



石化行业 2026 年度策略

买入（维持评级）

行业年度报告

证券研究报告

石油化工组

分析师：孙羲昱（执业 S1130525090005）
sunxiyu@gjzq.com.cn

分析师：陈浩越（执业 S1130525100002）
chenhaoyue@gjzq.com.cn

联系人：杨啸
yangxiao@gjzq.com.cn

宏观叙事与产业分歧

投资逻辑

展望 2026 年，石化化工行业已确立“遏制盲目扩张、聚焦高端跃升”的反内卷框架。在政策引导与行业自发调整的双重推动下，供给端加速出清，低效产能持续退出，行业竞争格局持续优化，叠加下游需求结构性增长，炼化化工板块整体景气度有望稳步回升，细分领域将呈现差异化复苏。PX 与 PTA 作为确定性较强的景气主线，有望率先引领炼化行业景气修复，重点看好反内卷驱动下的下游板块盈利修复。原油宏观叙事与产业逻辑分歧鲜明，地缘政治与战略储备为核心变量，上游油企维持较高资本开支，叠加自身产量增长、降本增效等举措，有效弱化油价下行冲击，业绩韧性凸显；同时在央企市值考核背景下，企业分红意愿保持高位，长期看好上游板块及高景气度的油服板块。

原油：宏观叙事与产业逻辑的鲜明分歧

宏观端认为，美联储降息周期下包括原油在内的大宗商品需求将显著好转。但我们认为相较金属，原油的商品属性更强，金融属性更低，供需而非流动性是决定原油价格涨跌的主要因素，美联储降息周期下原油需求好转幅度或低于市场预期，流动性推动的需求改善并不足以扭转供应过剩。预计 2026 年价格中枢下移：中性假设下，我们预期 2026 原油市场供应过剩 200 万桶/天以上，布伦特原油价格中枢全年低于 60 美元/桶。H1 可能出现价格低点。影响平衡表的不确定性在于地缘政治风险以及中国补充战略储备的速度。

天然气：预计长期美国天然气价格中枢向上，欧洲及亚洲中枢向下

短期拉尼娜状态仍将持续，气温呈现“冷暖骤变”，偏低库存下冬季气温波动或扰动气价。中长期来看，LNG 出口、电力需求及成本等因素推动美国天然气价格中枢向上，2025-2030 年北美、中东等 LNG 项目供给增量推动亚洲、欧洲气价中枢下行。

炼化化工：反内卷框架确立，景气逐步回升

- ①PX：产能增长停滞，供需趋紧支撑景气。PX 行业扩产放缓，产能增长逐步停滞，而下游聚酯产业链需求保持韧性，刚性需求持续增长。2026 年供需平衡趋紧，成为板块中确定性较强的景气细分领域。
- ②PTA：率先自律，价差修复确定性强。PTA 行业集中度高，率先响应反内卷，行业启动产量自律，或缓解供给过剩。随着自律深化，此前低迷的加工费有望回升，带动价差修复，盈利弹性释放。
- ③炼油：供需结构改善，盈利稳步修复。国内炼油接近 10 亿吨产能红线，新增产能受限且落后装置加速淘汰，叠加欧洲等海外产能退出，供给压力缓解，内外共振下，炼油毛利呈现修复趋势，盈利水平持续改善。
- ④涤纶长丝：扩产落幕，反内卷优化供需。涤纶长丝扩产周期结束，2026-2027 年新增产能有限，叠加行业反内卷协同，供需格局改善。行业开工率稳定、库存去化，产品毛利有望回暖。
- ⑤烯烃：中期承压，远期向好。中期仍有较多产能投产，短期供需承压。但远期老旧装置淘汰、新增产能控制落地，叠加下游需求增长，行业有望逐步走出低谷，恢复合理盈利。

油气工程：海上油服高景气维持

全球海上资本开支增长，钻井平台日费率持续提升，行业景气度维持高位，海上油气开发加速提供增量需求。

风险提示

行业及国际政策环境变化；地缘政治扰动超预期；海外经济出现衰退。



内容目录

一、原油：宏观叙事与产业逻辑的鲜明分歧.....	7
1.1 静态观测 2026 年供给压力升至近年最高,H1 压力大于 H2	7
1.2 静态过剩但地缘风险带来供应预期的波动，权益市场预期较商品市场更为乐观.....	8
1.3 供应端：长期资本开支下滑影响被资本开支结构优化对冲，地缘放大供应增量及减量的波动.....	9
1.3.1 南美及海上项目成为非 OPEC 项目未来主要的增长点.....	12
1.3.2 俄乌冲突是 2022 年以来最重要的支撑原油价格的供应端因素.....	14
1.3.3 2025 年 OPEC 产量政策出乎市场意外的转折，2026 年市场对于 OPEC 产量政策存在分歧.....	17
1.3.4 市场关注的焦点：页岩油产量的下滑为何一直没有到来.....	21
1.3.5 供应端：地缘放大供应增量及减量的波动	24
1.4 需求端：美联储降息周期下原油需求可能出现好转，但我们认为影响可能低于市场预期.....	26
1.5 国内补充战略储备速度是否超预期成为影响 2026 年供需最重要的因素之一.....	28
二、天然气：短期冬季气价或受扰动，中长期亚洲气价中枢向下.....	30
2.1 拉尼娜状态仍将持续，冬季天然气市场或频受扰动	30
2.2 地缘局势缓和与暖冬预期压低亚欧气价，寒潮、出口与电力需求推升美国气价.....	32
2.3 中长期：2025-2030 年 LNG 供给快速增长，亚洲气价中枢或逐步下行	34
三、石化行业反内卷框架确立，从遏制扩张到高端跃升.....	37
3.1 当前石化行业深陷结构性矛盾，盈利能力持续承压.....	37
3.2 从遏制扩张到高端跃升，石化化工反内卷框架确立.....	39
四、炼油化工：反内卷背景下，行业供需格局改善带动景气回升.....	40
4.1 炼油：国内产能红线与落后装置淘汰，行业供需格局有望改善.....	40
4.2 PX：产能增长明显放缓与下游需求具备韧性，2026 年上半年供需偏紧.....	45
4.3 PTA：率先启动产量自律，有望推动行业景气修复.....	46
4.4 涤纶长丝：扩产周期结束与行业反内卷协同，供需逐步改善.....	47
4.5 烯烃：中期仍有较多产能投产计划，静待行业格局改善.....	50
五、油气工程：钻井平台日费率持续提升，海上油服景气度较高.....	52
六、风险提示.....	54

图表目录

图表 1： 各机构对 2026 年平衡表预期（单位：百万桶/天）	7
图表 2： OPEC 对平衡表预期持续偏乐观（单位：百万桶/天）	7
图表 3： 2025-2026 年供应端投产压力较大（单位：百万桶/天）	8
图表 4： 2025 年地缘政治风险题材较多.....	9



图表 5: 全球原油资本开支增速有所下降	9
图表 6: 中东及亚洲国家石油公司资本开支保持较好水平	10
图表 7: 中东陆上及部分海上油田成本较低	10
图表 8: 全球勘探资本开支下滑	11
图表 9: 2016 年来全球国际油公司新增开采油气储量下滑	11
图表 10: 全球陆上+水上原油库存持续攀升 (百万桶)	12
图表 11: 全球陆上原油库存持续攀升 (百万桶)	12
图表 12: 全球水上浮仓库存攀升 (百万桶)	12
图表 13: 雷斯塔能源预计非 OPEC 国家 2026 年继续增长	13
图表 14: 圭亚那 2019 年后迎来持续产量增长	13
图表 15: 巴西同样是南美地区产量增长的主要贡献方	14
图表 16: 页岩油产量驱动阿根廷产量增长	14
图表 17: 全球受制裁油(水上+浮仓)的库存 (百万桶)	15
图表 18: 俄罗斯对印度原油出口有所下降	15
图表 19: 俄罗斯去向不明的海上出口比例增加	15
图表 20: 2025 年俄罗斯炼厂开工率因乌克兰的袭击而低于正常水平	16
图表 21: 俄罗斯炼厂开工下滑带动海外成品油利润回升	16
图表 22: 2016-2024 年俄罗斯月度原油出口	17
图表 23: 俄罗斯西部原油出口量持续低于负荷平均水平	17
图表 24: 乌克兰间歇性无人机对 CPC 管道出口造成影响	17
图表 25: OPEC 产量与实际配额间仍存在差额	18
图表 26: OPEC+ 自 2022 年 10 月起减产	18
图表 27: OPEC+ 减产政策回顾	19
图表 28: 1973-1985 年 OPEC 减产始末	20
图表 29: OPEC+ 2026 年产量维持 25 年 11 月水平等于较 2025 年增产 123 万桶/天	20
图表 30: 伊拉克产能持续增加	20
图表 31: 北美原油钻机数持续下降	21
图表 32: 达拉斯联储预期二叠纪盆地新井开发成本为 70 美元/桶	21
图表 33: 截至 2025 年 12 月北美原油产量同比继续保持增长	22
图表 34: 二叠纪盆地米德兰盆地成本情况	22
图表 35: 二叠纪中央区原油成本	22
图表 36: 二叠纪 Delaware 地区原油成本	23
图表 37: Eagle Ford 地区原油成本	23
图表 38: 二叠纪盆地米德兰盆地成本因单井产量不同变化较大	23
图表 39: 美国页岩油的成本线低于市场预期	23



图表 40:	美国页岩油的成本线低于市场预期	24
图表 41:	受制裁的俄油, 委内瑞拉油等相对迪拜原油折扣扩大	24
图表 42:	美国汽油价格下滑, 但距离特朗普的 2 美元/加仑目标仍有距离	25
图表 43:	委内瑞拉产量 11 月明显下降	26
图表 44:	巴西原油产量阶段性因 FPSO 问题下滑	26
图表 45:	美联储历史上降息期间原油价格表现	27
图表 46:	1986, 1996, 1998, 1999 年原油需求增长构成	27
图表 47:	2024 年全球原油需求增速组成部分	27
图表 48:	全球原油需求结构	28
图表 49:	全球汽油需求情况	28
图表 50:	全球柴油需求情况	28
图表 51:	国内库存接近历史最高水平	29
图表 52:	国内 SPR 持续上升	29
图表 53:	EIA 对于国内及全球补库速度预期	30
图表 54:	9-11 月 NINO3.4 指数为 -0.6°C	30
图表 55:	拉尼娜状态预计仍将持续 1-2 个月	30
图表 56:	拉尼娜状态使得我国气温“冷暖骤变”	31
图表 57:	欧洲天然气库存 (Twh)	31
图表 58:	欧洲天然气库容率 (%)	31
图表 59:	美国天然气库存 (十亿立方英尺)	32
图表 60:	欧洲天然气库存能力分布及库容率	32
图表 61:	CFTC 天然气投机性净持仓 (单位: 1k 手)	32
图表 62:	2025 年 12 月-2026 年 1 月平均气温高于历史平均概率较高	33
图表 63:	俄乌冲突前、后, 欧洲天然气进口结构变化	33
图表 64:	欧盟从俄罗斯进口天然气总量	34
图表 65:	俄乌冲突后欧盟持续减少进口俄罗斯天然气	34
图表 66:	欧洲、亚洲、美国天然气价格	34
图表 67:	亚太地区带动全球天然气需求增长	35
图表 68:	2024-2030 年中国天然气需求保持高增长	35
图表 69:	中国天然气表观需求增速及一次能源占比	35
图表 70:	北美 LNG 出口能力快速增长	36
图表 71:	北美天然气出口设施	36
图表 72:	全球 LNG 产能加速增长 (百万吨)	36
图表 73:	2025-2030 年全球 LNG 产能增量分布	36
图表 74:	全球 LNG 产能加速增长 (百万吨)	36



图表 75: 全球 FID 及 Pre-FID 的 LNG 液化项目	36
图表 76: 国内化工品开工率	37
图表 77: 石化产品毛利润持续下滑陷入亏损	39
图表 78: 近年来中国石化化工行业“反内卷”相关政策梳理	39
图表 79: 我国炼油产能接近 10 亿吨产能红线 (万吨)	41
图表 80: 国内炼油新增产能情况	41
图表 81: 2019 年来已关停炼油装置	41
图表 82: 全球炼油产能净增长情况	43
图表 83: 分地区炼油产能增长 (千桶/天)	43
图表 84: 欧洲产能关停情况	43
图表 85: 山东地炼毛利 (元/吨)	44
图表 86: 山东地炼开工 (%)	44
图表 87: 主营炼厂毛利 (元/吨)	44
图表 88: 主营炼厂开工 (%)	44
图表 89: 欧洲布伦特裂解价差 (美元/桶)	44
图表 90: 亚洲 Dubai3: 2: 1 裂解价差 (美元/桶)	44
图表 91: PX 开工率	45
图表 92: 聚酯产业链开工率	45
图表 93: PX 过去产能高增速 (万吨/年)	45
图表 94: PX 在建项目情况	46
图表 95: PX 供需平衡表	46
图表 96: PTA 开工率	46
图表 97: PTA 加工费 (元/吨)	46
图表 98: PTA 行业 CR6 为 75%	47
图表 99: PTA-涤纶长丝产业链盈利弹性大	47
图表 100: 长丝在建项目情况	48
图表 101: 涤纶长丝新增产能 (26、27 为预计, 万吨/年)	48
图表 102: 涤纶长丝行业 CR6 为 73.49%	48
图表 103: 涤纶长丝开工率	49
图表 104: 涤纶长丝工厂库存 (万吨)	49
图表 105: 涤纶长丝 DTY 市场价 (元/吨)	49
图表 106: 涤纶长丝 FDY 市场价 (元/吨)	49
图表 107: 涤纶长丝 POY 市场价 (元/吨)	49
图表 108: 涤纶长丝 DTY 生产毛利 (元/吨)	49
图表 109: 涤纶长丝 POY 生产毛利 (元/吨)	50



图表 110: 涤纶长丝 FDY 生产毛利 (元/吨)	50
图表 111: 乙烯项目投产预期情况	50
图表 112: 丙烯项目投产预期情况	51
图表 113: 石脑油制乙烯毛利 (美元/吨)	52
图表 114: 石脑油制丙烯毛利 (美元/吨)	52
图表 115: 乙烯 MTO 生产毛利 (元/吨)	52
图表 116: 丙烯 PDH 毛利 (元/吨)	52
图表 117: 石脑油制乙烯开工率 (%)	52
图表 118: 丙烯 PDH 开工率 (%)	52
图表 119: 钻井船日费率持续上升	53
图表 120: 半潜式钻井平台日费率与使用率有所回升	53
图表 121: 自升式钻井平台日费率维持上升趋势	53
图表 122: 全球上游勘探资本开支及预测	54
图表 123: 全球海上资本开支及预测	54



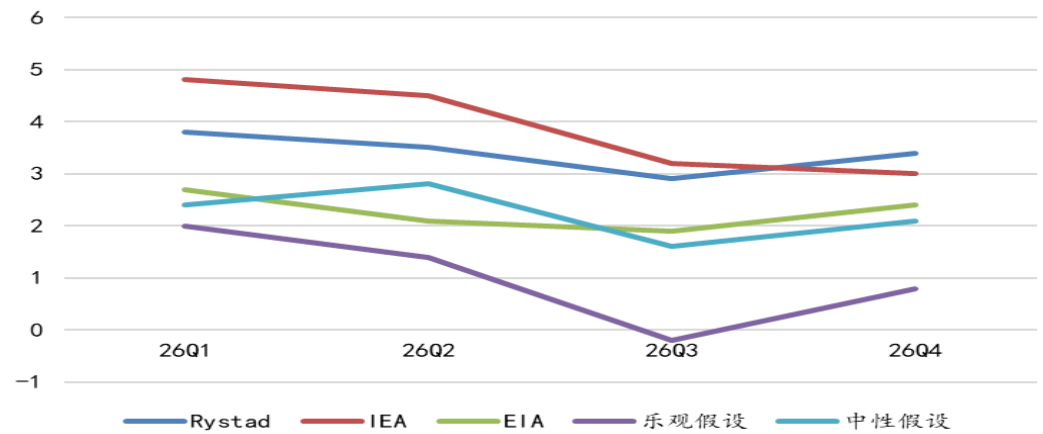
一、原油：宏观叙事与产业逻辑的鲜明分歧

1.1 静态观测 2026 年供给压力升至近年最高, H1 压力大于 H2

2026 年海外机构普遍预期市场过剩, 2026 年 H1 过剩较 H2 严重。静态观测平衡表看, 2026 年过剩压力升至 2020 年来较高水平。从供给需求两端来看, 主要由于市场预期 2026 年供应端投产压力较大。OPEC2025 年逐月开始增产, 2026 年同比产量增长的同时; 非 OPEC 项目投产较多。

相比之下国内机构对 2026 年原油供需平衡表预测更为乐观, 我们认为区别主要在于国内机构更看重宏观叙事, ①基于流动性预期给了 2026 年更高的需求增长预期②国内机构普遍对 2026 年美国原油产量给予了大幅下滑的预期。③对国内原油战略储备给了大幅高于 2025 年的预期。④隐含了 OPEC+ 大幅减产的假设(由于 2025 年 OPEC+ 为逐月增产, 因此即使在 2025 年 11 月产量水平上冻结, 也意味着 2026 年同比 2025 年产量净增 100 万桶/天以上)。宏观叙事与产业逻辑之间形成了鲜明的分歧。

图表1: 各机构对 2026 年平衡表预期 (单位: 百万桶/天)



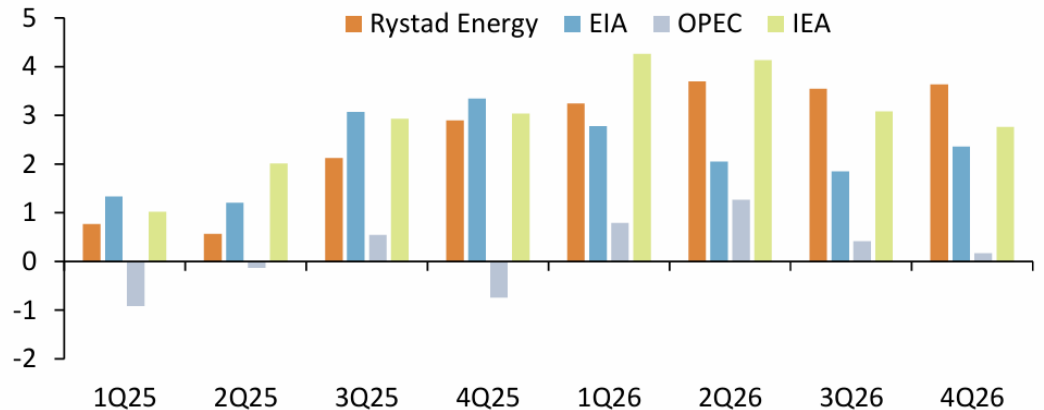
来源: Rystad, IEA, EIA, 国金证券研究所

参考历史上 OPEC 对于平衡表的预期, 我们发现 OPEC 的预测结果较实际情况更为乐观。2026 年 OPEC 对于市场的预期从 2025 年的短缺转为过剩。

图表2: OPEC 对平衡表预期持续偏乐观 (单位: 百万桶/天)

Agency comparison implied liquids balance* for 2025 and 2026

Million bpd

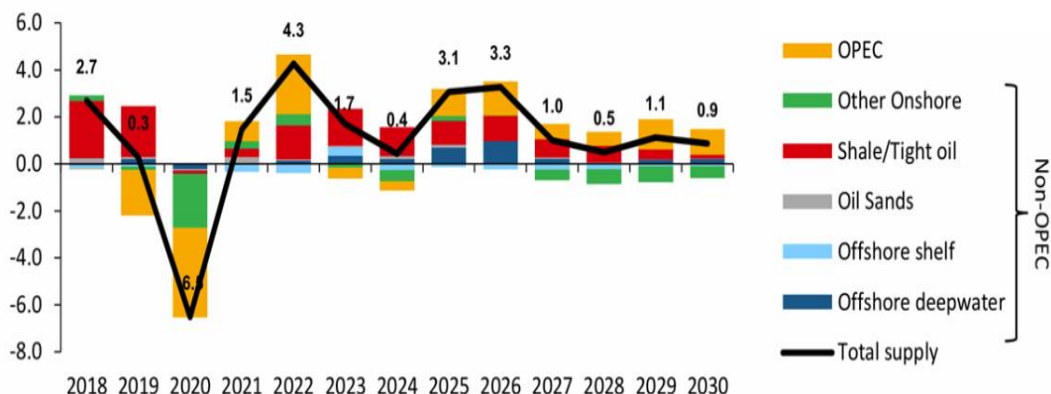


来源: Rystad, IEA, EIA, OPEC, 国金证券研究所



图表3: 2025-2026 年供应端投产压力较大 (单位: 百万桶/天)

Y/Y net additions in global liquids supply by supply segment group (million bpd)



来源: Rystad, 国金证券研究所

2026 年我们分别作出乐观假设与中性假设。乐观假设下, ①我们不考虑始于 2023 年 4 月的 OPEC166 万桶/天减产继续退出 (已经退出 40 万桶/天)。②假设 OPEC 不再增产。委内瑞拉冲突无法解决, 该国下滑产量无法回升。OPEC 国家新产能无法投产。③美国产量全年下滑 30 万桶/天。④俄乌冲突无法解决, 且乌克兰对俄罗斯石油设施袭击加剧。俄罗斯产量进一步下滑。基于此假设, 我们预期 2026 年 Q1-Q4, 分别过剩 200 万桶/天, 140 万桶/天, -20 万桶/天, 80 万桶/天。我们预期布伦特原油价格中枢全年在 65 美元/桶波动。H1 价格中枢低于 H2。

中性假设下, ①我们不考虑始于 2023 年 4 月的 OPEC166 万桶/天减产继续退出 (已经退出 40 万桶/天)。②考虑委内瑞拉冲突在 2026 年 Q2 结束前解决, 产量回升至 2025 年 10 月产量水平。③考虑 OPEC 国家中科威特, 尼日利亚等扩建新产能符合预期。④OPEC+使用全部 290 万桶/天增产配额 (截至 2025 年 11 月底仍有 70 万桶/天可使用)。⑤美国原油产量 2026 年持平。⑥俄乌冲突无法解决。产量既不出现明显下滑也不出现明显下跌。基于此假设, 我们预期 2026 年 Q1-Q4, 分别过剩 240 万桶/天, 280 万桶/天, 160 万桶/天, 210 万桶/天。我们预期布伦特原油价格中枢全年低于 60 美元/桶。其中 H1 可能出现布伦特原油价格的低点。不考虑地缘风险大幅波动的情况下, 时点价格可能触及 50-55 美元/桶。H1 价格中枢低于 H2。

相较于 2026 年, 2027 年看我们预计供应增长压力放缓, 2027 年平衡表或将较 2026 年出现改善。

1.2 静态过剩但地缘风险带来供应预期的波动, 权益市场预期较商品市场更为乐观

尽管市场机构预期 2026 年偏过剩, 但 2025 年布伦特原油价格低于 60 美元/桶以下时间较少; 与 2026 年的过剩预期形成了鲜明对比。这主要是由于 2025 年地缘风险题材频发, 2025 年布伦特原油价格回升至 60 美元/桶以上的支撑因素主要来自于地缘风险的上升。而地缘政治风险仍将对 2026 年供需平衡造成重要影响; 因此供给端预期仍有较大波动。

2026 年的地缘风险波动集中在以下方面:

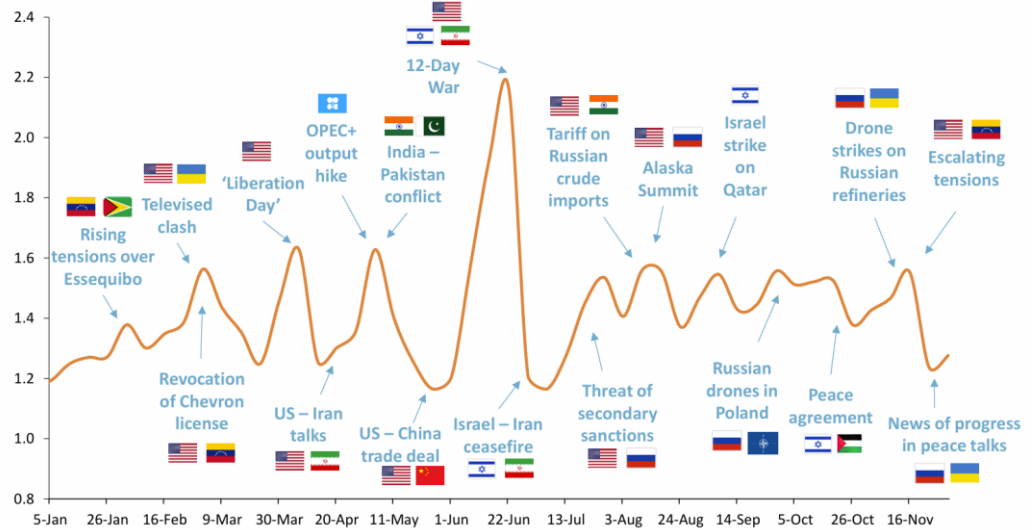
- ① 俄乌冲突的演绎。
- ② 美国与委内瑞拉的冲突演绎。
- ③ OPEC 产量政策的变化。
- ④ 中国补充原油战略储备的速度。
- ⑤ 中东地区伊朗核问题是否可能再次导致与以色列的冲突。



由于 2025 年地缘政治风险事件持续出现，这导致部分原油供应出现损失，或是原油产量成为战略储备或是海上浮仓而未真正进入市场，这支撑了原油价格。

图表4: 2025 年地缘政治风险题材较多

Rystad Energy Geopolitical Risk Index in 2025



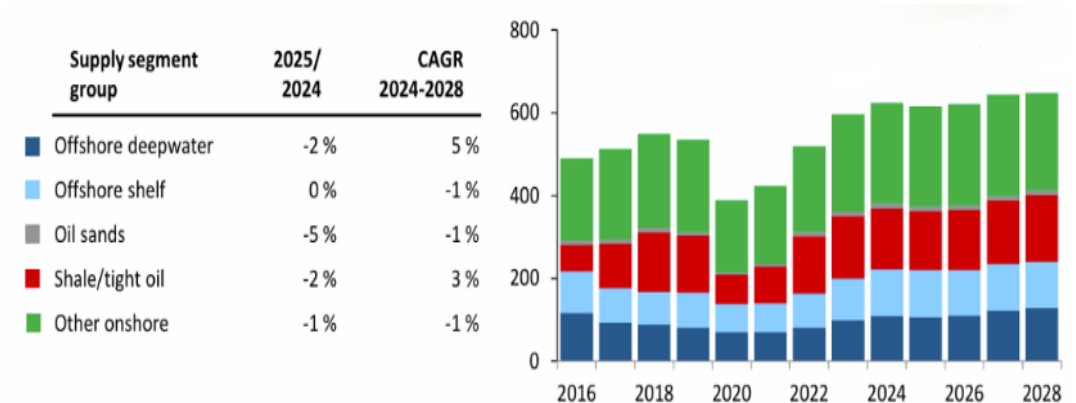
Note: a geopolitical risk level of 1 implies a level of risk equal to the long-term average (2010-2019)
Source: Rystad Energy research and analysis

来源: Rystad, 国金证券研究所

1.3 供应端：长期资本开支下滑影响被资本开支结构优化对冲，地缘放大供应增量及减量的波动

2023 年以来全球原油资本开支增速下滑，但资本开支增速下滑的影响被资本开支结构优化对冲，并不会导致 2026 年的产量增速下滑。从结构上看，尽管独立石油公司的资本开支 2023 年以来下降；但中东地区的石油公司以及亚洲的国家石油公司资本开支保持增长态势。从当前全球油田成本曲线来看，中东地区及南美海上油田成本开发较低；页岩油区块中二叠纪盆地核心区块成本较低；油公司优先选择将资本开支投入于生产效率较高的区块。

图表5: 全球原油资本开支增速有所下降

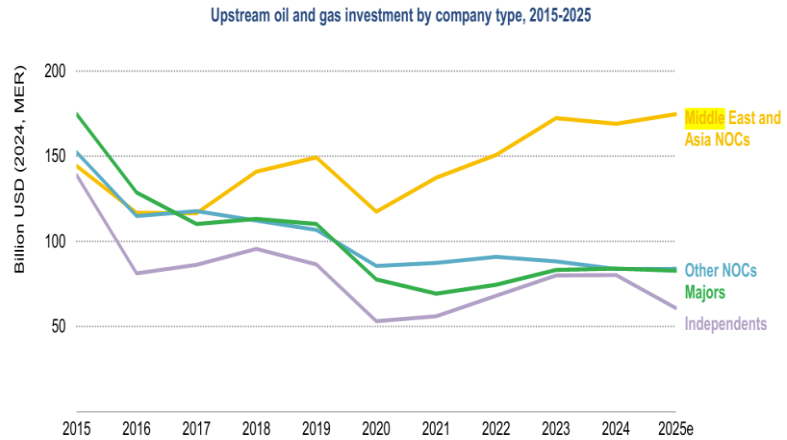


来源: Rystad Energy, 国金证券研究所



图表6: 中东及亚洲国家石油公司资本开支保持较好水平

Upstream investment by the majors is set to dip slightly for the first time since 2021; current levels remain well below 2015, as do their share of total upstream spending



来源: IEA, 国金证券研究所

图表7: 中东陆上及部分海上油田成本较低

Supply segment	Undeveloped liquids resources* (Billion barrels)		Average Brent breakeven price (USD per barrel)		Average payback time @ \$70 per barrel (Years)		Average IRR @ \$70 per barrel (Percentage)		Average CO ₂ intensity** (Kg/boe)	
	0	100	0	50	0	10	0	20	0	50
Shale/tight oil	143	143	47	47	2	2	30	30	13	13
Other onshore OPEC	143	143	33	33	10	10	23	23	25	25
Offshore shelf	106	106	40	40	10	10	18	18	18	18
Offshore deepwater	61	61	48	48	10	10	18	18	15	15
Other onshore non-OPEC	60	60	50	50	13	13	15	15	27	27
Oil sands	53	53	61	61	15	15	13	13	69	69

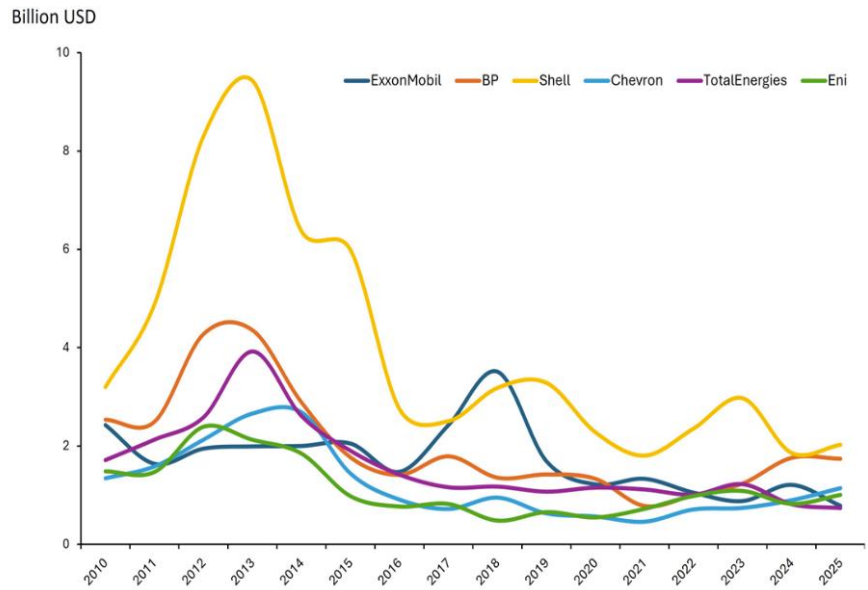
*Includes discovery lifecycle
**Average values for the years 2020 to 2024

来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

2024年后油价下跌,油公司资本开支纪律优先级提升。勘探资本开支较2014年高油价周期明显下降;这也使2016年以来全球国际石油公司的新增可采油气储量下滑。油公司的战略重心转向周期短,回报可控的开发项目。聚焦于成熟盆地,而非高风险勘探新区。因此尽管长期产量增速和油公司储量的可采年限可能下滑;但由于油公司倾向于回收低成本区块的现金流,因此2025-2026年供应端增量较明显。



图表8: 全球勘探资本开支下滑

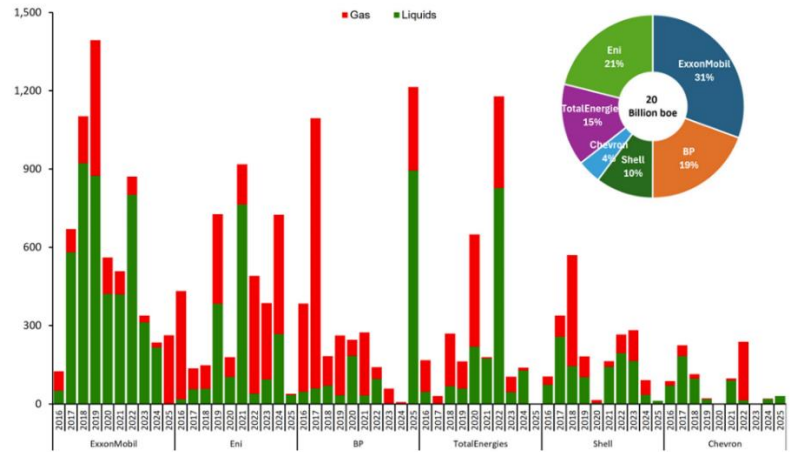


来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

图表9: 2016 年来全球国际油公司新增开采油气储量下滑

百万桶油当量

Figure 2: Discovered volumes for majors
Million barrels of oil equivalent



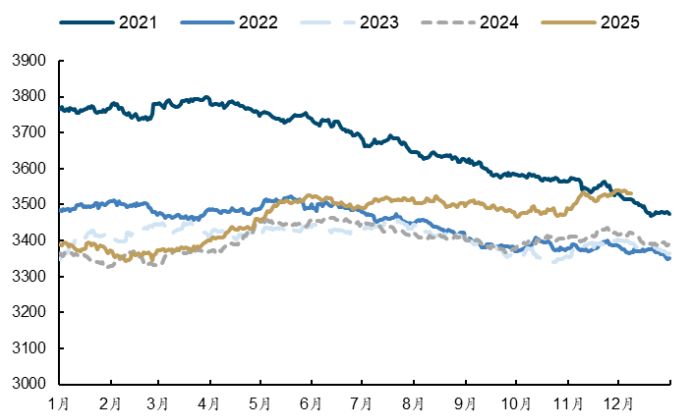
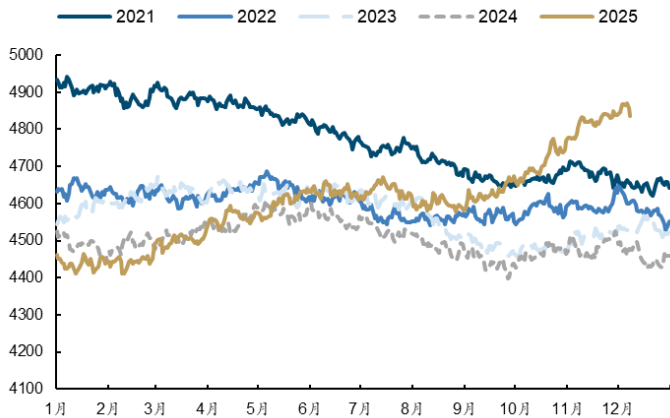
来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

从 2025 年全球库存看, 全年陆地+水上库存增加 5.4 亿桶, 对应全年过剩约 148 万桶/天。其中浮仓同样快速增加, 除供应增加导致的浮仓增加外, 由于对俄罗斯, 伊朗和委内瑞拉的制裁同样导致水上库存的增加。这部分水上库存当前没有进入市场, 如果进入市场将进一步增加供应。



图表10: 全球陆上+水上原油库存持续攀升 (百万桶)

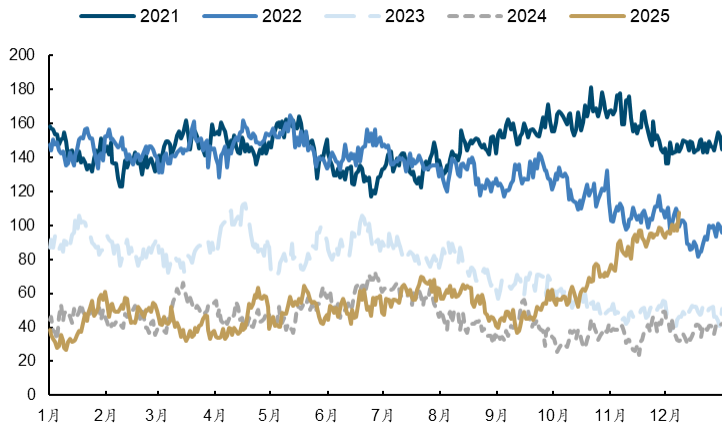
图表11: 全球陆上原油库存持续攀升 (百万桶)



来源: Kpler, 国金证券研究所

来源: Kpler, 国金证券研究所

图表12: 全球水上浮仓库存攀升 (百万桶)



来源: Kpler, 国金证券研究所

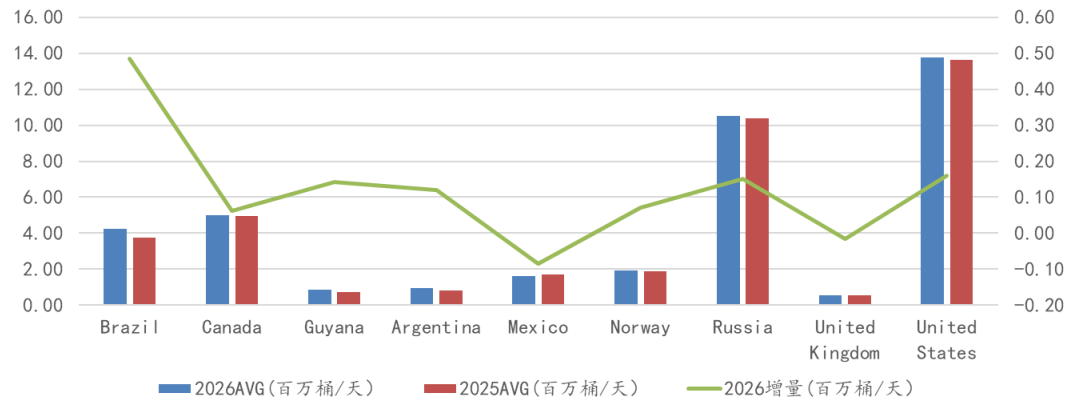
1.3.1 南美及海上项目成为非 OPEC 项目未来主要的增长点

EIA 预测, 2026 年巴西因为 2025 年 12 月底的两艘 FPSO 和 2026 年中投产的 FPSO 使产量同比增长 20 万桶/天。圭亚那 2025 年 11 月因埃克森美孚的 Yellowtail 项目投产而使产量超过 90 万桶/天。而 2026 年预计产能 25 万桶/天的 Uaru 项目投产。EIA 预测 2026 年的产量增长为 14 万桶/天。EIA 同时预测阿根廷的产量自 2024 年的 67 万桶/天升至 2025 年的 74 万桶/天。而 2026 年的产量将会升至 81 万桶/天。

根据雷斯塔能源的预测, 2026 年非 OPEC 国家产量将继续增长。其中巴西/加拿大/圭亚那/阿根廷/挪威/俄罗斯/美国产量分别将增长 48 万桶/14 万桶/12 万桶/7 万桶/15 万桶/16 万桶/天产量。相比较下, 我们对于巴西/加拿大/圭亚那 2026 年的产量预测更为乐观, 对于俄罗斯及美国的产量会更加悲观。



图表13: 雷斯塔能源预计非 OPEC 国家 2026 年继续增长

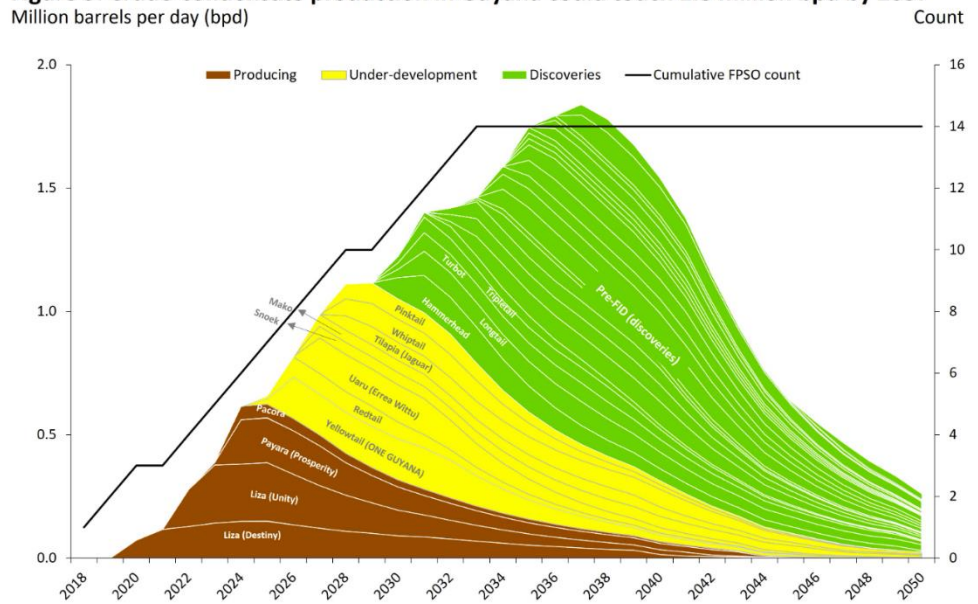


来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

圭亚那 2019 年 12 月起进行原油生产, 由于新油气区块的持续发现, 近 5 年来圭亚那的产量 CAGR 达到 56%。至少 2030 年前我们预计圭亚那产量将持续增长。

图表14: 圭亚那 2019 年后迎来持续产量增长

Figure 3: Crude-condensate production in Guyana could touch 1.8 million bpd by 2037

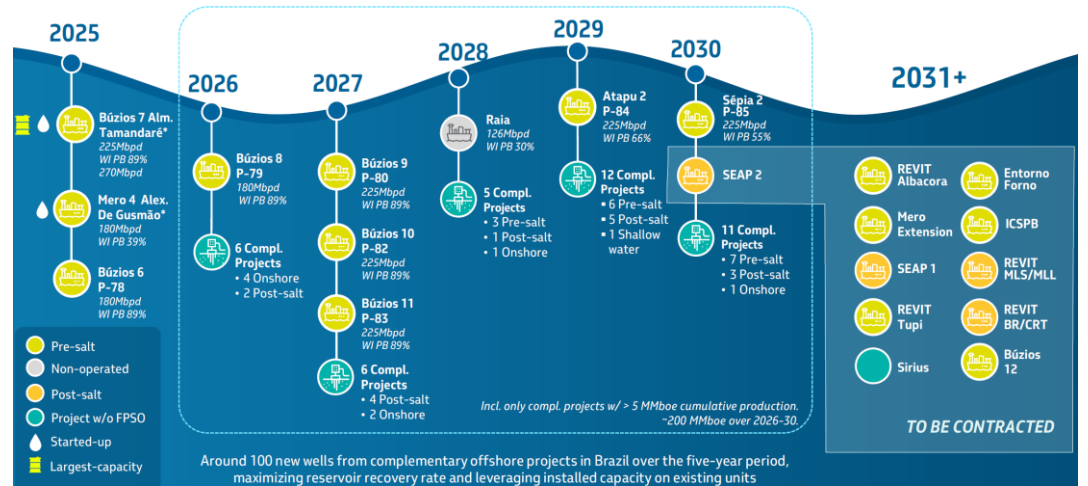


来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

巴西同样是海上产量增长的主要贡献方。巴国油 2025-2027 年 FPSO 投产计划较多。2028 年后参考当前投资计划, FPSO 投产速度可能放缓。



图表15: 巴西同样是南美地区产量增长的主要贡献方



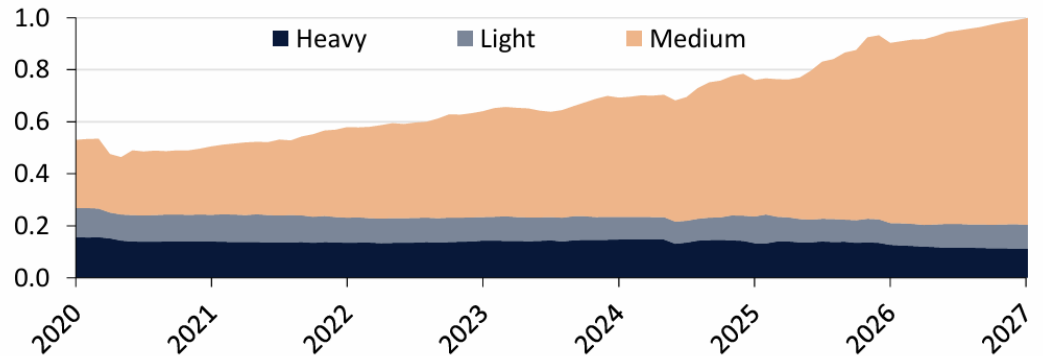
来源: Petrobras, 国金证券研究所

来自阿根廷经济部数据显示, 2025年9月阿根廷非常规石油产量创下新高。9月原油产量达83万桶/天。较2025年同期增长14%。阿根廷的产量增长完全由页岩油驱动。常规原油产量持平, 非常规石油产量则同比增长30%至55万桶/天。占全国石油产量比重升至66%。

图表16: 页岩油产量驱动阿根廷产量增长

Argentina crude oil production split by API

Million barrels per day



来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

1.3.2 俄乌冲突是2022年以来最重要的支撑原油价格的供应端因素

部分市场观点认为, 由于俄罗斯海上原油出口仍处于较高水平, 而产量下滑由于OPEC减产并非冲突引起, 因此俄乌冲突对原油价格支撑不强。同时, 部分观点认为美国为了俄乌冲突持续打压原油价格, 如果俄乌冲突结束, 美国态度可能转变从而支撑原油价格。

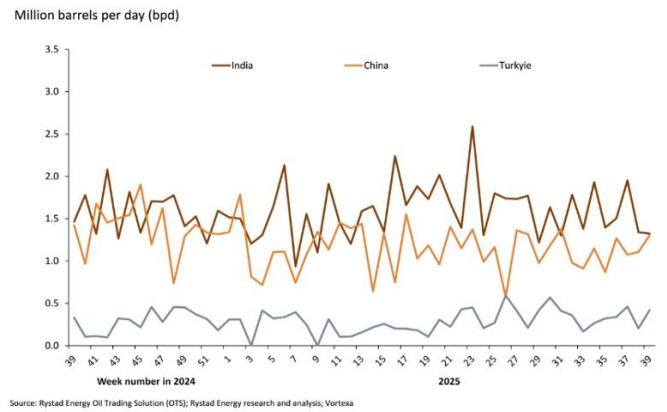
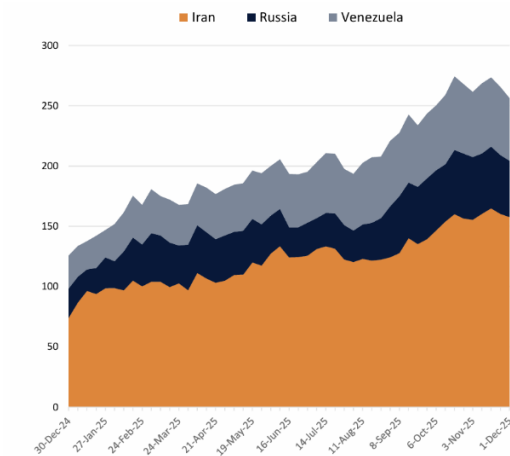
与市场不同, 我们认为俄乌冲突是2022年以支撑原油价格的最重要的供应端因素。我们认为主要从三个方面可以体现冲突对原油价格的支撑作用。

- ① 近期欧洲及美国对俄罗斯制裁导致部分俄罗斯海上原油出口去向不明。在海上形成浮仓。相当于实质减少了原油供应。如果俄乌冲突缓和或制裁随时间推移, 浮仓可能再度流入市场。



图表17: 全球受制裁油(水上+浮仓)的库存(百万桶)

图表18: 俄罗斯对印度原油出口有所下降

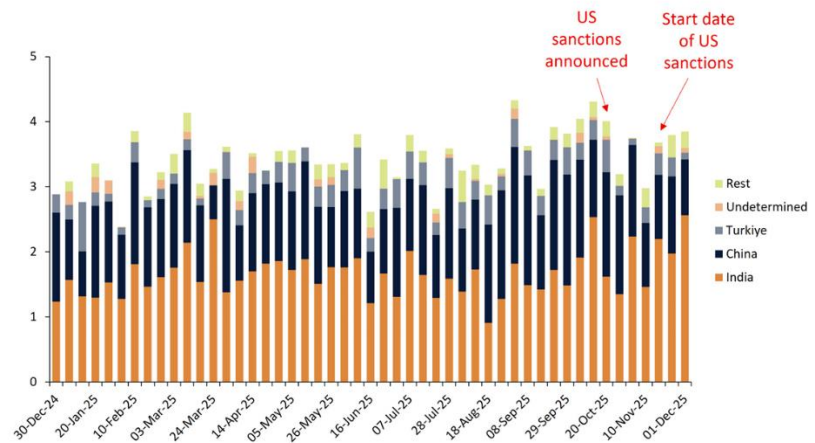


来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

图表19: 俄罗斯去向不明的海上出口比例增加

Million barrels per day

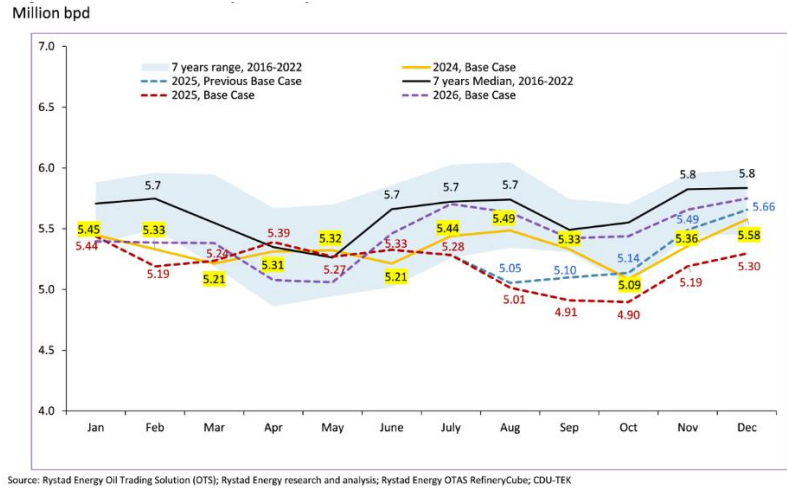


来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

- ② 2024年以来乌克兰改变作战策略袭击俄罗斯炼厂, 导致俄罗斯炼厂开工下降。成品油出口同样下滑。叠加2026年1月起, 欧盟禁止进口由俄罗斯原油生产的任何产品; 海外裂解价差尤其是欧洲柴油裂解价差一度升至较高水平。炼厂的裂解价差处于较高水平推高了炼厂的开工意愿, 阶段性支撑原油价格。



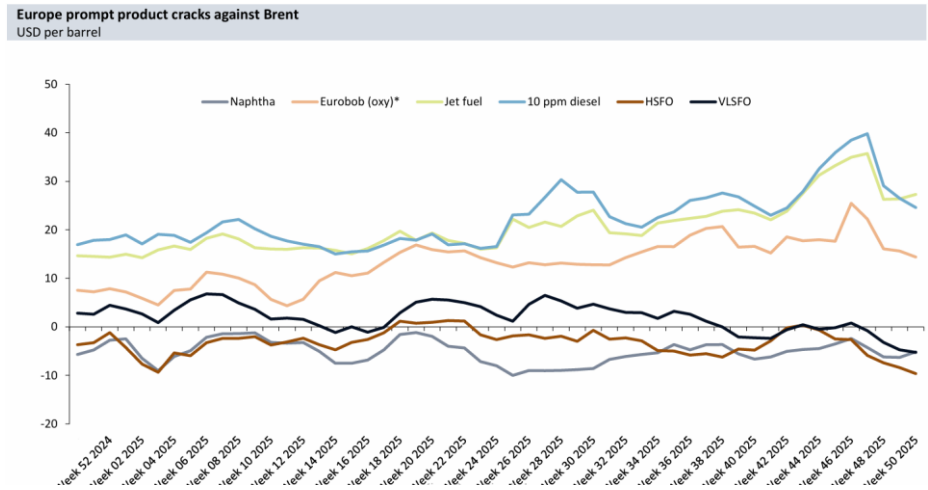
图表20: 2025年俄罗斯炼厂开工率因乌克兰的袭击而低于正常水平



Source: Rystad Energy Oil Trading Solution (OTS); Rystad Energy research and analysis; Rystad Energy OTAS RefineryCube; CDU-TEK

来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

图表21: 俄罗斯炼厂开工下滑带动海外成品油利润回升

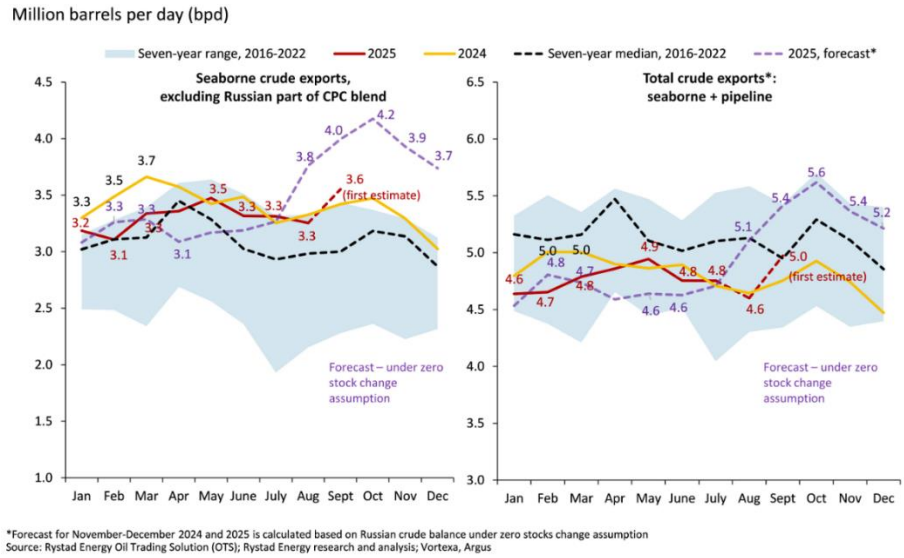


来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

- ③ 乌克兰近期加强了对于俄罗斯石油码头，管道以及影子船队油轮的袭击。这使得市场担忧供应会出现阶段性的损失。如根据路透社报道，11月29日乌克兰无人机对俄罗斯黑海港口新罗西斯克附近的里海管道联盟(CPC)码头的袭击导致3个装卸泊位仅有1个可以正常运行。CPC混合原油的装载量从最初计划的170万桶/天下降至114万桶/天。

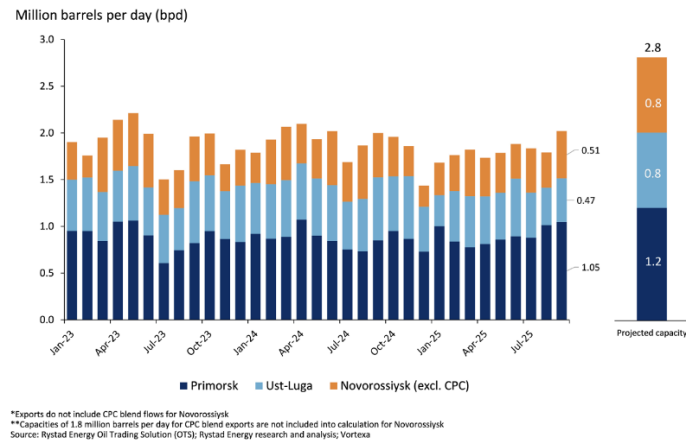


图表22: 2016-2024 年俄罗斯月度原油出口



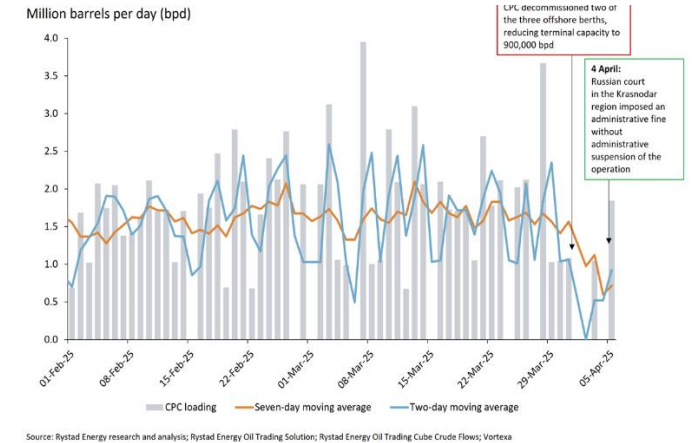
来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

图表23: 俄罗斯西部原油出口量持续低于负荷平均水平



来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

图表24: 乌克兰间歇性无人机对CPC管道出口造成影响



来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

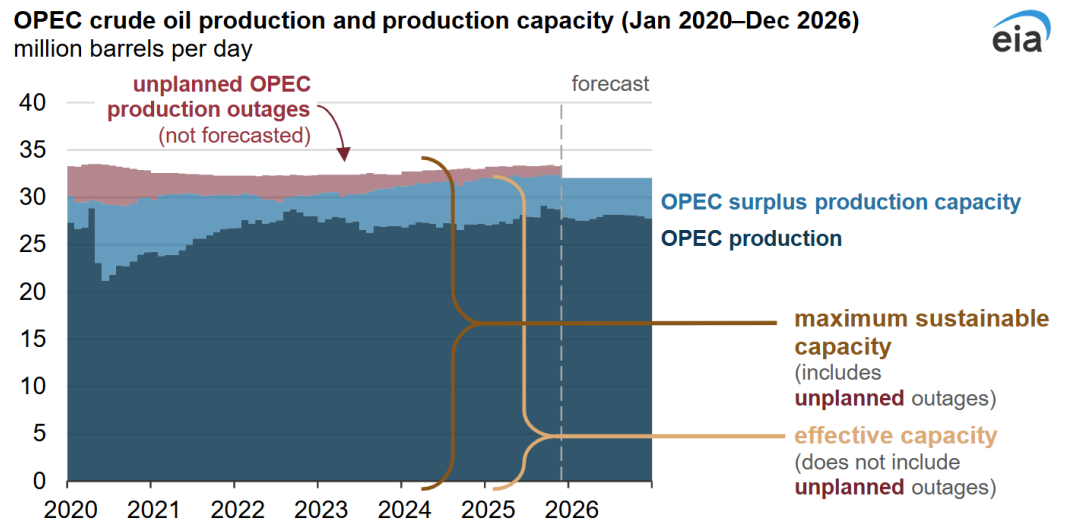
1.3.3 2025 年 OPEC 产量政策出乎市场意料的转折, 2026 年市场对于 OPEC 产量政策存在分歧

2025 年 OPEC 从减产转向增产超出了市场预期。OPEC 决定增产前, 大部分市场预期普遍认为 OPEC 将选择保持减产至 3 季度需求旺季甚至 2025 年底。理由主要基于 OPEC 对于油价的诉求, 以及较高的财政盈亏平衡油价。

与市场观点不同, 我们认为财政盈亏油价对于 OPEC 当下产量政策并无关联性。原因在于 ① 财政盈亏平衡油价同时受到收入和支出两个方向的影响。如果支出下降则财政盈亏平衡油价自然下降。而收入端为油价*实际原油产量。如果油价下跌, 产量增加同样可以增加收入。② 回顾 OPEC+ 减产历史, OPEC 决定新一轮减产时全球竞争对手放缓产量增长以及 OPEC 产量处于高位两个条件缺一不可。然而当下并不满足。③ 历史上 OPEC+ 国家出现财政赤字是常态。多数年份油价并无法达到 OPEC+ 的财政盈亏价格。



图表25: OPEC 产量与实际配额间仍存在差额

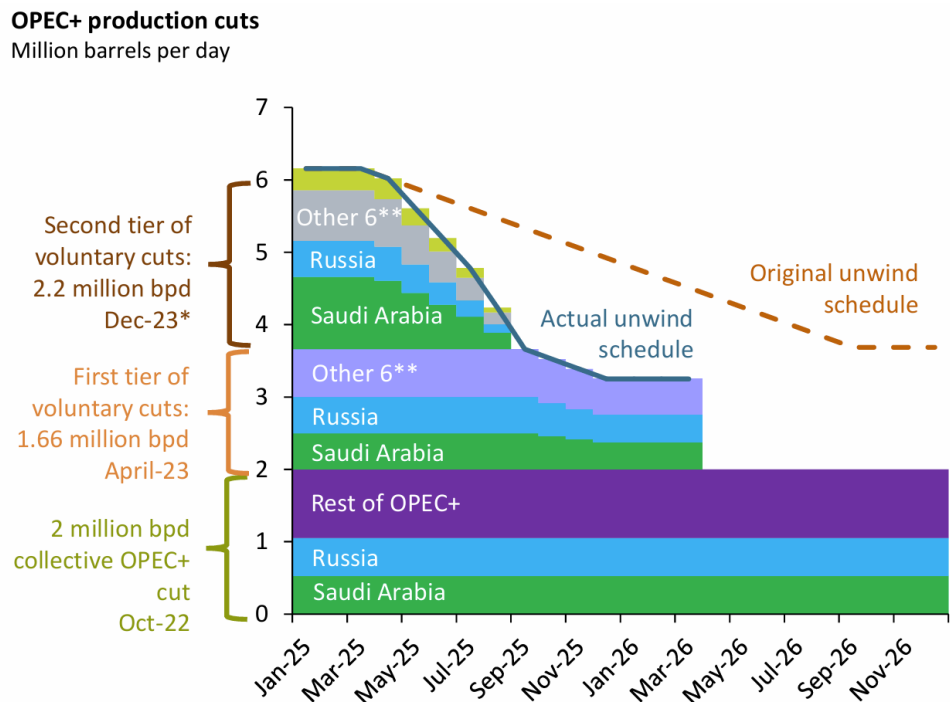


来源: EIA, 国金证券研究所

OPEC+当下的减产始于2022年10月, 主要包含了200万桶/天的集团减产, 始于2023年4月的166万桶/天的自愿减产以及2023年12月决定的220万桶/天自愿减产。2025年以来, OPEC+已经决定退出220万桶/天的自愿减产, 增加阿联酋30万桶/天的增产配额; 并且退出166万桶/天减产中的其中40万桶/天; 即共计增加290万桶/天的增产配额。并且实际使用了其中增产配额中的220万桶/天, 尚有70万桶/天配额可以使用。

值得注意的是, OPEC+决定2026年Q1暂停增产, 代表着OPEC+决定暂时暂停增产配额的增加, 而并非部分市场观点所认为的OPEC+产量不再增加。

图表26: OPEC+自2022年10月起减产



来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

与市场直觉相悖的一点是, 截至11月底OPEC+虽然已经增产220万桶/天产量, 但当下OPEC+仍处于2000年以来历史上除疫情外最大的减产周期。2017年和2018年底OPEC+为了支撑油价分别进行了180和120万桶/天的减产; 但截至11月底仍在进行的减产规模在



400 万桶/天左右。这主要由于 2016 年和 2018 年底 OPEC+ 决定减产的背景是原油价格跌至 40 美元/桶或更低价格后 OPEC+ 自高位产量水平开始减产；而此次减产是在 2022 年 10 月的原油超 90 美元/桶以上的高位水平开始减产。

回顾历史，1978 年底伊朗巴列维王朝下台，两伊战争导致全球原油产量大幅下滑；原油价格快速上涨。但 1980 年原油价格升至高位后，OPEC 国家反而决定限产保价。而在限产过程中，非 OPEC 国家发现新油田增产；而伊拉克等 OPEC 成员国不遵守纪律增产挤压了沙特在全球市场中的份额。这直接导致了 1985 年沙特放弃了限产。尽管我们认为 2026 年沙特进行价格战的可能性不高，但我们同样认为 OPEC+ 国家 2026 年在 60 美元/桶背景下再次减产的概率较低。我们认为只有在布伦特原油价格低于 50 美元/桶的情况下，OPEC+ 才有可能考虑减产。除了 OPEC+ 当前仍在维持较大的减产规模以外；我们认为还有 2 点原因导致 OPEC+ 减产难度较大：① OPEC+ 成员国如伊拉克等，根据雷斯塔能源数据新的油田项目较多，这将使伊拉克原油产能进入持续增长周期。中国企业参与伊拉克油气增产项目较多，我们认为这将提高伊拉克油气行业扩产能的效率。② OPEC+ 批准一项新机制，以重新评估所有成员国的最大可持续产能，这将作为 2027 年生产配额的基准。③ 以巴西，圭亚那为代表的非 OPEC 国家正在进入高速扩产周期。如果 OPEC+ 2026 年加大力度减产等同于让渡市场份额。

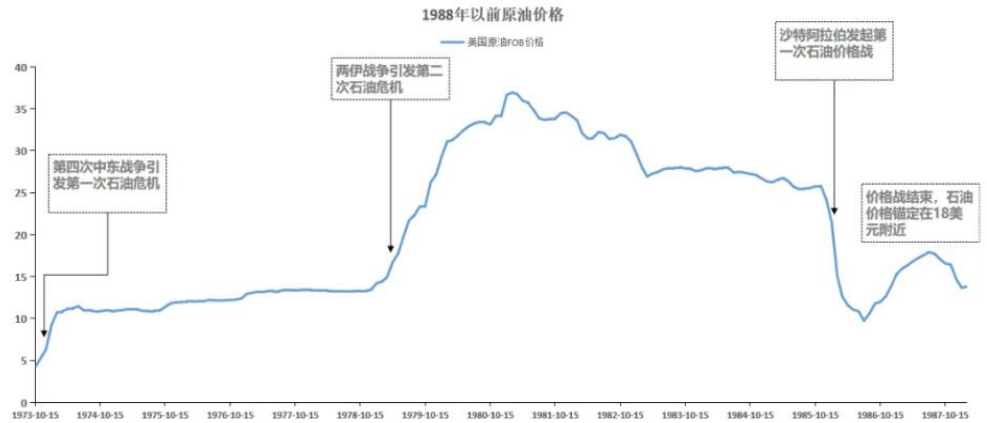
图表 27: OPEC+ 减产政策回顾

		OPEC	非 OPEC
2017 年	OPEC+ 减产 180 万桶/日; 2016 年 10 月产量作为基准产量	120	60
2018 年 1-6 月	OPEC+ 减产 180 万桶/日; 将利比亚和尼日利亚总产量限制在 280 万桶/日	120	60
2018 年 7-12 月	增产 100 万桶/日		
2019 年	OPEC+ 减产 120 万桶/日; 2018 年 10 月产量作为基准产量	80	40
2020 年 (2019 年年底会议)	在 2019 年减产基础上，OPEC+ 深化减产 50 万桶/日，沙特自愿减产 40 万桶/日，共 210 万桶/日; 厄瓜多尔 2020 年 1 月退出 OPEC 组织	157.2	51.4
2020 年 3 月	疫情，OPEC+ 开启增产，沙特产量高达 1164.2 万桶/日		
2020 年 5 月	需求下滑。OPEC+ 减产 970 万桶/日，沙特和俄罗斯按 1100 万桶/日各减 250 万桶/日; 其余国家以 2018 年 10 月产量作为基准产量，各减 23%		
2020 年 6 月	叠加沙特、科威特及阿联酋额外减产 120 万桶/日，总共减产 1090 万桶/日		
2020 年 7 月	OPEC+ 减产 970 万桶/日		
2020 年 8-12 月	OPEC+ 减产 770 万桶/日		
2021 年 1 月	增产 50 万桶/日，共减产 720 万桶/日		
2021 年 2-3 月	沙特自愿减产 100 万桶/日，俄罗斯均增产 6.5 万桶/日，哈萨克斯坦均增产 1 万桶/日		
2021 年 5-7 月	分别增产 35 万桶/日、35 万桶/日和 44.1 万桶/日，沙特逐步撤回 100 万桶/日的自愿减产，实际分别增产 60 万桶/日、70 万桶/日和 84.1 万桶/日		
2021 年 8-12 月	每月增产 40 万桶/日		
2022 年 1-4 月	每月增产 40 万桶/日		
2022 年 5-8 月	分别增产 43.2 万桶/日、43.2 万桶/日、64.8 万桶/日及 64.8 万桶/日		
2022 年 9 月-10 月	9 月增产 10 万桶/日，10 月减产 10 万桶/日，共增产 376 万桶/日	239	137
2022 年 11 月-2023 年 4 月	OPEC+ 减产 200 万桶/日; 2022 年 8 月允许产量	127.3	72.7
2023 年 5-6 月	叠加多成员国宣布的自愿减产，共减产 366 万桶/日		
2023 年 7 月	沙特开启自愿减产 100 万桶/日，共减产 466 万桶/日		
2023 年 9-12 月	2023 年 9 月俄罗斯石油出口从减少 50 万桶/日调整至减产 30 万桶/日，共减产 446 万桶/日		
2024 年 1-9 月	在 2023 年减产基础上，部分成员国自愿减产 220 万桶/日		
2024 年 10 月-	逐渐取消减产		

来源: OPEC, 国金证券研究所



图表28: 1973-1985年 OPEC 减产始末



来源: choice, 国金证券研究所

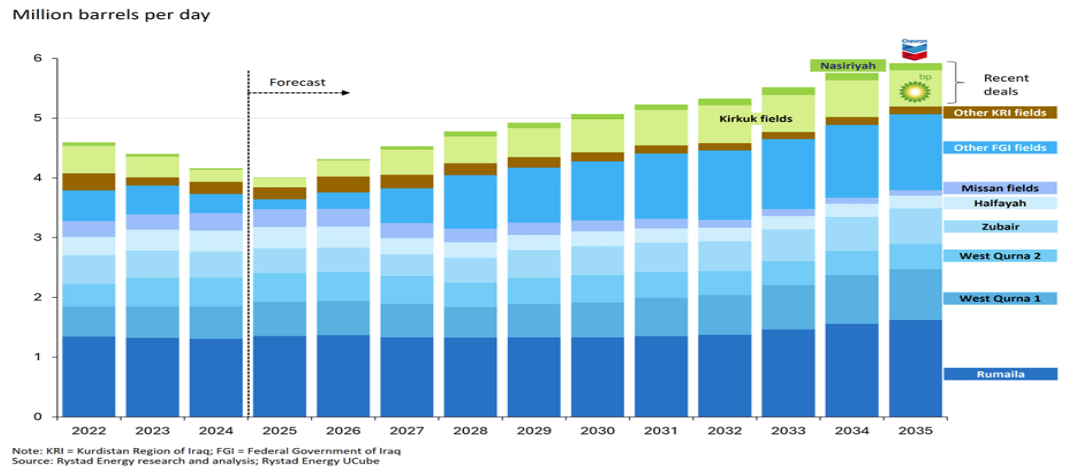
假设 OPEC+产量冻结在 2025 年 11 月水平, 因美国封锁而下降的委内瑞拉产量不修复以及 OPEC+剩余的 70 万桶/天配额不使用; 由于 2025 年 OPEC+增产不是一蹴而就而是逐月增产, 则 2026 年 OPEC+产量较 2025 年将同比增加 123 万桶/天。

图表29: OPEC+2026年产量维持25年11月水平等于较2025年增产123万桶/天

	单位 (千桶 / 天)
OPEC+11 月产量	43065
2025 月月均产量	41833
2024 月月均产量	40792
2025 年 3 月月均产量	41022
假定 2026 年产量 (与 2025 年 11 月持平)	43065
2026 年同比 2025 年产量增长 (a-b)	1232

来源: OPEC, 国金证券研究所

图表30: 伊拉克产能持续增加



Note: KRI = Kurdistan Region of Iraq; FGI = Federal Government of Iraq
Source: Rystad Energy research and analysis; Rystad Energy UCube

来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

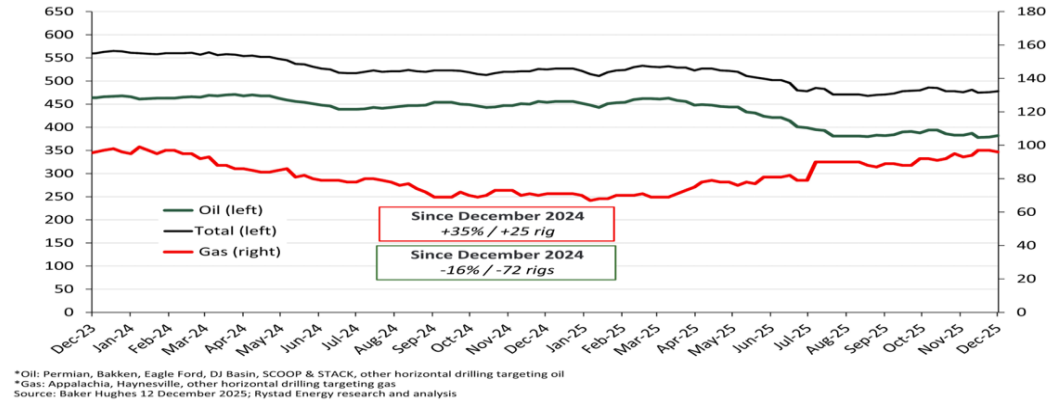


1.3.4 市场关注的焦点：页岩油产量的下滑为何一直没有到来

市场关注美国页岩油钻机数的持续下滑，认为美国原油产量将因为钻机数的下滑而下降。但活跃钻机数主要影响库存井数。而美国原油产量等于库存井完井后新增的产量-衰减量+原有产量。因此活跃钻机数并非直接和产量正相关。

图表31：北美原油钻机数持续下降

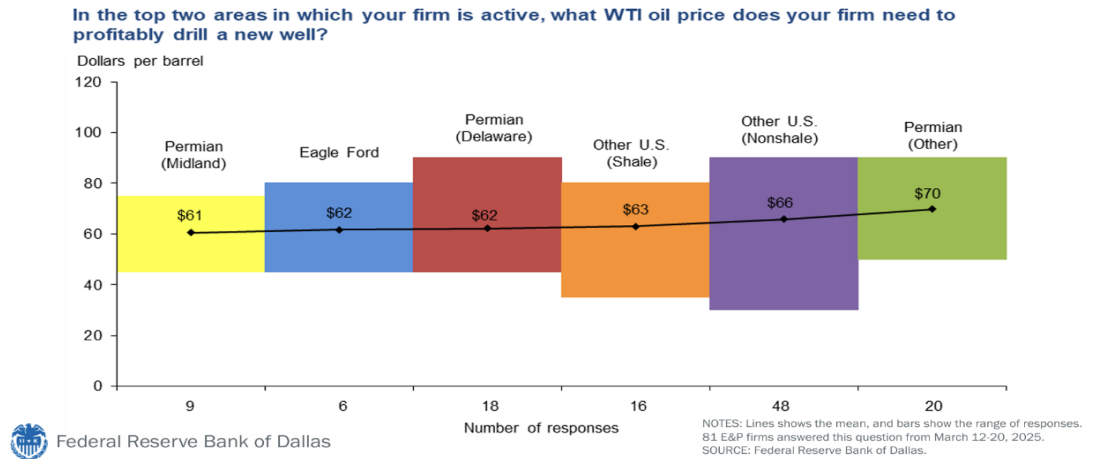
Figure 1: US onshore horizontal rig count by main hydrocarbon type*



来源：Rystad Energy，国金证券研究所

市场多引用达拉斯联储的能源调查数据印证如果油价低于70美元/桶，美国原油产量将出现明显下滑。但达拉斯联储的能源调查数据并未做加权平均，因此导致实际新井开发成本数据低于70美元/桶水平。

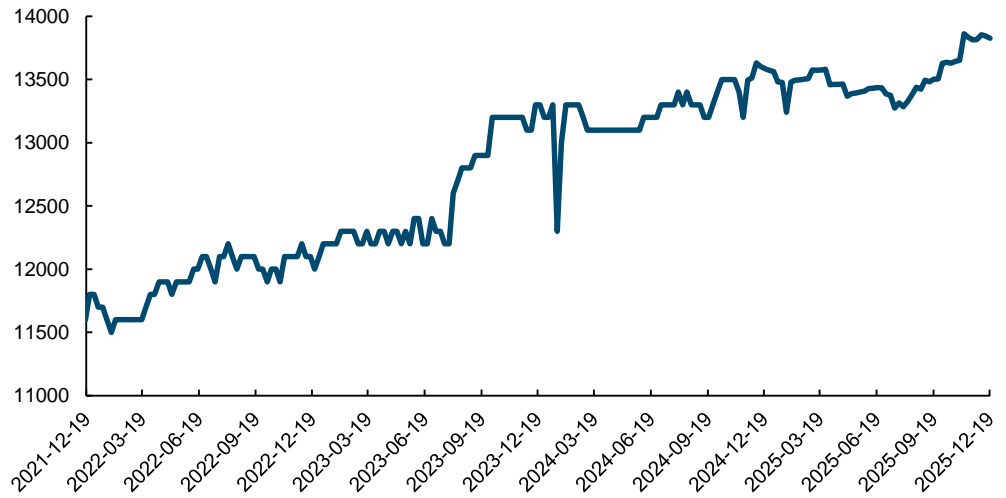
图表32：达拉斯联储预期二叠纪盆地新井开发成本为70美元/桶



来源：达拉斯联储，国金证券研究所



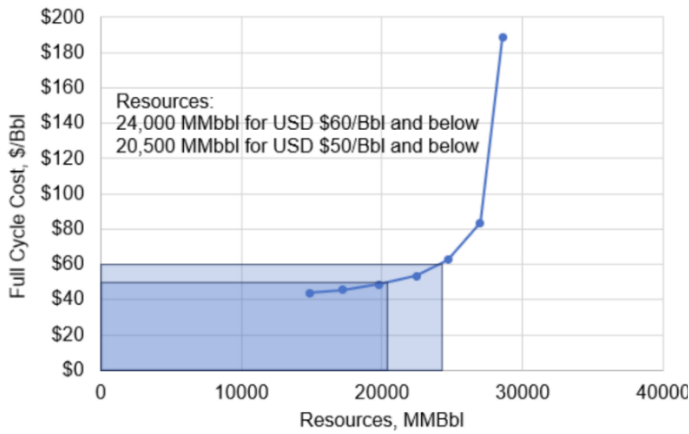
图表33: 截至 2025 年 12 月北美原油产量同比继续保持增长



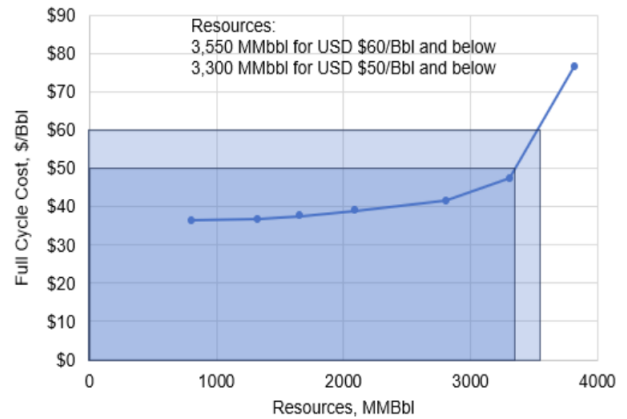
来源: EIA, 国金证券研究所

根据 Incorrys Energy 统计数据,二叠纪盆地低于 50 美元/桶 WTI 的储量全成本(考虑 15% 利润回报率)占总体储量 77.0%。50-60 美元/桶占 6.8%。大于 60 美元的为 16.2%。同样 Eagle Ford 地区 75.2%的储量全成本低于 50 美元/桶的 WTI。同样根据 Novilab 数据,二叠纪盆地潜在打井井位剩余约 25000 处。尽管中位数开采成本在 65 美元/桶附近。但考虑到每年二叠纪盆地的实际打井数量,消耗完 60 美元/桶以下的井位仍需要 3 年以上的时间。

图表34: 二叠纪盆地米德兰盆地成本情况



图表35: 二叠纪中央区原油成本

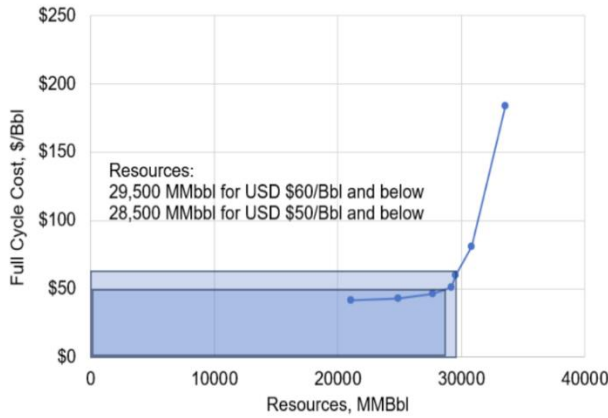


来源: Incorrys Energy, 国金证券研究所

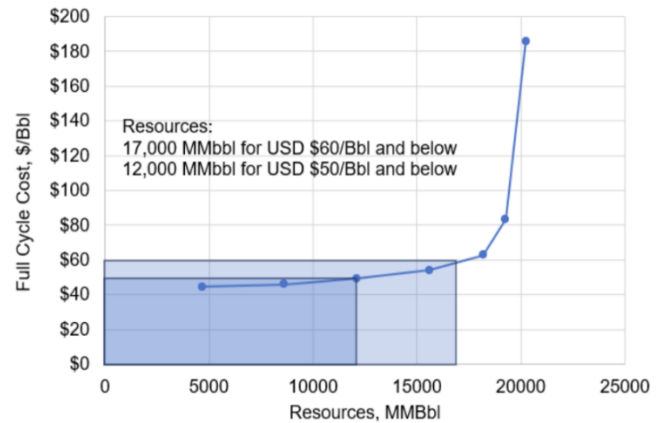
来源: Incorrys Energy, 国金证券研究所



图表36: 二叠纪 Delaware 地区原油成本



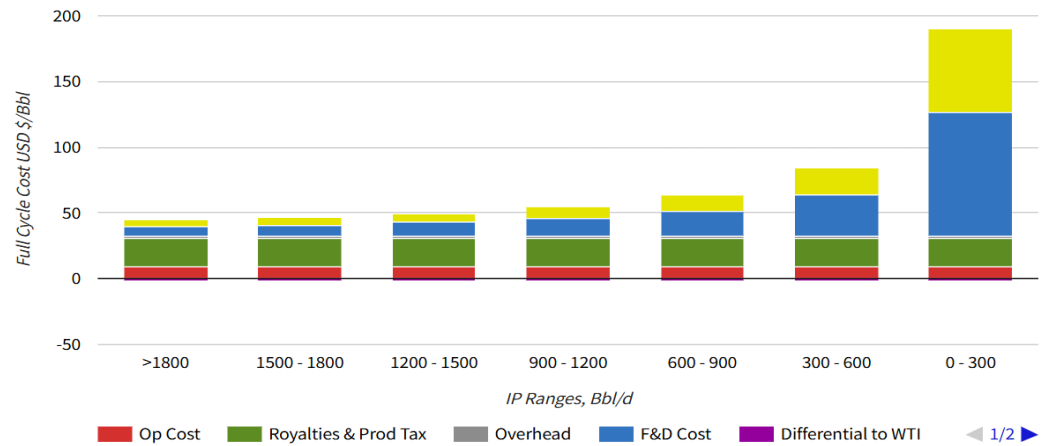
图表37: Eagle Ford 地区原油成本



来源: Incorrlys Energy, 国金证券研究所

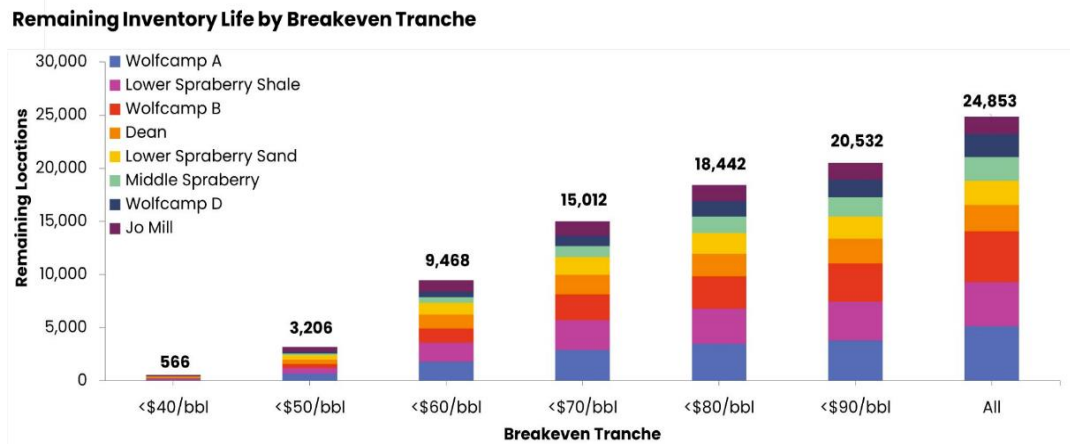
来源: Incorrlys Energy, 国金证券研究所

图表38: 二叠纪盆地米德兰盆地成本因单井产量不同变化较大



来源: Incorrlys Energy, 国金证券研究所

图表39: 美国页岩油的成本线低于市场预期

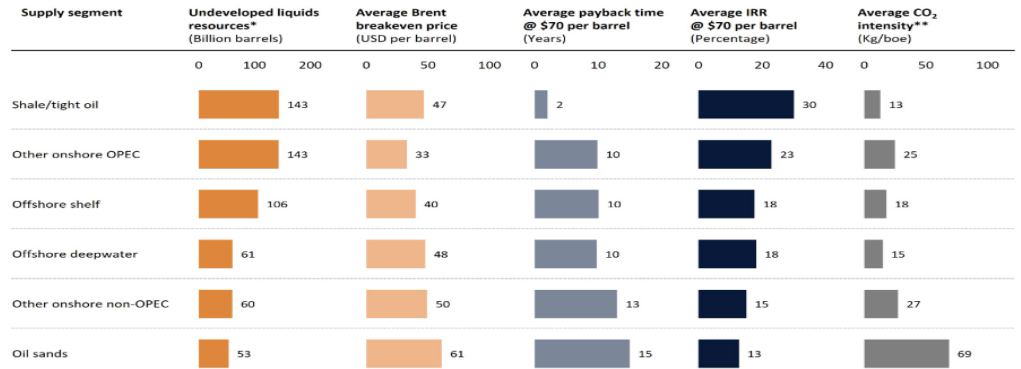


来源: Rystad Energy, 国金证券研究所



基于以上数据分析，结合雷斯塔能源对于美国原油生产盈亏平衡线的预估以及过往历史的复盘；当 WTI 原油价格低于 50 美元/桶以下时美国原油产量可能开始受到影响，当 WTI 原油价格处于 40-50 美元/桶区间靠近区间下沿时产量出现明显下滑。而当 WTI 原油价格处于 60 美元/桶附近时，美国原油产量短期不会受到明显负面影响而更多的体现为中长期增产潜力的下降。但总体来看，相对 2026 年供应过剩幅度而言，我们认为美国原油产量的边际变化在布伦特处于 60-65 美元/桶区间时不是主要影响油价的因素。**地缘政治波动带来的供应端的不确定性和地缘溢价变化影响更为重要。**

图表40：美国页岩油的成本线低于市场预期



*Includes discovery lifecycle
**Average values for the years 2020 to 2024
Source: Rystad Energy UCube

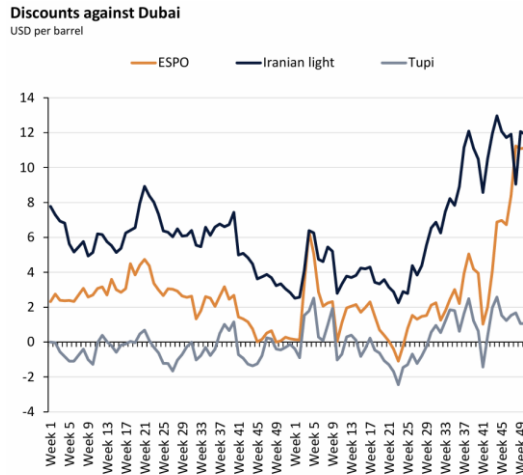
来源：Rystad Energy, 国金证券研究所

1.3.5 供应端：地缘放大供应增量及减量的波动

2026 年我们认为地缘政治因素是影响原油供需平衡表的最主要不确定性因素。因为地缘政治因素可能导致市场对供应端产生快速增量/减量的预期；在短期内改变供需平衡表。相比之下，美国原油产量的边际变化和降息对需求端带来的边际增量影响较小。

由于当前受到制裁的影响，俄油，委内瑞拉油，伊朗油制裁油相对中东原油基准的折扣不断扩大。我们复盘历史，认为制裁对原油的影响主要体现在利润的再分配，生产方的利润向贸易商以及中间代理转移；短期对贸易路线，运费，供应量造成扰动；但是长时间看不影响实际供应量。

图表41：受制裁的俄油，委内瑞拉油等相对迪拜原油折扣扩大



来源：Rystad Energy, 国金证券研究所



当前地缘扰动以及未来可能的潜在风险点主要集中在三个方向：①俄乌冲突加剧导致的供应减量。②美国与委内瑞拉冲突导致的供应下降。③中东伊朗与以色列再次冲突导致供应的下降预期。

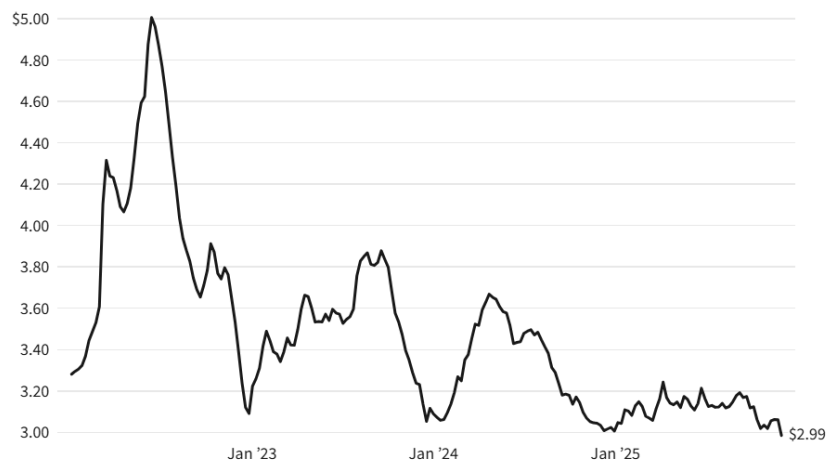
我们认为考虑到 2026 年 11 月 3 日美国将迎来中期选举，而物价的可负担性是影响特朗普选举结果最重要的影响因素之一；因此特朗普在 2026 年对于压制油价依然有非常强的动力与诉求。特朗普在总统竞选演讲中多次将汽油价格的下跌作为执政目标，强调提供可负担的能源价格。就任后多次在电视讲话中提及汽油价格的下跌作为政绩；同时在催促鲍威尔降息时也会以油价下跌，物价下跌作为降息的前提。因此我们认为如果 2026 年油价出现明显反弹，将导致特朗普经济政策的失败。特朗普 2026 年对压制油价意愿和能力都较强。

贝森特在福克斯新闻上表示：“我认为很有可能，如果俄乌局势发生变故，或者委内瑞拉发生变故，我们真的可能会看到油价进一步下跌。在特朗普领导下，石油和汽油价格已大幅下跌。而真正实现可负担性的关键在于降低能源价格。”金十数据 12 月 18 日讯，据 Politico 报道，三位知情人士表示，特朗普政府正在询问美国石油公司，一旦委内瑞拉领导人马杜罗下台，他们是否有兴趣重返委内瑞拉。

我们认为当前特朗普对委内瑞拉以及俄罗斯施加的制裁和围堵导致的地缘风险影响更偏短期；目的在于对委内瑞拉和俄罗斯施压从而达成自己的目标签订协议。短期可能抬高地缘风险溢价；从中期看，主要目的可能与进一步降低原油价格有关。

图表42：美国汽油价格下滑，但距离特朗普的 2 美元/加仑目标仍有距离

Gas Prices Have Been Relatively Stable This Year Thanks To an Increase of Oil Production



Source: U.S. Energy Information Administration via FRED

Investopedia

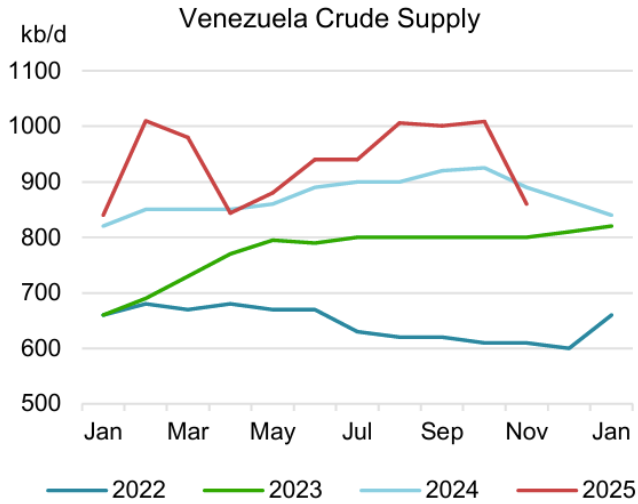
来源：Investopedia，国金证券研究所

当前原油价格的支撑和向上驱动因素全部来自于地缘扰动，而地缘政治因素都与特朗普直接相关，因此我们认为 2026 年全年看地缘扰动可能阶段性造成油价向上的反弹，但预计可能出现的反弹高度都将有限且可持续性较差；布伦特油价如接近 70 美元/桶将受到来自特朗普的强烈压力。

近期除俄乌冲突以及中东潜在的地缘风险外，委内瑞拉因被美国围困和巴西因 FPSO 故障导致的产量下滑是主要的供应损失。11 月委内瑞拉的产量明显下降，美国连续扣押运输委内瑞拉原油的油轮，未来极端情况下可能除发往美国油轮外，其他油轮运输停滞。这可能导致委内瑞拉原油产量较 10 月份水平下降 50 万桶/天。但我们预计委内瑞拉冲突更偏向季度及月度问题。



图表43: 委内瑞拉产量 11 月明显下降

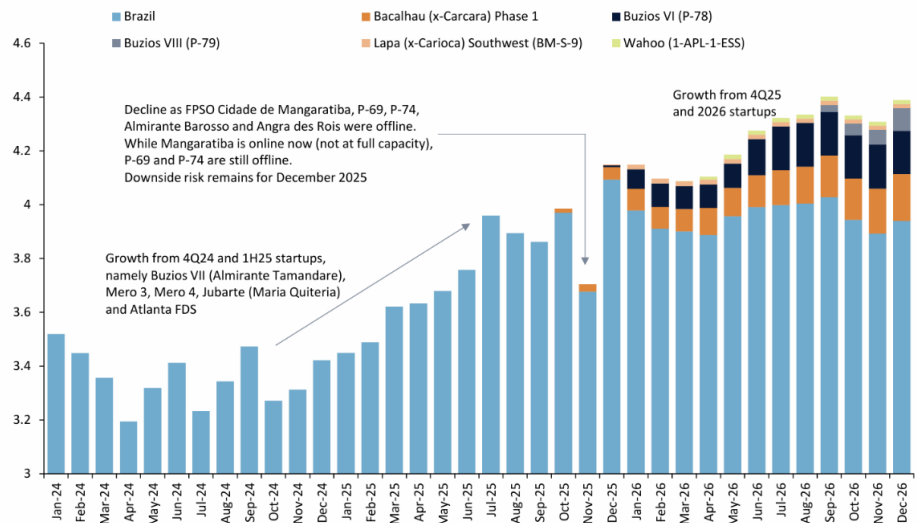


来源: IEA, 国金证券研究所

另一方面, 巴西原油产量 11 月因 FPSO 故障问题下滑。预计 12 月或 1 月巴西原油产量修复。

图表44: 巴西原油产量阶段性因 FPSO 问题下滑

Brazil November output down by almost 300,000 bpd m/m due to outages
Million barrels per day



来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

1.4 需求端: 美联储降息周期下原油需求可能出现好转, 但我们认为影响可能低于市场预期

市场部分宏观视角认为, 美联储降息周期下大宗商品需求将大幅出现好转, 包括原油。同时认为需求的好转将使得原油在每一轮降息周期的末端出现价格的大幅上涨, 并且顺着贵金属-工业金属-能源价格的路径传导。

我们对此持有不同观点。我们认为相较金属, 原油的商品属性更强, 金融属性更低; 供需而非流动性是决定原油价格涨跌的主要因素。流动性对原油价格的积极作用体现在将推高原油的需求, 从而改善供需。美联储降息周期下原油需求可能出现好转, 但好转幅度我们



认为将低于市场的预期。另一方面，我们认为相比 2026 年不考虑地缘波动下 2-3% 的供给过剩；流动性推动的需求改善并不足以扭转这一预期。

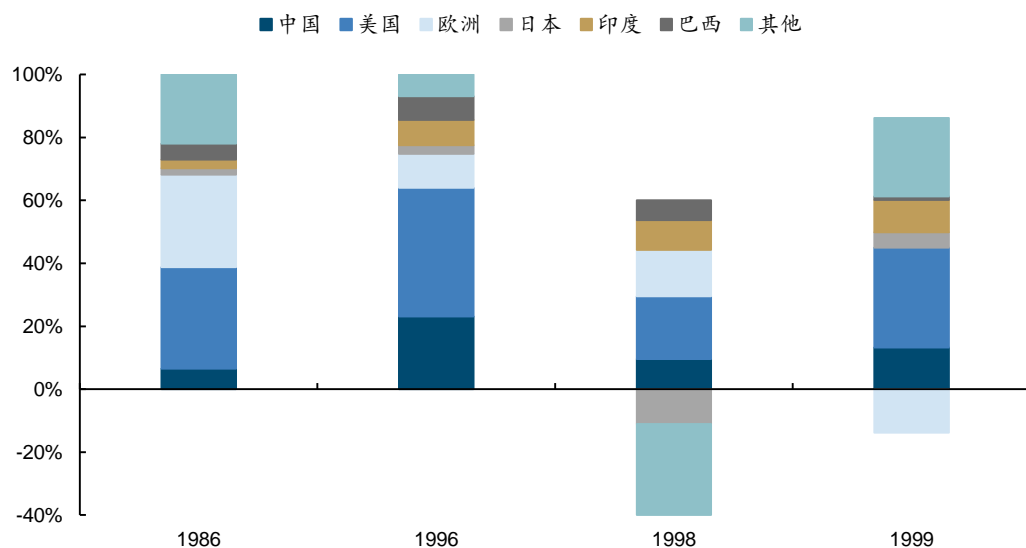
我们回顾历史上美联储降息，纾困式降息通常原油需求表现不佳。而预防式降息则可能推动原油需求的好转。历史上 1986 年，1996 年，1998 年的预防式降息背景下；原油需求增长主要由美国，欧洲，中国推动。美国，欧洲，中国当时占全球原油需求比重超过 50%。而 2024 年原油需求增长主要由印度，中东，其他亚太地区推动；而当下印度，中东占总需求比例较低；同时考虑到新能源替代对成品油消费的冲击，我们认为降息背景下需求的好转幅度将低于市场预期。

图表45：美联储历史上降息期间原油价格表现

开始时间	结束时间	幅度 BP	类型	原油涨跌	GDP 同比	ISM 制造业 PMI	CPI 同比	核心 CPI 同比	PCE 同比	核心 PCE 同比
1984 年 9 月	1986 年 8 月	562.5	预防式	-49.70%	6.90%	50.00%	4.30%	5.30%	3.30%	3.70%
1987 年 11 月	1988 年 2 月	81.25	纾困式	-11.50%	3.30%	58.80%	4.50%	4.20%	3.80%	3.50%
1989 年 6 月	1992 年 9 月	681.25	纾困式	15.70%	3.70%	47.30%	5.20%	4.50%	4.70%	4.20%
1995 年 7 月	1996 年 1 月	75	预防式	13.10%	2.40%	50.70%	2.80%	3.00%	2.00%	2.00%
1998 年 9 月	1998 年 11 月	75	预防式	-18.30%	4.10%	48.70%	1.40%	2.40%	0.60%	1.20%
2001 年 1 月	2003 年 6 月	550	纾困式	7.40%	2.90%	50.00%	3.70%	2.60%	2.70%	2.00%
2007 年 9 月	2008 年 12 月	500	纾困式	-46.10%	2.40%	51.00%	2.80%	2.10%	2.50%	2.10%
2019 年 7 月	2020 年 3 月	75	预防式	-14.10%	2.20%	49.10%	1.70%	2.30%	1.40%	1.80%
2020 年 3 月	2020 年 3 月	150	纾困式	-40.00%	4.20%	49.10%	1.50%	2.10%	1.10%	1.50%
2024 年 9 月	2024 年 12 月	100	预防式	-0.60%	3.10%	47.20%	3.00%	3.00%	2.80%	2.80%

来源：第一财经，国金证券研究所

图表46：1986，1996，1998，1999 年原油需求增长构成



来源：Energy Institute，国金证券研究所

图表47：2024 年全球原油需求增速组成部分

地区	2024 年全球原油需求增速
美国	0.00%
巴西	0.00%
欧洲	0.10%



地区	2024 年全球原油需求增速
中东	0.20%
非洲	0.10%
中国	-0.20%
印度	0.20%
日本	-0.20%
其他亚太	-0.30%
全球	0.70%

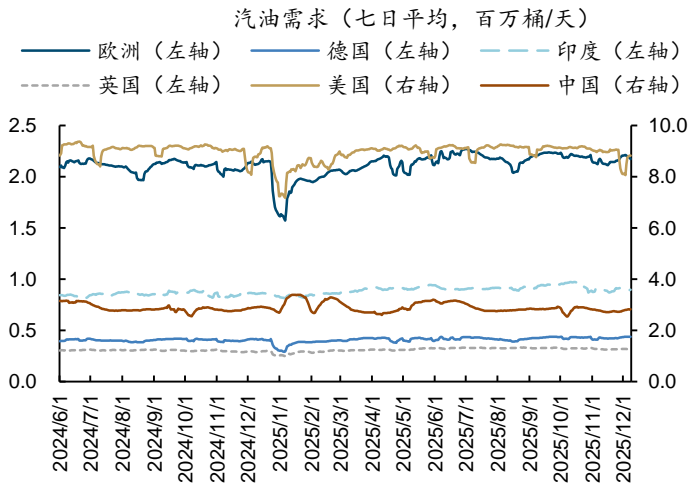
来源: Energy Institute, 国金证券研究所

图表48: 全球原油需求结构

需求占比地区	1986	1996	1998	1999	2022	2023	2024
美国	27%	25%	25%	26%	19%	19%	19%
巴西	2%	2%	3%	3%	3%	3%	3%
欧洲	26%	23%	23%	22%	14%	14%	14%
中东	5%	6%	6%	6%	10%	10%	10%
非洲	3%	3%	3%	3%	5%	4%	4%
中国	3%	5%	5%	6%	15%	16%	16%
印度	2%	2%	3%	3%	5%	5%	6%
日本	7%	8%	8%	8%	4%	3%	3%
全球其他地区	25%	24%	24%	24%	26%	25%	26%

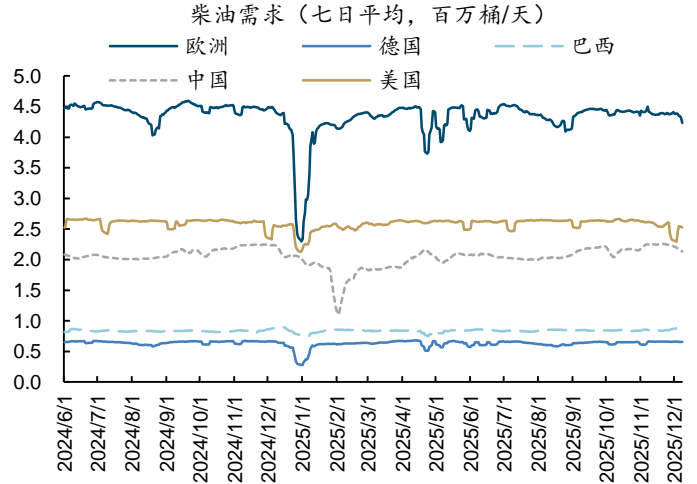
来源: Energy Institute, 国金证券研究所

图表49: 全球汽油需求情况



来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

图表50: 全球柴油需求情况



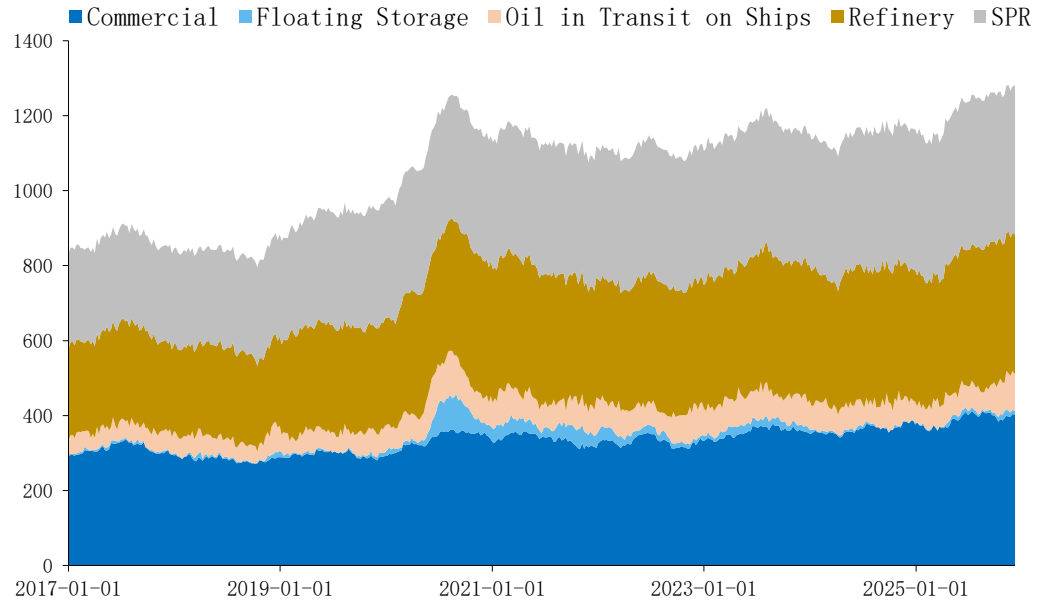
来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

1.5 国内补充战略储备速度是否超预期成为影响2026年供需最重要的因素之一

国内2024年原油总仓储能力达3.2亿立方米,且卓创资讯统计2025-2026年还有1.6亿立方米在建项目。7月IEA预计国内SPR库容率80%附近。商业库容在50%附近。根据Kpler数据,满库库容18.6亿桶,当前尚余5.9亿桶库容。国内2026年是维持大规模补库还是正常库存波动可能导致原油需求年增幅大幅波动。我们预期2026年国内SPR补库可能维持在70万桶/天上下水平,与2025年相近。

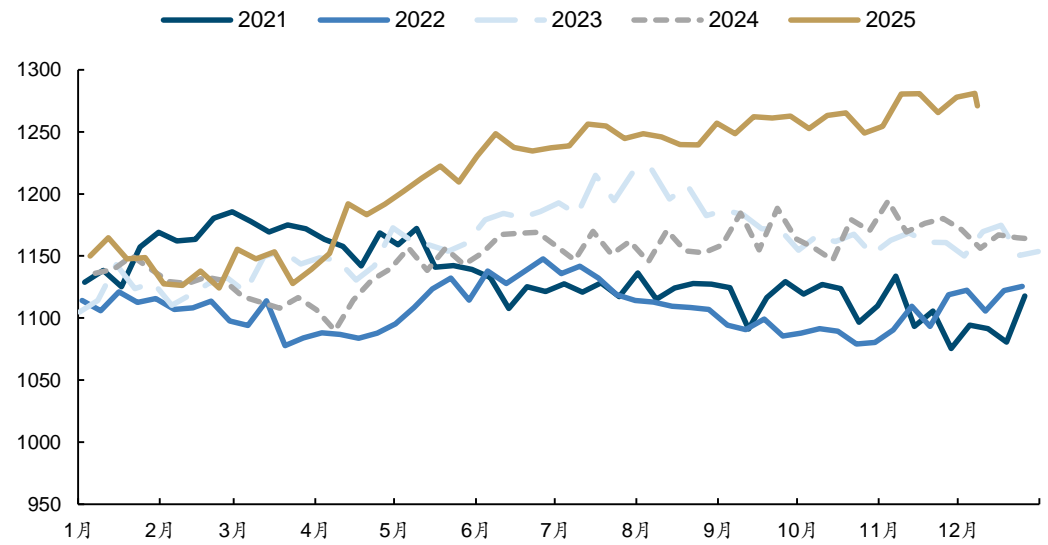


图表51: 国内库存接近历史最高水平



来源: Kpler, 国金证券研究所

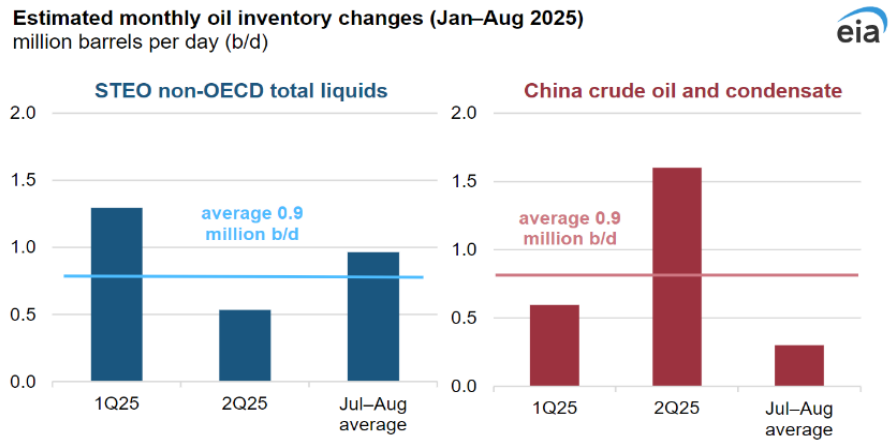
图表52: 国内 SPR 持续上升



来源: Kpler, 国金证券研究所



图表53: EIA 对于国内及全球补库速度预期



来源: EIA, 国金证券研究所

二、天然气: 短期冬季气价或受扰动, 中长期亚洲气价中枢向下

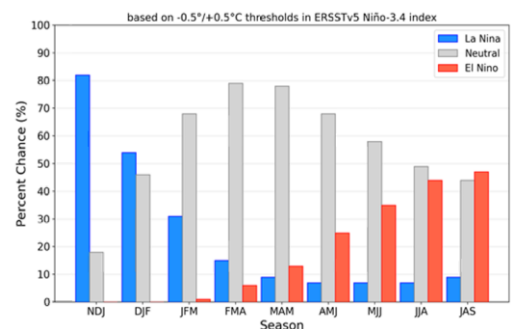
2.1 拉尼娜状态仍将持续, 冬季天然气市场或频受扰动

当前已处于拉尼娜状态中, 预计仍将持续 1-2 个月。拉尼娜状态是指赤道中、东太平洋海水表面温度大范围持续异常变冷的现象, 与“厄尔尼诺现象”相反, 将会导致冬季气温下降。当赤道中东太平洋 (170° W-120° W, 5° S-5° N) 海温距平平均值 (NINO3.4 指数) $\leq -0.5^{\circ}\text{C}$ 且持续 ≥ 5 个月, 判定为拉尼娜事件。2025 年 10 月, 赤道中东太平洋进入拉尼娜状态, 截至目前, 拉尼娜状态仍在持续, 强度为弱到中等, 持续时间尚不满 5 个月, 尚未形成拉尼娜事件。根据世界气象组织预计, 拉尼娜状态预计仍将持续 1-2 个月, 并在 2026 年 3 月前转为 ENSO 中性状态的概率为 68%

图表54: 9-11月 NINO3.4 指数为-0.6°C

Year	DJF	JFM	FMA	MAM	AMJ	MJJ	JJA	JAS	ASO	SON	OND	NDJ
2013	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3
2014	-0.4	-0.5	-0.3	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2	0.5	0.6	0.7
2015	0.5	0.5	0.5	0.7	0.9	1.2	1.5	1.9	2.2	2.4	2.6	2.6
2016	2.5	2.1	1.6	0.9	0.4	-0.1	-0.4	-0.5	-0.6	-0.7	-0.7	-0.6
2017	-0.3	-0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.1	-0.1	-0.4	-0.7	-0.8	-1.0
2018	-0.9	-0.9	-0.7	-0.5	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.5	0.8	0.9	0.8
2019	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5	0.3	0.1	0.2	0.3	0.5	0.5
2020	0.5	0.5	0.4	0.2	-0.1	-0.3	-0.4	-0.6	-0.9	-1.2	-1.3	-1.2
2021	-1.0	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.7	-0.8	-1.0	-1.0
2022	-1.0	-0.9	-1.0	-1.1	-1.0	-0.9	-0.8	-0.9	-1.0	-1.0	-0.9	-0.8
2023	-0.7	-0.4	-0.1	0.2	0.5	0.8	1.1	1.3	1.6	1.8	1.9	2.0
2024	1.8	1.5	1.1	0.7	0.4	0.2	0.0	-0.1	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5
2025	-0.6	-0.4	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.4	-0.6		

图表55: 拉尼娜状态预计仍将持续 1-2 个月



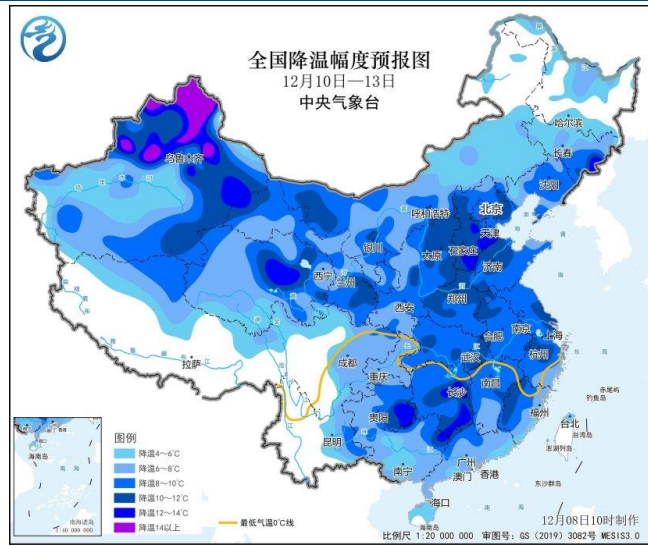
来源: 美国国家海洋和大气管理局, 国金证券研究所

来源: 美国国家海洋和大气管理局, 国金证券研究所

拉尼娜状态已对我国产生显著影响, 全国大部地区气温接近常年同期到偏高, 但冷暖起伏剧烈, 强降温和升温事件频繁, 呈现“南旱北寒、冷暖波动大”的气候特点。12月10日至13日, 寒潮影响我国大部地区, 气温骤降, 华北黄淮出现入冬以来最强雨雪过程。



图表56: 拉尼娜状态使得我国气温“冷暖骤变”

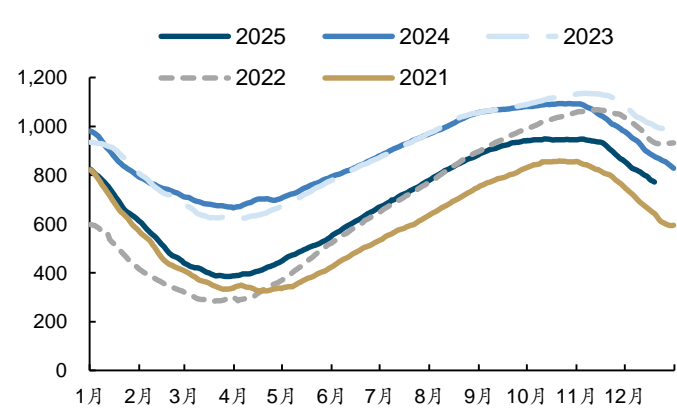


来源: 中央气象台, 国金证券研究所

欧洲天然气库存水平处于近五年中位, 若出现冷冬或推升天然气价格。截至12月19日, 欧洲天然气库存量 772.08Twh, 同比-105.56 Twh, 库容率为 67.57%, 同比-8.89pct, 处于近五年中位略偏低水平。截至2025年12月12日当周, 美国天然气库存较为充足, 周度库存 3579 亿立方英尺, 同比略下降 43 亿立方英尺, 处于近五年同期中高位。

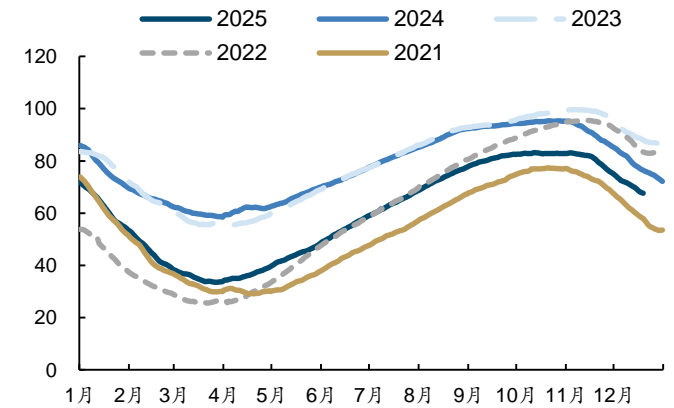
寒潮及季节性因素, 已导致近期欧洲库存加速下滑。欧洲天然气库存于 2025 年 11 月 4 日达到年内高点 948.10Twh, 此后连续 46 天持续下降至 772.08Twh, 近期呈现加速下滑趋势。

图表57: 欧洲天然气库存 (Twh)



来源: Wind, 国金证券研究所

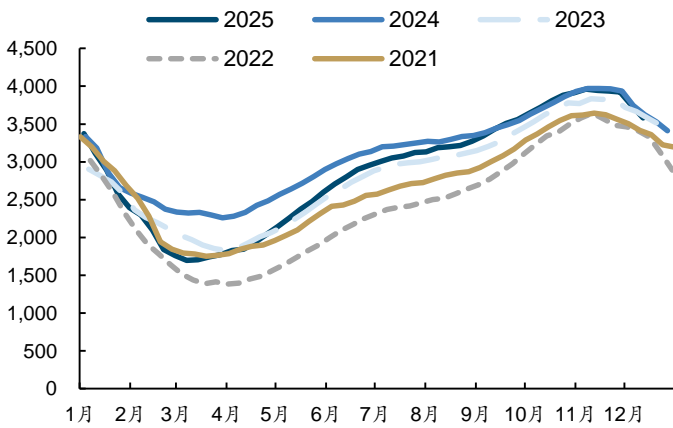
图表58: 欧洲天然气库容率 (%)



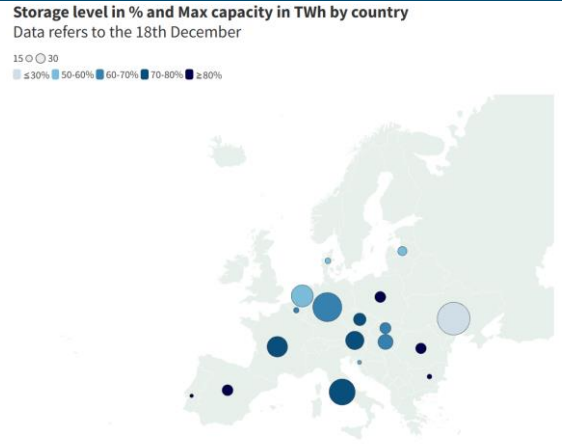
来源: Wind, 国金证券研究所



图表59: 美国天然气库存 (十亿立方英尺)



图表60: 欧洲天然气库存能力分布及库容率



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Bruegel, 国金证券研究所

较低的库存水平与较高的基金净空头寸放大市场风险。大型投资基金在市场中持有的巨额净空头寸包含大量仓位风险，随着冬季深入，或面临市场波动风险。投资基金认为天然气供应前景趋于宽松，主要得益于持续增长的 LNG 液化天然气供应。截至 2025 年 12 月 19 日，CFTC 净空头持仓为-106.5k 手。

图表61: CFTC 天然气投机性净持仓 (单位: 1k 手)



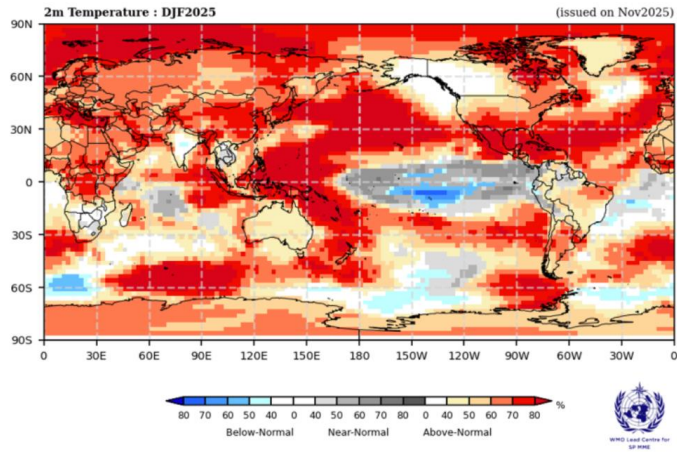
来源: CFTC, 国金证券研究所

2.2 地缘局势缓和与暖冬预期压低亚欧气价，寒潮、出口与电力需求推升美国气价

当前欧亚大陆暖冬预期，但因拉尼娜状态或出现短期“冷暖骤变”。多数情况下，拉尼娜将导致北半球出现冷冬，但受东亚冬季风的强弱、北极海冰的多少、欧亚积雪的厚度等其他因素影响，也有概率不导致冷冬。2025 年 11 月世界气象组织最新统计，多机构预测模型显示，2025 年 12 月-2026 年 2 月全球范围内地表温度高于正常的概率增强，亚欧大陆平均气温高于历史均值的概率偏高。此外，国家海洋环境预报中心预测，今年冬季，我国渤海、东海南部海温略偏高，黄海、东海中部与北部海温偏高，南海大部海温接近常年平均。但平均气温偏高不代表不出现更寒冷时期，预计因拉尼娜现象影响，冬季或出现“气温骤降”，气温呈现“整体偏暖、冷暖骤变”格局。



图表62: 2025年12月-2026年1月平均气温高于历史平均概率较高



来源: 世界气象组织, 国金证券研究所

欧洲对俄罗斯天然气等能源制裁发生后, 欧洲主要通过压低自身需求量、增加美国 LNG 进口实现平衡: 2022 年 4 季度进口俄罗斯管道气量较同期下降约 32%。(主要原因 1、北溪管道 2022 年 9 月被炸。2、亚马尔管道 2022 年 5 月因波兰拒绝“卢布结算令”被俄罗斯停止供气)。

图表63: 俄乌冲突前、后, 欧洲天然气进口结构变化

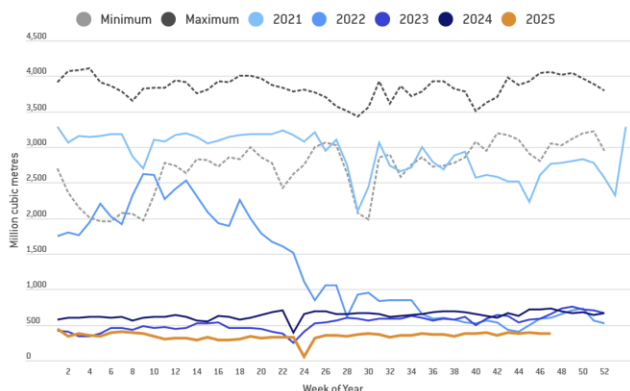
进口来源地	2022Q4	2021Q4	变化	变化占俄罗斯减少量比例
俄罗斯	114	366	-252	
美国 LNG	126	59	67	27%
其他 LNG	137	84	53	21%
挪威	250	233	17	7%
阿尔及利亚	108	108	-1	
英国	64	34	30	12%
阿塞拜疆	33	28	5	2%
利比亚	9	8	1	
合计	841	921	-80	-32%

来源: Bruegel, 国金证券研究所

俄乌冲突缓解或使得亚欧天然气价格承压。2025 年三季度, 欧盟从俄罗斯进口天然气总量 8167 百万立方米, 较 2021 年一季度下降约 80.1%, 若俄乌冲突缓解, 欧盟或增加俄罗斯天然气进口, 同时减少与亚洲竞争海上 LNG 资源, 致使亚欧天然气价格承压。

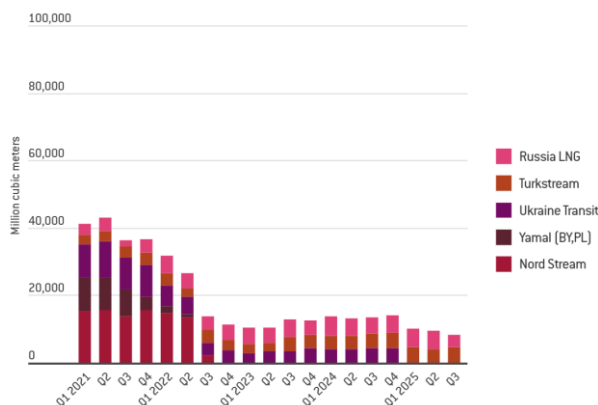


图表64：欧盟从俄罗斯进口天然气总量



来源：Bruegel，国金证券研究所

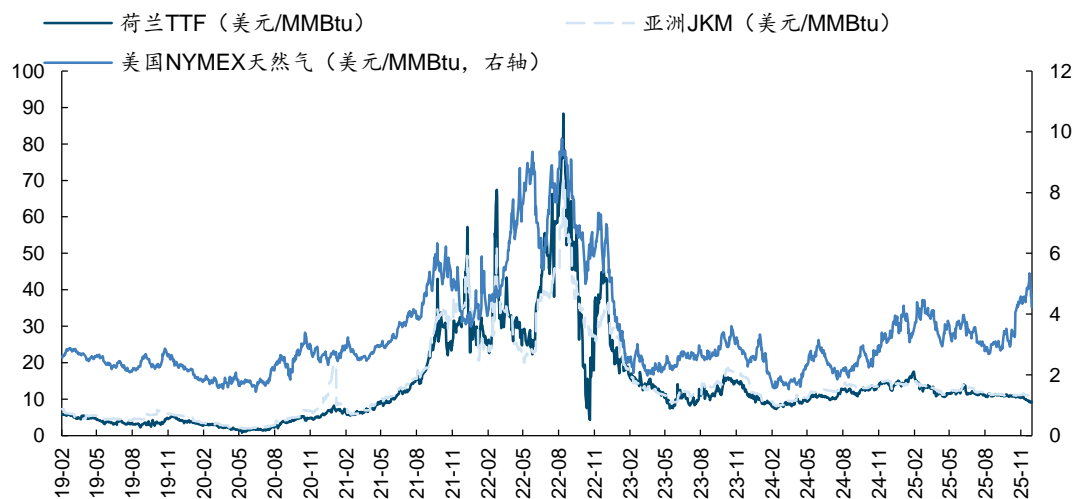
图表65：俄乌冲突后欧盟持续减少进口俄罗斯天然气



来源：Bruegel，国金证券研究所

近期亚欧大陆与美国天然气价格走势分化，寒潮+出口+电力推升美国气价，俄乌冲突缓解+暖冬预期压低亚洲、欧洲气价。美国近期寒冷干燥的北极空气将席卷美国中部和东部，同时10月份LNG液化天然气出口量平均每天达到166亿立方英尺，创历史记录，叠加美国电力需求预期，持续推高美国天然气价格。而受俄乌冲突和解预期及暖冬预期影响，近期亚洲、欧洲天然气价格下滑，与美国气价走势分化。

图表66：欧洲、亚洲、美国天然气价格



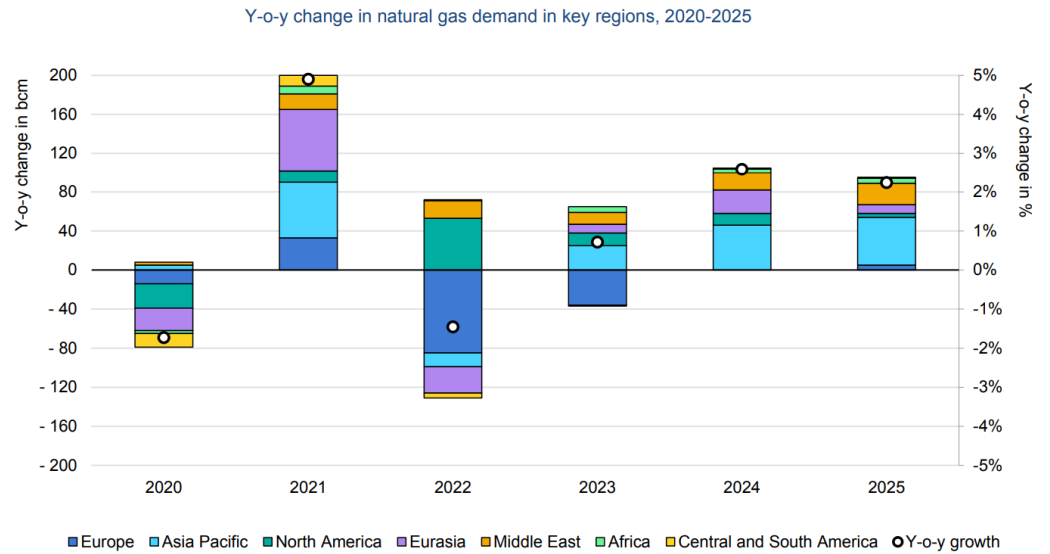
来源：英为财经，Wind，国金证券研究所

2.3 中长期：2025-2030年LNG供给快速增长，亚洲气价中枢或逐步下行

预计全球2026-2030年天然气年均需求增速1.5%。国际天然气价格逐步回归常态区间，但波动率较过去偏高。2021年以来，国际天然气价格因疫情、俄乌冲突供需错配等因素波动率明显上升。2022年因经济承压及高气价影响，全球天然气需求下滑，2023年仅略微增长，2024年全球天然气消费复苏同比增长约2.6%。其中，亚太地区（主要中国、印度贡献）天然气需求同比增长约5.1%，中国天然气需求增长约310亿立方米，占全球增量的29%、亚太地区增量的67%。预计2025年全球天然气需求增速为2.2%，亚太地区的增量贡献占比超50%。中国石油发布《2024年油气行业发展报告》预计全球天然气需求稳步增长，但增速放缓，2026-2030年年均增速1.5%，亚洲贡献一半以上增量。



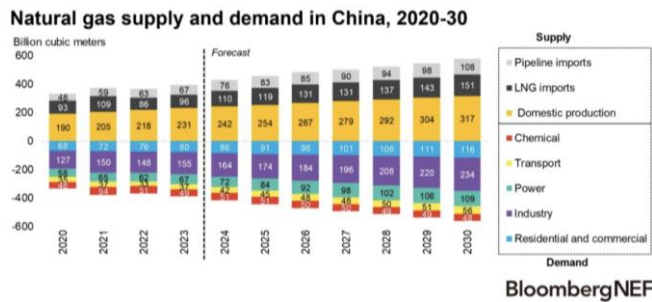
图表67: 亚太地区带动全球天然气需求增长



来源: IEA, 国金证券研究所

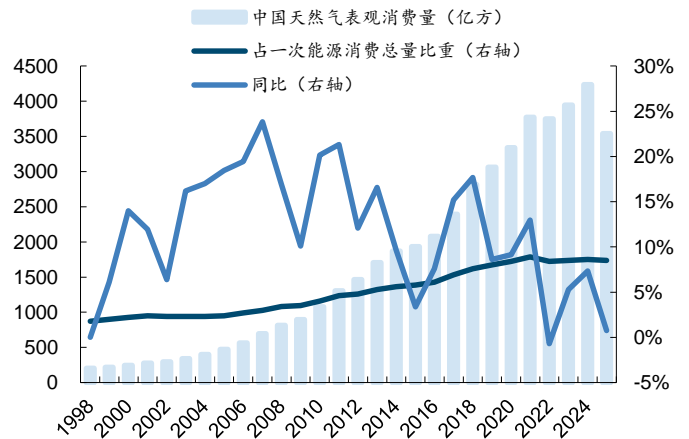
中国天然气需求保持增长, 2025 年增速放缓但未来将重回高增速。2010-2024 年中国天然气表观消费量年均增速 10.28%, 2025 年受制造业需求及暖冬等影响增速, 2025 年前 10 月, 中国天然气表观消费量 3541 亿方, 同比+0.75%。展望未来, "煤改气"工程在北方地区持续推进, 为实现"双碳"目标, 构建清洁低碳的能源体系, 需要扩大天然气的应用规模。宏观经济持续向好, 带动工业用气需求同步增加, 装备制造、新能源汽车等新兴产业的快速发展也贡献了增量。此外, 燃气发电具有调峰优势, 是支撑新型电力系统的重要力量, 同时, 多地有新建燃气发电机组投产。未来中国天然气需求有望重回高增速, 预计 2025-2030 年表观消费量平均增速约 6%, 天然气在一次能源占比将从当前的 8.5%提升至 10%。

图表68: 2024-2030 年中国天然气需求保持高增长



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表69: 中国天然气表观需求增速及一次能源占比

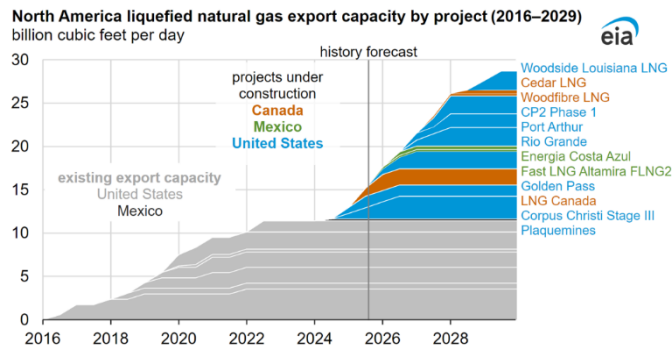


来源: Wind, 国金证券研究所

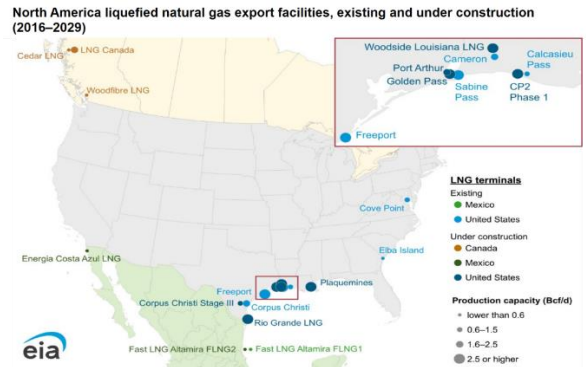
2029 年北美液化天然气出口能力有望较 2024 年增长约 150%。当前, 美国已是世界上最大的天然气出口国, EIA 披露, 根据当前已有的项目, 若在建项目按计划投产运营, 预计北美的液化天然气出口能力将从 2024 年的 11.4 Bcf/d 增加到 2029 年的 28.7 Bcf/d (十亿立方英尺/天), 其中美国贡献约 13.9 Bcf/d 的增长, 加拿大和墨西哥分别增加 2.5 Bcf/d 和 0.6 Bcf/d。



图表70: 北美 LNG 出口能力快速增长



图表71: 北美天然气出口设施

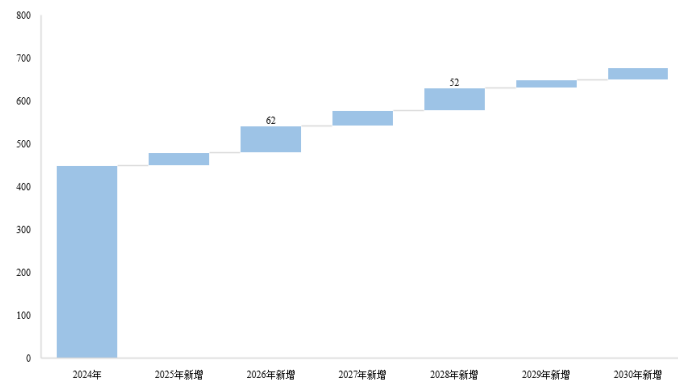


来源: EIA, 国金证券研究所

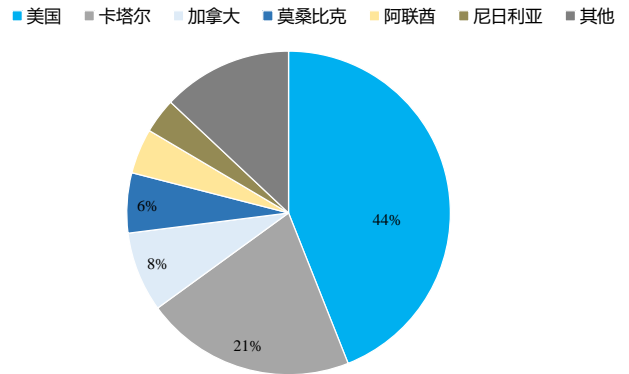
来源: EIA, 国金证券研究所

预计全球 2025-2030 年 LNG 液化产能年均复合增速 7.0%，将从 2024 年的 4.5 亿吨增长至 2030 年的 6.8 亿吨以上，增幅达到 52%，其中 2026 年、2028 年是 LNG 产能投放大年，预计投产 0.62、0.52 亿吨/年。2025-2030 年产能增量中美国、卡塔尔、加拿大分别贡献 44%、21%、8% 的增量。远期来看，截至 2024 年，全球 FID 及 Pre-FID 的 LNG 液化项目合计超 10 亿吨/年。

图表72: 全球 LNG 产能加速增长 (百万吨)



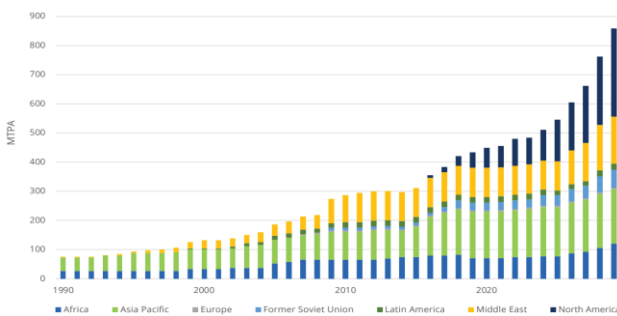
图表73: 2025-2030 年全球 LNG 产能增量分布



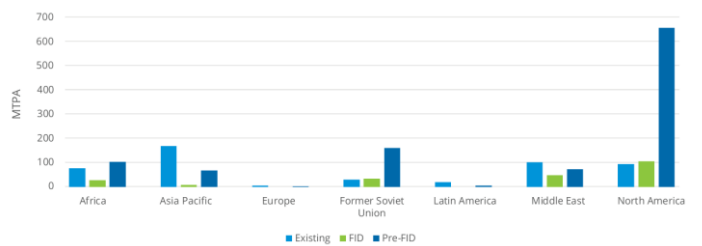
来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

图表74: 全球 LNG 产能加速增长 (百万吨)



图表75: 全球 FID 及 Pre-FID 的 LNG 液化项目



来源: GIIGNL, 国金证券研究所

来源: GIIGNL, 国金证券研究所

在 LNG 供需格局趋于宽松背景下，亚洲、欧洲气价中枢有望下行。截止 2025 年 12 月 10 日，欧洲荷兰 TTF、亚洲 JKM 价格约 9.118、11.115 美元/MMBtu，而美国 Henry Hub 气价



约 4.633 美元/MMBtu，随着全球 LNG 市场供需逐步趋于宽松，亚洲、欧洲与北美天然气价差或收窄，亚洲、欧洲气价中枢有望下行。

三、石化行业反内卷框架确立，从遏制扩张到高端跃升

3.1 当前石化行业深陷结构性矛盾，盈利能力持续承压

当前中国炼化与烯烃行业面临严重的结构性矛盾，主要表现为前期盲目扩张导致的产能过剩与需求增速放缓甚至见顶之间的冲突。国内成品油需求在 2024 年左右见顶回落，地炼开工率降至 50% 以下的历史低位。同时，老旧装置多、能耗高、安全风险大，叠加 PPI 持续为负，全行业利润被挤压至低谷。乙烯行业则因大炼化、煤制烯烃、丙烷脱氢等多种工艺路线集中投产，供应激增，陷入“内卷”。不同路线成本差异显著：油头路线因原料价格高企而亏损，煤头路线凭借成本优势勉强维持，进一步加剧无序竞争。此轮困局是市场失灵与产业政策执行不足共同作用的结果。截止目前，各类产品开工率偏低。

图表 76：国内化工品开工率

	近 12 个月开工率平均	2024 年产能 (万吨)	2024 年产量 (万吨)	2025-2028 年拟在建产能 (万吨)	2025-2028 年预计产能增幅
溶剂油	26.21%				
沥青	34.82%	7870	2638.05	0	
乙醇	40.74%	1501	567.69	340	23%
丁基橡胶	41.13%				
基础油	41.33%				
DOP	44.42%	209	137.78	0	
SBS	47.75%				
煤焦油深加工	47.76%	1412.84 (煤沥青)	635.26 (煤沥青)	305	22%
甲醛	50.47%	4208	1834.07	0	
乙二醇 (煤制)	56.23%	2844.1 (乙二醇汇总)	1837.63 (乙二醇汇总)	510	18%
加氢苯	56.78%	905	408.19	35	4%
成品油 (独立炼厂)	58.00%	38250 (加工能力)	24945 (加工量)	3500	9% (成品油平均)
苯酐	58.38%	312	217.34	28	9%
PS	59.71%				
顺酐装置	60.28%	264	140.92	506.5	192%
BOPP	60.33%				
乙二醇 (原油制)	61.92%	2844.1 (乙二醇汇总)	1837.63 (乙二醇汇总)	510	0%
炭黑装置	62.30%	902.45	585.08		
ABS	62.68%	916.5	549.3	211	23%
腈纶短纤	63.09%				
丁腈橡胶	64.45%				
甲苯	68.62%	3063.37	2058.41	0	
石脑油	68.63%		8040.9		
丙烯腈	68.70%	439.9	346.4	340	77%
燃料油	69.45%				
丁苯橡胶	70.59%	165.5	126.6	22	13%
石蜡	71.08%	206	161.96	0	
硫磺	71.61%				
石油焦	72.28%	14215 (延迟焦化总产能)	3070.31 (石油焦产量)	300 (延迟焦化)	-



	近 12 个月开工率平均	2024 年产能 (万吨)	2024 年产量 (万吨)	2025-2028 年拟在建产能 (万吨)	2025-2028 年预计产能增幅
苯乙烯	72.42%	2129.2	1562.9	222	10%
甲醇	72.61%				
顺丁橡胶	74.07%				
丁二烯	74.16%	663.7	470.01	139	21%
二甲苯	74.23%	4394.12	3125.4	409.2	9%
硫酸	74.61%				
焦化企业	75.04%				
丙烯	75.25%	6973.11	5340.67	1582	23%
成品油 (主营炼厂)	75.94%	58725 (加工能力)	49300 (加工量)	5600	9% (成品油平均)
酚酮	77.90%				
氨纶	78.15%	141	98.25	166.3	118%
PTA	78.46%	8602.5	7113.56	1120	13%
己内酰胺	79.00%				
醋酸	79.78%				
聚酯切片	79.80%	1222.5	742.51	280	23%
锦纶切片	79.82%				
涤纶短纤	80.03%	1035.5	777.071	0	
锦纶丝	80.05%				
纯苯	80.21%	2573	2093.47	664.3	26%
聚氯乙烯	81.20%				
PX	81.34%	4373	3810.17	850	19%
粘胶短纤	81.69%	483.5	432.87	50	10%
聚丙烯	82.78%	4461	3446	2085	47%
涤纶长丝	85.57%	4225	3707.19	390	9%
聚乙烯	86.42%	3571	2791	1888	53%
液化气	87.93%				
丁辛醇	88.98%				

来源：隆众资讯，国金证券研究所

过去几年炼化行业产能集中投放，而需求端受宏观经济环境影响，终端消费复苏不及预期，石化各细分行业产品利润持续下滑，约 23.5% 企业亏损。根据《2024 年石油和化学行业经济运行报告》，2024 年石化行业亏损面为 23.5%、亏损企业亏损额同比+19.5%，其中炼油板块亏损面为 35%、亏损企业亏损额同比+119.6%，化工板块亏损面为 23.6%、亏损企业亏损额同比+4.4%。



图表77: 石化产品毛利润持续下滑陷入亏损

单位	石化产品	2025至今	2024	2023	2022	2021	2020	2019
元/吨	炼油: 主营炼厂	724	518	609	442	620	389	164
元/吨	炼油: 山东独立炼厂	392	292	816	460	570	447	
元/吨	乙烯: MTO	-630	-389	-644	-738	-497	918	878
美元/吨	乙烯: 石脑油裂解	-100	-119	-122	-87	50	22	27
美元/吨	PX	-72	-13	89	19	-85	-103	76
元/吨	PTA	-159	-247	-257	-132	-96	14	447
元/吨	MEG: 甲醇制	-1296	-1369	-1668	-1722	-808	-1278	-1256
美元/吨	MEG: 乙烯制	-54	-66	-99	-106	-16	-133	-140
美元/吨	MEG: 石脑油一体化制	-111	-153	-179	-210	8	22	5
元/吨	苯乙烯: 非一体化装置	-105	-262	-134	-196	153	455	957
元/吨	纯苯	923	2123	1301	1375	1657	206	201
元/吨	丙烯: MTO	-616	-382	-704	-737	-498	918	878
美元/吨	丙烯: 石脑油裂解	-65	-91	-59	-57	136	192	131
元/吨	丙烯: PDH制	-395	-334	-273	-566	499	1425	1596
元/吨	丙烯酸	1190	367	177	3536	4934	767	975
元/吨	聚酯纤维长丝: DTY	44	223	165	141	338	261	270
元/吨	聚酯纤维长丝: FDY	25	149	30	-104	241	34	231
元/吨	聚酯纤维长丝: POY	67	0	-94	-119	466	65	239
元/吨	聚酯纤维短纤	-166	-138	-251	-147	117	343	209
元/吨	LLDPE: 油制	-165	-217	-387	-827	1694	2053	1279
元/吨	HDPE: 油制	-192	-654	-483	-957	1529	2173	1592
元/吨	PP: PDH制	-647	-816	-725	-763	574	1964	2003
元/吨	PP: 油制	-291	-815	-979	-1710	893	1692	1032
元/吨	甲醇: 煤制	185	-172	-408	-389	-181	-113	185

来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

3.2 从遏制扩张到高端跃升, 石化化工反内卷框架确立

近期石化化工行业反内卷呼声渐强, 相关政策持续推出, 形成从遏制无序扩张到淘汰落后产能, 再到优化市场秩序, 最终推动高端化与低碳转型的完整政策链条。总体来看, 行业“反内卷”已从理念倡导进入系统治理与结构调整阶段。

在产能端实行严控新增、加速出清, 行业减量竞争的格局初步形成。自2024年以来, 国家连续出台《节能降碳行动方案》《炼油行业节能降碳专项行动计划》《化工老旧装置淘汰退出方案》等文件, 从能耗、安全、环保多维度强化准入门槛, 严控炼油、电石、磷铵、PVC等行业新增产能。同时, 200万吨/年及以下常减压装置被明确要求全面淘汰, 老旧装置加速退出。2025年出台的《老旧装置摸底评估通知》进一步推动行业进入系统性排查与分类处置阶段, 为产能结构优化奠定基础。

在市场秩序方面, 加速推进市场秩序规范化, “反内卷式竞争”进入法治化治理阶段。2024年7月, 中央政治局首次在会议中提出“反内卷”表述, 同年12月, 中央经济工作会议再次明确提出要求, 从“防止”到“综合整治”, 从强调行业自律到规范地方政府和企业行为, 反对内卷式竞争的态度更加鲜明, 所规制的对象更加明晰。将防止内卷式恶性竞争上升到产业治理高度, 强调规范地方招商引资和破除地方保护。2024年的《全国统一大市场建设指引》以及2025年《价格法修正草案(征求意见稿)》进一步从市场监管规则与价格秩序切入, 对不正当低价倾销、市场操纵等行为作出更明确约束, 行业竞争逻辑从拼产能、拼补贴向拼效率、拼技术转变的制度基础正在形成。

从遏制低端扩张转向高端化、绿色化发展, 行业上行空间与新增长点明确。2025年的《石化化工行业稳增长工作方案(2025-2026)》标志着反内卷政策进入稳增长与转型升级并重阶段。方案在控制新增和淘汰落后的基础上, 进一步强调高端化供给与关键材料突破, 如电子化学品、高端聚烯烃、特种橡胶、新能源电池材料、碳纤维等。同时推动原料保供长效机制、数字化改造和绿色低碳转型, 提升产业链韧性和盈利质量, 避免行业在新技术赛道重蹈低端产能过剩的覆辙。

图表78: 近年来中国石化化工行业“反内卷”相关政策梳理

日期	政策/会议名称	发布单位	相关内容
----	---------	------	------



2024.05.23	《2024-2025 年节能降碳行动方案》	国务院	实行石化化工行业节能降碳行动，强化石化产业规划布局刚性约束。严控炼油、电石、磷铵、黄磷等行业新增产能，禁止新建用汞的聚氯乙烯、氯乙烯产能，严格控制新增延迟焦化生产规模。用于置换的产能须按要求及时关停并拆除主要生产设施。全面淘汰 200 万吨/年及以下常减压装置。到 2025 年底，全国原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内。
2024.05.27	《炼油行业节能降碳专项行动计划》	国家发展改革委等五部门	优化产业结构和布局。严格控制炼油产能规模，禁止以重油综合利用、原料预处理、沥青装置等名义变相新增炼油产能。加快用能设备更新，全面淘汰 200 万吨/年及以下常减压装置；加快炼油行业节能降碳改造，加快推进数字化赋能。
2024.06	《化工老旧装置淘汰退出和更新改造工作方案》	应急管理部等四部门	分类治理老旧装置，根据产业政策、安全标准等，对老旧装置进行“依法淘汰一批、有序退出一批、改造提升一批”，提升行业本质安全水平。
2024.07.30	中共中央政治局会议	-	强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争，畅通低效产能，进一步推进供给优化，推动新产业长期发展，稳定新产业的行业格局、价格和利润预期。
2024.12.11-2024.12.12	中央经济工作会议	-	综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为，不能让“内卷式”竞争成为影响科技创新、掣肘新质生产力发展的破坏性因素。规范地方政府的招商引资行为，坚决破除地方保护，在加快建设全国统一大市场上做足文章，为新质生产力发展营造良好环境。
2024.12.04	《全国统一大市场建设指引（试行）》	国家发展改革委	打造统一的要素和资源市场，建设全国统一的能源市场体系，健全统一市场监管规则；进一步规范不当市场竞争和市场干预行为，加力破除地方保护和地方保护。
2025.06.23	《关于开展石化化工行业老旧装置摸底评估的通知》	工业和信息化部办公厅等五部门	针对截至 2025 年 5 月 30 日，投产运行超过 20 年或达到设计适用年限的石化化工装置从安全、绿色、能效维度进行全面摸底评估，推动老旧装置更新改造，促进行业高质量发展。
2025.07.24	《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》	国家发展改革委、市场监管总局	对不正当操纵市场价格、低价倾销等不正当市场行为进行了细化认定标准，对不正当市场行为进行更为细致地限制，促进公平竞争秩序的形成。
2025.09.02	《石化化工行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》	工业和信息化部等七部门	严控新增产能，进一步提升产业链、供应链韧性和安全水平，增强高端化供给，做好化肥生产保供，支持煤炭、磷矿石、天然气、硫磺、冶炼副产硫酸等重点原料供应企业与化肥生产企业签订长协，确保原料稳定供应； 科学调控重大项目建设，实施老旧装置安全化改造； 支持高端化转型，重点支持电子化学品、高端聚烯烃、特种橡胶等关键产品攻关，并拓展新能源电池材料、碳纤维等在新兴产业的应用。加快数字化绿色化转型，提高国际化发展水平。

来源：各政府官网，央视网，新京报，国金证券研究所

四、炼油化工：反内卷背景下，行业供需格局改善带动景气回升

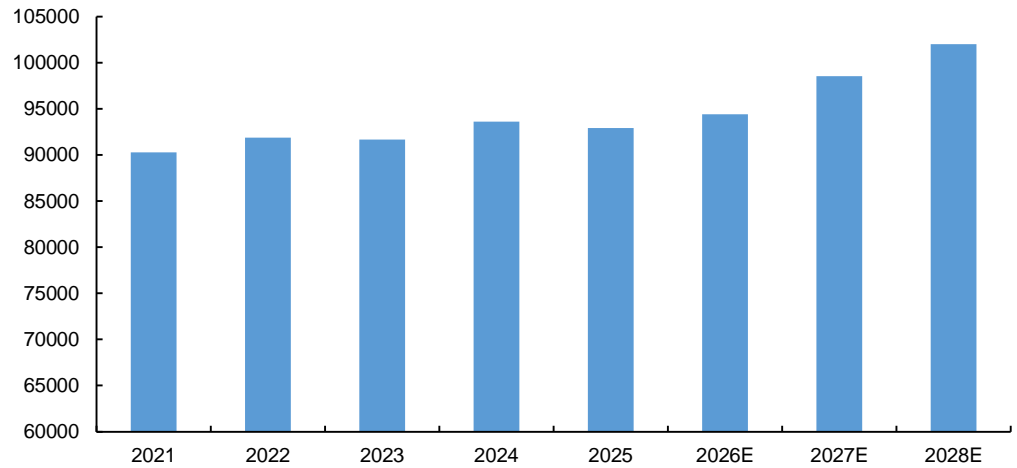
4.1 炼油：国内产能红线与落后装置淘汰，行业供需格局有望改善

国内炼油产能接近 10 亿吨产能红线，预计 2028 年产能或达峰。《2024-2025 年节能降碳行动方案》、《炼油行业节能降碳专项行动计划》等明确指出，全面淘汰 200 万吨/年及以下常减压装置，全国原油一次加



工能力控制在 10 亿吨以内。截止 2025 年 11 月，我国炼油总产能 92915 万吨，国内仍有 6 个在建炼化大项目，合计产能 9100 万吨，预计将于 2028 年前陆续投产，产能将增至 10.2015 亿吨。

图表79：我国炼油产能接近 10 亿吨产能红线（万吨）



来源：隆众资讯，国金证券研究所

图表80：国内炼油新增产能情况

序号	企业名称	投产时间	产能 (万吨)	省份
1	华锦阿美石油化工有限公司	2025-12-01	1500	辽宁省
2	中国石油化工股份有限公司齐鲁分公司	2026-12-31	1000	山东省
3	中国石油天然气股份有限公司大连石化分公司	2026-12-31	1500	辽宁省
4	福建古雷石化有限公司	2026-12-31	1600	福建省
5	东营联合石化有限责任公司	2028-12-31	1500	山东省
6	浙江石油化工有限公司	2028-12-31	2000	浙江省
总计			9100	

来源：隆众资讯，国金证券研究所

政策有望推动落后、老旧炼油装置淘汰加速。2019 年以来，已至少有 43 套炼油装置关停，合计产能约 4755 万吨。《关于开展石化化工行业老旧装置摸底评估的通知》提出，投产运行超过 20 年或达到设计适用年限的石化化工装置推动更新改造，以及《炼油行业节能降碳专项行动计划》明确指出全面淘汰 200 万吨/年及以下常减压装置，未来落后、老旧装置淘汰有望提速。

图表81：2019 年来已关停炼油装置

序号	企业	投产时间	关停时间	产能 (万吨)	所在省份
1	淮安清江石油化工有限公司	1986.12.31	2025.05.01	180	江苏省
2	山东润成石化有限公司	2012.11.14	2024.12.31	60	山东省
3	中国石油天然气股份有限公司大连石化分公司	1933.12.01	2024.10.18	450	辽宁省
4	山东红海化工有限公司	2011.02.14	2023.12.01	80	山东省
5	东营市东明石油化工有限公司	2005.04.07	2023.01.01	30	山东省
6	东营国安工贸有限公司	2007.09.12	2023.01.01	30	山东省
7	广饶县源鸿化工有限公司	2008.06.05	2023.01.01	30	山东省



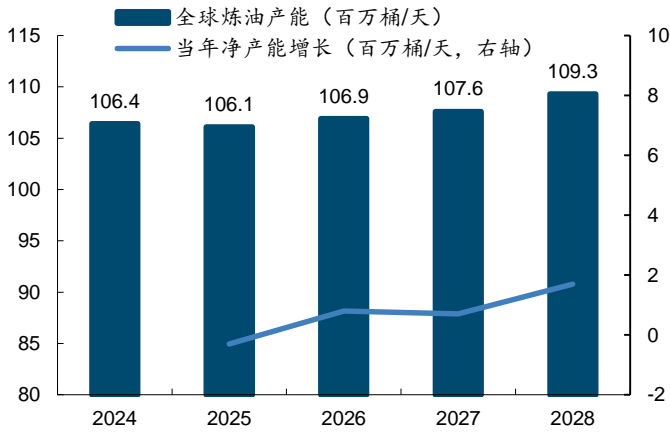
序号	企业	投产时间	关停时间	产能(万吨)	所在省份
8	黑龙江省海国龙油石化股份有限公司	2021.05.15	2022.12.31	300	黑龙江省
9	吉林省松原石油化工股份有限公司	2009.05.01	2022.12.31	50	吉林省
10	辽宁臻德化工集团有限公司	2019.12.31	2022.12.31	20	辽宁省
11	山东海科化工有限公司	1988.01.01	2022.09.30	220	山东省
12	中石化湖南石油化工有限公司	1969.12.31	2021.12.31	350	湖南省
13	辽宁缘泰石油化工有限公司	2010.08.04	2021.12.31	300	辽宁省
14	辽宁海德新化工集团有限公司	2012.04.28	2021.12.31	190	辽宁省
15	新疆现代特油科技股份有限公司	2010.08.01	2021.12.31	120	新疆维吾尔自治区
16	新疆金玛依石油化工有限公司	2010.08.01	2021.12.31	75	新疆维吾尔自治区
17	盘锦益久石化有限公司	2017.02.17	2021.12.31	60	辽宁省
18	盘锦天策石油化工有限公司	2015.01.01	2021.12.31	50	辽宁省
19	盘锦鑫丰园石化有限公司	2017.01.01	2021.12.31	50	辽宁省
20	盘锦义朋石化有限公司	2017.01.01	2021.12.31	40	辽宁省
21	盘锦欢喜岭沥青有限公司	2013.09.06	2021.12.31	20	辽宁省
22	辽宁泰宇石化有限公司	2014.01.01	2021.12.31	20	辽宁省
23	辽宁龙宇石油化工有限公司	2017.01.01	2021.12.31	20	辽宁省
24	盘锦亿鑫石化有限公司	2019.03.04	2021.12.31	20	辽宁省
25	盘锦东旺沥青有限公司	2009.03.20	2021.12.31	15	辽宁省
26	盘锦宏孚石化有限公司	2008.08.08	2021.12.31	10	辽宁省
27	山东富宇化工有限公司	2012.03.05	2021.09.01	220	山东省
28	山东海跃化工有限责任公司	2011.05.01	2021.09.01	100	山东省
29	山东恒源石油化工集团有限公司	1997.10.07	2021.06.18	350	山东省
30	大庆中蓝石化有限公司	2005.07.29	2020.12.31	220	黑龙江省
31	沈阳石蜡化工有限公司	2006.08.01	2020.12.31	120	辽宁省
32	佛山市三水海盛达道路材料有限公司	2003.01.01	2020.12.31	60	广东省
33	辽河石油勘探局有限公司东风燃料油分厂	2002.11.05	2020.12.31	45	辽宁省
34	盘锦市东方沥青焦化有限公司	1985.01.01	2020.12.31	20	辽宁省
35	盘锦市大洼石油化工总厂	1997.08.22	2020.12.31	20	辽宁省
36	山东华盛化工有限公司	2006.01.11	2020.12.01	30	山东省
37	山东宜坤化工有限公司	2006.09.26	2020.12.01	30	山东省
38	山东中海精细化工有限公司	2007.06.19	2020.10.01	230	山东省
39	山东玉皇化工有限公司	1994.09.02	2020.08.01	300	山东省
40	辽宁省盘锦石油化工有限公司	2009.03.20	2020.01.01	30	辽宁省
41	盘锦兴达沥青有限公司	2003.09.16	2019.12.31	60	辽宁省
42	淄博君竹化工有限公司	2003.11.14	2019.09.20	30	山东省
43	恒邦石油化工有限公司	2007.06.06	2019.09.01	100	江苏省
	合计			4755	

来源：隆众资讯，国金证券研究所

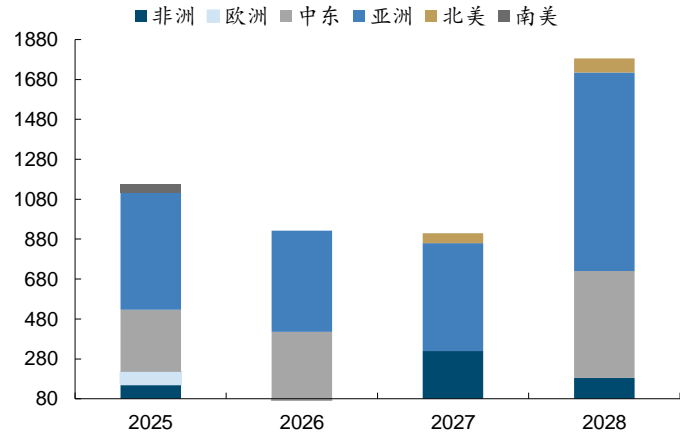
2025-2028 年全球炼油产能“小幅扩张但整体增长有限”，欧洲产能加速退出。从全球产能总量看，2024-2028 年全球炼油产能仅从 106.4 温和提升至 109.3 百万桶/天，四年间累计增幅不足 3%。分区域而言，2025-2028 年亚洲、中东地区构成全球炼油产能扩张的主要动力；而非洲、欧洲、北美、南美等区域的产能增长相对有限。欧洲区域炼化产能退出提速，2023 年-2025 年分别关停产能 372、84、408 千桶/天。



图表82: 全球炼油产能净增长情况



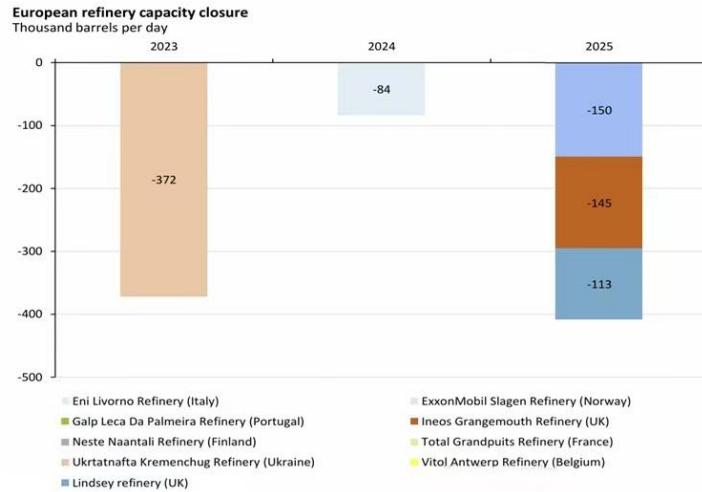
图表83: 分地区炼油产能增长 (千桶/天)



来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

图表84: 欧洲产能关停情况

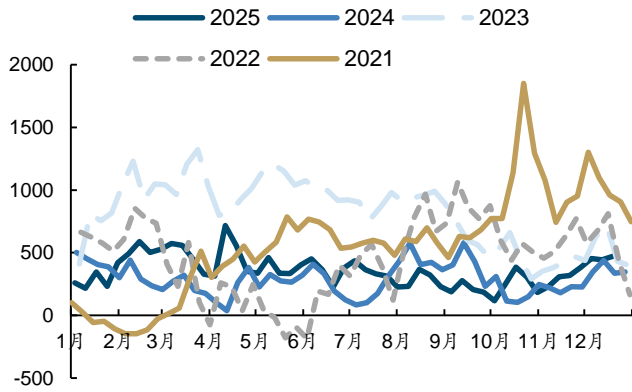


来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

国内炼油行业供给侧优化, 有望推动炼油盈利水平持续改善。截止12月19日, 山东地方炼厂炼油毛利471.59元/吨, 处于近五年历史中低位, 开工率仅为55.9%, 近期有所回升但仍处于历史低位。主营炼厂表现相对较好, 炼油毛利613.88元/吨, 但近期开工呈现持续下滑趋势, 开工率约为75.11%。

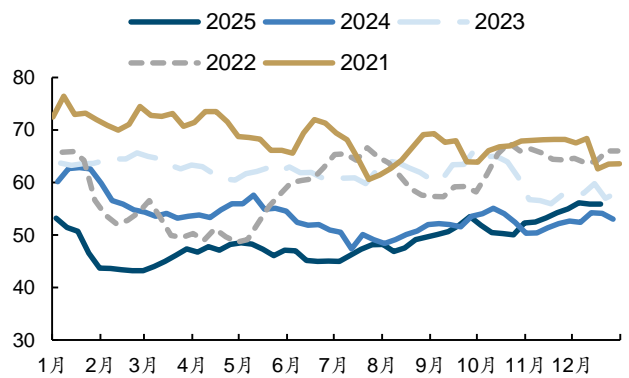


图表85: 山东地炼毛利 (元/吨)



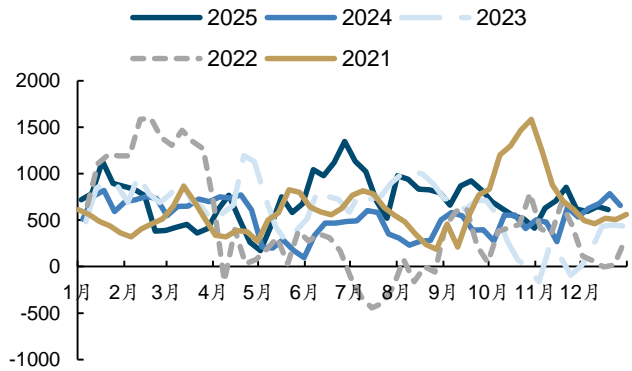
来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

图表86: 山东地炼开工 (%)



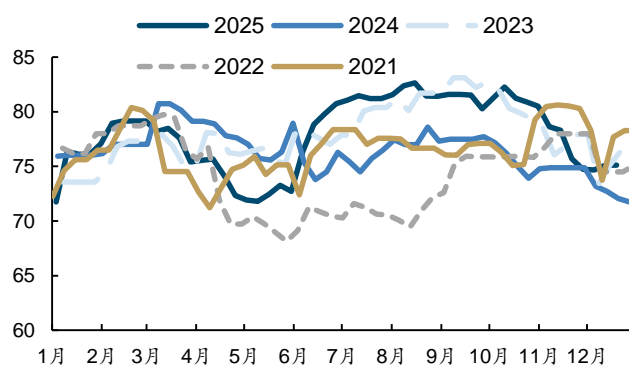
来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

图表87: 主营炼厂毛利 (元/吨)



来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

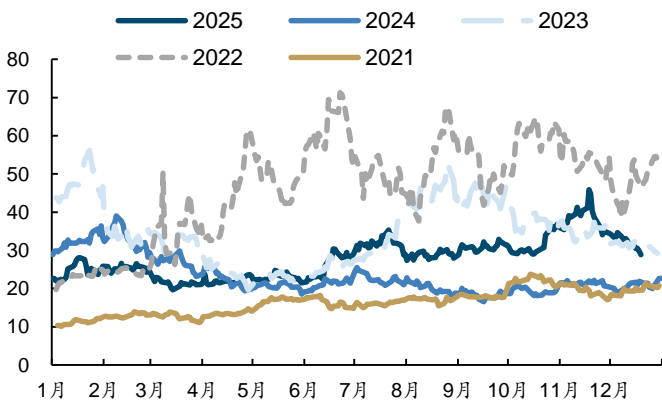
图表88: 主营炼厂开工 (%)



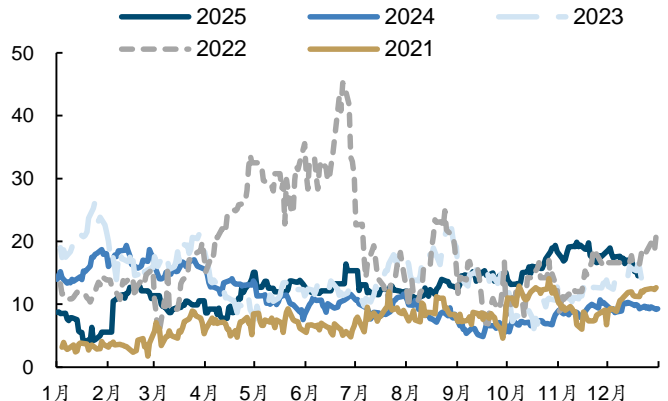
来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

俄乌冲突引发制裁使得8月以来炼油价差表现较好, 但近期有所回落。2025年7月, 欧盟通过一项制裁措施: “欧盟将于2026年1月21日全面禁止从任何国家进口由俄罗斯原油生产或提炼的石油产品, 包括柴油、汽油、航空燃油等各类成品油。”这一“炼油漏洞”制裁旨在堵截俄罗斯规避现有原油进口禁令的主要途径: 第三国(如印度)大量购买俄罗斯原油→在当地炼油厂加工→将成品油返销至欧盟市场的供应链。该制裁使得8月以来欧洲裂解价差表现较好, 同时也带动亚洲炼厂利润提升。

图表89: 欧洲布伦特裂解价差 (美元/桶)



图表90: 亚洲Dubai3:2:1裂解价差 (美元/桶)





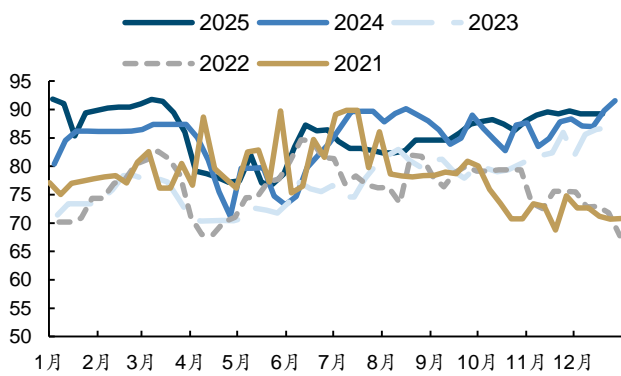
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

4.2 PX：产能增长明显放缓与下游需求具备韧性，2026 年上半年供需偏紧

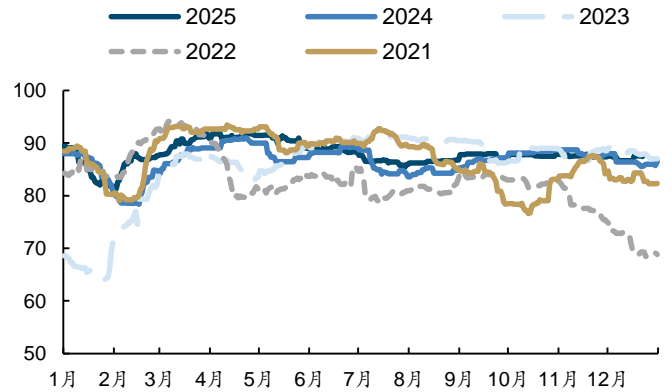
短期PX供给端收缩，开工率已处高位，弹性有限。近期金陵石化60万吨/年、青岛利东100万吨/年、浙江石化200万吨/年装置检修等集中检修，截至12月19日PX开工率89.21%，处于近五年最高值。同时，亚洲汽油裂解价差走强，部分MX被分流至调油领域，减少PX原料供应。需求端具备韧性高于预期，聚酯行业高开工，12月22日聚酯开工率87.45%，处于仅五年同期高位。

图表91：PX 开工率



来源：隆众资讯，国金证券研究所

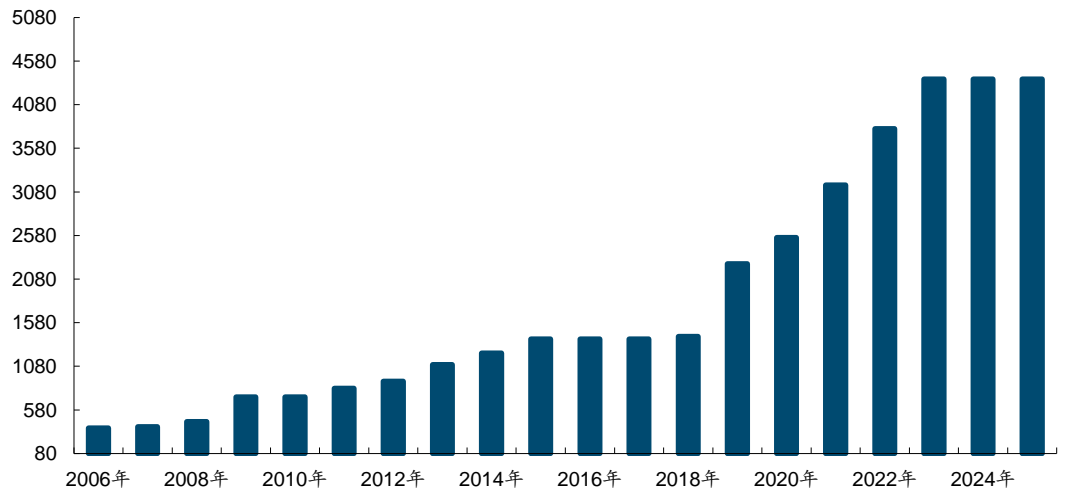
图表92：聚酯产业链开工率



来源：隆众资讯，国金证券研究所

2026年-2028年PX产能增速明显放缓，尤其是2026年上半年无新增产能。2006-2023年PX装置产能快速增长，2023-2025年无新增装置，2026-2028年仅略有增长，2026年7月份华锦阿美200万吨/年投产和2026年10月份中石化九江150万吨/年投产；2027年1月山东裕龙投产300万吨/年；2028年1月福建古雷石化200万吨/年。

图表93：PX 过去产能高增速（万吨/年）



来源：隆众资讯，国金证券研究所



图表94: PX在建项目情况

企业	工艺	预计投产时间	产能(万吨)	省份
中国石油化工股份有限公司九江分公司	芳烃联合法对二甲苯装置	2026-10-01	150	江西省
华锦阿美石油化工有限公司	芳烃联合法对二甲苯装置	2026-07-01	200	辽宁省
山东裕龙石化有限公司	芳烃联合法对二甲苯装置	2027-01-01	300	山东省
福建古雷石化有限公司	芳烃联合法对二甲苯装置	2028-01-01	200	福建省

来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

预计2026年PX供需格局偏紧。长期来看,对二甲苯进入门槛高,新增企业有限,产能增长逐步停滞,而下游聚酯产能仍有一定低增速,预计2026年供需平衡偏紧,PX未来仍有一定的缺口。

图表95: PX供需平衡表

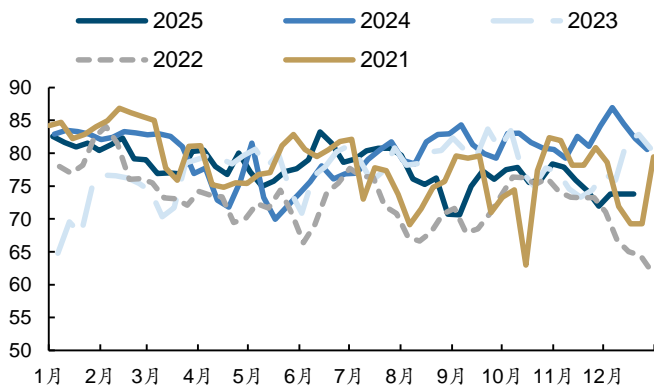
时间	产量	进口量	总供应量	下游消费	PX平衡
2025E	3836	1150	4986	4970	16
2026E	4140	970	5110	5151	-41
2027E	4441	810	5251	5273	-22
2028E	4559	820	5379	5382	-3
2029E	4691	790	5481	5478	3

来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

4.3 PTA: 率先启动产量自律, 有望推动行业景气修复

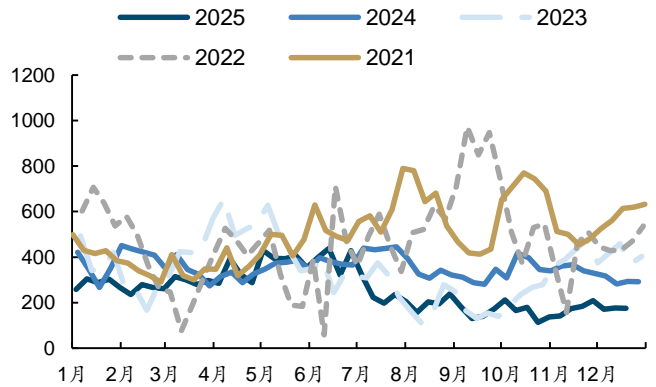
PTA产能快速增长,加工费跌入谷底。PTA有效产能从2019年的4669万吨增长至2024年的8428万吨,期间年复合增长率达到12.5%。供给端产能持续释放,行业开工率呈现明显下滑趋势,2025年8月开工率仅为78%,较2019年的90%下降12个百分点,处于历史低位。供需失衡凸显,产品盈利空间被不断挤压,11月初,PTA价差已收窄至200元/吨以内,多数企业陷入亏损状态,PTA对盈利改善的需求极为强烈。

图表96: PTA开工率



来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

图表97: PTA加工费(元/吨)



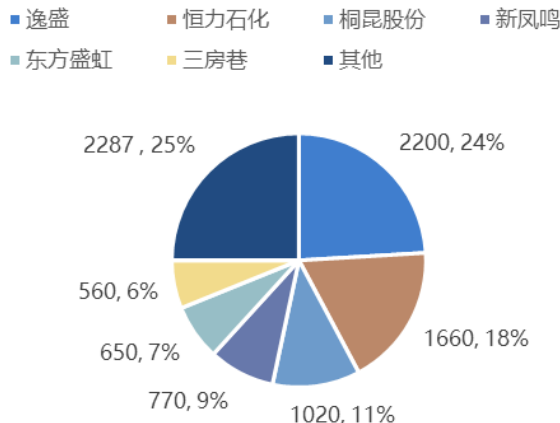
来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

PTA环节率先启动产量自律。10月27日,工信部原材料工业司发布《关于召开精对苯二甲酸PTA及瓶级聚酯切片产业发展座谈会的通知》:为防范化解精对苯二甲酸(PTA)及瓶级聚酯切片行业内卷式竞争,促进产业平稳运行。要求各家企业提前材料,内容包括:PTA



及瓶级聚酯切片 2024 年及 2025 年 1-9 月产能、产量、效益（加工费）、消费量等，以及在项目情况等，以及有关防范行业反内卷的措施建议。参会企业有：中国石油和化学工业联合会、中国化纤工业协会、逸盛石化、恒力石化、桐昆集团、新凤鸣集团、盛虹石化、三房巷集团。

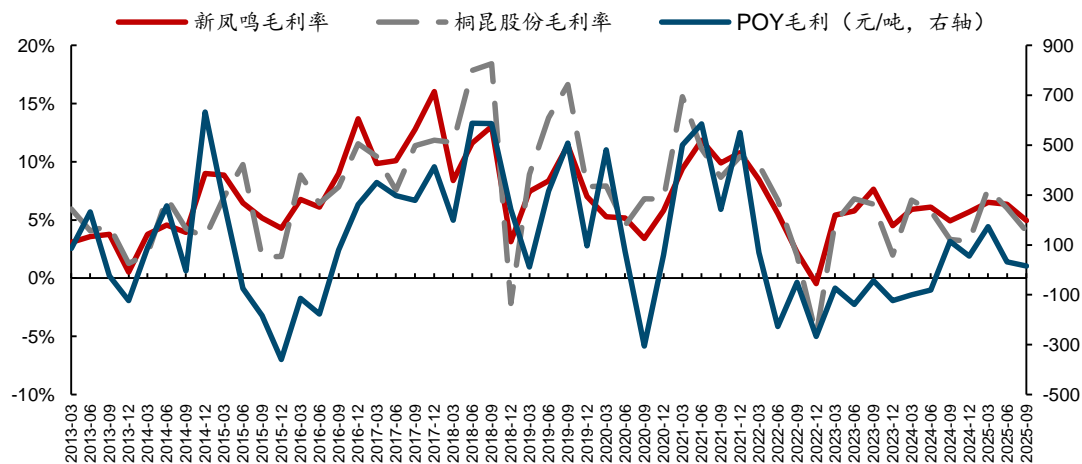
图表98: PTA 行业 CR6 为 75%



来源：公司公告，国金证券研究所

回顾历史，PTA-涤纶长丝产业链盈利弹性大。2015Q4-2018Q3 涤纶长丝景气上行周期，POY 行业单吨毛利从-359 元/吨上涨至 586 元/吨。新凤鸣毛利率由 4.3% 增长至 13.0%，净利率由-0.6% 增长至 7.0%，当前 2025Q3 毛利率 4.96%，净利率 0.9%。桐昆股份毛利率由 1.9% 增长至 18.4%，净利率由 0.3% 增长至 9.4%，当前 2025Q3 毛利率 4.01%，净利率 2.0%。

图表99: PTA-涤纶长丝产业链盈利弹性大



来源：公司公告，国金证券研究所

4.4 涤纶长丝：扩产周期结束与行业反内卷协同，供需逐步改善

涤纶长丝产能增速预计显著放缓，反内卷下行业减产协同或改善供需格局。2018-2023 年长丝累计扩产 1594 万吨，年均增长近 300 万吨，当前长丝产能合计 4344 万吨/年。而 2025-2027 年分别新增产能 119、120、115 万吨/年，产能增速明显放缓。当前，涤纶长丝行业 CR6 为 73.49%，集中度较过去进一步提升，在反内卷背景下，行业有望达成减产协同改善供需格局。

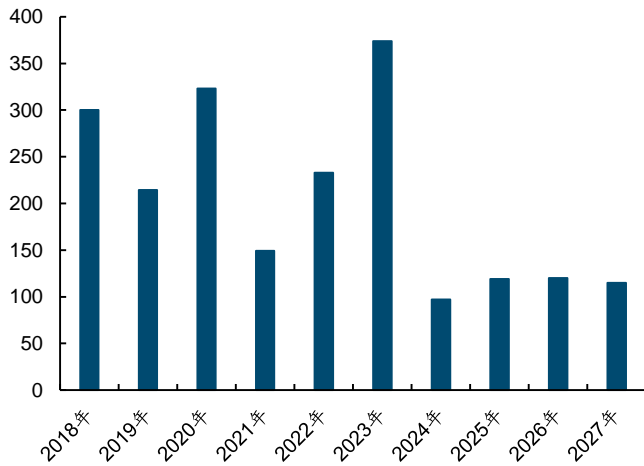


图表100: 长丝在建项目情况

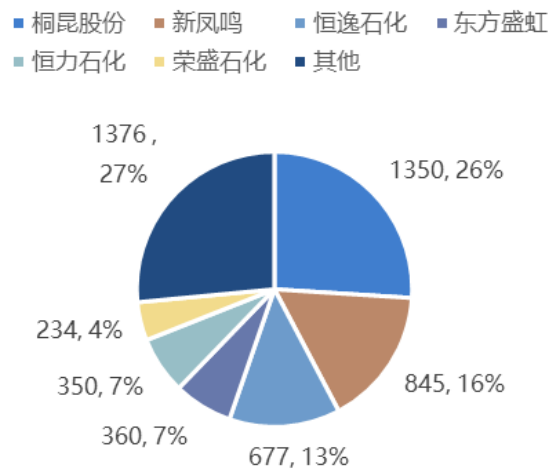
企业名称	预计投产时间	产能(万吨)	省份
福建恒海新材料有限公司	2026-03-01	30	福建省
浙江汇隆新材料股份有限公司	2026-04-01	40	浙江省
国望高科纤维(宿迁)有限公司	2026-07-01	25	江苏省
江苏国望高科纤维有限公司	2026-07-01	25	江苏省
江苏桐昆恒阳化纤有限公司	2026-12-31	30	江苏省
国望高科纤维(宿迁)有限公司	2027-01-01	25	江苏省
江苏桐昆恒欣新材料有限公司	2027-01-01	30	江苏省
江苏桐昆恒阳化纤有限公司	2027-01-01	30	江苏省

来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

图表101: 涤纶长丝新增产能(26、27为预计, 万吨/年) 图表102: 涤纶长丝行业 CR6 为 73.49%



来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

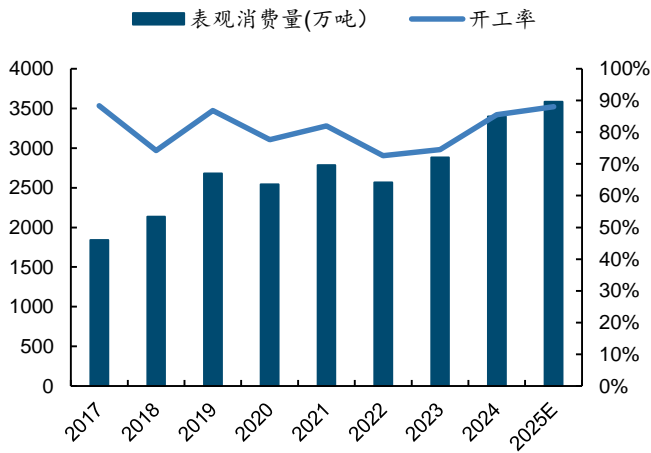


来源: 公司公告, 国金证券研究所

涤纶长丝价格方面, 长丝 DTY/FDY/POY 由于长期供给端处于过剩情况, 价格已经跌至历史较低位置, PTA 加工费近 200 元/吨, 同样处于历史较低分位。利润方面, 长丝 POY/FDY/DTY 产品近期略有改善, 截至 11 月 21 日, POY/FDY/DTY 生产毛利分别为 143/18/50 元/吨, 距离历史盈利中枢水平仍有较大差距空间。库存方面, 当前长丝工厂库存处于中等水平。

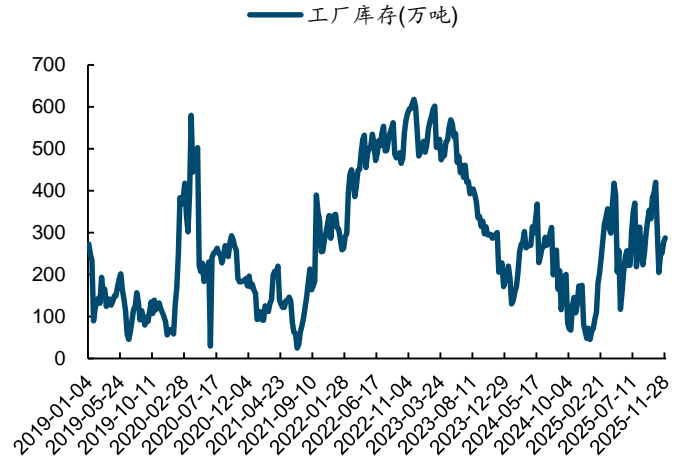


图表103: 涤纶长丝开工率



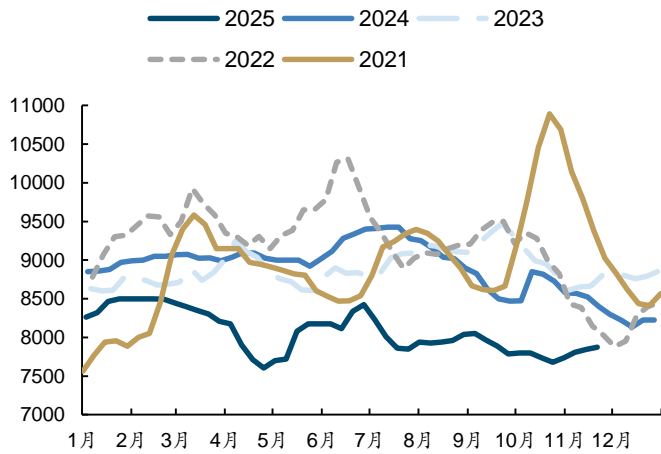
来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表104: 涤纶长丝工厂库存 (万吨)



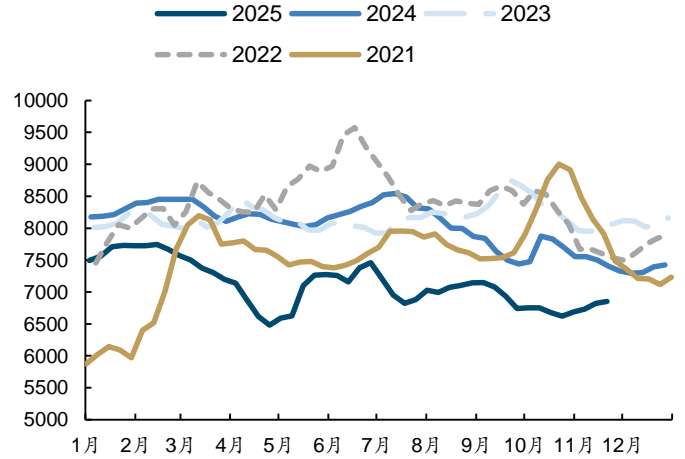
来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

图表105: 涤纶长丝 DTY 市场价 (元/吨)



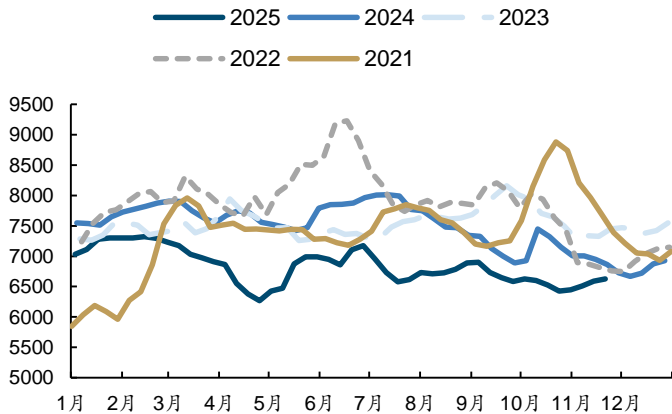
来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

图表106: 涤纶长丝 FDY 市场价 (元/吨)



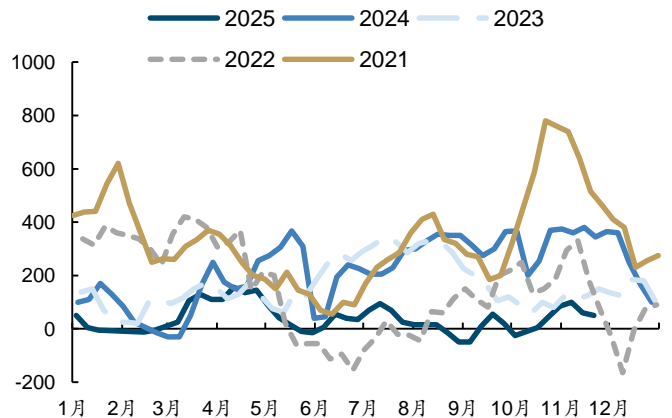
来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

图表107: 涤纶长丝 POY 市场价 (元/吨)



来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

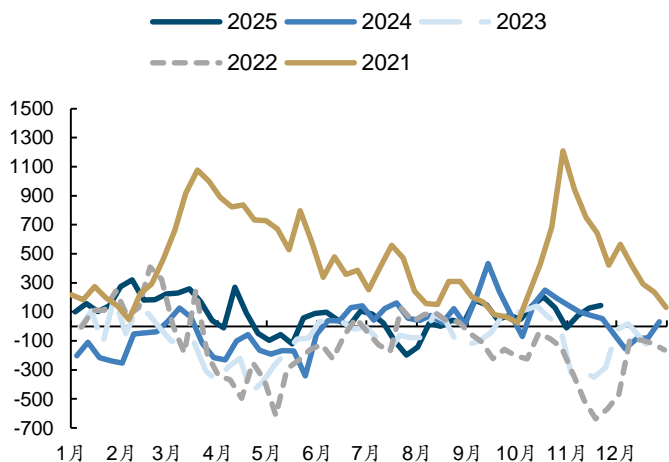
图表108: 涤纶长丝 DTY 生产毛利 (元/吨)



来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

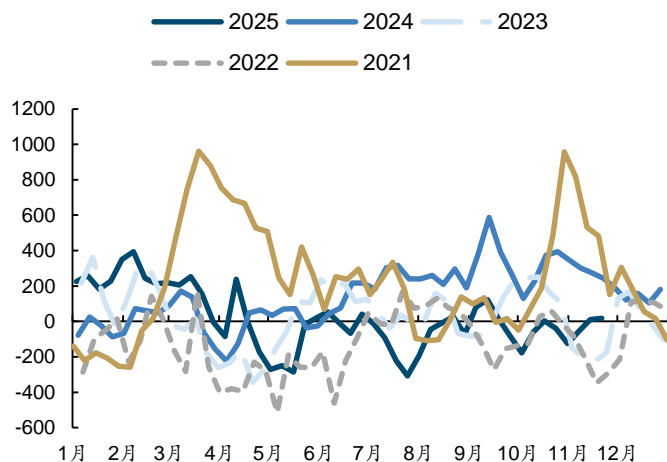


图表109: 涤纶长丝POY生产毛利(元/吨)



来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

图表110: 涤纶长丝FDY生产毛利(元/吨)



来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

4.5 烯烃: 中期仍有较多产能投产计划, 静待行业格局改善

截至2025年12月我国乙烯总产能6272万吨/年,近年来由于大炼化及煤制烯烃等项目集中建设,产能快速提升,2026-2028年乙烯仍有较多新增产能,分别为1185、370、480万吨/年,行业中期面临较多增量压力。但远期来看,行业老旧装置淘汰及新增产能控制等,乙烯行业有望走出低谷,恢复合理盈利水平。

图表111: 乙烯项目投产预期情况

企业名称	工艺路线	投产时间	产能	省份
巴斯夫一体化基地(广东)有限公司	石脑油裂解	2025-12-31	100	广东省
联泓新材料科技股份有限公司	MTO装置	2025-12-31	20	山东省
国能包头煤化工有限责任公司	MTO装置	2026-09-01	30	内蒙古自治区
中煤陕西榆林能源化工有限公司	MTO装置	2026-10-01	30	陕西省
中国石化销售股份有限公司湖南岳阳石油分公司	石脑油裂解	2026-12-01	100	湖南省
中国石油天然气股份有限公司兰州石化分公司	石脑油裂解	2026-12-01	120	甘肃省
中国石油天然气股份有限公司塔里木石化分公司	轻烃裂解	2026-12-01	120	新疆维吾尔自治区
中国石油天然气股份有限公司辽阳石化分公司	石脑油裂解	2026-12-01	100	辽宁省
华锦阿美石油化工有限公司	石脑油裂解	2026-12-01	165	辽宁省
福建中沙石化有限公司	石脑油裂解	2026-12-01	150	福建省
福建古雷石化有限公司	石脑油裂解	2026-12-01	150	福建省
中国石油化工股份有限公司茂名分公司	石脑油裂解	2026-12-31	100	广东省
中国石油天然气股份有限公司大连石化分公司	石脑油裂解	2026-12-31	120	辽宁省
中国石化塔河炼化有限责任公司	石脑油裂解	2027-12-01	100	新疆维吾尔自治区
中国石油化工股份有限公司镇海炼化分公司	石脑油裂解	2027-12-01	150	浙江省
中煤平朔集团有限公司	MTO装置	2027-12-01	40	山西省
新疆中泰化学股份有限公司	CTO装置	2027-12-31	40	新疆维吾尔自治区
新疆山能化工有限公司	CTO装置	2027-12-31	40	新疆维吾尔自治区
中国石油化工股份有限公司洛阳分公司	石脑油裂解	2028-10-01	100	河南省
中海壳牌石油化工有限公司	石脑油裂解	2028-12-01	160	广东省



企业名称	工艺路线	投产时间	产能	省份
中科（广东）炼化有限公司	石脑油裂解	2028-12-01	120	广东省
扬子石化-巴斯夫有限责任公司	石脑油裂解	2028-12-01	100	江苏省

来源：隆众资讯，国金证券研究所

截至2025年12月我国丙烯总产能7839万吨/年，2026-2028年丙烯同样有较多新增产能，分别为811、150、150万吨/年，行业2026年面临较多增量压力，但远期来看，行业产能增速有望逐步放缓。

图表112：丙烯项目投产预期情况

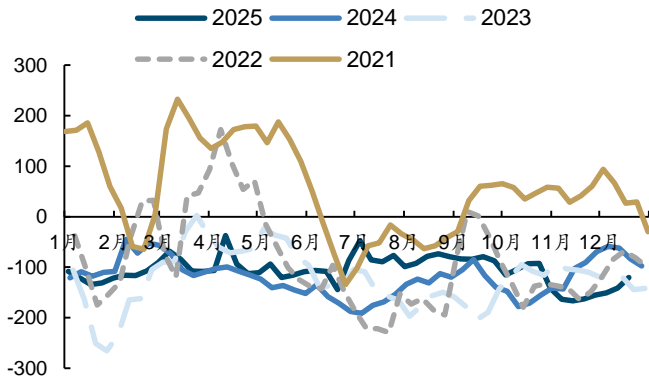
企业名称	工艺路线	投产时间	产能	省份
巴斯夫一体化基地（广东）有限公司	石脑油裂解	2025-12-31	50	广东省
中国石油化工股份有限公司镇海炼化分公司	PDH装置	2026-02-28	60	浙江省
新浦化学（泰兴）有限公司	PDH装置	2026-02-28	90	江苏省
广西华谊新材料有限公司	MTO装置	2026-06-01	30	广西壮族自治区
庆阳同欣石油科技股份有限公司	混烷脱氢	2026-06-01	21	甘肃省
中煤陕西榆林能源化工有限公司	CTO装置	2026-06-30	30	陕西省
国家能源集团宁夏煤业有限责任公司	CTO装置	2026-08-01	35	宁夏回族自治区
中国石化塔河炼化有限责任公司	石脑油裂解	2026-12-31	50	新疆维吾尔自治区
中海壳牌石油化工有限公司	石脑油裂解	2026-12-31	75	广东省
内蒙古荣信化工有限公司	CTO装置	2026-12-31	40	内蒙古自治区
北方华锦化学工业集团有限公司	催化裂化	2026-12-31	60	辽宁省
北方华锦化学工业集团有限公司	石脑油裂解	2026-12-31	80	辽宁省
国能包头煤化工有限责任公司	CTO装置	2026-12-31	30	内蒙古自治区
江苏丰海高新材料有限公司	PDH装置	2026-12-31	60	江苏省
浙江圆锦新材料有限公司	PDH装置	2026-12-31	75	浙江省
福建古雷石化有限公司	石脑油裂解	2026-12-31	75	福建省
新疆东明塑胶有限公司	CTO装置	2027-06-30	40	新疆维吾尔自治区
河北鑫海化工集团有限公司	PDH装置	2027-06-30	60	河北省
中国石化扬子石油化工有限公司	石脑油裂解	2027-09-02	50	江苏省
宁夏庆华煤化集团有限公司	CTO装置	2028-10-01	40	宁夏回族自治区
中石化湖南石油化工有限公司	石脑油裂解	2028-12-01	50	湖南省
海南华盛新材料科技有限公司	PDH装置	2028-12-01	60	海南省

来源：隆众资讯，国金证券研究所

当前烯烃价差处于低位，各主要工艺路线盈利均承压。截至12月19日，乙烯方面，石脑油裂解生产乙烯毛利-120美元/吨，MTO生产乙烯毛利-1016.9元/吨；丙烯方面，石脑油裂解生产丙烯毛利-63.6美元/吨，PDH生产丙烯毛利-591元/吨，均处于历史同期低位。开工率方面，石脑油制乙烯开工率83.18%，丙烯PDH开工率75%，处于同期中位水平。

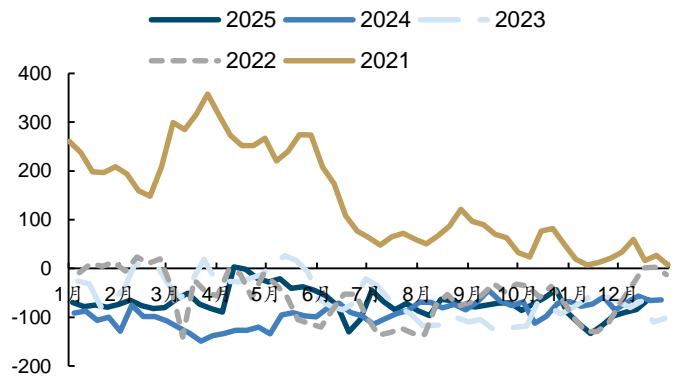


图表113: 石脑油制乙烯毛利 (美元/吨)



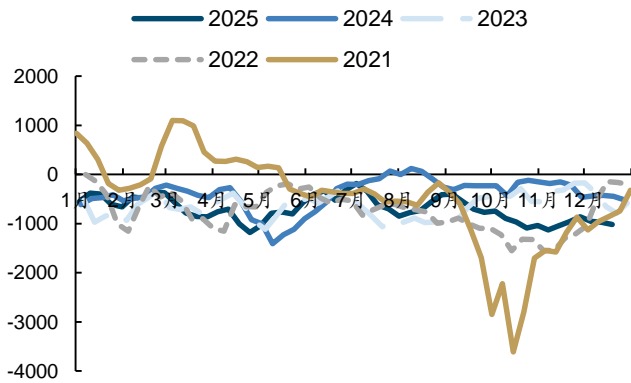
来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

图表114: 石脑油制丙烯毛利 (美元/吨)



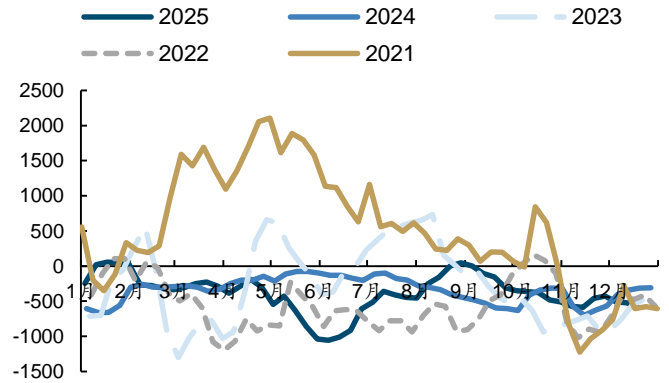
来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

图表115: 乙烯 MTO 生产毛利 (元/吨)



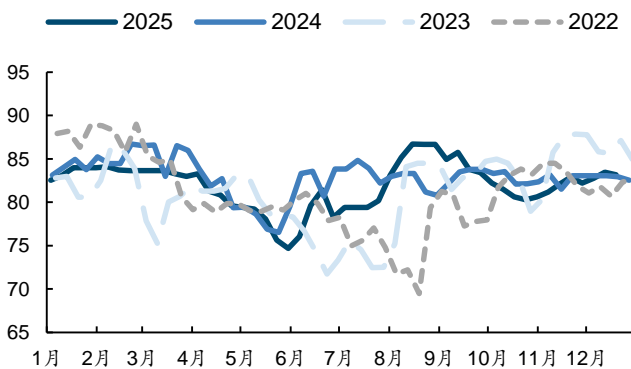
来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

图表116: 丙烯 PDH 毛利 (元/吨)



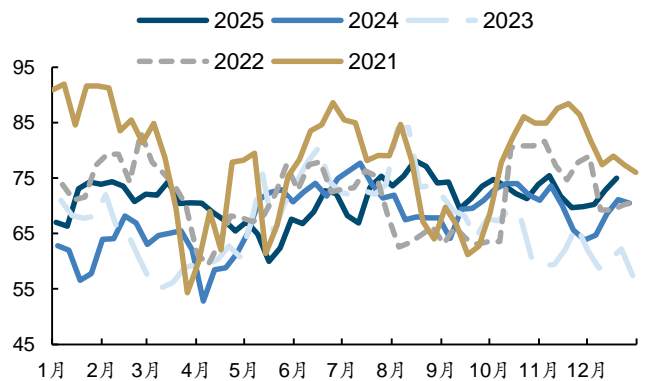
来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

图表117: 石脑油制乙烯开工率 (%)



来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

图表118: 丙烯 PDH 开工率 (%)



来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

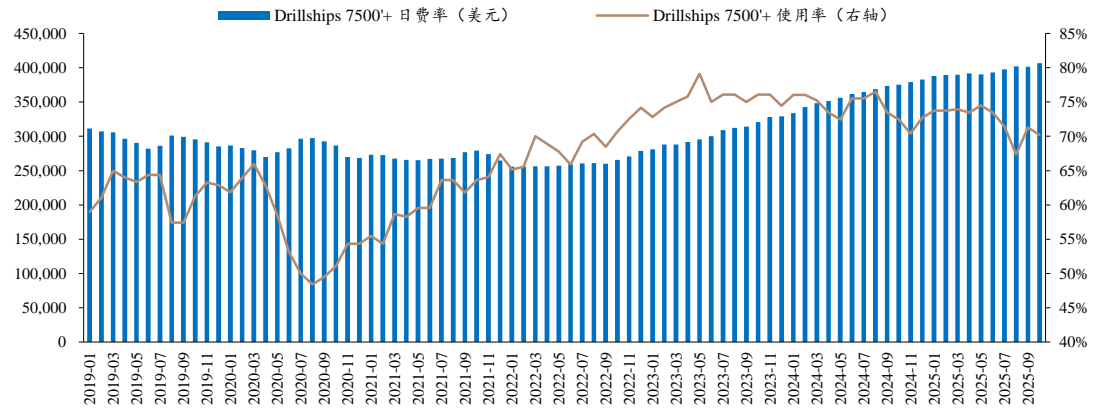
五、油气工程: 钻井平台日费率持续提升, 海上油服景气度较高

今年以来油气工程板块景气度表现较好: 钻井船、半潜式平台、自升式平台的日费率年内持续提升, 截至2025年10月, 钻井船日费达到40.68万美元, 使用率略有下降达到70.2%;



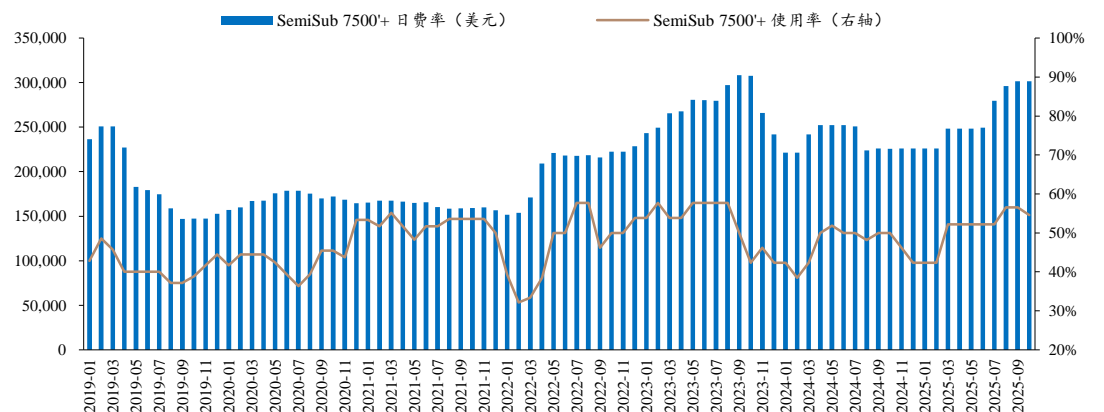
半潜式平台日费达到 30.17 万美元，使用率较年初上升明显达到 54.6%；自升式平台日费达到 10.96 万美元，使用率达到 83.1%。钻井船及自升式平台的日费率均达到了近六年以来的最高水平，并且保持持续增长趋势。

图表119：钻井船日费率持续上升



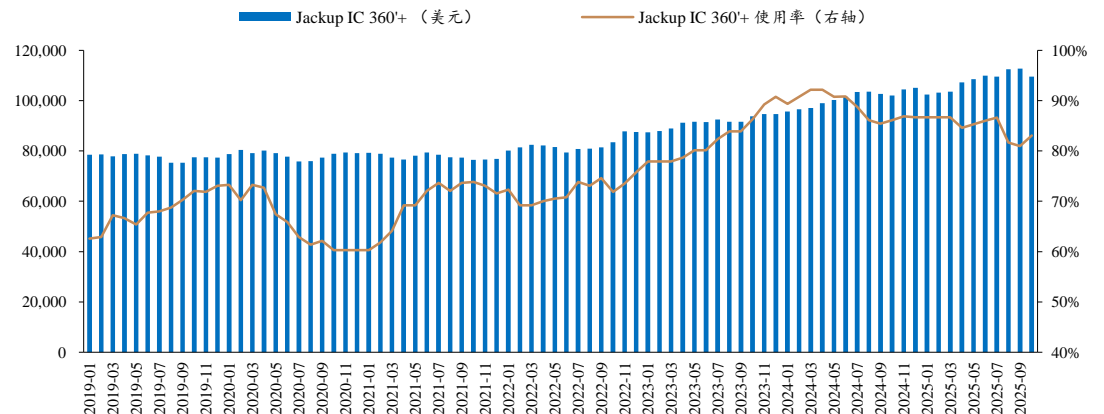
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表120：半潜式钻井平台日费率与使用率有所回升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表121：自升式钻井平台日费率维持上升趋势



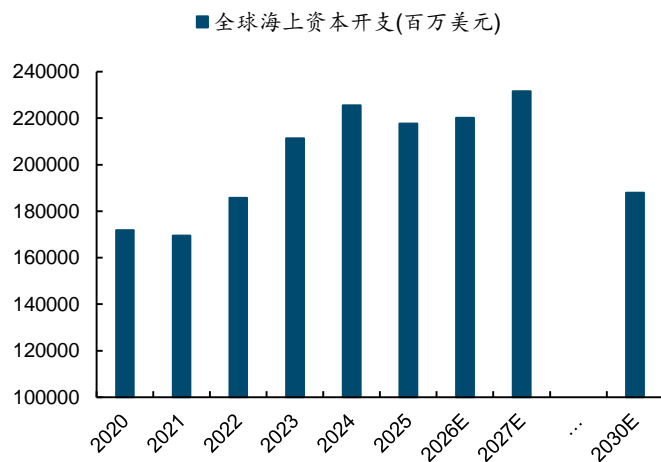
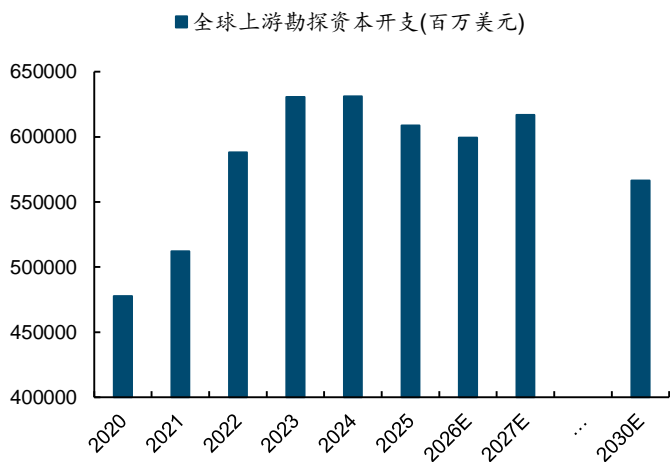
来源：Bloomberg，国金证券研究所



根据 Rystad Energy 的数据，全球 2025 年上游勘探开发资本开支为 6088 亿美元，同比减少 3.5%，预计 2026 年全球上游勘探开发资本开支依旧下行，2027 年资本开支才有所恢复。全球海上资本开支 2025 年为 2177 亿美元，预计未来两年海上油气开发的资本开支表现较好，将保持增长的态势，主要来自于全球海上勘探开发活动的活跃。得益于海上勘探开发资本开支上行的趋势，海上油服预计未来两年的景气度或将有所提升。

图表122：全球上游勘探资本开支及预测

图表123：全球海上资本开支及预测



来源：Rystad Energy，国金证券研究所

来源：Rystad Energy，国金证券研究所

六、风险提示

- **行业及国际政策环境变化。**如关税政策、产能控制政策等海内外政策变化或导致石化产业链布局及进出口等形势变化，对行业造成影响。
- **地缘政治扰动超预期。**如果地缘扰动超出预期，可能会带来短期价格的脉冲式上涨超出我们对价格的预期。
- **海外经济出现衰退。**如果海外经济出现衰退，需求预期大幅恶化及出口相关产业链受到影响，石化等大宗商品价格可能超预期下跌。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



**【小程序】
国金证券研究服务**



**【公众号】
国金证券研究**