

行业研究 | 行业专题研究 | 石油石化

大化工 2024 年 Q3 业绩总结



| 报告要点

成本端原油价格或持续维持中高位震荡，叠加需求端政策落地，在此情景下重点推荐三大投资主线：一是拥有大体量上游油气资产业绩确定性较强的龙头央企，二是如果消费需求出现回暖有望获得业绩修复的民营大炼化企业，三是行业龙头竞争优势领先，经营韧性凸显的化工企业。

| 分析师及联系人



许隽逸

SAC: S0590524060003



张玮航

SAC: S0590524090003



陈律楼

SAC: S0590524080002



申起昊

SAC: S0590524070002

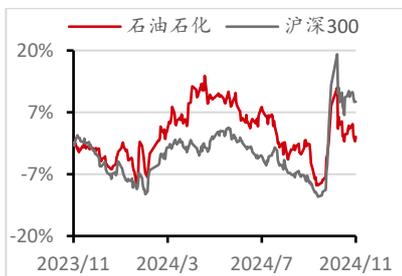


陈康迪

石油石化 大化工 2024 年 Q3 业绩总结

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

相对大盘走势



相关报告

- 1、《石油石化：2024Q3 大化工行业基金持仓分析：石化重仓降低，化工延续低配》
2024. 10. 27
- 2、《石油石化：财政发力促大化工稳健前行》
2024. 10. 14

行业事件

成本端原油价格或持续维持中高位震荡，叠加需求端政策落地，在此情景下重点推荐三大投资主线：一是拥有大体量上游油气资产业绩确定性较强的龙头央企，二是如果消费需求出现回暖有望获得业绩修复的民营大炼化企业，三是行业龙头竞争优势领先，经营韧性凸显的化工企业。

上游业绩稳健的油气龙头央企

2024Q3 中东地区地缘局势反复叠加需求的不确定性，油价同环比出现下滑，2024Q3 布伦特原油期货结算价均值 78.71 美元/桶，同比下降 8.40%，环比下降 7.43%。在油价同环比下滑的情况下，龙头油气央企凭借其大体量上游油气资产以及卓有成效的改革，业绩仍持续维持稳健，在进入供暖旺季后天燃气销售有望带动业绩实现改善。

中游炼化业绩承压静待修复

2024Q3 化工品需求仍处于底部磨底阶段，盈利能力下滑叠加油价下行带来库存损失导致企业 Q3 业绩承压。2024Q3 PX-原油价差为 2760 元/吨，同比收窄 16.92%，环比收窄 11.06%，PX 盈利有所下滑。2024Q3 柴油/汽油/航空煤油裂解价差均值分别为 1099 元/1619 元/1416 元/吨，分别同比减少 9.19%/增加 7.53%/增加 29.24%，柴油盈利能力有所下滑。与此同时，化工板块盈利仍处于磨底阶段，2024Q3 聚烯烃-原油产品价差为 3188 元/吨，同比走阔 15.28%，环比走阔 8.62%。2024Q3 PTA-PX 产品价差均值为 315 元/吨，同比走阔 66.57%，环比收窄 0.05%。如果近期各项货币加财政政策落地实施，化工品终端消费需求或将回暖，中游炼化板块公司盈利能力有望修复。

中下游基础化工行业盈利承压、景气度加速磨底

产能相对富裕叠加有效需求不足，2024 年前三季度，基础化工各细分行业景气差异持续分化，行情整体震荡偏弱运行。中游环节化工品价格、价差持续承压，致利润显著下滑。从细分板块表现看，轮胎、锦纶、氟化工等 16 个子板块营收和利润均同比增长；而油品石化贸易、非金属材料、钾肥等板块营收和归母净利润同比均显著下行。**资本开支方面**，2024 年前三季度基础化工行业资本开支显著下滑，企业边际扩产意愿有所下降；**库存周期方面**，部分化工子行业已逐步进入新一轮主动补库周期，各子行业复苏分化。化工行业是国民经济的支柱产业之一，我们看好后市宏观需求复苏将从终端开始，逐步有效向中上游传导，后续基础化工行业景气度有望加速磨底，供需格局有望逐步改善，静待行业景气复苏。

投资建议：关注龙头油气央企与中下游顺周期龙头白马

由于 2024 年原油价格或将持续维持中高位震荡，如果政策落地带动经济回暖、相关需求逐步恢复，大化工板块标的有望获得业绩弹性。我们推荐 1) 具有上游油气资产业绩稳健且高股息的油气开采企业及炼油企业：中国石油、中国海油、中国石化；2) 若经济回暖或将带动业绩出现景气上行的中游炼化企业：恒力石化、荣盛石化、桐昆股份、新凤鸣；3) 行业龙头竞争优势领先，经营韧性凸显的化工企业：万华化学、宝丰能源、巨化股份、新和成、华鲁恒升、赛轮轮胎、森麒麟。

风险提示：油气田投产进度不及预期；在建项目进度不及预期风险；成品油价格放开风险；终端需求不景气风险；海外经营风险；汇率风险；地缘政治风险；环保成本提升风险。



扫码查看更多

正文目录

1. 油气板块业绩维持稳健，中下游盈利仍承压.....	5
1.1 上游油气开采：油价同环比下降，业绩仍持续维持稳健.....	7
1.2 中游炼化板块：化工品盈利能力持续磨底，库存损失拖累业绩.....	14
1.3 中下游基础化工品：盈利仍承压，资本开支增速显著放缓.....	21
2. 投资建议：关注龙头油气央企与中下游景气修复的化工企业.....	28
2.1 上游龙头油气央企.....	28
2.2 中下游景气修复的化工企业.....	28
3. 风险提示.....	29

图表目录

图表 1：2023 年至 2024Q3 各石油石化公司业绩（单位：亿元）-以 2024 年 11 月 1 日市值排序.....	5
图表 2：2024Q3 化工各板块 ROE 同比、环比变动情况.....	6
图表 3：布伦特原油期货结算价（单位：美元/桶）.....	7
图表 4：石油开采板块营业收入及同比增速.....	8
图表 5：石油开采板块营业收入及环比变化.....	8
图表 6：中国石油营业收入及同比增速.....	8
图表 7：中国石油营业收入及环比变化.....	8
图表 8：中国海油营业收入及同比增速.....	8
图表 9：中国海油营业收入及环比变化.....	8
图表 10：中国石化营业收入及同比增速.....	9
图表 11：中国石化营业收入及环比变化.....	9
图表 12：石油开采板块归母净利润及同比增速.....	9
图表 13：石油开采板块归母净利润及环比变化.....	9
图表 14：中国石油归母净利润及同比增速.....	9
图表 15：中国石油归母净利润及环比变化.....	9
图表 16：中国海油归母净利润及同比增速.....	10
图表 17：中国海油归母净利润及环比变化.....	10
图表 18：中国石化归母净利润及同比增速.....	10
图表 19：中国石化归母净利润及环比变化.....	10
图表 20：布伦特原油价格同比增速与三桶油业绩同比增速对比.....	11
图表 21：OPEC 原油产量（单位：百万桶/天）.....	11
图表 22：俄罗斯原油产量（单位：百万桶/天）.....	12
图表 23：美国石油活跃钻机数及周环比变化.....	12
图表 24：Permian 石油活跃钻机数及周环比变化.....	12
图表 25：Permian 油气井数量.....	13
图表 26：美国原油产量（单位：百万桶/天）.....	13
图表 27：国内成品油表观消费量（单位：万吨）.....	14
图表 28：石油化工板块营业总收入及同比增速.....	14
图表 29：石油化工板块营业总收入及环比变化.....	14

图表 30:	石油化工板块归母净利润及同比增速	15
图表 31:	石油化工板块归母净利润及环比变化	15
图表 32:	PX-原油产品价差 (单位: 元/吨)	15
图表 33:	柴油裂解价差 (单位: 元/吨)	16
图表 34:	汽油裂解价差 (单位: 元/吨)	16
图表 35:	航空煤油裂解价差 (单位: 元/吨)	17
图表 36:	聚烯烃-原油价差 (单位: 元/吨)	17
图表 37:	PTA-PX 价差 (单位: 元/吨)	18
图表 38:	涤纶长丝开工负荷率	18
图表 39:	涤纶长丝工厂库存 (单位: 天)	19
图表 40:	涤纶长丝表观消费量 (单位: 万吨)	19
图表 41:	涤纶长丝下游织机开工率	20
图表 42:	涤纶长丝-PTA&MEG 产品价差 (单位: 元/吨)	20
图表 43:	CCPI 指数、CCPI-原油价差承压	21
图表 44:	2024 年前三季度化工各板块营业收入同比变动情况	23
图表 45:	2024 年前三季度化工各板块归母净利润同比变动情况	24
图表 46:	2024 年前三季度化工各板块毛利率、净利率同比变动情况	24
图表 47:	2024Q3 化工各板块营业收入同比、环比变动情况	25
图表 48:	2024Q3 化工各板块归母净利润同比、环比变动情况	26
图表 49:	2024 年三季度末化工各板块在建工程同比变化	27
图表 50:	2024Q3 末化工各板块在建工程/固定资产情况	27
图表 51:	石油石化板块资本开支变化情况	28
图表 52:	基础化工板块资本开支变化情况	28

1. 油气板块业绩维持稳健，中下游盈利仍承压

由于地缘政治变动叠加需求端的不确定性，2024Q3 布伦特原油期货结算均价值 78.71 美元/桶，同比下降 8.40%，环比下降 7.43%。在油价同环比下滑的情况下，龙头油气央企凭借其大体量上游油气资产以及卓有成效的改革，业绩仍持续维持稳健，在进入供暖旺季后天然气销售有望带动业绩实现改善，相关标的：中国石油、中国海油、中国石化。与此同时，受益于原料端成本下降，中游炼化企业盈利能力有所改善，但由于一定程度的库存损失导致业绩仍处于磨底状态，如果终端消费需求进一步改善，炼化企业业绩有望进一步得到修复，相关标的：恒力石化、荣盛石化、桐昆股份、新凤鸣。

图表1：2023年至2024Q3各石油石化公司业绩（单位：亿元）-以2024年11月1日市值排序

	营业收入			净利润			公司市值
	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	YOY	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	YOY	
中国石油	22821.35	22562.79	-1.1%	1316.51	1325.18	0.7%	14578.56
中国海油	3068.17	3260.24	6.3%	976.45	1166.59	19.5%	8299.39
中国石化	24699.41	23665.41	-4.2%	529.66	442.47	-16.5%	7096.41
恒力石化	1731.62	1778.57	2.7%	57.01	51.05	-10.5%	967.17
荣盛石化	2390.47	2451.96	2.6%	1.08	8.77	714.7%	963.95
卫星化学	308.82	322.75	4.5%	33.94	36.93	8.8%	655.20
东方盛虹	1036.42	1083.01	4.5%	24.79	-14.19	-57.3%	524.93
桐昆股份	617.42	760.49	23.2%	9.04	10.07	11.4%	291.02
上海石化	698.59	659.95	-5.5%	-7.19	0.35	104.8%	254.72
新凤鸣	442.00	491.97	11.3%	8.87	7.46	-15.9%	172.45
华锦股份	329.71	245.00	-25.7%	-3.92	-18.89	-381.9%	84.13

	单季度数据								
	营业收入								
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	同比增速	环比变化
中国石油	7324.71	7474.00	8022.64	7288.77	8121.84	7416.85	7024.10	-12.4%	-5.3%
中国海油	977.11	943.53	1147.53	1097.92	1114.68	1153.02	992.54	-13.5%	-13.9%
中国石化	7913.31	8023.51	8762.59	7422.74	7899.67	7861.64	7904.10	-9.8%	0.5%
恒力石化	561.54	533.03	637.05	617.04	584.12	541.84	652.61	2.4%	20.4%
荣盛石化	697.21	848.05	845.22	860.64	810.88	801.61	839.47	-0.7%	4.7%
卫星化学	94.15	105.99	108.68	106.05	88.05	105.96	128.75	18.5%	21.5%
东方盛虹	295.34	363.65	377.43	367.97	367.39	360.95	354.68	-6.0%	-1.7%
桐昆股份	159.13	209.84	248.45	208.98	211.11	271.03	278.34	12.0%	2.7%
上海石化	219.78	229.59	249.22	231.54	212.82	222.51	224.62	-9.9%	1.0%
新凤鸣	125.09	156.73	160.17	172.69	144.52	168.20	179.24	11.9%	6.6%
华锦股份	99.75	117.84	112.13	131.71	94.49	117.14	33.37	-70.2%	-71.5%

	净利润								
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	同比增速	环比变化
中国石油	436.30	416.46	463.75	294.93	456.81	429.26	439.11	-5.3%	2.3%
中国海油	321.13	316.48	338.84	261.98	397.19	400.12	369.28	9.0%	-7.7%
中国石化	201.02	150.09	178.55	74.97	183.16	173.87	85.44	-52.1%	-50.9%
恒力石化	10.20	20.29	26.52	12.04	21.39	18.78	10.87	-59.0%	-42.1%
荣盛石化	-14.68	3.41	12.34	10.51	5.52	3.06	0.19	-98.5%	-93.9%
卫星化学	7.07	11.36	15.51	13.96	10.23	10.33	16.37	5.5%	58.4%
东方盛虹	7.17	9.63	7.98	-17.62	2.47	0.72	-17.38	-317.7%	-2524.0%
桐昆股份	-4.90	5.95	7.98	-1.07	5.80	4.85	-0.59	-107.3%	-112.1%
上海石化	-1.63	-8.25	2.69	-6.86	0.84	-0.56	0.07	-97.5%	111.8%
新凤鸣	1.89	2.90	4.07	1.99	2.75	3.29	1.41	-65.4%	-57.2%
华锦股份	-4.98	-1.78	2.83	4.62	-5.01	-2.42	-11.46	-504.6%	-374.2%

资料来源：Wind，国联证券研究所

从 ROE 来看，2024Q3 基础化工板块 ROE 为 1.56%，同比下降 0.2pct，环比下降 0.43pct；石油石化板块 ROE 为 2.6%，同比下降 0.66pct，环比下降 0.46pct。

细分板块看，复合肥、食品及饲料添加剂、纺织化学制品、钾肥、磷肥及磷化工、氯碱板块 ROE 同比改善明显，而非金属材料、其他石化、聚氨酯、纯

碱、涤纶板块 ROE 同比下滑明显。

图表2：2024Q3 化工各板块 ROE 同比、环比变动情况

	2024Q3ROE	2024Q3 同比	2024Q3 环比
基础化工	1.56%	-0.20%	-0.43%
化学原料	1.61%	-0.16%	-0.45%
纯碱	1.79%	-1.50%	-1.34%
氯碱	0.71%	0.54%	-0.16%
无机盐	1.26%	-0.16%	-1.67%
其他化学原料	2.58%	-0.40%	0.88%
煤化工	1.73%	-0.95%	-1.01%
钛白粉	2.40%	-0.07%	-0.13%
化学制品	1.82%	-0.01%	-0.40%
涂料油墨	1.52%	0.41%	-0.17%
民爆制品	2.15%	-0.53%	-1.21%
纺织化学制品	0.92%	0.88%	-0.55%
其他化学制品	0.84%	-0.13%	-0.49%
氟化工	1.70%	0.20%	-0.64%
聚氨酯	2.86%	-1.61%	-1.11%
食品及饲料添加剂	3.03%	0.99%	0.59%
有机硅	1.44%	0.15%	-0.10%
胶黏剂及胶带	0.60%	-0.78%	0.03%
化学纤维	0.77%	-0.69%	-0.76%
涤纶	0.54%	-1.06%	-0.66%
粘胶	-0.05%	0.37%	-0.01%
其他化学纤维	0.49%	-0.68%	-0.44%
氨纶	1.90%	-0.06%	-0.98%
锦纶	0.44%	-0.75%	-0.47%
塑料	1.06%	-0.29%	-0.10%
其他塑料制品	0.54%	-0.87%	-0.35%
改性塑料	1.58%	0.19%	0.02%
合成树脂	2.11%	0.20%	-0.01%
膜材料	0.36%	-0.52%	-0.03%
橡胶	1.56%	-0.12%	-0.39%
其他橡胶制品	0.76%	-0.24%	-0.82%
炭黑	2.22%	0.11%	0.50%
橡胶助剂	2.60%	-0.12%	-0.92%
农化制品	1.54%	0.08%	-0.59%
氮肥	1.72%	-0.89%	-1.02%
磷肥及磷化工	3.05%	0.53%	-0.05%

农药	-0.21%	-0.41%	-0.72%
钾肥	2.47%	0.58%	-0.44%
复合肥	2.37%	1.13%	-1.06%
非金属材料II	1.51%	-6.06%	0.15%
非金属材料III	1.51%	-6.06%	0.15%
石油石化	2.60%	-0.66%	-0.46%
油气开采II	4.97%	-0.20%	-0.41%
油气开采III	4.97%	-0.20%	-0.41%
油服工程	2.08%	0.03%	-0.54%
油田服务	2.90%	0.12%	-0.35%
油气及炼化工程	0.96%	-0.16%	-0.82%
炼化及贸易	1.94%	-0.87%	-0.47%
炼油化工	2.01%	-0.85%	-0.44%
油品石化贸易	1.66%	-0.39%	-0.33%
其他石化	-0.26%	-1.79%	-1.13%

资料来源：Wind，国联证券研究所

1.1 上游油气开采：油价同环比下降，业绩仍持续维持稳健

2024Q3 布伦特原油期货结算价均值下行至 78.71 美元/桶，同比下降 8.40%，环比下降 7.43%。原油价格同环比下滑，龙头油气央企仍持续维持业绩稳健。

图表3：布伦特原油期货结算价（单位：美元/桶）



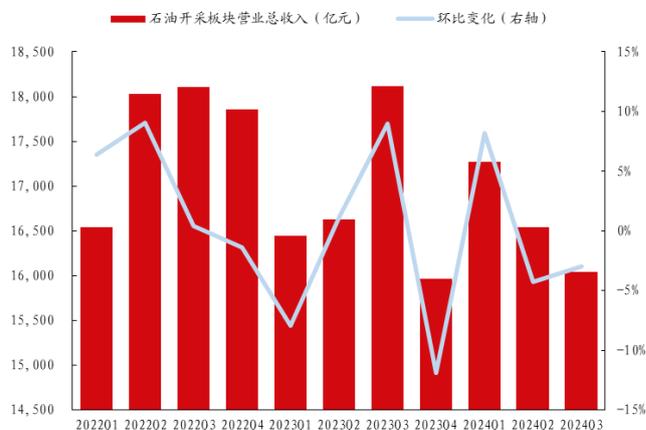
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表4：石油开采板块营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：石油开采板块营业收入及环比变化



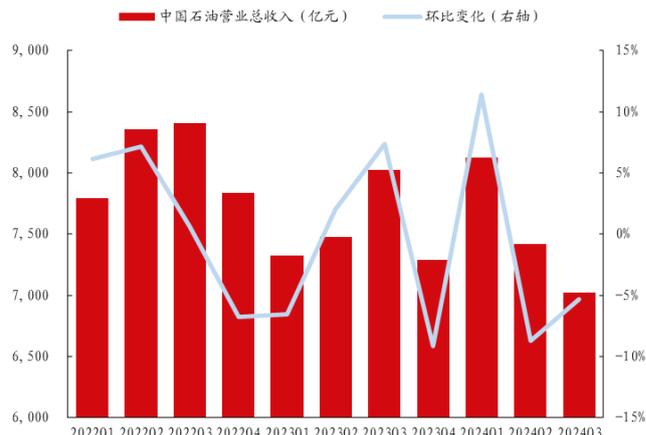
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表6：中国石油营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表7：中国石油营业收入及环比变化



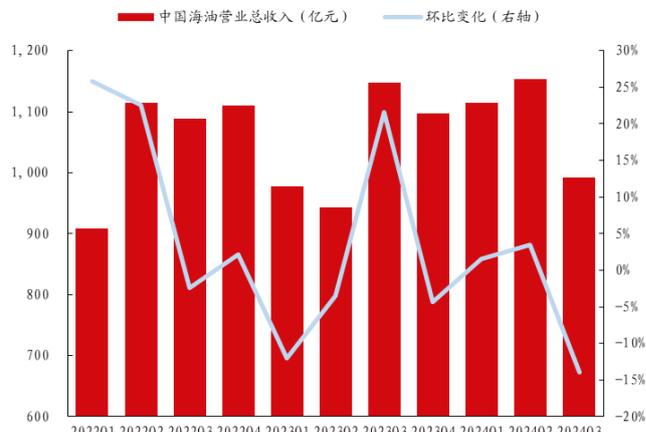
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：中国海油营业收入及同比增速



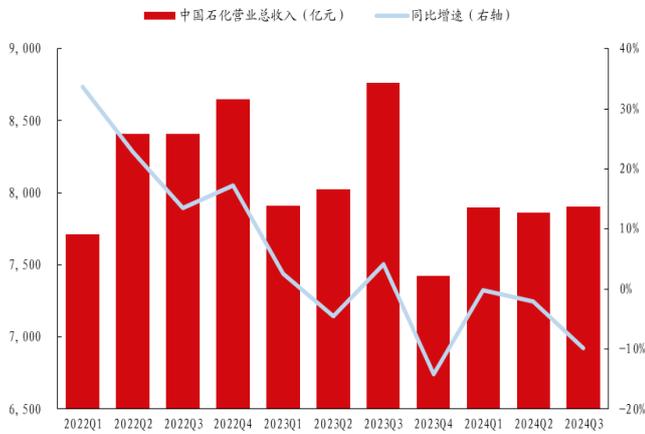
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表9：中国海油营业收入及环比变化



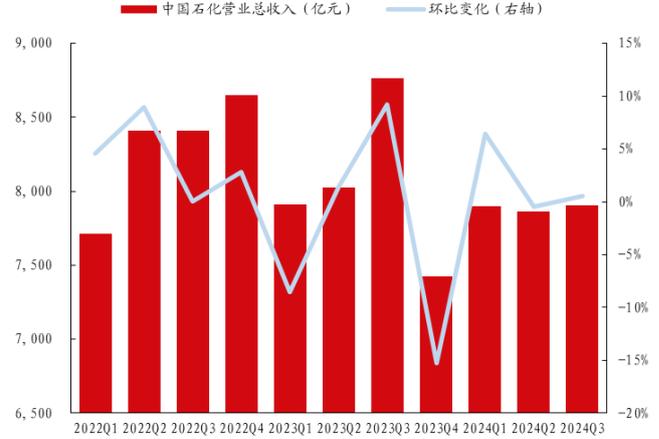
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10: 中国石化营业收入及同比增速



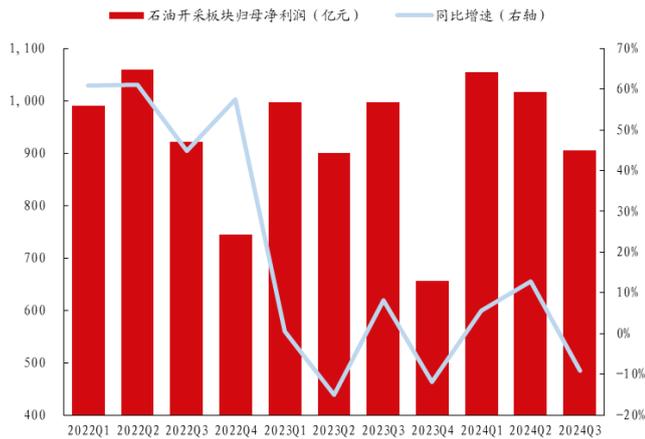
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表11: 中国石化营业收入及环比变化



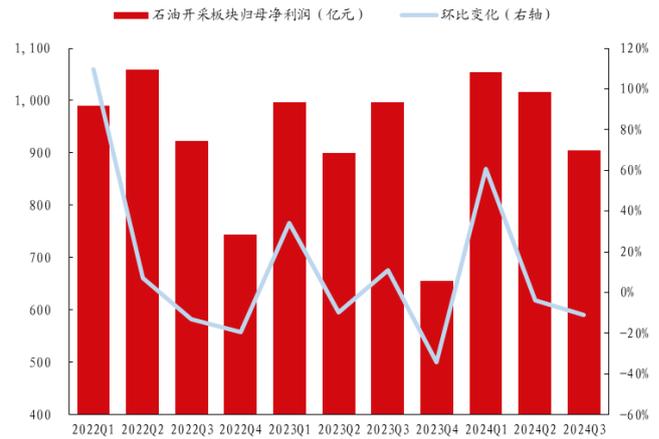
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表12: 石油开采板块归母净利润及同比增速



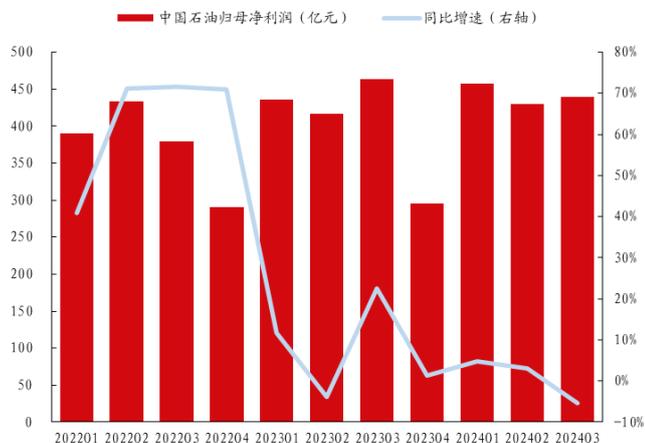
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表13: 石油开采板块归母净利润及环比变化



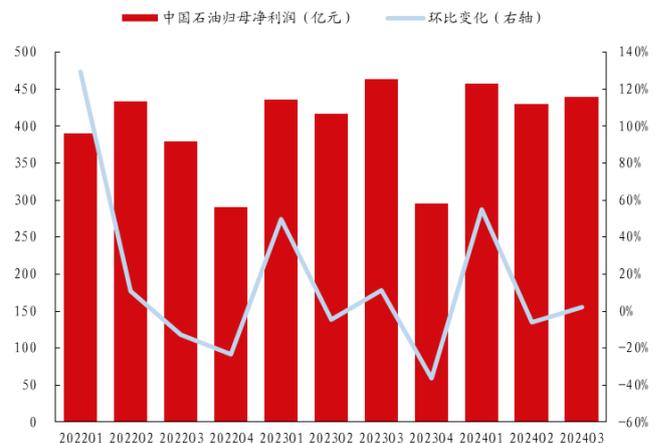
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表14: 中国石油归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国联证券研究所

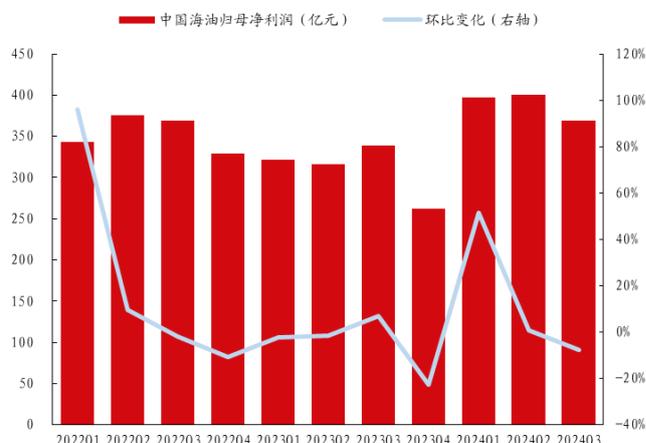
图表15: 中国石油归母净利润及环比变化



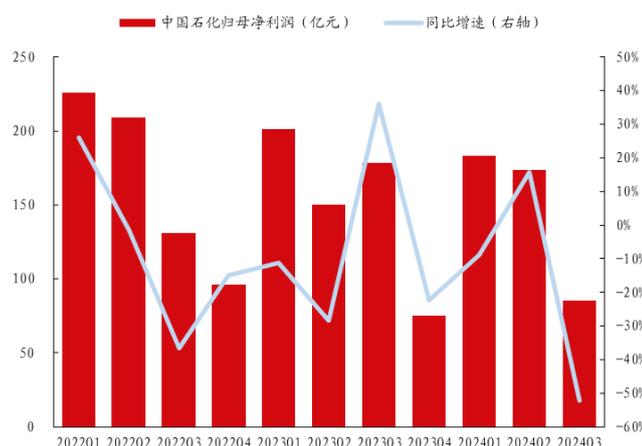
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表16: 中国海油归母净利润及同比增速

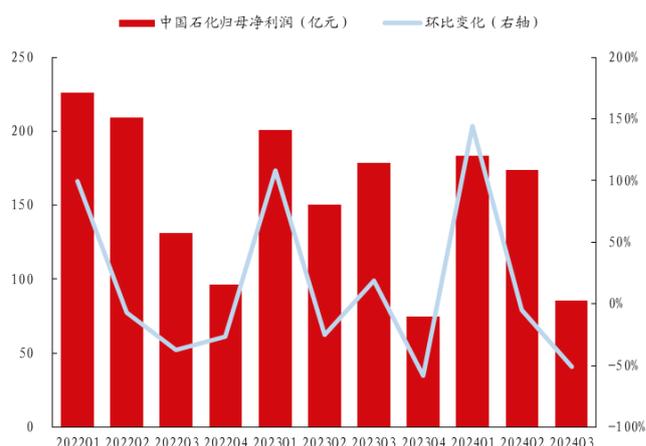

资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表17: 中国海油归母净利润及环比变化


资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表18: 中国石化归母净利润及同比增速


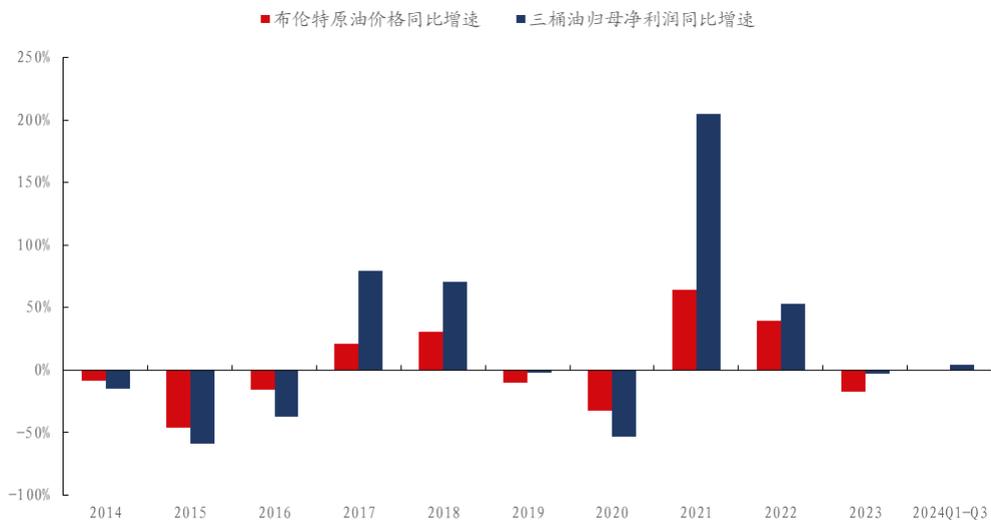
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表19: 中国石化归母净利润及环比变化


资料来源: Wind, 国联证券研究所

近年来三桶油上下游一体化程度不断加深, 抵御风险的能力或将提升, 业绩与油价波动相关性逐步减弱。自 2017 年以来, 除 2020 年油价暴跌对业绩造成显著负面影响外, 三桶油合计归母净利润均实现业绩增速高于原油价格增速, 2024 年前三季度在布伦特原油期货结算价均值同比下降 0.17% 的情况下, 三桶油合计归母净利润同比增加 3.95%。

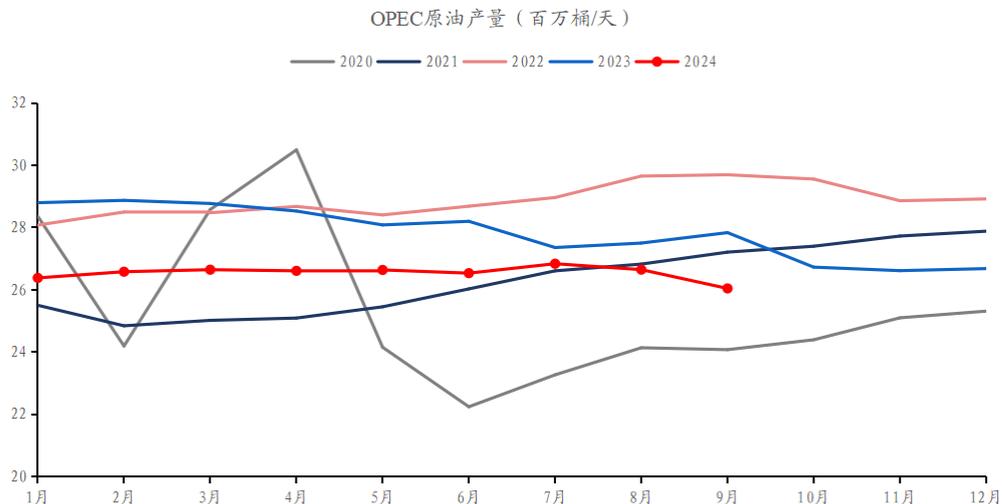
图表20: 布伦特原油价格同比增速与三桶油业绩同比增速对比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

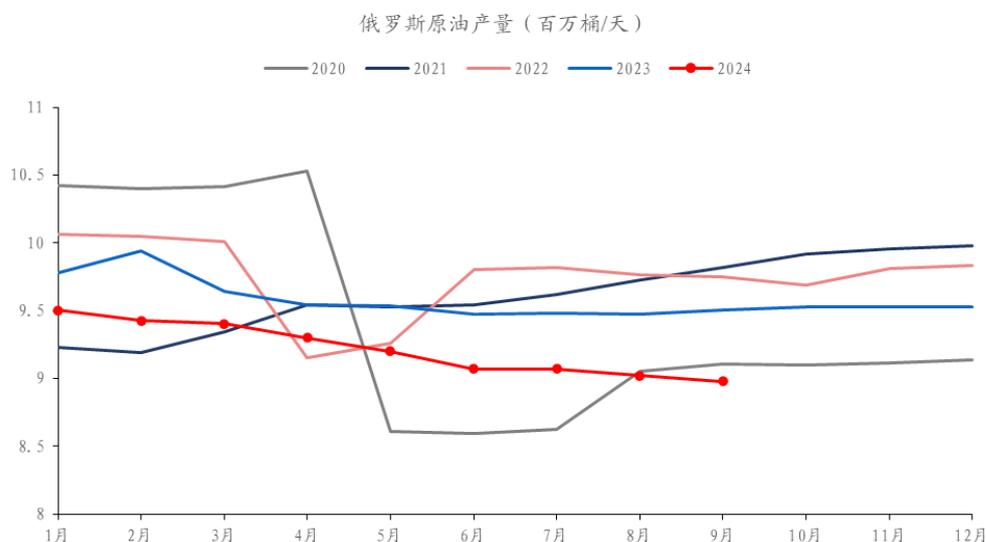
2024 年全球原油供需或持续维持偏紧运行, 重点原油生产国边际供应增量较为有限。OPEC 及俄罗斯当前原油产量基本维持稳定, 考虑到 OPEC+取消减产尚存变数, OPEC 及俄罗斯后续原油边际供应增量或较为有限。

图表21: OPEC 原油产量 (单位: 百万桶/天)



资料来源: OPEC, 国联证券研究所

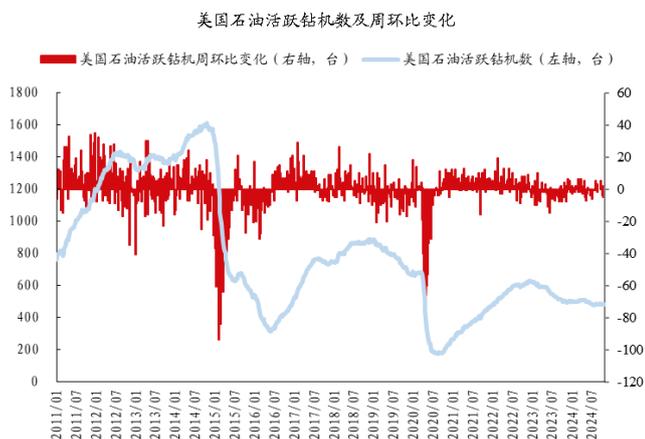
图表22: 俄罗斯原油产量 (单位: 百万桶/天)



资料来源: EIA, 国联证券研究所

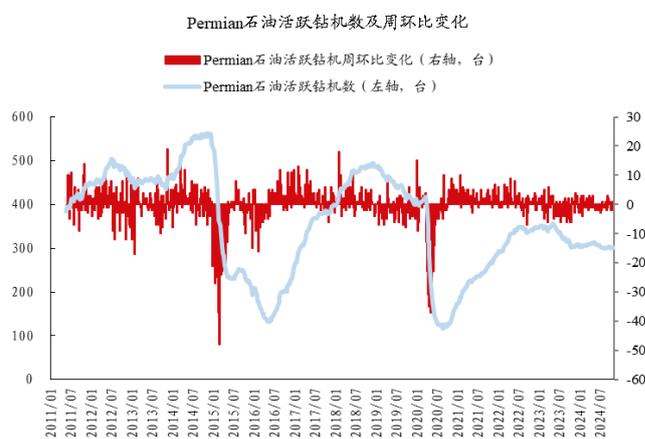
2023 年初至今美国页岩油开采活跃度显著弱于预期。当前美国活跃油井钻机数量自 2022 年 12 月恢复至阶段性高位 (627 台) 后开始持续回落, 截至 2024 年 10 月 25 日美国活跃油井钻机数量仅有 480 台左右。

图表23: 美国石油活跃钻机数及周环比变化



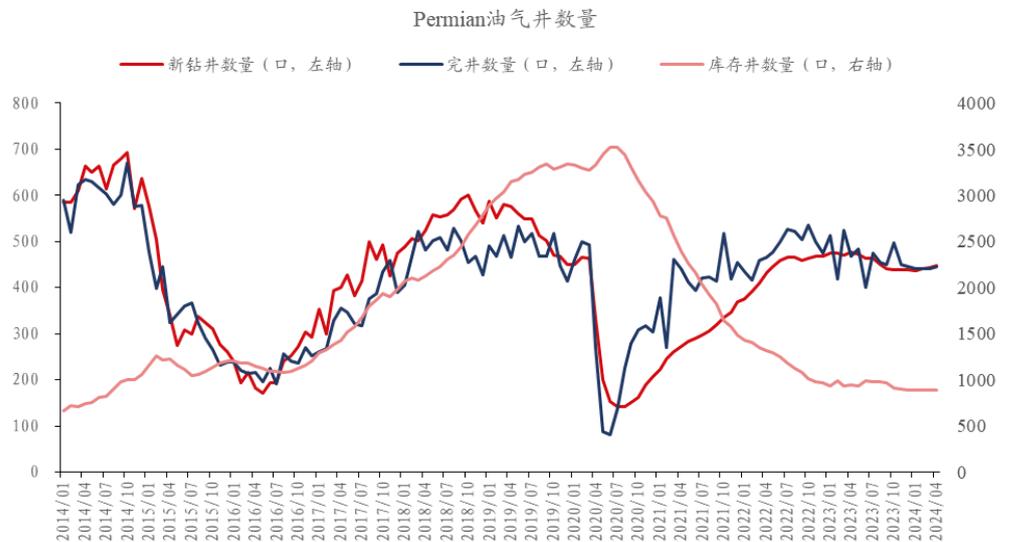
资料来源: 贝克休斯, 国联证券研究所

图表24: Permian 石油活跃钻机数及周环比变化

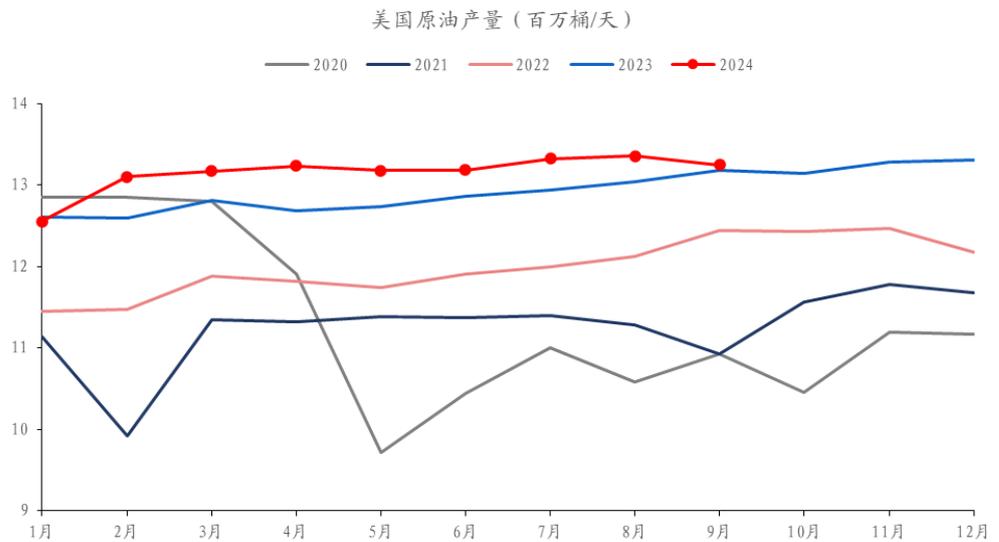


资料来源: 贝克休斯, 国联证券研究所

美国核心页岩油产区 Permian 新增钻井数与完井数量均出现一定回落, 但完井数相对下降更为明显, 库存井数去库速度减缓, 开采强度整体回落, 但或许说明美国完井阶段或许存在产能瓶颈或意愿不足, 美国原油产量边际增量或低于预期。

图表25: Permian 油气井数量


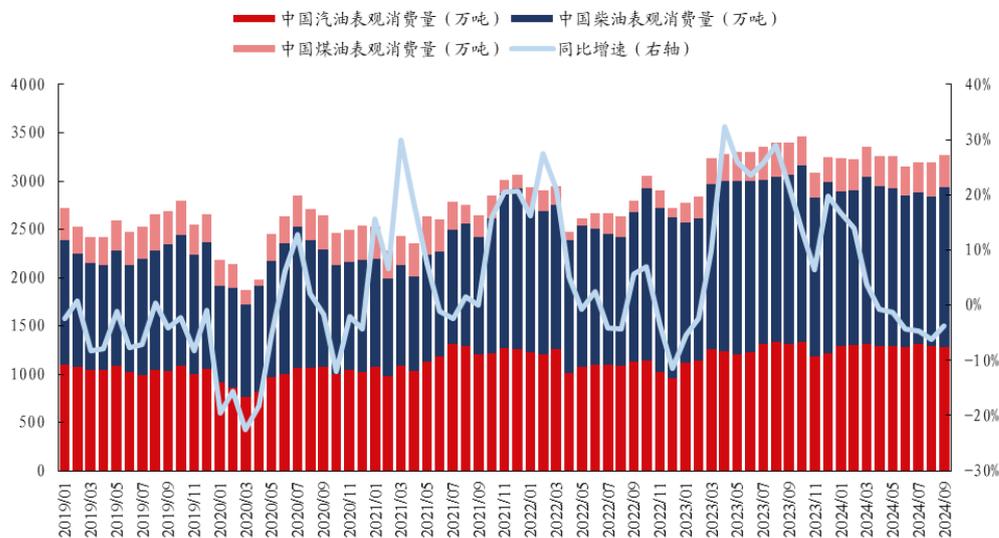
资料来源: EIA, 国联证券研究所

图表26: 美国原油产量 (单位: 百万桶/天)


资料来源: EIA, 国联证券研究所

2024年成品油消费需求整体维持稳定, 2024年1-9月柴油/汽油/航空煤油累计表观消费量分别为1.46亿/1.17亿/0.29亿吨, 分别同比减少3.79%/增加4.71%/增加12.58%。如果伴随政策落地, 国内成品油消费需求进一步修复, 油品需求或存在边际增量, 原油价格有望持续维持中高位震荡。

图表27：国内成品油表观消费量（单位：万吨）



资料来源：卓创咨询，国联证券研究所

1.2 中游炼化板块：化工品盈利能力持续磨底，库存损失拖累业绩

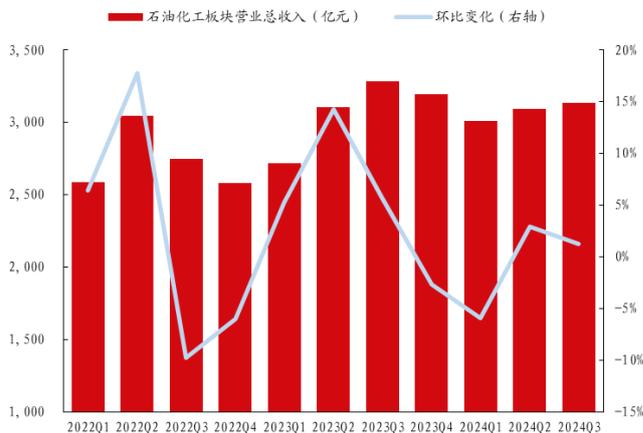
2024Q3，化工品需求仍处于底部磨底阶段，盈利能力下滑叠加油价下行带来库存损失导致企业 Q3 业绩承压。但如果近期货币和财政政策落地实施，化工品终端消费需求或将回暖，中游炼化板块公司盈利能力有望修复。

图表28：石油化工板块营业总收入及同比增速



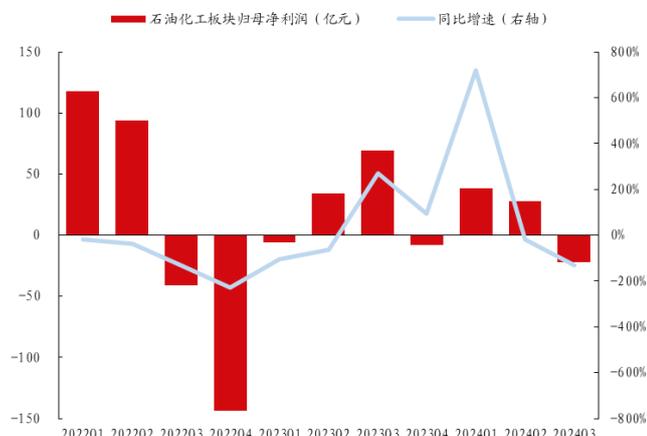
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表29：石油化工板块营业总收入及环比变化



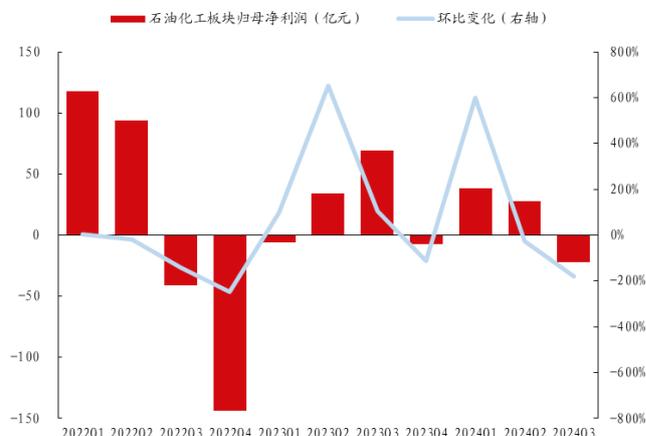
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表30: 石油化工板块归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国联证券研究所

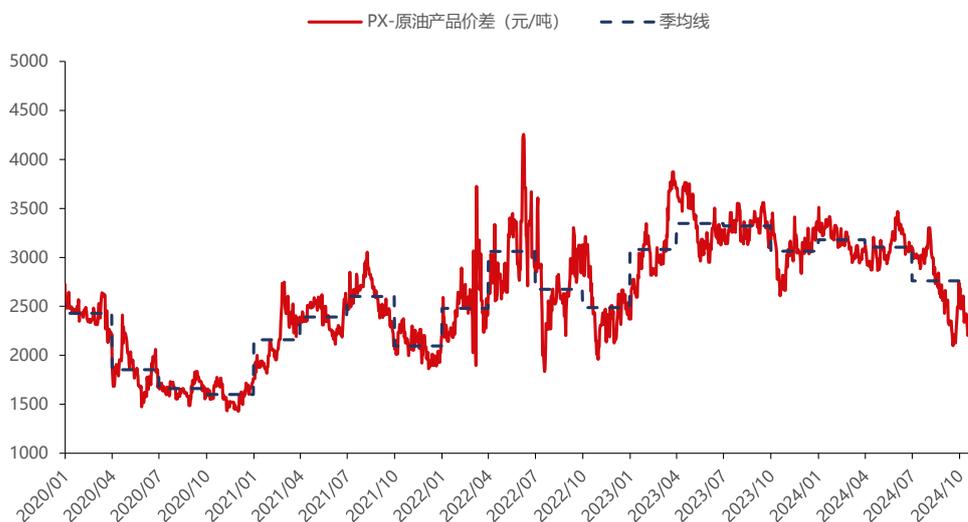
图表31: 石油化工板块归母净利润及环比变化



资料来源: Wind, 国联证券研究所

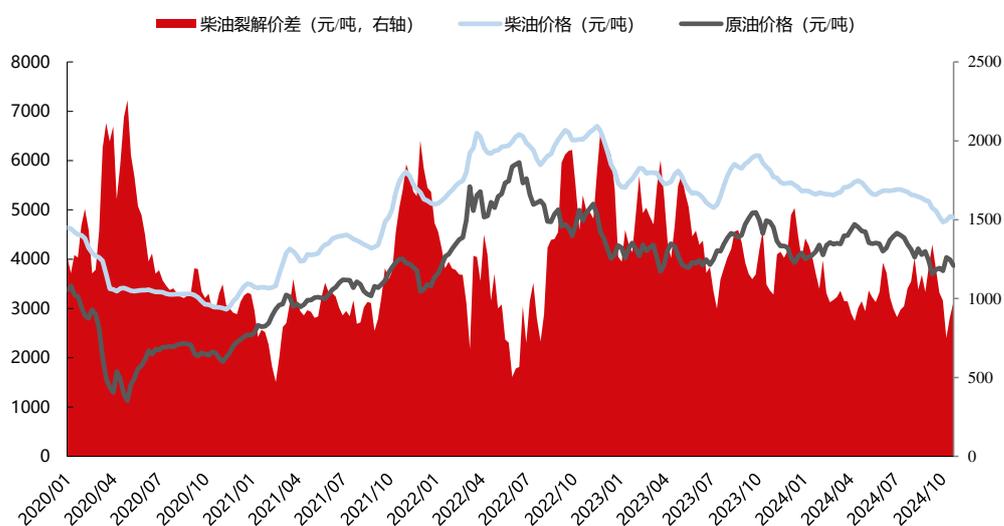
2024Q3 PX-原油价差为 2760 元/吨, 同比收窄 16.91%, 环比收窄 11.05%, PX 盈利有所下滑。2024Q3 柴油/汽油/航空煤油裂解价差均值分别为 1099 元/1619 元/1416 元/吨, 分别同比减少 9.19%/增加 7.53%/增加 29.24%, 柴油盈利能力有所下滑。

图表32: PX-原油产品价差 (单位: 元/吨)



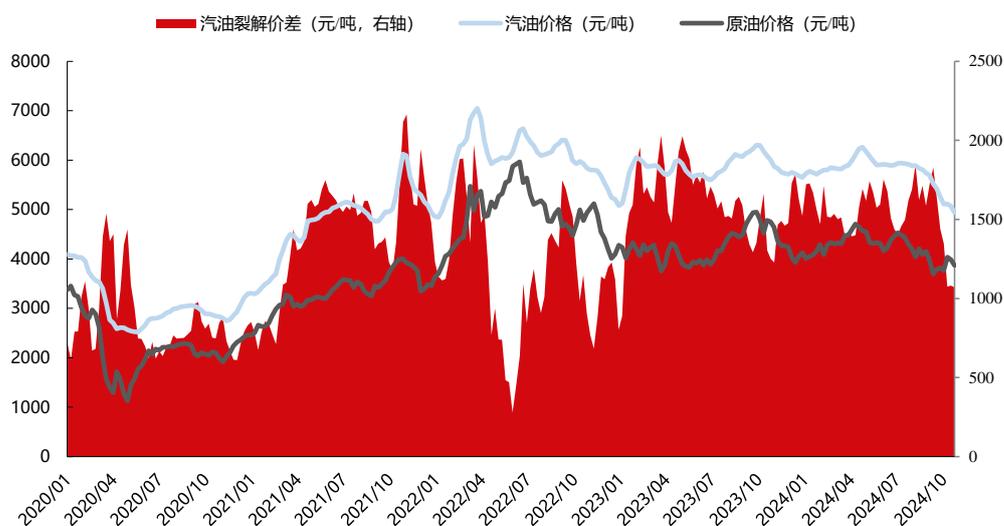
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表33: 柴油裂解价差 (单位: 元/吨)



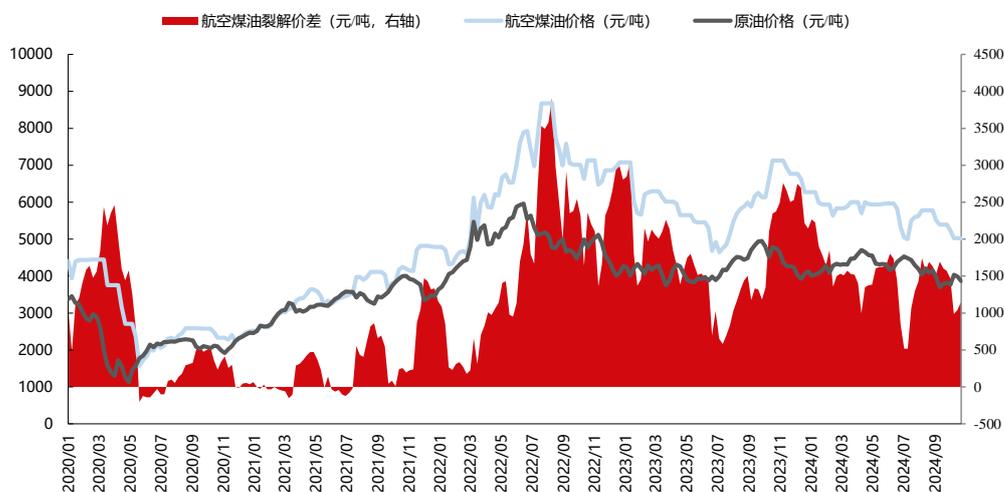
资料来源: Wind, 百川盈孚, 国联证券研究所

图表34: 汽油裂解价差 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 百川盈孚, 国联证券研究所

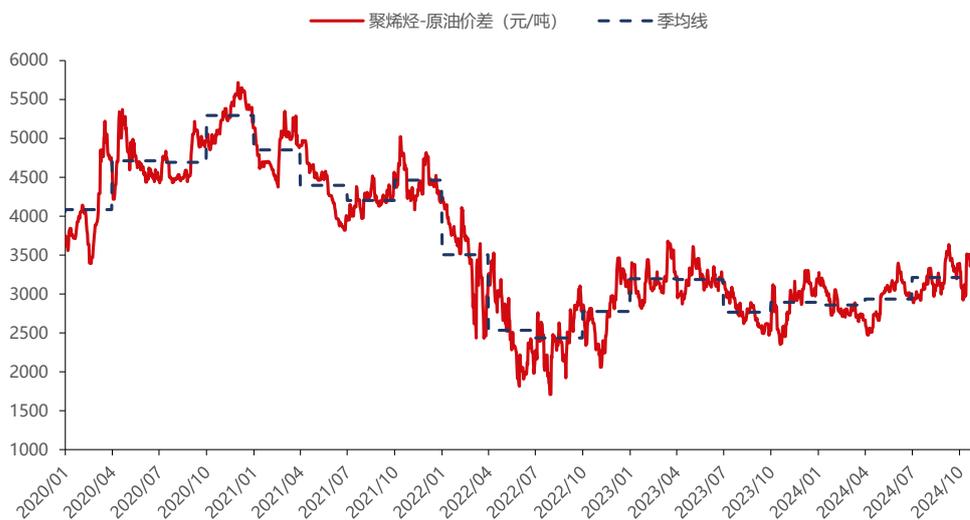
图表35: 航空煤油裂解价差 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 百川盈孚, 国联证券研究所

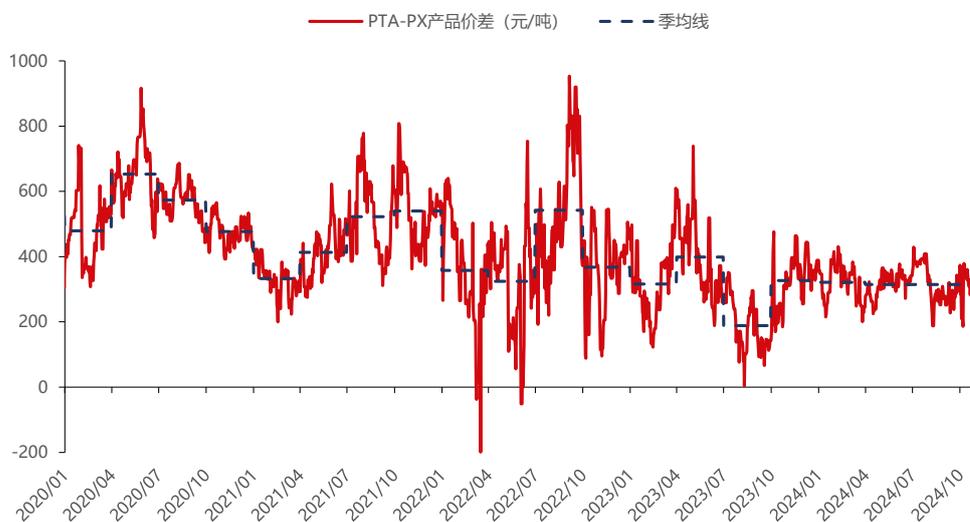
与此同时, 化工板块盈利仍处于磨底阶段, 2024Q3 聚烯烃-原油产品价差为 3188 元/吨, 同比走阔 15.28%, 环比走阔 8.62%。2024Q3 PTA-PX 产品价差均值为 315 元/吨, 同比走阔 66.57%, 环比收窄 0.05%, 如果需求回暖带动产品价格修复, 化工板块业绩有望回暖。

图表36: 聚烯烃-原油价差 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

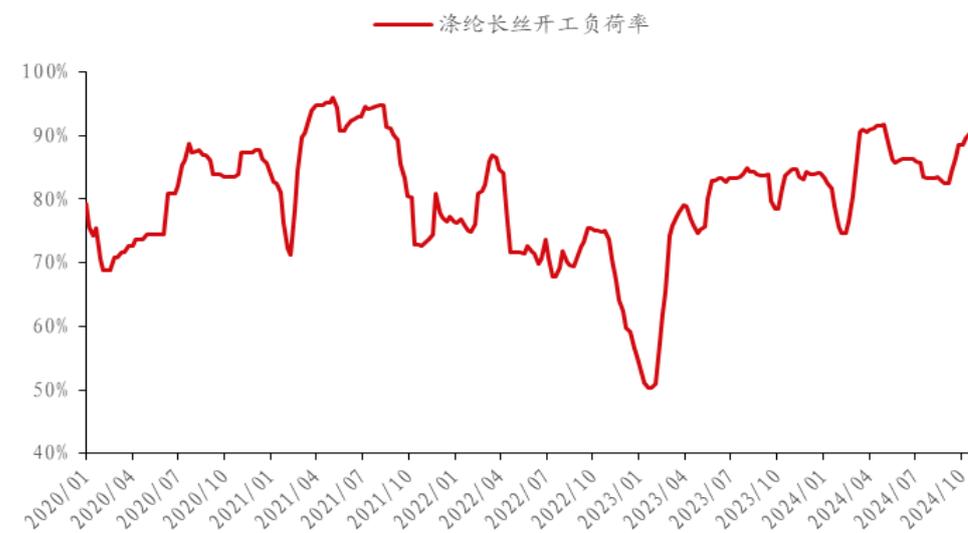
图表37: PTA-PX 价差 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

与此同时, 2024Q3 涤纶长丝开工率均值达 84.31%, 环比减少 4.14pct, 持续维持中高水平。2024Q3 涤纶长丝 POY/DTY/FDY 库存天数均值分别为 19.68 天/23.73 天/20.73 天, 环比减少 8.32 天/减少 3.41 天/减少 3.01 天, 有效去库并维持在合理区间范围。2024 年前三季度涤纶长丝市场终端消费需求持续稳步回升, 产销情况较为良好, 涤纶长丝产品价格差有望进一步修复。

图表38: 涤纶长丝开工负荷率

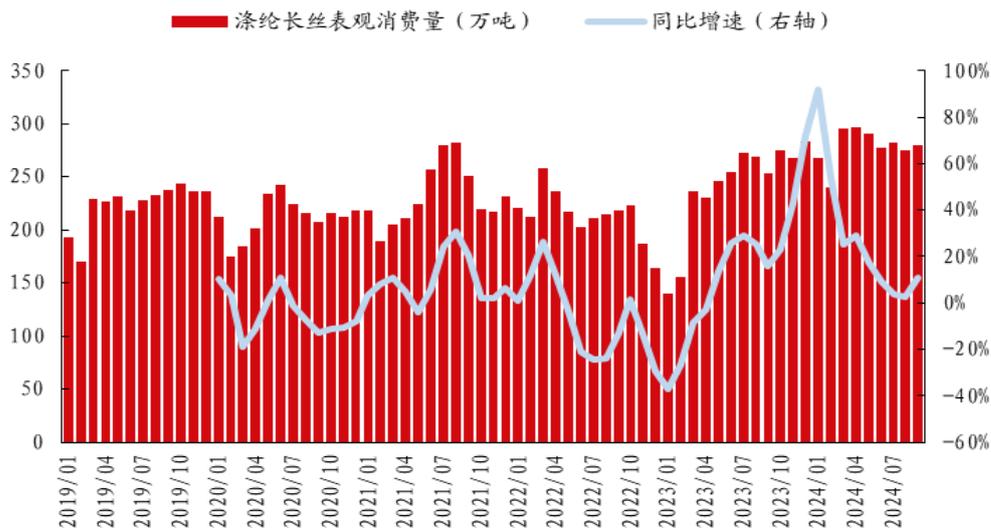


资料来源: 百川盈孚, 国联证券研究所

图表39：涤纶长丝工厂库存（单位：天）


资料来源：百川盈孚，国联证券研究所

2024年1-9月涤纶长丝消费需求稳步回升，1-9月累计涤纶长丝表观消费量达2506万吨，同比增加21.82%。2024Q3涤纶长丝下游织机开工率均值为64.24%，环比减少5.90pct，涤纶长丝消费需求如果持续改善有望拉阔价差，公司盈利能力或将增强。

图表40：涤纶长丝表观消费量（单位：万吨）


资料来源：百川盈孚，国联证券研究所

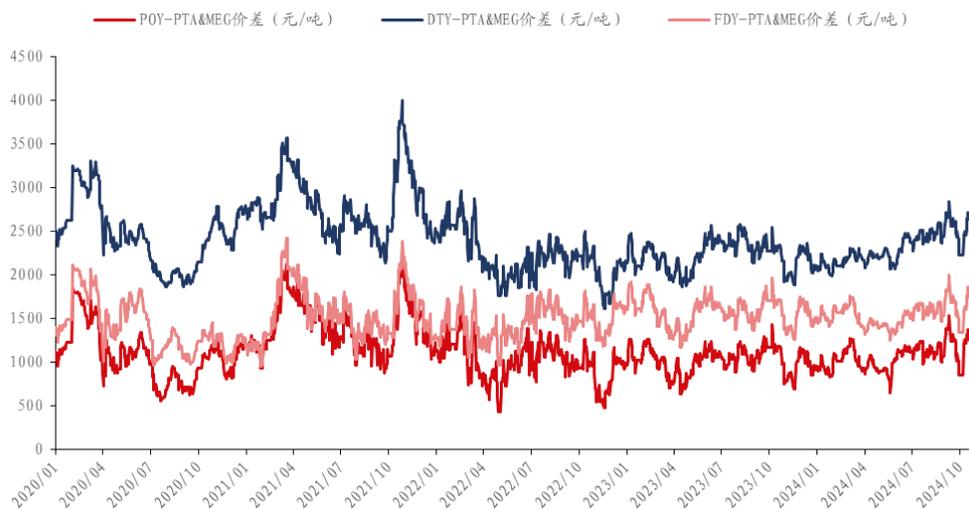
图表41：涤纶长丝下游织机开工率



资料来源：Wind，国联证券研究所

2024Q3 涤纶长丝 POY/DTY/FDY-PTA&MEG 盈利情况持续好转，价差均值分别为 1164 元/2492 元/1628 元/吨，分别同比增加 9.42%/增加 6.01%/增加 3.30%，分别环比增加 16.94%/增加 10.95%/增加 13.75%。

图表42：涤纶长丝-PTA&MEG 产品价差（单位：元/吨）



资料来源：Wind，国联证券研究所

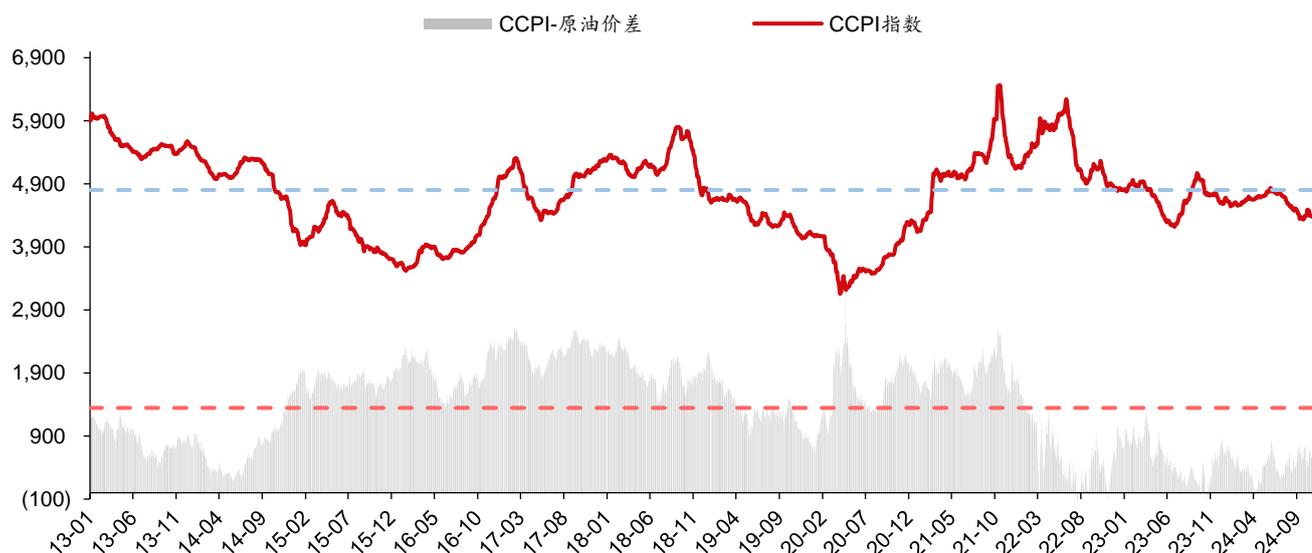
2024Q3 炼化企业化工品需求仍处于相对低位，板块盈利能力有所下滑。中共中央政治局9月26日召开会议，对房地产和消费提出了针对性的政策促进措施，国新办10月12日举办关于“加大财政政策逆周期调节力度”发布会，指出近期将有一揽子扩张政策陆续推出，伴随近期政策的落地实施和央行降

准降息，终端涤纶长丝消费需求有望回暖，化工品价差或将修复，炼化企业业绩状况有望改善。

1.3 中下游基础化工品：盈利仍承压，资本开支增速显著放缓

2024 年前三季度化工行业业绩有所承压。从整体大化工行业看，2024 年前三季度，“三桶油”贡献大部分利润，剔除“三桶油”后，化工板块利润明显承压。整体而言，2024 年前三季度原油价格仍维持相对高位，化工行业成本端仍处于较高水平。供需面来看，行业新增产能仍在投放，供给压力仍存，而国内房地产等终端需求仍较弱，化工品价格、价差持续承压，致利润显著下滑。

图表43：CCPI 指数、CCPI-原油价差承压



资料来源：Wind，国联证券研究所

2024 年前三季度化工板块（国联大化工统计的 450 家 A 股基础化工&石油石化上市公司）实现营业收入 77673 亿元，同比-1.1%；实现归母净利润 4101 亿元，同比+0.05%；实现扣非归母净利润 4018 亿元，同比+1.1%。剔除“三桶油”后，前三季度化工板块营业收入为 28184 亿元，同比+0.95%；实现归母净利润 1167 亿元，同比-8.6%；实现扣非归母净利润 1067 亿元，同比-8.7%。

其中 2024Q3 实现营业收入 25580 亿元，同比-7.6%，环比-2.2%；实现归母净利润 1210 亿元，同比-15.3%，环比-17.0%。剔除“三桶油”后，2024Q3 化工板块营业收入为 9659 亿元，同比-1.01%；实现归母净利润 316 亿元，同比

-29.3%；实现扣非归母净利润 285 亿元，同比-31.0%。

细分板块表现分化明显，16 个子板块营收和利润均同比增长。在统计的 40 个细分板块中，2024 年前三季度轮胎、锦纶、氟化工、改性塑料、煤化工、涂料油墨、合成树脂、其他化学原料、钛白粉、油气开采、胶黏剂及胶带、炭黑等 16 个子板块的营收和归母净利润均实现了同比正增长。其他橡胶制品、其他石化、聚氨酯、其他塑料制品、涤纶、粘胶、橡胶助剂、有机硅、膜材料板块虽营收同比增长，利润明显承压。复合肥、纺织化学制品、油气及炼化工程、磷肥及磷化工、氯碱板块虽营收同比下滑，但利润端有所改善。油品石化贸易、非金属材料、钾肥、其他化学纤维、无机盐、农药、炼油化工、民爆制品、其他化学制品、纯碱板块营收和归母净利润同比均显著下行。

从板块盈利能力看，2024 年前三季度板块毛利率、净利率同比提升居前的包括油气开采、氯碱、炭黑、轮胎、食品及饲料添加剂、磷肥及磷化工、纺织化学制品、煤化工、复合肥板块。板块毛利率、净利润同比下滑幅度居前的包括非金属材料、钾肥、其他化学纤维、其他橡胶制品、膜材料、农药板块等。

轮胎:2024 年前三季度轮胎板块营收同比增长 14%，归母净利润同比增长 45%。2024 年以来国际贸易壁垒扰动、原材料成本及海运费的上涨对轮胎行业带来一定挑战，但在海外高通胀、高利率环境下，高性价比的中国轮胎愈发受欧美消费者青睐，带动海外市场需求持续稳健增长。中国头部胎企持续推进全球化，看好未来中国轮胎全球市场份额持续提升。

锦纶:2024 年前三季度锦纶板块营收同比增长 13%，归母净利润同比增长 76%。锦纶作为防晒类穿着不可或缺的主要含量，今年防晒浪潮的持续推动，部分消光类产品维持较好的产销，纺丝厂供不应求。受益于终端消费理念的不断升级、锦纶面料不断被大众认可，行业品质提升和功能多样性，我们看好未来锦纶的需求潜力有望被不断激发。

氟化工:2024 年前三季度氟化工板块营收同比增长 13%，归母净利润同比增长 21%。2024 年三代制冷剂正式进入配额期，叠加在家用空调内外销旺盛的背景下，R32/R125/R134a 等产品价差走高，氟化工企业盈利能力大幅改善。未来供给强约束，需求随着全球空调和汽车的维修和新装市场的增长，以及工业用冷媒和冷链的需求增长，我们看好制冷剂行业供需格局持续优化，氟

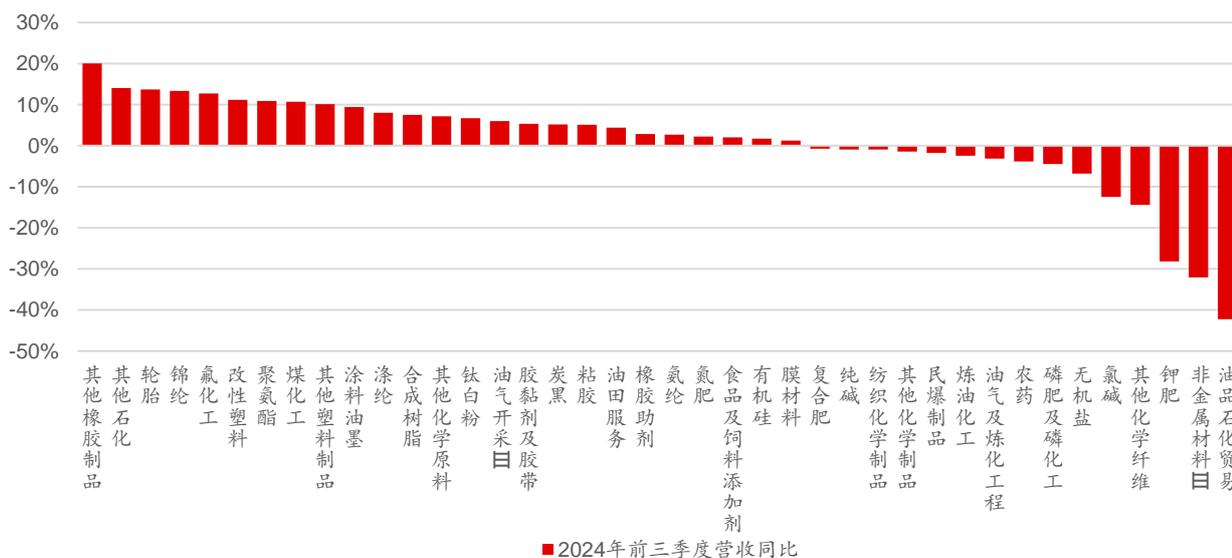
化工行业景气度有望持续提振。

聚氨酯:2024年前三季度聚氨酯板块营收同比增长11%，归母净利润下滑13%。2024年全球聚氨酯行业需求保持增长态势，特别是冰冷、汽车等市场需求保持增长，海外建筑行业投资需求好转，驱动行业营收增长。然而，由于主要原材料价格持续维持高位，叠加部分产品价格同比下降，行业盈利能力承压。

复合肥:2024年前三季度复合肥板块营收同比下滑0.7%，归母净利润同比增长41%。过去三年单质肥价格大幅波动对复合肥的产销及利润都造成了影响。近1年来，随着单质肥价格波动幅度已经显著趋缓、复合肥生产企业、经销商经营秩序的恢复等，复合肥行业逐步走出困境，开启量利修复。此外，未来具备成本、品牌和渠道优势的龙头企业市场份额有望进一步扩大，复合肥行业集中度有望提升。

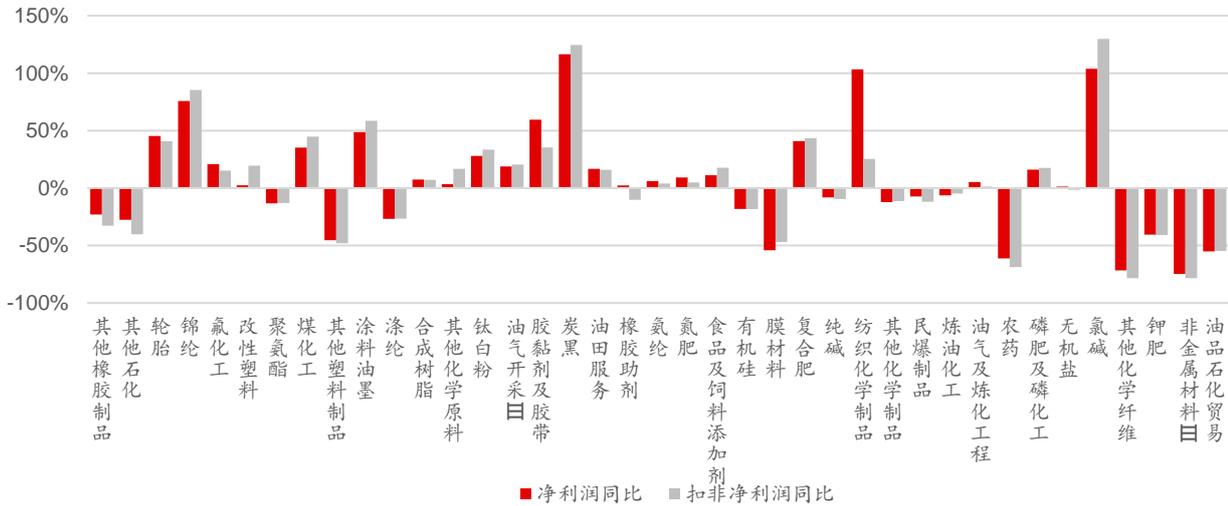
氯碱:2024年前三季度氯碱板块营收同比下滑12%，归母净利润同比增长104%。2024年以来氯碱行业景气度底部改善，其中PVC行业新增产能减少叠加高成本产能停产或退出，烧碱下游氧化铝、化纤行业景气较好拉动烧碱需求。未来行业供给压力有望缓解，国内扩内需、稳地产等政策有望逐步落地。我们看好，若后续节能降碳政策进一步趋严，或将加速氯碱行业老旧/高成本产能的淘汰进程。

图表44：2024年前三季度化工各板块营业收入同比变动情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

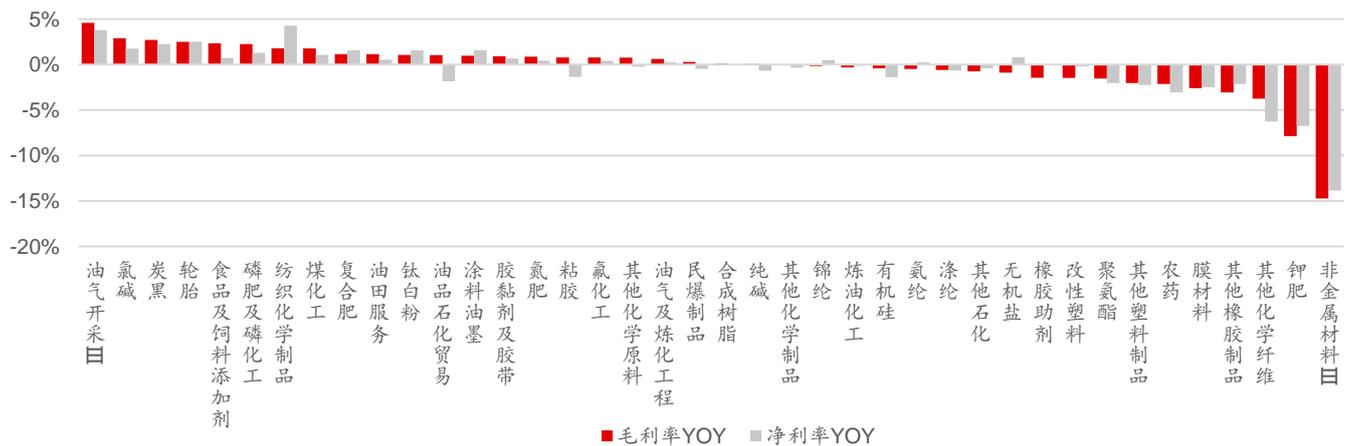
图45：2024 年前三季度化工各板块归母净利润同比变动情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

注：粘胶板块数值过大，因此不体现在图中

图46：2024 年前三季度化工各板块毛利率、净利率同比变动情况

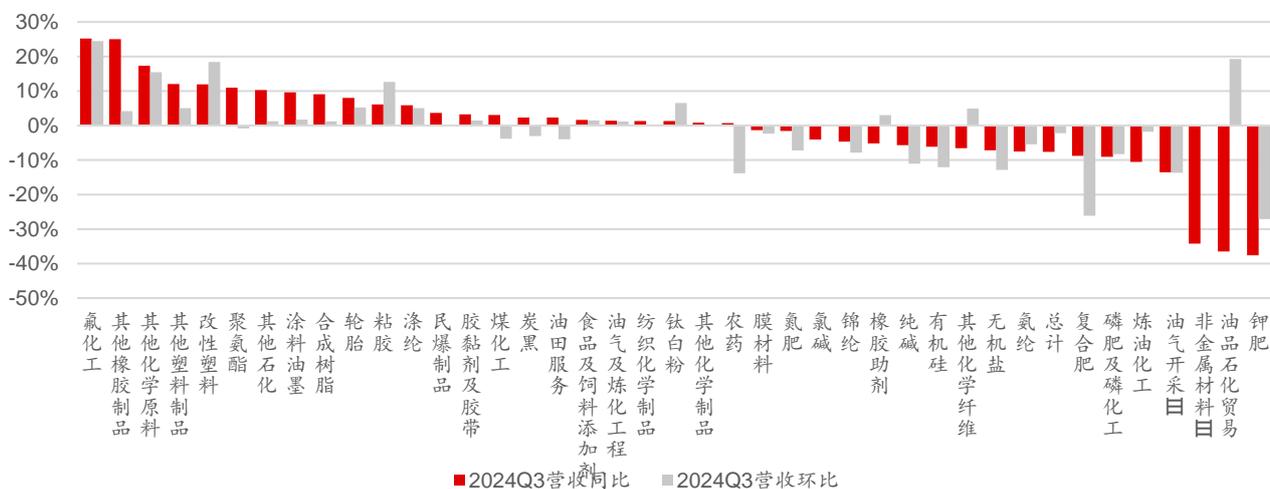


资料来源：Wind，国联证券研究所

单季度来看，在涨价、供给压力缓解、产业趋势等多重因素驱动下，2024 年 Q3 部分板块业绩已有所改善。剔除季节性因素，业绩同比提升居前的主要有纺织化学制品、复合肥、氯碱、氟化工、磷肥及磷化工、涂料油墨、合成树脂、改性塑料等。

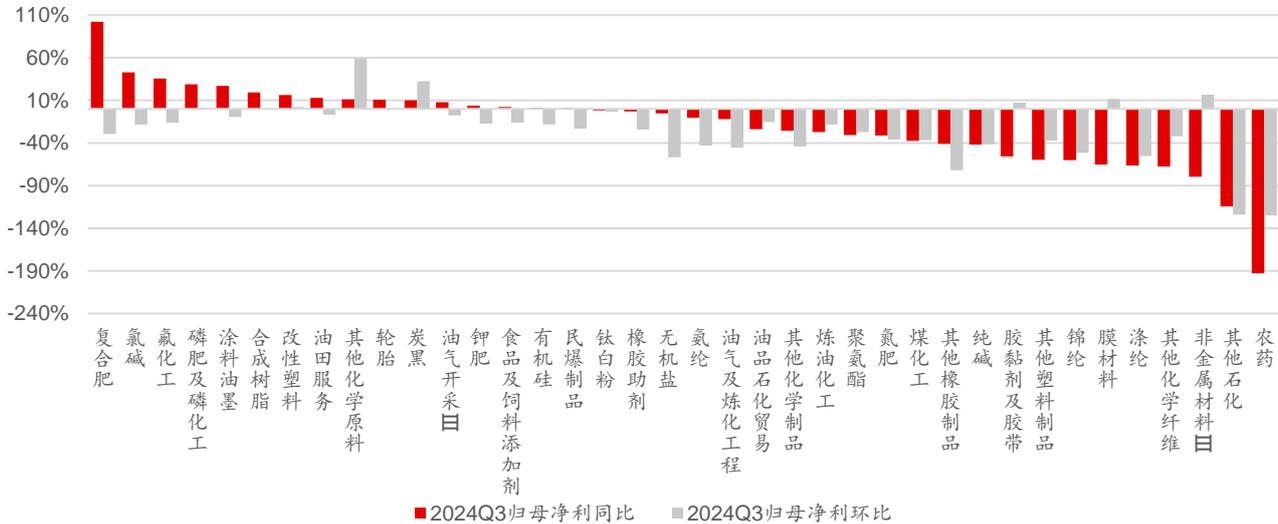
改性塑料：2024Q3 改性塑料板块营收同/环比分别+18%/+12%，归母净利润同/环比分别+16%/+2%。2024 年 3 月，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，部署实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动。该政策的出台将有助于推动传统产业大规模设备更新，支撑工业经济增长，有利地推动了环保材料行业发展，也拓宽了再生塑料原材料的来源和推动了环保高性能再生材料的市场销售，带动改性塑料行业量利齐升。

图表47：2024Q3 化工各板块营业收入同比、环比变动情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表48：2024Q3 化工各板块归母净利润同比、环比变动情况



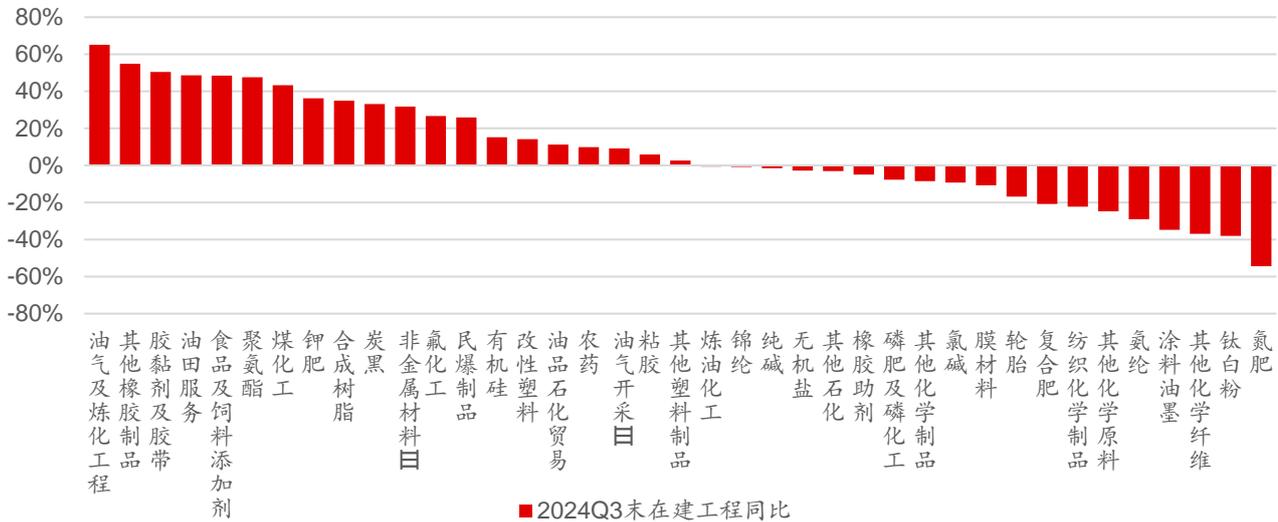
资料来源：Wind，国联证券研究所

在建工程：在建项目为驱动化工类企业成长的重要因素，而过量的细分板块集中的在建工程可能导致未来激烈的行业竞争。而在在建工程增速相对较低的行业可能进入行业修整阶段，行业或已不在高景气阶段，存在一定的盈利修复机遇。

从具体数据来看，截至2024年Q3末，剔除“三桶油”后化工板块在建工程为5973亿元，同比+9.6%。涤纶、油气及炼化工程、其他橡胶制品、胶黏剂及胶带、油田服务、食品及饲料添加剂、聚氨酯、煤化工等板块在建工程同比有大幅提升，其中其他橡胶制品在建工程/固定资产比例仍然处于高位，需警惕未来竞争加剧的风险。

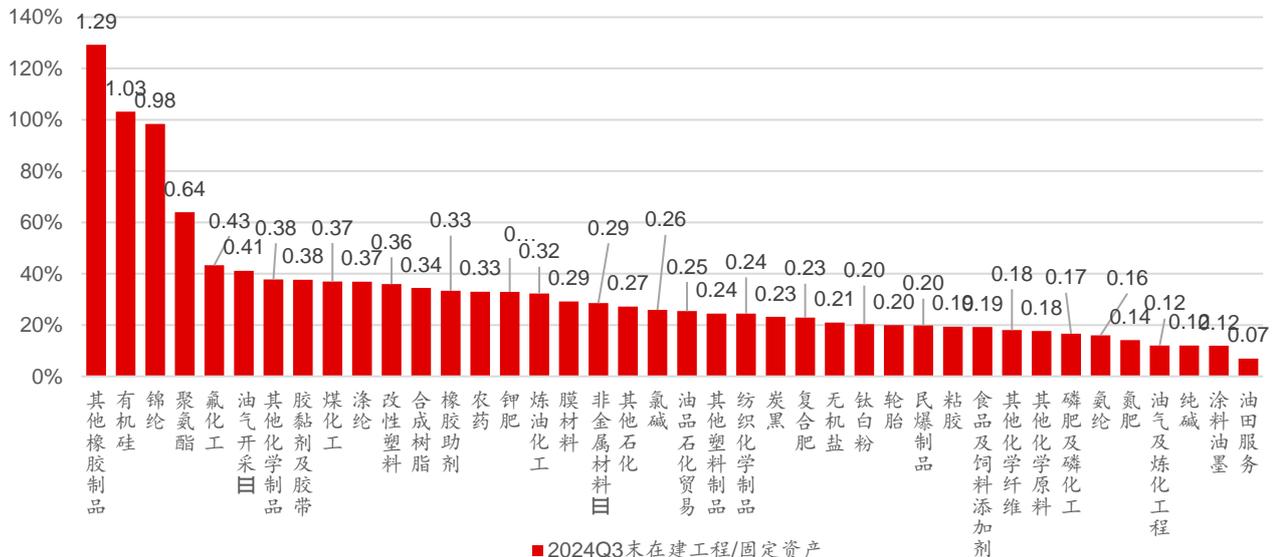
氮肥、钛白粉、其他化学纤维、涂料油墨、氨纶等板块在建工程同比有所缩减。油服、涂料油墨、纯碱、油气及炼化工程、氮肥、氨纶、磷肥及磷化工板块在建工程占固定资产比重较低，或存景气提升、盈利上行的机遇。

图表49：2024 年三季度末化工各板块在建工程同比变化



资料来源：Wind，国联证券研究所

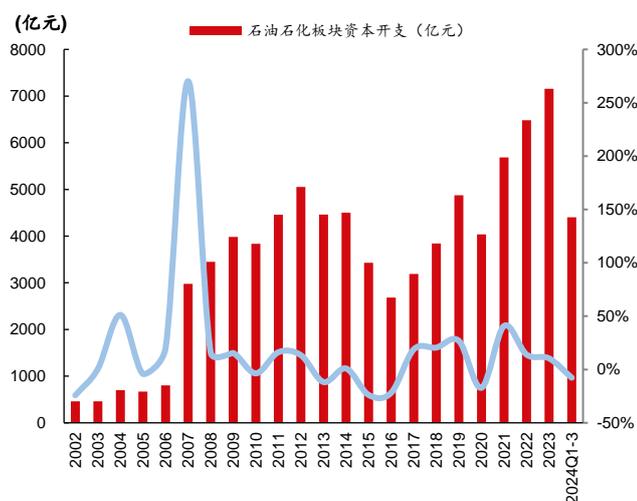
图表50：2024Q3 末化工各板块在建工程/固定资产情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

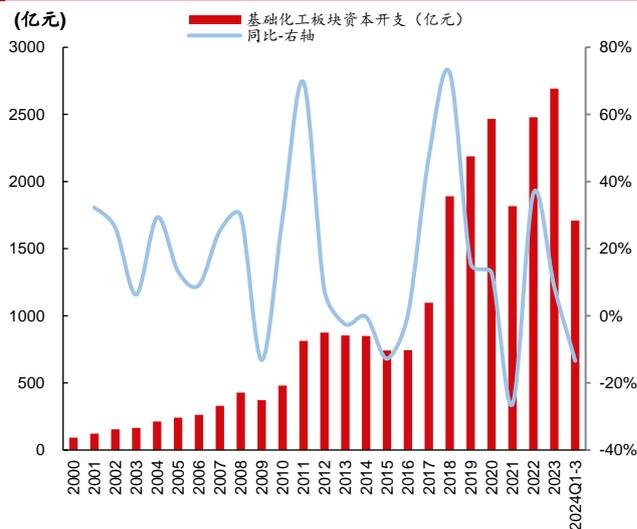
资本开支增速转负，化工行业景气度有望加速磨底。2022 年，化工行业资本开支增速迎来阶段性高峰，2023 年以来行业扩产节奏明显放缓，2022-2023 年石油石化资本开支增速分别为+14.0%/+10.4%，基础化工板块资本开支增速

分别为+36.5%/+8.6%。2024年前三季度行业资本开支显著下滑，石油石化/基础化工板块资本开支增速均由正转负至-7.7%/-13.4%，或代表企业边际扩产意愿有所下降。化工行业是国民经济的支柱产业之一，我们看好后市宏观需求复苏将从终端开始，逐步有效向中上游传导，后续基础化工行业景气度有望加速磨底，供需格局有望逐步改善，静待行业景气复苏。

图表51：石油石化板块资本开支变化情况


资料来源：Wind，国联证券研究所

注：资本开支=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额

图表52：基础化工板块资本开支变化情况


资料来源：Wind，国联证券研究所

注：资本开支=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额

2. 投资建议：关注龙头油气央企与中下游景气修复的化工企业

2.1 上游龙头油气央企

由于2024年原油价格或将持续维持中高位震荡，如果政策落地带动经济回暖、相关需求逐步恢复，大化工板块标的有望获得业绩弹性。我们推荐具有上游油气资产业绩稳健且高股息的油气开采企业及炼油企业：中国石油、中国海油、中国石化。

2.2 中下游景气修复的化工企业

如果经济回暖或将带动业绩出现景气上行的中游炼化企业，建议关注：恒力石化、荣盛石化、桐昆股份、新凤鸣；行业龙头竞争优势领先，经营韧性凸显的，建议关注：万华化学、宝丰能源、巨化股份、新和成、华鲁恒升、赛轮轮胎、森麒麟。

3. 风险提示

油气田投产进度不及预期：油气田从勘探到开采周期长，在此过程中可能会出现油气田投产时间延迟；

在建项目进度不及预期风险：化工企业海内外在建项目较多，若受到不可抗力影响项目进度，可能对公司未来盈利产生不利影响。

成品油价格放开风险：成品油价格假如放开，转变为由市场进行定价，汽油、柴油价格将存在频繁波动的风险，市场竞争加剧，中国石化和中国石油在成品油销售的垄断地位可能被撼动；

终端需求不景气风险：标的公司业务及相关产品具有周期性的特点，存在行业景气度下行或终端需求不及预期等风险；

海外经营风险：受海外当地政治、法律及监管环境影响，可能出现经营状况不稳定或受到税收、进出口限制等情况；

汇率风险：全球原油价格主要由美元计价，如果人民币与美元汇率出现较大波动，或对公司业绩汇算产生影响。

地缘政治风险：原料端包括但不限于突发事件造成的原油供应中断，或者突发事件造成原油供应大幅度增加等，终端销售包括但不限于中美贸易摩擦对中国出口纺服产品加税的可能，东南亚国家对中国长丝进行反倾销调查等或有风险；

环保成本提升风险：海内外持续推进制造业绿色化发展，化工行业能耗和污染相对较重，环保既是机遇也是挑战，在此过程中部分企业的业务会由于环保成本的提升而盈利能力下滑，竞争力下降。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的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，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。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，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，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。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。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街 208 号致安广场 A 座 4 层

无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 16 楼

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 8 层

深圳：广东省深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 1 期 13 楼