

# 石化：降息周期下的轮动

行业投资评级：强大于市|维持

中邮证券研究所石化团队

分析师:张津圣

SAC 登记编号:S1340524040005

发布时间：2026-03-02

## ■ 原油：

- OPEC+供给：关注月度会议。
- 美国：页岩油成本压力或抑制产量进一步释放。
- 平衡表：下半年宽松压力或有缓解。

## ■ 油化工：

- PX-PTA-聚酯产业链：产业链利润或有修复。

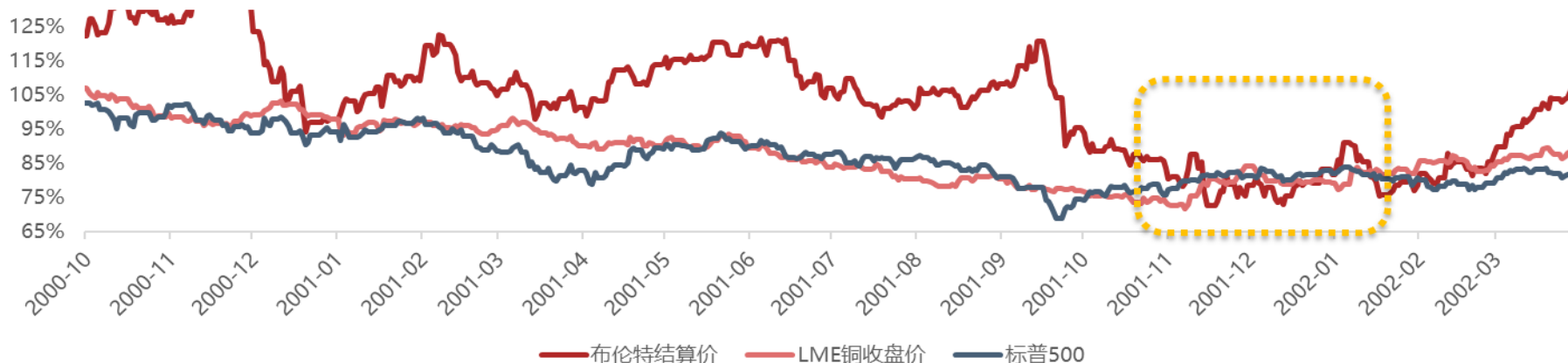
## ■ 标的：

- 三桶油：考虑相对估值水平，在市场防守阶段或油价企稳阶段，建议关注中国石油、中国石化和中国海油。
- 炼化：油价触底后，大炼化或迎困境反转，建议关注荣盛石化。
- PTA、聚酯：PTA反内卷，建议关注新凤鸣。

- 风险提示：油价剧烈波动、地缘风险、欧美通胀反复、欧美经济波动、行业政策变化、项目投产进度变化、需求变化、其他等。

# 21世纪美国四次降息周期

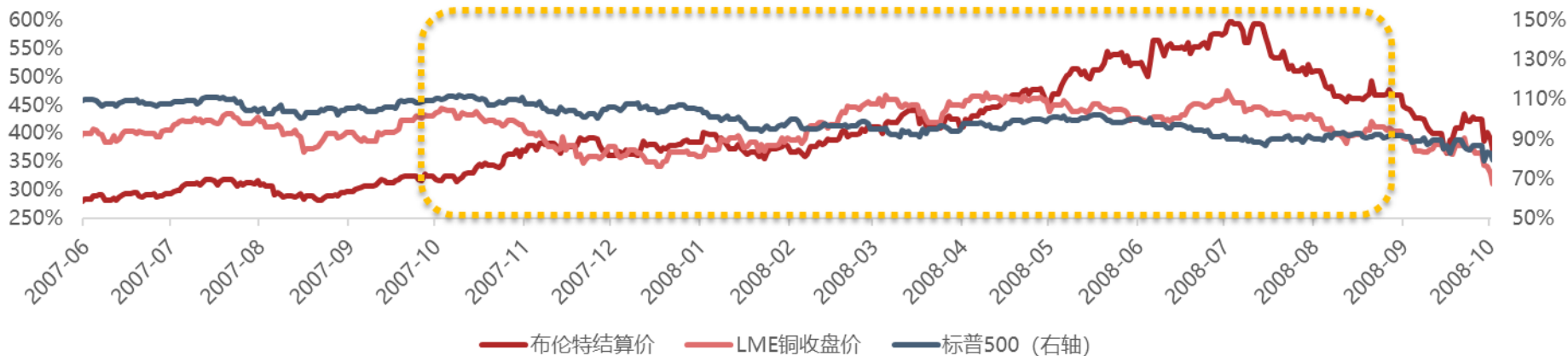
图表1：2000-2002年资产表现（相对于2000年1月4日的百分比）



- 互联网泡沫破裂后，联邦基金利率：2001.1 (6.50%) - 2001.12 (1.75%) - 2003.6 (1.00%)

资料来源：wind，中邮证券研究所

图表2：2007-2008年资产表现（相对于2000年1月4日的百分比）

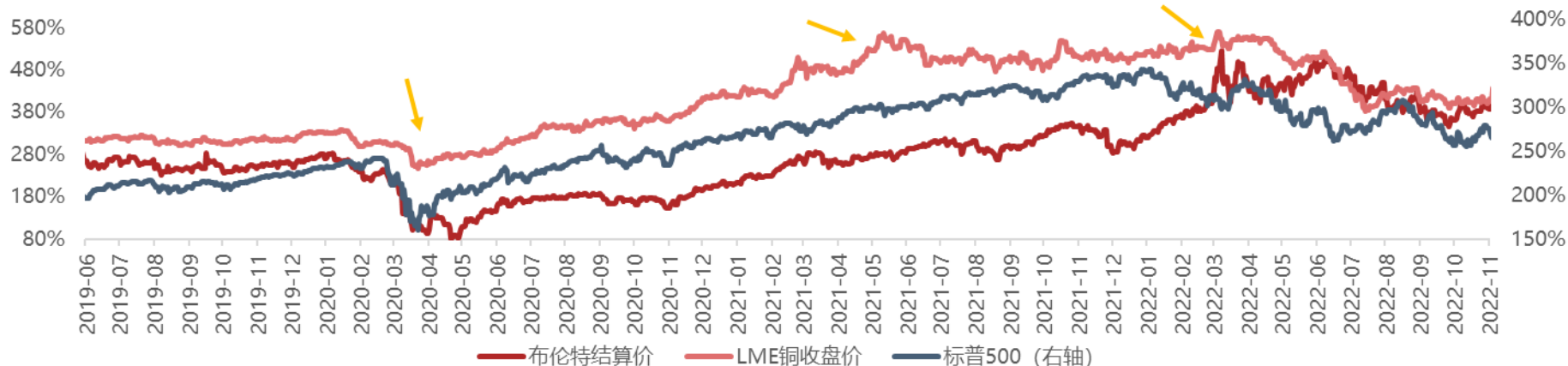


- 次贷危机后，联邦基金利率：2007.9 (5.25%) - 2008.12 (步入零利率时代)

资料来源：wind，中邮证券研究所

# 21世纪美国四次降息周期

### 图表3：2019-2020年资产表现（相对于2000年1月4日的百分比）



■ 2019-2020年：2019.7  
(预防式降息) -2020.3  
(计划外紧急降息+无限  
量化宽松)

资料来源：wind，中邮证券研究所

### 图表4：2024-2025年资产表现（相对于2000年1月4日的百分比）

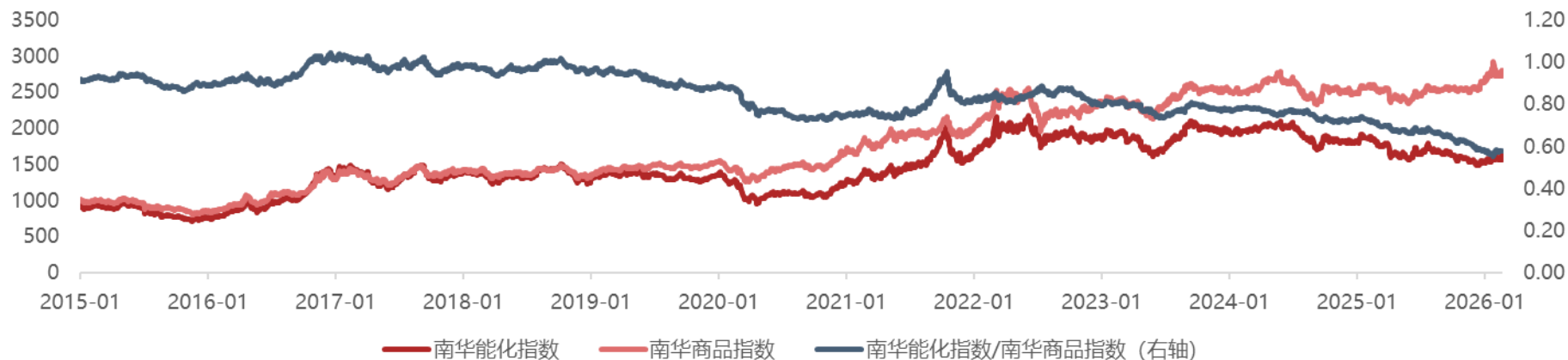


■ 2024年以来：2024.9  
(预防式降息) -2025.12  
(基准利率3.50%-  
3.75%)

资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

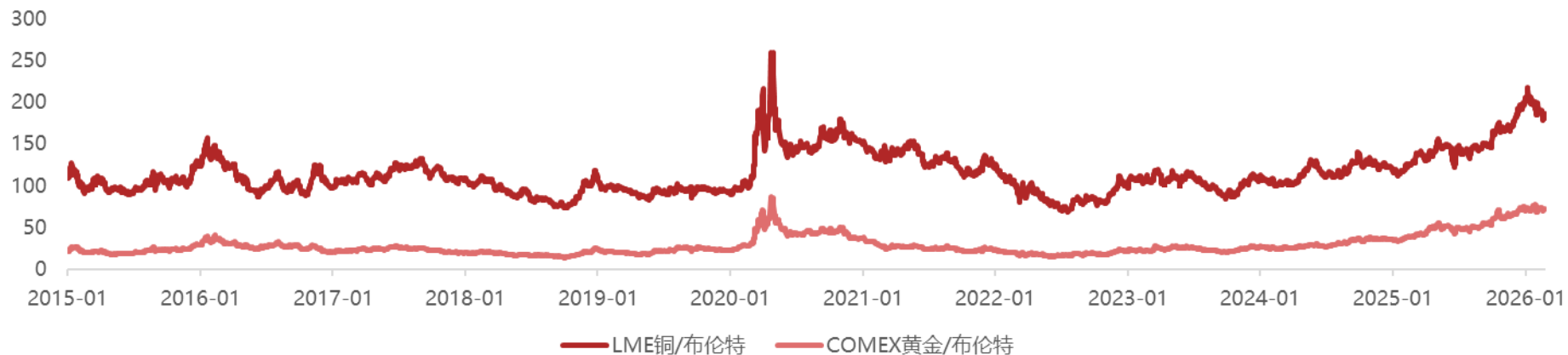
### 图表5：南华能化指数估值



■ 南华能化指数水位偏低。

资料来源：wind，中邮证券研究所

### 图表6：铜油比、金油比

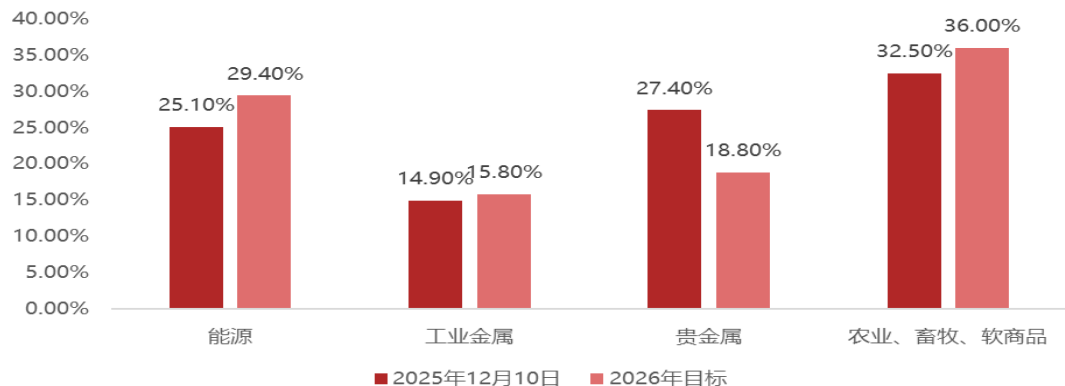


■ 铜油比，金油比近两年高位。

资料来源：wind，中邮证券研究所

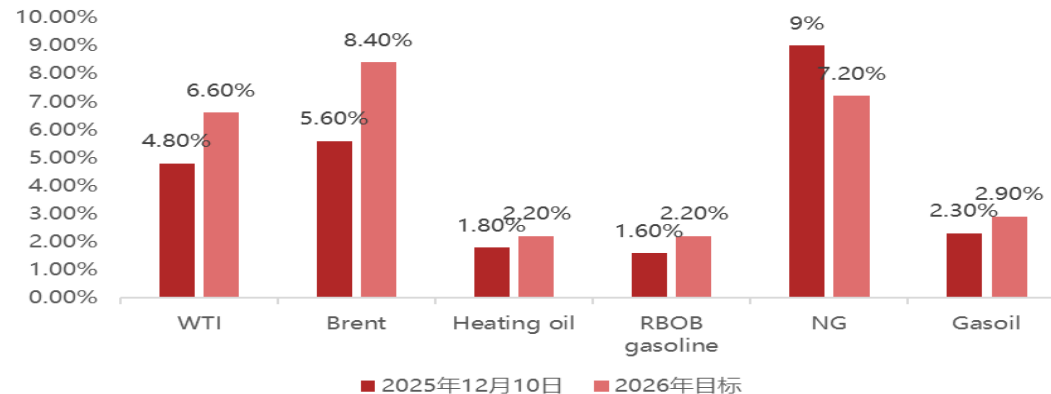
请参阅附注免责声明

### 图表7: BCOM指数



资料来源: J.P.Morgan 《2026 Commodities Index Rebalance Preview》, Bloomberg Finance L.P., 中邮证券研究所

### 图表8: BCOM指数能源分项



资料来源: J.P.Morgan 《2026 Commodities Index Rebalance Preview》, Bloomberg Finance L.P., 中邮证券研究所

### 图表9: NYMEX、IPE的原油净持仓多头前四名占总持仓比重-%



资料来源: wind, 美国商品期货交易委员会, 中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

## 关注资金的轮动

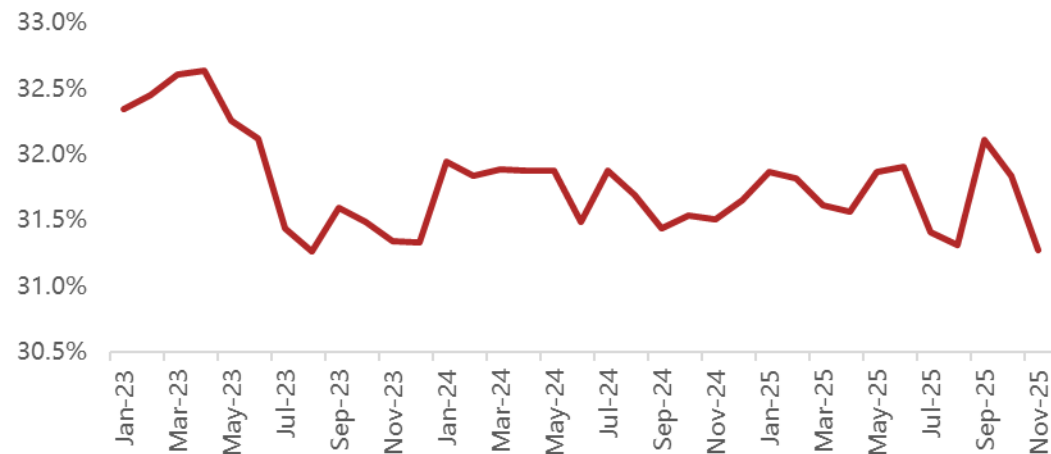
- 沙特等主要产油国财政盈亏平衡油价依旧维持高位，OPEC+在2月JMMC会议上决议在3月份保持石油产量不变。
- 维护价格或已重于市占率。

### 图表10：财政盈亏平衡油价-美元

	2021	2022	2023	2024	Projections		
					2025	2026	2030
<b>FISCAL BREAKEVEN OIL PRICE<sup>1</sup></b>							
<b>Oil exporters</b>							
Algeria	111.4	112.5	103.9	155.6	156.6	141.9	119.7
Azerbaijan	57.5	67.3	55.2	68.1	87.3	85.6	91.3
Bahrain	131.6	131.8	137.8	160.8	137.0	138.6	167.3
Iran	118.8	123.0	123.3	137.7	163.0	164.8	132.5
Iraq	54.2	68.5	80.4	83.8	78.6	79.1	79.6
Kazakhstan	183.5	95.3	109.3	114.4	121.2	128.1	100.9
Kuwait	87.0	81.6	79.6	88.2	80.2	76.7	81.6
Libya	52.2	64.4	66.4	73.5	66.7	63.2	61.1
Oman	76.7	55.4	54.0	53.7	57.0	53.5	41.9
Qatar	48.0	48.5	49.9	47.1	44.7	43.2	37.9
Saudi Arabia	82.7	89.1	94.5	96.1	92.3	86.6	82.5
Turkmenistan	28.9	31.5	37.5	43.2	45.3	47.1	56.0
United Arab Emirates	53.0	46.6	45.6	50.0	50.4	45.2	38.4

资料来源：IMF，中邮证券研究所

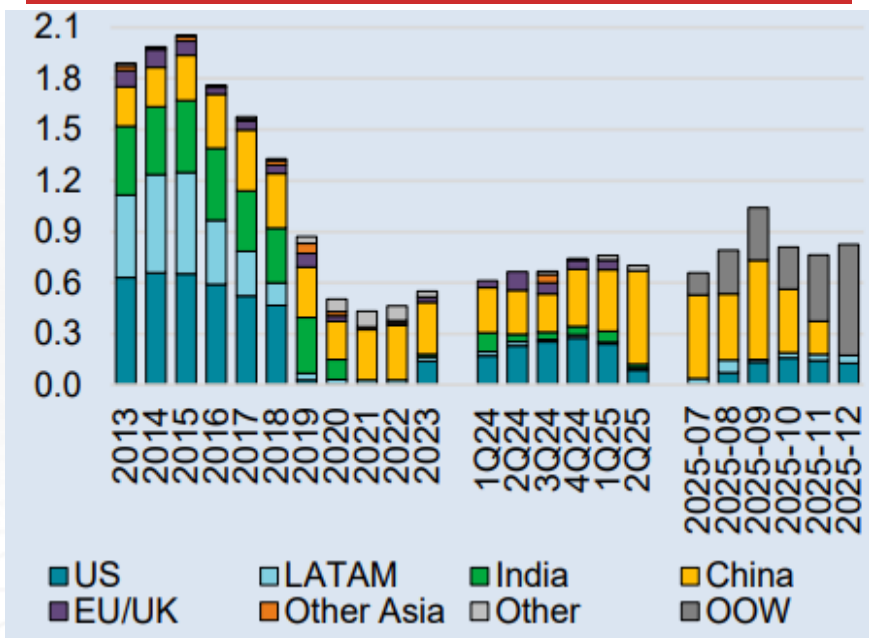
### 图表11：OPEC产量市占率



资料来源：EIA，中邮证券研究所

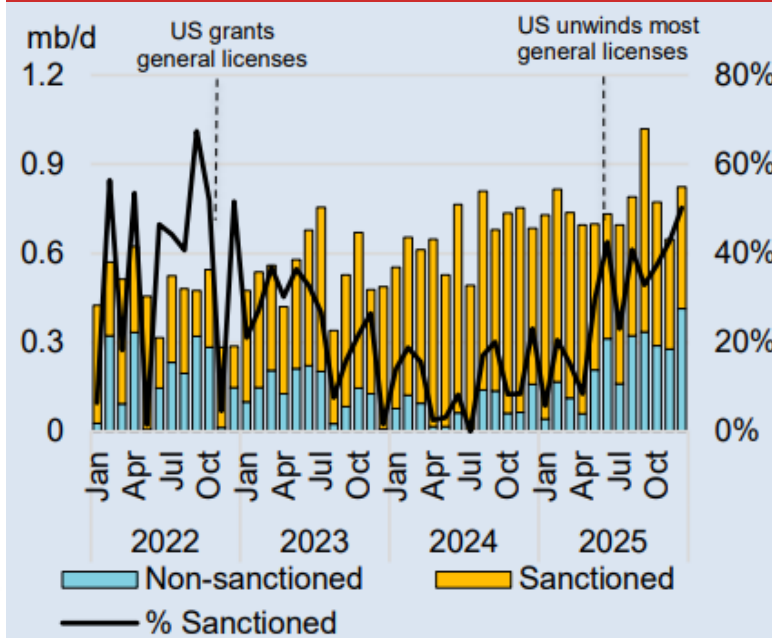
- 去年11月美国宣布关闭委内瑞拉领空，12月扣押制裁油轮“Skipper”，今年1月抓捕委内瑞拉领导人。
- 重质原油，主要出口中国，马瑞原油用于生产沥青。
- 查韦斯时代（国有化、PDVSA委内瑞拉国家石油公司罢工等、油田维护减少），马杜罗时代（恶性通胀、经济制裁、禁运等）

图表12： 委内瑞拉出口（按目的地）-百万桶/天



资料来源：IEA，中邮证券研究所

图表13： 搭乘受制裁船只的委内瑞拉原油出口量



资料来源：IEA，中邮证券研究所

图表14： 委内瑞拉原油产量-千桶/天



资料来源：wind，opec，中邮证券研究所

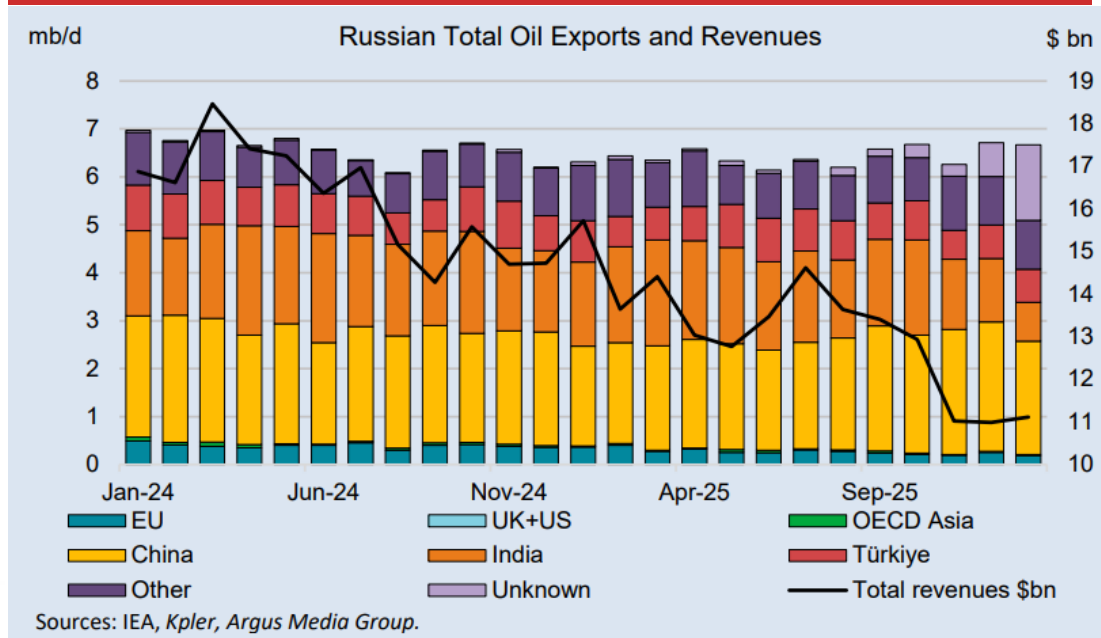
- 美国进口禁令-G7原油价格上限-成品油价格上限-制裁“影子船队”-制裁核心石油巨头（俄罗斯石油、卢克石油）
- 中国和印度是俄油最大买家。

图表15：俄罗斯原油出口-百万桶/天



资料来源：IEA, Kpler, Argus Media Group, 中邮证券研究所

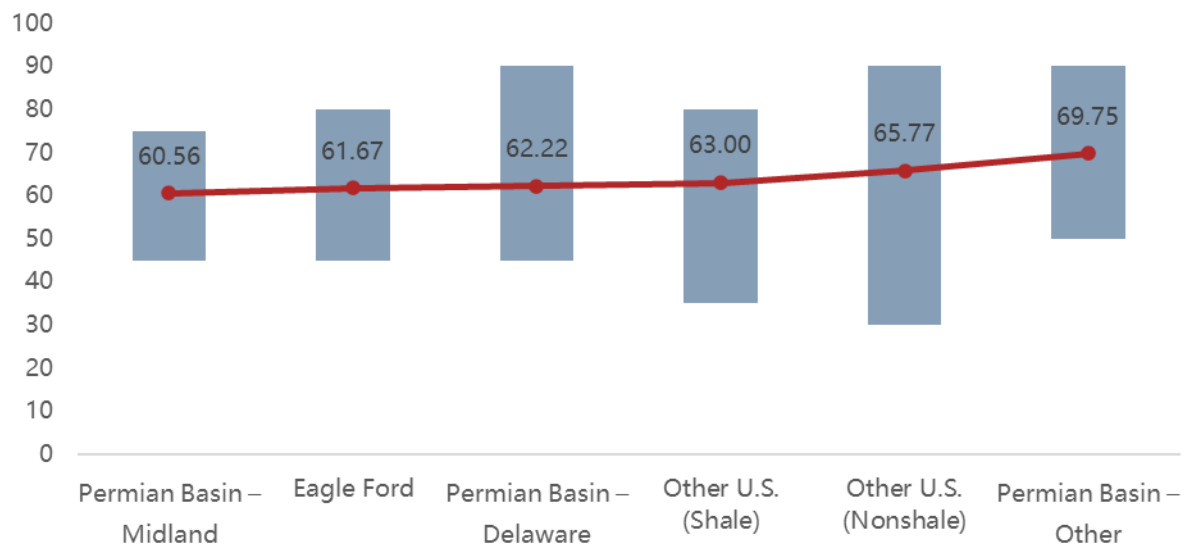
图表16：俄罗斯原油出口目的地



资料来源：IEA, Kpler, Argus Media Group, 中邮证券研究所

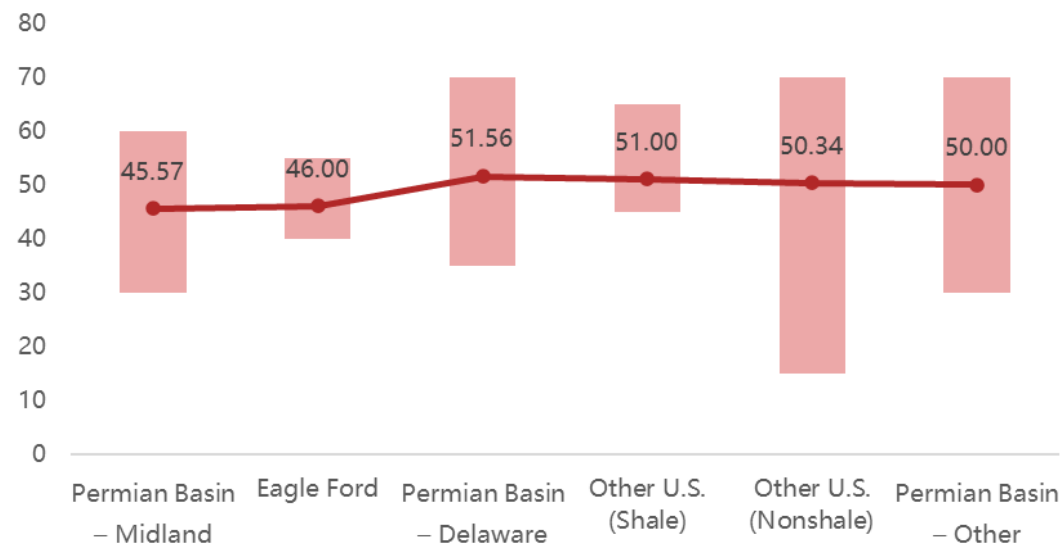
- 根据达拉斯联储调查数据，核心区块完全成本上移。比如核心区域Midland Basin, Delaware Basin等。

图表17：2025年页岩油完全成本-美元/桶



资料来源：Dallas Fed, 中邮证券研究所

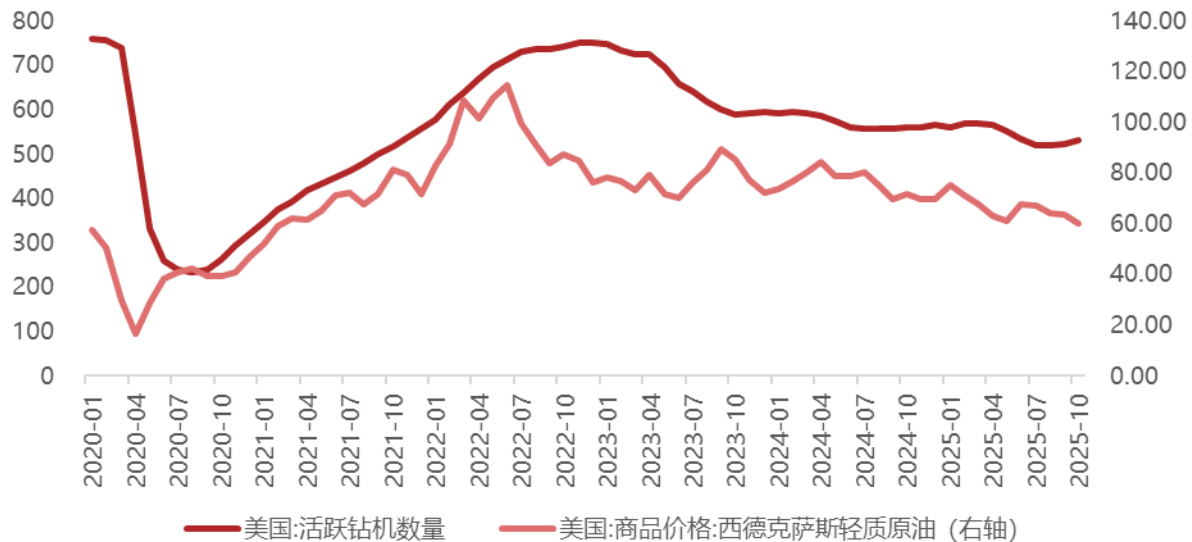
图表18：2020年页岩油完全成本-美元/桶



资料来源：Dallas Fed, 中邮证券研究所

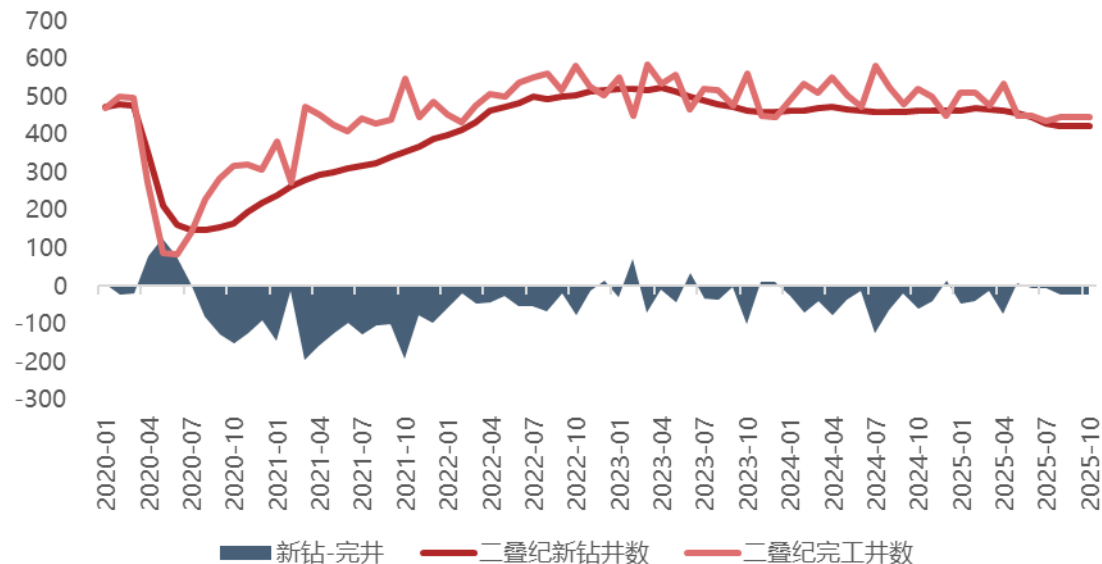
- 油价和美国钻机数量呈现相关性，钻机数量相对油价呈现滞后性。
- 二叠纪区域油井-新钻、完井数呈现下滑态势，新钻井数小于完井井数的趋势仍存。

图表19：美国钻机数量vs原油月均价格-座、美元/桶



资料来源：wind, EIA, 世界银行, 中邮证券研究所

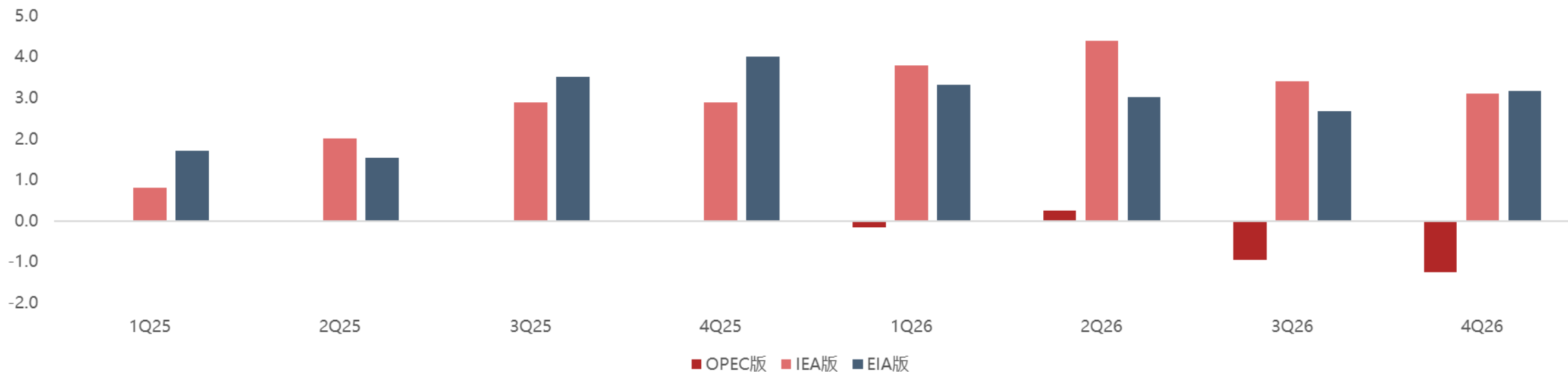
图表20：美国二叠纪区域油井-口



资料来源：wind, EIA, 中邮证券研究所

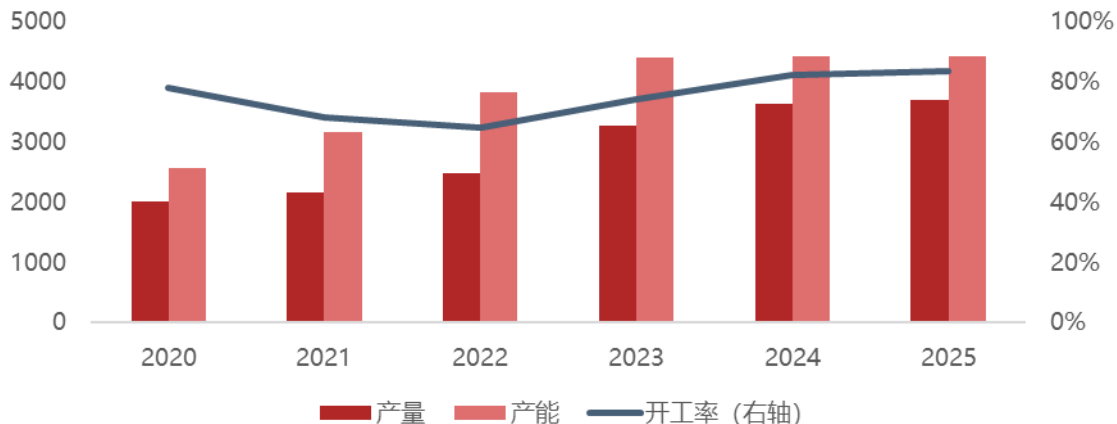
■ OPEC版本推演假设：26年不增产，产量 (mb/d) 等同于26年1月。

图表21：供应减需求-mb/d



资料来源：OPEC, EIA, IEA, 中邮证券研究所

### 图表22: PX产能产量-万吨



资料来源: 百川盈孚, 中邮证券研究所

### 图表24: PX-Nap价差-美元/吨



资料来源: wind, 中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

### 图表23: PX新增产能

企业	项目	产能	预计投产时间	备注
山东东明石化集团有限公司	1500万吨/年炼化一体化项目	220万吨	2028年7月	-
中国石化扬子石油化工有限公司	绿色低碳芳烃提质升级项目	-	2027年12月	产能置换项目
中国石油化工股份有限公司九江分公司	九江石化炼化一体化项目	150万吨	2027年9月	-
中国石油天然气股份有限公司乌鲁木齐石化分公司	150万吨对二甲苯扩能项目	50万吨	2027年9月	-
福建古雷石化有限公司	古雷炼化一体化工程二期项目	200万吨	2027年6月	-
山东裕龙石化有限公司	裕龙岛炼化一体化项目	300万吨	2026年12月	-
华锦阿美石油化工有限公司	华锦阿美1500万吨炼油一体化项目	200万吨	2026年10月	-

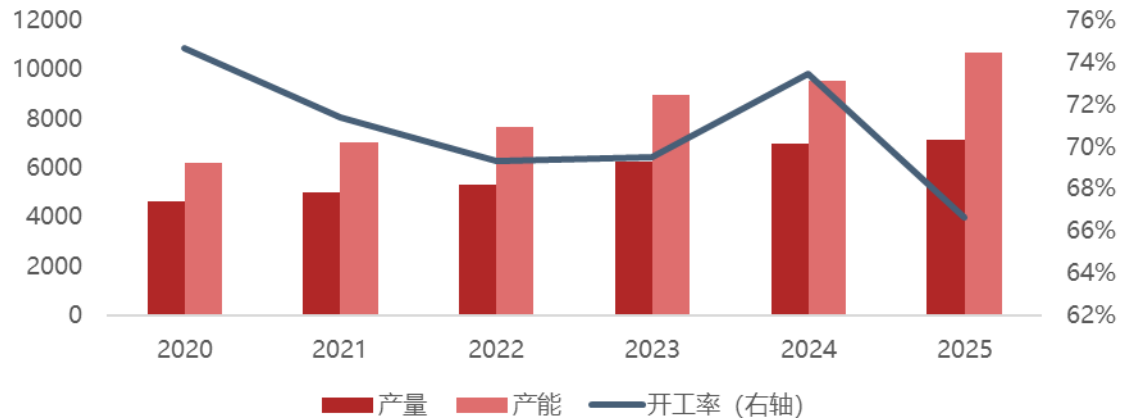
资料来源: 百川盈孚, 中邮证券研究所

### 图表25: 汽油裂差vsMX利润-美元/桶、美元/吨



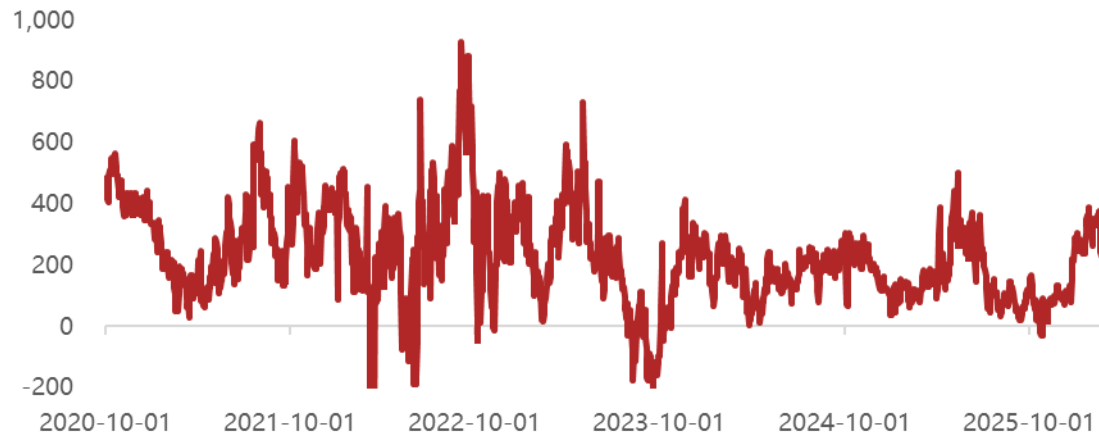
资料来源: wind, 中邮证券研究所

### 图表26: PTA产能产量-万吨



资料来源: 百川盈孚, 中邮证券研究所

### 图表28: PTA加工费-元/吨



资料来源: wind, 中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

### 图表27: PTA新增产能

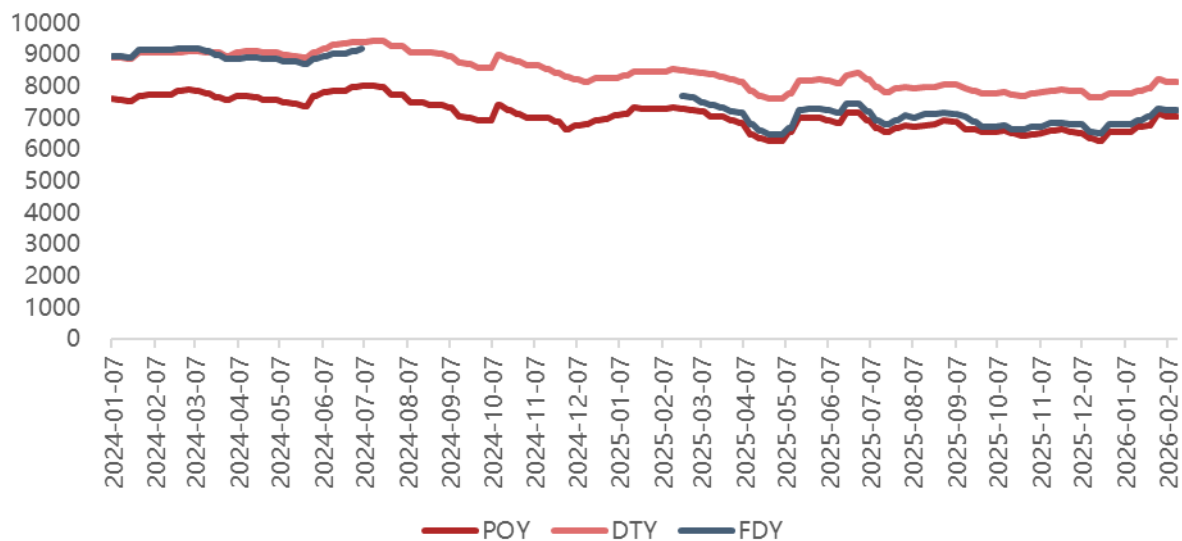
项目	产能	预计投产时间	实际投产时间	备注
桐昆钦州绿色化工基地一期化工新材料项目	300万吨	2027年12月	-	-
九江石化300万吨/年PTA项目	300万吨	2027年12月	-	-
200万吨/年精对苯二甲酸 (PTA) 项目	200万吨	2027年7月	-	-
年产300万吨PTA扩建项目	300万吨	2027年1月	-	-
新凤鸣独山能源新材料一体化项目4期	300万吨	2025年10月	2025年10月	2025年10月27日附近, 300万吨PTA装置顺利产出合格品。
三房巷三期PTA项目	320万吨	2025年8月	2025年8月	2025年8月4日, 一条线160万吨PTA装置基本稳定运行。另一线160万吨PTA装置8月25日投产。
江苏虹港石化有限公司240万吨/年精对苯二甲酸 (PTA) 三期项目	250万吨	2025年8月	2025年6月	250万吨PTA装置于6月7号逐步投产。

资料来源: 百川盈孚, 中邮证券研究所

- PTA集中投产周期已过
- PTA加工费从低位修复

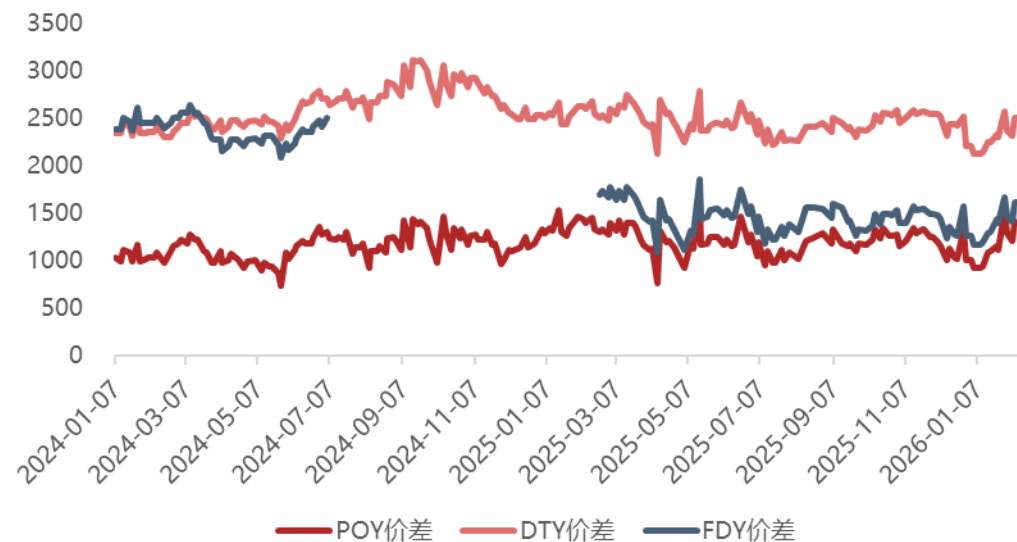
- 截止至2026年2月13日当周，涤纶长丝价格涨，主要轻纺原料市场涤纶长丝POY、DTY、FDY价格分别为7030、8150、7250元/吨，价差分别为1387、2507、1607元/吨，价差分别较上周上涨177、197、197元/吨。

图表29：主要轻纺原料市场涤纶长丝价格-元/吨



资料来源：wind，锦桥纺织网，中邮证券研究所

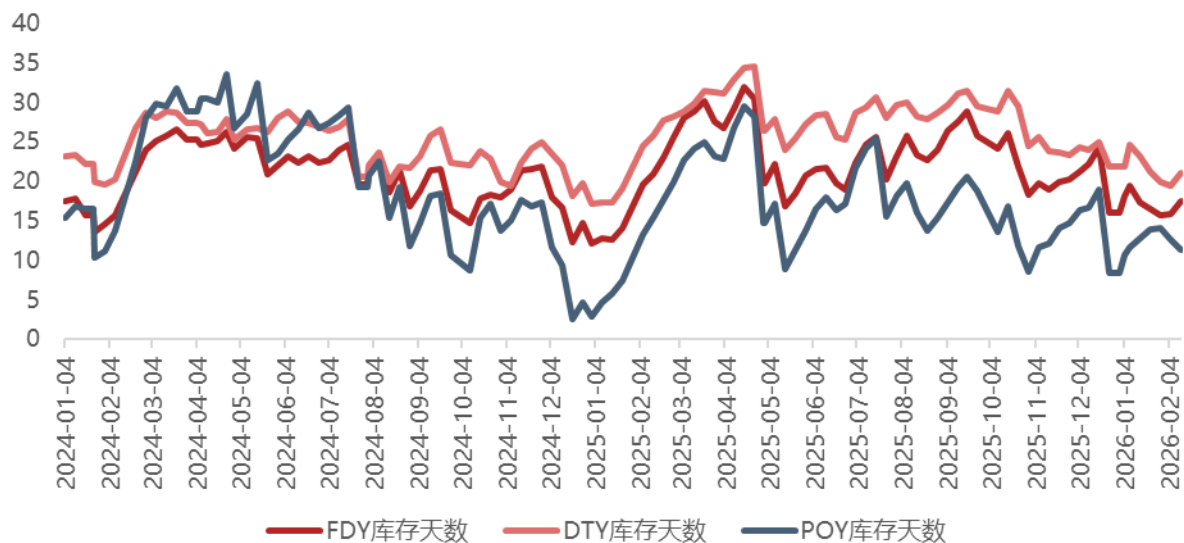
图表30：涤纶长丝价差-元/吨



资料来源：wind，锦桥纺织网，隆众资讯，中邮证券研究所

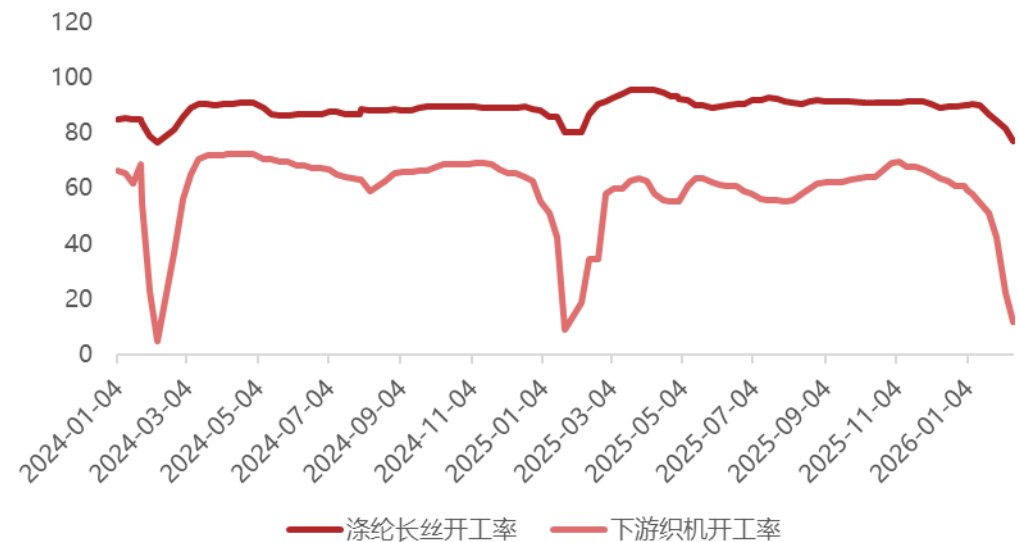
- 截止至2026年2月13日当周，江浙织机涤纶长丝库存天数不同品种涨跌不一，FDY、DTY、POY库存天数分别为17.5、21.0、11.5天。
- 涤纶长丝开工率和下游织机开工率分别较上期增加-4.4%和-10.7%。

图表31：江浙织机涤纶长丝库存天数-天



资料来源：wind，中邮证券研究所

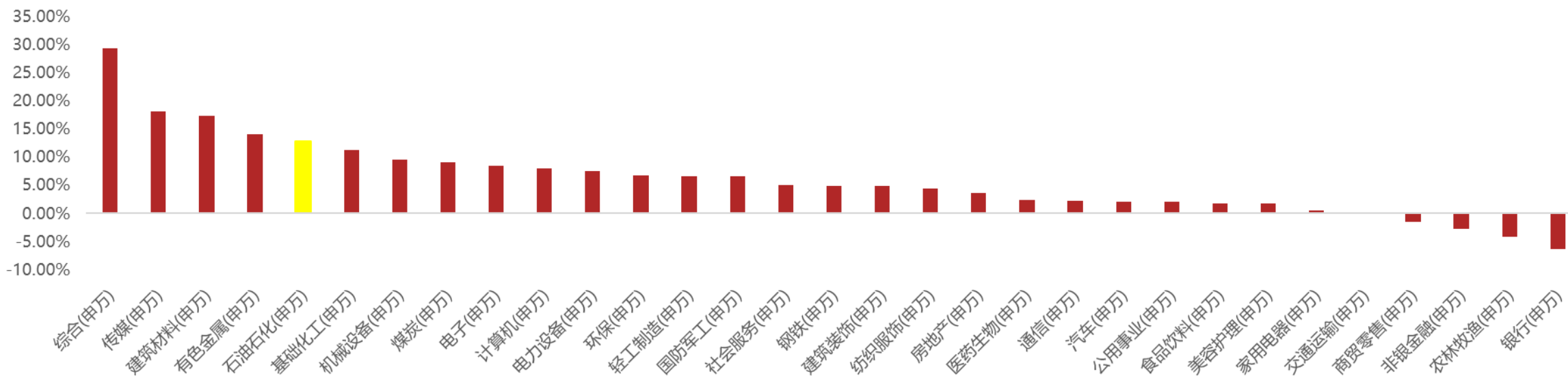
图表32：涤纶长丝开工率和下游织机开工率-%



资料来源：wind，隆众资讯，中邮证券研究所

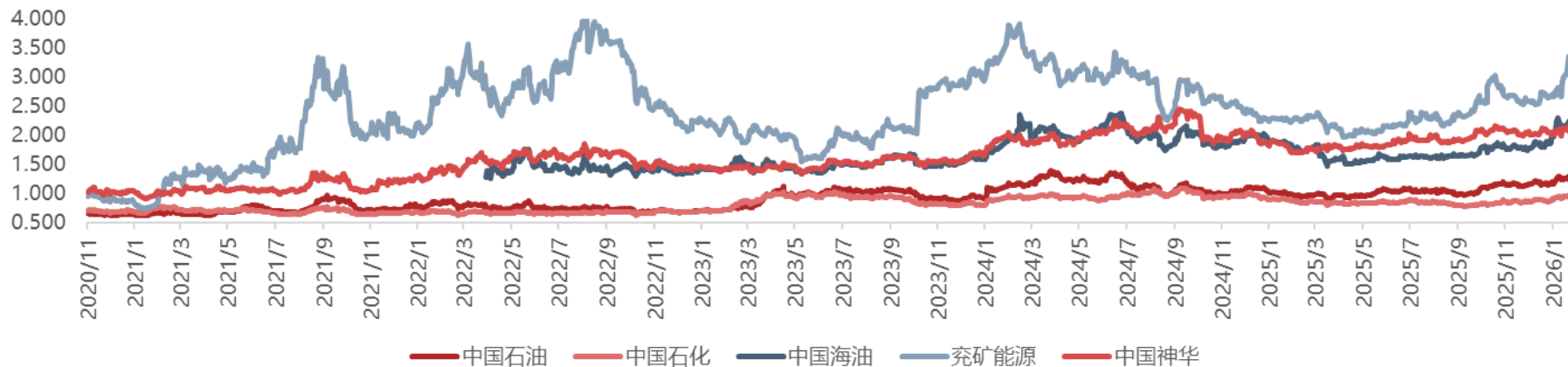
■ 年初至2026年2月13日，申万一级行业指数表现中，石油石化指数表现较好，涨幅12.82%。

图表33：申万一级行业指数表现



资料来源：wind，中邮证券研究所

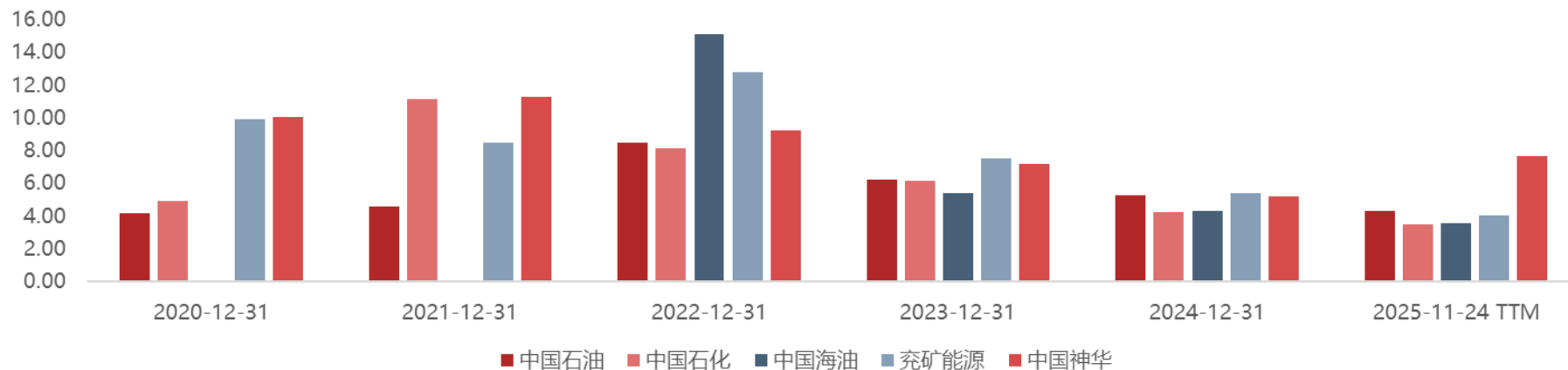
图表34：三桶油vs中国神华、兖矿能源的A股PB对比



■ 三桶油PB估值相对偏低。

资料来源：wind，中邮证券研究所

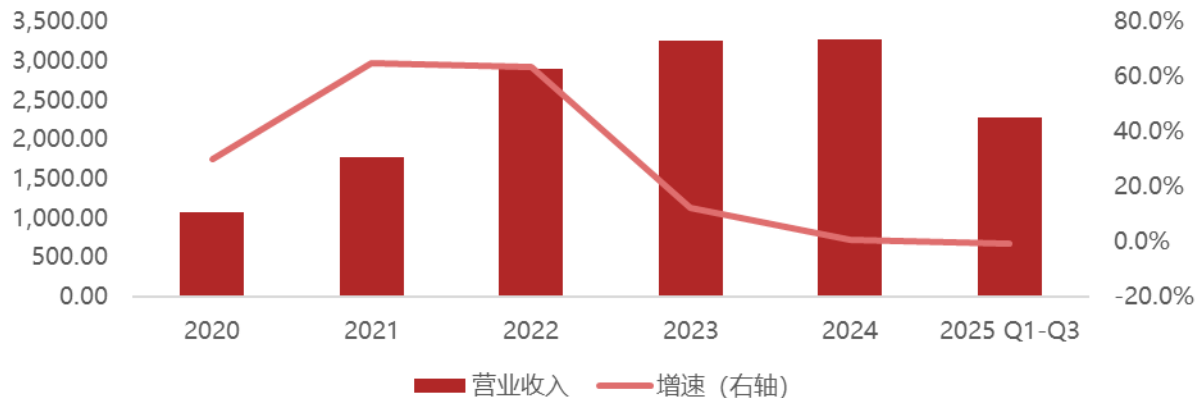
图表35：三桶油vs中国神华、兖矿能源的A股股息率对比-%



■ 近年三桶油的股息率下滑速度相对偏慢。最近数月有所加速。

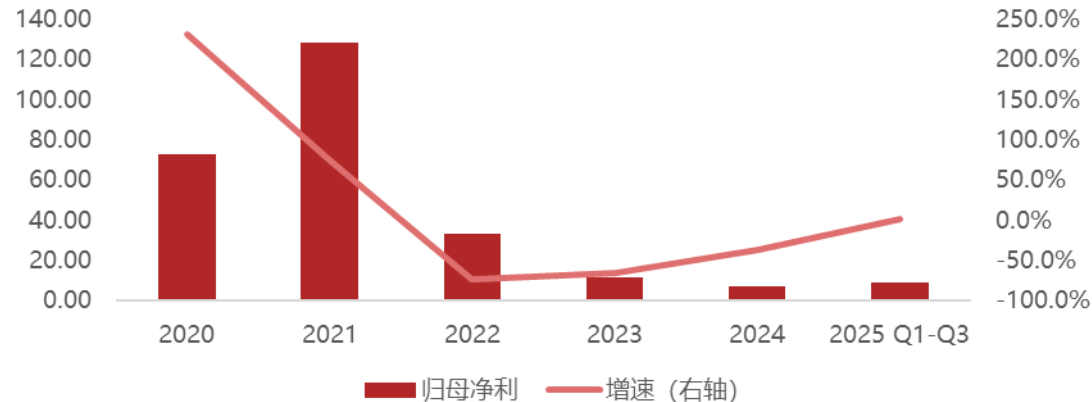
资料来源：wind，中邮证券研究所

图表36：荣盛石化营收及同比增长-亿元



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表37：荣盛石化归母净利润及同比增长-亿元



资料来源：wind，中邮证券研究所

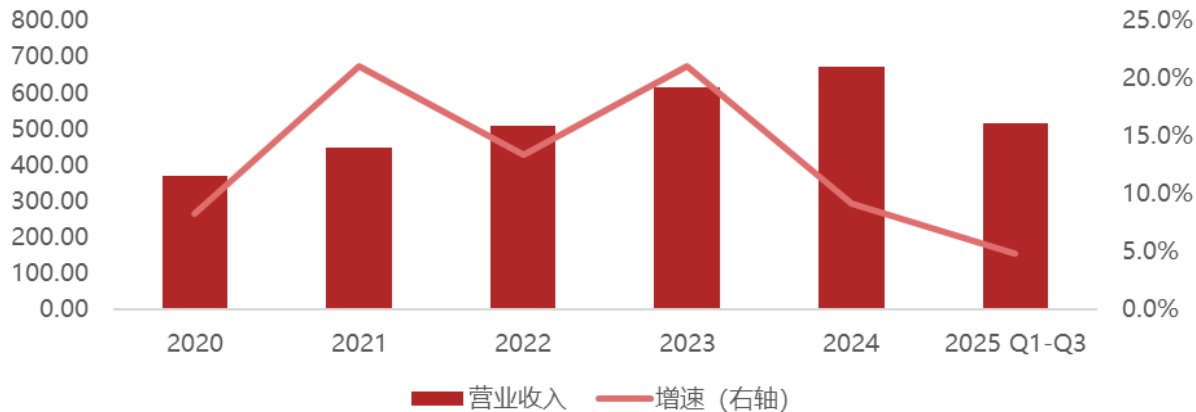
图表38：荣盛石化PB band



资料来源：wind，中邮证券研究所

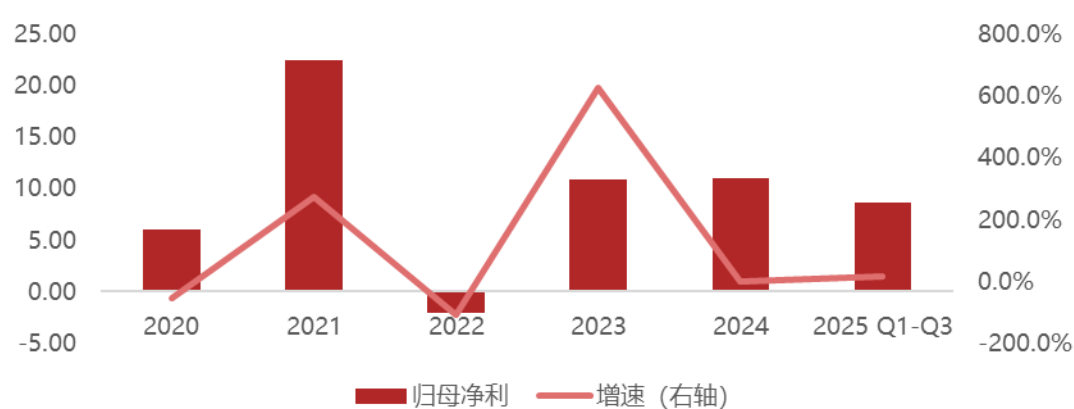
# PTA、聚酯

### 图表39：新凤鸣营收及同比增长-亿元



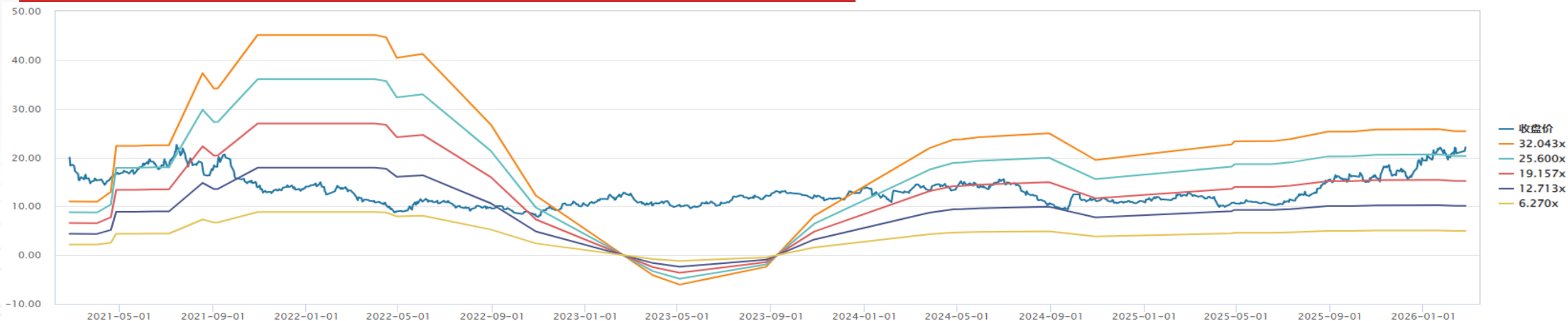
资料来源：wind，中邮证券研究所

### 图表40：新凤鸣归母净利润及同比增长-亿元



资料来源：wind，中邮证券研究所

### 图表41：新凤鸣PE band



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

- 油价剧烈波动
- 地缘风险
- 欧美通胀反复
- 欧美经济波动
- 行业政策变化
- 项目投产进度变化
- 需求变化
- 其他等

# 感谢您的信任与支持!

THANK YOU

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



**中 邮 证 券**

CHINA POST SECURITIES