

顺势而为，稳中求胜

——2025年年度石化能源行业投资策略

行业评级：看好

2024年11月27日

姓名 任宇超
邮箱 renyuchao@stocke.com.cn
电话 18221128668
证书编号 S12305231000005

姓名 金维
邮箱 jinwei@stocke.com.cn
电话 17721052750
证书编号 S1230524040003

姓名 邹骏程
邮箱 zoujuncheng@stocke.com.cn
电话 18170254139

顺势而为，稳中求胜：供给侧改革重组和新质生产力为矛，低估值顺周期内需和高股息资源端为盾

顺势而为：过去两年内制造业饱受供给过剩带来的价格下跌，今年以来越来越多的公司从过去一味追求“规模”转向追求“利润”，国家从今年开始提倡防“内卷式”恶性竞争，鼓励行业自律和产业间兼并重组，部分行业如光伏在协会的提议下已初步形成一定的自律，虽然市场对于这类自律性的约束力存在质疑，但我们认为行业大趋势的转向已成事实，推荐关注具备供给侧改革重组标的。同时避免低效产能内卷的另外一个破局之路便是发展高新技术产业，推荐关注新质生产力标的。

温和复苏下，稳中求胜：自九月下旬以来，政府推出了一系列的政策转向，但经济仍然面临严峻的物价下行挑战，且明年出口存在不确定性，预计政府新的增量政策将会分阶段推出，前期政策的重点或许仍将聚焦过去的传统领域，如基础设施建设和能源产能扩张，保障投资领域的增长，整体上属于温和的政策措施。由于潜在的关税冲突可能会拖累出口，后期政策或将是强有力的改革和刺激相结合的措施，旨在通过社会保障改革、房地产市场救助和人口政策调整来应对出口下滑，通过强化社会保障体系，释放居民消费潜力，刺激消费领域的增长。由于预期前期政策对于投资领域的刺激可能边际效应有限，后期政策的推出时间和规模不确定，因此我们判断明年的经济将会是一个艰难探索对抗物价下行的过程，投资上选择防守属性较强的低估值顺周期内需和确定性较强的高股息资源端的标的。

进攻投资逻辑一：供给侧改革重组标的【金禾实业、华峰化学、昊华科技】

金禾实业：甜味剂周期底部反转，甜味剂龙头企业，三氯蔗糖、安赛蜜和麦芽酚价格均实现底部反转。**华峰化学：**氨纶龙头资产注入，拟收购集团合成树脂及TPU资产，聚氨酯一体化平台再延伸。**昊华科技：**蓝天注入强化氟产业布局，中化蓝天重组完成，制冷剂配额制下景气向上。

进攻投资逻辑二：科技新质生产力【华恒生物、蓝晓科技】

华恒生物：合成生物学龙头，行业景气度触底，低成本放量持续兑现。**蓝晓科技：**吸附材料龙头，基本业务稳健发展，吸附材料高速成长。

防守投资逻辑三：低估值顺周期内需标的【大炼化、海油工程】

大炼化：内需改善低估值顺周期，投产密集期已过，内需改善有望推动盈利上行，建议关注荣盛石化、恒力石化、东方盛虹。**海油工程：**海上石油设备更新，中海油在海洋油气开发环节的主要工程总包商，针对国内海洋油气开发环节的设备更新具有显著的竞争优势和订单潜力。

防守投资逻辑四：高股息资源端【三桶油、盐湖股份、广汇能源、梅花生物】

原油稳健高股息：油气产量稳健增长海上原油龙头标的：中国海油；原油炼化一体，盈利稳健标的：建议关注中国海洋石油（H股）、中国石油、中国石油股份（H股）、中国石化、中国石油化工股份（H股）。**盐湖股份：**重组计划稳步推进，盐湖提钾+锂双龙头，锂钾景气触底向上，变身央企潜在高股息标的。**广汇能源：**兼具成长与高股息煤炭标的，马朗持续兑现，最低0.7元/股分红对应9.7%股息率高股息标的。**梅花生物：**氨基酸龙头企业，持续回购分红稳健标的。

- 1、经济复苏不及预期。
- 2、大宗产品价格出现较大跌幅，出口受限。
- 3、产品涨价不及预期。
- 4、政策法规发生较大变化。
- 5、海外反倾销制裁进一步加强，产品出口量下滑。

目录

CONTENTS

01

复盘2024，展望2025

02

顺势而为：供给侧改革重组

03

顺势而为：科技新质生产力

04

稳中求胜：低估值顺周期内需标的

05

稳中求胜：高股息资源端

06

投资建议

01

复盘2024 展望2025

24年行业表现

25年投资视角差异

成熟市场的启示

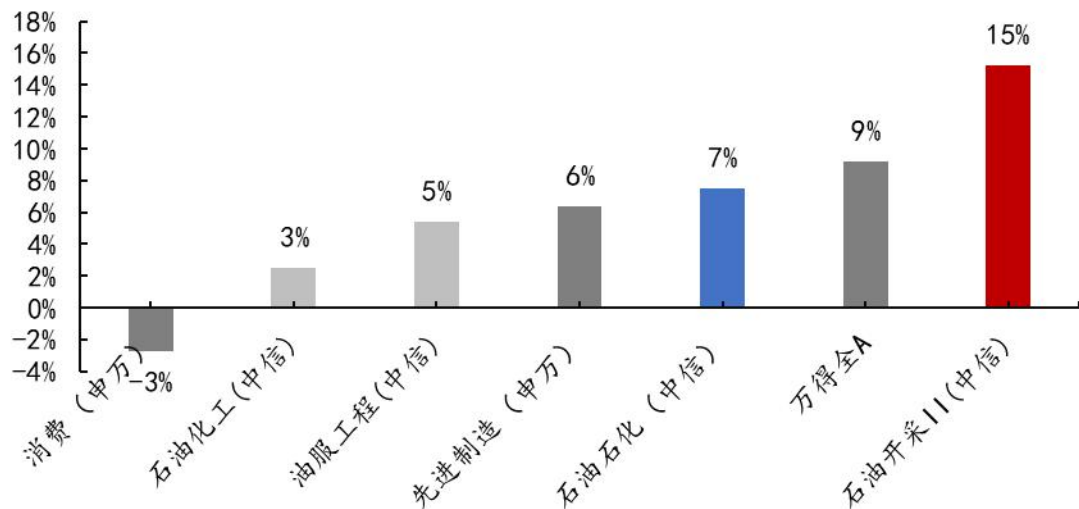
何为大势，如何顺势

行情复盘：今年以来石油石化行业跑输大盘，但二级行业中石油开采行业显著跑赢大盘。

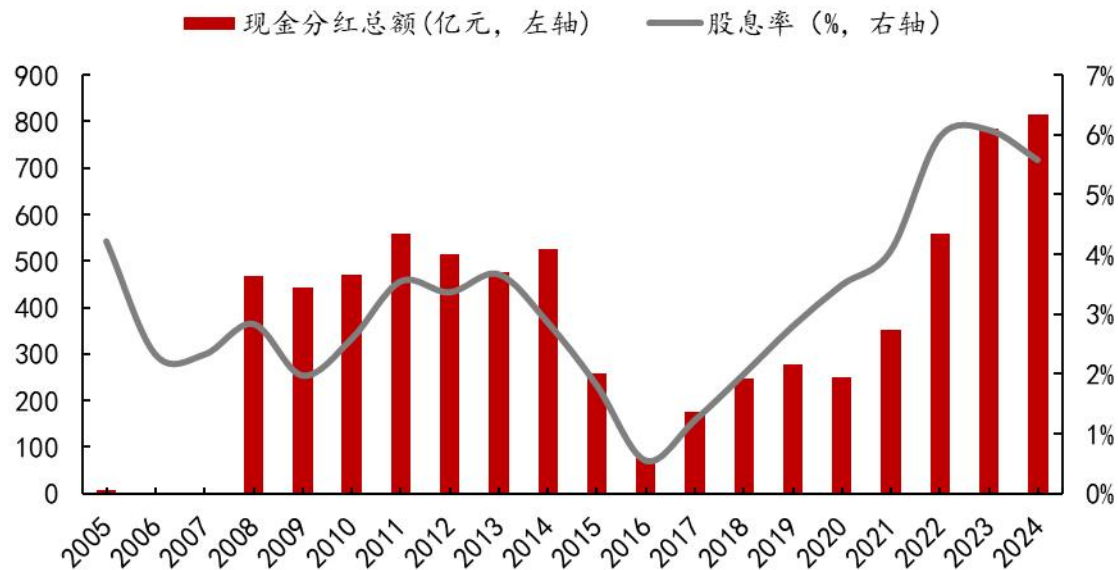
细分表现：今年行情排名上，石油开采>油服工程>石油化工，三者分别代表着上游油气资源、中游制造和中下游石化产品，广义上可以理解为资源>制造>消费。

表现差异的原因：年内油价整体表现较为平稳，油价大致在70-90美元/桶波动，上游资源端在盈利维持高位的情况下，加大股东回报，整体表现优于大盘；中游油服工程受益于油价维持高位的情况下，上游资本开支虽然维持较高水平，但缺乏进一步增长的动力，盈利能力进一步增长潜力较低，表现不如大盘；石油化工终端主要为下游成品油消费和中下游化工产品，在供过于求且下游消费和中游制造需求不振的情况下，炼化加工价差压缩，整体表现较差但好于消费指数。

图：24年至今石油开采板块领先石油石化行业和A股



图：石油开采板块现金分红总额和股息率在过去几年持续提升



市场预期：原油金融和政治属性淡化，油价回归供需基本面，25年将出现供过于求的情况，且供给过剩缺口将扩大，预期油价持续走跌，石油石化行业景气度下行。

我们认为：油价有底，行业景气度或将继续维持。虽然油价的预期在走弱，但当前油市并无较大的过剩缺口的预期，且当下具备较大增产潜力最大的两个影响因素美国和OPEC都不希望油价下跌，我们认为明年油价的支撑位在70美元/桶，26年以后的支撑位在60美元/桶，在油价底部高于60美元/桶的情况下，石油石化行业的高景气度将延续。

市场预期：油价下跌对于石油石化的盈利影响较大，石油石化的股息率会跟随出现较大的下调。

我们认为：资本开支下降将会带来分红比例的提升，稳健的自由现金流或将带来估值的二次提升。随着油气行业增储上产“七年行动计划”进入最后1年，中国油气行业对外依存度快速增长的局面得到有效缓解，国有石油公司大力推进的增储上产计划已经取得积极成效，考虑到未来几年石油和天然气的消费增速趋于平稳，石油公司将面临一定的成本压力，特别是以陆地开采为主的石油公司，“十五五”期间，油气行业应以稳产为主基调，在成长型经济体转向成熟型经济体的过程中，石油石化行业从过去依靠资本开支拉动净利润增长的决策模式转向更看重投入产出的投资回报率，随着资本开支的下降，石油石化行业的分红率有望得到提高，资本市场的定价机制也将从过去的单纯从净利润和股息率的单一指标，转向更加看重股东回报的自由现金流，周期股的估值预计会从成熟期的估值下降重新转入再一次的估值提升。

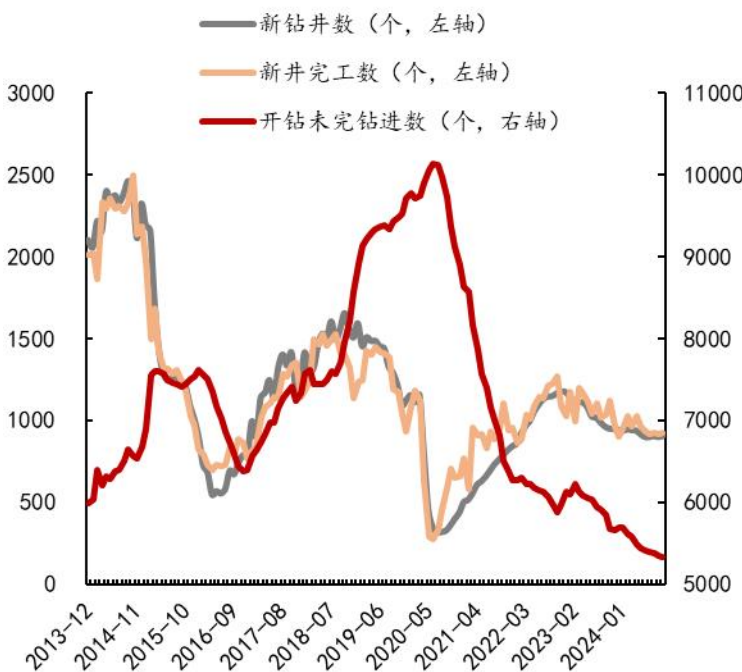
当产量弹性小于价格弹性时，美国页岩油厂商的决策发生了以下的转变：

收并购做大公司：保持温和的资本开支节奏，在稳产的前提下将储量变为产量，通过收并购增加产量和储量。

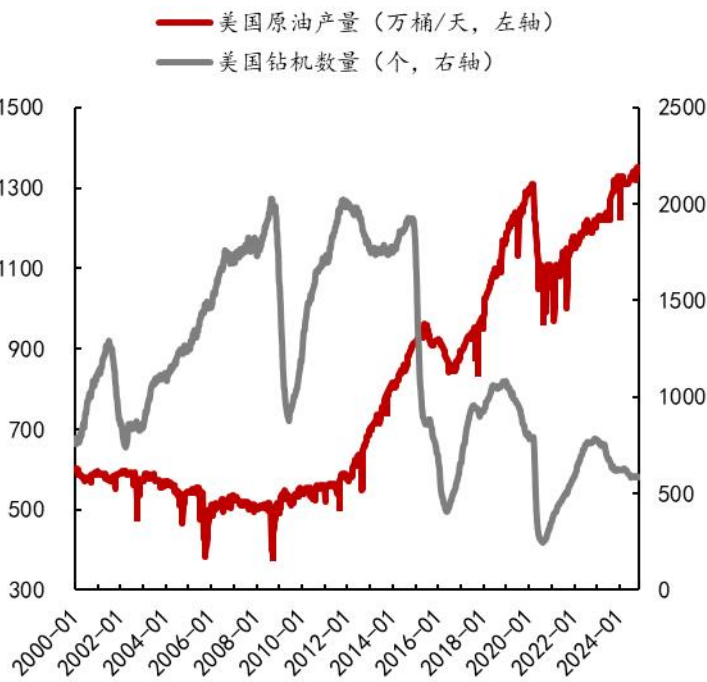
降本增效：通过收并购将大公司的技术和管理引入并购重组标的，强化成本控制及运营效率。

强化股东回报：加大分红及回购规模，提高股东回报率。

图：美国仍旧依赖使用库存井带动产量提升



图：产量先行指标钻机数处于下降通道中



图表：美国重点油气厂商近几年持续提升分红及回购比例

时间	EPSR-能源指数ETF重点成分股运营表现							
	归母净 利润(亿 元)	经营性现 金流(亿 元)	Capex (亿元)	分红 (亿元)	回购 (亿元)	油价 (美元/ 桶)	Capex/ 经营性 现金流	(分红+回购) /经营性现 金流
2010	5660	10246	7462	1536	0	77	73%	15%
2011	7685	12183	8366	1652	0	107	69%	14%
2012	6897	11465	9750	1874	0	109	85%	16%
2013	6064	11181	9871	2040	0	106	88%	18%
2014	5429	10867	10626	2285	0	96	98%	21%
2015	-1774	7581	8221	2495	3	50	108%	33%
2016	-1026	5645	5377	2382	71	41	95%	43%
2017	2637	7457	5085	2473	287	52	68%	37%
2018	4879	10582	6775	2748	337	70	64%	29%
2019	1650	9877	7246	3071	703	64	73%	38%
2020	-6132	4768	4200	2778	41	41	88%	59%
2021	5265	11393	3629	3105	344	70	32%	30%
2022	14821	20400	6143	4650	2777	100	30%	36%
2023	10057	16576	7500	4039	4547	83	45%	52%
2024Q1-3	5863	10861	6157	2831	3662	81	57%	60%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

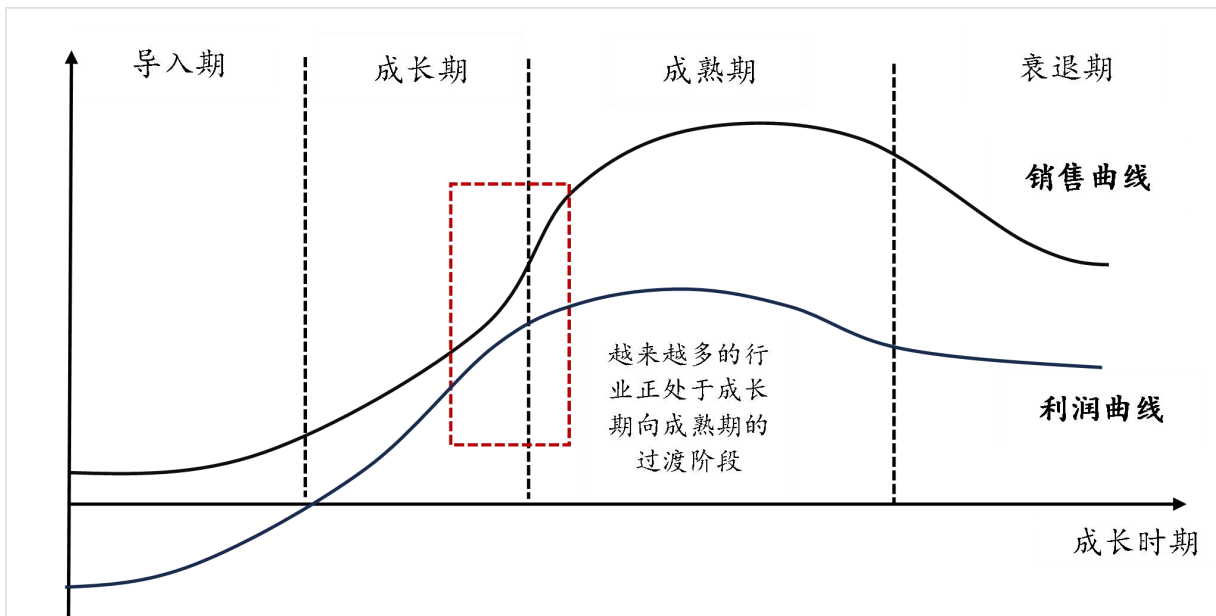
何为大势？

越来越多的行业从成长期迈向成熟期，在自由市场经济下，失去节制的竞争导致市场出现劣币驱逐良币的情况，过去两年内很多行业饱受“内卷式”竞争带来的利润微薄、产能相对过剩，部分行业头部企业的资产负债表质量出现明显下滑，当量增对于利润的边际影响下滑时，企业转而追求利润和股东回报，国家在今年提出“要强化行业自律，防止”内卷式“恶行竞争，虽然当前市场对于自律性行业规范的约束力存在质疑，但行业趋势的大转向已成事实，预计未来越来越多的行业会出现行业自律。

如何顺势？

在投资角度，由于各行各业的未来潜在的自律行为的发生点及相应的约束力较难判断，因此从确定性角度优先关注供给竞争格局较好的行业和存在重组并购的标的。

图：行业在不同生命周期下的表现



资料来源：产业经济学，浙商证券研究所

图表：各生命周期下竞争格局及表现

产业周期	导入期	成长期	成熟期	衰退期
市场增长率	较高	很高	不高	下降
利润	亏损	高速增长	增速下滑	缓慢下降
技术壁垒	技术变动较大	各类技术竞争	技术趋于成熟	技术被模仿产品替代
竞争对手数量	很少	增多	稳定	减少
竞争策略	跟踪对手、参与或观望	增加投入、增加至善率、阻止新进入者	提高效率、成本控制、兼并扩张	逐步退出

02

顺势而为：供给 侧改革重组

金禾实业

华峰化学

昊华科技

看好三氯蔗糖价格持续增长及持续性，公司主业景气度维持并持续拓展新品。根据我们的测算，24年主力厂商停产两个月会驱动行业供需从23年过剩1674吨转化供给缺口2722吨，明年缺口将扩大至4369吨，供给缺口将有效保证厂商复产后价格的持续性，且11月-12月分别是海外和国内三氯蔗糖的消费旺季，看好旺季催化下三氯蔗糖成交价格增长及持续性，未来公司将充分受益于甜味剂板块的高景气度，定远二期持续拓展新品类产品，公司将凭借产业链优势切入细分行业成长为行业龙头。

中国对美终端出口三氯蔗糖敞口较小，且美国对三氯蔗糖加征关税可能性较小。根据我们的测算，23年美国终端需求对华三氯蔗糖敞口约为14%，24年前三季度下降至6%，如果美国对华加征关税，短期内可能会影响中国出口至美国三氯蔗糖减少，但对于实际的终端需求影响有限，长期来看反而有利于国内企业绕过美国贸易商，直接获取海外高价需求。并且美国加征关税的目的是促进制造业回流，在泰莱三氯蔗糖产品的价格和成本都远高于中国产品的情况下，泰莱扩产可能性较小，即便加征70%关税，中国产品相较于泰莱仍有价格优势，且美国加征关税不利于本国三氯蔗糖贸易业务，我们认为美国对三氯蔗糖加征关税的可能性较小。

图表：目前涨价幅度下，预计公司年化毛利润增长16亿元

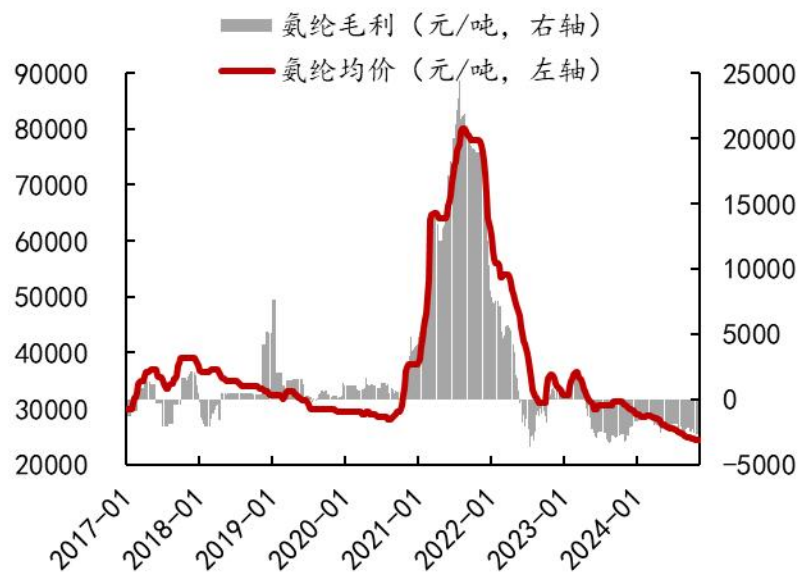
金禾实业主要产品涨价毛利润弹性测算（亿元）																			
三氯蔗糖	涨价前10万元/吨所对应涨价幅度（万元）									甲基麦芽酚	涨价前6万元/吨所对应涨价幅度（万元）								
年化销量 （吨）	10万	11万	12万	13万	14万	15万	16万	17万	年化销量（吨）	2万	2.5万	3万	3.5万	4万	4.5万	5万	5.5万		
	9000	8.0	8.8	9.6	10.4	11.2	11.9	12.7		13.5	1200	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
	10000	8.8	9.7	10.6	11.5	12.4	13.3	14.2		15.0	1400	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7
	11000	9.7	10.7	11.7	12.7	13.6	14.6	15.6		16.5	1600	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8
	12000	10.6	11.7	12.7	13.8	14.9	15.9	17.0		18.1	1800	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
	13000	11.5	12.7	13.8	15.0	16.1	17.3	18.4		19.6	2000	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
	14000	12.4	13.6	14.9	16.1	17.3	18.6	19.8		21.1	2200	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1
安赛蜜	涨价前3.4万元/吨所对应涨价幅度（万元）									乙基麦芽酚	涨价前5.7万元/吨所对应涨价幅度（万元）								
年化销量 （吨）	0.4万	1万	1.5万	2万	2.5万	3万	3.5万	4万	年化销量（吨）	1万	1.5万	2万	2.3万	3万	3.5万	4万	4.5万		
	11000	0.4	1.0	1.5	1.9	2.4	2.9	3.4		3.9	6500	0.6	0.9	1.2	1.3	1.7	2.0	2.3	2.6
	12000	0.4	1.1	1.6	2.1	2.7	3.2	3.7		4.2	7000	0.6	0.9	1.2	1.4	1.9	2.2	2.5	2.8
	13000	0.5	1.2	1.7	2.3	2.9	3.5	4.0		4.6	7500	0.7	1.0	1.3	1.5	2.0	2.3	2.7	3.0
	14000	0.5	1.2	1.9	2.5	3.1	3.7	4.3		5.0	8000	0.7	1.1	1.4	1.6	2.1	2.5	2.8	3.2
	15000	0.5	1.3	2.0	2.7	3.3	4.0	4.6		5.3	8500	0.8	1.1	1.5	1.7	2.3	2.6	3.0	3.4
	16000	0.6	1.4	2.1	2.8	3.5	4.2	5.0		5.7	9000	0.8	1.2	1.6	1.8	2.4	2.8	3.2	3.6 11

氨纶行业景气度底部，产能出清集中度有望提升。在经历2021年化工高景气气候周期后，氨纶和己二酸价格在2022年出现较大下跌，经过两年多的时间调整，氨纶价格已击破大部分企业盈亏平衡线，继续下跌空间有限，且2025年后产能投放速度减缓，在此期间内氨纶行业产能有望实现小产能出清加速，行业集中度提升，行业头部效应增强。

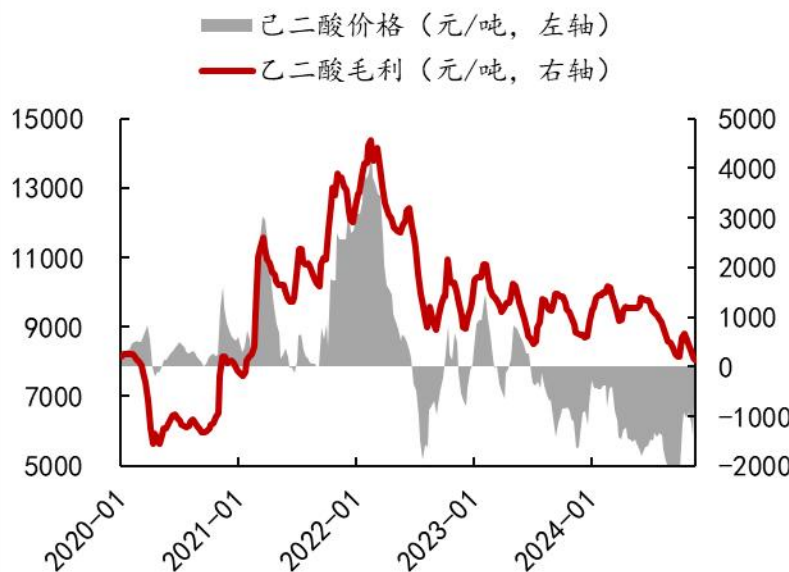
逆势低成本产业链一体扩张，未来弹性空间打开。公司作为氨纶、己二酸龙头企业，在行业普遍亏损的情况下依旧维持10%以上的毛利率水平，在行业底部其实现盈利并低成本扩张，公司目前拥有32.5万吨/年氨纶产能，预计在25-26年投产20万吨/年氨纶产能，同时公司规划建设BDO、PTMEG等项目，提高原料自供比例，成本优势有望进一步夯实，下一轮景气度回升弹性空间打开。

拟收购集团合成树脂及TPU资产，聚氨酯一体化平台再延伸。公司拟通过定增收购集团华峰合成树脂和华峰热塑，两公司主要从事聚氨酯合成革和热塑性聚氨酯弹性体生产，本次收购将弥补公司聚氨酯下游产品板块，预计年增厚利润4.9亿元。

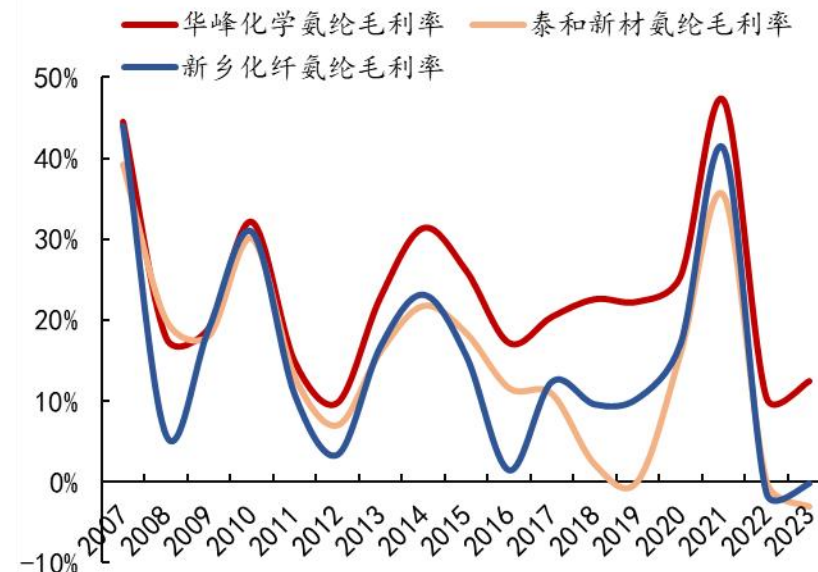
图：本轮氨纶行业进入亏损状态已有1年时间



图：本轮己二酸行业进入亏损状态已有1年时间



图：公司氨纶毛利率处于行业领先地位



聚焦“3+1”核心产业，产品结构向高端化升级。公司的“3+1”产业是以高端氟材料为主的氟化工产业，以电子特气为主的电子化学品产业，以民用航空配套材料为主的航空化工材料产业，以及提供绿色低碳整体解决方案的碳减排业务。公司的重点项目中，4600吨电子特气项目已全部建成投产，10万条/年民航轮胎项目、2.6万吨/年高性能有机氟材料项目建设有序施工、西南电子特种气体项目完成前期论证，当前公司主要产品价格处于低位，西南院的变压吸附技术得益于下游碳减排需求，订单饱满。

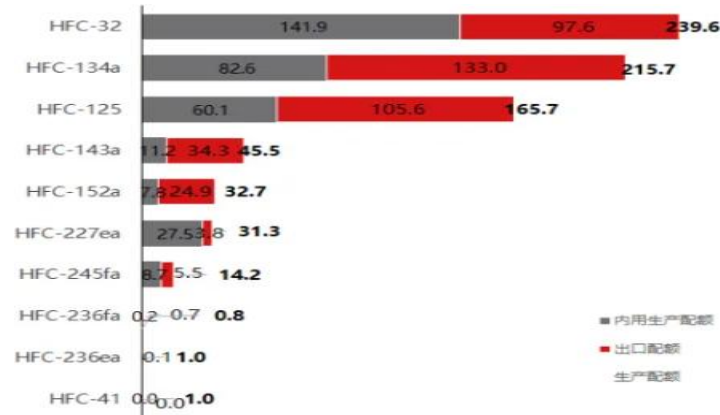
收购中化蓝天，深度布局制冷剂产业链。24年8月，中化蓝天正式成为公司的全资子公司。中化蓝天拥有的主要生产基地遍及全国多个省市，主要业务涵盖含氟锂电材料、氟碳化学品、氟聚合物以及氟精细化学品等，生产的产品达百余种，广泛应用于汽车、家电、新能源等领域，许多品种在国内市场份额领先。中化蓝天的主要制冷剂产品在全球市场份额领先，R-134a、R-125等产品全球市场份额位居前三，获得的生产配额量和内用配额量，均为国内前列。目前中化蓝天三代制冷剂产品结构均衡，产品配额量可实现生产装置高负荷运作，有效发挥规模和成本优势。

图：公司主要产品价格处于近四年底部位置



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图：24年中国HFCs细分产品生产配额及内用生产配额 (kt)



资料来源：氟化工产业圈，浙商证券研究所

03

顺势而为：科技
新质生产力

华恒生物

蓝晓科技

合成生物学产业化平台，产品矩阵内延外伸。公司是合成生物学产业化平台，具备获得优秀菌种后快速放量的能力，公司可通过与研究所、高校、其他企业合作或委托等方式，可以快速、灵活地实现氨基酸、生物基材料等新产品的量产。

技术优势带来强大的成本优势，短中长期产品放量皆十分可观。受益于技术突破，公司产品拥有远低于市场的成本，可以在保持一定毛利率的情况下，以价换量。**短期关注缬氨酸放量，中期关注色氨酸、精氨酸、亮氨酸、异亮氨酸、丁二醇、1,3-丙二醇、苹果酸投产放量及导入情况，长期关注发酵法蛋氨酸。**

绿色低碳可持续符合碳中和趋势，生物合成出海逻辑顺畅。生物制造高效、绿色、可持续，是新质生产力之一，产品出海逻辑顺畅。下游方面，进入国际大厂采购链的难度高，公司和巴斯夫、诺力昂、味之素等境外巨头建立较强的客户粘性，与国外大企业联系较为紧密，保持较强的客户粘性。

图表：截至Q3公司产能梳理，今年大量产能投放，关注产品放量情况

位置	产品类别	产品	现有产能（吨/年）	在建产能（吨/年）	位置	产品类别	产品	现有产能（吨/年）	在建产能（吨/年）
秦 皇 岛 基 地	氨基酸	工业级L-丙氨酸	24300		巴 彦 淖 尔 基 地	氨基酸	L-丙氨酸/L-缬氨酸	30000	
		食品级L-丙氨酸	1500			氨基酸	L-缬氨酸衍生物	6000	
		DL-丙氨酸	1500				L-亮氨酸	5000	
		β-丙氨酸	6000				L-异亮氨酸	5000	
	维生素	D-泛酸钙	50				功能糖	功能性糖	60000
		D-泛解酸	20			氨基酸	精制氨基酸		4000
		肌醇		3000		氨基酸	三支链氨基酸和色氨酸		60000
	新材料	丁二酸		10000		氨基酸	精氨酸		10000
		食品添加剂	苹果酸		10000	赤 峰 基 地	新材料	丁二酸	50000
	DL-苹果酸或L-苹果酸		50000		配套原料		玉米淀粉	420000	
DL-苹果酸钠或L-苹果酸钠	3000			葡萄糖			160000		
合 肥 基 地	氨基酸	工业级L-丙氨酸	1000		新材料		1，3-丙二醇	50000	
		食品级L-丙氨酸	1000		氨基酸		缬氨酸	12500	
		DL-丙氨酸	2500		氨基酸	精氨酸	12500		
		β-丙氨酸	500		维生素	肌醇	1000		
		维生素	D-泛酸钙	5300		15			
	D-泛醇		2200						
	维生素	α-熊果苷	100						

资料来源：Wind、浙商证券研究所

α：平台型吸附分离材料供应商，拥有持续捕捉下游风口、推出新单品的能力。现代工业广阔而又各异的吸附分离需求，要求材料供应商能够针对客户的不同需求进行差异化定制。蓝晓科技拥有齐全的六大业务板块，并拥有将吸附分离材料、工艺、装置设备进行集成的能力，形成整套的吸附分离方案，客户粘性较强，产品附加值高。对行业深刻的理解、丰富的产业经验，赋予了公司及时捕捉下游市场风口、持续推出新单品的能力，帮助公司多业务板块协同发展。

β1：吸附法盐湖提锂成本优势凸显，公司盐湖提锂订单有望行稳致远新能源汽车高景气推动碳酸锂需求高速增长。我国在盐湖领域具备资源禀赋，且政策大力推动盐湖资源开发。吸附法盐湖提锂兼具可设计性及环保性，已成为盐湖提锂的主流方案。由于吸附法盐湖提锂的成本远低于锂精矿和锂云母提锂，因此碳酸锂价格下行，有望催化吸附法盐湖提锂方案加速渗透。公司拥有多个盐湖提锂成功案例，能够为客户提供吸附剂+装置的整体解决方案，有望持续签订盐湖提锂新订单。

β2：固相合成载体需求有望高增，层析介质处国产替代潮，生命科学大有可为。2023年11月，礼来重磅减重药替西帕肽于美国获批，销售额有望快速增长。礼来的减重药替西帕肽生产需要固相合成载体，公司作为核心供应商，订单有望迎来快速增长。同时，全球生物药市场的扩张，带动生物药生产的核心分离纯化材料层析介质的需求增长。在药物集采后，国内的药企面临降本压力的背景下，层析介质迎来国产替代风口，公司新增50000升的年产能，有望持续受益。

04

**稳中求胜：低估
值顺周期内需**

大炼化

海油工程

预期刺激政策将稳步推出，明年风格或将为“强预期和弱现实”：自九月下旬以来，政府推出了一系列的政策转向，旨在扭转市场的预期，但第一轮政策着力点聚焦在化债，对于实体经济的刺激规模有限，且明年出口存在不确定性，预计政府新的增量政策将会分阶段推出，前期政策的重点或许仍将聚焦过去的传统领域，如基础设施建设和能源产能扩张，保障投资领域的增长，整体上属于温和的政策措施。由于潜在的关税冲突可能会拖累出口，后期政策或将是强有力的改革和刺激相结合的措施，旨在通过社会保障改革、房地产市场救助和人口政策调整来应对出口下滑，通过强化社会保障体系，释放居民消费潜力，刺激消费领域的增长。由于预期前期政策对于投资领域的刺激可能边际效应有限，后期政策的推出时间和规模不确定，因此我们判断明年的经济将会是一个艰难探索对抗物价下行的过程，风格上偏向于“强预期，弱现实”，投资上选择防守属性较强的低估值顺周期内需和确定性较强的高股息资源端的标的。

进可攻退可守，关注低估值顺周期内需标的高股息资源端标的。基于前期政策发力点可能聚焦在传统领域的投资，后期政策虽然或将聚焦于消费领域，但推出的时间和规模尚不确定，因此我们推荐关注低估值顺周期内需标的，既能规避出口不确定性带来的冲击，同时也能享受到内需消费增长带来的产品价格上升，其次我们推荐关注高股息资源端标的，在经济增速和长端利率下滑的情况下，高股息资产配置性价比凸显，同时下游需求的萎靡难以传导至上游资源端，强调股东回报的高股息资源标的能有效保证投资回报率。

低估值顺周期内需标的：大炼化：内需改善低估值顺周期，投产密集期已过，内需改善有望推动盈利上行，建议关注荣盛石化、恒力石化、东方盛虹。**海油工程：海上石油设备更新，**中海油在海洋油气开发环节的主要工程总包商，针对国内海洋油气开发环节的设备更新具有显著的竞争优势和订单潜力。**中曼石油：进军伊拉克打开第二成长曲线，**国内及哈萨克斯坦原油项目稳步推进，取得伊拉克油气开采权打开第二成长曲线。

高股息资源端标的：原油稳健高股息：油气产量稳健增长海上原油龙头标的：中国海油；原油炼化一体，盈利稳健标的：建议关注中国海洋石油（H股）、中国石油、中国石油股份（H股）、中国石化、中国石油化工股份（H股）。**盐湖股份：重组计划稳步推进，**盐湖提钾+锂双龙头，锂钾景气触底向上，变身央企潜在高股息标的。**广汇能源：兼具成长与高股息煤炭标的，**马朗持续兑现，最低0.7元/股分红对应9.7%股息率高股息标的。梅花生物：氨基酸龙头企业，持续回购分红稳健标的。

炼能扩张接近尾声，关注内需对于价差的筑底。根据《2024-2025年节能减碳行动方案》要求全面淘汰200万吨/年以下的常减压装置和到2025年底，全国原油一次加工能力控制在10亿吨以内，本轮炼能扩张接近尾声，后续新增炼化产能有限，虽然当下行业面临产能过剩带来的盈利下滑，但当下炼化价差处于历史上的底部水平，炼化多数产品受内需驱动较大，我们认为明年政策对于消费端的刺激将提振内需，顺周期炼化行业有望迎来底部向上机会，建议关注低估值顺周期大炼化公司：**荣盛石化、恒力石化、东方盛虹**。

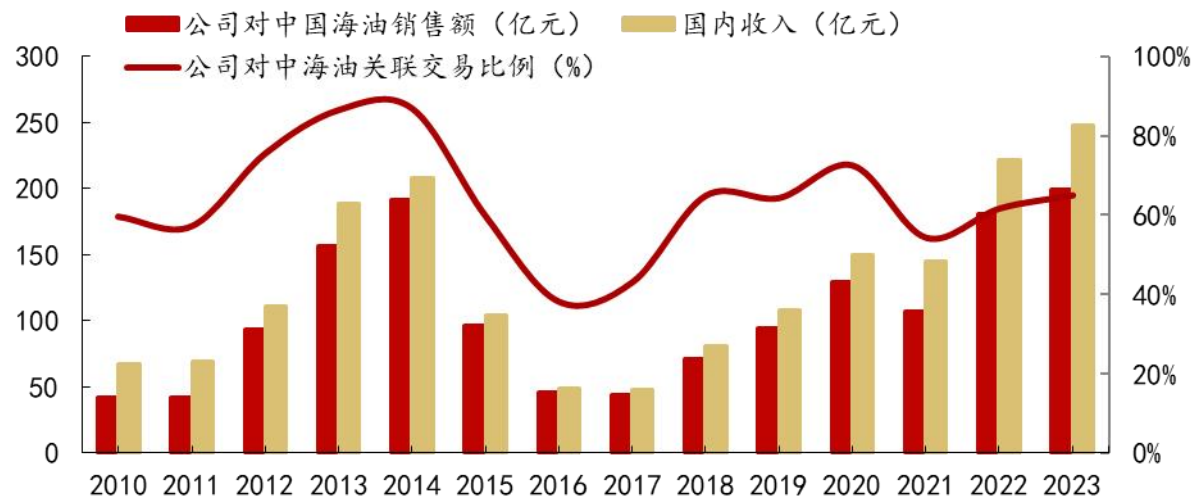
图表：炼化价差当前均处于历史上盈利较低的水平

		2024/11/19	本周	一周前	一月前	两月前	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023	2022	2021
成品油价格	中国汽油92# (元/吨)	7941	7941	7942	8166	8698	8949	9232	8980	8981	9053	7643
	中国柴油0# (元/吨)	7262	7262	7247	7116	7373	7572	7778	7678	7919	8456	6473
	中国航空煤油 (元/吨)	5687	5687	5687	5637	6063	6290	6553	6666	6775	7523	4330
成品油价差	汽油-原油 (元/吨)	3982	4007	4054	4211	4832	4722	4711	4574	4680	4063	4295
	柴油-原油 (元/吨)	3303	3327	3358	3161	3508	3345	3257	3273	3618	3465	3125
	航空煤油-原油 (元/吨)	1728	1753	1798	1682	2198	2062	2032	2261	2475	2533	982
长丝链价格	原油 (美元/桶)	75	74	74	76	75	80	85	84	83	101	71
	石脑油 (美元/吨)	616	617	642	676	648	673	688	686	649	784	646
	PX (美元/吨)	785	782	796	849	830	921	1015	1003	1013	1085	842
	PTA (元/吨)	4780	4749	4819	5016	4882	5434	5932	5872	5861	6038	4699
	MEG (元/吨)	4595	4598	4634	4712	4524	4627	4462	4575	4086	4547	5242
	POY (元/吨)	6825	6888	6950	7169	7085	7512	7691	7703	7531	7823	7376
长丝链价差	PX-石脑油 (元/吨)	1469	1437	1369	1490	1546	2039	2608	2536	2854	2315	1502
	PTA-PX (元/吨)	364	352	350	329	302	336	337	342	328	390	446
	POY-PTA-MEG (元/吨)	1061	1139	1131	1152	1235	1164	996	1018	1018	1006	1418
长丝库存	工厂总库存 (万吨)	173	173	128	139	87	137	254	284	367	515	209

海油工程是国内海工EPCI龙头。公司是国内唯一的大型海洋油气工程总承包公司，以EPCI（设计、采办、建造、安装）总承包或者分包的方式承揽工程合同，参与海洋油气田工程、LNG、FPSO、海上风电等项目建设，为客户提供“交钥匙”工程。数十年来国内各海域两百余座海洋油气田的工程建设主要由公司实施，目前正向国际工程总承包商加速转型，先后为中国海油、康菲、壳牌、沙特阿美、巴国油、Technip、MODEC、FLUOR等众多中外业主提供了优质产品和服务，业务涉足20多个国家和地区。

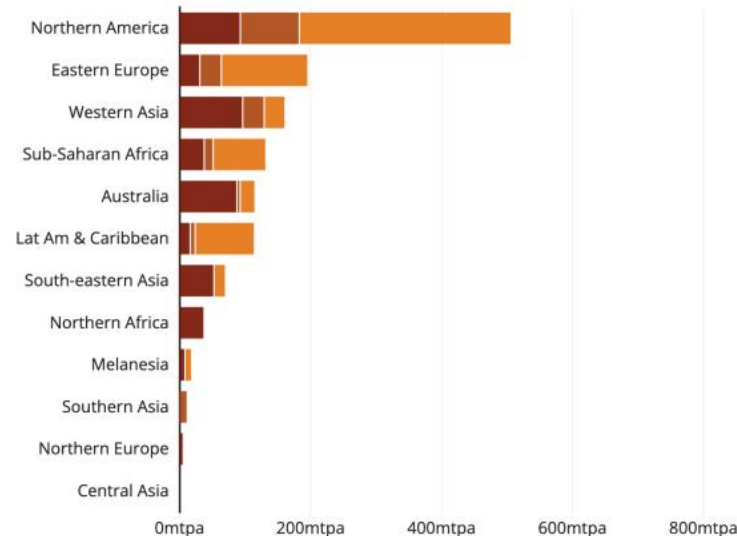
海内外工程经验丰富，有望受益于海内外基建及装备更新。公司在海洋工程领域具备丰富经验，是中海油国内海洋油气开发工程建设的主要承担者，24年中海油资本支出预算继续提升，并且24-26年仍规划实现年均6%-7%的净产量增长，预计未来几年中海油资本开支仍将维持高位，利好海油工程国内业务。在海外尤其是非传统海洋工程领域，公司同样经验丰富，多次承接国内外LNG模块化建设项目，以及巴西和北美FPSO船舶模块建设项目，未来几年，国内外LNG接收站建设规划依然充裕，FPSO船舶订单在上游资本开支提升背景下也在迅速恢复，公司有望充分受益本轮海内外设备更新。

图：来自中海油的订单助力公司18年以来收入显著提升



资料来源：wind，浙商证券研究所

图：未来LNG出口终端规划产能充足



资料来源：Global Energy Monitor，浙商证券研究所

05

**稳中求胜：高股
息资源端**

三桶油

盐湖股份

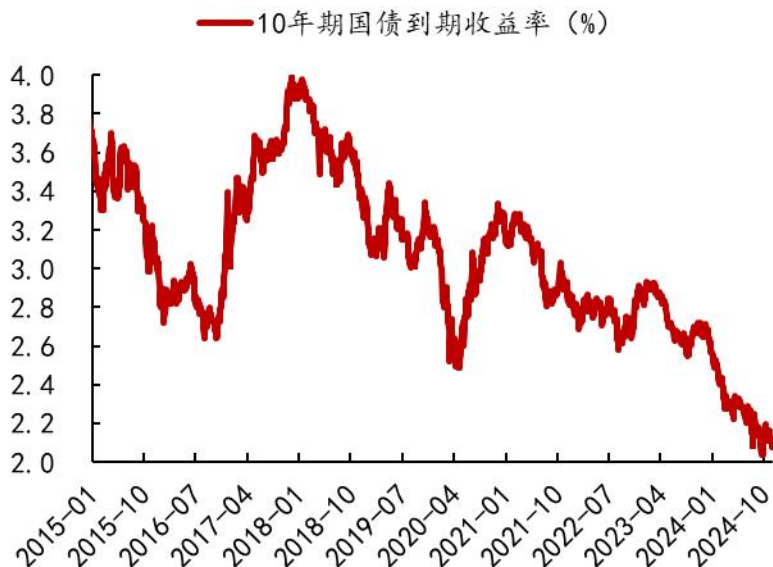
广汇能源

梅花生物

在长端利率下行和预期经济温和复苏的背景下，高股息资源股配置性价比提升。今年以来地方债券发行量不及往年，且上半年特别国债发行节奏较慢，10年期国债利率自去年11月以来出现较大幅度下行，由23年11月的2.7%下滑至24年11月的2.1%，在资产荒和经济预期温和复苏的背景下，盈利能力稳定且具备高分红的资源股6%的股息率性价比凸显，具备较好的配置属性。

为数不多具备持续增量资金来源的赛道。今年以来，监管及政府一直在鼓励长线资金入市，在9月的“一揽子增量政策”说明会会上，央行行长潘功胜回答记者提问时表示，有关平准基金正在研究之中，平准基金通过对蓝筹龙头股以及ETF的低买高卖来促进市场的稳定，低估值的高股息资产或将成为平准基金建仓时的首选标的之一。同时A500ETF顺利发行和多只大型宽基ETF宣布降费，进一步丰富了长线资金的投资工具和降低交易成本，当下红利资产是为数不多盈利相对稳定并提供可观股息回报的资产，在明年红利资产仍是长线资金布局的重要赛道之一。

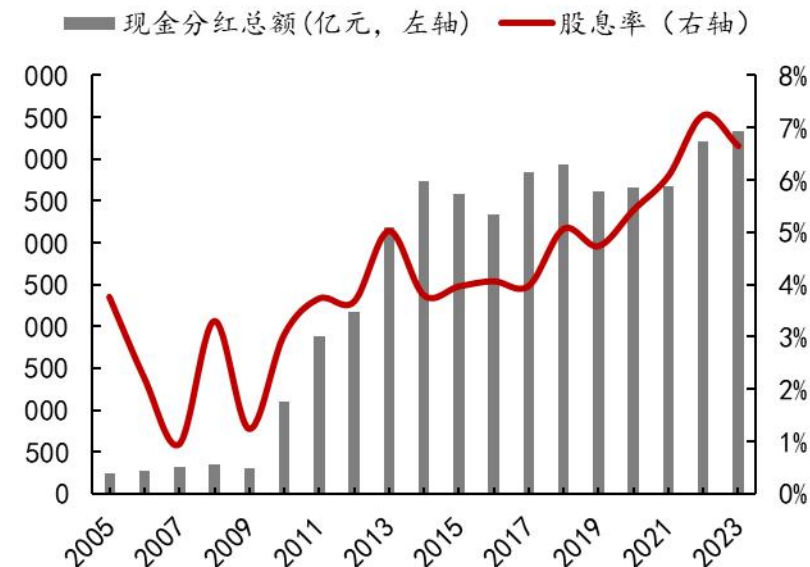
图：长端利率持续下行，高收益固收类资产数量越来越少



图：商业银行净息差24Q1已逼近1.5%



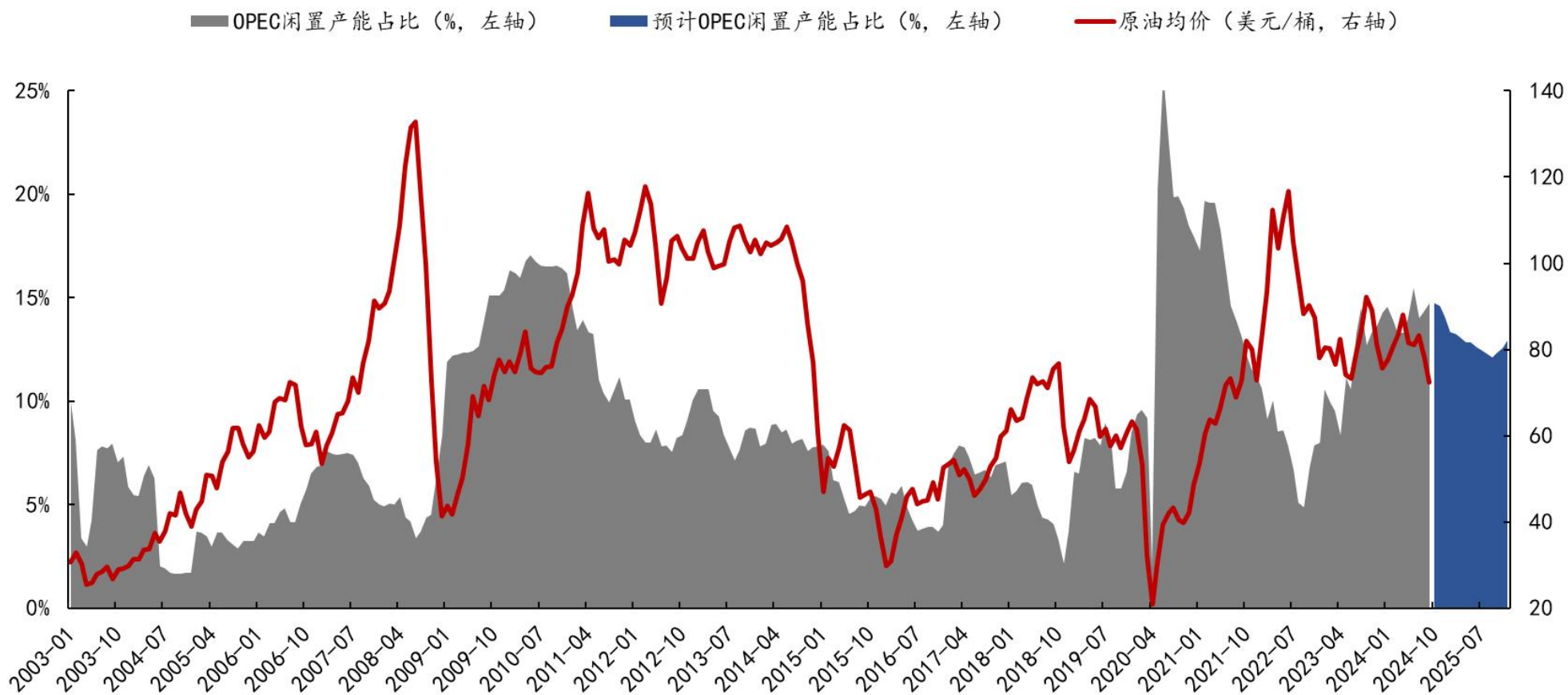
图：wind红利指数资产股息率近两年保持在6%以上，稳健红利资产成为“类固收”资产最佳替代品



□ **过去的经验：**OPEC的闲置产能上升往往会带来油价的下行。

□ **2020-2024的高景气周期：**OPEC的闲置产能处于历史高位水平，但油价同时也在高位水平（70美元/桶以上）。

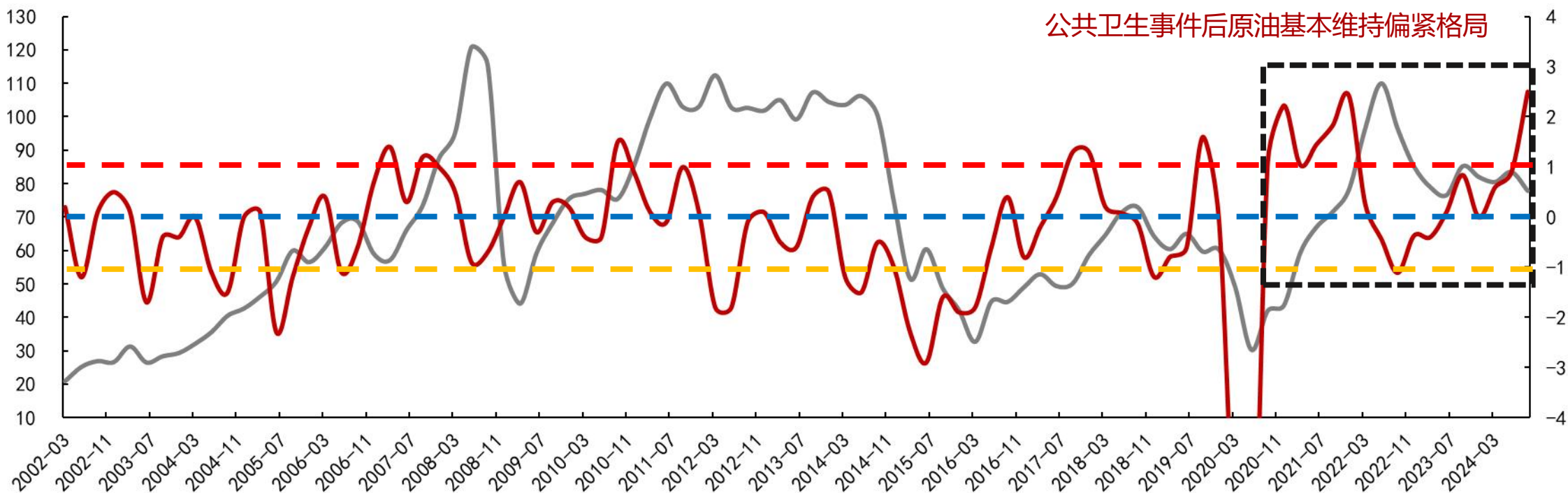
图：OPEC闲置产能处于历史较高的水平



- **供需基本面**：本轮周期（20-24年）中，原油大部分时间都出现供给缺口。
- **供需平衡时**：油价的支撑价格约为70美元/桶。
- **供给过剩100万桶/天**：油价的支撑价格约为55美元/桶。
- **供给缺口100万桶/天**：油价的支撑价格约为85美元/桶。

图：过剩100万桶-平衡点之间的油价支撑位在55-70美元/桶

— 油价（美元/桶，左轴） — 供给缺口（百万桶/天，右轴）



□ **本轮是取消哪一轮减产计划？** 本轮增产是2023年11月的220万桶/天减产在2025逐步退出（标黄）。

□ **谁的闲置产能多？** 沙特现有311万桶/天的闲置产能，占总闲置产能近一半，其次是阿联酋（105万桶/天）和俄罗斯（56万桶/天）。

图表：过去的减产主要由沙特和俄罗斯贡献，目前闲置产能较多的国家有沙特、阿联酋和俄罗斯

单位：万桶/天	2022年10月 集体减产200万桶	2023年4月 集体减产160万桶	2023年7月 沙特、俄罗斯自愿减产	2023年11月 集体减产220万桶	合计计划减产量	可持续产能	2024.10产 量	闲置产能
阿尔及利亚	5.0	4.8		5.1	14.9	99	90	9
刚果	1.5				1.5	27	26	1
赤道几内亚	0.6				0.6	6	5	1
加蓬	0.9	0.8			1.7	22	23	-1
伊拉克	22.2	21.1		22.3	65.6	487	425	62
科威特	13.3	12.8		13.5	39.6	288	249	39
尼日利亚	8.7				8.7	142	132	10
沙特阿拉伯	52.2	50	100	100	302.2	1211	900	311
阿联酋	14.9	14.4		16.3	45.6	428	323	105
安哥拉（24.1退出）	7.3				7.3			0
OPEC 9国	126.6	103.9	100	157.2	487.7	2710	2173	537
伊朗						380	335	45
利比亚						123	96	27
委内瑞拉						89	92	-3
OPEC 12国	126.6	103.9	100	157.2	487.7	3302	2696	606
阿塞拜疆	3.4				3.4	49	49	0
哈萨克斯坦	8.1	7.8		8.2	24.1	162	128	34
墨西哥						159	158	1
阿曼	4.2	4		4.2	12.4	85	76	9
俄罗斯	52.2	50	30	50	182.2	976	920	56
其他	5.0					86	73	13
非OPEC成员国	72.9	61.8	30	62.4	227.1	1516	1405	111
OPEC+合计	199.5	165.7	130	219.6	714.8	4818	4102	716

- **谁的增产量多？** 沙特、阿联酋和俄罗斯将增产100、47、47万桶/天，占本轮260万桶/天的74%。
- **增产将会根据市场情况调整：** 本次增产计划原定于24年10月开始，但因市场情绪问题已推迟至明年，OPEC将视油价调整增产计划的推进，其中沙特和俄罗斯对于油价的诉求较强，将有效控制增产的节奏。

图表：本轮增产的核心国家是沙特、阿联酋和沙特，增产已推迟至明年

OPEC减产退出规划图																	
单位（万桶/天）	24. 08配额	24. 10-11	24. 12	25. 01	25. 02	25. 03	25. 04	25. 05	25. 06	25. 07	25. 08	25. 09	25. 10	25. 11	25. 12	增产量	配额产能
阿尔及利亚	91	91	91	92	92	93	93	93	94	94	95	95	96	96	96	5	101
伊拉克	391	400	402	404	406	407	409	411	413	415	417	418	420	422	422	31	443
科威特	241	241	242	244	245	246	247	248	249	250	251	253	254	255	255	14	268
沙特	898	898	906	915	923	931	940	948	956	965	973	981	990	998	998	100	1048
阿联酋	291	291	293	297	302	307	311	316	321	325	330	335	336	338	338	47	352
哈萨克斯坦	142	147	148	148	149	150	150	151	152	152	153	154	154	155	155	13	163
阿曼	76	76	76	77	77	77	78	78	78	79	79	79	80	80	80	4	84
俄罗斯	898	898	902	906	910	914	917	921	925	929	933	937	941	945	945	47	995
合计	3028	3042	3060	3081	3103	3124	3145	3167	3188	3209	3231	3252	3270	3288	3288	260	3453

资料来源：OPEC、浙商证券研究所

□ **减产并未落实得当：**当前OPEC+19减产协议国10月最新产量超过配额约72万桶/天。

□ **伊拉克和阿联酋是重点减产不到位国家：**伊拉克和阿联酋10月产量与配额差分别为35/32万桶/天，超产占原油配额比为9%/11%。

图表：减产一直未落实到位OPEC

单位：万桶/天	2024. 10原油配额	2024. 10产量与配额差	超产占原油配额比
阿尔及利亚	91	0	0%
刚果	28	-1	-4%
赤道几内亚	7	-2	-29%
加蓬	17	6	35%
伊拉克	390	35	9%
科威特	241	8	3%
尼日利亚	150	-19	-13%
沙特阿拉伯	898	2	0%
阿联酋	291	32	11%
OPEC 9国	2113	60	3%
阿塞拜疆	55	-6	-11%
哈萨克斯坦	120	8	7%
阿曼	76	0	0%
俄罗斯	897	23	3%
其他	87	0	0%
非OPEC成员国	1235	11	1%
OPEC+19减产协议国	3348	72	2%

□ **补偿性减产将有效对冲OPEC增产的影响。**由于伊拉克和哈萨克斯坦在今年一直超过原油配额生产，24年1到7月超产144万桶/天和69.9万桶/天，两国在8月提出最新的补偿计划，所有过生产量将在2025年9月前得到完全补偿。伊拉克和哈萨克斯坦两国将合计补偿213.9万桶/天，在实施得当的情况下，将有效对冲260万桶/天的OPEC未来一年的增产。

图表：从近8-10月的情况来看，伊拉克和哈萨克斯坦虽然没有完全达到补偿性减产目标，但两国均在推进额外减产

伊拉克和哈萨克斯坦超产补偿性减产时间表

按月份补偿减产量（万桶/天）	24. 01-07累计超产量（万桶/天）				24. 08	24. 09	24. 10	24. 11	24. 12
伊拉克补偿减产量	144				9	9.5	9.5	10	11
哈萨克斯坦补偿减产量	69.9				0.49	0.28	26.5	3.2	5.4
按月份补偿减产量（万桶/天）	25. 01	25. 02	25. 03	25. 04	25. 05	25. 06	25. 07	25. 08	25. 09
伊拉克补偿减产量	12	12	12	12	10.5	9	9	9	9.5
哈萨克斯坦补偿减产量	6.5	5.2	3.9	3.6	3.3	1.8	1.6	1.3	0.1

- **25年EIA预期将出现供给过剩。**与23年-24年不同的是，25年由于需求增长有限（约100万桶/天），叠加OPEC减产计划退出，25Q3伴随非OPEC国家产能释放，原油供需或将进入供给过剩的格局。
- **供给过剩相对有限。**虽然25年下半年开始供给或将出现过剩格局，但供给过剩量大约为45-50万桶/天，在供给过剩50万桶/天的情况下，油价的底部支撑位置约为60-65美元/桶，行业盈利仍将维持较好的水平。

图表：EIA预测OPEC的增产计划会在明年Q1逐步执行，供给过剩将在Q2开始

EIA预测	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2023	2024	2025
总产量	102.04	102.48	102.61	103.36	103.64	104.38	105.13	105.48	102.02	102.62	104.66
OPEC产量	32.16	32.09	32.03	32.10	32.34	32.51	32.60	32.60	32.17	32.09	32.51
原油产量	26.77	26.82	26.68	26.72	27.00	27.18	27.27	27.27	26.90	26.75	27.18
其他产量	5.40	5.26	5.34	5.38	5.33	5.33	5.33	5.33	5.27	5.35	5.33
非OPEC产量	69.88	70.39	70.58	71.26	71.30	71.87	72.53	72.88	69.84	69.84	72.15
原油产量	49.93	49.37	49.41	50.32	50.78	50.70	51.22	51.69	49.67	49.67	51.10
其他产量	19.94	21.02	21.17	20.94	20.52	21.17	21.32	21.19	20.18	20.77	21.05
总需求	102.22	103.13	103.52	103.67	103.92	104.02	104.71	104.80	102.14	103.13	104.35
OECD需求	44.81	45.54	46.15	46.21	45.46	45.22	46.05	46.15	45.67	45.68	45.72
非OECD需求	57.41	57.59	57.37	57.46	58.46	58.80	58.66	58.65	56.47	57.45	58.64
供需差	-0.18	-0.65	-0.91	-0.32	-0.28	0.36	0.43	0.68	-0.12	-0.51	0.31

- **本轮周期与过去的不同点：**与11年-14年油价高景气阶段不同，本轮油价的高景气主要来源于供给端OPEC+减产，20年由于全球公共卫生的发生，汽柴油需求短期内大幅下降，OPEC+宣布减产保障原油供需差回归正常水平，在过去三年内OPEC+累计减产714.8万桶/天，当前OPEC+闲置产能占比约为14.3%，处于历史较高水平。
- **当前原油供需平衡预期正从供给缺口迈向供给过剩。**相较于2020-2024H1原油供给大部分维持供给缺口的状态，OPEC将于25年开始逐步退出减产计划，当前市场对于25年和久期原油供需预期从供给缺口转为供给过剩。
- **明年是否会出现供给过剩取决于OPEC+未来的增产步骤。**虽然市场普遍预期25年原油会出现供给过剩的情况，但过剩情况从目前来看较为有限，我们于EIA的观点不同的地方在于，我们预计OPEC并不会在明年Q1和Q2进行增产，因为从OPEC的预计结果来看，明年原油需求的增长点主要发生在下半年，因此过早的增产会导致过剩提前来临，因此12月OPEC部长级会议我们认为OPEC会宣布将增产推迟至明年Q2季度，延续过去走一步看一步的产量调整方式，上半年如果OPEC增产能够根据市场供需情况进行较好的调整，原油供需或将仍将维持紧平衡。
- **虽然长期预期为过剩，但跌破60美元/桶的可能性较小。**长期来看，虽然原油的过剩格局预期能以扭转，但我们认为本轮油市并不太会出现价格系统性的跌破60美元/桶的情景，过去油市出现价格长期低于60美元/桶的情况主要来源于OPEC为抢夺市场份额而主动掀起的 price 战，当前现有的油市的竞争者都不太能挑战OPEC市场地位，OPEC不需要通过激烈的价格战夺回丢失的份额，上一轮OPEC的竞争者美国的页岩油企对于成本高度敏感，目前整体的breakeven price在50美元/桶，大约20%的打新井成本在70美元/桶以上，当价格长期低于50美元/桶，美国的产量会出现下降，长期低于70美元/桶会美国页岩油的产量增速会放缓，因此我们判断明年跌破60美元/桶的可能性较小。
- **特朗普政府不太会导致美国油企增产。**特朗普被广泛认为是倾向于传统能源开发的领导者，其能直接带给油企的利好是放开油气勘探（未来可获得便宜成本的油气）、减税（降低成本）、减少监管（降低成本），这些举措虽然能一定程度上降低油企的成本，但当产量弹性小于价格弹性时，油企的决策转变为降本增效和提高股东回报，且进一步加大开采势必会带来更多的天然气产量，进一步拖累公司业绩。

低估值高股息稳健龙头企业。当前石化央企PB估值水平依然较低，目前中国石油、中国石化、中国海油的24Q3PB（MQR）分别为1.11、1.02、1.99倍，对标海外油气企业估值水平偏低，具备较高的提升空间，其次从股息率的角度，24Q3三家企业股息率（TTM）分别为5%、5%、4.2%，仍具吸引力，中国石油和中国石化为综合性油企，业务涵盖上游油气开采到终端的化工产品和加油站，经济和产品价格波动因素对于两家企业的ROE影响较小，中国海油作为纯粹的上游油气勘探生产企业，虽然油价的变化对于公司经营业绩影响较大，但较低的桶油成本可以保障公司在高油价阶段积极增储上产，做大做强业绩，也可以在低油价阶段降低资本开支，提高分红和回购水平，熨平ROE的波动，其次三家企业都在积极的扩大天然气生产，相较于油价的波动性，天然气长协机制可以保障公司业绩的稳定性，顺价机制的持续推进也使得天然气盈利能力增强。

图表：本轮增产的核心国家是沙特、阿联酋和沙特，增产已推迟至明年

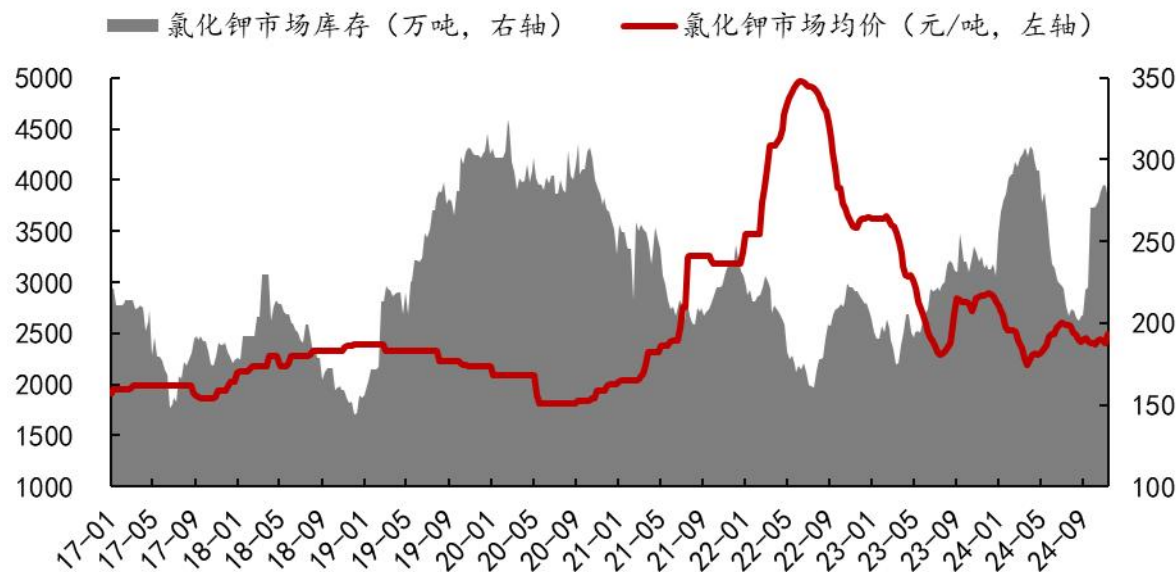
公司	财务指标	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
中国石油																
	单季归母净利润（亿元）	277	253	221	170	391	433	379	291	436	416	464	295	457	429	439
	净利率（%）	5.7%	5.6%	3.7%	2.9%	5.6%	5.8%	5.0%	3.9%	6.6%	6.2%	6.5%	4.7%	6.3%	6.5%	6.9%
	ROE（%）	2.3%	2.0%	1.8%	1.4%	3.0%	3.3%	2.8%	2.1%	3.1%	3.0%	3.3%	2.1%	3.1%	2.9%	2.9%
	PB（MQR）	0.65	0.78	0.88	0.72	0.81	0.74	0.70	0.68	0.79	0.97	1.03	0.91	1.25	1.27	1.11
	股息率（TTM）	4.1%	3.3%	3.6%	4.4%	3.9%	4.3%	5.8%	6.0%	7.1%	5.7%	5.4%	6.1%	4.5%	4.3%	5.0%
中国石化																
	单季归母净利润（亿元）	179	212	207	113	226	209	131	96	201	150	179	75	183	174	85
	净利率（%）	4.0%	3.7%	3.3%	1.7%	3.4%	2.7%	1.6%	1.5%	2.9%	2.2%	2.4%	1.1%	2.7%	2.5%	1.2%
	ROE（%）	2.4%	2.8%	2.7%	1.5%	2.9%	2.6%	1.7%	1.2%	2.5%	1.9%	2.2%	0.9%	2.2%	2.1%	1.0%
	PB（MQR）	0.71	0.69	0.71	0.67	0.67	0.62	0.66	0.67	0.86	0.94	0.91	0.83	0.97	0.92	1.02
	股息率（TTM）	4.6%	4.6%	6.5%	6.9%	10.9%	11.5%	11.0%	10.8%	6.3%	5.6%	5.6%	6.1%	5.3%	5.4%	5.0%
中国海油																
	单季归母净利润（亿元）	148	185	195	175	343	376	369	329	321	316	339	262	397	400	369
	毛利率（%）	47.2%	51.5%	49.4%	53.4%	58.4%	52.1%	53.6%	49.1%	49.2%	53.4%	46.8%	50.7%	53.4%	54.0%	56.1%
	净利率（%）	28.3%	32.0%	30.7%	24.2%	37.7%	33.7%	33.9%	29.6%	32.9%	33.5%	29.6%	24.1%	35.6%	34.7%	37.2%
	ROE（%）	3.4%	4.1%	4.3%	3.6%	6.9%	7.1%	6.6%	5.7%	5.3%	5.0%	5.3%	4.0%	5.8%	5.6%	5.1%
	PB（MQR）	-	-	-	-	-	1.61	1.37	1.27	1.36	1.38	1.58	1.55	2.09	2.22	1.99
	股息率（TTM）	-	-	-	-	-	0.0%	10.2%	10.6%	13.5%	12.6%	5.8%	5.8%	3.9%	3.5%	4.2%

钾肥：国际钾肥成本上移催化价格底部中枢上移，供应链或许并没有想象的那么牢固

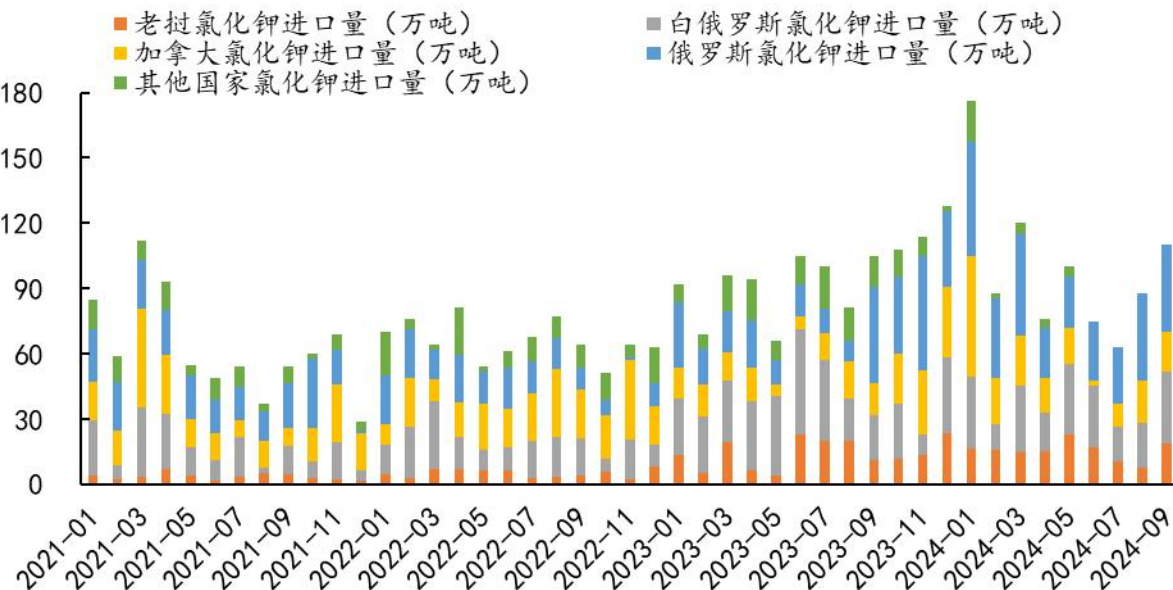
海外成本提高拉高氯化钾价格底部。从国际钾肥大厂2023年财报披露的营业成本情况来看，供应端成本上升的趋势已经非常明显。加拿大钾肥公司Nutrien为例，其销售从2021年的94美元/吨上涨到2023年的105美元/吨；美国美盛公司Mosaic，销售成本从2021年的192美元/吨上涨到2023年的228美元/吨；乌拉尔钾肥2023年总销售成本（含resale成本）飙升至258美元/吨，与2021年的142美元/吨相比，上涨了143美元/吨，国际大厂的成本提升带动国际钾肥价格底部中枢上移。

供给端矛盾频发，重视供应链风险。11月全球最大的钾肥生产商加钾因为温哥华港口罢工，导致出口业务全面停滞，部分货物的交付不可避免地面临延迟，白俄罗斯总统提议与俄罗斯化肥生产厂商协商将钾肥的产量减少10%或11%，23年俄罗斯和白俄罗斯的钾肥产量约占全球产量的28%，如果两个国家联合减产10%，将会带来200万吨的供给减少，这无疑会对供需本就偏紧的钾肥带来较大的不确定性。

图表：当前氯化钾库存处于历史相对高位，价格逐渐趋稳



图表：俄乌冲突后，俄罗斯和白俄罗斯钾肥向中国出口量出现较大提升



盐湖提钾+锂双龙头公司，明年新投产4万吨/年碳酸锂带来增量业绩：

公司拥有500万吨/年氯化钾（全国市占率超60%）和3万吨碳酸锂（权益51%），钾肥属于寡头垄断型资源，未来几年内新增产能较少，且俄罗斯和白俄罗斯钾肥因俄乌冲突影响，成本出现较大增长，预计未来几年仍将维持供需紧平衡状态，公司钾肥盈利中枢稳定，公司碳酸锂成本位于碳酸锂成本曲线左侧，过去三年碳酸锂平均营业成本为3.5万元/吨，具备较强的盈利能力，明年公司将建成4万吨碳酸锂产能，预计明年贡献增量业绩。

新公司法实施后公司可进行分红，假设80%分红比例下25年公司股息率可达4%。因前期公司司法重整大额亏损影响，截至23年底母公司未分配利润为-203.9亿元，新公司法将于今年7月1日正式实施，允许公司使用资本公积金弥补未分配利润亏损，23年底母公司资本公积金为400.8亿元，能够弥补未分配利润亏损进而具备分红条件，根据wind一致性预期，公司24/25/26年归母净利润分别为47/55/64亿元，假设分红比例为80%的情况下，对应当前市值股息率分别为3.7%/4.2%/5.0%。

五矿进驻公司变身央企，禁止同业竞争存在资产注入预期：5月公司公告公司控股股东青海国投拟与中国五矿集团筹划打造世界级盐湖产业集群（由中国五矿控股），如果合作成功，公司将由地方国企升级为中央国企，中国五矿控股五矿盐湖公司（持股比例51%），拥有30万吨/年氯化钾和1万吨/年碳酸锂产能，正常情况下由于禁止同业竞争，母公司在一定时间内将同业公司注入进上市公司内，公司存在五矿盐湖注入预期。

图表：1997年-2008年公司保持80%左右的分红水平

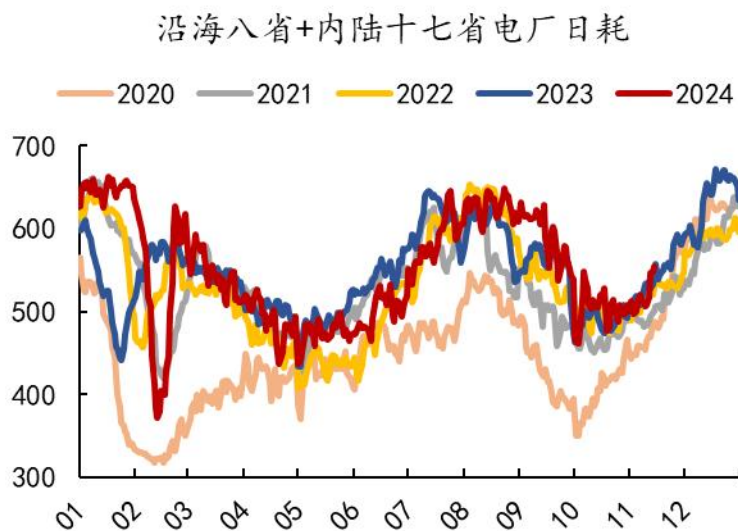
年度	归母净利润(亿元)	现金分红总额(亿元)	期末未分配利润(亿元)	股利支付率(%)②
2024-03-31	9.34	--	--	--
2023-12-31	79.14	--	-203.86	--
2022-12-31	155.65	--	-269.04	--
2021-12-31	44.78	--	-398.49	--
2020-12-31	20.40	--	-436.68	--
2019-12-31	-458.60	--	-457.38	--
2018-12-31	-34.47	--	100.88	--
2017-12-31	-41.59	--	113.92	--
2016-12-31	3.41	0.37	106.69	10.89
2015-12-31	5.59	0.58	95.01	10.30
2014-12-31	13.02	1.37	85.59	10.50
2013-12-31	10.52	1.07	71.91	10.13
2012-12-31	25.24	5.09	64.17	20.16
2011-12-31	24.81	2.54	42.58	10.26
2010-12-31	11.08	--	5.06	--
2009-12-31	12.30	3.09	-1.78	25.15
2008-12-31	13.64	12.83	-0.10	94.06
2007-12-31	9.90	9.21	1.82	93.01
2006-12-31	8.15	6.75	2.12	82.88
2005-12-31	5.16	3.84	4.78	74.41
2004-12-31	2.95	2.30	2.70	78.10
2003-12-31	0.97	1.02	1.22	105.12
2002-12-31	0.92	0.99	0.39	107.85
2001-12-31	0.81	0.51	0.60	62.70
2000-12-31	0.69	0.60	0.42	86.67
1999-12-31	0.63	0.10	--	15.33
1998-12-31	0.48	0.40	--	83.19
1997-12-31	0.47	0.40	--	85.00

资料来源：Wind、浙商证券研究所

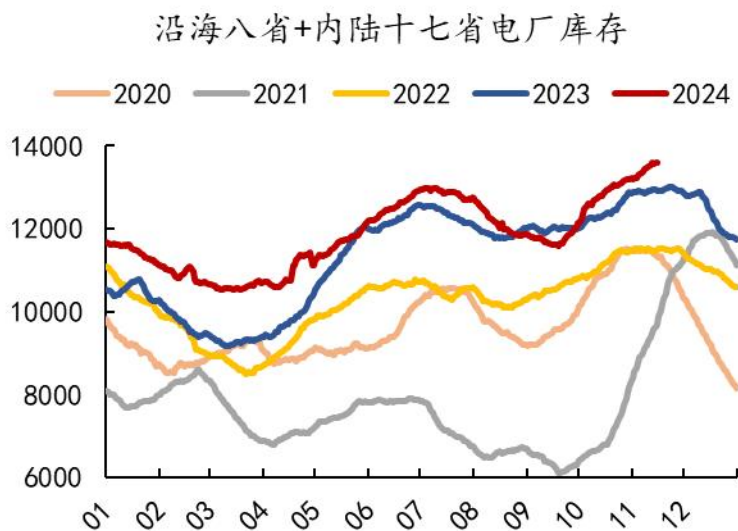
马朗项目顺利投产，新煤化工项目提高产品附加值，东部煤矿引入战略投资者加速推进开发进度。近期公司马朗煤矿分别取得核准批复和采矿许可证，标志着马朗煤矿顺利投产，随着马朗煤矿的进一步开发，热值有望继续提升。公司公告1500万吨/年伊吾广汇煤炭分质分级利用项目，项目包括提质煤714万吨、煤焦油150万吨、LNG77.8万吨、燃料电池氢气两万吨、液体二氧化碳50万吨等，并围绕产业链延伸规划建设下游高附加值化工品，预计本项目投资额约164.8亿元，建设周期为30个月，项目建成后年均税后利润可达16.4亿元，项目将有效提高产品附加值。公司引入淖毛湖东部煤矿战略合作方并转让东部矿区40%的股权给新疆顺安能源，转让价为20.49亿元，引入战略合作将加速推进淖毛湖东部煤矿开发进度，顺安能源未来具有在区域投建煤化工项目的规划设想，实际若推行可有效扩增区域煤炭市场容量即可就地消纳增量煤炭。

重视股东回报，高分红回馈股东。公司公告2022-2024年以现金方式累计向普通股股东分配的利润不少于最近三年实现的年均可供普通股股东分配利润的90%，且每年实际分配现金红利不低于0.70元/股。以2024年11月27日收盘价7.22元/股计算，公司最低分红率达9.7%。

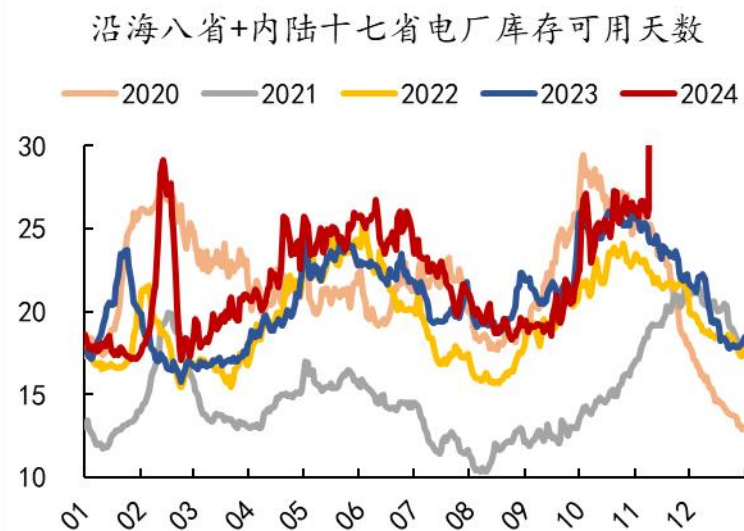
图表：今年电厂整体日耗较上年推后



图表：下游电厂库存处于较高水平



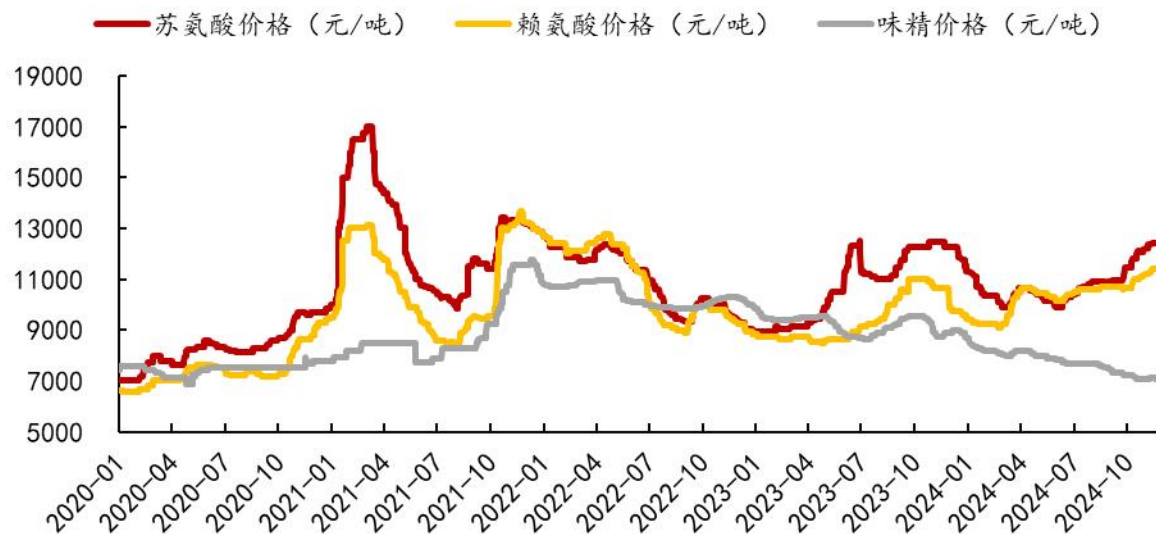
图表：随着冷空气来领，库存可用天数将迎来拐点



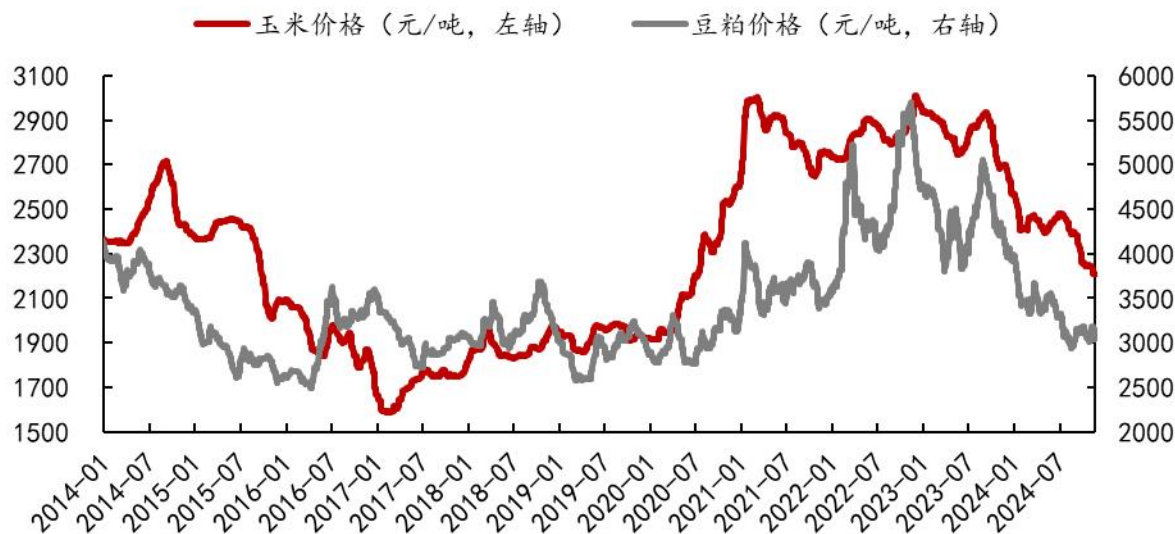
味精行业地位格局稳固，苏赖氨酸格局持续优化。当前味精行业已呈现寡头垄断格局，行业格局稳固的情况下盈利稳定，赖/苏氨酸行业呈现头部集中趋势、整合持续，预计未来2年低效产能陆续出清、供需改善，公司作为头部企业具备一定市场调控能力，叠加公司深耕“氨基酸+”战略，布局小品种氨基酸并构建合成生物学研究平台，未来有望持续推出具备竞争力的合成生物学产品。

高现金分红+持续回购注销双模式回报股东，完善利益共享机制促进公司长期持续发展。公司2012-2023年累计分红95.38亿元，平均分红率达55.97%，其中2020-2023年现金分红总额分别为9.26、12.17、11.77、11.98亿元；24H1公司拟向全体股东每股派发现金红利0.175元（含税），合计派发现金红利5亿元左右。回购注销方面，公司2020-2023年股份回购方案分别计划注销股本3422、2608、9904、9064万股，回购金额分别为2.00、2.00、10.00、8.60亿元，多年回购注销使公司总股本缩至28.53亿股；24年以来，公司已完成1.40亿元的股份回购，此次回购股份预案公告公司拟再次回购金额达3-5亿元。员工激励方面，公司已完成多轮员工持股，建立和完善员工、股东的利益共享机制，在促进公司长期、持续、健康发展的同时彰显了公司的信心。

图：今年以来苏、赖氨酸价格顺利上涨



图：成本端玉米价格下跌，替代品豆粕价格下跌



06

投资建议

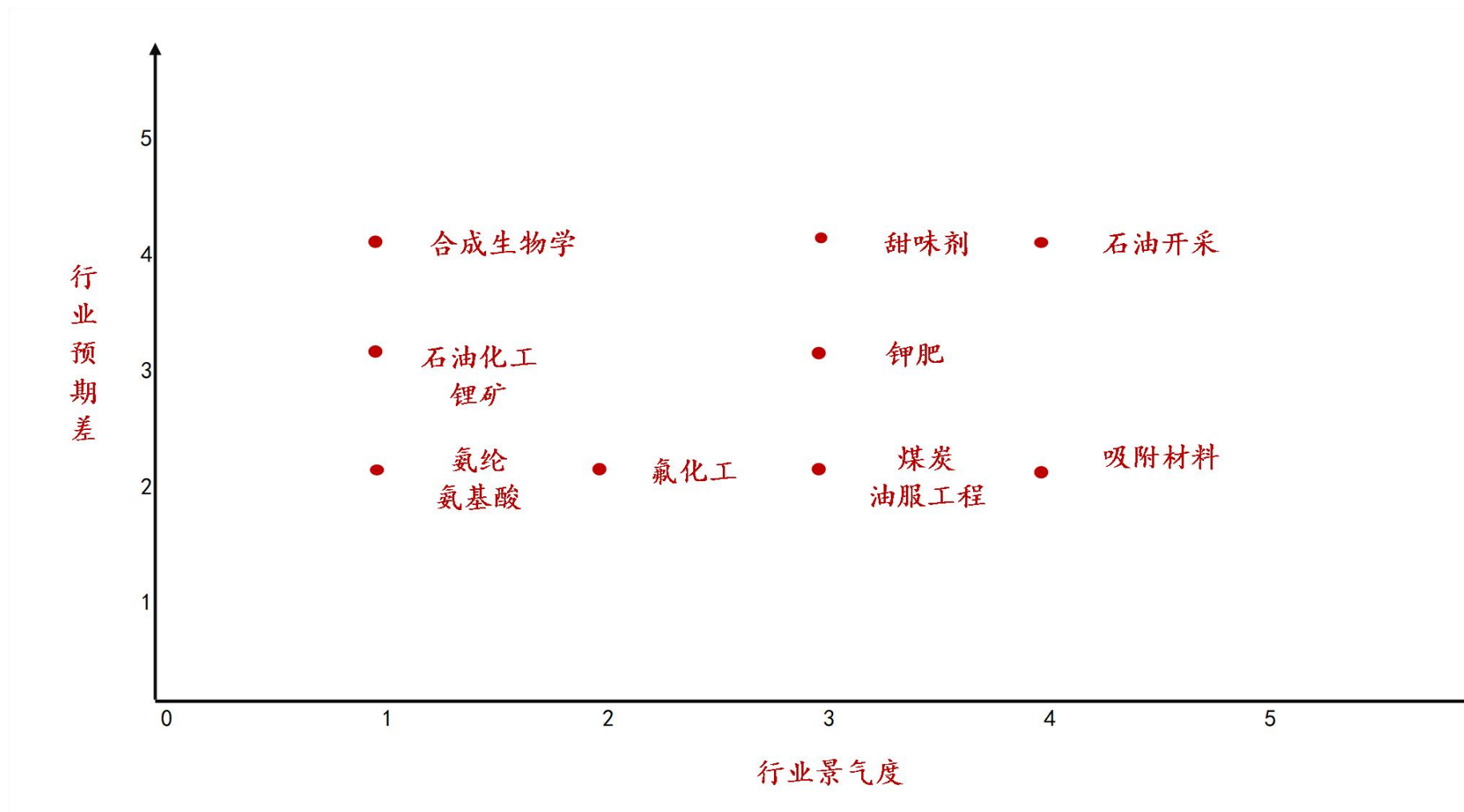
推荐板块：

- 进攻投资逻辑：供给侧改革重组标的、科技新质生产力。
- 防守投资逻辑：低估值顺周期内需标的、高股息资源端。

推荐标的：

- 金禾实业：甜味剂周期底部反转，甜味剂龙头企业，三氯蔗糖、安赛蜜和麦芽酚价格均实现底部反转。
- 华峰化学：氨纶龙头资产注入，拟收购集团合成树脂及TPU资产，聚氨酯一体化平台再延伸。
- 昊华科技：蓝天注入强化氟产业布局，中化蓝天重组完成，制冷剂配额制下景气向上。
- 华恒生物：合成生物学龙头，行业景气度触底，低成本放量持续兑现。
- 蓝晓科技：吸附材料龙头，基本业务稳健发展，吸附材料高速增长。
- 民营大炼化：内需改善低估值顺周期，投产密集期已过，内需改善有望推动盈利上行，建议关注荣盛石化、恒力石化、东方盛虹。
- 海油工程：海上石油设备更新，中海油在海洋油气开发环节的主要工程总包商，针对国内海洋油气开发环节的设备更新具有显著的竞争优势和订单潜力。
- 原油稳健高股息（三桶油）：油气产量稳健增长海上原油龙头标的：中国海油；原油炼化一体，盈利稳健标的：建议关注中国海洋石油（H股）、中国石油、中国石油股份（H股）、中国石化、中国石油化工股份（H股）。
- 盐湖股份：重组计划稳步推进，盐湖提钾+锂双龙头，锂钾景气触底向上，变身央企潜在高股息标的。
- 广汇能源：兼具成长与高股息煤炭标的，马朗持续兑现，最低0.7元/股分红对应10%股息率高股息标的。
- 梅花生物：氨基酸龙头企业，持续回购分红稳健标的。

图：2025年度石化能源行业景气投资图



- 1、**经济复苏不及预期**，或导致行业供过于求的情况延续，产品价格难以出现上涨，从而导致业绩修复不及预期。
- 2、**大宗产品价格出现较大跌幅**，或导致价格下跌向下游传递，进一步压缩行业毛利。
- 3、**产品涨价不及预期**，或导致公司业绩不及预期。
- 4、**政策法规发生较大变化**，或对行业和公司经营造成较大影响。
- 5、**海外反倾销制裁进一步加强**，产品出口量下滑，或加剧行业供过于求的局面，导致产品价格下跌。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“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，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。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。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>