

强于大市

中东冲突对我国油气产业影响及投资机会展望

能源央企或迎价值重估，油服行业有望延续高景气

支撑评级的要点

- 中东冲突通过扰动霍尔木兹海峡这一关键通道，对我国油气供应链形成影响。**霍尔木兹海峡是波斯湾唯一连接外海的大规模能源出口通道，承担沙特、伊拉克、阿联酋、科威特、卡塔尔等主要产油产气国的对外运输职能。2024年经该海峡运输的石油为20.30百万桶/日，占全球海运石油贸易量的26.89%，占全球石油消费量的19.77%，同时全球约20%的LNG贸易需通过霍尔木兹海峡完成。从贸易流向数据看，亚洲是主要目的地，霍尔木兹原油贸易中，亚洲贸易的占比达90%，主要是中国、印度、韩国、日本。霍尔木兹LNG贸易中，亚洲贸易的占比达86%，主要是中国、印度、韩国、巴基斯坦。
- 中东冲突对我国油气产业链的影响具有复杂性。**在我国进口原油中，中东地区占比44.61%，且运输路径高度依赖海运。中东冲突影响霍尔木兹海峡通行效率并推升航运风险，导致国际原油及天然气价格大幅波动，2026年2月底以来，国际油价最大涨幅超过60%，欧洲天然气价格最大涨幅超过90%。短期来看，国际油气价格上涨将推升我国进口油气的采购成本，导致炼化加下游化工品企业成本上升。中期来看，中东原油进口量减少或导致炼厂降低加工负荷，石化产品供应减少，加速国内炼化行业景气度复苏。长期来看，霍尔木兹海峡运输中断会削弱全球油气贸易链稳定性，油气运输保险与运费上升也将推高油气贸易综合成本，国际油气价格中枢有望上移，同时冲击或将推动我国能源安全逻辑由“资源获取”向“体系构建”演进，提升国产油气自给率，加速进口多元化、新能源替代及关键矿产安全布局。
- 中东冲突对我国原油产业链的冲击高于天然气产业链。**我国原油进口已具备多元化特征，但在区域与原料品类维度仍对中东中重质原油存在较强依赖，我国前十原油进口国中，中东原油进口量达49.88%。在当前炼化体系下，中东原油一旦供应收紧或运输受阻，短期内难以找到完全匹配的等量替代油种。即便通过增加其他地区原油弥补缺口，也需在加工适配性与经济性之间进行权衡，从而对炼厂运行和利润形成直接影响。相比之下，我国天然气供应链以自产气和管道气为基础，约41.83%的天然气通过管道进口，中东冲突对天然气的冲击主要通过价格和贸易流向变化传导。中东原油供给的变化更容易转化为炼厂端的实质性约束，而天然气的影响更多停留在成本和价格层面。
- 我国能源体系在外部冲击下具备韧性。**我国能源结构中煤炭消费占比高达53.20%，非化石能源占比已提升至19.80%。煤炭依托96.47%的自给率与2185.70亿吨储量，能够在能源体系中发挥稳定器作用；天然气已形成国产气、管道气、LNG多元化供应结构，同时进口管道气中俄罗斯与土库曼斯坦合计占比约84%，中东冲突主要通过LNG价格波动传导。在能源结构持续优化的背景下，我国能源体系抵抗外部冲击的能力较强，中东冲突对我国能源体系的冲击更多体现为结构性扰动而非系统性失稳。
- 我国油气行业正从“资源约束”向“能力提升”阶段转变。**在政策推动与资本开支持续投入下，我国油气产量增长具备延续性，但增量来源或发生结构性变化：传统常规资源贡献趋于稳定，非常规与海洋油气资源将成为我国油气供给体系的核心增量，2017-2025年中国石油贡献约384万桶增量，中国海油贡献了超过300万桶增量。随着油气勘探开发技术进步，页岩油气、致密气及煤层气等非常规资源正由资源潜力转化为现实供给，叠加深层、超深层及海洋油气资源勘探不断取得突破，国内油气供给能力有望稳步提升，增储上产是对冲中东冲突等外部风险的重要手段。
- 能源自主紧迫性提升，能源央企有望价值重估。**以中国石油、中国石化、中国海油为代表的能源央企在国内油气供给体系中占据主导地位，同时承担着增储上产与供给保障的核心任务。2025年，中国石油、中国石化、中国海油的原油总产量占全国原油总产量的91.52%。七年增储上产行动期间“三桶油”国内原油产量由2018年的1,232.36百万桶提升至2025年的1,425.80百万桶。同时，“三桶油”作为能源央企，在国企改革三年行动和深化提升行动的推动下，管理效率不断提升，抵抗外部油价波动的能力明显增强，财务表现趋于稳健，分红政策延续性较强，长期投资价值凸显。
- 国内油气开采技术不断突破，油服行业有望受益。**油服市场规模与油气公司的资本开支高度相关，且具有一定滞后传导效应，未来油气上游的资本开支或不再完全锚定油价波动，而是依托国内油气供给安全与资源接替需求，具有更强的刚性投入。同时，国内油气开发重心转向深地、非常规及深海资源倾斜，工程复杂度显著提升，对应单井投资与服务价值量同步提高，油服行业高景气度有望延续。

相关研究报告

- 《石油石化行业 2024 年半年报综述》20240926
- 《石油石化行业 2023 年三季度报综述》20231121
- 《石油石化行业 2023 年半年报综述》20230912

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

石油石化

证券分析师：徐中良

(8621)20328516

zhongliang.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300524050001

证券分析师：余嫿嫿

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

投资主线

- 1) 我国油气自给率仍需持续提升，能源央企承担着增储上产与供给保障的核心任务，具备资源优势与技术优势，在“增储上产”政策推动及地缘冲突背景下，国内油气产量稳步提升，油价中枢有望上移，能源央企的盈利与估值或同步抬升，推荐中国石油、中国海油，中国石化。2) 随着增储上产稳步推进以及深海、非常规资源开发力度加大，勘探开发投入向高技术与高难度领域倾斜，油服行业订单与利用率有望增长，行业景气度有望提升，推荐海油发展，建议关注中海油服、海油工程、博迈科、中油工程、石化油服、杰瑞股份等。

评级面临的主要风险

- 油气价格大幅波动风险；增储上产政策推进不及预期风险；地缘政治冲突及运输通道骤变风险。

目录

中东冲突对中国能源供应体系的影响.....	5
我国油气能源的基本情况与供给变化.....	10
油气行业发展展望	19
投资建议	23
风险提示	25

图表目录

图表 1. 国际原油价格 (2010-2026.4)	5
图表 2. 欧洲 (TTF) 天然气价格 (2022-2026.4)	5
图表 3. 国内 LNG 价格 (2016-2026.4)	5
图表 4. 北美洲 (NYMEX) 天然气价格 (2010-2026.4)	5
图表 5. 中东冲突升级以来重要事件及油气波动 (截至 2026.5.19)	6
图表 6. 中东地区油气管道示意图	6
图表 7. 全球原油海运关键通道及运输路线	6
图表 8. 霍尔木兹海峡石油运输量与全球海运石油贸易量 (2020-2025Q1)	7
图表 9. 霍尔木兹海峡石油运输量与全球石油消费量 (2020-2025Q1)	7
图表 10. 霍尔木兹海峡石油运输结构 (2020-2025Q1)	7
图表 11. 霍尔木兹海峡 LNG 运输量及同比 (2020-2025Q1)	7
图表 12. 霍尔木兹海峡石油主要来源及占比(2020-2025Q1)	8
图表 13. 霍尔木兹海峡石油贸易流向及占比 (2025Q1)	8
图表 14. 霍尔木兹海峡 LNG 贸易流向及占比 (2025Q1)	8
图表 15. 霍尔木兹海峡 LNG 中国方向贸易量及占比 (2020-2025Q1)	9
图表 16. 霍尔木兹海峡石油中国方向贸易量及占比 (2020-2025Q1)	9
图表 17. 我国石油消费量及同比 (1990-2024)	10
图表 18. 我国石油供给结构变化 (1990-2023)	10
图表 19. 我国原油进口量及同比 (1998-2025)	10
图表 20. 我国天然气产量及进口量 (2015-2025)	10
图表 21. 我国原油进口量前十国家及占比(2025)	11
图表 22. 全球主要原油品质分布 (密度—含硫量)	11
图表 23. 我国天然气消费量及同比 (1990-2024)	12
图表 24. 我国天然气进口结构 (2017-2024)	12
图表 25. 我国管道气主要进口国及占比 (2025)	12
图表 26. 我国 LNG 主要进口国及占比 (2025)	12
图表 27. 我国能源消费总量及增速 (1990-2024)	13
图表 28. 我国一次能源供需缺口 (1990-2024)	13
图表 29. 我国一次能源结构 (1990-2024)	13
图表 30. 我国一次能源消费结构 (2024)	13
图表 31. 我国煤炭消费量及同比 (1990-2024)	14
图表 32. 我国煤炭产量与消费量 (1990-2023)	14
图表 33. 我国主要化石资源的储量结构 (2024)	14
图表 34. 我国原煤产量及同比 (1990-2025)	14
图表 35. 能源相关政策或文件及要点汇总	15
图表 36. 我国单位 GDP 能源消费量 (2020-2023)	15

图表 37. 我国发电装机容量结构 (1990-2023)	15
图表 38. 部分经济体油气净进口占 GDP 比重 (2024 年)	16
图表 39. 煤炭自给率 (1990-2023)	16
图表 40. 原油自给率 (1990-2023)	16
图表 41. 我国原油产量及同比 (2005-2025)	17
图表 42. 我国天然气产量及同比 (2005-2025)	17
图表 43. 我国油气勘探理论创新 (2026)	17
图表 44. 我国重大油气田发现 (2026)	17
图表 45. 我国近年油气勘探成果 (2024-2025)	18
图表 46. 我国近年油气勘探技术突破 (2024-2025)	18
图表 47. 中国石油、中国石化、中国海油国内原油产量与我国原油总产量 (2017-2025)	19
图表 48. 中国石油、中国石化、中国海油天然气产量 (2017-2025)	19
图表 49. 中国石油、中国石化、中国海油油气当量产量 (2017-2025)	19
图表 50. 中海油的油气当量产量在“三桶油”占比 (2017-2025)	19
图表 51. 中国石油、中国石化、中国海油勘探开采板块营收 (2019-2025)	20
图表 52. 中国石油、中国石化、中国海油勘探开采板块毛利 (2019-2025)	20
图表 53. 中国石油、中国石化、中国海油净利率 (2021-2025)	20
图表 54. “三桶油” ROE (2021-2025)	20
图表 55. “十四五”期间央企考核指标体系的演变	21
图表 56. “三桶油”历年现金分红金额 (2021-2025)	21
图表 57. “三桶油”历年分红比率 (2019-2025)	21
图表 58. 国际油气公司估值及储量情况对比	21
图表 59. “三桶油”总 capex 及同比 (2010-2025)	22
图表 60. “三桶油” capex (2010-2025)	22
图表 61. SW 油田服务营收及同比 (2010-2025)	22
图表 62. SW 油服工程营收及同比 (2010-2025)	22

中东冲突对中国能源供应体系的影响

1.1 中东冲突引起全球原油及天然气价格波动

中东冲突以来，全球原油与天然气价格显著上行并剧烈震荡。2026年2月底至3月初，冲突快速升级叠加霍尔木兹海峡通行受阻，地缘风险溢价推动国际油气价格快速上行，布伦特与WTI原油价格同步大幅上行，布伦特突破100美元/桶并一度接近120美元/桶高点，WTI亦升至100美元/桶附近；与此同时，国际天然气市场同样宽幅波动，分区域来看，欧洲TTF天然气价格由2月下旬约30欧元/兆瓦时快速进入上行通道，并在3月一度突破60欧元/兆瓦时，成为对冲冲突反应最为敏感的市场。北美NYMEX天然气价格虽受国际能源情绪带动出现波动，但受本土供需、库存及天气因素影响更大，表现为阶段性冲高回落；我国国内LNG价格自3月以来明显上行，并在进口成本抬升及国际气价传导带动下持续上涨。进入3月中旬，随着航运受阻、运费上升及卡塔尔LNG供给扰动，市场由“预期驱动”转向“供给约束”，油气价格中枢进一步抬升；3月下旬，在制裁强化及冲突长期化预期推动下，市场开始交易持续性供给缺口，油气价格高位震荡特征进一步强化。4月以来，停火谈判与海上封锁等事件反复交替，油气价格在快速回落与再度上冲之间切换，整体维持高位震荡。整体来看，中东冲突通过“预期冲击—供给约束—缺口交易”的阶段性演绎路径，使国际能源市场由短期剧烈波动逐步演变为高位震荡，价格不确定性显著放大。

图表 1. 国际原油价格 (2010-2026.4)



资料来源: Wind, iFinD, 中银证券

图表 2. 欧洲 (TTF) 天然气价格 (2022-2026.4)



资料来源: Wind, iFinD, 中银证券

图表 3. 国内 LNG 价格 (2016-2026.4)



资料来源: Wind, iFinD, 中银证券

图表 4. 北美洲 (NYMEX) 天然气价格 (2010-2026.4)



资料来源: Wind, iFinD, 中银证券

图表 5. 中东冲突升级以来重要事件及油气波动（截至 2026.5.19）

产品	2.27 价格	2 月底以来最高价格	最高价涨幅(%)	最新价涨幅(%)
布伦特原油（美元/桶）	72.48	118.35	63.29	54.66
WTI 原油（美元/桶）	67.02	112.95	68.53	62.13
欧洲 TTF 天然气（欧元/兆瓦时）	31.96	61.85	93.52	57.23
北美 NYMEX 天然气（美元/MMBtu）	2.86	3.23	12.94	5.59
国内 LNG（元/吨）	2,942	6,186.00	110.27	101.77

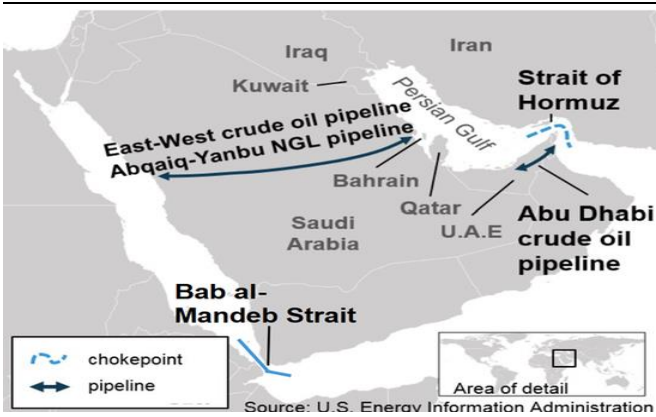
资料来源：iFinD，中银证券

美伊谈判进展及霍尔木兹海峡通行预期近期依然是油气价格波动的核心变量。市场对美伊缓和、停火或制裁放松的预期阶段性强化，带动供给恢复预期升温，从而压制油价上行空间；另一方面，围绕霍尔木兹海峡是否可能出现封锁或运输受限的博弈持续扰动市场情绪。当前油气价格已从单纯供给冲击，演变为“供给扰动+运输通道风险+地缘预期博弈”三重因素共同驱动，价格中枢抬升且波动显著加剧。

1.2 霍尔木兹海峡是连接波斯湾与全球市场的关键能源通道

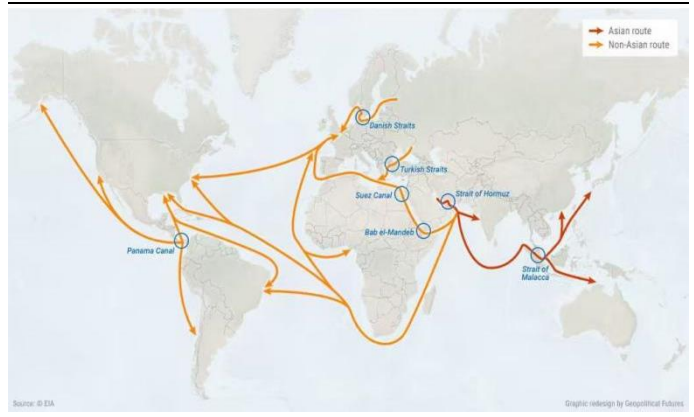
霍尔木兹海峡位于伊朗与阿曼之间，最窄处约 33 公里，是波斯湾唯一连接外海的大规模能源出口通道，承担沙特、伊拉克、阿联酋、科威特、卡塔尔等主要产油产气国的对外运输职能。2024 年经该海峡运输的石油为 20.30 百万桶/日，占全球海运石油贸易量的 26.89%，占全球石油消费量的 19.77%。结构上，原油及凝析油比例约为 7: 3，是全球石油贸易的核心通道。

图表 6. 中东地区油气管道示意图



资料来源：EIA，中银证券

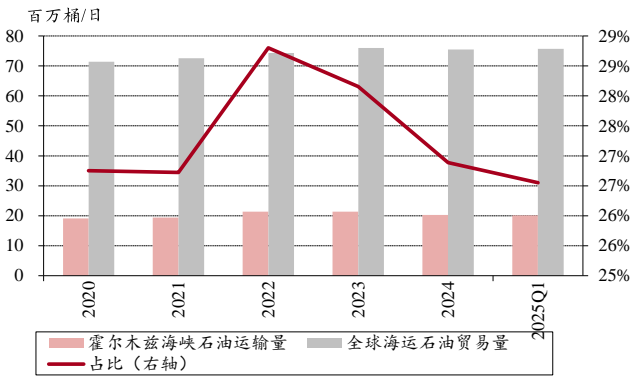
图表 7. 全球原油海运关键通道及运输路线



资料来源：geopoliticalfutures，中银证券

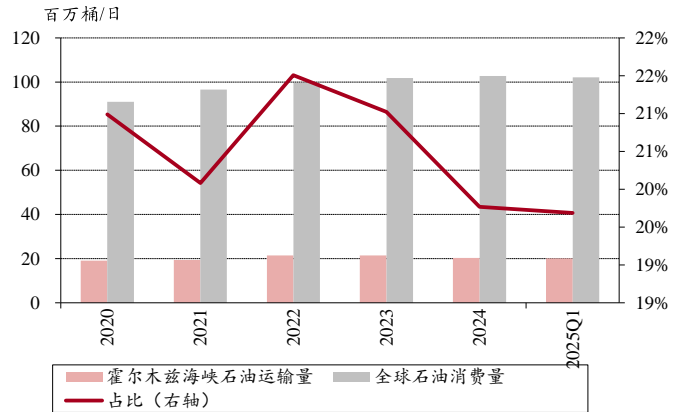
霍尔木兹海峡在天然气体系中的战略地位更为突出，LNG 供应链高度依赖液化、运输与再气化一体化基础设施，相较原油具备更强的路径锁定属性，一旦运输中断，短期内难以通过其他市场或管道气实现替代。同时，全球 LNG 贸易以长期合同为主，供给调节弹性有限。根据 EIA 数据，2024 年全球约 20% 的 LNG 贸易需通过霍尔木兹海峡完成，其中绝大部分来自卡塔尔，且其出口几乎全部依赖该通道。

图表 8. 霍尔木兹海峡石油运输量与全球海运石油贸易量 (2020-2025Q1)



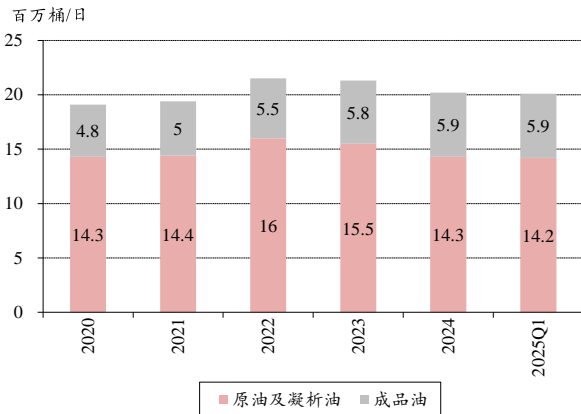
资料来源: EIA, 中银证券

图表 9. 霍尔木兹海峡石油运输量与全球石油消费量 (2020-2025Q1)



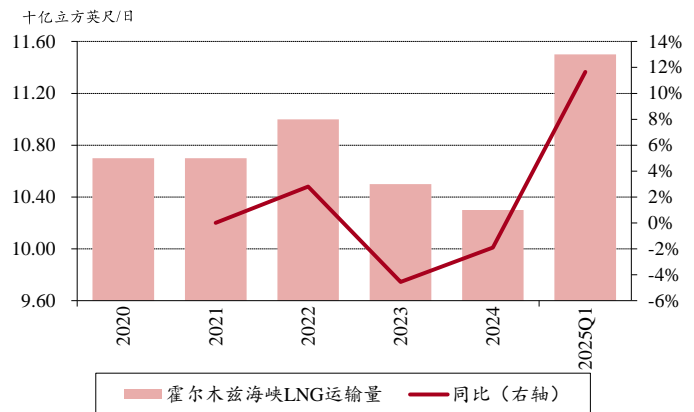
资料来源: EIA, 中银证券

图表 10. 霍尔木兹海峡石油运输结构 (2020-2025Q1)



资料来源: EIA, 中银证券

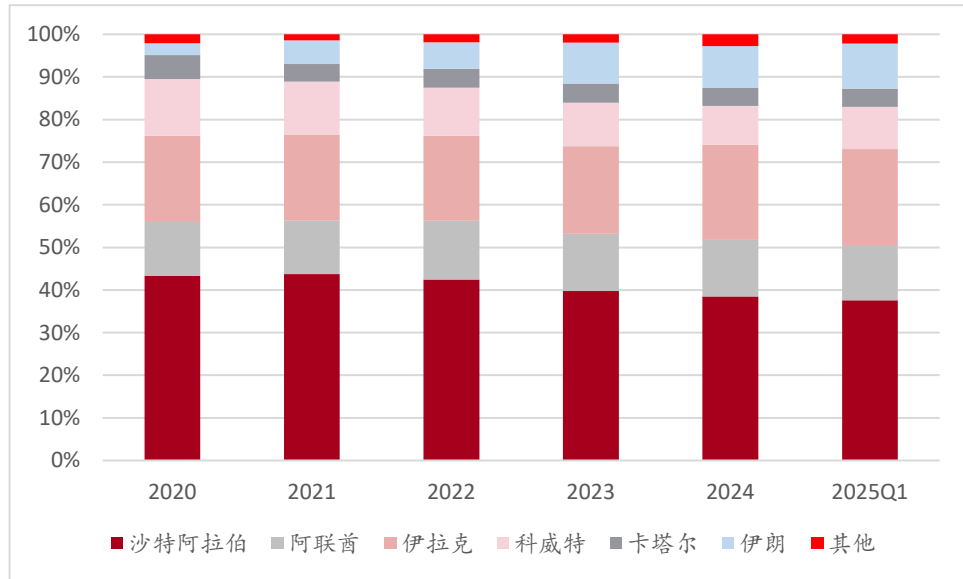
图表 11. 霍尔木兹海峡 LNG 运输量及同比 (2020-2025Q1)



资料来源: EIA, 中银证券

霍尔木兹海峡高度绑定中东能源出口体系。中东地区油气资源集中于波斯湾沿岸，出口路径主要依赖霍尔木兹海峡，结构上，沙特、伊拉克、阿联酋、科威特是核心供给来源，其中，沙特原油出口规模长期维持在 5.3 - 6.8mb/d (百万桶/天，下同) 区间，伊拉克基本稳定在约 3.2mb/d 水平；阿联酋与科威特分别处于 1.3 - 2.2mb/d 区间。2020 年 - 2025 年 Q1 期间，前四大来源国合计占比超过 80%，叠加伊朗与卡塔尔后，占比超过 95%。尽管沙特与阿联酋具备部分绕行能力，但霍尔木兹海峡仍是其核心能源出口通道。其中，沙特拥有 East-West Pipeline 原油管道，阿联酋拥有 Habshan-Fujairah 原油管道，部分原油可绕开霍尔木兹海峡运输至红海或阿曼湾港口，但管道输送产能有限。同时，科威特、卡塔尔及巴林等波斯湾国家的原油及 LNG 出口仍高度依赖霍尔木兹海峡运输。根据 EIA 测算，目前沙特与阿联酋合计可绕行运力约 6.0-7.0 mb/d，明显低于霍尔木兹海峡约 2,000 万桶/日的实际运输规模。

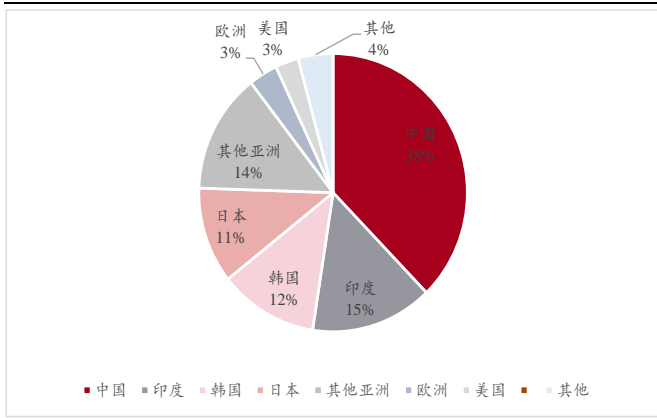
图表 12. 霍尔木兹海峡石油主要来源及占比(2020-2025Q1)



资料来源: EIA, 中银证券

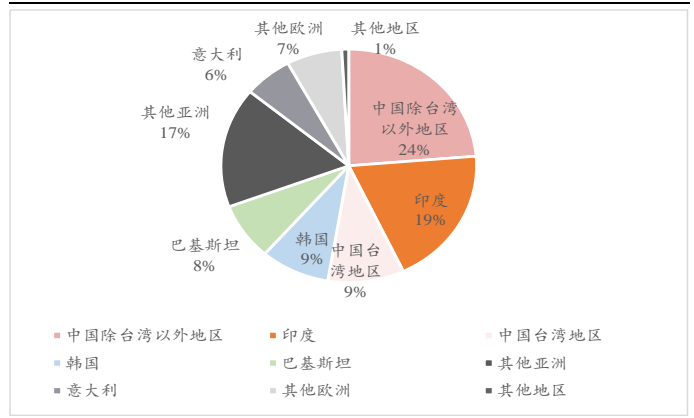
霍尔木兹海峡封锁对亚洲市场产生重要影响。从贸易流向数据看, 亚洲是主要目的地, 霍尔木兹原油贸易中, 亚洲贸易的占比达 90%, 主要是中国、印度、韩国、日本。霍尔木兹 LNG 贸易中, 亚洲贸易的占比达 86%, 主要是中国、印度、韩国、巴基斯坦。

图表 13. 霍尔木兹海峡石油贸易流向及占比 (2025Q1)



资料来源: EIA, 中银证券

图表 14. 霍尔木兹海峡 LNG 贸易流向及占比 (2025Q1)

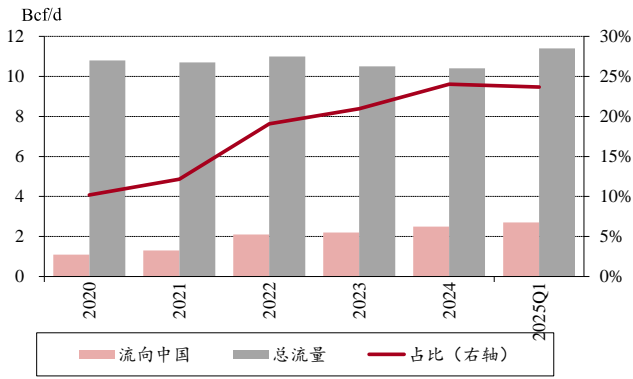


资料来源: EIA, 中银证券

1.3 霍尔木兹海峡是我国油气进口的重要通道

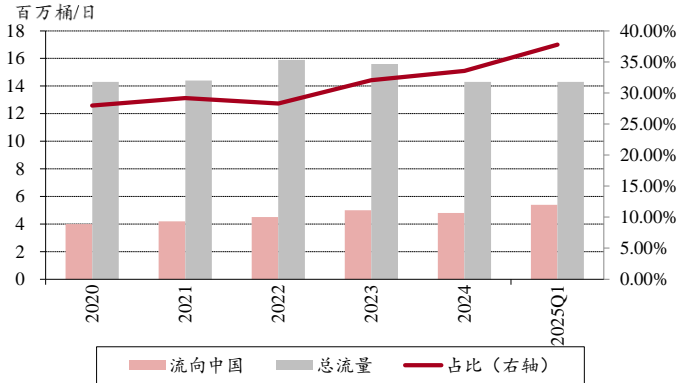
我国对霍尔木兹海峡的依赖呈现持续上升趋势。天然气方面, 2020—2025Q1 期间, 经霍尔木兹海峡流向中国的 LNG 规模由 1.1 Bcf/d(十亿立方英尺/日)提升至 2.7 Bcf/d, 占比由 10.19% 提升至约 24%。原油方面, 中国贸易量位居第一, 2020—2025Q1 占比继续抬升, 由 4 mb/d 提升至 5.4 mb/d, 占比由约 28% 提升至接近 38%, 累计增长约 1.4 mb/d, 增幅约 35%。我国原油天然气进口对该通道的依赖持续增强, 霍尔木兹海峡不仅是全球能源通道的关键节点, 也是影响我国能源供应的重要约束变量。

图表 15. 霍尔木兹海峡 LNG 中国方向贸易量及占比 (2020-2025Q1)



资料来源: EIA, 中银证券

图表 16. 霍尔木兹海峡石油中国方向贸易量及占比 (2020-2025Q1)



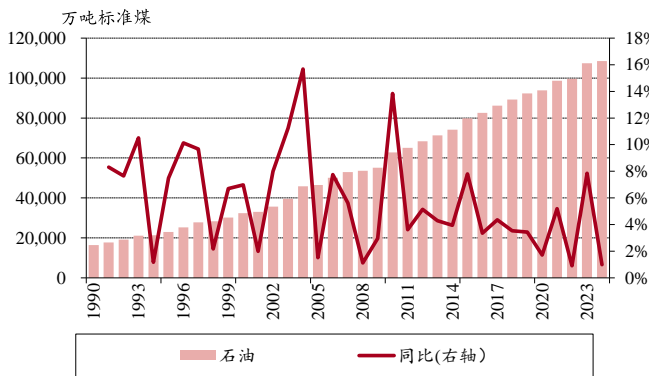
资料来源: EIA, 中银证券

我国油气能源的基本情况与供给变化

2.1 我国原油进口实现多元化布局，天然气产业链抗冲击能力较强

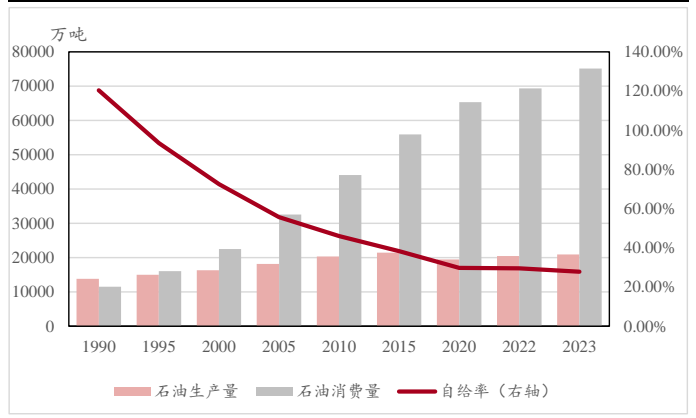
我国石油消费量增速趋缓，对外依存度维持高位。2025 年我国石油消费量为 7.62 亿吨，同比增长 1.10%。1990 年-2024 年，我国石油消费复合年均增速约 5.72%。需求端，交通、化工是主要下游，国内成品油消费趋于见顶，化工用油继续增长。随着新能源汽车渗透率提升和轻质化化工原料供应增加，2015 年以来石油消费增速中枢较此前有所下移。供应端，国内原油产量虽有增长，但不及需求增速，进口原油占比较大，2023 年我国原油自给率为 27.82%，较 2015 年下降 10.50 pct。

图表 17. 我国石油消费量及同比 (1990-2024)



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 18. 我国石油供给结构变化 (1990-2023)

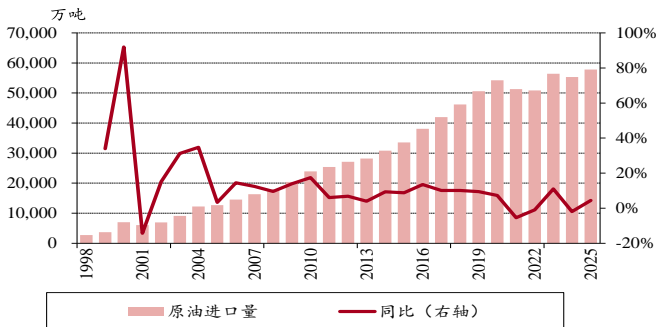


资料来源：国家统计局，中银证券

我国原油进口已实现多元化供应，但中东仍为核心供给来源。进口原油是我国的供应主力，2025 年我国原油进口量为 5.78 亿吨，同比+4.39%。2025 年我国进口原油前三大来源国（俄罗斯、沙特、伊拉克）合计占比达 42.71%，前五大来源国占比为 61.29%；区域结构上，中东国家（沙特、伊拉克、阿联酋、阿曼、科威特）占比最大，合计占比达 44.61%，此外，已形成以俄罗斯为代表的欧亚供应、以巴西为代表的美洲以及以安哥拉为代表的非洲供给为补充的多元化进口格局。

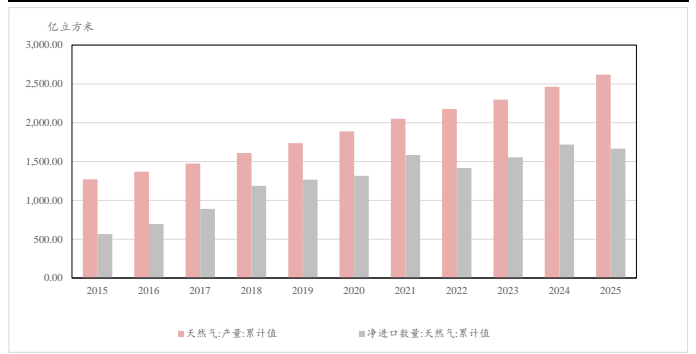
我国管道原油进口体量有限，海运是主要的进口渠道。哈萨克斯坦—中国原油管道是我国首条跨境原油管道，连接里海资源区与新疆，年输油能力约 2000 万吨，是中亚原油进入中国的核心通道；中俄原油管道分为一线和二线，每年合计原油输送量达 3000 万吨；西南方向，中缅原油管道可绕开马六甲海峡，实现原油自印度洋直接进入中国，管道起点在缅甸皎漂港，从云南瑞丽进入我国，年输送能力为 2200 万吨原油。相较于海运原油，陆上管道在进口结构中占比较低，主要承担“补充与分散风险”功能，我国原油供应仍以中东海运为主。

图表 19. 我国原油进口量及同比 (1998-2025)



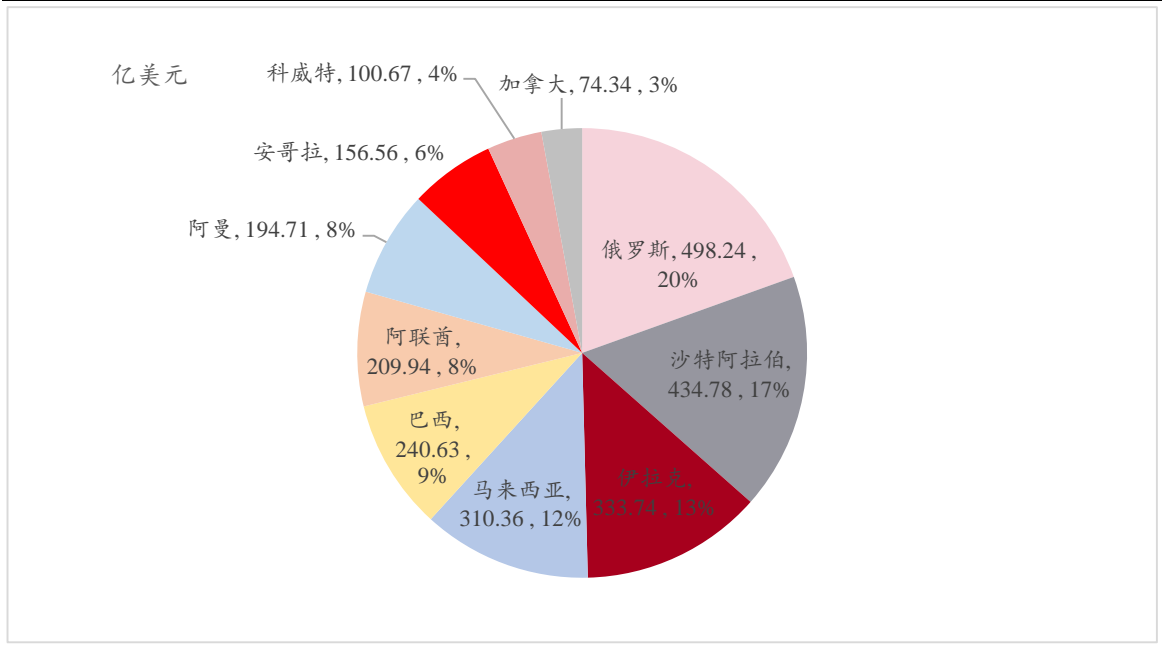
资料来源：iFind，中银证券

图表 20. 我国天然气产量及进口量 (2015-2025)



资料来源：iFind，国家能源局，中银证券

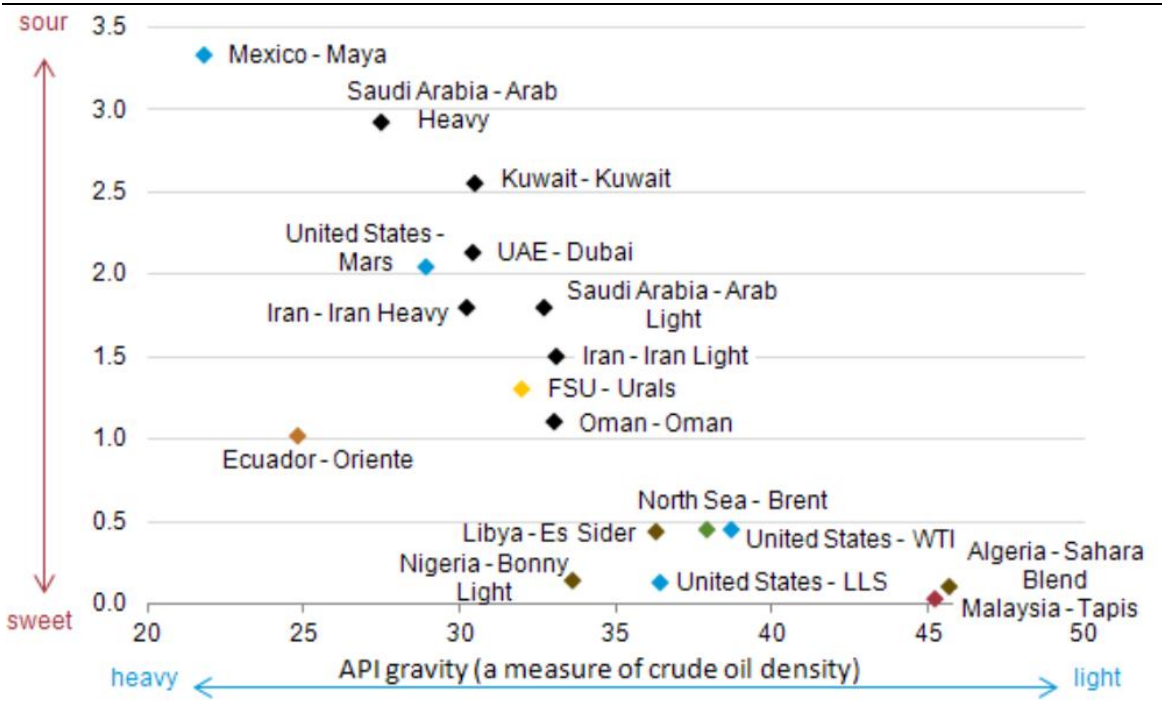
图表 21. 我国原油进口量前十国家及占比(2025)



资料来源: 海关总署、中银证券

全球原油品质差异主要体现在密度 (API) 与含硫量两个维度, 不同产区原油在密度与硫含量上的分布存在显著差异。从结构上看, WTI、Brent 等欧美原油集中于轻质低硫原油, 属于高品质原油; 中东地区原油 (如 Saudi Arab、Dubai、Kuwait 等) 则主要分布在中质偏重、含硫量较高区间, 呈现典型的“中重质高硫”特征; 俄罗斯 Urals 介于两者之间, 而拉美部分原油 (如 Maya) 则位于重质高硫区间。整体来看, 全球原油品质存在显著差异, 不同品质原油对应不同炼厂适配体系, 中东原油多数属于中重质原料。

图表 22. 全球主要原油品质分布 (密度—含硫量)

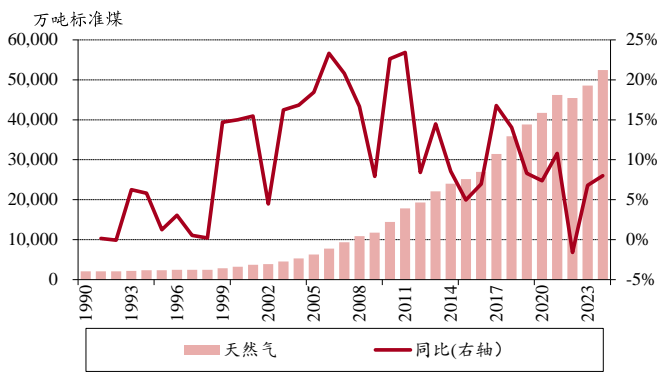


资料来源: EIA、中银证券

中东原油与我国炼厂原料适配度高。我国炼化体系以一体化炼厂为主，普遍配置延迟焦化、加氢裂化等深度加工装置，对高硫、高酸值的中重质原油具有更强处理能力，中东原油（沙特 Arab 系列、伊拉克 Basrah 等）以中重质、高硫特征为主，与我国炼厂装置结构高度匹配。同时，新建大型炼化一体化项目在设计阶段多以中东中重质原油为基准进行原料配置，使中东原油在原料结构中的占比进一步固化。相比之下，美洲及部分非洲原油多为轻质低硫油，虽然质量更优，但与现有装置匹配度较低，原料切换过程中需要调整加工工艺，并可能影响炼厂运行效率。

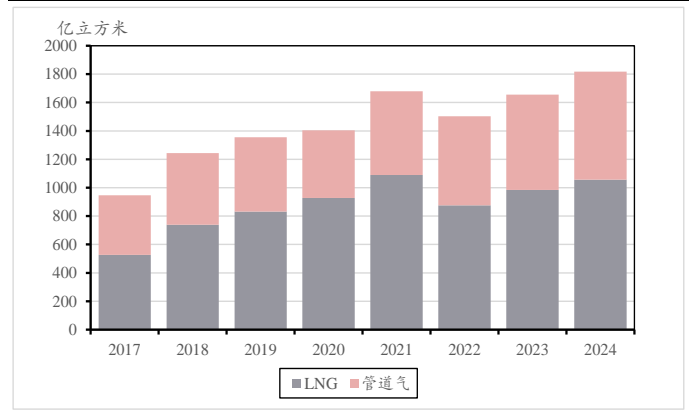
我国天然气消费量快速增长，供应呈现多元化发展。随着“煤改气”和减碳力度加大，天然气作为清洁过渡能源的战略地位强化，消费规模整体保持增长趋势。2024 年天然气消费量达 5.24 亿吨标准煤，同比增长 8.00%，较 1990 年增长约 25 倍，复合年均增速超过 9.00%。工业燃料、发电和化工原料是天然气的主要下游。我国天然气进口总量整体呈增长趋势，LNG 与管道气互为补充，2024 年进口总量达 1817 亿立方米，较 2017 年增长 92.07%；其中 LNG 进口 1057 亿立方米，管道气 760 亿立方米，LNG 占比从 2017 年的 55.60% 升至 58.17%。

图表 23. 我国天然气消费量及同比（1990-2024）



资料来源：国家统计局，中银证券

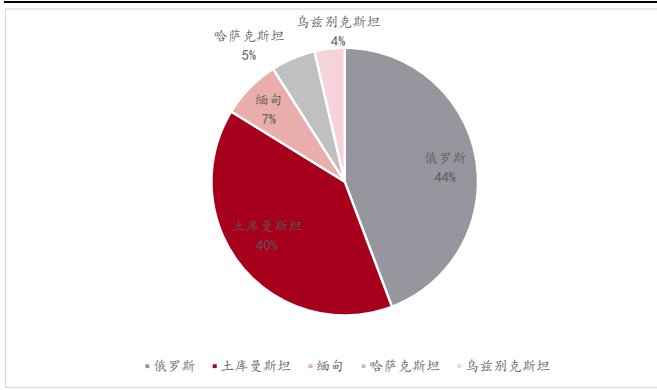
图表 24. 我国天然气进口结构（2017-2024）



资料来源：国家能源局，中银证券

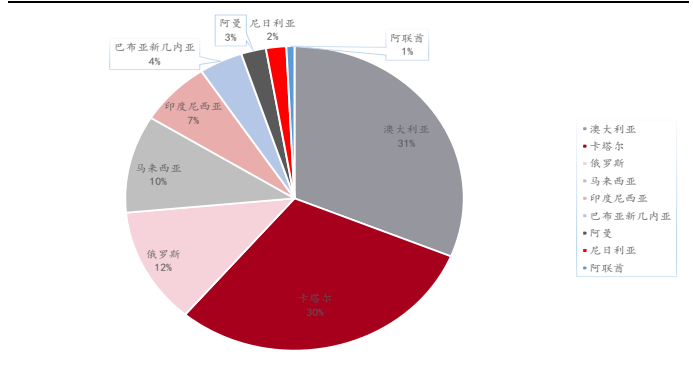
管道气+LNG 相互补充，天然气供应链相对稳定。管道天然气运输高度依赖基础设施约束，同时具备运输成本低、供应量稳定的优势，2025 年我国进口的管道天然气中，俄罗斯与土库曼斯坦分别占比 44% 和 40%，两国合计占比高达 84%，叠加缅甸、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦后，前五大来源国占比已接近 100%。LNG 作为我国天然气进口体系中的边际调节来源，占比约 60% 左右（2024 年 LNG 进口量约 1057 亿立方米，占总进口量 58%），在供需平衡中承担“弹性补充”角色，与管道气相比，LNG 优势在于采购灵活、调峰能力强，可通过现货与长协组合实现供给动态调整，尤其，LNG 现货价格与国际油气市场高度联动。从来源结构看，我国 LNG 进口以澳大利亚、卡塔尔、马来西亚及俄罗斯为主，前四大来源国合计占比超过 70%，其中卡塔尔占比约 30%。虽然我国天然气对外依赖度较高，但我国天然气进口体系具备“管道气保底+LNG 调节”的特征，中东冲突主要影响 LNG 的进口。

图表 25. 我国管道气主要进口国及占比（2025）



资料来源：海关总署，中银证券

图表 26. 我国 LNG 主要进口国及占比（2025）



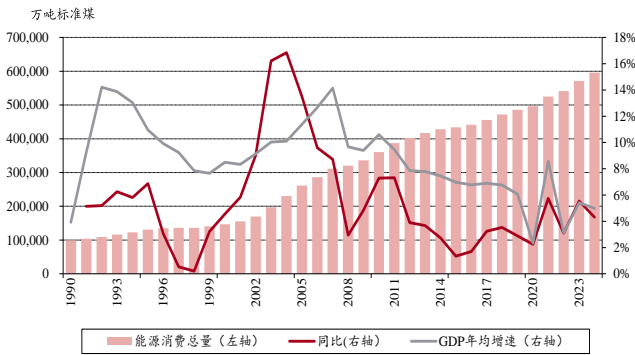
资料来源：海关总署，中银证券

我国天然气管道进口以中亚与俄罗斯为核心来源。我国天然气管道体系以中亚为基础保障、俄罗斯为战略增量，叠加少量西南通道，形成稳定的陆上供应结构。中亚—中国天然气管道是当前最主要陆上气源通道，气源主要来自土库曼斯坦，并经乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦进入新疆后接入西气东输系统，年输气能力约 550 亿立方米，是我国管道气供应的主体来源。在此基础上，中俄东线（西伯利亚力量）自 2019 年投产后逐步放量，2025 年输气规模已接近 400 亿立方米，成为重要增量来源。同时，中缅天然气管道提供西南方向补充气源，设计年产能为 120 亿立方米。

2.2 我国能源结构合理，煤油气电力相互支撑

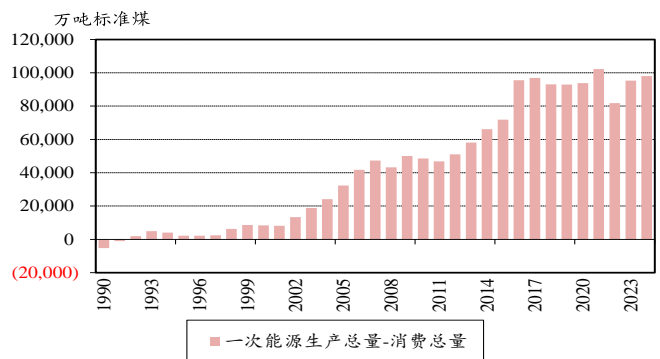
我国一次能源消费总量稳步增长，能源供应仍然存在缺口。根据国家统计局的统计数据，2024 年一次能源消费总量达 59.6 亿吨标准煤，同比+4.32%，1990 年以来的复合年均增速约 5.43%。我国一次能源消费总量持续增长叠加国内供给增量有限，一次能源呈现净进口的特征，2024 年我国能源自给率约 83.56%，其中煤炭、石油、天然气自给率分别约 100.36%、28.01%、58.87%，2016 年以来，一次能源进口规模基本稳定在 8-10 亿吨标准煤区间，2024 年缺口为 9.8 亿吨标准煤。

图表 27. 我国能源消费总量及增速（1990-2024）



资料来源：国家统计局，中银证券

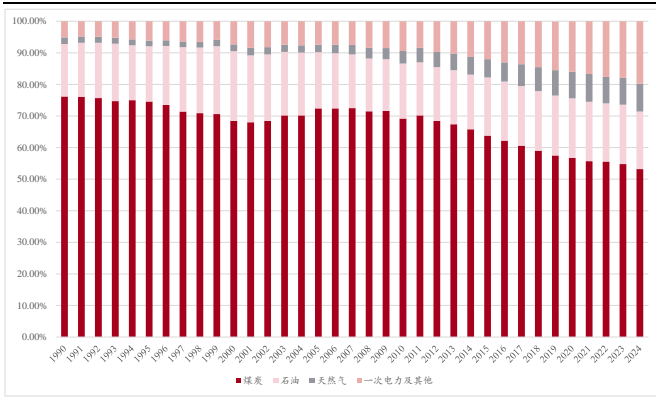
图表 28. 我国一次能源供需缺口（1990-2024）



资料来源：国家统计局，中银证券

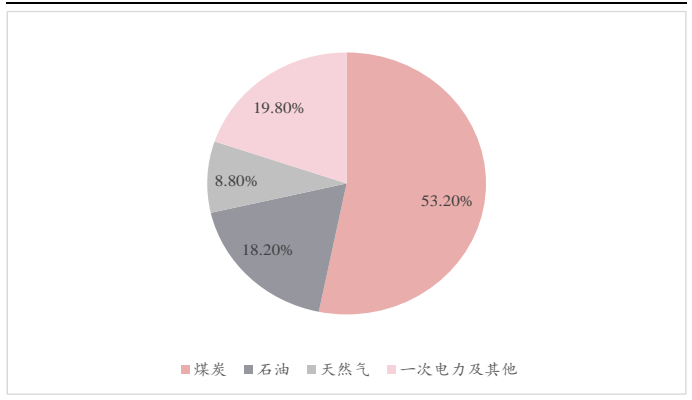
煤炭在能源结构中占据主体地位，非化石能源占比快速提升。结构上看，2024 年煤炭消费占比为 53.20%；石油占比在 18.20% 左右，天然气升至 8.80%，一次电力及其他（含水电、核电、风电、太阳能等）占比为 19.80%。趋势上来看，煤炭占比逐步降低，2024 年煤炭占比同比下降 1.60 pct，较 1990 年回落 23.00 pct，一次电力及其他的占比较 1990 年上升 14.70 pct，非化石能源消费占比超过石油成为第二大能源类型，石油占比相对稳定，天然气占比有所提升。

图表 29. 我国一次能源结构（1990-2024）



资料来源：国家统计局，中银证券

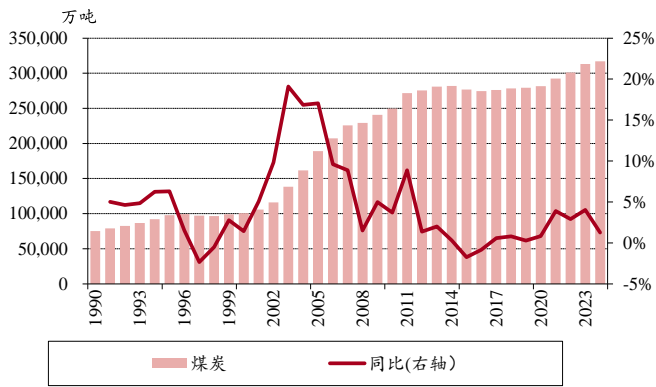
图表 30. 我国一次能源消费结构（2024）



资料来源：国家统计局，中银证券

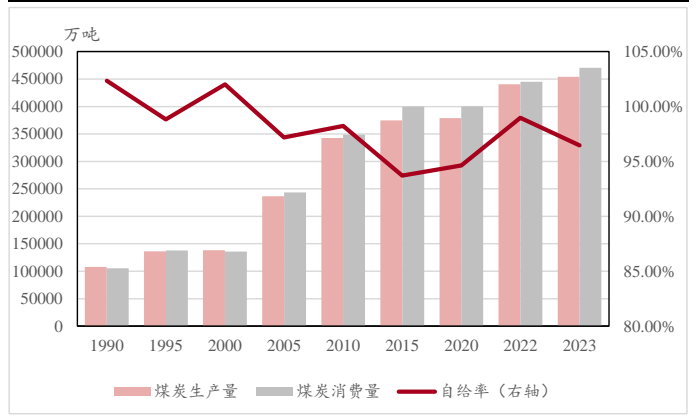
我国煤炭自给率长期维持高位，压舱石地位牢固。煤炭在我国能源体系发挥中的压舱石地位，煤炭产量与消费量同步增长，2023 年煤炭自给率为 96.47%，国内煤炭资源禀赋丰富且产能充足，叠加保供政策持续发力，使得煤炭成为应对外部地缘风险的最可靠保障。

图表 31. 我国煤炭消费量及同比 (1990-2024)



资料来源: 国家统计局, 中银证券

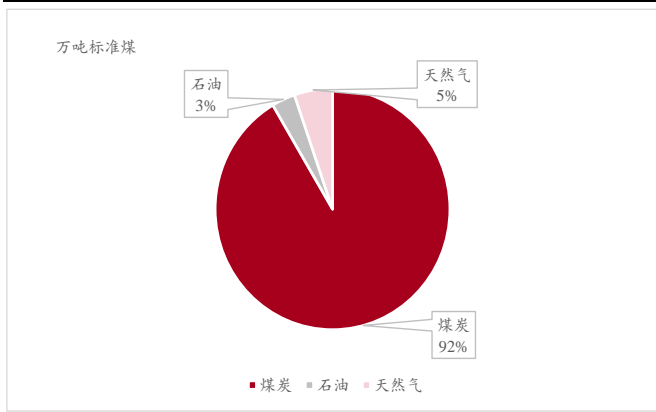
图表 32. 我国煤炭产量与消费量 (1990-2023)



资料来源: 国家统计局, 中银证券

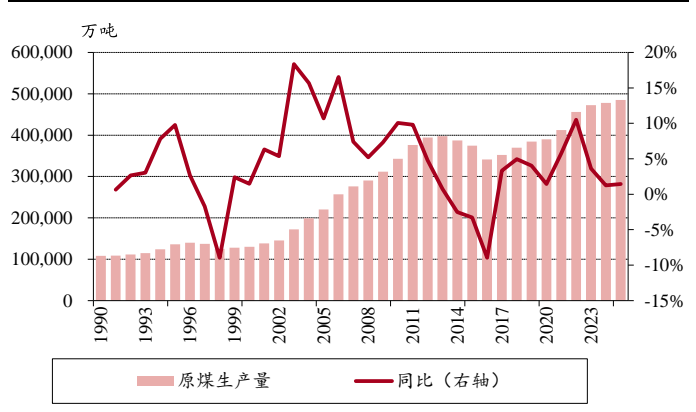
能源结构与我国资源禀赋相匹配。从储量结构看, 煤炭在化石能源中占比超过 90%, 根据自然资源部《中国矿产资源报告 (2024)》, 截至 2023 年底, 我国煤炭储量约 2185.7 亿吨, 石油剩余探明技术可采储量约 38.5 亿吨, 天然气剩余探明技术可采储量约 6.7 万亿立方米。我国资源禀赋进一步强化了煤炭在能源体系中的兜底地位。

图表 33. 我国主要化石资源的储量结构 (2024)



资料来源: 中国政府网, 中银证券

图表 34. 我国原煤产量及同比 (1990-2025)



资料来源: 国家统计局, 中银证券

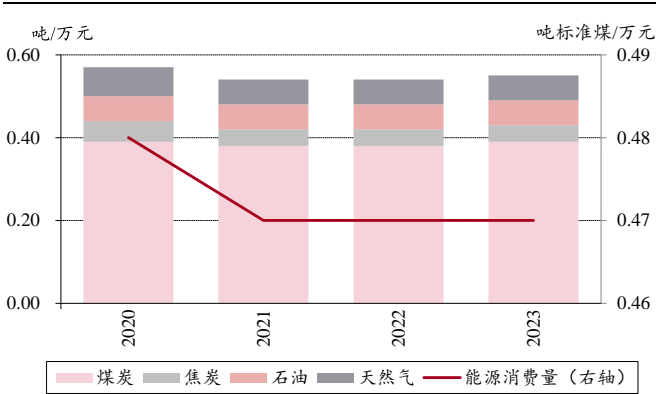
未来我国能源消费结构将继续优化, 双碳目标下清洁能源占比有望进一步提升。“十五五”期间, 我国能源消费总量有望保持刚性增长但增速放缓, 结构上, 煤炭与石油消费逐步达峰, 天然气保持韧性增长, 非化石能源供应主要增量。2026 年政府工作报告明确提出要从能耗双控全面转向碳排放总量和强度双控; 根据国务院 2030 年前碳达峰行动方案的预计, 2030 年, 非化石能源消费比重达到 25% 左右, 单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 65% 以上。

图表 35. 能源相关政策或文件及要点汇总

政策	时间	主要内容	影响
2030 年前碳达峰行动方案 (国发〔2021〕23 号)	2021 年 10 月	2025 年非化石能源消费比重达 20% 左右; 单位 GDP 能耗比 2020 年下降 13.5%、碳排放强度比 2020 年下降 18%; 2030 年非化石能源消费达 25% 左右。	“十五五” 奠定碳达峰基础, 总量增速趋缓, 煤炭消费逐步减少, 非化石能源成为增量主体, 结构优化加速以缓冲外部供应风险。
国家能源集团《中国能源展望 (2025-2060)》	2025 年 9 月	能源消费总量 2035 年达到 71-72 亿吨标煤; 非化石能源占比 2035 年升至 35%、2060 年升至 80%。	能源结构长期绿色低碳化。
《碳达峰碳中和的中国行动》白皮书	2025 年 11 月	非化石能源占比由 2020 年 16.0% 升至 2024 年 19.8%; 煤炭占比由 2020 年 56.7% 降至 2024 年 53.2%; 化石能源占比降至 80.2%。	能源消费总量刚性增长但增速放缓, 非化石能源已超过石油成为第二大能源类型。
2026 全国能源工作会议部署	2025 年 12 月 (2026 执行)	2026 年新增风光发电装机容量超过 2 亿千瓦; 非化石能源增长 2025 年超额 20% 完成。	“十五五” 计划期间能源消费将进入 “3-2-1” 降速通道; 煤炭、石油平台期显现, 天然气消费将继续增长但不是非化石能源消费贡献主体。
国家能源局 2025 年工作小结及 2026 年部署	2025 年 12 月 15 日	2025 年非化石能源占比超额 20% 完成; 2026 年新增风光发电装机容量 2 亿千瓦以上; “十五五” 将初步建成新型能源体系。	能源消费总量进入温和增长通道, 煤降油稳气增非化石能源大幅增长。
国家能源局 2026 年 1 月 30 日新闻发布会	2026 年 1 月 30 日	2030 年非化石能源占比达到 25%、新能源发电装机比重预计将超过 50%; 2035 年非化石能源消费比重将突破 30%。	“十五五” 期间能源消费增量主要由非化石能源消费满足, 总量增速进一步趋缓; 电力与化工用能刚性需求仍然存在, 但整体向低碳转型加速。
2026 年政府工作报告及“十五五” 规划纲要	2026 年 3 月	2026 年单位 GDP 二氧化碳排放降低 3.8%; “十五五” 计划期间累计降低 17%; 从能耗双控全面转向碳排放总量和强度双控; 新增用电需求主要由清洁能源满足。	从总量控制转向以碳排放双控为主, “十五五” 末非化石能源占比预计将升至 25%; 煤炭和石油消费达峰, 结构优化为地缘政治下的能源安全提供缓冲。

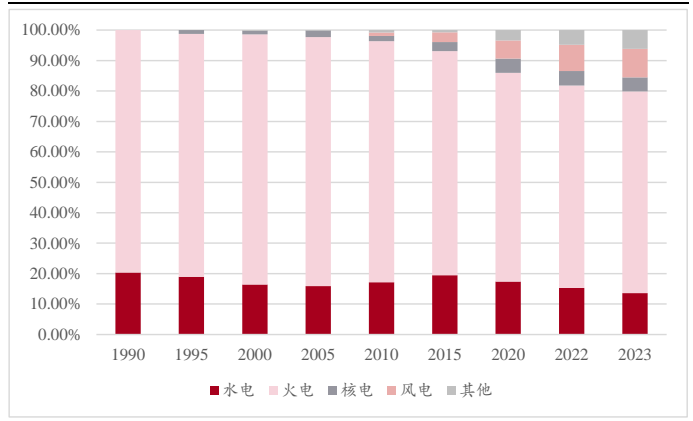
资料来源: 中国政府网, 国家能源局, 国家能源集团报, 全国工商联新能源商会, 新华社, 中银证券

图表 36 我国单位 GDP 能源消费量 (2020-2023)



资料来源: 国家统计局, 中银证券

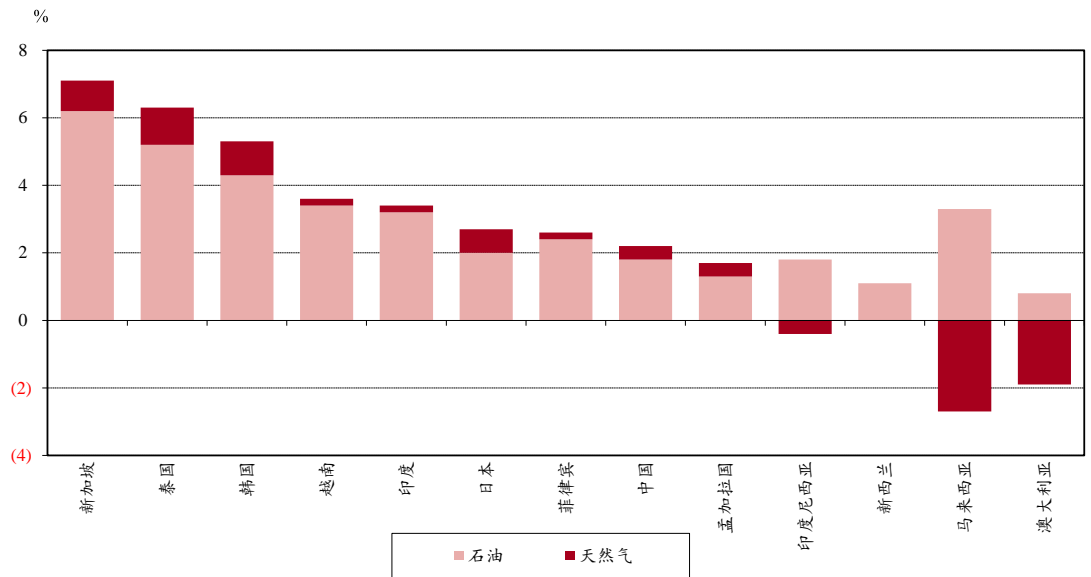
图表 37. 我国发电装机容量结构 (1990-2023)



资料来源: 国家统计局, 中银证券

此次冲击中, 我国相较多数亚洲经济体具备优势。韩国、日本、泰国等经济体油气净进口占 GDP 比重明显更高, 对外依赖程度更强, 而中国整体处于相对靠后位置, 能源进口对经济冲击的敏感性低于亚太地区多数国家或地区。我国虽同样面临输入性通胀压力, 但整体抗冲击能力优于多数亚洲国家, 体现出能源结构与供应体系所带来的相对优势。

图表 38. 部分经济体油气净进口占 GDP 比重 (2024 年)



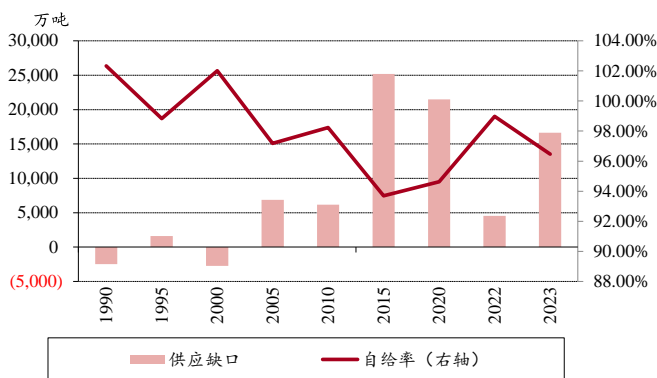
资料来源: IMF、中银证券

2.3 国内持续推进油气资源增储上产, 非常规和深海油气有望迎来快速发展

非常规油气以及海洋油气快速发展

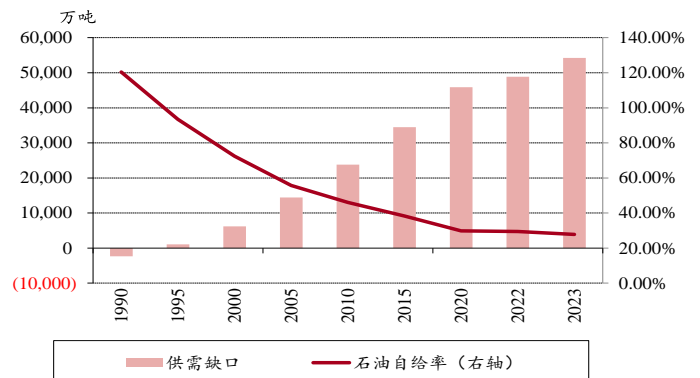
短期内, 我国原油对外高依赖所带来的约束难以根本缓解, 中长期来看, 提升国内油气供给能力仍具有必要性和紧迫性。提升我国油气产量, 是应对外部约束、强化能源安全的重要路径, 提高油气自给率有助于在价格波动周期中增强供应链稳定性、降低对外部市场的敏感度。

图表 39. 煤炭自给率 (1990-2023)



资料来源: 国家统计局, 中银证券

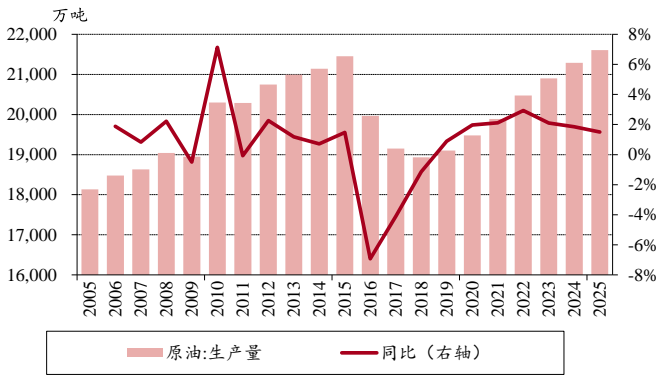
图表 40. 原油自给率 (1990-2023)



资料来源: 国家统计局, 中银证券

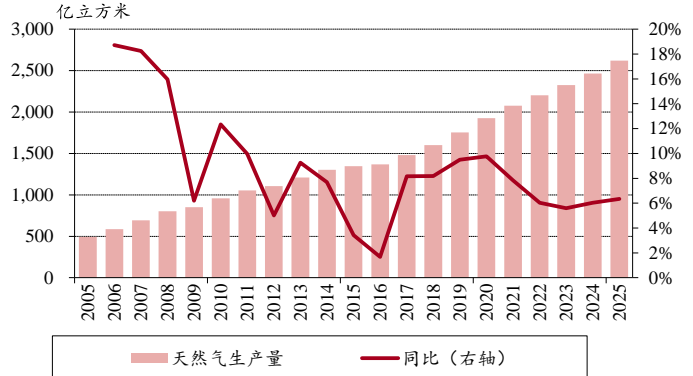
2019 年 5 月国家能源局提出的“2019-2025 七年行动方案”, 推动我国油气供给能力提升并重塑产量增长结构。在增储上产行动的助力下, 我国油气产量企稳回升, 并由传统常规资源主导向陆上非常规油气与海上深水油气加速转型, 三桶油作为增储上产核心执行主体, 油气当量总产量由 2017 年的 2374 百万桶提升至 2025 年的 3144 百万桶, 增长约 770 百万桶, 其中, 中国石油增加约 380 百万桶, 中国海油增长约 300 百万桶, 中国石化基本维持平稳。中国石油依托陆上资源及非常规开发实现稳步增长; 中国石化产量通过页岩气放量与老油田提高采收率, 保持油气产量相对稳定; 中国海洋石油则受益于海上油气资源开发加速, 成为国内原油增量的核心贡献主体。

图表 41. 我国原油产量及同比 (2005-2025)



资料来源: 国家统计局, 中银证券

图表 42. 我国天然气产量及同比 (2005-2025)



资料来源: 国家统计局, 中银证券

我国油气资源呈现“常规受限、非常规丰富”的结构特征。我国常规油气资源开发程度较高, 接替压力逐步显现, 但非常规油气资源潜力巨大, 其中页岩气资源量全球第一, 页岩油可采储量位居全球第三, 煤层气地质资源量位居全球第三位, 煤岩气地质资源量超过 40.00 万亿立方米, 致密气技术可采资源量约 12.30 万亿立方米。我国非常规油气资源丰富, 叠加深层、超深层油气资源及海洋油气资源勘探不断取得突破, 有望成为新的资源接替。

我国陆上非常规油气与海上油气已成为增产的核心来源。中国的非常规资源正由“资源潜力”转化为“现实供给”, 中国页岩油产量快速增长。2025 年我国陆相页岩油迈入规模效益开发新阶段, 国内页岩油年产量突破 700 万吨; 2025 年页岩气产量达到 270 亿立方米。同时, 海上油气产量已突破 6500 万吨油当量, 海上原油对国内原油增量贡献占比约 80%, 未来随着深水气田开发提速, 海上天然气产量也有望快速增长。

理论体系创新以及钻探技术进步, 油气勘探成果丰硕。近年来, 我国围绕深层与超深层复杂构造、海域深水油气及非常规资源富集规律、以及页岩油气“源储一体”的理论认识持续深化, 万米级钻探、深水油气开发等关键技术不断突破, 助力塔里木盆地富满、顺北等十亿吨级深层油气田, 南海深水气田等海洋项目得到落实。理论创新与勘探发现相互验证、协同推进, 推动我国油气勘探由单点突破向体系化发展演进, 油气勘探成果陆续涌现。

图表 43. 我国油气勘探理论创新 (2026)

理论	代表区域	核心内容
超深层油气成藏理论	塔里木盆地	万米级深井与深层富集规律突破
海相深水油气成藏理论	南海海域	深水复杂地质与开发技术突破
陆相页岩油成藏理论	松辽、鄂尔多斯盆地	“源储一体”与页岩油富集机制
致密油气富集理论	鄂尔多斯、四川盆地	致密储层改造与富集规律明确

资料来源: 国家能源局, 能源电力期刊网, 石油科学通报, 中银证券

图表 44. 我国重大油气田发现 (2026)

油气田	区域	资源类型	规模
富满油田、顺北油气田	塔里木盆地	深层油气	十亿吨级
古龙页岩油	松辽盆地	页岩油	亿吨级潜力
四川页岩气区	四川盆地	页岩气	千亿方级
深海一号等气田	南海	深水气田	千亿方级

资料来源: 中国新疆网, 中国能源新闻网, 国家能源局, 中银证券

我国油气资源储量进一步夯实。我国油气勘探开发成果呈现多类型、多区域的特征: 一方面, 在塔里木、四川、准噶尔等盆地, 深层及超深层勘探持续突破, 万米级钻探与复杂构造识别能力显著提升, 推动多个亿吨级储量区落实; 另一方面, 海洋油气成为我国油气资源的重要增量来源, 南海与渤海相继发现大型油气田。同时, 非常规油气也进展顺利, 致密气、页岩气及煤层气在四川、鄂尔多斯等区域陆续新增千亿方级储量区块, 页岩油在松辽、鄂尔多斯及海域实现规模建产。我国油气行业的勘探成果不局限于单一资源类型, 而是形成“常规+非常规、陆上+海洋、浅层+深层”的多维突破格局, 为后续油气产量增长提供坚实资源基础。

图表 45. 我国近年油气勘探成果 (2024-2025)

	区域	成果
规模油气田发现	多盆地	新发现 5000 万吨级油田 7 个、千亿方级气田 8 个
深层及超深层	塔里木、四川、准噶尔	万米级钻探取得突破，落实多个亿吨级储量区
海洋油气	南海、渤海	发现惠州 19-6 亿吨级油田、陵水 36-1 千亿方气田
页岩油	松辽、鄂尔多斯、渤海湾	多区块实现稳定工业油流，形成规模接替区
致密气	四川、鄂尔多斯	新落实多个千亿方级储量区
页岩气	四川盆地	新增千亿方级储量区 3 个，涪陵累计超万亿方
煤层气	鄂尔多斯东缘	新增探明储量超 1600 亿立方米
新区新领域	塔里木、准噶尔、松辽	多个新区实现高产突破并落实亿吨级储量区
成熟探区精细	渤海湾、四川等	新增天然气储量近 2000 亿立方米，多层系实现突破

资料来源：中国新闻网，国家能源局，iFinD，中银证券

技术进步驱动我国油气开发能力跃升，推动油气资源价值重估。我国油气勘探开发技术的进步并非零散突破，而是体系化能力的整体进步：在深地领域，万米级钻井与高温高压钻完井体系逐步成熟，塔里木等超深层资源开始实现稳定动用；在非常规领域，水平井与体积压裂持续优化，使页岩油气开发由试验阶段转向规模化开发，成为增产主力；在海洋领域，深水钻井、FPSO 及水下生产系统逐步实现自主化，推动“深海一号”等气田稳定运行并成为重要供给来源。技术进步不仅体现在于单项指标提升，更在于资源动用效率显著提高。2024 年，我国非常规天然气产量占比已达天然气总量的 44.5%，形成对常规资源的战略接替，以塔里木盆地为代表的深层、超深层天然气资源，成为我国天然气储产量增长的重要支柱，2024 年，仅塔里木油田自 6000 米以下产出的油气产量当量就突破了 2000 万吨，达到 2047 万吨，创下历史新高。技术进步正在重塑我国油气生产方式，油气产量增长由“资源驱动”转向“技术驱动”，油气资源的价值也有望重估。

图表 46. 我国近年油气勘探技术突破 (2024-2025)

	应用领域	核心进展
深地钻探	塔里木、顺北等超深层	万米级钻井落地，8000 米级规模化推进
超高温高压钻完井	深层—超深层油气藏	240°C 钻井液、220°C 水泥体系等关键技术成熟
水平井与快速钻井	页岩油气、致密油气	一趟钻、长水平井技术体系完善
压裂与体积改造	页岩油气、致密气	175MPa 连续满载电动压裂成套装备研制成功
高精度地震勘探	复杂构造区及深水	全节点高密度地震及深水节点装备应用
深水油气工程	南海深水油气田	深水导管架、FPSO 等装备投运
高温测井与特种装备	超深层油气勘探	260°C 测井能力及高温工具实现国产化
提高采收率 (EOR)	老油田、海上油田	年增产规模超 3600 万吨
油气成藏理论创新	多盆地多类型油气藏	“全油气系统”“源储耦合”等理论建立
数字化与 AI	勘探开发全流程	行业大模型及仿真系统应用

资料来源：国家能源局，iFinD，中银证券

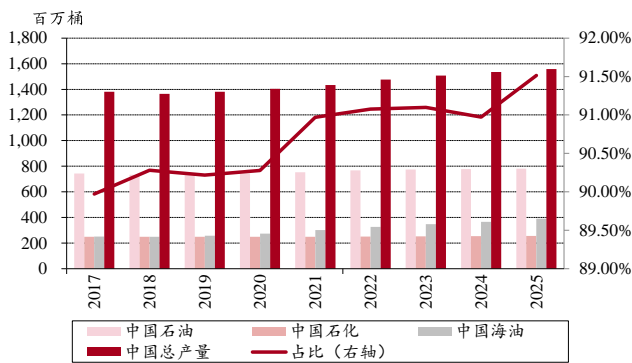
油气行业发展展望

在能源安全约束持续强化的背景下，油气行业的战略地位进一步提升。中东冲突等地缘因素使全球油气供给的不确定性明显上升，原油价格波动加剧，也使各国更加重视能源自主供给能力。此外，我国原油对外依赖度较高，保障国内油气供给、提升资源掌控能力也是我国油气行业的重要发展方向。

3.1 能源自主紧迫性提升，能源央企有望价值重估

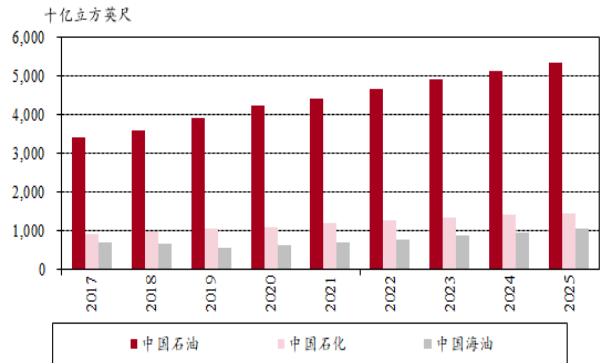
我国石油行业格局集中，能源央企具备核心竞争力。以中国石油、中国石化、中国海油为代表的能源央企在国内油气供给体系中占据主导地位，同时承担着增储上产与供给保障的核心任务。2025年，中国石油、中国石化、中国海油的原油总产量占全国原油总产量的91.52%。其中，中国石油在天然气市场占据较大市场份额；中国海油的油气产量增速较高。我们认为，我国石油行业正由资源约束型向能力提升型转变，能源央企具备资源获取能力与规模化开发优势，核心竞争力持续强化。

图表 47. 中国石油、中国石化、中国海油国内原油产量与我国原油总产量 (2017-2025)



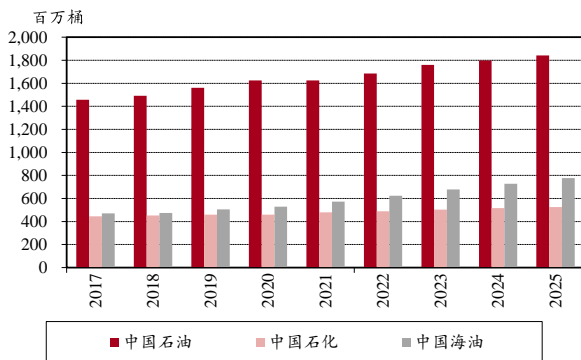
资料来源: Wind, 公司官网, iFinD, 中银证券

图表 48. 中国石油、中国石化、中国海油天然气产量 (2017-2025)



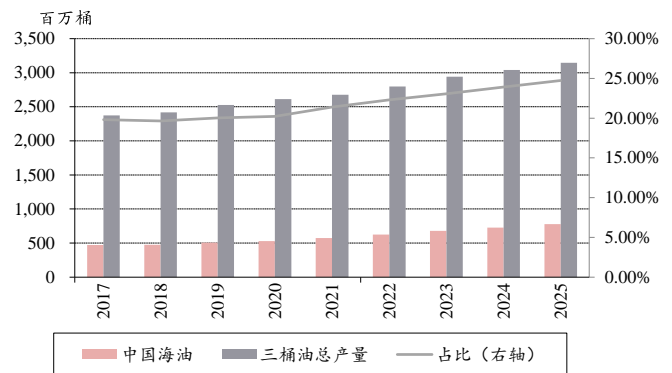
资料来源: Wind, 公司官网, iFinD, 中银证券

图表 49. 中国石油、中国石化、中国海油油气当量产量 (2017-2025)



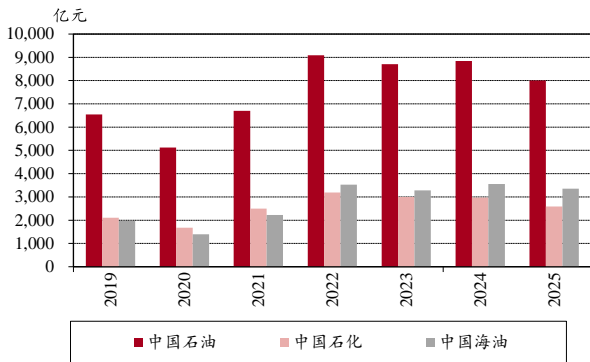
资料来源: Wind, iFinD, 中银证券

图表 50. 中海油的油气当量产量在“三桶油”占比 (2017-2025)



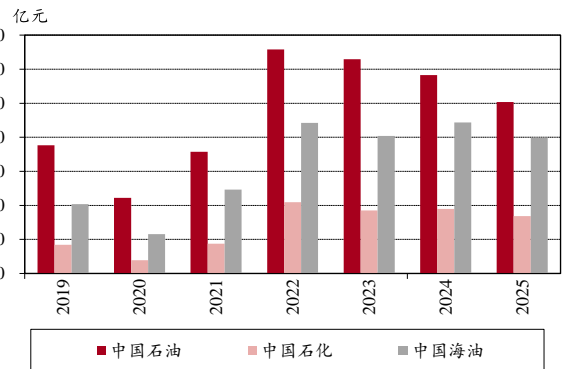
资料来源: Wind, iFinD, 中银证券

图表 51. 中国石油、中国石化、中国海油勘探开采板块营收 (2019-2025)



资料来源: Wind, 中银证券

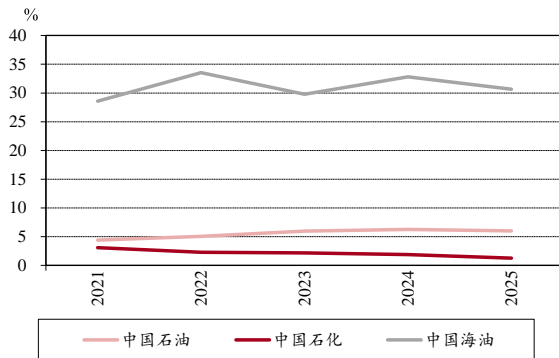
图表 52. 中国石油、中国石化、中国海油勘探开采板块毛利 (2019-2025)



资料来源: Wind, 中银证券

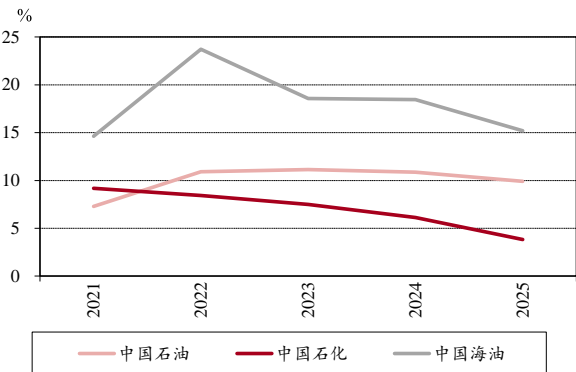
“三桶油”抗油价波动能力增强，盈利能力稳定。2021 - 2025 年，国际油价大幅波动，“三桶油”ROE 整体相对稳定。其中，中国石油维持在 7% - 11% 区间，中国海油基本维持在 15% 以上水平，中国石化有所回落但波动幅度有限；净利率亦呈现类似特征，中国石油的净利润率维持在 4% 以上区间，中国海油处于较高水平，中国石化受炼化业务影响略有下行。在油价波动背景下，能源央企依托产业链上下游一体化，丰厚油气资源储备，以及生产技术进步，实现经营业绩相对稳定。

图表 53. 中国石油、中国石化、中国海油净利率 (2021-2025)



资料来源: Wind, 中银证券

图表 54. “三桶油” ROE (2021-2025)



资料来源: Wind, 中银证券

国企改革持续推进，能源央企业管理效能提升。“十四五”期间，国务院国资委对中央企业的考核分配工作进行系统性改革，引导央国企实现高质量发展。2025 年国资委进一步优化“一利五率”的考核指标，具体要求是“一增一稳四提升”，即利润总额稳定增长，资产负债率保持总体稳定，净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业收现率同比提升。2026 年国资委明确中央企业高质量发展目标是“两个确保、两个力争”：确保增加值持续增长，力争与国家 GDP 增速相匹配；确保“一利五率”经营指标稳中向好，力争总体优化。中国石油、中国海油、中国石化作为优质能源央企，经营业绩有望持续向好。

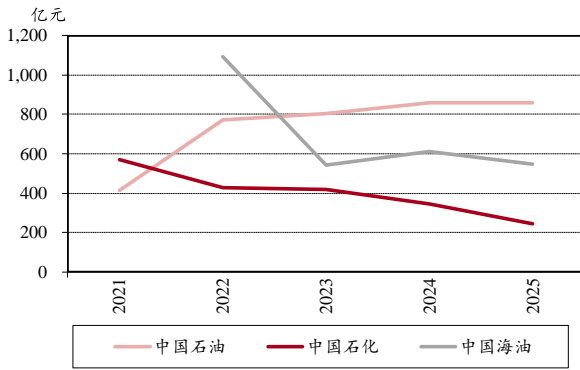
图表 55. “十四五”期间央企考核指标体系的演变

阶段	考核体系	核心指标	改革导向
2021 年	两利四率	净利润、利润总额、营业收入利润率、全员劳动生产率、研发经费投入强度、资产负债率	引入全员劳动生产率, 关注劳动力效率
2023 年	一利五率	利润总额、净资产收益率、全员劳动生产率、研发经费投入强度、资产负债率、 营业现金比率	用净资产收益率替换净利润(更关注资本回报); 引入营业现金比率(关注收益“含金量”)
2025 年	优化一利五率	将“营业现金比率”替换为“ 营业收现率 ”	更直接考核销售回款效率, 落实“两拖欠”治理

资料来源: 国资委、《国资报告》杂志, 央视新闻, 国资委, 新京报, 新华网, 中银证券

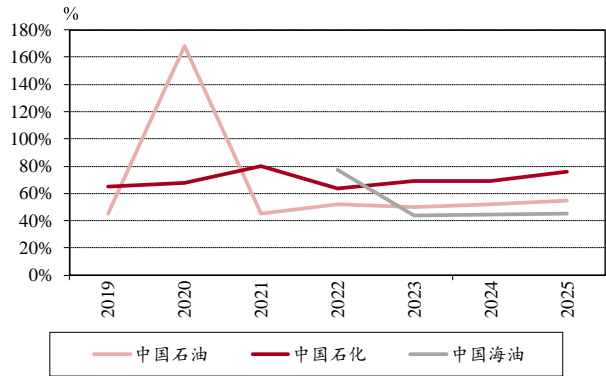
“三桶油”分红政策连续稳健, 长期投资价值凸显。 “三桶油”业绩受油价及行业周期影响存在波动, 但分红整体维持较高水平。2022 年以来, 国际油价宽幅波动, 但中国石油、中国海油的分红金额保持高位; 分红比例上, 近三年中国石油稳定在 45%-55% 区间, 中国石化长期维持在 60%-80% 高位, 中国海油近年亦稳定在 40% 以上。在油价波动上行的背景下, 分红规模有望随盈利中枢抬升而增长。“三桶油”逐步由强周期属性向稳定回报的收益型资产演变, 长期投资价值持续提升。

图表 56. “三桶油”历年现金分红金额 (2021-2025)



资料来源: ifind, 中银证券

图表 57. “三桶油”历年分红比率 (2019-2025)



资料来源: ifind, 中银证券

中东冲突强化供给不确定性, 油气资源的安全属性权重上升。海外油气公司储量寿命约为 5-12 年, 当前估值大致处于 PE 10-37 倍区间、PB 约为 1.4-2.5 倍; 中国石化及中国海洋石油的储量规模、储采比处于行业合理水平, 但在估值层面, 仍低于大部分海外可比公司。我们认为, 随着中国油气行业勘探开采技术进步, 公司管理效能持续提升, 中国石油、中国石化、中国海油的估值有望逐步修复。

图表 58. 国际油气公司估值及储量情况对比

公司	PE-TTM	PB	市值(亿美元)	探明储量 (十亿桶油当量)	年产量 (十亿桶油当量)	储量寿命 (年)
ExxonMobil	25.43	2.53	6,436.69	19.300	1.729	11.16
Chevron	34.35	2.06	3,782.00	10.600	1.351	7.85
Shell	13.66	1.40	2,432.72	8.123	1.070	7.59
TotalEnergies	15.52	1.77	2,053.10	11.218	0.923	12.15
BP	36.60	2.10	1,188.79	4.990	0.844	5.91

资料来源: ExxonMobil 公司官网, Chevron 公司官网, Shell 公司官网, TotalEnergies 公司官网, BP 公司官网, stocktitan, wind, 中银证券

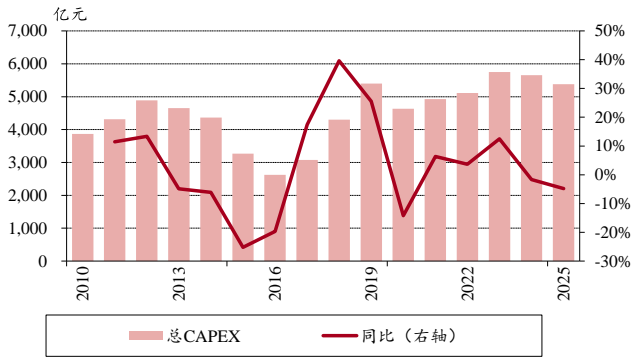
注: PE、PB 及市值数据截至 2026.5.21

3.2 非常规油气以及深海油气产量增长，油服行业迎来新的发展机遇。

国内油气供给体系由价格驱动转向安全与技术驱动，三桶油资本开支中枢上移且维持高位。三桶油资本支出在 2014 - 2016 年随油价下行明显收缩，但 2017 年以来在“增储上产”政策推动下重新进入上行周期，并在 2021 - 2023 年维持高位运行，2023 年达到阶段高点后虽小幅回落，但整体仍稳定在 5000 亿元以上区间，高于上一轮周期中枢。当前资本开支已不再完全锚定油价波动，而是依托国内油气供给安全与资源接替需求，具有更强的刚性投入属性。中国石油作为陆上资源开发主体，持续加大油气新能源领域的资本支出；中国海油资本开支自 2018 年以来快速提升，深海油气开采有望进入快速增长期。

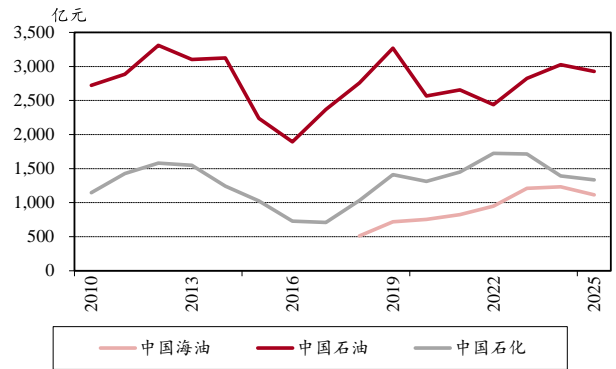
油气公司高资本开支与开发复杂度提升对油服行业形成双重支撑。油服作为油气上游开发的执行环节，其收入与工作量高度绑定，行业景气度与油气公司的资本开支高度相关，且具有一定滞后传导效应。“三桶油”资本开支中枢上移将带动钻井、压裂及海洋工程需求释放。同时，油气田开发复杂度提升或推动油服行业需求结构升级，国内油气开发重心转向深地、非常规及深海油气资源，工程复杂度显著提升，单井投资与服务价值量同步提高，推动油服行业需求结构升级。

图表 59. “三桶油”总 capex 及同比 (2010-2025)



资料来源：公司年报、iFinD，中银证券

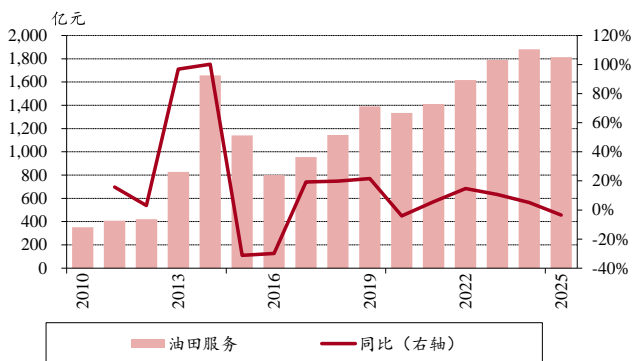
图表 60. “三桶油” capex (2010-2025)



资料来源：公司年报、iFinD，中银证券

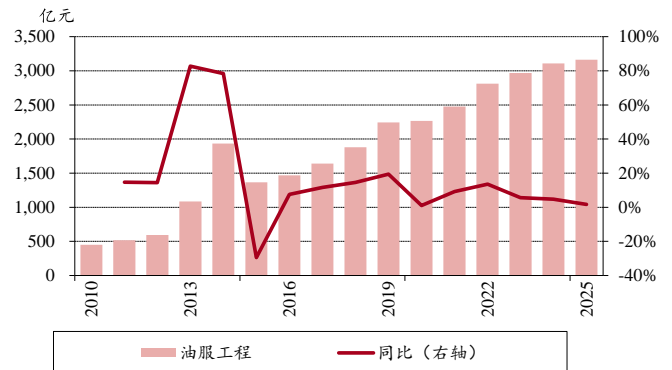
油服板块业绩已进入修复与兑现阶段，盈利能力随上游投入释放呈现趋势性改善。2017 年以来油服工程与油田服务收入持续修复，并在 2021 - 2024 年稳步增长。我们认为，油服行业已由此前被动承压，转向订单兑现、业绩释放的景气上行周期，盈利提升具备持续性。

图表 61. SW 油田服务营收及同比 (2010-2025)



资料来源：Wind，iFinD，中银证券

图表 62. SW 油服工程营收及同比 (2010-2025)



资料来源：Wind，iFinD，中银证券

投资建议

中东冲突通过扰动霍尔木兹海峡这一关键通道，对我国油气供应链形成影响。霍尔木兹海峡是波斯湾唯一连接外海的大规模能源出口通道，承担沙特、伊拉克、阿联酋、科威特、卡塔尔等主要产油产气国的对外运输职能。2024 年经该海峡运输的石油为 20.30 百万桶/日，占全球海运石油贸易量的 26.89%，占全球石油消费量的 19.77%，同时全球约 20% 的 LNG 贸易需通过霍尔木兹海峡完成，从贸易流向数据看，亚洲是主要目的地，霍尔木兹原油贸易中，亚洲贸易的占比达 90%，主要是中国、印度、韩国、日本。霍尔木兹 LNG 贸易中，亚洲贸易的占比达 86%，主要是中国、印度、韩国、巴基斯坦。

中东冲突对我国油气产业链的影响具有复杂性。在我国进口原油中，中东地区占比 44.61%，且运输路径高度依赖海运。中东冲突影响霍尔木兹海峡通行效率并推升航运风险，导致国际原油及天然气价格大幅波动，2026 年 2 月底以来，国际油价最大涨幅超过 60%，欧洲天然气价格最大涨幅超过 90%。短期来看，国际油气价格上涨将推升我国进口油气的采购成本，导致炼化加下游化工品企业成本上升。中期来看，中东原油进口量减少或导致炼厂降低加工负荷，石化产品供应减少，加速国内炼化行业景气度复苏。长期来看，霍尔木兹海峡运输中断会削弱全球油气贸易链稳定性，油气运输保险与运费上升也将推高油气贸易综合成本，国际油气价格中枢有望上移，同时冲击或将推动我国能源安全逻辑由“资源获取”向“体系构建”演进，提升国产油气自给率，加速进口多元化、新能源替代及关键矿产安全布局。

中东冲突对我国原油产业链的冲击高于天然气产业链。中东原油供给的变化更容易转化为炼厂端的实质性约束，而天然气的影响更多停留在成本和价格层面。我国原油进口已具备多元化特征，但在区域与原料品类维度仍对中东中重质原油存在较强依赖，我国前十原油进口国中，中东原油进口量达 49.88%。在当前炼化体系下，中东原油一旦供应收紧或运输受阻，短期内难以找到完全匹配的等量替代油种。即便通过增加其他地区原油弥补缺口，也需在加工适配性与经济性之间进行权衡，从而对炼厂运行效率形成影响。相比之下，我国天然气供应链以自产气和管道气为基础，约 41.83% 的天然气通过管道进口，中东冲突对天然气的冲击主要通过价格和贸易流向变化传导。

我国能源体系在外部冲击下具备韧性。我国能源结构中煤炭消费占比高达 53.20%，非化石能源占比已提升至 19.80%。煤炭依托 96.47% 的自给率与 2185.70 亿吨储量，能够在能源体系中发挥稳定器作用；天然气已形成国产气、管道气、LNG 多元化供应结构，同时进口管道气中俄罗斯与土库曼斯坦合计占比约 84%，中东冲突主要通过 LNG 价格波动传导。在能源结构持续优化的背景下，我国能源体系抵抗外部冲击的能力较强，中东冲突对我国能源体系的冲击更多体现为结构性扰动而非系统性失稳。

我国油气行业正从“资源约束”向“能力提升”阶段转变。在政策推动与资本开支持续投入下，我国油气产量增长具备延续性，但增量来源或发生结构性变化：传统常规资源贡献趋于稳定，非常规与海洋油气资源将成为我国油气供给体系的核心增量，2017 - 2025 年中国石油贡献约 384 万桶增量，中国海油贡献了超过 300 百万桶增量。随着油气勘探开发技术进步，页岩油气、致密气及煤层气等非常规资源正由资源潜力转化为现实供给，叠加深层、超深层及海洋油气资源勘探不断取得突破，国内油气供给能力有望稳步提升，增储上产是对冲中东冲突等外部风险的重要手段。

能源自主紧迫性提升，能源央企有望价值重估。以中国石油、中国石化、中国海油为代表的能源央企在国内油气供给体系中占据主导地位，同时承担着增储上产与供给保障的核心任务。2025 年，中国石油、中国石化、中国海油的原油总产量占全国原油总产量的 91.52%。七年增储上产行动期间“三桶油”国内原油产量由 2018 年的 1,232.36 百万桶提升至 2025 年的 1,425.80 百万桶。同时，“三桶油”作为能源央企，在国企改革三年行动和深化提升行动的推动下，管理效率不断提升，抵抗外部油价波动的能力明显增强，财务表现趋于稳健，分红政策延续性较强，长期投资价值凸显。

国内油气开采技术不断突破，油服行业有望受益。油服市场规模与油气公司的资本开支高度相关，且具有一定滞后传导效应，未来油气上游的资本开支或不再完全锚定油价波动，而是依托国内油气供给安全与资源接替需求，具有更强的刚性投入。同时，国内油气开发重心转向深地、非常规及深海资源倾斜，工程复杂度显著提升，对应单井投资与服务价值量同步提高，油服行业高景气度有望延续。

投资主线：

- 1) 我国油气自给率仍需持续提升，能源央企承担着增储上产与供给保障的核心任务，具备资源优势与技术优势，在“增储上产”政策推动及地缘冲突背景下，国内油气产量稳步提升，油价中枢有望上移，能源央企的盈利与估值或同步抬升，推荐中国石油、中国海油，中国石化。
- 2) 随着增储上产稳步推进以及深海、非常规资源开发力度加大，勘探开发投入向高技术与高难度领域倾斜，油服行业订单与利用率有望增长，行业景气度有望提升，推荐海油发展，建议关注中海油服、海油工程、博迈科、中油工程、石化油服、杰瑞股份等。

风险提示

- 1) 油气价格大幅波动风险：国际油气价格受地缘冲突、供需变化及金融因素影响较大，若油价中枢出现明显回落，将压制上游盈利水平，并削弱煤化工相对石化的成本优势，行业景气度或不及预期。
- 2) 政策推进不及预期风险：若上游资本开支低于预期或勘探开发进展不及规划，国内油气产量增长或放缓，油服行业订单释放节奏可能延后，相关企业业绩存在不确定性。
- 3) 地缘政治及运输通道骤变风险：中东局势变化及霍尔木兹海峡等关键通道扰动，可能通过油气供给收缩、运输中断及价格波动对我国能源体系形成冲击。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371