

油价重心持续回落，关注成长属性标的

——4月动态报告

2025年5月8日

核心观点

- 4月油价重心持续回落。**4月Brent、WTI月均价分别为66.5、62.9美元/桶，环比分别下降7.0%、7.4%。供给端，5月3日OPEC+宣布，沙特、俄罗斯等八个产油国将在6月份增产41.1万桶/日，为其连续第二个月加快增产步伐，增产幅度和速度超市场预期。此外，当前伊朗原油生产、出口仍较为平稳，4月伊朗原油产量、出口量分别为335、166万桶/日，环比分别增加0、6万桶/日，后续需密切关注美伊谈判进展。需求端，短期来看，截至5月2日当周，美国炼厂开工率为89.0%，较4月初回升2.3个百分点。按照季节性规律，随着夏季车用燃油消费高峰的来临，后续炼厂开工率有望继续抬升。中期来看，当前美国政府对外关税政策仍存较大的不确定性，全球贸易局势仍处紧张状态，原油消费增速预期承压。库存端，截至5月2日，美国商业原油库存为43838万桶，较4月初下降397万桶。我们认为，全球原油需求增速预期承压背景下，减产联盟对供给端支撑力度边际减弱，预期短期Brent原油价格偏弱运行，运行区间参考58-68美元/桶。建议后续密切关注全球贸易争端等指引、OPEC+产量政策、伊朗原油供应情况等。
- 1-3月国原油表观需求回落，同比下降1.6%。**1-3月，我国加工原油1.82亿吨，同比增长1.6%；原油产量0.54亿吨，同比增长1.1%；原油进口1.35亿吨，同比下降1.5%；原油表观消费量1.88亿吨，同比下降1.6%；对外依存度72.1%，维持高位。
- 1-3月我国天然气表观需求回落，同比下降2.2%。**1-3月，我国天然气表观消费量1048亿方，同比下降2.2%；产量660亿方，同比增长4.4%；进口量406亿方，同比下降10.0%；对外依存度38.8%，同比回落3.4个百分点。
- 1-3月我国成品油表观需求回落，同比下降4.9%。**1-3月，我国成品油产量1.01亿吨，同比下降7.0%；成品油出口751万吨，同比下降26.1%，主要系年后国内独立炼厂开工率低于往年，主营资源多用于补充地炼开工走低造成的产量损失，出口利润持续偏低等原因；成品油表观消费量0.93亿吨，同比下降4.9%。其中，汽油、煤油、柴油表观消费量同比下降4.1%、1.5%、6.2%。
- 投资建议：**预计近期Brent油价在58-68美元/桶区间运行，行业成本端压力有所减轻，但需留意库存转化损益。近期全球贸易紧张局势升级，预计国内经济刺激政策将持续加码，看好内需潜力释放下化工行业结构性机会。建议关注成长属性标的，推荐卫星化学（002648.SZ）、宝丰能源（600989.SH）、国恩股份（002768.SZ）等。
- 风险提示：**国际贸易摩擦加剧的风险，原料价格大幅上涨的风险，下游需求不及预期的风险，主营产品景气度下降的风险，项目达产不及预期的风险等。

股票代码	股票简称	累计涨幅 (年初至今)	相对收益率 (年初至今)	市盈率 (TTM)
002648.SZ	卫星化学	-2.50%	3.08%	9.33
600989.SH	宝丰能源	-6.24%	-0.65%	15.75
002768.SZ	国恩股份	11.10%	16.68%	10.47

资料来源：iFind，中国银河证券研究院（注：相对收益率比较基准指数取石油化工（中信）指数）

石油化工行业

推荐 维持评级

分析师

翟启迪

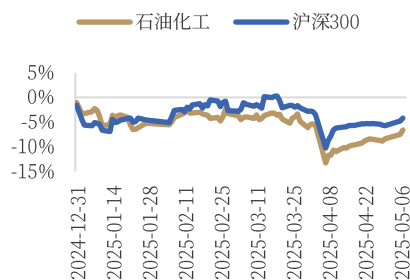
☎：010-8092-7677

✉：zhaiqididi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060004

相对沪深300表现图

2025-5-7



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、石油和化工行业是国民经济重要支柱产业	3
(一) 石油和化工行业上市公司 537 家, 占全部 A 股 9.9%	3
(二) 石油和化工行业总市值 8.25 万亿, 占全部 A 股 8.3%	4
二、我国经济运行平稳, 石油化工行业过剩压力仍在	5
(一) 我国经济总体运行平稳, 能源消费预期稳步增长	5
(二) 油价显著影响行业盈利, 预计 25Q2 中枢有所回落	7
(三) 我国石化产品需求增速放缓, 供给端面临过剩压力	9
(四) 石油化工行业财务指标分析	12
三、我国石油化工行业步入成熟期, 格局有望重塑	13
(一) 能源替代+参与主体增多, 竞争愈加多元化	13
(二) 上下游议价能力弱, 行业盈利能力承压	13
(三) 多项政策密集出台, 推动行业高质量发展	14
(四) 我国石油化工行业步入成熟期, 依旧存在成长空间	14
四、行业面临的问题及建议	15
(一) 存在主要问题	15
(二) 建议及对策	16
五、石油化工行业在资本市场中的发展情况	17
(一) 行业收益率表现	17
(二) 行业估值表现	17
(三) 行业成长性分析	18
六、投资策略及推荐标的	19
(一) 投资策略	19
(二) 推荐组合表现	19
七、风险提示	20

一、石油和化工行业是国民经济重要支柱产业

我国石油和化工行业是以石油、天然气、煤炭等为原料生产满足人们生产生活的各种产品，是我国重要的支柱产业之一。中国石油和化学工业联合会数据显示，2023 年我国石油和化工行业实现营业收入 15.95 万亿元，同比下降 1.1%；实现利润总额 8733.6 亿元，行业经济运行总体呈现低位回升、稳中有进态势，为国家能源安全和社会经济发展提供了坚实保障。

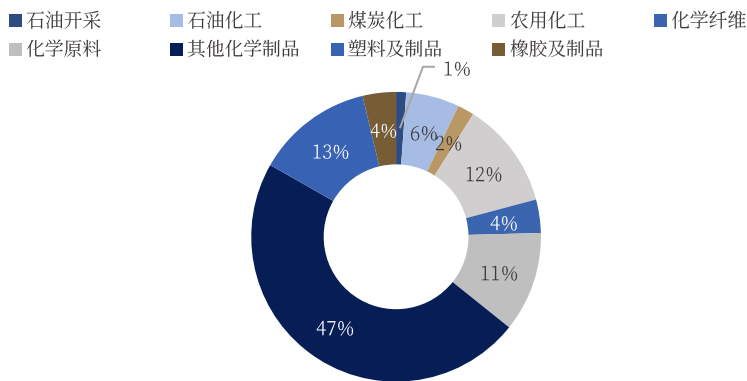
石油和化学工业关系到国民经济命脉，大到工业、农业、交通、国防，小到每个人的衣食住行，都离不开石油和化学工业。如，飞机、汽车、轮船、拖拉机、锅炉的燃料，金属加工、各类机械运转都需要用到的各类润滑材料，铺设公路用的沥青；高铁、汽车、建筑、家电等行业也都要用到来自石油和化工行业的塑料、橡胶制品；工业上或者家里用的天然气，农业用到的地膜、农药、化肥，纺织行业使用的化纤原料，玻璃制品生产用到的纯碱也是来自该行业；等等。石油和化工行业产业链长、涉及面广、产品众多，且上下游关联非常紧密。依据中信证券行业分类，我们将整个石油和化工产业链分为 9 个子行业，包括石油开采、石油化工、煤炭化工、农用化工、化学纤维、化学原料、塑料及制品、橡胶及制品、其他化学制品。其中，石油化工行业处于整个产业链的中游，与上下游关联非常紧密。

石油化工是指以石油和低碳烷烃（乙烷、丙烷等）为原料，生产油品（汽油、煤油、柴油、燃料油、润滑油、石蜡、沥青等）和石化产品（“三烯”、“三苯”、合成树脂、合成橡胶等）的加工工业。化肥、碱等产品，以及通过“三烯”、“三苯”生产的其他品种的一些精细化学品，习惯上已经不属于石油化工的范畴。考虑到石油化工行业处在整个产业链的中游环节，且整个产业链细分行业众多，各细分行业景气影响因素不一、表现各异，本报告重点围绕石油化工行业进行阐述和分析，适当向产业链两端延伸。

（一）石油和化工行业上市公司 537 家，占全部 A 股 9.9%

截至 5 月 7 日，我国石油和化工行业共有 537 家上市公司，占到全部 A 股的 9.9%。其中，石油化工行业有 32 家上市公司，占我国石油和化工行业的 6.0%、占全部 A 股 0.6%。

图1：石油和化工行业个股占比

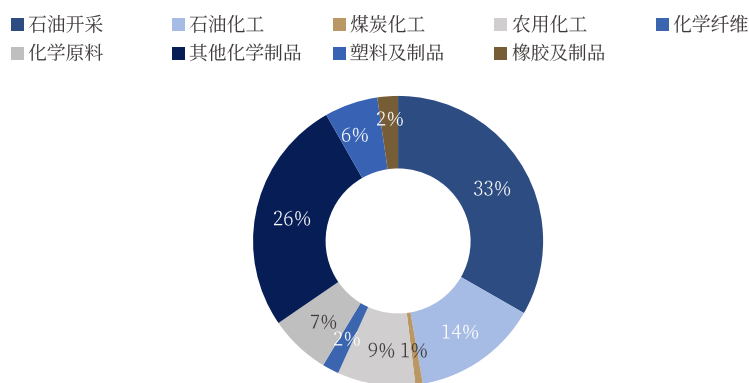


资料来源：iFind，中国银河证券研究院

（二）石油和化工行业总市值 8.25 万亿，占全部 A 股 8.3%

截至 5 月 7 日，我国石油和化工行业总市值 8.25 万亿，全部 A 股总市值 99.53 万亿，占到全部 A 股的 8.3%。其中，石油化工行业总市值为 1.15 万亿，占整个石油和化学工业 14.0%、占全部 A 股 1.2%。

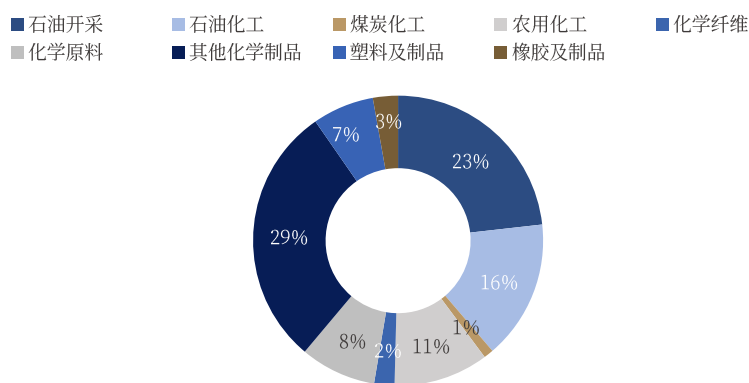
图2：石油和化工行业总市值占比



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

在流通 A 股市值方面，我国石油和化工行业流通市值 6.29 万亿，全部 A 股流通市值 78.72 万亿，占到全部 A 股的 8.0%。其中，石油化工行业流通市值为 0.98 万亿，占整个石油和化学工业 15.5%、占全部 A 股 1.2%。

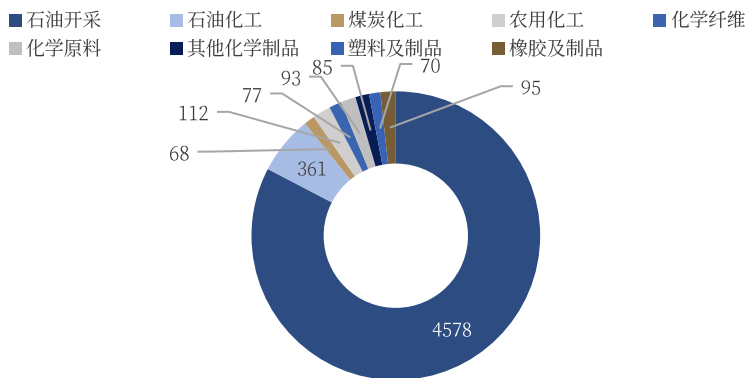
图3：石油和化工行业流通 A 股市值占比



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

在平均市值方面，我国石油和化工行业平均市值 154 亿元，同期全部 A 股平均市值 184 亿元。其中，石油化工行业平均市值 361 亿元，主要系中国石化市值较高所致。

图4：石油和化工行业平均市值（亿元）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

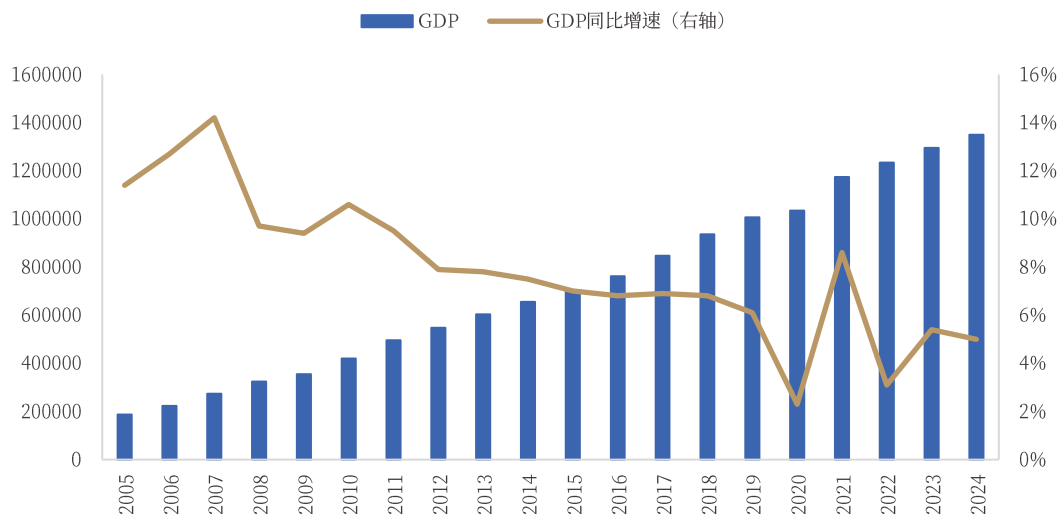
二、我国经济运行平稳，石油化工行业过剩压力仍在

（一）我国经济总体运行平稳，能源消费预期稳步增长

1. 经济总体运行平稳，实现良好开局

国家统计局数据显示，初步核算，一季度，我国国内生产总值（GDP）为 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%。分产业看，第一产业增加值 11713 亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值 111903 亿元，同比增长 5.9%；第三产业增加值 195142 亿元，同比增长 5.3%。从环比看，经季节因素调整后，一季度 GDP 环比增长 1.2%。环比增速连续五个季度在 1.0% 以上，经济保持平稳向好态势。

图5：我国国内生产总值（GDP，亿元）及同比增速



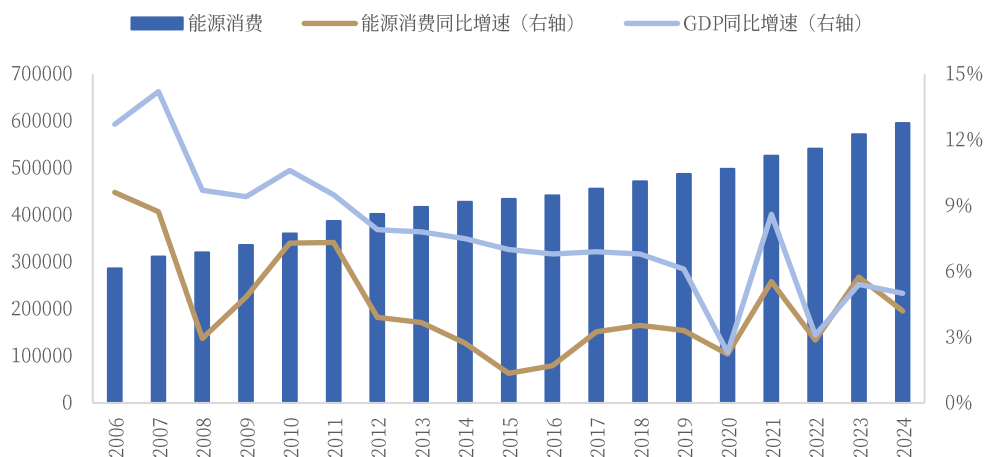
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

2. 我国能源消费稳步增长，油气对外依存保持高位

能源消费通常被视为经济发展的同步指标，与工业化进程密切相关。随着我国经济持续增长，我国能源消费亦呈现增长之势，但于 2012 年开始增速显著下降。随着我国进入后工业时代及供给

侧结构性改革的持续推进，能源消费与经济发展相关性正在趋弱。近些年我国能源消费已然步入低速增长模式。预计未来几年，我国经济平稳增长仍将推动能源消费稳步增长。

图6：我国能源消费（万吨标准煤）及同比增速

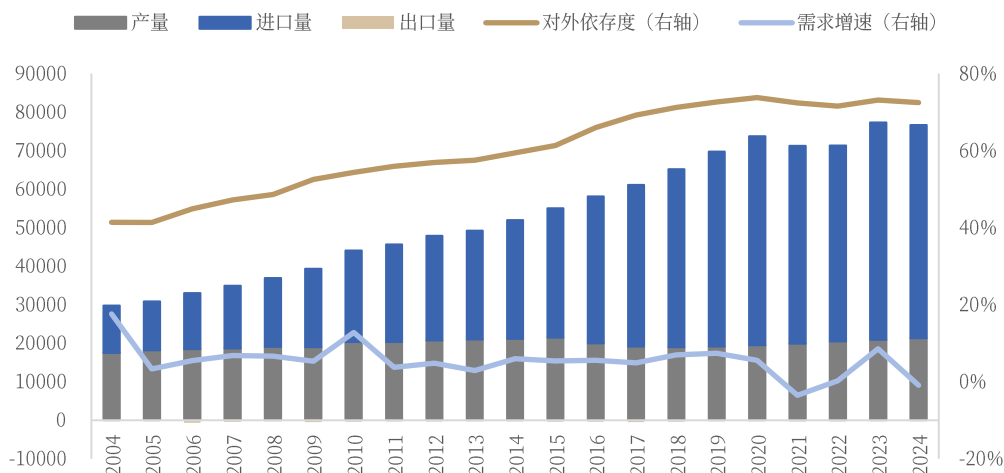


资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

近年来，国有石油公司大力推进“增储上产”，我国原油产量稳步提升。原油需求在经历 2021-2022 年疲弱后迎来增长，2023 年我国原油消费量和加工量双升，主要系疫情后我国经济稳步发展，以及休闲旅游、商务出差等需求集中释放刺激国内成品油消费不断恢复。2024 年受经济增速放缓、电动汽车和液化天然气燃料卡车的普及等影响，我国原油需求再度回落。2024 年我国原油产量 2.13 亿吨，同比增长 1.8%；原油进口量 5.53 亿吨，同比下降 1.9%；加工原油 7.08 亿吨，同比下降 1.6%；原油表观消费量 7.64 亿吨，同比下降 0.9%；对外依存度 72.4%，维持高位。

2025 年 1-3 月，我国加工原油 1.82 亿吨，同比增长 1.6%；原油产量 0.54 亿吨，同比增长 1.1%；原油进口 1.35 亿吨，同比下降 1.5%；原油表观消费量 1.88 亿吨，同比下降 1.6%；对外依存度 72.1%，维持高位。

图7：我国原油供需（万吨）及对外依存度

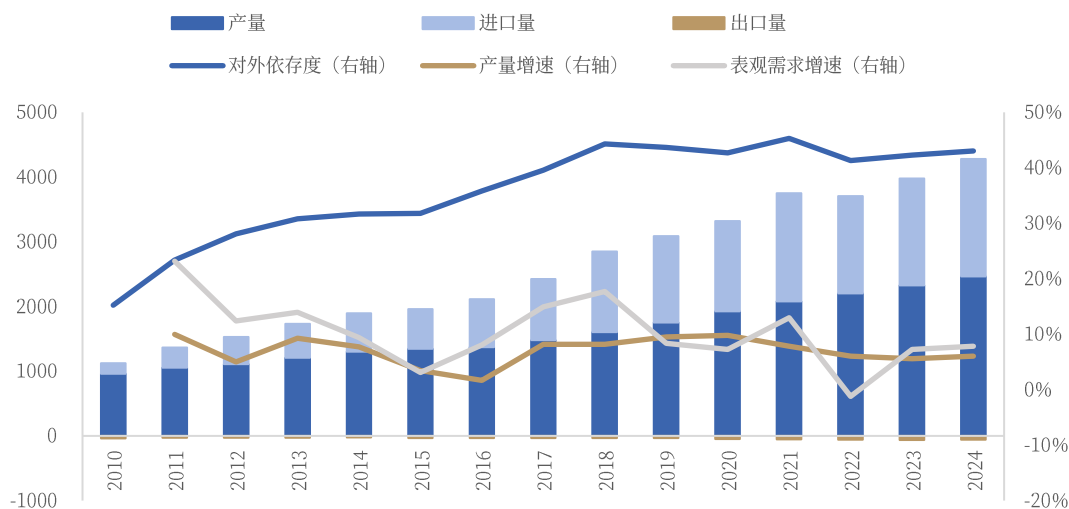


资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

2024 年我国天然气表观消费量 4221 亿立方米，同比增长 7.8%，2010-2024 年年均复合增长 10.2%；产量 2465 亿立方米，同比增长 6.0%；进口量 1816 亿立方米，同比增长 9.8%；对外依存度 43.0%，继续维持相对高位。在我国能源消费结构转型升级背景下，预计我国天然气需求仍将保持较快增长。据中国石油集团经济技术研究院预计，受宏观经济稳中有进、气电装机快速增长等因素影响，2025 年我国天然气消费量预计达到 4485 亿立方米。

2025 年 1-3 月，我国天然气表观消费量 1048 亿方，同比下降 2.2%；产量 660 亿方，同比增长 4.4%；进口天然气 406 亿方，同比下降 10.0%；对外依存度 38.8%，同比回落 3.4 个百分点。

图8：我国天然气供需（亿立方米）及对外依存度



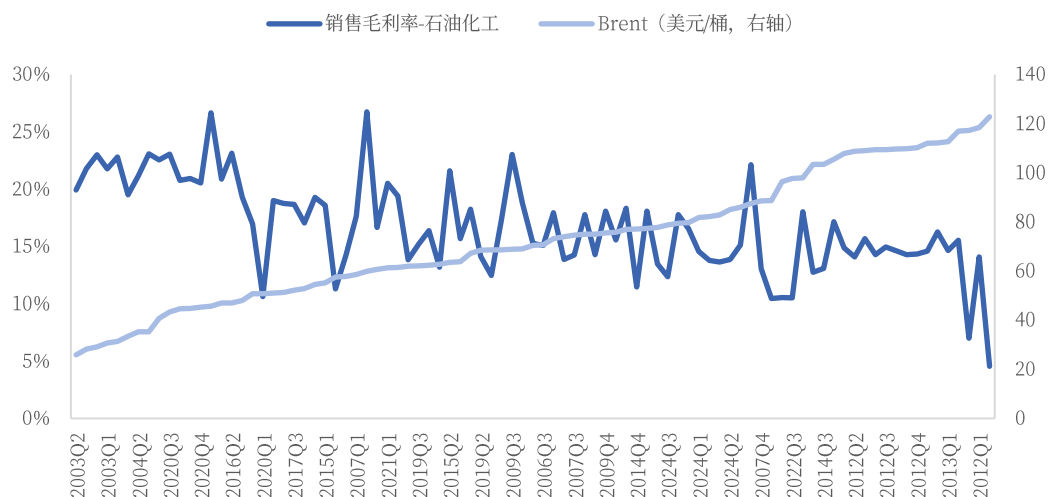
资料来源：iFind、海关总署，中国银河证券研究院

（二）油价显著影响行业盈利，预计 25Q2 中枢有所回落

原油成本占企业营业成本的 40%-70%左右，因此油价的高低直接影响到石油化工行业的盈利能力。单从原料成本角度来看，低油价对石油化工产业是利好，不仅是在原料端降低了成本，而且有助于降低燃动力消耗等其他成本，增强石油化工行业的盈利能力。在高油价水平下，上游开采行业非常受益，但对下游石油化工行业来说，由于市场竞争激烈，很多产品无法实现成本的向下转移，使得价差收窄，行业盈利空间将被大幅缩小，企业盈利能力承压。

石油化工行业盈利与油价水平和走势息息相关。通常 Brent 油价在 50 美元/桶以下区间，行业处在高盈利区间，油价越低盈利能力越强；在 50-70 美元/桶的中油价水平下，石油化工行业虽然较低油价水平盈利能力有所下降，但依然处在合理范围内；若油价突破 70 美元/桶，继续向高位上涨，行业盈利将大度缩窄。需要注意，在油价持续下跌或者持续上涨情形下，由于库存收益的存在，行业盈利能力将受到显著影响。

图9：油价高低与石油化工行业盈利能力关系



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

2024 年油价重心窄幅回落，Brent、WTI 年度均价分别为 79.9、75.8 美元/桶，同比分别下降 2.8%、2.3%。其中，1-3 月，地缘因素带动市场风险溢价持续回升，油价重心抬升；4 月份以来，受地缘局势进入常态化、OPEC+产量政策释放远期供应增加预期以及石油消费表现不及预期等因素影响，油价重心逐步回落。

2025 年 1 月，油价重心显著抬升。1 月 Brent、WTI 月均价分别为 78.3、75.2 美元/桶，环比涨幅分别为 7.1%、7.9%。供给端，多因素反复扰动供应预期。1 月 10 日，美国宣布对俄罗斯能源领域新一轮制裁，目标包括俄罗斯大型石油天然气生产企业、石油海运出口业务、油田服务提供商、用于出口的石油和天然气生产项目，以及能源领域高级官员、企业高管等。市场担心石油运输遇到问题，进口国转而从其他产油国寻求替代，原油面临短期供应紧张问题。1 月 20 日，美国总统特朗普签署行政令，宣布进入“国家能源紧急状态”，计划增加石油生产。需求端，一方面，短期北半球部分地区寒冷天气推动取暖油等石油产品的需求增长；另一方面，1 月 20 日特朗普就职后对部分国家宣布加征关税，市场预期经济下行压力加大进而拖累短中期石油需求。库存端，截至 1 月 31 日当周，美国商业原油库存量 42379 万桶，较去年年底增加 819 万桶。

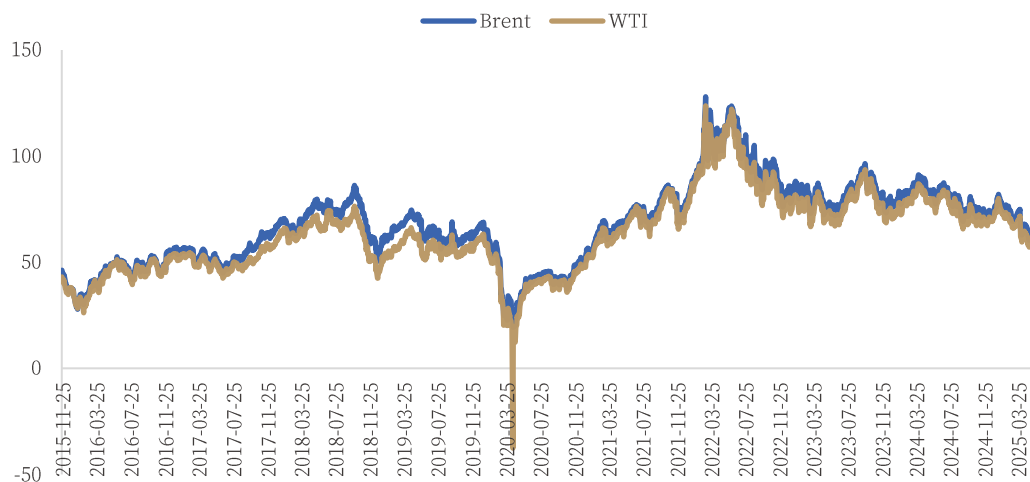
2025 年 2 月，油价重心回落。2 月 Brent、WTI 月均价分别为 75.0、71.2 美元/桶，环比分别下降 4.3%、5.3%。供给端，一方面，美国总统特朗普致力于解决乌克兰冲突，地缘风险溢价存回落空间；另一方面，2 月 4 日美国总统特朗普宣布重启对伊朗核计划的“极限施压”运动，未来伊朗石油对外供应存在较大的不确定性。需求端，短期来看，2 月 21 日当周，美国炼厂开工率为 86.5%，较 1 月底增加 2.0 个百分点，按照季节性规律，后续炼厂开工率趋于回升。中期来看，2 月 27 日美国总统特朗普宣布将在 3 月 4 日起对进口自墨西哥、加拿大两国的产品加征 25%的关税，对中国输美产品再加征 10%关税，市场预期经济下行压力加大进而拖累短中期石油需求。库存端，2 月 21 日当周，美国商业原油库存量 43016 万桶，较 1 月底增加 637 万桶。

2025 年 3 月，油价重心持续回落。3 月 Brent、WTI 月均价分别为 71.5、67.9 美元/桶，环比分别下降 4.7%、4.6%。供给端，一方面，4 月 3 日，OPEC+计划 5 月份增产 41.1 万桶/日，供应端压力预计增大。另一方面，2 月 4 日美国总统特朗普宣布重启对伊朗核计划的“极限施压”运动，未来伊朗石油对外供应存在较大的不确定性。需求端，短期来看，3 月 28 日当周，美国炼厂开工率为 86.0%，较 2 月底回升了 0.1 个百分点。中期来看，自美国总统特朗普就职以来，美国政府不断升级关税措施，全球贸易紧张局势加剧，原油消费预期承压。库存端，3 月 28 日当周，美国商业原

油库存量 43979 万桶，较 2 月底增加 602 万桶。

2025 年 4 月，油价重心持续回落。4 月 Brent、WTI 月均价分别为 66.5、62.9 美元/桶，环比分别下降 7.0%、7.4%。供给端，5 月 3 日 OPEC+宣布，沙特、俄罗斯等八个产油国将在 6 月份增产 41.1 万桶/日，为其连续第二个月加快增产步伐，增产幅度和速度超市场预期。此外，当前伊朗原油生产、出口仍较为平稳，4 月伊朗原油产量、出口量分别为 335、166 万桶/日，环比分别增加 0、6 万桶/日，后续需密切关注美伊谈判进展。需求端，短期来看，截至 5 月 2 日当周，美国炼厂开工率为 89.0%，较 4 月初回升 2.3 个百分点。按照季节性规律，随着夏季车用燃油消费高峰的来临，后续炼厂开工率有望继续抬升。中期来看，当前美国政府对外关税政策仍存较大的不确定性，全球贸易局势仍处紧张状态，原油消费增速预期承压。库存端，截至 5 月 2 日，美国商业原油库存为 43838 万桶，较 4 月初下降 397 万桶。我们认为，全球原油需求增速预期承压背景下，减产联盟对供给端支撑力度边际减弱，预期短期 Brent 原油价格偏弱运行，运行区间参考 58-68 美元/桶。建议后续密切关注全球贸易争端等指引、OPEC+产量政策、伊朗原油供应情况等。

图10: Brent 与 WTI 油价走势（美元/桶）



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

（三）我国石化产品需求增速放缓，供给端面临过剩压力

1. 成品油消费面临达峰，化工品需求仍具韧性

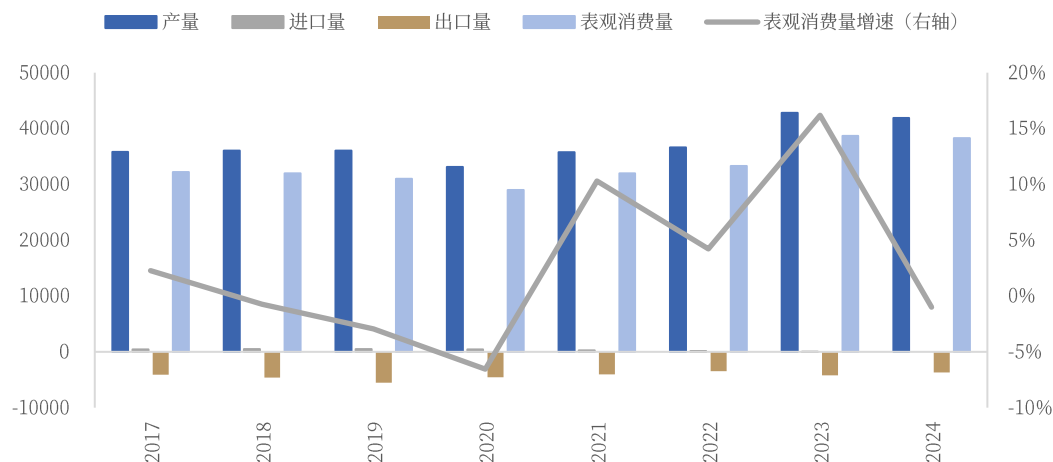
随着经济结构调整、能效水平提升以及交通运输方式和用能结构的演变，我国石油石化市场进入变革重塑期，石油需求增长动能转变，呈现“成品油降、化工用油增”的特点。

2024 年，成品油市场全面遇冷，宏观经济增长动能放缓、报复性出行拉动效应减弱，叠加电动汽车和液化天然气重卡替代步伐的加速，成品油总需求出现萎缩。2024 年我国成品油产量 4.19 亿吨，同比下降 2.1%；成品油出口量 0.37 亿吨，同比下降 12.6%；成品油表观消费量 3.83 亿吨，同比下降 1.0%，其中，汽油、煤油、柴油表观消费量分别同比变化 0.9%、8.5%、-4.0%。

2025 年 1-3 月，我国成品油产量 1.01 亿吨，同比下降 7.0%；成品油出口 751 万吨，同比下降 26.1%。其中，成品油出口量表现不及预期主要系以下三点原因。一是，年后国内独立炼厂开工负荷偏低，均低于往年，主营资源更多用于补充地炼开工走低造成的产量损失；二是，季节性和统计问题，1-2 月恰逢国内春节假期，影响出口节奏和海关统计；三是，出口利润持续偏低，出口必要性降低。1-3 月，成品油表观消费量 0.93 亿吨，同比下降 4.9%。其中，汽油、煤油、柴油表观消费量

分别同比下降 4.1%、1.5%、6.2%。

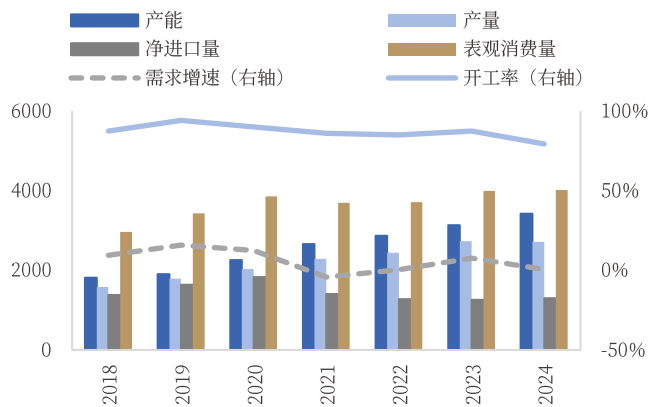
图11：我国成品油供需情况（万吨）



资料来源：iFind、海关总署，中国银河证券研究院

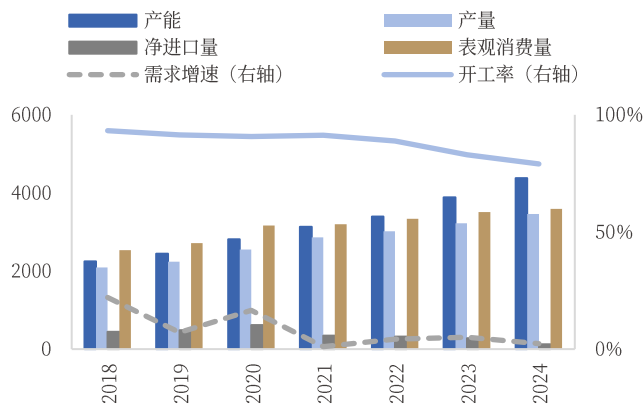
2020-2022年，受疫情等因素影响，我国主要石化产品（PE、PP、PX、EG、PTA等）需求增速整体放缓；2023年需求增速有所反弹；2024年需求增速再度放缓。2024年我国PE需求4017万吨/年，同比增长0.5%；对外依存度为34.5%，依然处于较高水平。2024年我国PP需求3590万吨，同比增长2.4%；对外依存度下降至10.2%，但结构性供应过剩及高端产品供应不足的问题仍然存在。2024年我国PX需求4695万吨，同比增长10.8%；EG需求2531万吨，同比增长8.5%；PTA需求6707万吨，同比增长12.6%。未来我国石化产品需求仍将上涨，但受经济增长放缓、工业化进入中后期等因素影响，我国主要石化产品的市场需求增速预计将维持低速稳健增长。

图12：我国聚乙烯（PE）供需情况（万吨）



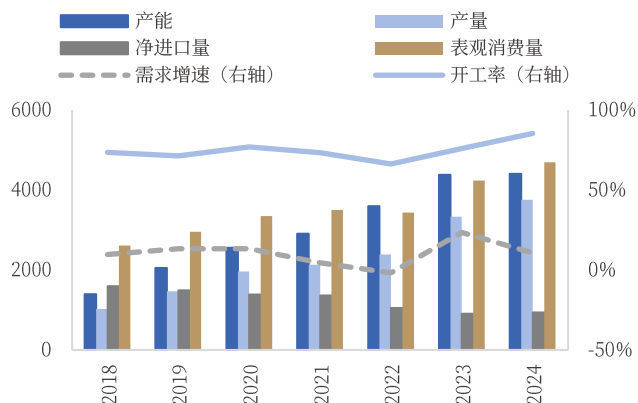
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图13：我国聚丙烯（PP）供需情况（万吨）



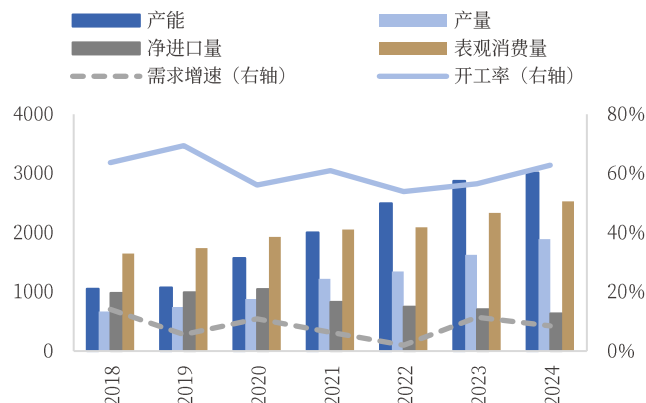
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图14: 我国对二甲苯 (PX) 供需情况 (万吨)



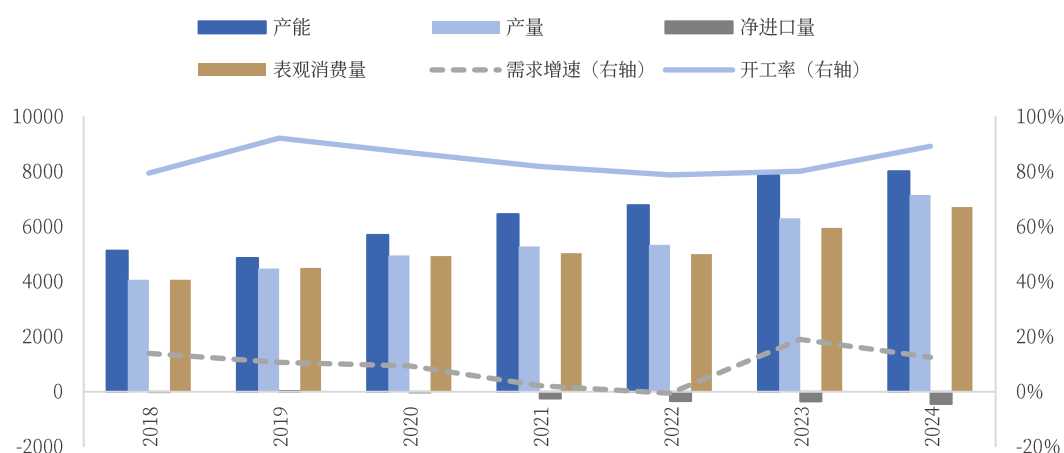
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图15: 我国乙二醇 (EG) 供需情况 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图16: 我国对苯二甲酸 (PTA) 供需情况 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

2. 行业产能面临过剩压力, 市场竞争更趋激烈

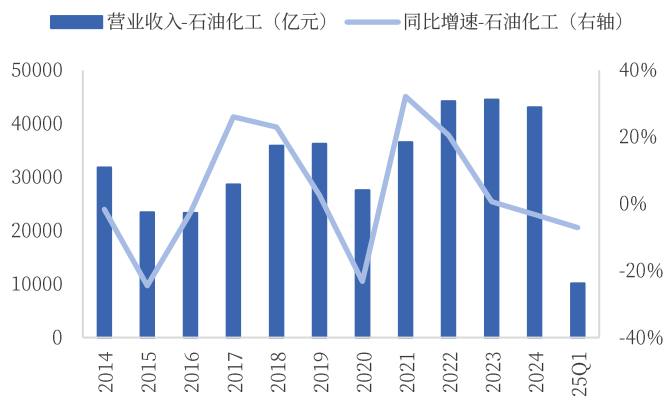
一方面, 在需求端, 我国石油化工产品需求整体预期维持稳健增长; 另一方面, 在供给端, 我国石油化工行业特别是主要石化产品仍处于产能扩张期, 结构性产能过剩问题进一步凸显, 行业竞争更趋激烈。

2024 年我国炼油能力达到 9.55 亿吨/年, 稳居世界第一; 根据目前在建、改扩建和拟建项目, 预计我国炼油能力将在 2028 年左右达峰, 峰值为 9.8 亿吨/年。预计短中期炼油过剩局面仍将持续, 国内成品油市场环境依旧承压; 国内主要石化产品特别是聚烯烃和 PTA 等仍处于产能扩张周期, 整体来看未来几年石化产品供需格局依旧承压。

（四）石油化工行业财务指标分析

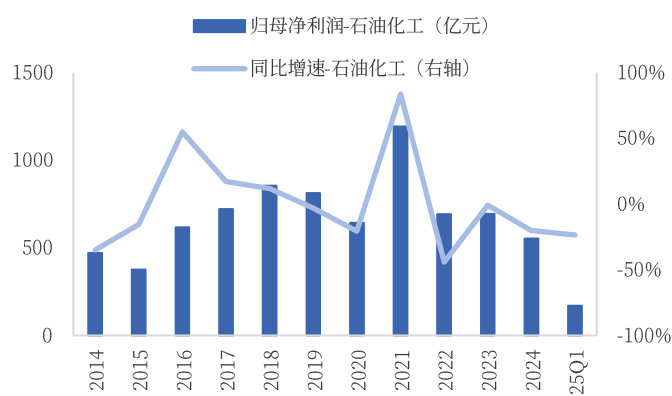
自 2014 年下半年油价开始暴跌，至 2016 年初跌至谷底，期间石油化工行业营收负增长。其后随着油价触底反弹，相关下游产品价格也有所上涨，叠加下游产品需求增加，石油化工行业营收在 2017-2018 年实现大幅增长，行业竞争加剧导致 2019 年盈利水平略有下降。2020-2021 年疫情扰动下，行业营收和净利先降后升。2022 国内疫情反复拖累下游需求，且下半年国际油价高位回落带来库存损失，行业净利大幅回落。2023-2024 年油价重心回落叠加竞争加剧，行业营收、净利逐步回落。2025 年第一季度行业营收 10151 亿元，同比下降 7.1%；归母净利润 170 亿元，同比下降 23.5%。

图17：石油化工板块营收及增长率



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

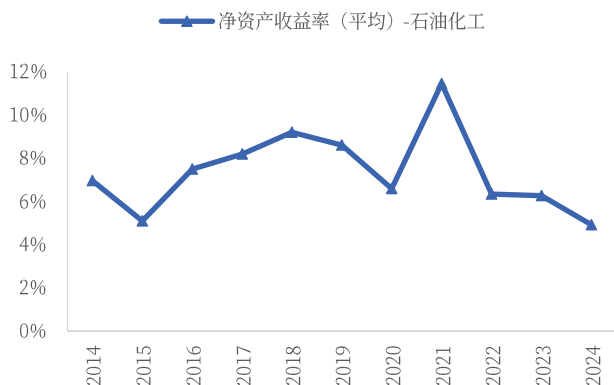
图18：石油化工板块归母净利润及增长率



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

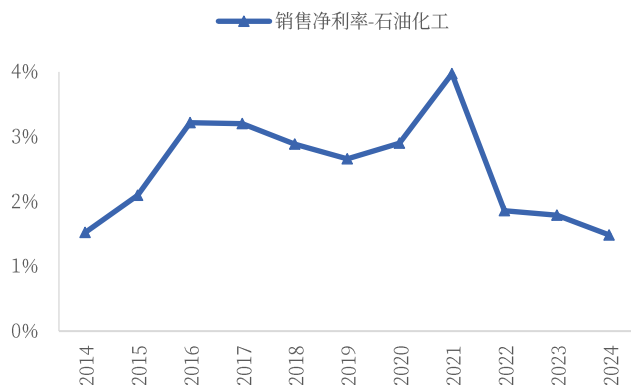
石油化工行业净资产收益率有所下降，从 2018 年的 9.20% 降至 2020 年的 6.60%、2021 年回升至 11.46%、2024 年回落至 4.92%。根据杜邦分析法，净资产收益率=销售净利率×资产周转率×权益乘数，因此受到销售净利率、资产周转率、权益乘数三个因素的共同影响。2024 年石油化工行业净资产收益率下降主要是受到销售净利率和资产周转率下降推动。销售净利率窄幅回落表明行业整体盈利能力有所下降；权益乘数增加表明资产负债率提升，财务杠杆增大；资产周转率下降说明行业整体资产使用效率回落。

图19：石油化工板块净资产收益率



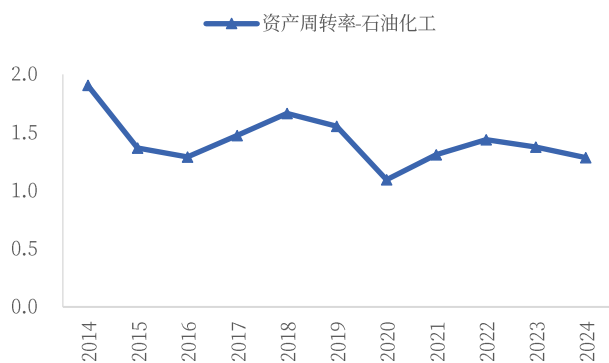
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图20：石油化工板块销售净利率



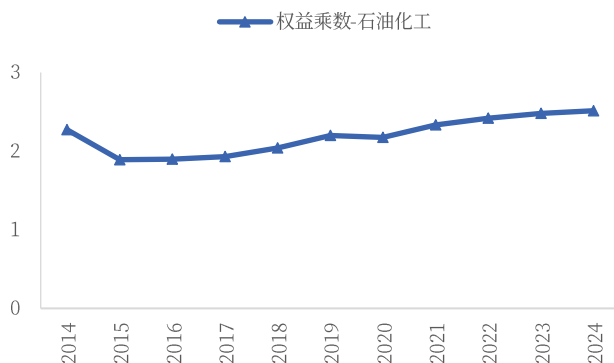
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图21: 石油化工板块资产周转率(次)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图22: 石油化工板块权益乘数



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

三、我国石油化工行业步入成熟期，格局有望重塑

(一) 能源替代+参与主体增多，竞争愈加多元化

化学原料及其石化制品被其他行业产品替代的可能性很小，如塑料制品本身就是一种替代品，可以作为传统的金属、木材等型材的替代；聚酯和合成橡胶作为棉花和天然橡胶的替代，有效解决了我国土地资源不足、天然材料短缺的困境。石油化工行业主要的替代在成品油领域，替代品包括天然气、电力、生物燃料等。我国天然气汽车和新能源汽车保有量不断增加，将逐步替代部分汽柴油的需求。国家已经完成封闭试点并即将推广的 M100 甲醇汽车，以及 2020 年已全面推广的乙醇汽油等将替代部分汽油需求。整体来看，预计天然气、甲醇、电力、生物燃料等替代品对石油化工行业的威胁比较显著。

随着国家对地炼企业和民营炼化企业放开原油进口权和使用权，以及对外商独资企业放开成品油批发和零售的限制，我国石油化工行业已经基本处于完全竞争状态。在国家重点布局建设七大石化产业基地背景下，民营企业纷纷布局建设大型炼化企业，虽然有助于推进行业规模化、一体化、集约化发展，但无疑加剧了国内炼油能力过剩的局面。民营企业在丙烷脱氢、煤（甲醇）制烯烃等石化领域也已建成并规划了大量产能，同时在乙烷蒸汽裂解项目上也开展了产业布局并取得实质性进展。不仅是民营企业大举加入我国石油化工行业的竞争，外商独资企业也开始加入竞争行列，巴斯夫、埃克森美孚等石化巨头宣布在中国独资建设乙烯项目，目标是以低成本和高品质抢夺中国的市场份额。整体来看，我国石油化工行业的参与主体更加多元化。

(二) 上下游议价能力弱，行业盈利能力承压

石油、低碳烷烃（乙烷、丙烷等）是我国石油化工行业最为重要的上游原料，需求量极大，但国内供给严重短缺，需要大量依赖进口，对外依存度居高不下，国内石油化工企业议价能力弱。供应商对石油、低碳烷烃等上游原料的价格控制能力较强，但只要上游原料的价格水平保持在合理区间，原料价格的波动基本能够有效顺价到下游产品。

我国石油化工行业主营产品可分为成品油、合成材料和大宗石化原料三类。国内成品油（占原油加工量的 60%左右）市场已经饱和，需要通过出口缓解过剩压力，市场竞争激烈；合成树脂、合成橡胶产品存在低端牌号同质化产品竞争激烈、高端牌号依赖进口的局面；大宗石化产品，如聚烯烃、PX、PTA、EG 等，面临需求增速放缓、产能大幅增加以及国外低成本产品的冲击，盈利能力承压。

压。综合来看，下游客户对上游产品的选择性较大，其讨价还价能力较强。

（三）多项政策密集出台，推动行业高质量发展

近年，国家和地方政府连续出台多项政策以促进石油化工行业向绿色化、高端化、数字化发展。

2021-2024 年，为实现“双碳”目标，推动行业高质量发展，国家多部门、行业联合会等发布了多项文件，促进行业向绿色、低碳化转型，包括《石油和化学工业“十四五”发展指南》、《关于加强高耗能、高排放建设项目生态环境源头防控的指导意见》、《石化化工重点行业严格能效约束推动节能降碳行动方案（2021-2025 年）》、《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平（2021 年版）》、《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》、《关于促进炼油行业绿色创新高质量发展的指导意见》、《关于加快推动制造业绿色化发展的指导意见》、《2024—2025 年节能降碳行动方案》等。为推动石化化工向高端化发展，2024 年工业和信息化部等九部门印发《精细化工产业创新发展实施方案（2024-2027 年）》。在数字化转型方面，2024 年工业和信息化部等 9 部门联合发布了《原材料工业数字化转型工作方案（2024-2026 年）》。

2025 年 2 月，国务院办公厅发布《关于推动成品油流通高质量发展的意见》（下简称《意见》），提出要完善成品油流通管理制度、健全成品油流通跨部门监管机制、加强成品油流通重点领域监管、促进成品油流通现代化发展。其中，在加快绿色低碳转型发展方面，《意见》提出推进成品油质量升级和清洁替代能源发展，研究制定生物柴油等国家鼓励应用且已出台国家强制性标准的绿色清洁燃料的流通管理政策，助力构建清洁低碳、安全高效的现代能源体系。

2025 年 4 月，国务院办公厅发布《关于完善价格治理机制的意见》，提出要坚持社会主义市场经济改革方向，能由市场形成价格的都交给市场，促进先进优质生产要素高效顺畅流动，有效服务全国统一大市场建设。在油气方面，重点提及了进一步完善成品油定价机制，深化天然气价格市场化改革；有序发展油气易市场；推动油气管网设施公平开放；加强天然气管道运输等网络型自然垄断环节价格监管；深入推进天然气上下游价格联动；优化居民阶梯气价制度等。

（四）我国石油化工行业步入成熟期，依旧存在成长空间

行业生命周期理论是在产品生命周期理论基础上发展起来的，是每个行业都要经历的一个由初创到衰退的演变过程，一般分为初创、成长、成熟和衰退四个阶段。

目前，我国石油化工行业主要呈现以下几个特征：炼油产能严重过剩；能源替代+行业参与主体增多，竞争更加多元化；主要产品需求增速放缓；部分合成材料存在低端牌号过剩而高端牌号依赖进口等结构性矛盾。同时，我国石油化工行业已经基本掌握了行业所需技术、技术成熟可靠，以及能够出生产满足市场所需的大宗产品、且对高端产品存在更多的需求。我们认为，我国石油化工行业已经步入成熟期，但因产能结构性过剩问题突出，行业亟需转型升级实现高质量发展，叠加国家和地方政府的多项政策支持和推动，行业未来依旧存在成长空间。

行业实现高质量发展的根本任务是解决低端产能过剩而高端产能不足的结构性矛盾。在炼油能力已经过剩的背景下，民营企业大举新建炼油产能，源于国家的政策导向，一是给予民营企业同等的发展机会，形成多元化竞争格局；二是加快落后产能的淘汰速度，推动结构调整和产业升级。通过布局大型炼厂以及推动淘汰落后产能，不仅是重塑我国炼油行业格局，更重要的是有助于提升我国炼油产业的国际竞争力，通过做强炼油产业，实现产业的健康可持续发展。石化产品高端供给不足是我国石油化工行业突出的“短板”问题，与国际先进水平差距还比较大。在国家政策大力支持、企业自主科技创新能力不断提升的背景下，我国高端产品产业规模将不断扩大，逐渐实现进口替代，

行业格局有望重塑。

四、行业面临的问题及建议

（一）存在主要问题

1. 新兴产业快速发展，高端产品自给能力不足

关键核心技术短缺，自主创新能力有待提高。尽管我国石化化工行业取得了长足进展，乙烯、芳烃等成套技术和装备基本实现自主，煤化工等技术取得突破，但仍缺少部分关键核心技术及下游配套技术。一方面，企业研发投入不足。国际大型石化公司的研发投入占销售收入比例约为 3%，而我国石化企业仅占 1% 左右。另一方面，现行机制不能有效激发企业科研人员开展以应用为导向的原创性基础研究的积极性，企业研发基本局限于跟跑和消化吸收。总体来看，企业内外的创新体系尚未完全形成，自主创新能力薄弱。

高端产品对外依存度高，自主保障能力亟须提高。目前，我国高端聚烯烃、工程塑料、高性能合成橡胶、膜材料、高纯电子化学品等自给率低，其中辛烯共聚聚乙烯、聚烯烃弹性体等部分高端聚烯烃仍依赖进口，聚碳酸酯、聚甲醛、聚苯醚等部分工程塑料自给率低，结构性不足和过剩同时存在。另外，我国新材料生产所需的原辅料及单体、先进设备等自给率也有待提高。

2. 产业布局不尽合理，国际竞争力有待提高

产业布局直接关系到行业的发展和经济效益。进入 21 世纪，我国石化新建项目布局有所改善，特别是“十三五”以来，产业规模化、基地化、园区化发展加快、集中度提高，但与世界先进水平相比仍有较大差距。目前，我国乙烯蒸汽裂解装置布局分散，生产运营、公用工程、物流传输、安全环保和管理服务等成本高，裂解副产品难以集中利用，影响了整体竞争实力。

3. 行业面临碳减排压力，自主低碳技术亟待攻关

“双碳”战略下，低碳化进程亟待推进。石化化工行业是能源密集型行业，工艺流程复杂，能源使用形式多样，二氧化碳排放来源多、总量大，2023 年全行业二氧化碳排放超过 15 亿吨。据北京大学能源研究院《中国石化行业碳达峰碳减排路径研究报告》显示，从石化行业碳排放量结构分布来看，工业生产过程、化石燃料燃烧、净购入电力、净购入热力占比分别为 33.9%、33.0%、17.4%、15.7%；从重点子行业来看，炼油、乙烯、对二甲苯等行业碳排放量靠前，占比分别为 51.3%、9.2%、4.4%。为积极应对气候变化，我国将提高国家自主贡献力度，提出力争于 2030 年前实现碳达峰，努力争取 2060 年前实现碳中和。石化化工行业既是国民经济的重要支柱产业，也属于能源密集型行业，具有较大的碳减排潜力，在“双碳”战略要求下，低碳化进程亟待深入推进。

自主低碳技术较少，尚需加快攻关。石化化工行业产业链各环节都面临通过技术创新推动碳减排、实现低碳发展的目标任务，这其中既包括碳捕集、利用与封存，生物化工，废弃化学品循环利用及先进节能等本行业低碳生产技术，也包括绿电供应等外部相关行业技术。目前，我国自主开发的低碳技术大部分处于小试或示范阶段，与行业国际领先水平仍有差距。

（二）建议及对策

1.持续加强创新能力，提升产业链供给能力和竞争力

一方面，要重视以应用为导向的基础研究，建立从分子水平认识石油等原料的平台，形成对原料中烃类结构特征和核心化学反应规律的系统理论，开发出针对性强的高效催化剂和分离与反应工艺，实现烃分子的定向高效转化；突破特殊结构反应器、大功率电加热炉等重要装备及零部件的制造技术、感知技术、控制技术核心技术，增强创新发展动力，提升产业链稳定性和竞争力。

另一方面，围绕战略性新兴产业和细分市场，通过催化剂、工艺创新或后改性等，加速三大合成材料的高端化、差异化、绿色化，形成全系列产品解决方案，同时科学布局电子化学品、膜材料等新材料研发。创新资本运作和商业运作模式，推动产品供给侧结构性改革，提升高端聚合物、专用化学品等产品供给能力。

2.优化调整产业结构和布局，促进高水平集聚发展

现役石化装置要加快结构调整和升级改造。一方面，以最大化为社会创造价值为目标，利用数字化和智能化技术，进一步提高资源利用率，细化原料加工路径，高效分离利用副产物，降低能耗物耗，提升装置运行水平，有序推进“减油增特”“减油增化”，拓展延伸化工产业链，加快提质增效的改革进程，提升与市场需求灵活匹配的能力。另一方面，本着全局统筹、系统节约的原则，综合各方面因素，建立合理的指标体系，科学评估推进低效落后产能退出和生产企业搬迁。

新建石化项目要严格准入条件、统筹布局。国家层面建立高质量发展标准体系，从本质安全和低碳环保可靠性、物流传输便利性、产品结构和技术先进性，以及创新能力、经济效益、国际竞争力等方面，进行全面系统评估，严格准入条件。布局时要综合考虑资源、市场、环境容量和物流等条件，最大限度发挥上下游协同、公用辅助工程一体化、安全环保应急一体化、管理服务金融一体化的集群发展优势，推进“两化”深度融合，提高运营效率，提升专业化管理和抗风险能力，形成世界领先石化产业基地。

3.推进绿色循环低碳发展，提高清洁生产水平

石化行业的碳排放主要来自燃料燃烧排放，其次是工艺过程排放。可聚焦“源头、过程、终端”三条路径，有序推动重点领域节能降碳。

在源头减碳方面，加快突破废旧化工材料再生和循环利用技术、低碳/零碳制氢技术、生物化工技术等，部分替代传统油气等原料，达到减污、降碳、节约资源多重效果。

在过程减碳方面，持续开发加热炉提效、富氧燃烧、高效分离、过程强化、新型节能等新技术，以及物料优化、能量优化、智能化等系统优化技术，加快节能与提高能效、清洁能源替代、新型工艺与催化剂、系统优化等举措的落地，推进示范引领，实现过程用能的减量化与低碳化，以及工艺过程的低排放。

在终端减碳方面，加强与低碳产业联合创新，重点围绕新能源汽车、可再生能源发电、碳捕集与封存等低碳产业发展所需，强化汽车轻量化材料、风电叶片、先进储能材料等新材料的研发，开展二氧化碳规模化捕集、封存、驱油和制化学品等示范。

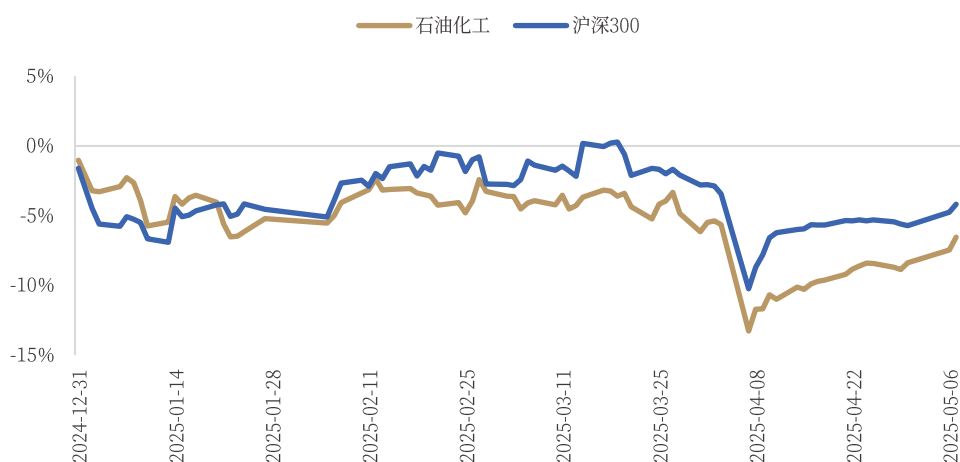
五、石油化工行业在资本市场中的发展情况

（一）行业收益率表现

石油化工行业收益率表现弱于沪深 300 指数。年初至今，石油化工行业收益率-6.5%，表现弱于整个市场，较沪深 300 指数低 2.4 个百分点；排在 109 个二级子行业的第 91 位。

我们进行石油和化工行业整个产业链共计 9 个二级子行业的涨跌幅对比，涨跌排名依次为：塑料及制品（8.6%）、农用化工（3.1%）、化学原料（2.4%）、其他化学制品（-0.3%）、化学纤维（-1.0%）、煤炭化工（-5.6%）、石油化工（-6.5%）、石油开采（-9.0%）、橡胶及制品（-10.3%）。石油化工位于 9 个二级子行业的第 7 位。

图23：年初至今石油化工板块和沪深 300 指数收益率表现



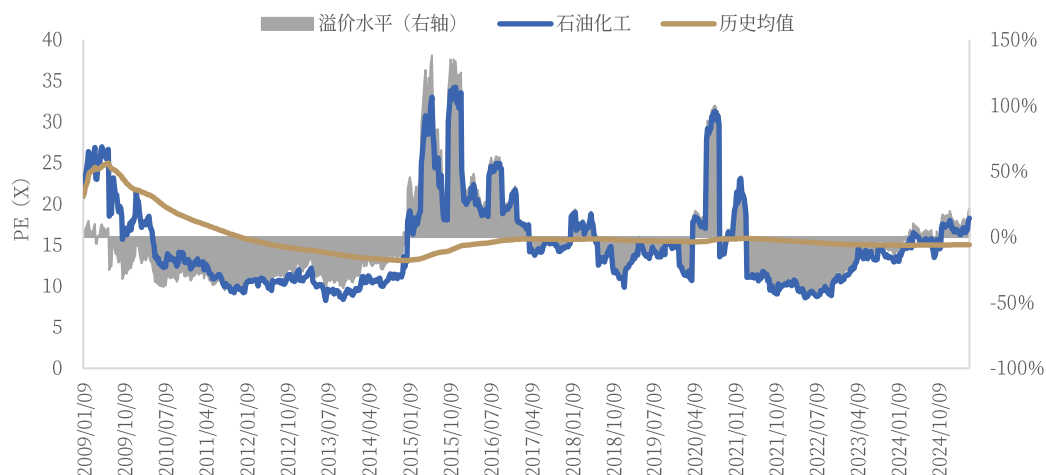
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

（二）行业估值表现

1. 石油化工行业估值相较历史均值变化

截至 5 月 7 日，石油化工板块整体估值（PE（TTM））为 18.3x，高于 2009 年以来的历史均值（15.1x）。

图24：2009 年至今石油化工估值相较历史均值变化情况

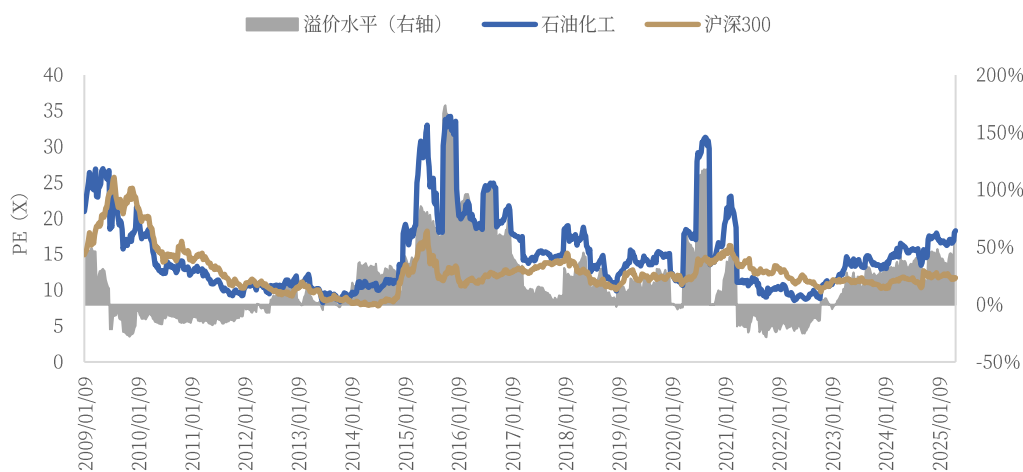


资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

2. 石油化工行业估值相较沪深 300 指数变化

截至 5 月 7 日，沪深 300 指数估值达到 11.7x，较年初下降了 5.6%。石油化工板块相对沪深 300 指数估值溢价为 56.0%，较 2009 年以来的历史均值 20.5%增加了 35.5 个百分点。

图25：2009 年至今石油化工估值相较沪深 300 指数变化情况



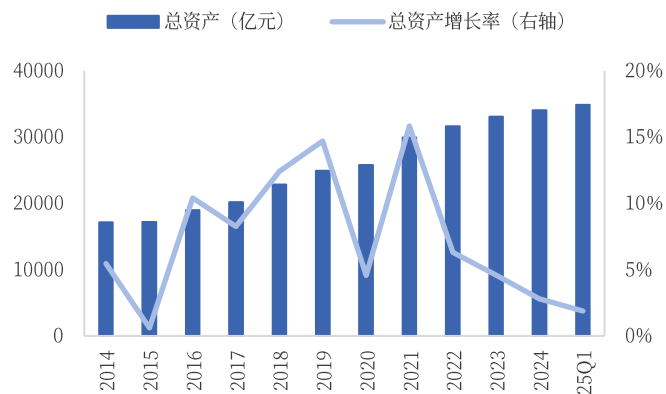
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

（三）行业成长性分析

判断行业成长性的主要指标包括总资产增长率、固定资产增长率、营收增长率和净利润增长率等。由于油价的高低会直接影响到石油化工行业营收和净利润，且油价波动存在极大的不确定性，因此石油化工行业的成长性我们主要依据总资产增长率、固定资产增长率进行判断和分析。2015 年以来，我国石油化工行业总资产保持持续增长的势头；但产能过剩背景下的行业竞争加剧，2024 年行业资本开支出现负增长，预计后续行业总资产将继续增加但增速趋于放缓。就固定资产而言，2016-2018 年固定资产连续三年下降，主要系资产折旧所致；但由于新建项目陆续投产，2019 年以来固定资产逐年增加。然而，在产能已经饱和甚至过剩的市场情形下，总资产或固定资产的增加并不能代表行业具有较好的成长性，反而反映了行业产能过剩的局面进一步加剧，将促使行业景气回落。

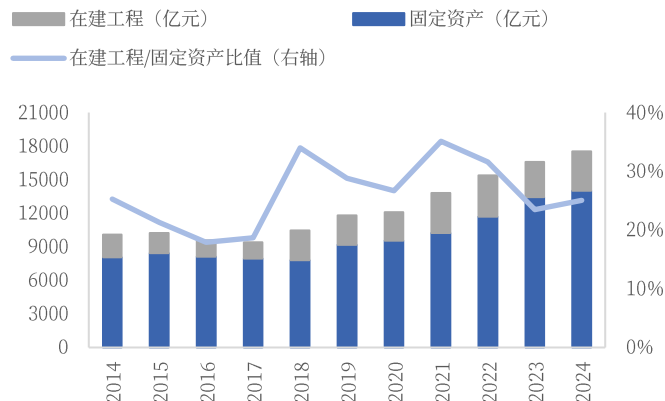
未来影响行业发展最主要的因素依然是产业政策（落后产能淘汰力度）、新增产能投放力度和主要产品（成品油、石化产品等）需求，即供需之间的关系；另外一个重要因素是油价，油价越低对行业越为有利。

图26：石油化工行业总资产及增长率



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图27：石油化工行业固定资产、在建工程



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

六、投资策略及推荐标的

（一）投资策略

预计近期 Brent 油价在 58-68 美元/桶区间运行，行业成本端压力有所减轻，但需留意库存转化损益。近期全球贸易紧张局势升级，预计国内经济刺激政策将持续加码，看好内需潜力释放下化工行业结构性机会。建议关注成长属性标的，推荐卫星化学（002648.SZ）、宝丰能源（600989.SH）、国恩股份（002768.SZ）等。

（二）推荐组合表现

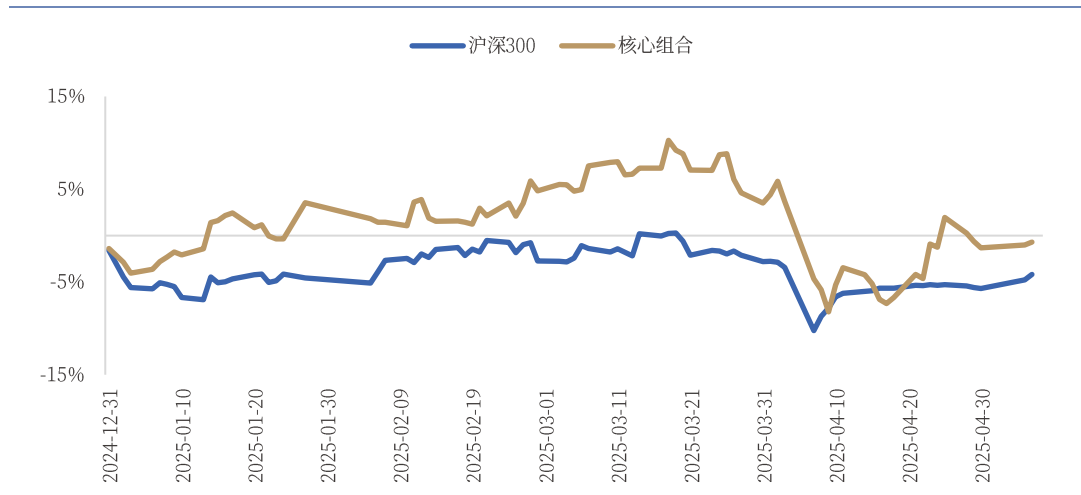
表1：推荐组合表现

股票代码	股票简称	累计涨幅 (年初至今)	相对收益率 (年初至今)	市盈率 PE (TTM)	质押率
002648.SZ	卫星化学	-2.50%	3.08%	9.33	0.00%
600989.SH	宝丰能源	-6.24%	-0.65%	15.75	12.31%
002768.SZ	国恩股份	11.10%	16.68%	10.47	17.74%

注：相对收益率比较基准指数取石油化工(中信)指数

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图28：年初以来推荐组合表现



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

七、风险提示

国际贸易摩擦加剧的风险，原料价格大幅上涨的风险，下游需求不及预期的风险，主营产品景气度下降的风险，项目达产不及预期的风险等。

图表目录

图 1: 石油和化工行业个股占比	3
图 2: 石油和化工行业总市值占比	4
图 3: 石油和化工行业流通 A 股市值占比	4
图 4: 石油和化工行业平均市值 (亿元)	5
图 5: 我国国内生产总值 (GDP, 亿元) 及同比增速	5
图 6: 我国能源消费 (万吨标准煤) 及同比增速	6
图 7: 我国原油供需 (万吨) 及对外依存度	6
图 8: 我国天然气供需 (亿立方米) 及对外依存度	7
图 9: 油价高低与石油化工行业盈利能力关系	8
图 10: Brent 与 WTI 油价走势 (美元/桶)	9
图 11: 我国成品油供需情况 (万吨)	10
图 12: 我国聚乙烯 (PE) 供需情况 (万吨)	10
图 13: 我国聚丙烯 (PP) 供需情况 (万吨)	10
图 14: 我国对二甲苯 (PX) 供需情况 (万吨)	11
图 15: 我国乙二醇 (EG) 供需情况 (万吨)	11
图 16: 我国对苯二甲酸 (PTA) 供需情况 (万吨)	11
图 17: 石油化工板块营收及增长率	12
图 18: 石油化工板块归母净利润及增长率	12
图 19: 石油化工板块净资产收益率	12
图 20: 石油化工板块销售净利率	12
图 21: 石油化工板块资产周转率 (次)	13
图 22: 石油化工板块权益乘数	13
图 23: 年初至今石油化工板块和沪深 300 指数收益率表现	17
图 24: 2009 年至今石油化工估值相较历史均值变化情况	18
图 25: 2009 年至今石油化工估值相较沪深 300 指数变化情况	18
图 26: 石油化工行业总资产及增长率	19
图 27: 石油化工行业固定资产、在建工程	19
图 28: 年初以来推荐组合表现	20
表 1: 推荐组合表现	19

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

翟启迪，中国社会科学院研究生院金融硕士。曾任职于方正中期期货研究院，2 年化工类大宗商品研究经验。2022 年 5 月加入中国银河证券研究院，主要从事化工行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn