	11500

资料来源：项东《煤制烯烃过程技术经济分析与生命周期评价》，光大证券研究所整理

我们认为能源转型背景下现代煤化工将得到适当发展，结合我国“富煤贫油少气”的资源国情，传统煤企绿色转型与大力发展煤炭深度清洁利用已是必然趋势。此外，在煤价中枢下行背景下，煤化工产业链盈利有望持续改善，因此继续坚定看好煤化工板块景气度，建议关注如下标的：**华鲁恒升、宝丰能源、鲁西化工、诚志股份、阳煤化工、中国旭阳集团。**

**风险分析：**项目产能建设不及预期，下游需求恢复不及预期风险，安全环保风险。

穿越周期，追寻长期主义

持续看好高股息资产“三桶油”及高景气油服板块

大炼化行业扩产接近尾声，静待“炼化-化纤”产业链景气复苏

煤价中枢持续下行，持续看好煤化工产业链盈利改善

**风险提示**

## ▣ 下游需求恢复不及预期

2023年以来国内宏观经济整体处于弱复苏状态，若后续终端需求恢复速度不及预期，将会致使上游化工产品的销售承压。在此情形下，化工企业现有产能放量或将受阻，新增产能建设可能延后，从而致使企业整体业绩增长速率放缓。

## ▣ 化工产品及原料价格波动

若化工产品或原料价格大幅波动，将对企业生产经营的稳定性和盈利能力的稳定性造成较大影响。若化工产品价格大跌或原料价格大幅上涨，均会明显压缩对应企业的盈利能力，导致企业整体业绩不及预期。

## ▣ 中美贸易摩擦风险

若中美贸易摩擦进一步加大，将会对我国相关化工品出口造成影响。同时，若海外在半导体等高科技领域加大对我国的发展限制，将会对我国相关产能项目建设造成影响，进而影响对于上游相关材料的需求。

## ▣ 安全环保风险

化工行业涉及的部分原料、半成品或产成品为易燃、易爆、腐蚀性物质，且在生产过程中还会产生一定量的废水、废气排放物等，在生产作业环节及运输过程存在一定的安全风险。

## ▣ 汇率波动风险

若人民币汇率出现大幅波动，将对行业内公司汇兑损益、外币计价出口产品价格、原料价格等经营性因素以及海外投资者资金流向等交易性因素产生较大不确定性影响。

# 衷心 感谢

光大证券研究所



石化化工团队

赵乃迪 分析师

📄 执业证书编号: S0930517050005

☎ 电话: 010-57378026

✉ 邮件: zhaond@ebscn.com

周家诺 分析师

📄 执业证书编号: S0930523070007

☎ 电话: 021-52523675

✉ 邮件: zhoujianuo@ebscn.com

蔡嘉豪 分析师

📄 执业证书编号: S0930523070003

☎ 电话: 021-52523800

✉ 邮件: caijiahao@ebscn.com

王礼沫 分析师

📄 执业证书编号: S0930524040002

☎ 电话: 010-56513142

✉ 邮件: wanglimo@ebscn.com

胡星月 分析师

📄 执业证书编号: S0930524070016

☎ 电话: 010-56513142

✉ 邮件: huxingyue@ebscn.com

## 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，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，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股市场基准为沪深300指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于1996年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界500强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。