

行业研究 | 行业专题研究 | 石油石化 (2175)

大化工板块 2024 年半年报业绩总结



| 报告要点

2024 年原油价格或持续维持中高位震荡，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稳健的高股息央企，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，三是业绩有所改善的下游化工企业。

| 分析师及联系人



许隽逸

SAC: S0590524060003



陈律楼

SAC: S0590524080002



申起昊

SAC: S0590524070002

石油石化

大化工板块 2024 年半年报业绩总结

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：降息对化工行业影响几何？》2024.07.22
- 2、《石油石化：油市或在 OPEC 延期减产后续维持供需趋紧》2024.06.06



扫码查看更多

行业事件

2024 年原油价格或持续维持中高位震荡，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高股息央企，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，三是业绩有所改善的下游化工企业。

业绩稳健的高股息龙头央企

2024Q1 由于红海问题、中东冲突等地缘局势问题造成原油供应不确定性增加，油价震荡上行至 91 美元/桶，2024Q2 多空交织原油价格先跌后涨，2024H1 布伦特原油期货结算价均值为 83.42 美元/桶，同比增加 4.38%，三桶油合计归母净利润同比增加 10.80%。与此同时，三桶油实施高股息政策，2024H1 中石油/中海油/中石化中期现金分红分别为 403 亿元/322 亿元/178 亿元，对应股利支付率分别为 45.4%/40.4%/49.77%，以 2024 年 8 月 30 日收盘价计算，中石油 A 股/中海油 A 股/中石化 A 股股息率分别为 5.04%/4.36%/5.15%，股东投资回报丰厚。

中游炼化短暂承压着眼于未来修复

2024Q2 PX-原油价差为 3103 元/吨，仍持续维持在较高水平。与此同时，化工板块处于磨底阶段，2024Q2 聚烯烃-原油产品价差为 2935 元/吨，环比走阔 2.71%，但同比仍收窄 7.87%。2024Q2 PTA-原油产品价差均值为 315 元/吨，同比收窄 21.06%，环比收窄 2.51%，仍处于景气较低水平。如果需求回暖带动产品价差修复，或带动化工板块业绩回暖。此外，2024Q2 涤纶长丝 POY/DTY/FDY-PTA&MEG 价差均值分别为 996 元/2246 元/1431 元/吨，分别同比增加 2.33%/增加 2.81%/减少 6.79%，分别环比减少 2.18%/增加 4.43%/减少 7.95%。如果消费需求出现回暖，化工品价差或将进一步修复，炼化企业有望获得业绩弹性。

化工业绩有所改善，细分板块存在分化

2024 年上半年，化工行业在原油价格高企和成本压力下，业绩虽有改善但仍处较低水平。行业新增产能释放，供给压力不减，但国内终端需求较弱，出口市场有所改善。上半年，化工板块营业总收入和净利润同比分别增长 2.5%和 7.9%。细分板块中，锦纶、轮胎、煤化工等 19 个板块营收与归母净利润同时实现同比增长，而油品石化贸易、非金属材料、钾肥、其他化学纤维、农药、民爆板块营收与归母净利润同时出现下滑。

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

由于 2024 年原油价格或将持续维持中高位震荡，如果经济回暖并带动相关需求逐步恢复，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) 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：恒力石化、荣盛石化、桐昆股份、新凤鸣；3) 业绩有所改善，存在进一步修复可能的化工企业：万华化学、宝丰能源、新和成、华鲁恒升、赛轮轮胎。

风险提示：(1) 油气田投产进度不及预期；(2) 在建项目进度不及预期风险；(3) 成品油价格放开风险；(4) 终端需求不景气风险；(5) 海外经营风险；(6) 汇率风险；(7) 地缘政治风险；(8) 不可抗力影响。

正文目录

1. 龙头油气央企稳健成长，中下游着眼未来修复.....	5
1.1 上游石油开采：油价维持中高位震荡，业绩稳健.....	7
1.2 中游炼化板块：PX 高景气对业绩起到支撑，化工品磨底着眼未来修复	14
1.3 下游基础化工品：基础化工业绩有所改善，细分板块存在分化.....	20
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.....	32
3. 风险提示	32

图表目录

图表 1： 2023 年至 2024H1 各石油石化公司业绩（单位：亿元）.....	5
图表 2： 2024Q2 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）	8
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	9
图表 7： 中国石油营业收入及环比变化	9
图表 8： 中国海油营业收入及同比增速	9
图表 9： 中国海油营业收入及环比变化	9
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	10
图表 13： 石油开采板块归母净利润及环比变化	10
图表 14： 中国石油归母净利润及同比增速	10
图表 15： 中国石油归母净利润及环比变化	10
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	11
图表 19： 中国石化归母净利润及环比变化	11
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）	12
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	13
图表 24： Permian 石油活跃钻机数及周环比变化	13
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）	14
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	15
图表 29： 石油化工板块营业总收入及环比变化	15
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）	16

图表 33:	聚烯烃-原油价差 (单位: 元/吨)	16
图表 34:	PTA-PX 价差 (单位: 元/吨)	17
图表 35:	涤纶长丝开工负荷率	17
图表 36:	涤纶长丝工厂库存 (单位: 万吨)	18
图表 37:	涤纶长丝表观消费量 (单位: 万吨)	18
图表 38:	涤纶长丝下游织机开工率	19
图表 39:	涤纶长丝-PTA&MEG 产品价差 (单位: 元/吨)	19
图表 40:	中国出口金额和同比增速 (单位: 亿美元, %)	20
图表 41:	美国新建住房销量及其变动情况	21
图表 42:	美国已开工的新建私人住宅数量及其变动情况	21
图表 43:	中国固定资产投资累计同比 (%)	21
图表 44:	中国房屋开工及销售面积累计同比 (%)	22
图表 45:	社会消费品零售总额当月同比 (%)	22
图表 46:	中国 CPI 及消费品 CPI 当月同比 (%)	23
图表 47:	中国制造业 PMI 及全部工业品 PPI 当月同比	23
图表 48:	中国化工产品价格指数及油价走势	24
图表 49:	2024 年初以来化工品及原油价格涨跌幅	24
图表 50:	中国工业企业产成品库存情况	24
图表 51:	近十五年基础化工 (申万行业分类) PE-TTM bands	25
图表 52:	近十五年基础化工 (申万行业分类) PB bands	25
图表 53:	2024 年上半年化工各板块营业收入同比变动情况	28
图表 54:	2024 年上半年化工各板块归母净利润同比变动情况	28
图表 55:	2024 年上半年化工各板块净利润率变动情况	29
图表 56:	2024Q2 化工各板块营业收入同比、环比变动情况	30
图表 57:	2024Q2 化工各板块归母净利润同比、环比变动情况	30
图表 58:	2024H1 末化工各板块在建工程同比变化	31
图表 59:	2024H1 化工各板块在建工程/固定资产情况	32

1. 龙头油气央企稳健成长，中下游着眼未来修复

龙头油气央企拥有大体量优质上游资产，公司各项业务持续稳健发展，受益于 2024 年上半年国际油价同比上涨以及油气产量增长，业绩稳中有升。与此同时，公司现金流充沛，重视股东投资回报，持续维持高股息政策，相关标的：中国石油、中国海油、中国石化、恒力石化；与此同时，中游炼化企业业绩处于磨底状态，如果终端消费需求逐步回暖，炼化企业业绩有望得到进一步修复，相关标的：荣盛石化、桐昆股份、新凤鸣。

图表1：2023 年至 2024H1 各石油石化公司业绩（单位：亿元）

	半年度数据							
	营业收入			净利润			公司市值	
	2023H1	2024H1	YOY	2023H1	2024H1	YOY		
中国石油	14798.71	15538.69	5.0%	852.76	886.07	3.9%		15820.39
中国海油	1920.64	2267.70	18.1%	637.61	797.31	25.0%		9637.70
中国石化	15936.82	15761.31	-1.1%	351.11	357.03	1.7%		7807.04
恒力石化	1094.57	1125.96	2.9%	30.49	40.18	31.8%		945.35
荣盛石化	1545.25	1612.50	4.4%	-11.27	8.58	176.2%		892.06
卫星化学	200.14	194.00	-3.1%	18.43	20.56	11.6%		551.45
东方盛虹	659.00	728.34	10.5%	16.80	3.19	-81.0%		515.01
桐昆股份	368.97	482.15	30.7%	1.05	10.65	911.4%		286.68
上海石化	449.37	435.33	-3.1%	-9.88	0.28	102.8%		225.96
新凤鸣	281.83	312.72	11.0%	4.79	6.05	26.2%		165.44
华锦股份	217.58	211.63	-2.7%	-6.75	-7.43	-10.0%		63.66
单季度数据								
营业收入								
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	同比增速	环比变化
中国石油	7324.71	7474.00	8022.64	7288.77	8121.84	7416.85	-0.8%	-8.7%
中国海油	977.11	943.53	1147.53	1097.92	1114.68	1153.02	22.2%	3.4%
中国石化	7913.31	8023.51	8762.59	7422.74	7899.67	7861.64	-2.0%	-0.5%
恒力石化	561.54	533.03	637.05	617.04	584.12	541.84	1.7%	-7.2%
荣盛石化	697.21	848.05	845.22	860.64	810.88	801.61	-5.5%	-1.1%
卫星化学	94.15	105.99	108.68	106.05	88.05	105.96	0.0%	20.3%
东方盛虹	295.34	363.65	377.43	367.97	367.39	360.95	-0.7%	-1.8%
桐昆股份	159.13	209.84	248.45	208.98	211.11	271.03	29.2%	28.4%
上海石化	219.78	229.59	249.22	231.54	212.82	222.51	-3.1%	4.5%
新凤鸣	125.09	156.73	160.17	172.69	144.52	168.20	7.3%	16.4%
华锦股份	99.75	117.84	112.13	131.71	94.49	117.14	-0.6%	24.0%
净利润								
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	同比增速	环比变化
中国石油	436.30	416.46	463.75	294.93	456.81	429.26	3.1%	-6.0%
中国海油	321.13	316.48	338.84	261.98	397.19	400.12	26.4%	0.7%
中国石化	201.02	150.09	178.55	74.97	183.16	173.87	15.8%	-5.1%
恒力石化	10.20	20.29	26.52	12.04	21.39	18.78	-7.4%	-12.2%
荣盛石化	-14.68	3.41	12.34	10.51	5.52	3.06	-10.4%	-44.7%
卫星化学	7.07	11.36	15.51	13.96	10.23	10.33	-9.0%	1.1%
东方盛虹	7.17	9.63	7.98	-17.62	2.47	0.72	-92.6%	-71.0%
桐昆股份	-4.90	5.95	7.98	-1.07	5.80	4.85	-18.5%	-16.3%
上海石化	-1.63	-8.25	2.69	-6.86	0.84	-0.56	93.2%	-166.8%
新凤鸣	1.89	2.90	4.07	1.99	2.75	3.29	13.7%	19.7%
华锦股份	-4.98	-1.78	2.83	4.62	-5.01	-2.42	-36.2%	51.8%

资料来源：Wind，国联证券研究所

从 ROE 来看，2024Q2 基础化工板块 ROE 为 1.99%，同比增长 0.01pct，环比增长 0.31pct；石油石化板块 ROE 为 3.05%，同比提升 0.16pct，环比下降 0.01pct。

细分板块看，煤化工、复合肥、氯碱、氮肥、磷肥及磷化工、炭黑板块 ROE 同比改善较明显，而非金属材料、钾肥、其他化学纤维、农药、聚氨酯板块 ROE 同比下滑

较明显。

图表2：2024Q2 化工各板块 ROE 同比、环比变动情况

	24Q2ROE	24Q2 同比	24Q2 环比
基础化工	1.99%	0.01%	0.31%
化学原料	2.06%	1.09%	0.36%
纯碱	3.13%	0.56%	0.33%
氯碱	0.87%	1.48%	0.52%
无机盐	2.93%	0.72%	0.65%
其他化学原料	1.70%	-0.77%	-0.02%
煤化工	2.74%	1.75%	0.45%
钛白粉	2.53%	0.51%	-0.12%
化学制品	2.22%	0.00%	0.44%
涂料油墨	1.69%	0.67%	0.71%
民爆制品	3.36%	-0.67%	2.10%
纺织化学制品	1.46%	0.61%	0.77%
其他化学制品	1.33%	0.27%	0.48%
氟化工	2.33%	-0.03%	0.88%
聚氨酯	3.97%	-1.00%	-0.13%
食品及饲料添加剂	2.44%	0.38%	0.19%
有机硅	1.54%	-0.31%	-0.15%
胶黏剂及胶带	0.56%	0.05%	-0.52%
化学纤维	1.53%	-0.10%	0.28%
涤纶	1.20%	0.01%	0.11%
粘胶	-0.04%	-0.81%	-0.02%
其他化学纤维	0.94%	-1.80%	0.36%
氨纶	2.87%	0.66%	0.48%
锦纶	0.91%	0.90%	0.09%
塑料	1.15%	-0.33%	0.29%
其他塑料制品	0.89%	-0.83%	-0.07%
改性塑料	1.56%	0.15%	0.37%
合成树脂	2.12%	-0.33%	0.67%
膜材料	0.39%	-0.41%	0.38%
橡胶	1.95%	-0.01%	0.14%
其他橡胶制品	1.58%	-0.52%	0.39%
炭黑	1.72%	1.12%	-0.21%
橡胶助剂	3.52%	-0.72%	0.16%
农化制品	2.12%	-0.62%	0.11%
氮肥	2.75%	1.44%	0.52%
磷肥及磷化工	3.09%	1.20%	0.50%

农药	0.51%	-1.21%	-0.76%
钾肥	2.91%	-4.56%	0.67%
复合肥	3.43%	1.53%	0.79%
非金属材料II	1.36%	-5.50%	-0.01%
非金属材料III	1.36%	-5.50%	-0.01%
石油石化	3.05%	0.16%	-0.10%
油气开采II	5.39%	0.54%	-0.09%
油气开采III	5.39%	0.54%	-0.09%
油服工程	2.62%	0.21%	1.01%
油田服务	3.26%	0.20%	1.40%
油气及炼化工程	1.77%	0.20%	0.50%
炼化及贸易	2.41%	0.00%	-0.17%
炼油化工	2.46%	0.02%	-0.18%
油品石化贸易	2.00%	-1.00%	-0.10%
其他石化	0.87%	-0.19%	0.18%

资料来源：Wind，国联证券研究所

1.1 上游石油开采：油价维持中高位震荡，业绩稳健

2023Q4 由于 OPEC+ 内部出现矛盾以及减产力度不及市场预期，叠加国际市场对 2024 年初原油需求存在疲软预期，布伦特原油期货结算价格单边下行至 73 美元/桶。2024Q1 由于红海问题、中东冲突等地缘局势问题造成原油供应不确定性增加，油价震荡上行至 91 美元/桶，2024Q2 多空交织原油价格先跌后涨，2024H1 布伦特原油期货结算价均值为 83.42 美元/桶，同比增加 4.38%。受益于原油价格同比上涨，石油开采板块公司业绩确定性较强。

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



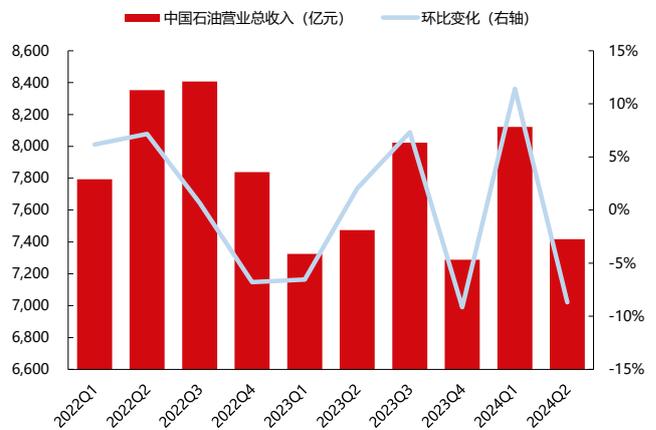
资料来源：Wind，国联证券研究所

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



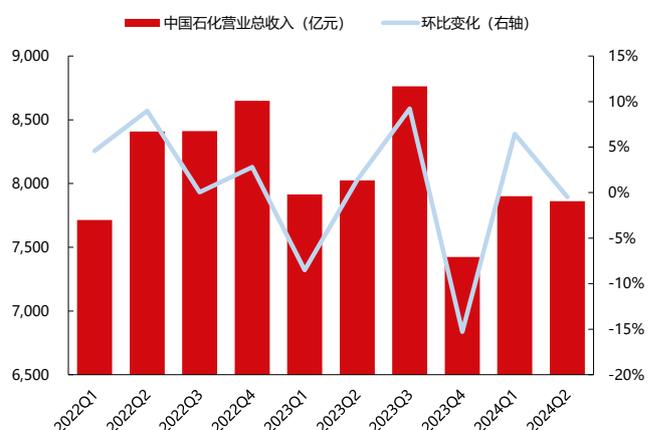
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：中国石化营业收入及同比增速



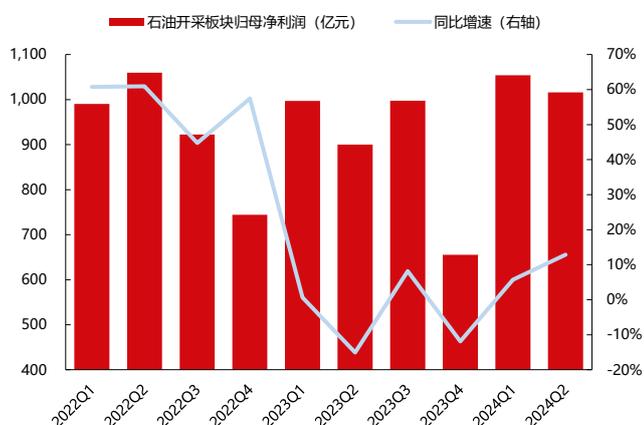
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表11：中国石化营业收入及环比变化



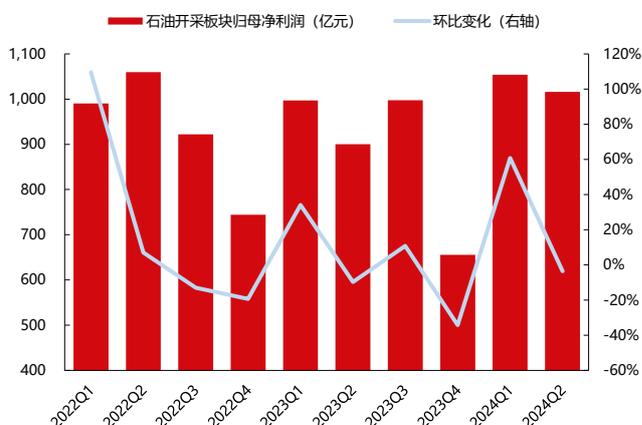
资料来源：Wind，国联证券研究所

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



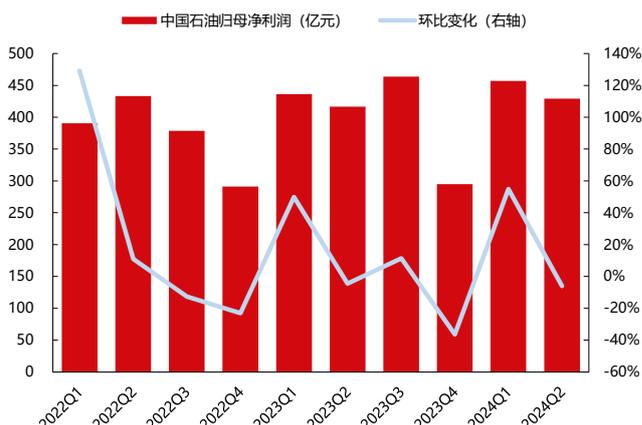
资料来源: Wind, 国联证券研究所

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

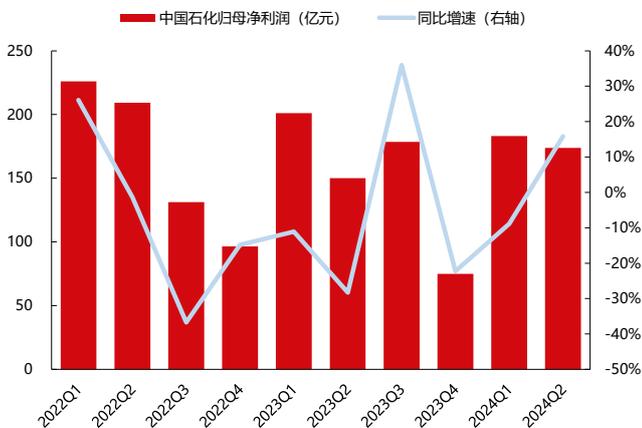


资料来源: Wind, 国联证券研究所

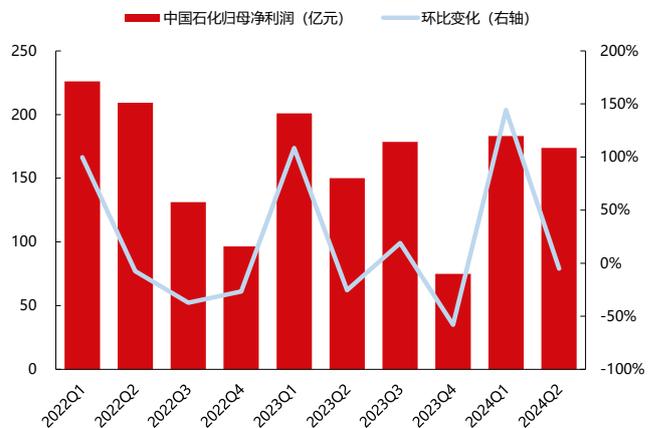
图表17: 中国海油归母净利润及环比变化



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

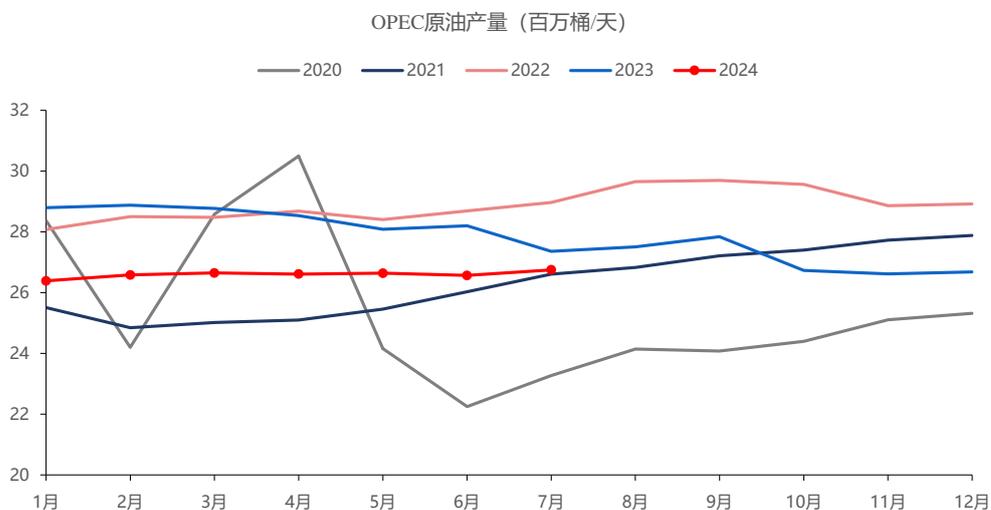
近年来三桶油上下游一体化程度不断加深，抵御风险的能力或将提升，业绩与油价波动相关性逐步减弱。自 2017 年以来，除 2020 年油价暴跌对业绩造成显著负面影响外，三桶油合计归母净利润均实现业绩增速高于原油价格增速，2024 年上半年在布伦特原油期货结算价均值同比上升 4.32% 的情况下，三桶油合计归母净利润同比增加 10.80%。

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

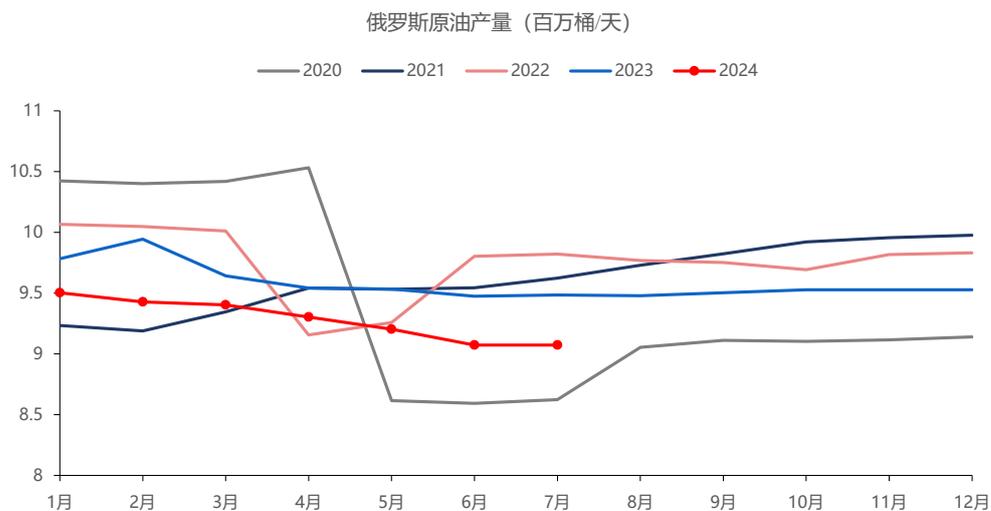
2024 年全球原油供需或持续维持偏紧运行，重点原油生产国边际供应增量较为有限。OPEC 及俄罗斯当前原油产量基本维持稳定，考虑到虽然 OPEC+ 在 2024Q4 至 2025Q3 可能根据市场需求情况存在逐渐结束 220 万桶/天自愿减产的可能，但 2023 年 4 月开始的 165 万桶/天的自愿减产延长至 2025 年 12 月，OPEC 及俄罗斯后续原油边际供应增量或较为有限。

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

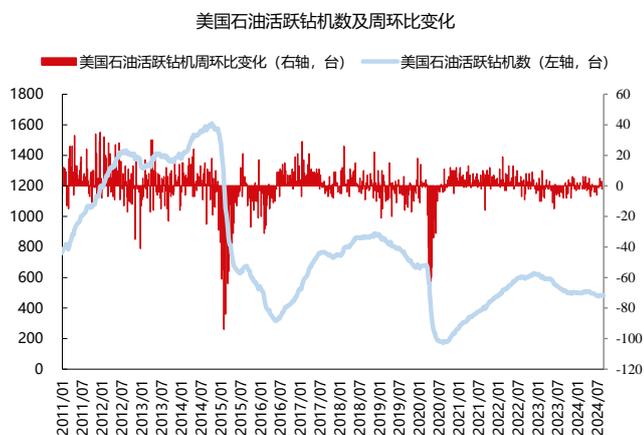
图表22: 俄罗斯原油产量 (单位: 百万桶/天)



资料来源: EIA, 国联证券研究所

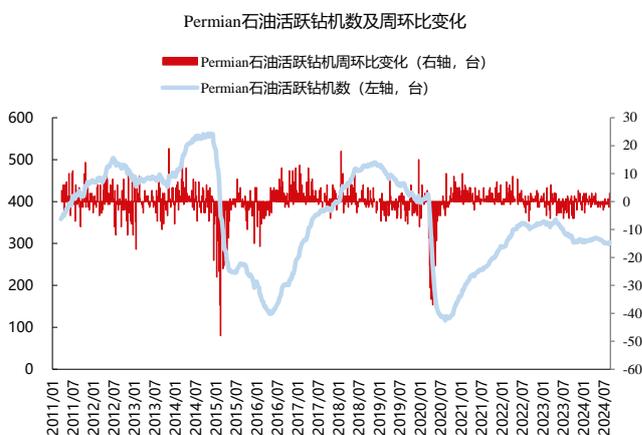
2023 年初至今美国页岩油开采活跃度显著弱于预期。当前美国活跃油井钻机数量自 2022 年 12 月恢复至阶段性高位 (627 台) 后开始持续回落, 截至 2024 年 8 月 30 日美国活跃油井钻机数量仅有 483 台左右。

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

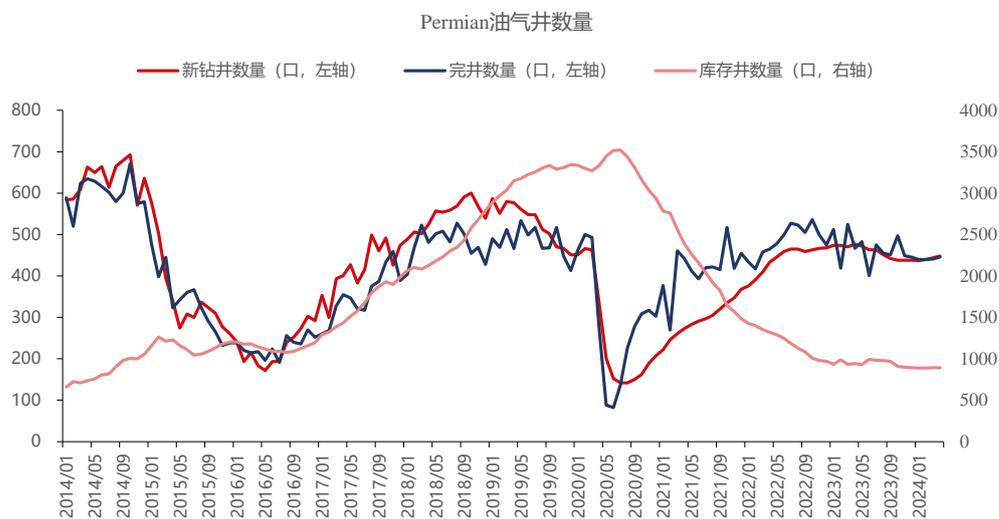
图表24: Permian 石油活跃钻机数及周环比变化



资料来源: 贝克休斯, 国联证券研究所

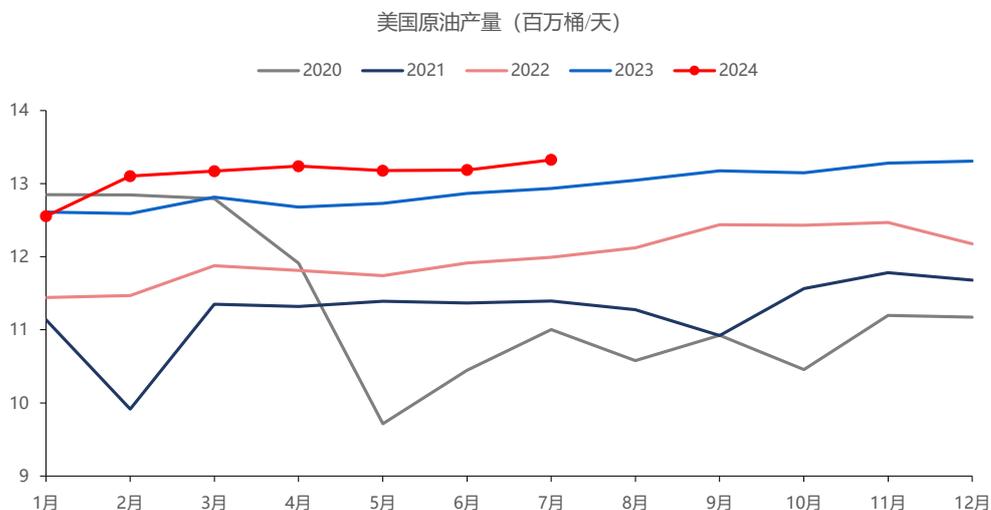
与此同时, 美国核心页岩油产区 Permian 新增钻井数与完井数量均出现一定回落, 但完井数相对下降更为明显, 库存井数去库速度减缓, 开采强度整体回落, 但或许说明美国完井阶段或许存在产能瓶颈或意愿不足, 美国原油产量边际增量或低于预期。

图表25: Permian 油气井数量



资料来源: EIA, 国联证券研究所

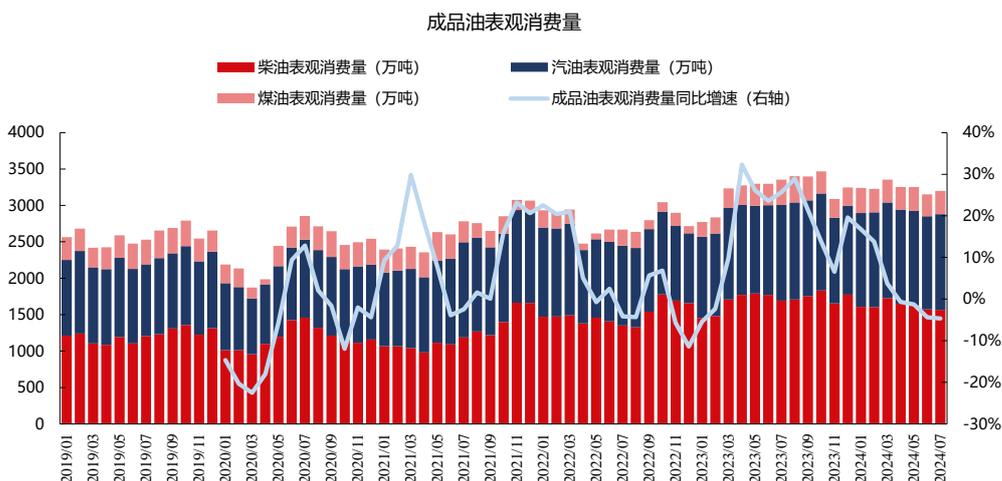
图表26: 美国原油产量 (单位: 百万桶/天)



资料来源: EIA, 国联证券研究所

2024年成品油消费需求较为旺盛, 2024年1-7月柴油/汽油/航空煤油累计表观消费量分别为1.14亿/0.91亿/0.22亿吨, 分别同比减少2.74%/增加7.05%/增加17.56%。如果国内成品油消费进一步修复, 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: 百川盈孚, 国联证券研究所

1.2 中游炼化板块: PX 高景气对业绩起到支撑, 化工品磨底着眼未来修复

2024H1 PX 高景气对炼化企业业绩起到一定支撑, 化工品需求仍处于磨底状态, 如果

化工品消费需求回暖，中游炼化板块公司业绩有望修复。

图表28：石油化工板块营业总收入及同比增速



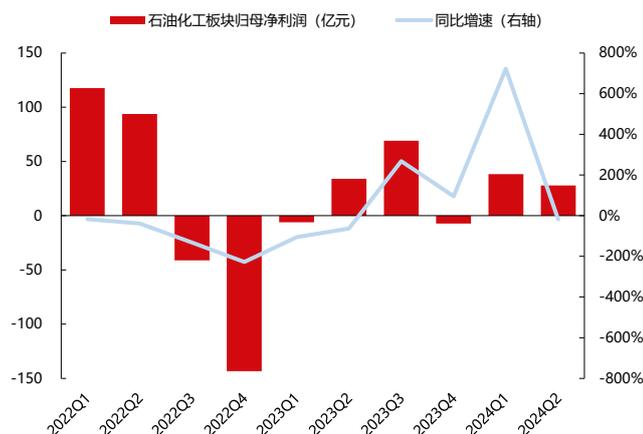
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表29：石油化工板块营业总收入及环比变化



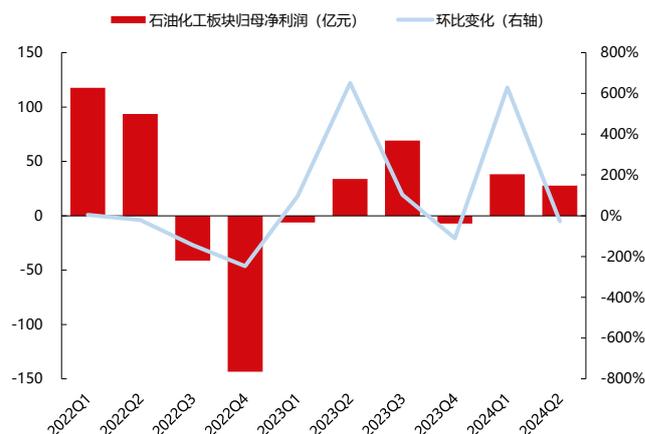
资料来源：Wind，国联证券研究所

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

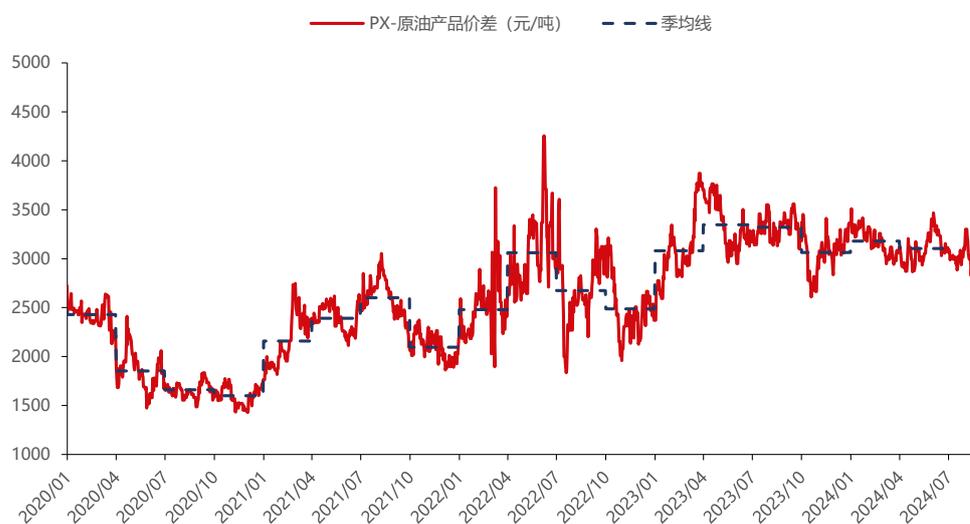
图表31：石油化工板块归母净利润及环比变化



资料来源：Wind，国联证券研究所

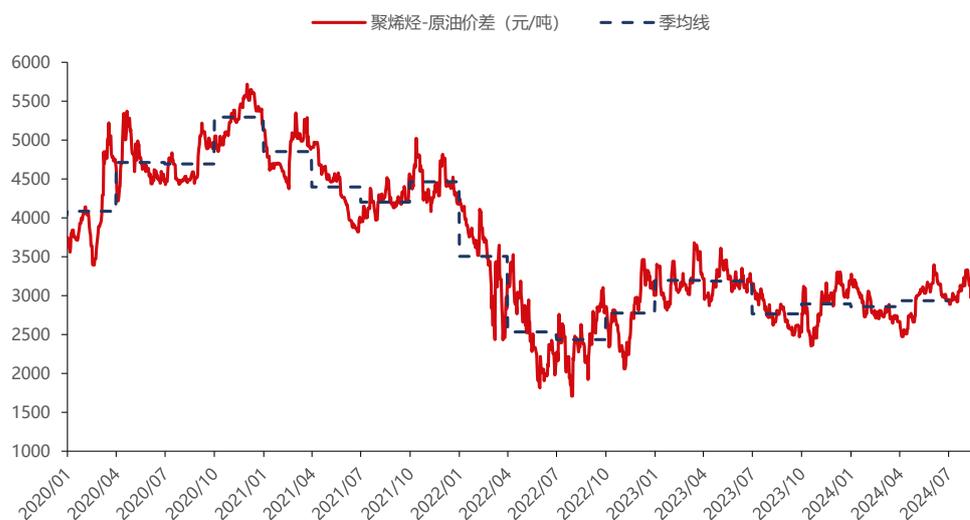
PX 市场仍呈现供不应求局面，产品盈利能力维持强势，2024Q2 PX-原油价差为 3103 元/吨，仍持续维持在较高水平。与此同时，化工板块处于磨底阶段，2024Q2 聚烯烃-原油产品价差为 2935 元/吨，环比走阔 2.71%，但同比仍收窄 7.87%。2024Q2 PTA-原油产品价差均值为 315 元/吨，同比收窄 21.06%，环比收窄 2.51%，仍处于景气较低水平。如果需求回暖带动产品价差修复，或带动化工板块业绩回暖。

图表32: PX-原油产品价差 (单位: 元/吨)



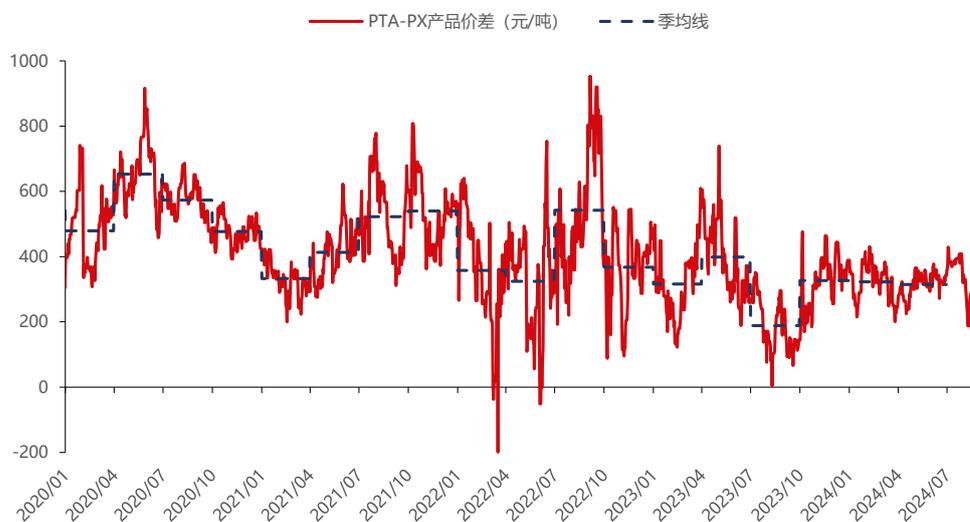
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表33: 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34：PTA-PX 价差（单位：元/吨）



资料来源：Wind，国联证券研究所

与此同时，涤纶长丝开工率维持较高水平，2024Q2 开工率均值达 88.45%，同比 +8.74pct，环比+6.54pct。2024Q2 涤纶长丝库存均值为 283 万吨，同比减少 43.78%，维持在健康区间范围。行业产销情况较为良好，有望实现景气回升。

图表35：涤纶长丝开工负荷率



资料来源：百川盈孚，国联证券研究所

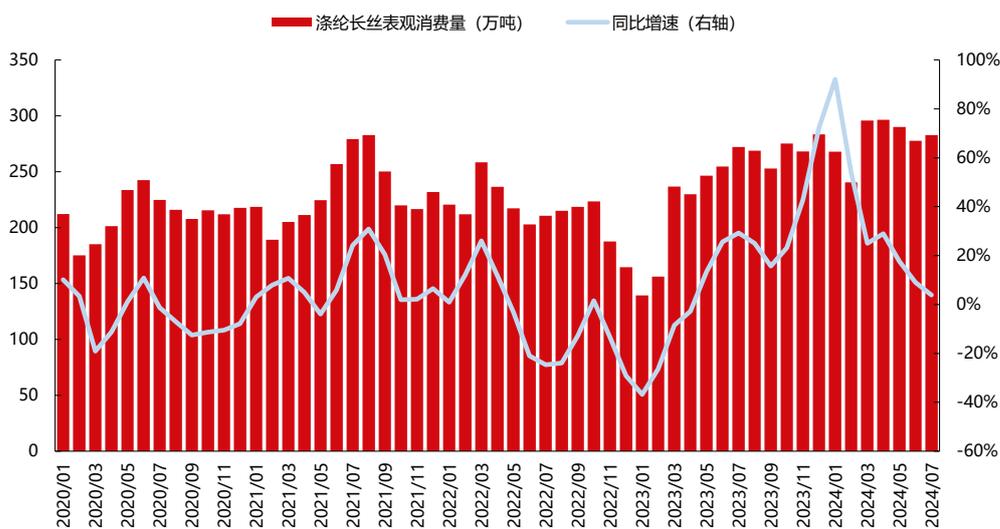
图表36: 涤纶长丝工厂库存 (单位: 万吨)



资料来源: 百川盈孚, 国联证券研究所

2024年1-7月涤纶长丝消费需求稳步回升, 1-7月累计涤纶长丝表观消费量达1952万吨, 同比增加27.06%。2024Q2涤纶长丝下游织机开工率均值为70.14%, 同比增加12.06%, 环比增加16.07%, 涤纶长丝消费需求如果进一步改善有望拉阔价差, 公司盈利能力或将增强。

图表37: 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

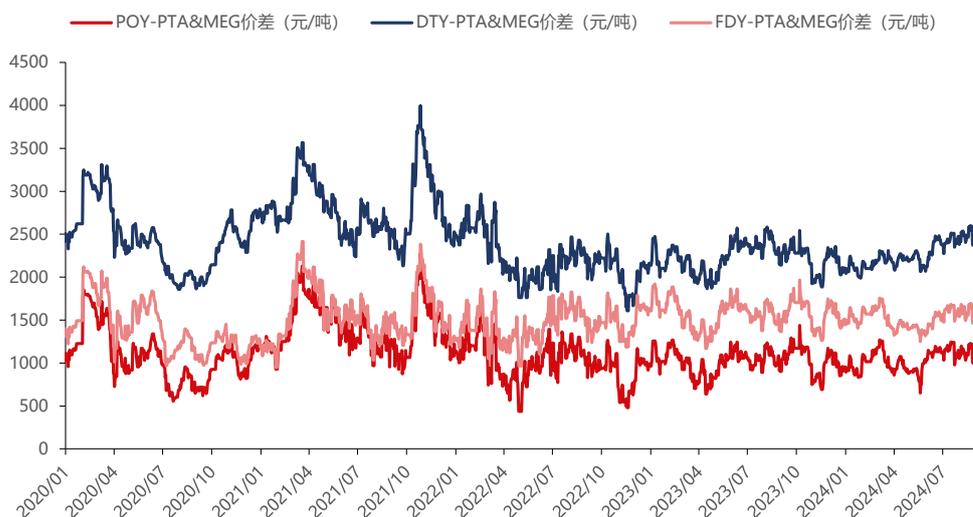
图表38：涤纶长丝下游织机开工率



资料来源：Wind，国联证券研究所

2024Q2 涤纶长丝 POY/DTY/FDY-PTA&MEG 价差均值分别为 996 元/2246 元/1431 元/吨，分别同比增加 2.33%/增加 2.81%/减少 6.79%，分别环比减少 2.18%/增加 4.43%/减少 7.95%。

图表39：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

2024H1 炼化企业受益于PX 高景气对业绩起到一定支撑作用，业绩出现一定程度改善，但聚烯烃行业景气度仍处于相对低位，如果消费需求出现回暖，化工品价差或将进一步修复，炼化企业有望获得业绩弹性。

1.3 下游基础化工品：基础化工业绩有所改善，细分板块存在分化

2024 年 1-7 月份出口同比增长。2023 年 8 月以来美联储暂停加息，联邦利率维持在 5.5%，美国经济及海外需求表现相对强劲。同时，2024 年人民币相对美元贬值，中国出口产品在国际市场上保持价格竞争力，进一步促进出口增长。2024 年 1 月中国出口金额在低基数下同比增长 7.8%，2-6 月出口金额逐月增长，6 月出口金额同比增长 8.6%，7 月出口金额略有回落，同比增长 7%。2024 年 1-7 月出口金额累计增长 4%。

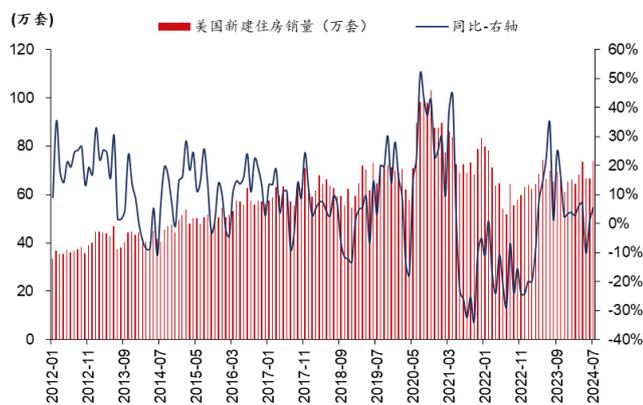
图表 40：中国出口金额和同比增速（单位：亿美元，%）



资料来源：海关总署，国联证券研究所

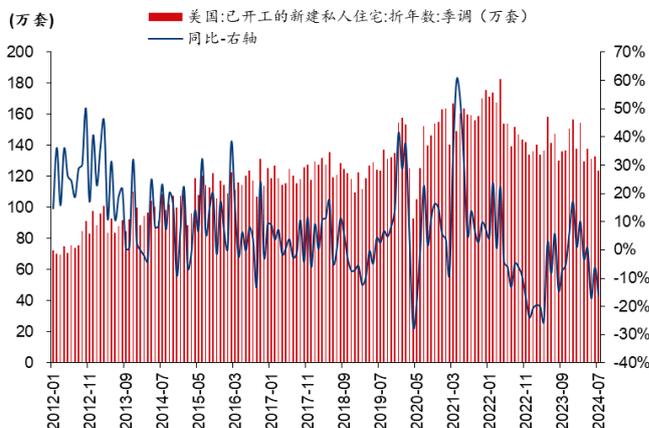
展望 2024 年 8 月及以后，美联储 9 月开始降息预期概率较大，根据 CME 数据，美联储 9 月降息的概率为 100%，且大选年财政有望偏松。并且美股地产市场销售端持续修复，2024 年 7 月美国新建住房销量同比增速提升至 5.57%，降息后有望进一步改善美国房地产房屋销售及新增投资。伴随美国制造业投资和美国地产投资的持续拉动，美国经济或维持偏强运行，海外需求景气度有望进一步提升。短期海运费上涨扰动持续时间或有限，整体仍看好下半年国内出口。

图表41：美国新建住房销量及其变动情况



资料来源：美国人口普查局，国联证券研究所

图表42：美国已开工的新建私人住宅数量及其变动情况

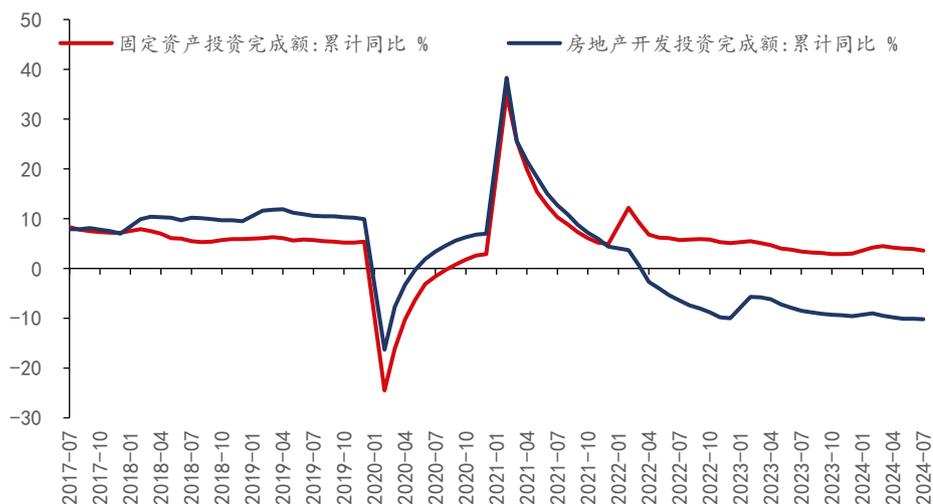


资料来源：美国人口普查局，国联证券研究所

地产销售同比降幅扩大，基建投资有所回暖。2024年1-7月房屋新开工面积开工累计同比下降23.2%，较2023年同期降幅基本持平，然而商品房销售面积累计同比下降了18.6%，较2023年同期6.5%的降幅进一步扩大。2024年1-7月房地产开发投资完成额累计同比下降了10.2%，持续拖累需求。

不过，2024年1-7月基建整体投资增速有所上行，2024年1-7月固定资产投资完成额累计同比增加3.6%，2023年同期数据为3.4%，基建投资整体维稳并有所回暖。

图表43：中国固定资产投资累计同比 (%)



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图表44：中国房屋开工及销售面积累计同比（%）

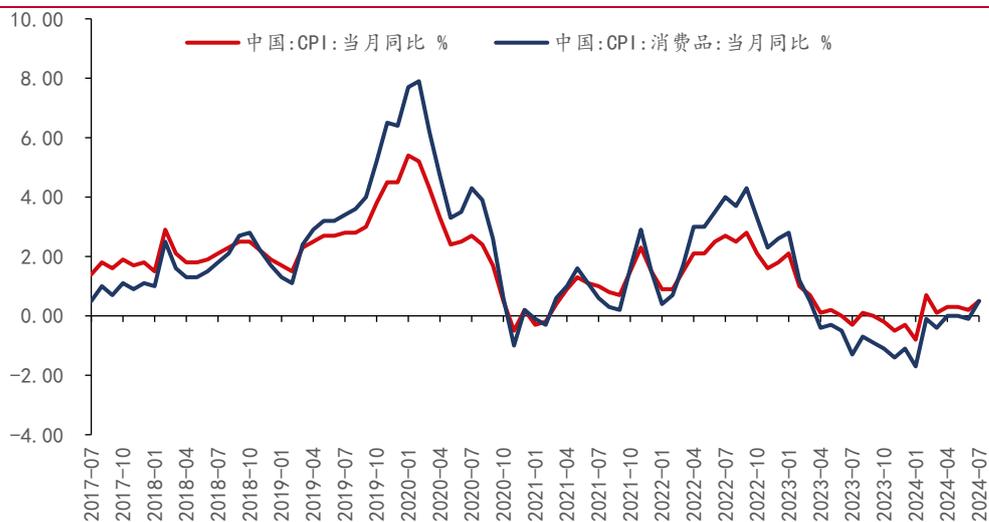

资料来源：国家统计局，国联证券研究所

2024年1-7月，中国消费市场仍维持弱复苏态势。受房屋资产缩水的财富效应、居民收入增速放缓、消费信心不足等影响，社会消费品零售总额虽然实现了同比正增长，但增速依然较缓慢且年内增长率持续下滑，社会消费品零售总额当月同比增长率从2月的5.5%下滑至6月的2.0%，7月略有改善来到2.7%。

与此同时，CPI数据缓慢改善，中国CPI与消费品CPI当月同比增长率从2024年1月的-0.80%/-1.70%逐步提升至7月的0.50%/0.50%，但处于相对较低水平，综合来看2024年1-7月份下游消费端复苏偏弱。

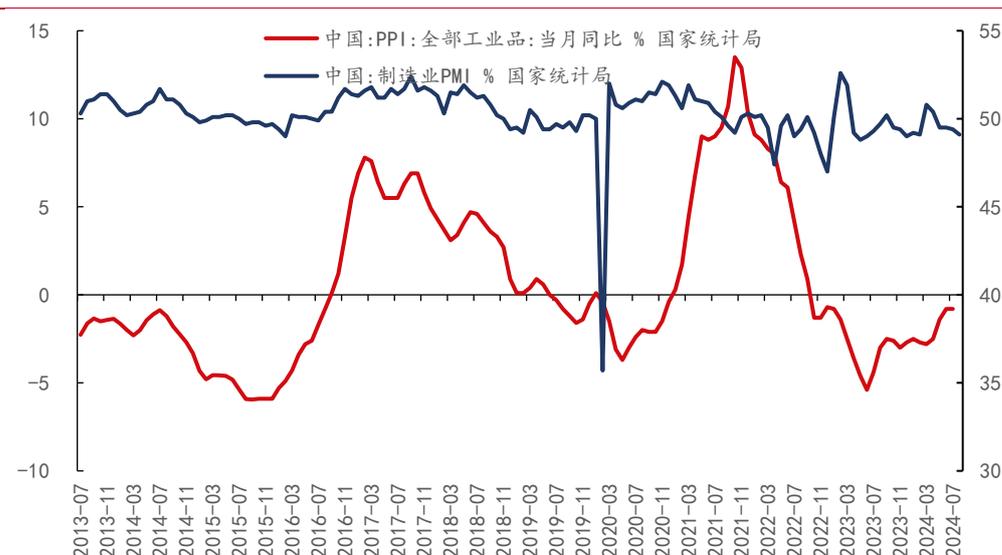
图表45：社会消费品零售总额当月同比（%）


资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图表46：中国CPI及消费品CPI当月同比（%）


资料来源：国家统计局，国联证券研究所

尽管出口相对景气，但内需消费端和基建投资增长势头偏弱，致使制造业生产端景气不振。2024年1-7月，中国制造业PMI数据在3-4月份短期迈入50.0荣枯线以上后，随后回落，7月PMI数据来到49.4，8月PMI数据进一步下降至49.1。同期PPI当月同比尽管有所改善但仍维持在0以下，7月中国全部化工品PPI当月同比为-0.80%。制造业景气处于相对疲软的状态。

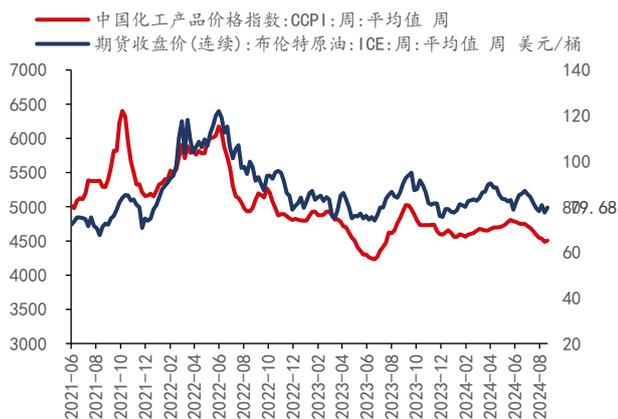
图表47：中国制造业PMI及全部工业品PPI当月同比


资料来源：国家统计局，国联证券研究所

油价高位震荡，化工行业盈利仍承压。油价上半年高位震荡，6月后下行明显。由于国内基建投资增长乏力、消费弱复苏背景下，出口超预期亦难改需求疲态，2024年

以来化工品 CCPI 指数回调相对更加显著。2024 年以来油价先涨后跌，至 9 月初油价与年初相比略有下降，化工品价格指数较年初下跌了 3.3%，化工品价差和盈利能力未有明显改善，盈利能力仍承压。

图表48：中国化工产品价格指数及油价走势



资料来源：ifind，国联证券研究所

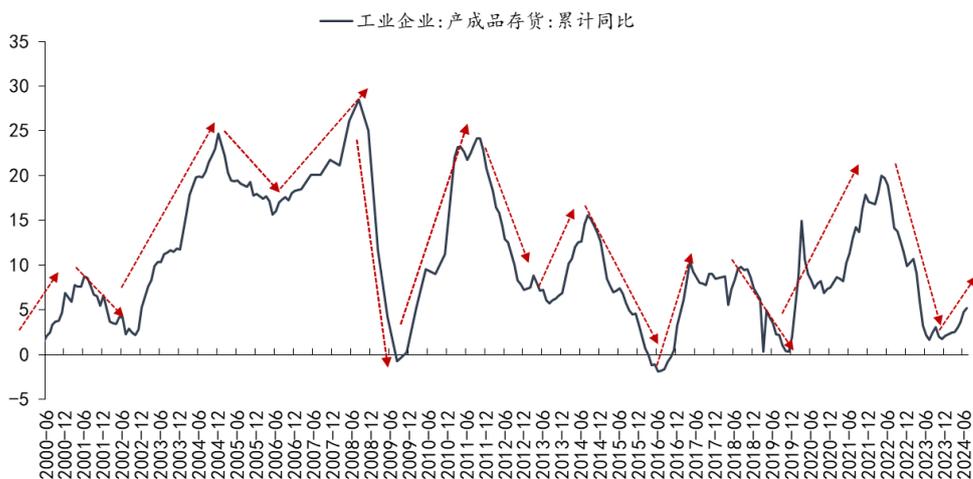
图表49：2024 年初以来化工品及原油价格涨跌幅



资料来源：ifind，国联证券研究所

不过，从库存角度看我国工业企业产成品库存已经处于去库尾声，并逐渐步入补库区间，过去 10 年中国工业企业产成品存货同比增速的均值为 7.53%，而 2024 年工业企业产成品存货同比增速逐渐从 2 月的 2.4% 提升至 7 月的 5.2%，工业企业补库周期或将到来，有望一定程度上改善化工品需求和行业景气度。

图表50：中国工业企业产成品库存情况



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

从估值的角度看，当前基础化工估值处于低位。截至 2024 年 8 月 30 日，基础化工

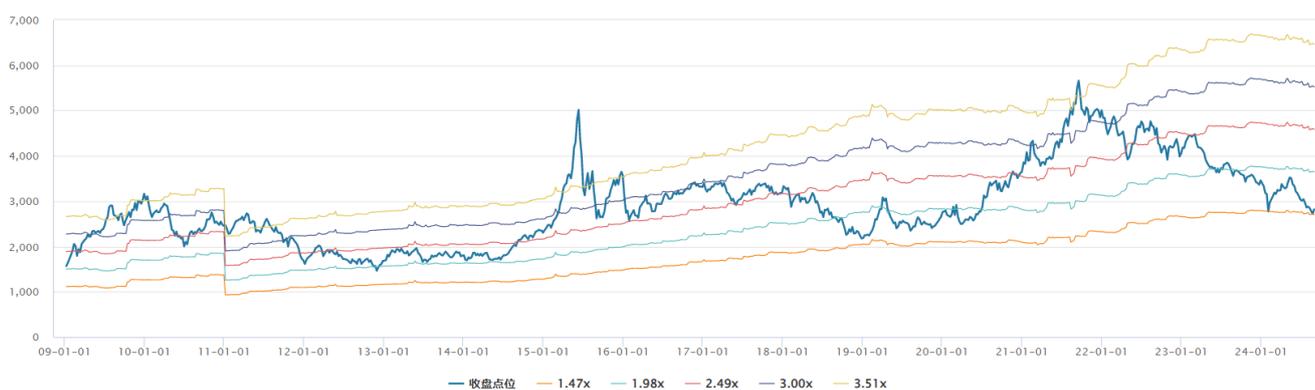
PE-TTM 为 19.60，PB 为 1.53，2022 年以来随着美联储加息及国内地产链需求萎缩，化工行业景气下滑，估值水平同步下降。2023 年及 2024 年国内消费不振叠加地产链持续疲软，化工行业实现利润较差，从十五年尺度看（2009-2024 年），目前基础化工估值处于底部区间。

图表51：近十五年基础化工（申万行业分类）PE-TTM bands



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表52：近十五年基础化工（申万行业分类）PB bands



资料来源：Wind，国联证券研究所

整体来看，尽管国内地产链仍疲软，消费端弱复苏，但外需有望带动出口持续景气，叠加国内化工企业补库周期或将至，有望在下半年改善化工行业景气度和化工企业盈利能力，建议关注化工行业盈利改善机遇。

中长期看，在逆全球化、环保、碳中和、全球主要经济体人口老龄化背景下，全球供应链成本中长期上行，供给能力的相对下降，推升全球通货膨胀水平或是大概率

事件，我们认为中长期看通胀中枢或将趋势性上移。长期通胀背景下，上游资源端企业优势相对较大，作为刚需的能源、资源在供给短缺下价格弹性较高，向上游一体化布局或将是企业发展的长期主题，资源端禀赋充裕的企业值得重点关注。

2024年上半年化工行业业绩有所改善但仍处于较低水平。整体而言，2024年上半年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，出口导向的产品需求改善，行业库存持续去化，叠加2023年上半年低基数影响，2024年上半年化工行业营业收入和盈利同比有所改善。2024年上半年化工板块（国联证券化工团队统计的452家A股基础化工&石油石化上市公司）营业总收入实现了2.5%的同比增长，归母净利润同比增长7.9%，扣非后归母净利润同比增长9.5%。剔除“两桶油”后，2024H1化工板块营业总收入为20967亿元，同比增长3.5%；归母净利润1636亿元，同比增长11.7%；扣非后归母净利润1563亿元，同比增长13.4%。

其中2024Q2在需求相对旺季叠加去年低基数下盈利同环比均有提升。2024Q2化工板块营业总收入同比增长0.9%，环比增长0.7%；归母净利润同比增长10.6%，环比增长1.4%。剔除“两桶油”后，2024Q2板块营业总收入为10940亿元，同比上涨4%，环比增长9.2%；归母净利润为847亿元，同比增长13.8%，环比增长7.3%。

多数细分板块业绩之间分化仍存。在统计的40个细分板块中，2024H1锦纶、油气开采、轮胎、其他石化、煤化工、钛白粉、涂料油墨、氨纶、炭黑、胶黏剂及胶带、氟化工、氮肥、复合肥等19个板块的营收和归母净利润均实现了同比显著正增长。氯碱、油气及炼油工程、纺织化学制品、磷肥及磷化工板块虽然营收同比下滑，但利润同比有所改善。其他橡胶制品、聚氨酯、改性塑料、其他塑料制品、有机硅、粘胶、膜材料板块虽营收增长，利润却下滑明显。油品石化贸易、非金属材料、钾肥、其他化学纤维、农药、民爆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，2024H1板块净利润率同比提升居前的包括轮胎、炭黑、煤化工、纺织化学制品、钛白粉、胶黏剂及胶带、油墨涂料板块；板块净利润率同比下滑明显的板块包括钾肥、非金属材料、其他化学纤维、农药、膜材料等。

锦纶：2024H1锦纶板块营收同比增长25%，归母净利润同比增长1244%；其中2024Q2营收同比增长25%，归母净利润同比增长9664%。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。虽上半年产业链中各产品价格呈下跌趋势，但原料CPL跌幅最为明显，利润

向锦纶切片及纤维产品转移。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，锦纶的内需潜力有望被不断激发。

轮胎：2024H1 轮胎板块营收同比增长 17%，归母净利润同比增长 74%；其中 2024Q2 营收同比增长 13%，归母净利润同比增长 38%，行业仍延续高景气。上半年国际贸易壁垒扰动、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。

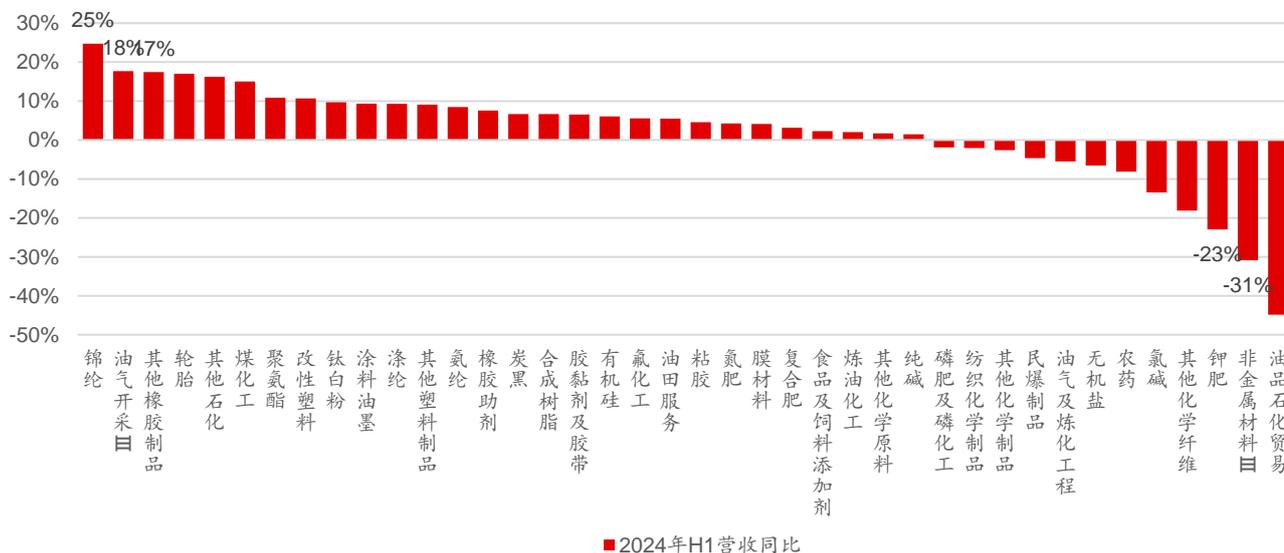
钛白粉：2024H1 钛白粉板块营收同比增长 10%，归母净利润同比增长 49%；其中 2024Q2 板块营收同比增长 12%，归母净利润同比增长 27%。近年来，国内钛白粉产能快速扩张。在钛矿、能源等价格持续高企的情况下，海外巨头加快退出钛白粉市场，国内产品出口有望迎来黄金发展期，叠加内需边际改善，钛白粉盈利有望持续修复。

煤化工：2024H1 煤化工板块营收同比增长 15%，归母净利润同比增长 128%；其中 2024Q2 板块营收同比增长 23%，归母净利润同比增长 202%。上半年受益于煤炭价格回落叠加原油价格相对高位，煤化工景气度有所提升。鉴于我国的能源结构，发展煤化工是国家能源安全的需求，同时在国际油价高位震荡的背景下，作为替代路线的煤化工，有望凭借成本优势实现较好的盈利水平。

氟化工：2024H1 氟化工板块营收同比增长 6%，归母净利润同比增长 14%；其中 2024Q2 板块营收同比增长 8%，归母净利润同比增长 13%。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 等产品价差迅速走高，氟化工企业盈利能力环比大幅改善。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，供需格局持续优化将带来氟化工行业景气向上。

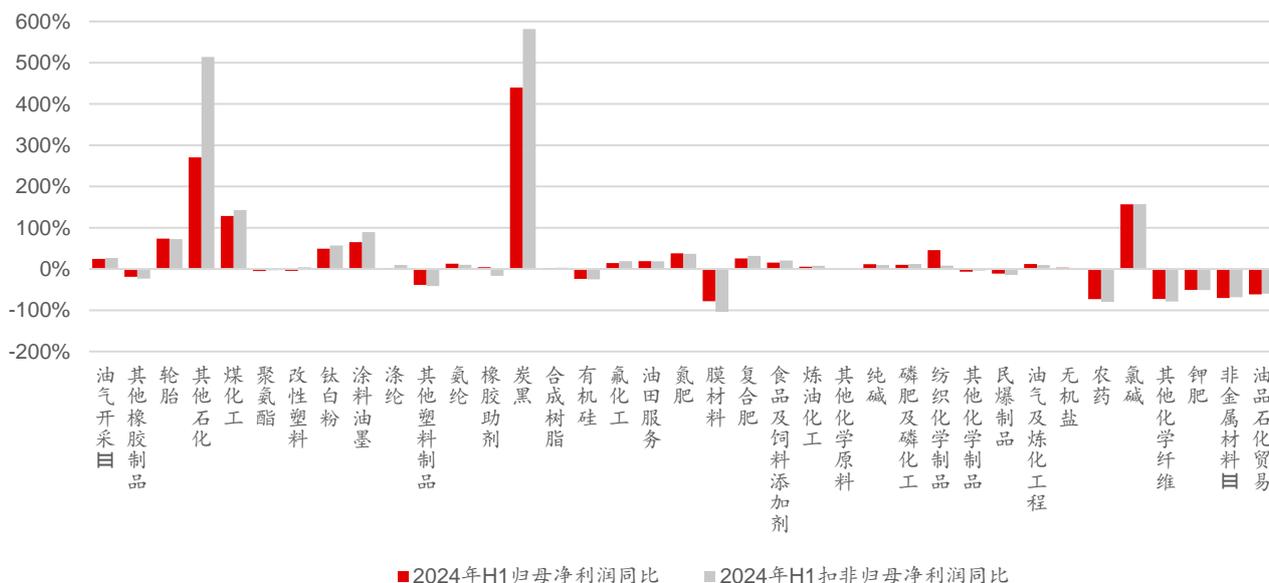
农药：2024H1 农药板块营收同比下降 8%，归母净利润同比下降 73%；其中 2024Q2 板块营收同比下降 3%，归母净利润同比下降 101%。受行业产能过剩叠加市场需求不足，2024 年以来农药原药价格整体下行。展望后市，我们认为从中长期看农药行业终端需求仍具备韧性，且全球农药分销渠道库存降低明显，农药行业有望迎景气改善。

图表53：2024年上半年化工各板块营业收入同比变动情况



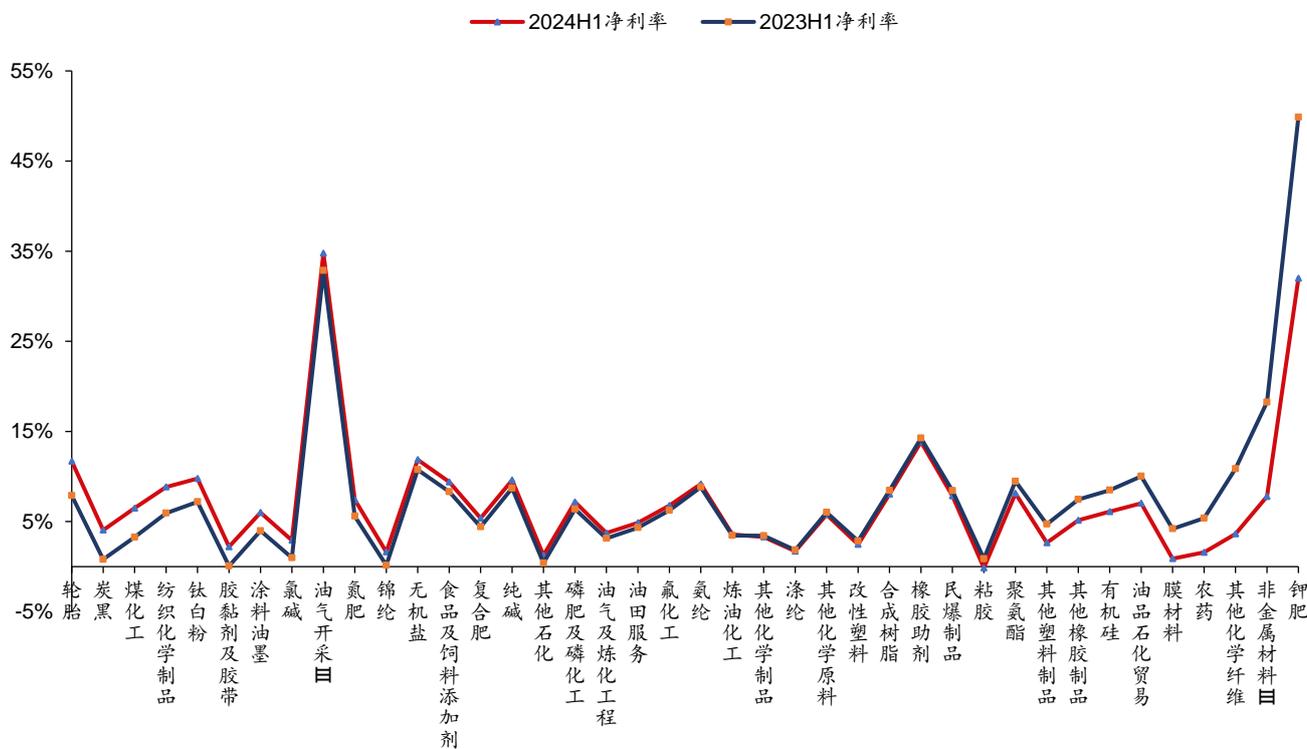
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表54：2024年上半年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：锦纶、胶黏剂及胶带、粘胶数值过大或过小，因此不体现在图中

图表55：2024年上半年化工各板块净利润率变动情况


资料来源：Wind，国联证券研究所

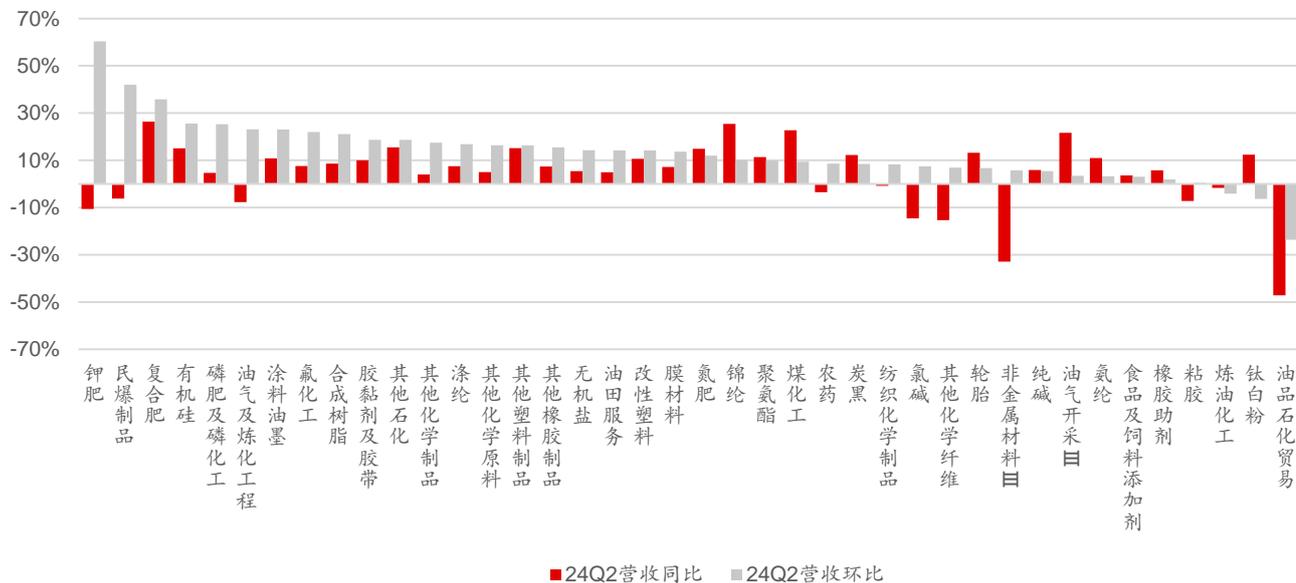
注：锦纶、胶黏剂及胶带、粘胶数值过大或过小，因此不体现在图中

环比来看，伴随行业持续去库，需求有所回暖，叠加部分板块产业趋势带来的弹性，2024年Q2部分板块业绩已有明显改善。除去季节性因素，业绩环比提升居前的主要有氯碱、煤化工、炭黑、氮肥、复合肥、纺织化学品、磷肥及磷化工、无机盐、涂料油墨等。

氯碱：2024Q2 氯碱板块营收同比下降 15%，环比增长 7%；归母净利润同/环比分别增长 581%/89%。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，供给端压力有所缓解，此外 2024Q2 受地产政策刺激，PVC 价格抬升带动盈利修复。烧碱下游氧化铝、化纤行业景气较好拉动烧碱需求。未来随着行业供给压力缓解，叠加国内需求持续恢复，氯碱行业盈利有望持续修复。

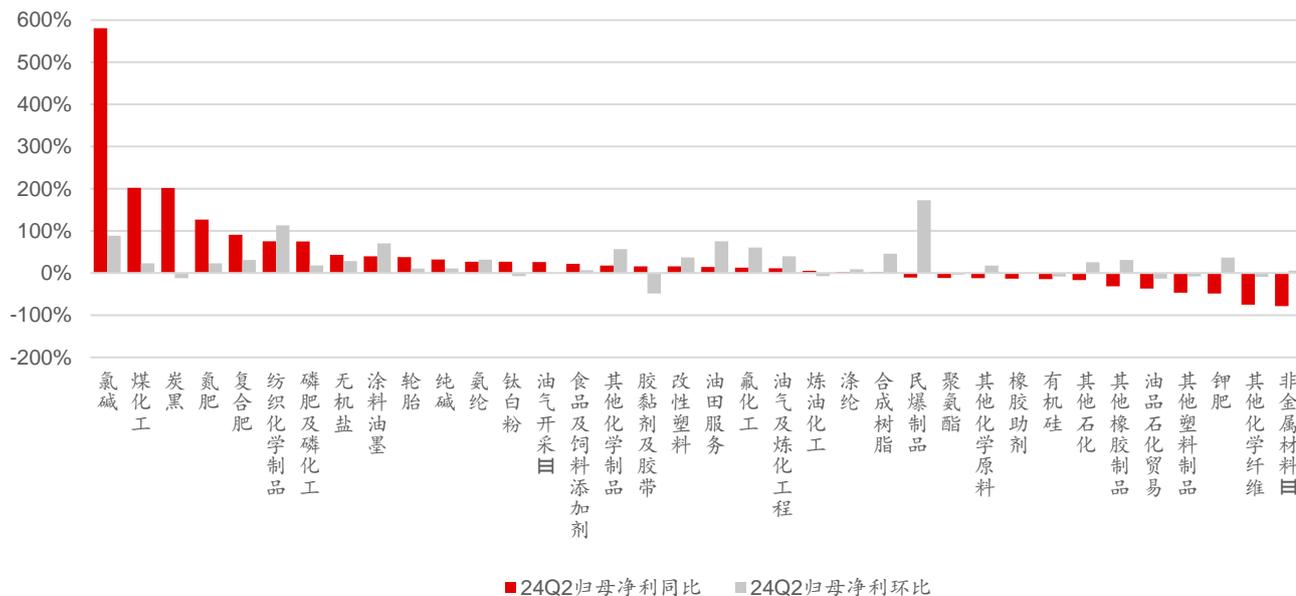
复合肥：2024Q2 复合肥板块营收同/环比分别增长 26%/36%，归母净利润同/环比分别增长 91%/31%。过去三年单质肥价格的暴涨暴跌对复合肥的生产和销售都造成了严重的负面影响，目前单质肥价格已处于历史底部区间且波动趋缓，复合肥行业有望开始走出困境，开启量利修复。此外，未来具备成本、品牌和渠道优势的龙头企业市场份额有望进一步扩大，复合肥行业集中度有望提升。

图表56：2024Q2 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57：2024Q2 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

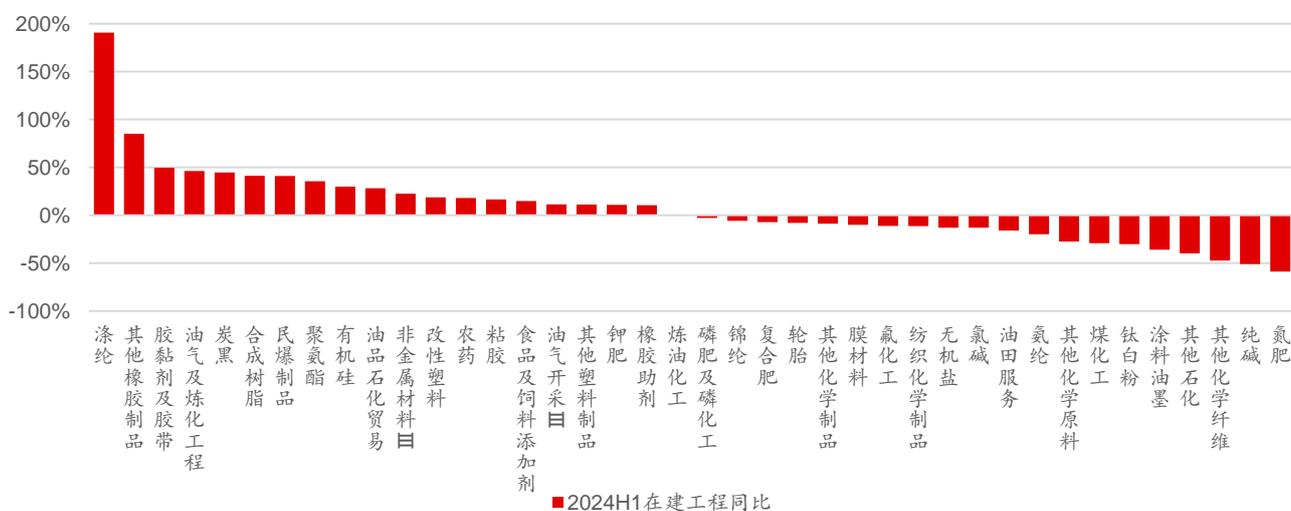
在建工程：在建项目为驱动化工类企业成长的重要因素，但从往期经验来看，过量

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，因而在建工程大幅增长的行业蕴含着机会、也蕴含着风险。而在建工程相对少的行业可能进入了行业修整阶段，行业或已不在高景气阶段，但可能存在一定的盈利修复机遇。

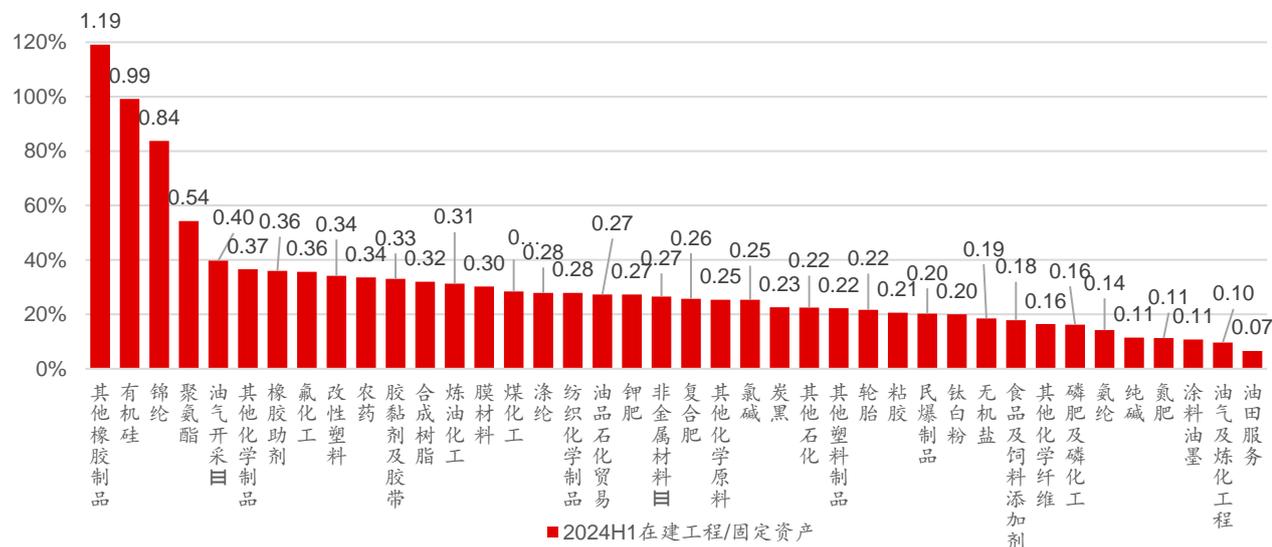
从具体数据来看，截至 2024 年 Q2，剔除“两桶油”后化工板块在建工程为 5642 亿元，同比+1%。涤纶、其他橡胶制品、胶黏剂及胶带、油气及炼化工程、炭黑、合成树脂、民爆制品、聚氨酯、有机硅等板块在建工程同比有大幅提升，其中其他橡胶制品有机硅的在建工程/固定资产比例仍然处于高位，需警惕未来竞争加剧的风险。

而氮肥、纯碱、其他化学纤维、其他石化、涂料油墨、钛白粉等板块在建工程同比有所缩减。油服、油气及炼化工程、涂料油墨、氮肥、纯碱、氨纶、磷肥及磷化工、其他化学纤维、食品及饲料添加剂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58：2024H1 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59：2024H1 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

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

由于 2024 年原油价格或将持续维持中高位震荡，如果经济回暖并带动相关需求逐步恢复，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) 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：恒力石化、荣盛石化、桐昆股份、新凤鸣；3) 业绩有所改善，存在进一步修复可能的化工企业：万华化学、宝丰能源、新和成、华鲁恒升、赛轮轮胎。

3. 风险提示

1) 油气田投产进度不及预期：油气田从勘探到开采是一个漫长的过程，在此过程中可能会出现油气田投产时间延迟；

2) 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。

3) 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；

4) 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风险；

5) 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；

6) 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。

7) 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织产品加税的可能，东南亚国家对中国长丝进行反倾销调查等或有风险；

8) 不可抗力影响：政策变动、自然灾害等不可抗力因素或对公司经营产生风险。

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。

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

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号玖安广场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