2026 年 11 月 04 日

石油化工行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

石油化工组
分析师：孙羲昱（执业 S1130525090005） 分析师：杨啸（执业 S1130526110001）
sunxiyu@gjzq.com.cn yangxiao@gjzq.com.cn

伊拉克石油专题：原油产量快速增长带来区域性机会

投资逻辑

1、海峡封锁带来的石油收入冲击强化了伊拉克增产的诉求，其复产速度超预期

当前 OPEC 中东主要三大产油国沙特、伊拉克和科威特中，沙特和科威特的产量恢复进程略为缓慢，均没有恢复到冲突前的水平，沙特叠加地区冲突的升级，当前产量仅为冲突前的 70-80%；而伊拉克的 9 月均产量已经超过了冲突前的产量水平 250 千桶/日，达到了 4399 千桶/日。从国家财政的角度来看，伊拉克的石油出口收入在冲突后锐减 80%，此次的产量恢复具有比较直接的财政紧迫性。不仅如此，在美伊冲突爆发之前伊拉克的财政状况就已经在恶化，因此美伊冲突只是加速了其增产的进度。

2、配额压力是未来增产的主要谈判点，伊拉克的弹性产能在 OPEC 中占比较大

伊拉克从 2017 年以来大多数年份的平均履约率为负值，超产现象一直持续到 2025 年中，并且 25 年的减产并非主动履约，而是因为受到无人机袭击以及俄罗斯卢克石油被制裁导致西古尔纳 2 号油田不可抗力的减产，被动使得产量持续低于配额，并且美伊冲突前伊拉克产量已经恢复至配额水平。今年随着阿联酋的退出，OPEC+的原油弹性产能进一步缩水，伊拉克拥有 80 万桶/天的弹性产能，占 OPEC+总量的 18%，如果伊拉克退出，OPEC+的缓冲产能将进一步下降，并且绝大多数都集中在沙特，这将会使得 OPEC+的调节能力大打折扣。

3、伊拉克未来的产量增长点主要取决于其出口能力，而不是产能的建设

伊拉克的原油产能大约 550 万桶/天，后续随着多个油田项目的获批和建设，预计到 2030 年原油产能将提升至约 700 万桶/天。而当前伊拉克的满载出口能力约 510 万桶/天，较产能是存在明显的缺口，海峡封锁和地缘冲突还会进一步将出口能力大打折扣；无法出口向国际市场销售的原油在伊拉克当地并不具备经济价值。伊拉克为了缓解出口能力的压力，也在打造多条出口管线丰富原油出口路径。一条是当前已经批准建设的吉迪萨管线，连接着约旦亚喀巴港出口红海，设计产能达到 225 万桶/日；一条是基尔库克-杰伊汉管线连接着土耳其杰伊汉港出口地中海，但是管线自 2023 年停输后，重启仍需要分阶段推进；最后一条是基尔库克-巴尼亚斯管线，连接着叙利亚巴尼亚斯港出口地中海，近期伊、叙和美国也签署了谅解备忘录以重启这条管线，因为在美伊冲突的背景下，这条管线的修复能让三方利益诉求均得到契合，建成后可新增 150 万桶/日的输送能力。

4、中国企业是伊拉克原油勘探开发生产的核心力量之一

中国企业依托在伊拉克南部油田资产的长期参与，并且在第五轮+和第六轮油田招标中斩获多数油田开发权，在上游油气领域已经建立起规模庞大、根基稳固的布局，近两年中国企业在伊拉克的权益油产量已经超过了其他所有地区的公司，成为伊拉克最大权益油规模的外资企业。

投资建议

伊拉克地区未来的原油产量增长的确定性较强，是不同于国际原油格局的一个区域性机会；在伊拉克地区有着业务布局的油气资源公司以及上游的油服公司，未来有望受益于伊拉克原油增产的潮流。

风险提示

地缘政治风险；原油价格大幅波动风险；宏观经济下滑导致需求不及预期风险；境外经营的风险；汇率波动风险；能源转型进程加快，新能源替代传统油气能源风险；自然灾害频发的风险。

内容目录

引言 4
一、伊拉克原油产能未来将快速提升，但产量增长速度受限于出口能力 4
1.1 伊拉克原油产量在海峡封锁后超预期恢复 4
1.2 石油收入的冲击强化了伊拉克增产的诉求 5
1.3 配额压力是未来增产的主要谈判点 6
1.4 伊拉克未来的产量增长点主要取决于出口能力，而不是产能 8
1.5 伊拉克正在打造多条出口管线丰富原油出口路径 9
二、中国油气公司在伊拉克油气发展历程中扮演着重要角色 9
2.1 伊拉克在积极吸引外资的背景下实现产量的迅速增长 9
2.2 从技术服务合同向产量分成合同模式的升级 11
2.3 中国企业是伊拉克原油勘探开发生产的核心力量之一 13
三、在伊拉克有业务布局的中国公司 14
3.1 中国石油（601857.SH） 14
3.2 中国海油（600938.SH） 15
3.3 中曼石油（603619.SH） 15
3.4 安东油田服务（3337.HK） 16
3.5 联合能源集团（0467.HK） 17
风险提示 18

图表目录

图表 1： 霍尔木兹海峡封锁前后船只流量图 4
图表 2： OPEC 中东主要产油国冲突前后产量（千桶/日） 5
图表 3： 伊拉克冲突后原油产量恢复迅速（千桶/日） 5
图表 4： 伊拉克原油月度出口量与出口收入 5
图表 5： 伊拉克年度财政收入与财政盈余/赤字（百万第纳尔） 6
图表 6： 2017-2026 年伊拉克配额产量与实际产量（百万桶/天） 6
图表 7： 伊拉克 2025 年以来自愿减产额度（千桶/天） 7
图表 8： 非 OPEC+国家石油产量占比将会持续提升（百万桶/天） 7
图表 9： 伊拉克原油产能及未来扩产项目（百万桶/天） 8
图表 10： 伊拉克近三十年原油产量及原油出口量（千桶/日） 8
图表 11： 伊拉克主要避开霍尔木兹海峡的原油管线（现有及规划） 9
图表 12： 伊拉克历史原油产量及关键事件（百万桶/日） 10
图表 13： 2012-2024 年伊拉克分地区原油出口数量（千桶/日） 10

图表 14： 2012 年伊拉克原油出口数量占比 11
图表 15： 2024 年伊拉克原油出口数量占比 11
图表 16： 伊拉克前四轮招标签订 TSC 合同主要内容及最高服务费（美元/桶） 11
图表 17： 产品分成合同模式下的利润分配示意图 12
图表 18： 产品分成合同模式下企业单桶石油的利润测算（美元/桶） 13
图表 19： 伊拉克按地区划分的权益原油产量（不含伊拉克本土公司，千桶/日） 13
图表 20： 伊拉克近期签订的合同与谅解备忘录及业务覆盖范围 14
图表 21： 2019-2026Q1-3 中国石油营收及 YOY 14
图表 22： 2019-2026Q1-3 中国石油归母净利润及 YOY 14
图表 23： 2019-2026Q1-3 中国海油营收及 YOY 15
图表 24： 2019-2026Q1-3 中国海油归母净利润及 YOY 15
图表 25： 2019-2026Q1-3 中曼石油营收及 YOY 15
图表 26： 2019-2026Q1-3 中曼石油归母净利润及 YOY 15
图表 27： 2019-2026H1 中曼石油主营构成 16
图表 28： 2019-2026H1 中曼石油主营业务毛利率 16
图表 29： 2019-2026H1 安东油田服务营收及 YOY 16
图表 30： 2019-2026H1 安东油田服务归母净利润及 YOY 16
图表 31： 安东油田服务分地区营收(万元，HKD） 17
图表 32： 2019-2026H1 安东油田服务分地区营收占比 17
图表 33： 2019-2026H1 联合能源集团营收及 YOY 17
图表 34： 2019-2026H1 联合能源集团归母净利润及 YOY 17
图表 35： 联合能源集团分地区营收(万元，HKD） 18
图表 36： 2019-2026H1 联合能源集团分地区营收占比 18

引言

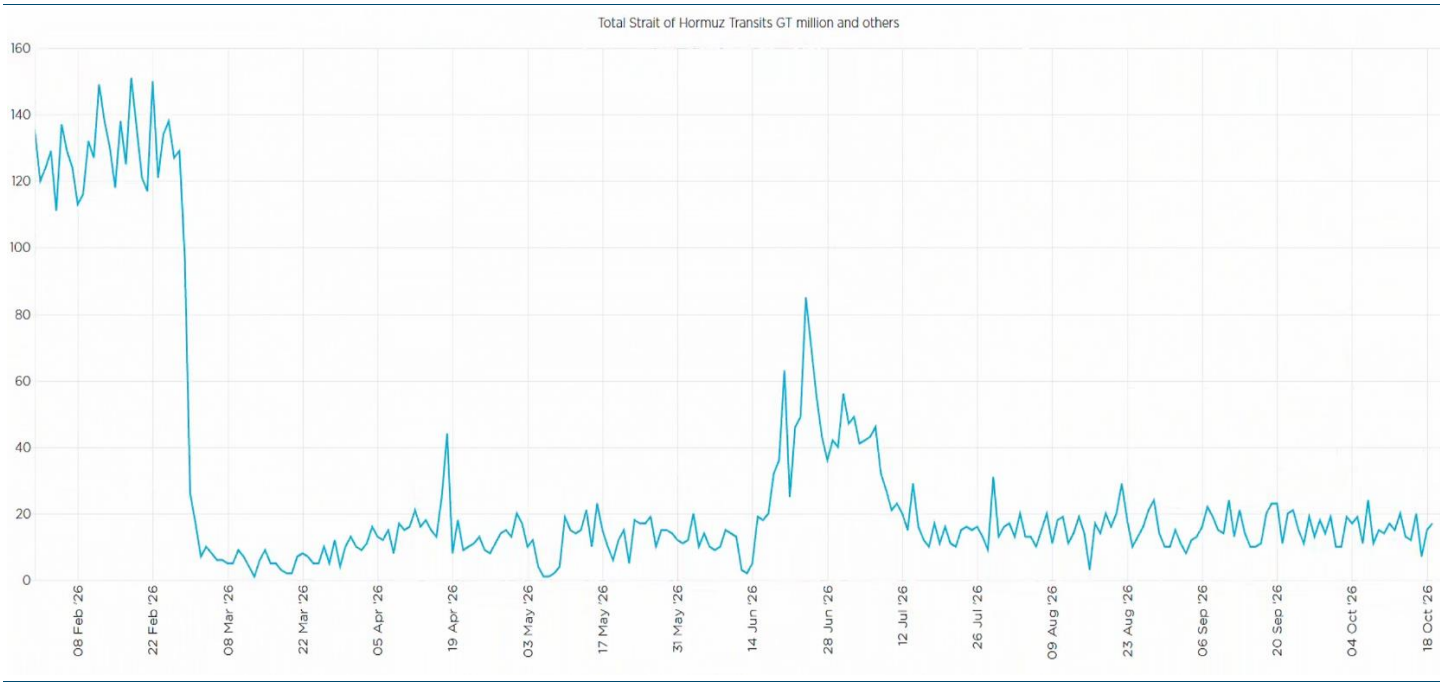
伊拉克（联邦伊拉克和库尔德斯坦地区政府）是 OPEC 中仅次于沙特阿拉伯之后的第二大原油生产国，也是全球第六大原油生产国。伊拉克拥有全世界第五大的原油已探明储量，达到 1450 亿桶，占中东地区已探明储量的 17%，占全球储量的 8%，因此该地区在全球原油市场扮演者举足轻重的角色，其未来的原油政策及规划对全球原油供给的研究同样十分重要。本篇报告将主要结合伊拉克原油生产的当前状况以及历史沿革，来分析该地区原油生产的未来预期以及相关投资标的。

一、伊拉克原油产能未来将快速提升，但产量增长速度受限于出口能力

1.1 伊拉克原油产量在海峡封锁后超预期恢复

美伊冲突的初期，霍尔木兹海峡封锁的效果显著，通过海峡的船只流量迅速下跌，但是后续随着解封和重新封锁的不断反复，即使海峡仍然名义上处于封锁状态，但是海峡里船只通行流量的中枢正在上移，海峡整体呈现“封而不锁”的状态。此外通过海峡的船只流量减少了 80%，但是对于原油运输来说较为顺畅：海峡船只流量损失较多的是其他类型得船只而非油轮，根据 Kpler 的数据，9 月海峡直接通过海峡的原油流量已经达到冲突前基准线的约 70%，加上转运红海和在阿曼湾船对船（STS）过驳的原油流量已经达到冲突前基准线的超 90%；原油流量的恢复比预期更乐观，途径海峡流量损失较多的是炼油产品（如成品油等）而非原油。

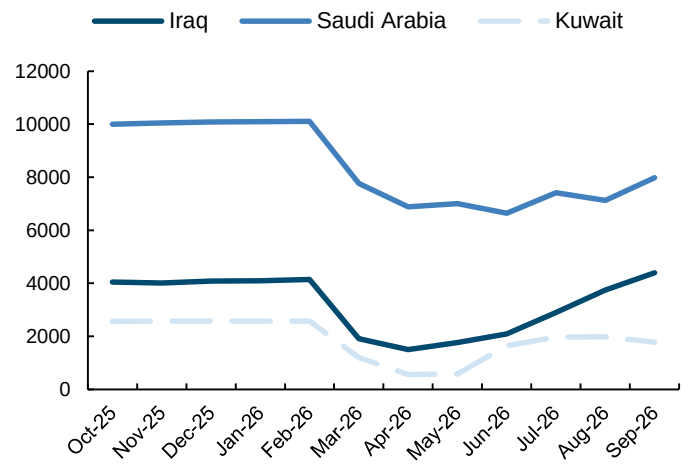
图表 1：霍尔木兹海峡封锁前后船只流量图



来源：Clarksons Research，国金证券研究所

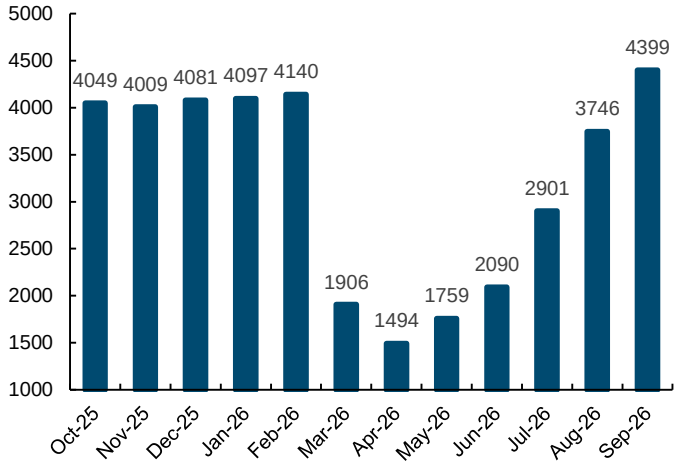
即使在海峡原油通行流量较为乐观的背景下，OPEC 中东主要产油国的产量恢复进程却不尽相同。在不考虑受制裁的伊朗和退出 OPEC 组织的阿联酋，OPEC 在中东的前三大产油国沙特、伊拉克和科威特中，沙特和科威特的产量恢复进程略为缓慢；沙特当前产量仅为冲突前产量的 70%-80%，而科威特产量也没有恢复到冲突前的水平。即使伊拉克在冲突初期有较多油田受到冲突的影响而有所减产停产，4 月均产量一度跌至 1494 千桶/日，仅有冲突前的约 35%；但是伊拉克的产量恢复看上去十分顺利，8 月均产量达到 3746 千桶/日，9 月均产量已经超过了冲突前的产量水平，达到了 4399 千桶/日，比 2 月均产量还要高出 250 千桶/日，这在中东主要产油国的表现中独树一帜。

图表2：OPEC 中东主要产油国冲突前后产量（千桶/日）



来源：OPEC，国金证券研究所

图表3：伊拉克冲突后原油产量恢复迅速（千桶/日）

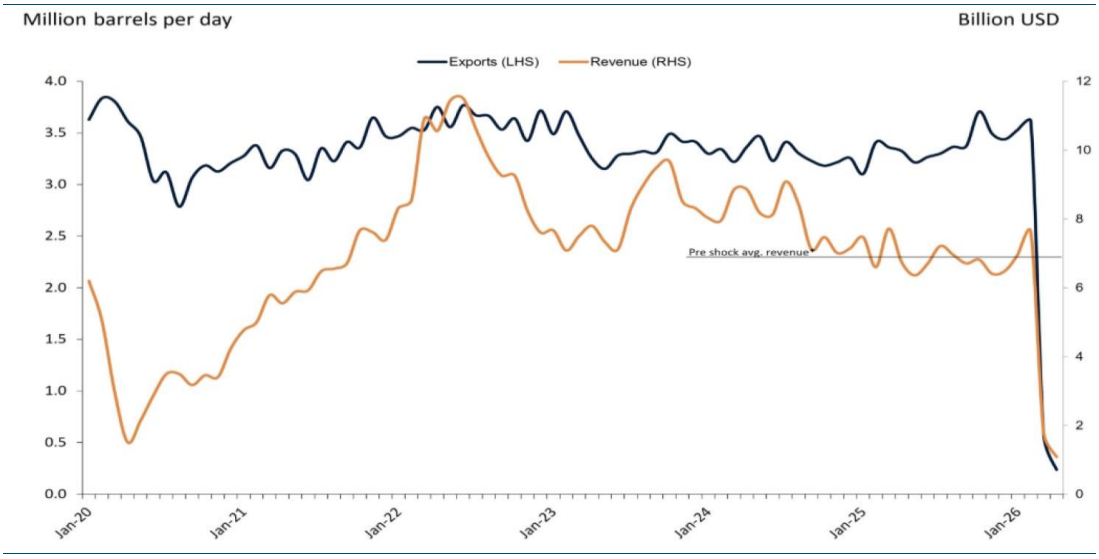


来源：OPEC，国金证券研究所

1.2 石油收入的冲击强化了伊拉克增产的诉求

从国家财政的角度来看，伊拉克此次的产量恢复具有比较直接的财政紧迫性：在 2025 年 11 月至 2026 年 2 月期间，伊拉克月均石油收入接近 69 亿美元，在 3 月迅速降至约 18 亿美元，4 月进一步降至 11 亿美元，这两个月的收入较年初锐减了 80%，使得伊拉克的预算状况迅速恶化。

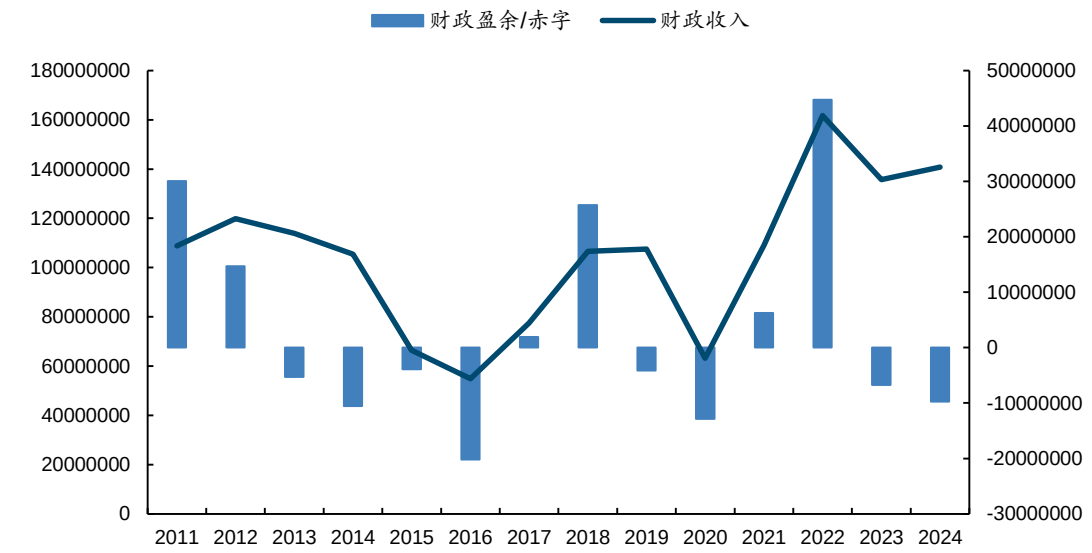
图表4：伊拉克原油月度出口量与出口收入



来源：Rystad Energy，国金证券研究所

不仅如此，伊拉克的财政收入绝大部分来源于原油出口收入，在美伊冲突爆发之前，伊拉克的财政状况就已经在恶化；2023 年起政府财政就处于赤字状态，即使 23 年起财政收入在提升，但是政府财政赤字仍然在扩大。伊拉克此次增产的诉求并非完全由于美伊冲突而导致，美伊冲突带来的伊拉克石油出口收入的锐减只是加速了其增产的进度，本质上伊拉克的增产早已有趋势。伊拉克不仅试图将闲置的油田产能转化为收入，更致力于保护国家的石油收入这一主要资金来源，根据 Rystad 的测算，在每桶 80-110 美元的价格背景下，伊拉克出口原油产量每增加 10 万桶，即可转化为每年约 30-40 亿美元的总收入，这对于伊拉克政府来说是非常重要的财政收入。

图表5：伊拉克年度财政收入与财政盈余/赤字（百万第纳尔）

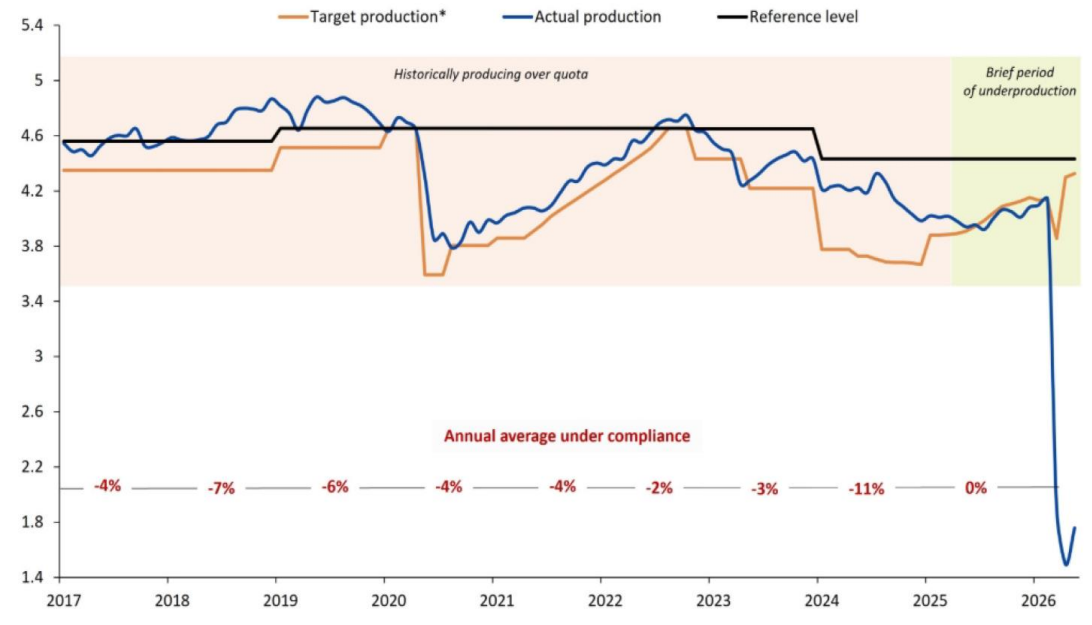


来源：iFinD，国金证券研究所

1.3 配额压力是未来增产的主要谈判点

伊拉克作为 OPEC 成员国之一，但是历来超额完成其产量配额，从 2017 年以来大多数年份的平均履约率为负值，超产现象一直持续到 2025 年中。然而伊拉克的减产并非主动履约，而是因为受到无人机袭击以及俄罗斯卢克石油公司被制裁导致西古尔纳（West Qurna）2 号油田不可抗力的减产，被动使得产量持续低于配额，并且在美伊冲突前 2026 年 2 月伊拉克产量已恢复至配额水平。

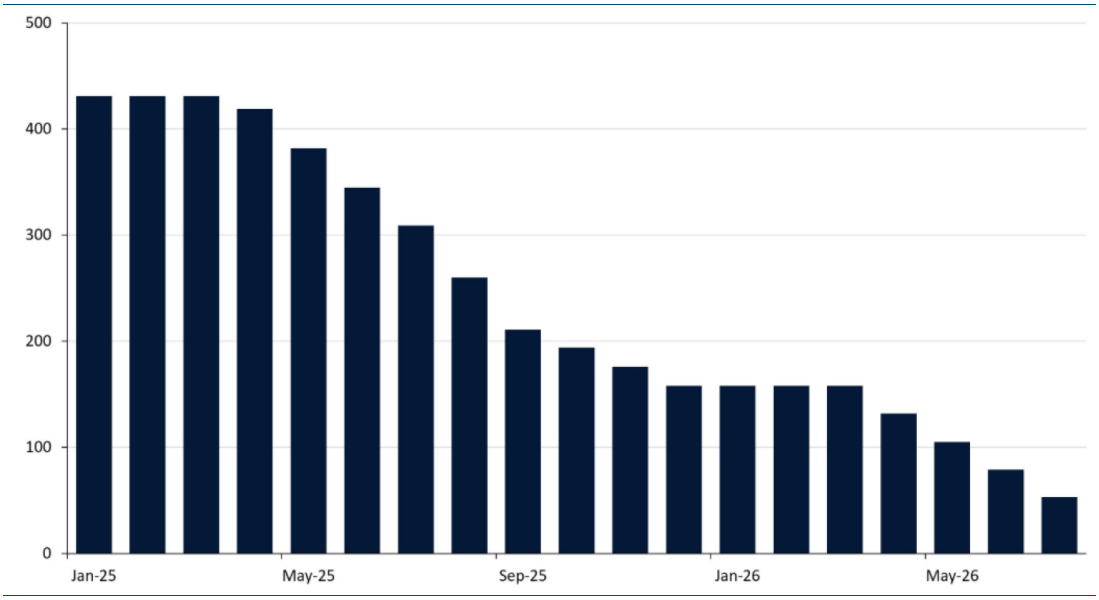
图表6：2017-2026 年伊拉克配额产量与实际产量（百万桶/天）



来源：Rystad Energy，国金证券研究所

受迫于 OPEC+的配额压力，以及不可抗力的事件，伊拉克在 2025 年初实施了每日 40 万桶以上的自愿减产；但是随着 OPEC+在 2025 年以及 2026 年第二季度持续放松减产的政策，截至 2026 年 7 月伊拉克的自愿减产量仅剩每日 5.3 万桶。这一减产量是根据 OPEC+从 2025 年 1 月起确定的新基准水平，伊拉克为 4431 千桶/天，所以伊拉克后续剩余的减产空间十分有限，并且当前财政及石油出口收入状况不佳，后续其寻求提高配额的诉求可能将会很强。此次巴士拉（Basra）油田、库尔德地区的恢复生产以及未来规划的产能项目，都预示着实际产量与配额之间的差距可能将进一步扩大。

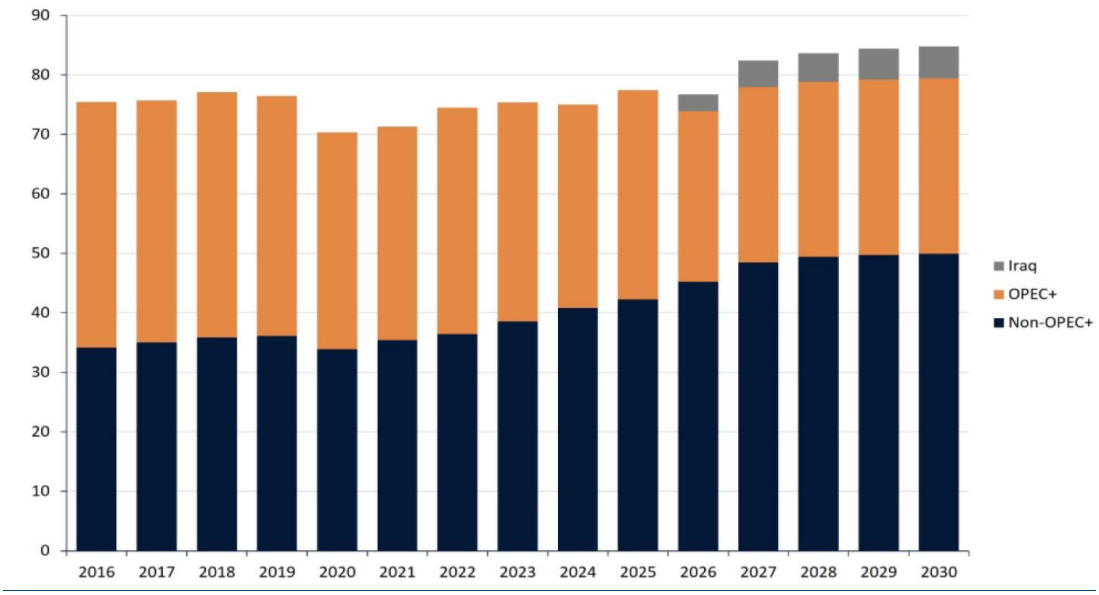
图表7：伊拉克2025年以来自愿减产额度（千桶/天）



来源：Rystad Energy，国金证券研究所

自2019年以来，OPEC+中已经有4个成员国（卡塔尔、厄瓜多尔、安哥拉、阿联酋）宣布退出，这些国家基本都是实际产量已经超过配额并且争取过配额调整，但是最终遭到拒绝而选择退出。卡塔尔的退出的动因是其战略重心转向液化天然气LNG，而非原油业务的扩张；阿联酋的退出属于“野心型退出”，因为其有较多的超过配额限制的闲置产能支撑，伊拉克更加贴近于这种情况。安哥拉和厄瓜多尔的退出则更多地属于“衰退型退出”，其当时的产量已趋于平稳或下滑，产能与配额基本持平而几乎没有可用的闲置产能，因此配额下调直接导致了退出。

图表8：非OPEC+国家石油产量占比将会持续提升（百万桶/天）



来源：Rystad Energy，国金证券研究所

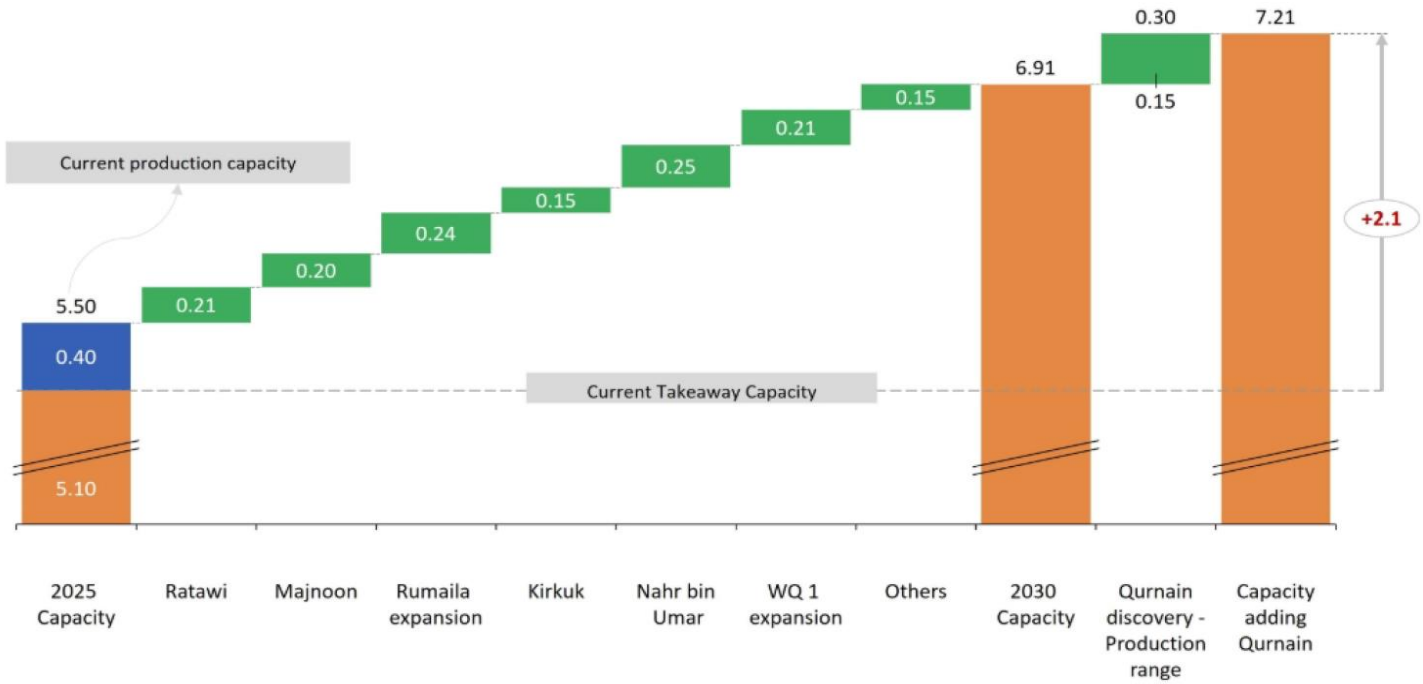
随着伊拉克预期的产量与配额间的差距越来越大，伊拉克后续大概率将会优先在OPEC中争取提高配额，而并不是直接退出OPEC组织。当前一方面OPEC+在全球的产量占比正在逐步下降：2021年OPEC+原油产量与非OPEC+基本持平，均约为3600万桶/天；而到了2025年，由于OPEC+的减产，其产量已经降至3510万桶/天，而随着南美深水油田的扩张，以及美国和阿根廷的页岩油产量增长，推动非OPEC+产量增加到4230万桶/天，OPEC+在石油市场的控制力逐步被削弱。

另一方面，随着今年阿联酋的退出，OPEC+整体可立即投放市场的弹性产能约为450万桶/天，其中中东地区340万桶/天，俄罗斯90万桶/天，非洲仅为20万桶/天。伊拉克拥有80万桶/天的弹性产能占总量的18%，如果伊拉克退出，OPEC+的可动用缓冲产能将进一步下降，并且绝大多数都集中在沙特阿拉伯，这使得OPEC+的石油供应的调节能力也会进一步下降。

1.4 伊拉克未来的产量增长点主要取决于出口能力，而不是产能

当前伊拉克的原油产能大约为 550 万桶/天，也还是要高于 26 年 9 月的产量 440 万桶/天；后续随着 Ratawi、Majnoon、Rumaila、Kirkuk 等油田项目的获批和建设，预计到 2030 年伊拉克原油产能将提升至 690 万桶/天，算上 Qurnain 油田的新发现使潜在产能将超过 720 万桶/天。

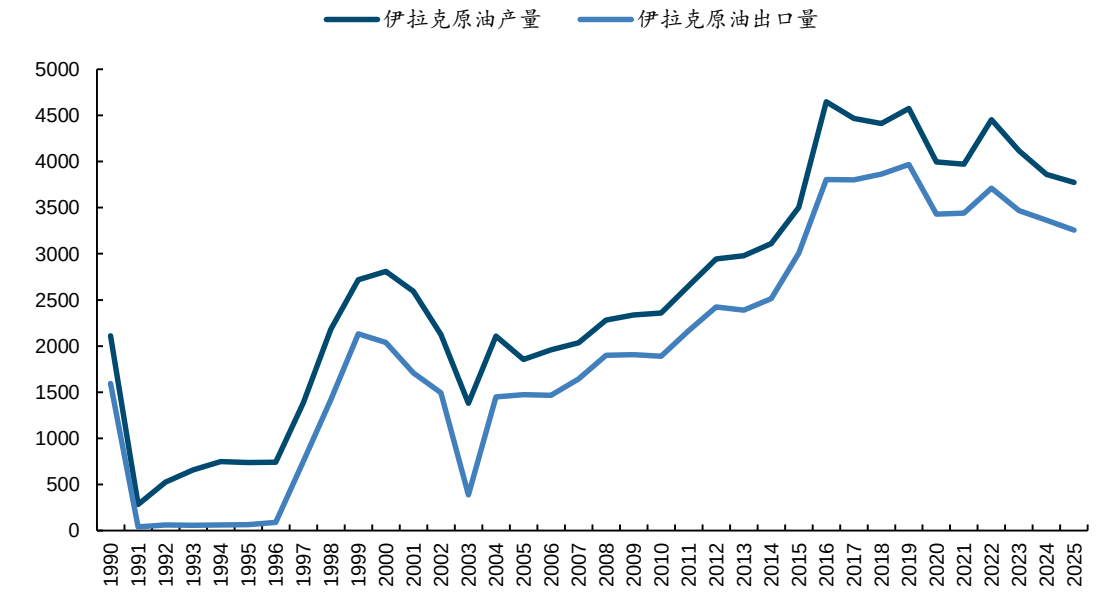
图表9：伊拉克原油产能及未来扩产项目（百万桶/天）



来源：Rystad Energy，国金证券研究所

伊拉克原油产能的增长速度预计将保持较高增速，但是实际产量的限制点除了上述的 OPEC 配额外，主要还是在于伊拉克当地的原油出口能力，能否将产量转化为可靠的出口供应。从产能数据上可以看到，伊拉克的闲置产能占比是较高的，历史上限制出口量的因素除了因为战争而封锁出口以外（例如海湾战争期间伊拉克的原油出口几乎跌至零），主要就是出口容量。当前伊拉克的出口能力约 510 万桶/日，是存在明显的缺口，也是反复拖延伊拉克实现 600 万桶/天产量的结构性制约因素。政府财政收入的下滑也会带来出口基础设施老化等影响实际出口量的现象。

图表10：伊拉克近三十年原油产量及原油出口量（千桶/日）

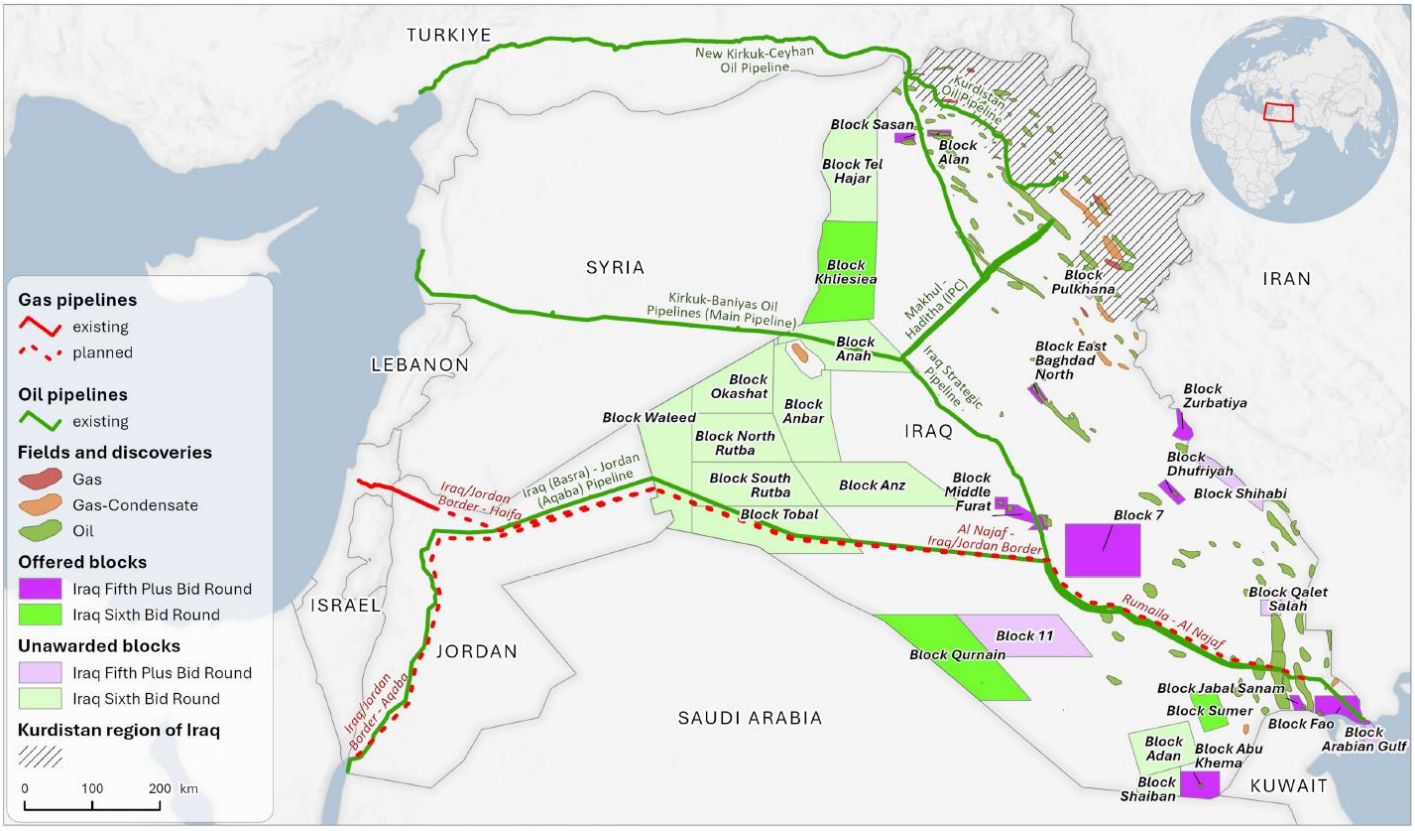


来源：iFinD，国金证券研究所

1.5 伊拉克正在打造多条出口管线丰富原油出口路径

伊拉克当前南部出口规模大约 340 万桶/日，巴格达方面正在力求重启或新建几条关键的原油走廊沿线：巴士拉-哈迪萨（Basra-Haditha）主干管线，连接着约旦亚喀巴港（Aqaba）；北部的基尔库克-菲什哈布尔-土耳其（Kirkuk-Fishkhabour-Turkey）管线，同时连接着叙利亚巴尼亚斯港（Baniyas）和土耳其杰伊汉港（Ceyhan）。这两条管道可以实现原油从红海和地中海的运输路线，从而绕过波斯湾以及霍尔木兹海峡。当前伊拉克临近波斯湾的巴士拉仍然是其核心的出口口岸，但是伊拉克已经批准建设巴士拉-哈迪萨管线，该管线设计产能 225 万桶/日，将作为一套更加灵活的陆上外运管网的主干线，可把未来伊拉克南部、中部、西部的油气田连接至多个出海终端。伊拉克最新的第 6 轮油气区招标也是集中分布在两条主干管线的附近（图浅绿色区块）。

图表11：伊拉克主要避开霍尔木兹海峡的原油管线（现有及规划）



来源：Rystad Energy，国金证券研究所

除了大力推进的连接约旦的管线外，伊拉克北部和西部连接叙利亚和土耳其的管线成熟度相对偏低，管线修复工程会叠加复杂地缘因素，中短期较难看到稳定出口的确定性。基尔库克-杰伊汉管线拥有 160 万桶/日的出口容量，但是管线自 2023 年杰伊汉港停输后持续受限，管线的重启也是需要分阶段推进的。

而连接叙利亚的基尔库克-巴尼亚斯管线虽然出口能力达到100万桶/日，但是在两伊战争期间，由于叙利亚支持伊朗，巴格达政府在 1980 年代关停了这条管线；2003 年美国入侵后管线再度受损，实质上彻底报废。在叙利亚巴沙尔·阿萨德政权倒台后，各方曾在 2024 年末尝试重启该管线，但相关推进最终无果而终。但是近期形势发生了巨大的变化，伊拉克、叙利亚和美国近期签署了谅解备忘录，以计划重启这条管线，因为在美伊冲突的背景下，伊朗对霍尔木兹海峡的掌控使得该项目的紧迫性大幅上升；自冲突爆发以来，伊拉克已经开始小规模采用油罐车经叙利亚转运原油。根据谅解备忘录，管线的项目周期预计 2-3 年，建成后可新增 150 万桶/日的输送能力。对于叙利亚而言，该管线项目意味着可以获得管输过境费、拿到美国支持的重建投资，并在本国亟需经济提振的节点，重新恢复作为能源通道的战略地位，在中东地区的基础设施项目里很少有项目能像这个项目一样，让各方利益诉求均得到契合。如果这些管线的建设顺利，伊拉克政府在 2030 年 600-700 万桶/日的出口量的目标完全有足够的出口能力作为支撑。

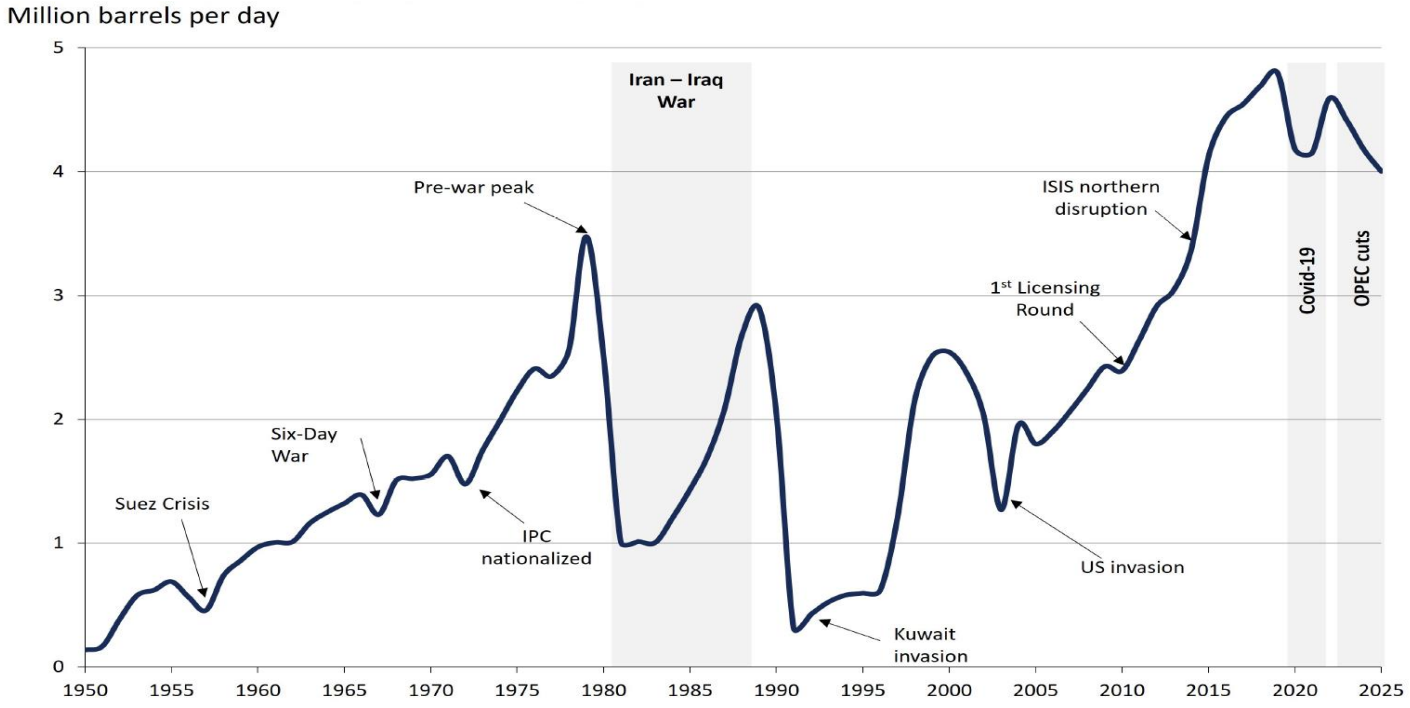
二、中国油气公司在伊拉克油气发展历程中扮演着重要角色

2.1 伊拉克在积极吸引外资的背景下实现产量的迅速增长

总体来看伊拉克历史上的原油产量受战争影响十分明显，两伊战争以及两次海湾战争，使得伊拉克的原油产量断崖式下跌。2003 年萨达姆政权被推翻后，伊拉克地区进入战后重建周期，原油产量快速提升；伊拉克政府开始建立吸引外资的法律和合同框架，2009 年伊拉克举行了战后首轮油气田招标（1st Licensing Round），主要采用技术服务合同

（Technical Service Contract，TSC）模式。这一时期伊拉克的原油产量持续攀升突破历史新高，即使 2014 年恐怖组织伊斯兰国（ISIS）在伊拉克北部持续骚扰，导致北部油田生产中断产量下滑，伊拉克南部主要油田依旧能够实现产量的加速增长。近年在全球公共卫生事件以及 OPEC 实施减产战略的影响下，伊拉克原油产量才开始逐步下滑，但是整体产量仍然保持着较高水平。

图表 12：伊拉克历史原油产量及关键事件（百万桶/日）

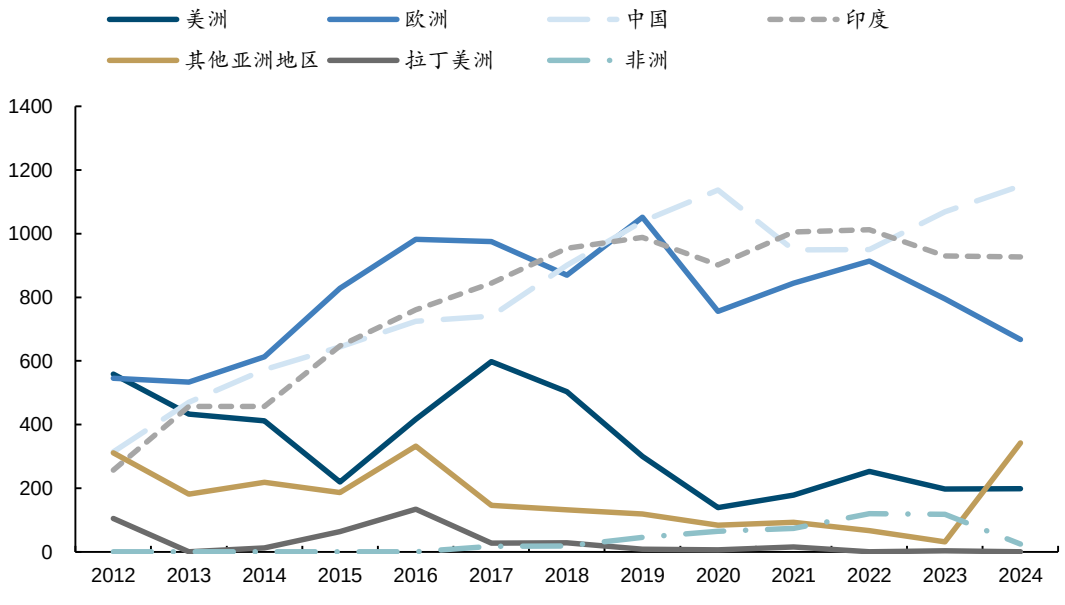


Source: Rystad Energy UCube; Rystad Energy research and analysis

来源：Rystad Energy，国金证券研究所

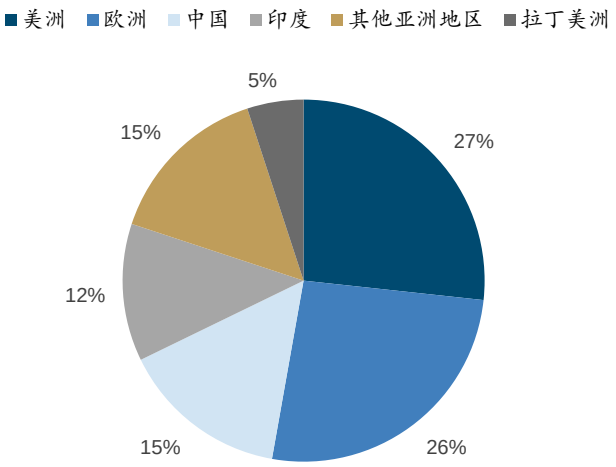
从伊拉克原油的出口途径的结构来看，中国、印度和欧洲支撑着伊拉克主要的原油出口增长，2012 年伊拉克原油主要出口美洲占比达到了 27%，中国和印度占比仅 15%和 12%；2024 年中国和印度的占比达到 35%和 28%。从趋势上来看，欧洲和美洲的出口占比持续下降，中国、印度以及其他亚洲地区正在成为伊拉克主要的原油出口对象，且占比正在越来越大。

图表 13：2012-2024 年伊拉克分地区原油出口数量（千桶/日）



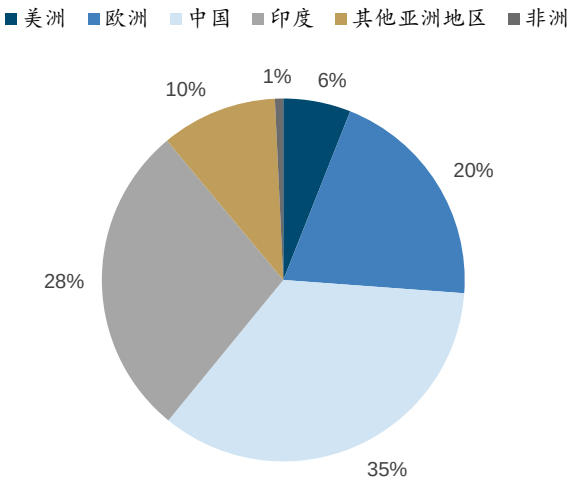
来源：Wind，国金证券研究所

图表14：2012年伊拉克原油出口数量占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表15：2024年伊拉克原油出口数量占比



来源：Wind，国金证券研究所

2.2 从技术服务合同向产量分成合同模式的升级

在伊拉克吸引外资的前期油气田招标，主要采用技术服务合同模式，在该模式下外国公司更多地为伊拉克政府提供技术服务，而政府为公司支付固定服务费（通常在每桶几美元不等），外国公司还需要承担开发成本，但不分享油价上涨带来的超额利润。这一模式的设计初衷是最大化伊拉克国家收益，但也限制了外资在当地的积极性。

图表16：伊拉克前四轮招标签订TSC合同主要内容及最高服务费（美元/桶）

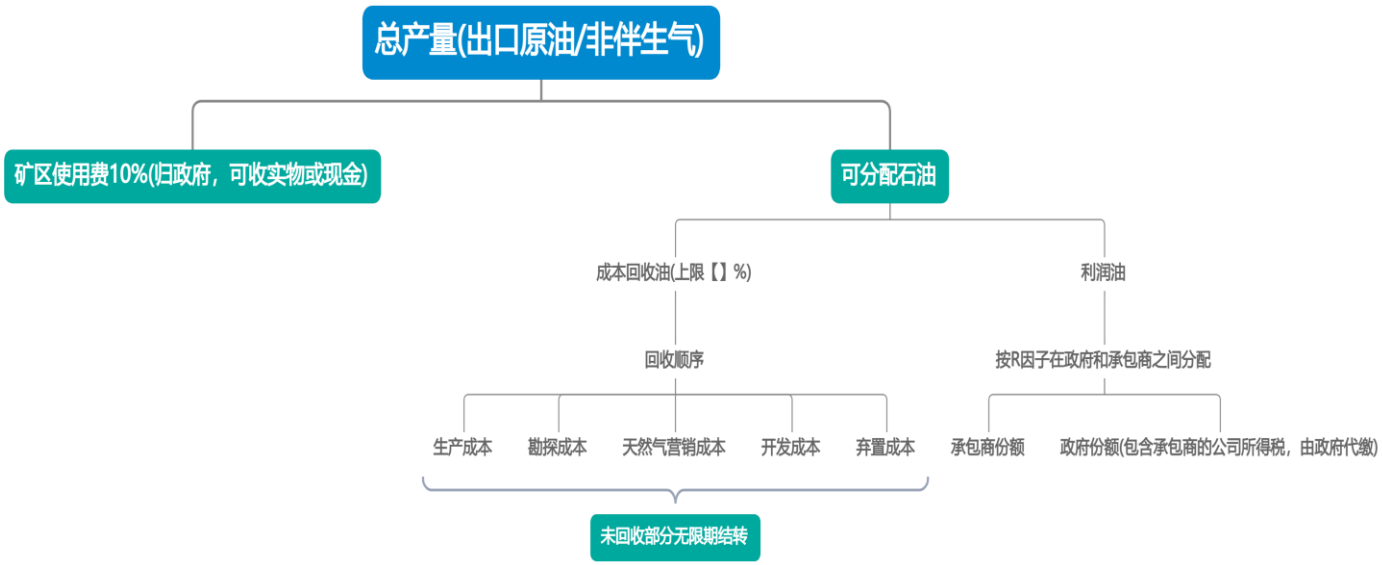
Bid round	Project or licensing block	Operator	Type	Production*			Max. fee**
				Initial Target	June 2012	Plateau target	
2008	Ahdab	Petrochina	Oil	25	129	140	6.00
One (2009)	Rumaila	BP	Oil	1 173	1 279	2 850	2.00
	West Qurna (I)	ExxonMobil	Oil	268	417	2 825	1.90
	Zubair	Eni	Oil	201	225	1 200	2.00
	Missan Group	CNOOC	Oil	97	91	450	2.30
Two (2009)	West Qurna (II)	Lukoil	Oil	120	-	1 800	1.15
	Majnoon	Shell	Oil	175	21	1 800	1.39
	Halfaya	Petrochina	Oil	70	34	535	1.40
	Gharraf	Petronas	Oil	35	-	230	1.49
	Badra	GazpromNeft	Oil	15	-	170	5.50
	Qairayah	Sonangol	Heavy oil	30	2	120	5.00
	Najmah	Sonangol	Heavy oil	20	-	110	6.00
Three (2010)	Akkas	KOGAS	Gas	1.03	-	4.1	5.50
	Mansuriyah	TPAO	Gas	0.78	-	3.1	7.00
	Siba	Kuwait Energy	Gas	0.26	-	1.0	7.50
Four (2012)	Block 8	Pakistan Petroleum	Gas-prone	n/a	-	n/a	5.38
	Block 9	Kuwait Energy	Oil-prone	n/a	-	n/a	6.24
	Block 10	Lukoil	Oil-prone	n/a	-	n/a	5.99
	Block 12	Bashneft	Oil-prone	n/a	-	n/a	5.00

* Production figures are in kb/d for oil projects and bcm per year for gas projects. ** The maximum remuneration fee (Max. fee) is in US dollars per barrel of oil equivalent.

来源：IEA，国金证券研究所

然而伊拉克合同制度并非单一体系，库尔德地区政府曾与外国公司谈判并签署产品分成等类型合同，并通过独立管道向土耳其出口原油，但联邦政府否认其有效性，中央政府在前四轮招标中只授予技术服务合同。这一做法也引发了联邦政府与库尔德地区之间的持续争端。但是在 TSC 合同模式下，导致部分西方公司因项目回报率偏低而退出，例如壳牌、道达尔能源等。2024 年起，伊拉克在第五轮和第六轮油气招标中全面转向利润分成模式（PSA），该模式也是产品分成合同的一种，外资在收回可回收成本后，再与政府以约定比例分享剩余收入。这种新模式将企业收益与油价直接挂钩，合同期限也延长至 20 至 25 年，旨在吸引需要长期高资本投入的大型西方石油公司回归。

图表17：产品分成合同模式下的利润分配示意图



来源：国金证券研究所

产品分成合同模式中关于利润分配的核心点主要有以下：

①矿权使用费：在总产量下，对出口原油、出口非伴生气通常固定征收 10%的矿权使用费；企业默认使用现金支付，但也可以提前通知按实物支付，按季度结算。油气的计价基准原油按交付时点的国际市场价格，天然气按交付时点实际合同价格。

②成本回收油：可回收范围包括油气公司全部合理的成本，包括但不限于勘探成本、开发成本、生产成本、天然气营销成本、弃置成本等；回收顺序按生产成本→勘探成本→天然气营销成本→开发成本→弃置成本先后。油气公司年度成本的回收上限由签订合同约定具体比例，但是未回收完的成本可无限结转至后续年度，直到全部回收成本。

③利润分成油：总产量扣除矿权使用费和成本回收油的剩余部分即为可分配的利润分成油，分成比例由签订合同约定。

④其他优惠：承包商免征除企业所得税外的所有税费，包括预提税、超额利润税、暴利税等；企业所得税由政府从其利润油份额中代缴；增值税计入石油成本，可通过成本回收收回。

从这一合同模式约定的利润分成模式可以大致推算出油气公司通过这一模式可获得的利润，在我们假设生产成本 15 美元/桶、原油售价 80 美元/桶、年成本回收上限 60%、公司利润分成比例 10%、企业所得税率 30%这些条件下，可以看到在前期投入成本未完全回收时，由于成本回收油占绝大多数，使得支付政府的部分相对较少。对于油气公司而言，在成本尚未完全回收前这一模式可以为公司带来非常丰厚的每桶现金流收入，因为这一模式的独特之处便是在于全部成本可回收，这在投入前期对于油气公司来说是非常大的优惠。

图表18：产品分成合同模式下企业单桶石油的利润测算（美元/桶）

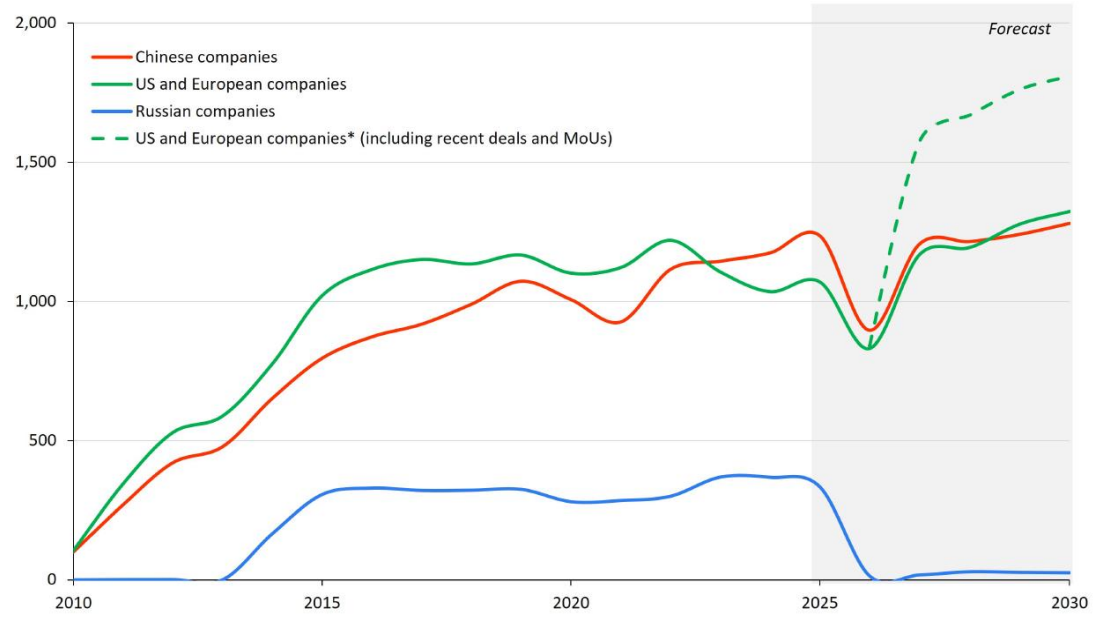
	成本尚未完全回收	成本完全回收后
生产成本	15	15
销售价格	80	80
矿权使用费	8	8
成本回收上限	60%	60%
总成本回收	48	15
利润分成	24	57
公司获得利润	2.4	5.7
企业所得税率	30%	30%
企业所得税	0.72	1.71
现金流收入	34.68	3.99
支付政府部分	29.6	59.3

来源：国金证券研究所

2.3 中国企业是伊拉克原油勘探开发生产的核心力量之一

中国企业依托在伊拉克南部油田资产的长期参与，并且在第五轮+和第六轮油田招标中斩获多数油田开发权，在上游油气领域已经建立起规模庞大、根基稳固的布局，近两年中国企业在伊拉克的权益油产量已经超过了其他所有地区的公司，成为伊拉克最大权益油规模的外资企业。

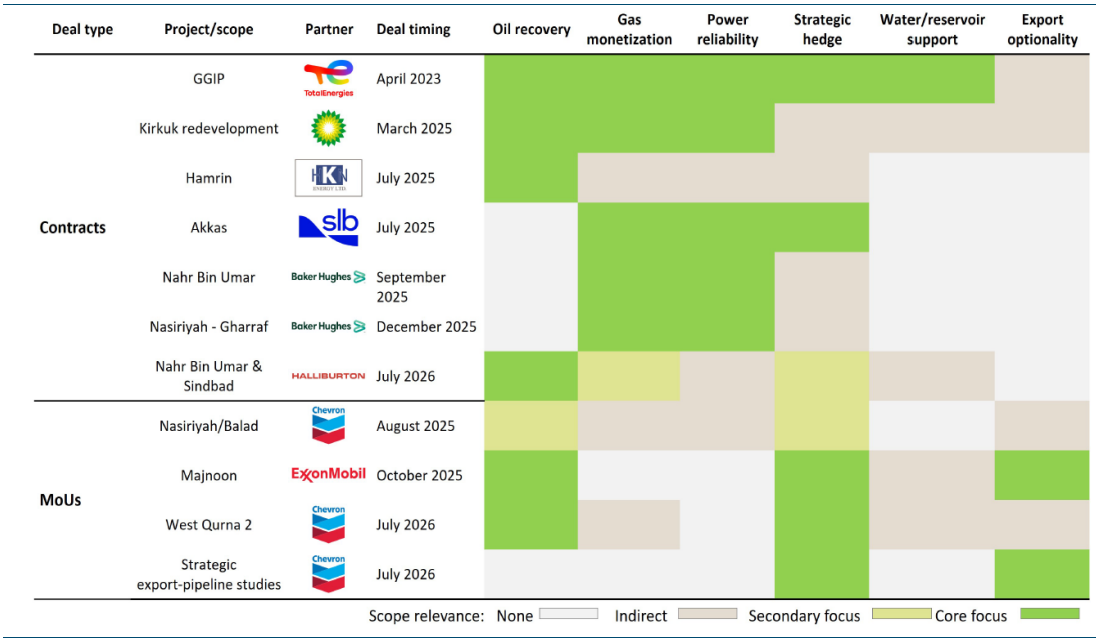
图表19：伊拉克按地区划分的权益原油产量（不含伊拉克本土公司，千桶/日）



来源：Rystad Energy，国金证券研究所

同时随着欧美油公司重返伊拉克，伊拉克原有的竞争格局正在发生改变。BP 重返基尔库克区块，开展覆盖原油、天然气、电力、供水一体化的再开发项目；埃克森美孚与马吉努（Majnoon）油田达成协议备忘录，将巴士拉石油公司、伊拉克国家石油销售公司和出口基础设施以及潜在的亚洲储油市场打通对接。俄罗斯卢克石油受制裁的影响正在退出项目，雪佛龙若成功接手西古尔纳（West Qurna）2 期巨型油田，这座日产接近 50 万桶/日的油田将由俄方转入美国油公司主导的轨道，同时雪佛龙拿下的纳西里耶（Nasiriyah）和巴拉德（Balad）项目框架，进一步拓宽了其在伊拉克增产的布局。

图表20：伊拉克近期签订的合同与谅解备忘录及业务覆盖范围



来源：Rystad Energy，国金证券研究所

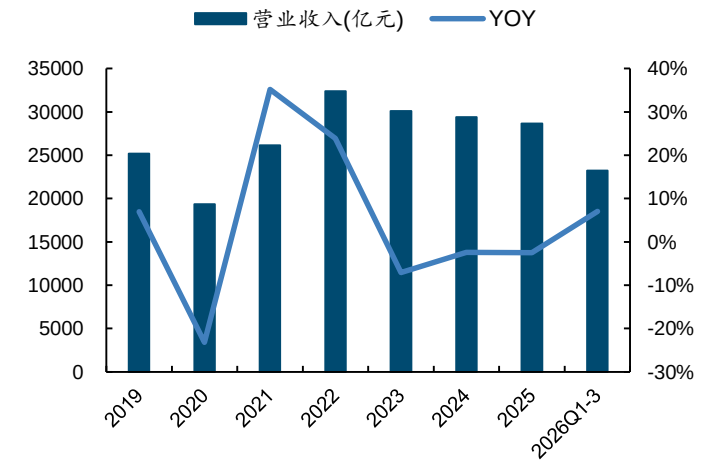
伊拉克正在试图重塑谈判筹码，中国企业对于实现规模化和持续运营依然至关重要，但政府重新推动欧美投资的举措，为巴格达提供了更多技术、地缘政治和商业层面的选择；巴格达的思路是投资主体多元化，而不是简单重构各方权重，不是简单地俄罗斯退出欧美入主。中石化近期拿下穆萨纳（Muthanna）省地震勘探项目就表明中国企业仍是前沿新区勘探的核心力量，而西方石油巨头则更多承接一体化再开发、基础设施以及综合能源项目。伊拉克的投资机会吸引力正在提升，但落地前提条件也变得更多，正式合同能够更快落地执行，但是谅解备忘录还需要敲定最终商务条款、落实融资、明确治理机制等，接下来的核心问题，不只是哪家企业进入伊拉克市场，而是采用什么类型的合同架构，让项目具备可融资性。

三、在伊拉克有业务布局的中国公司

3.1 中国石油（601857.SH）

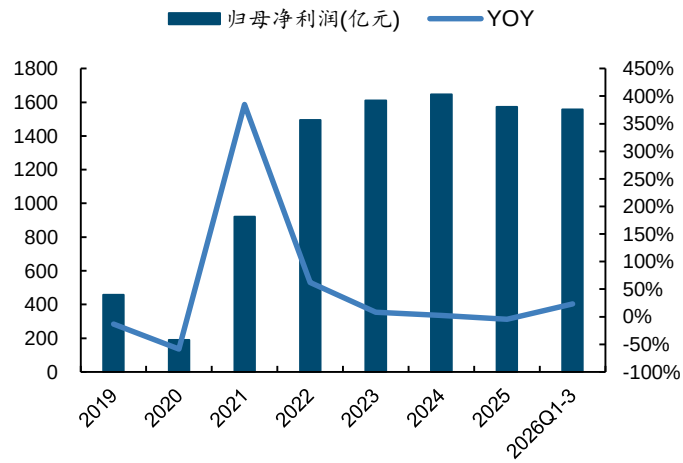
中国石油是国内最早进入伊拉克油气市场的企业之一，在 2008 年便获得了伊拉克艾哈代布（Ahdab）区块的技术服务合同；在 2009 年伊拉克的第二轮招标中获得了哈法亚（Halfaya）区块的技术服务合同，十几年来持续在伊拉克地区展开油气勘探开发生产的建设。近期，公司在伊拉克鲁迈拉、哈法亚等项目仍有新井钻探和投产工作。

图表21：2019-2026Q1-3 中国石油营收及 YOY



来源：iFinD，国金证券研究所

图表22：2019-2026Q1-3 中国石油归母净利润及 YOY

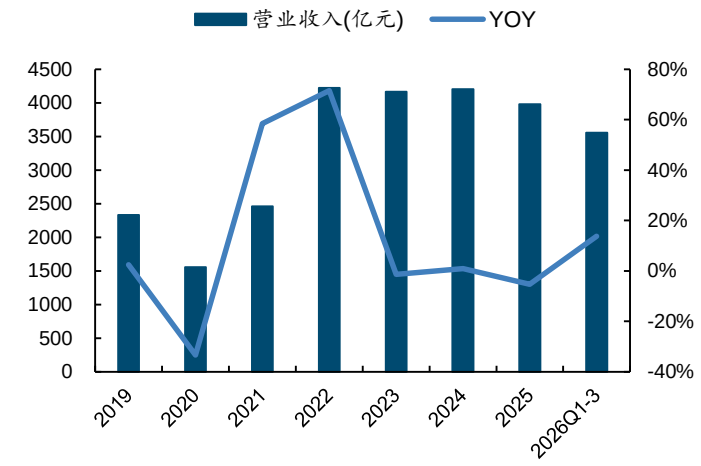


来源：iFinD，国金证券研究所

3.2 中国海油（600938.SH）

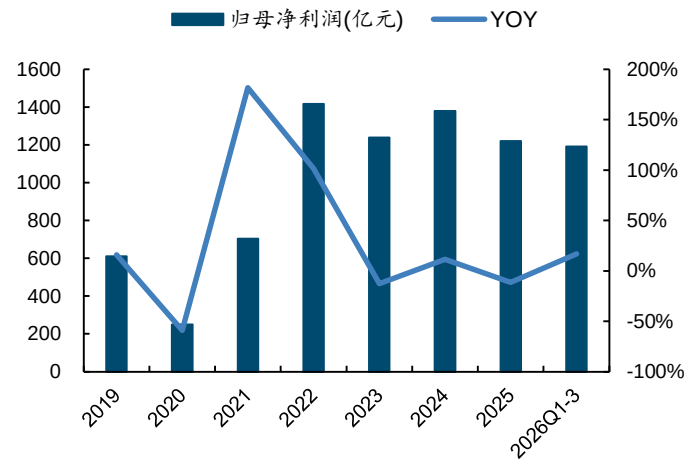
中国海油旗下子公司 CNOOC Africa Holding Ltd.于 2024 年 10 月 30 日与伊拉克中部石油公司签署石油勘探、开发与生产合同，对应区块为伊拉克 Block7 区块，位于伊拉克南部迪瓦尼亚省，面积约 6300 平方公里。该区块勘探期第一阶段为 3 年，中国海油持有 100%权益并担任作业者。除此之外，公司还担任伊拉克米桑油田群技术服务合同中的主承包商。

图表23：2019-2026Q1-3 中国海油营收及 YOY



来源：iFinD，国金证券研究所

图表24：2019-2026Q1-3 中国海油归母净利润及 YOY

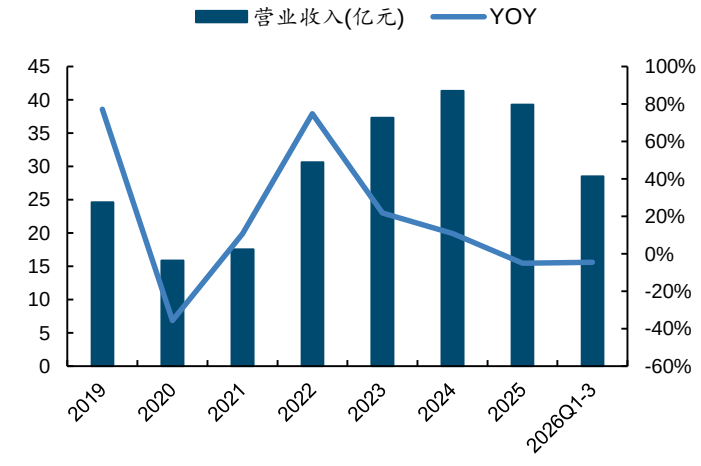


来源：iFinD，国金证券研究所

3.3 中曼石油（603619.SH）

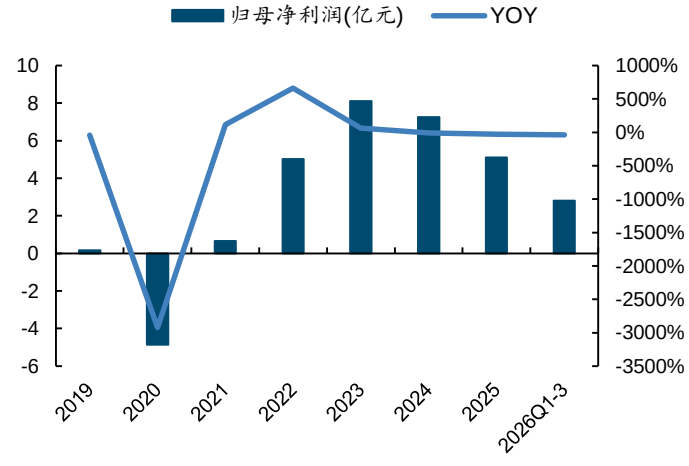
中曼石油成立于 2003 年，以钻机设备制造起家；2011 年起实施国际化战略，并于 2012 年便开始在伊拉克开展钻井工程等油服业务。2024 年 5 月 11 日，公司参与了伊拉克第五+轮和第六轮油气区块招标，并成功中标获得伊拉克 East Baghdad Field Northern Extension 区块（EBN 区块）和 Middle Euphrates 区块（MF 区块）的开发权。2025 年 7 月，中曼石油在巴格达召开了第二次联管会，正式批准了这两个项目的 PDP 初始开发方案、会计制度、预算、HSSE 管理体系等，EBN 和 MF 区块项目正式进入勘探开发周期，后续将逐步为公司释放低成本、低贴水的油气产量。

图表25：2019-2026Q1-3 中曼石油营收及 YOY



来源：iFinD，国金证券研究所

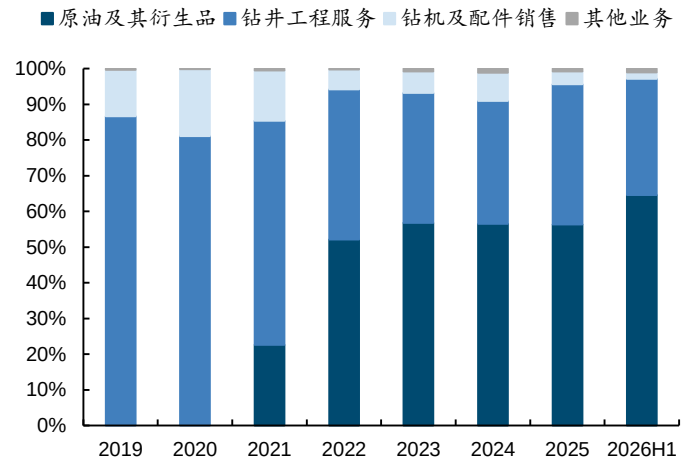
图表26：2019-2026Q1-3 中曼石油归母净利润及 YOY



来源：iFinD，国金证券研究所

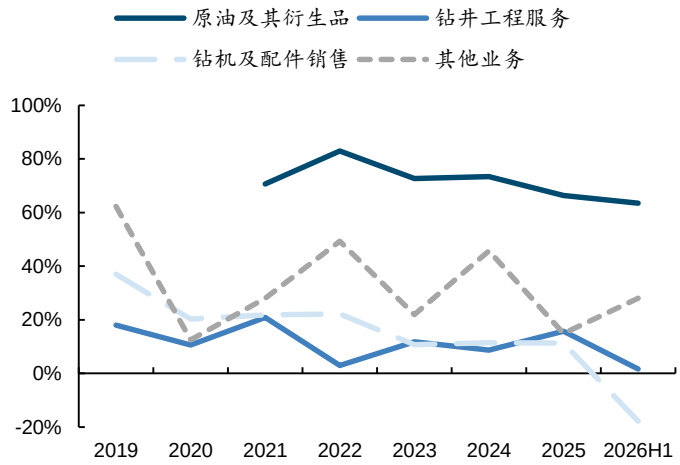
公司在上游油服业务板块聚焦钻完井工程市场中高难度钻井需求，凭借技术优势成功攻克伊拉克巴德拉油田钻井难题，将作业工期缩短了 60%，与甲方实现了互利共赢；在伊拉克油服工程市场，公司已能与斯伦贝谢、哈里伯顿、威德福等国际知名油服公司同台竞技，展现强大的国际竞争力，并逐步进入沙特等高端油服市场。

图表27：2019-2026H1 中曼石油主营构成



来源：iFinD，国金证券研究所

图表28：2019-2026H1 中曼石油主营业务毛利率

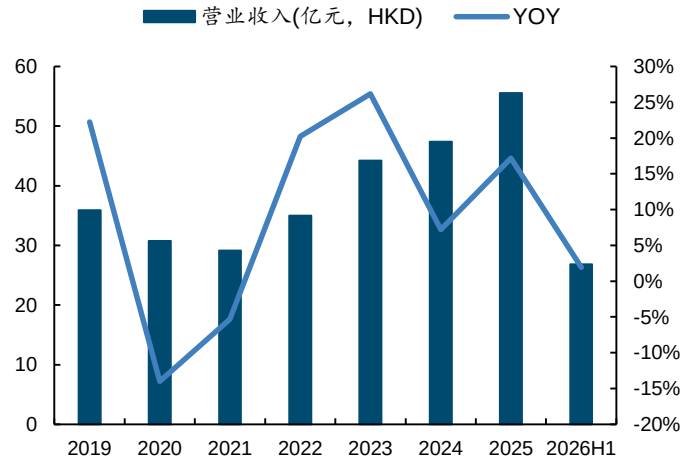


来源：iFinD，国金证券研究所

3.4 安东油田服务（3337.HK）

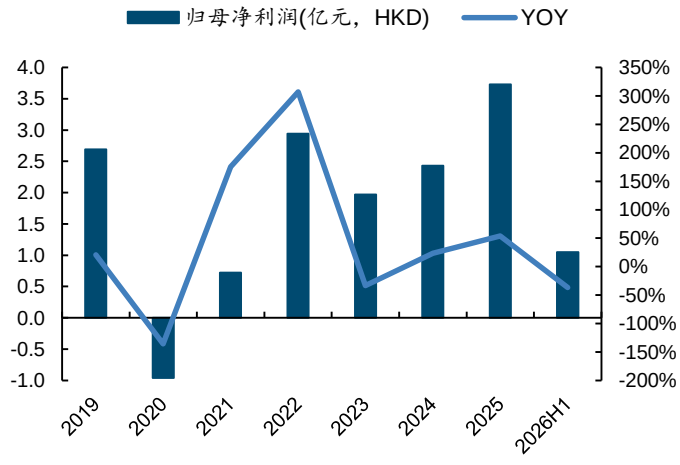
安东油田服务集团是一家全球领先的一体化油田技术服务公司，业务遍布 30 多个国家和地区，其中伊拉克是集团持续深耕的发展中市场，2018 年安东便在伊拉克赢得了巨型油田马吉努（Majnoon）油田一体化管理总包项目。公司在伊拉克市场的营收占比持续提升，2025 年公司在伊拉克市场营收 31.49 亿元，占其海外总收入的 85%，占其总营收的 56.5%。

图表29：2019-2026H1 安东油田服务营收及 YOY



来源：iFinD，国金证券研究所

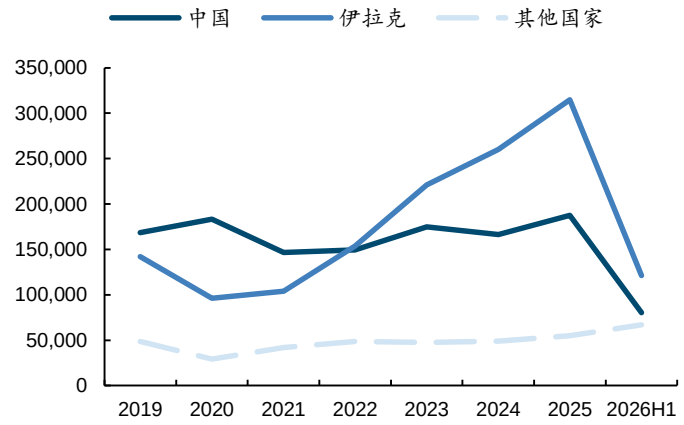
图表30：2019-2026H1 安东油田服务归母净利润及 YOY



来源：iFinD，国金证券研究所

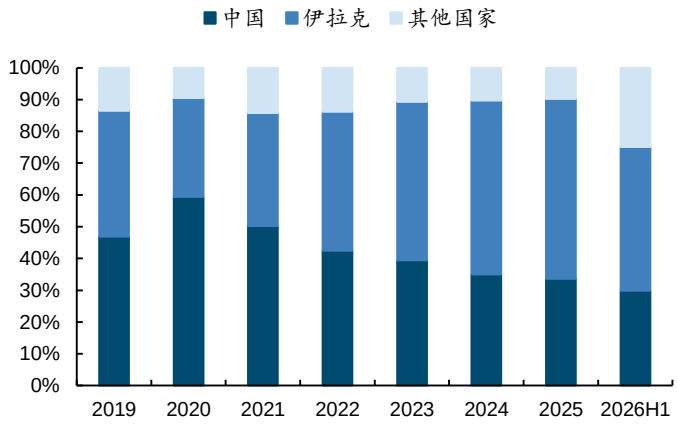
公司在伊拉克首个以作业者身份主导开发的得福瑞（Dhufriyah）油田项目已于 2025 年内顺利召开第三次联管会，并已于 2026 年 2 月 22 日正式启动得福瑞油田首口井得钻井工作，标志着得福瑞油田开发工作进入实质性作业阶段。安东油田服务集团于今年 9 月 6 日公告，公司与伊拉克国家石油销售公司签署长期合作协议，获得原油销售资质，成为伊拉克指定得原油出口销售合作伙伴，同时将使安东成为伊拉克市场中唯一同时具备油田技术服务、油气资源开发及原油销售服务资质得中国独立油气能源公司。

图表31：安东油田服务分地区营收(万元，HKD)



来源：iFinD，国金证券研究所

图表32：2019-2026H1 安东油田服务分地区营收占比

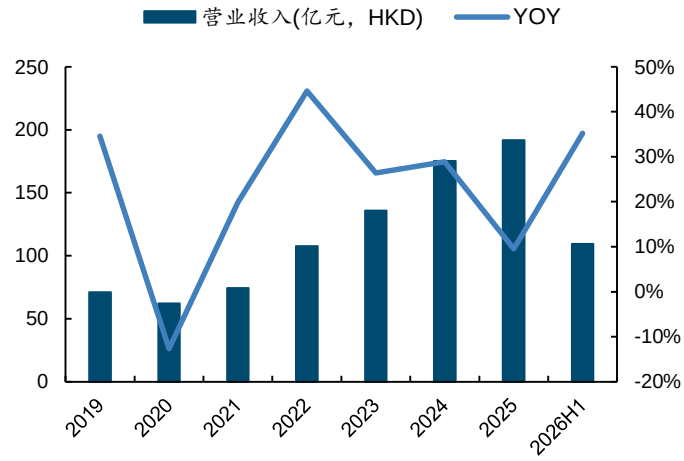


来源：iFinD，国金证券研究所

3.5 联合能源集团（0467.HK）

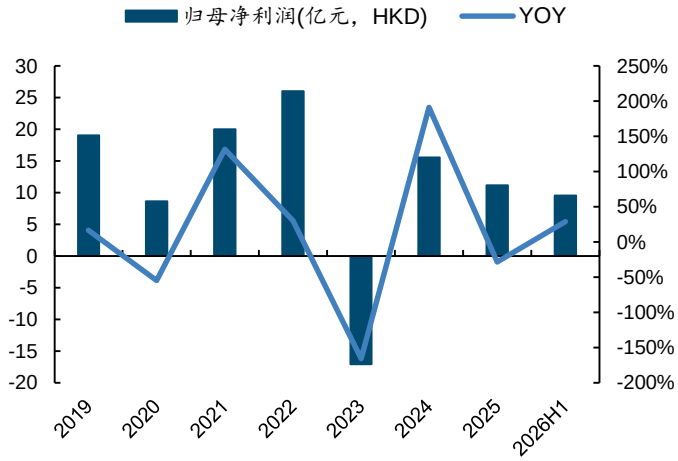
联合能源集团是于港交所上市的大型综合能源公司，主要从事石油天然气上游、清洁能源及能源贸易业务，业务分布于南亚、中东北非及欧洲。公司在伊拉克地区的业务收入自 2023 年起迅速增长，主要也是得益于其在伊拉克拥有权益区块的油气产量的增长。

图表33：2019-2026H1 联合能源集团营收及 YOY



来源：iFinD，国金证券研究所

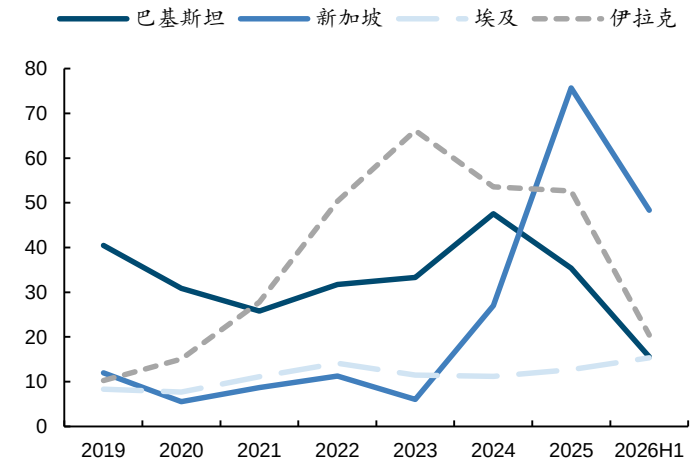
图表34：2019-2026H1 联合能源集团归母净利润及 YOY



来源：iFinD，国金证券研究所

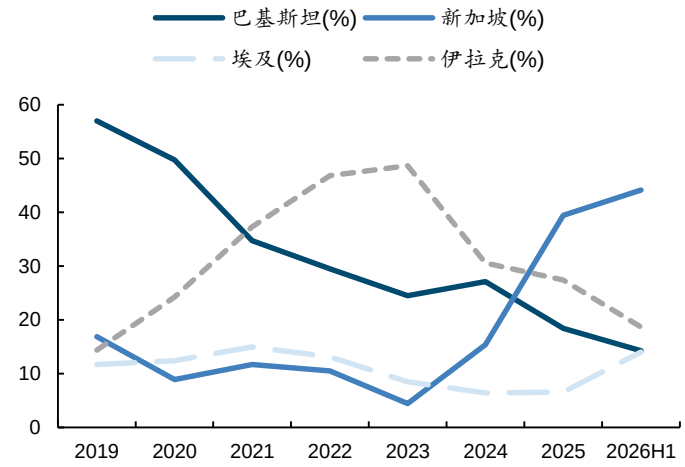
公司在伊拉克 B9 区块的勘探开发与生产服务合同中，持有 60%的权益并且作为作业者；2025 年平均作业日产量为 10.5 万桶油当量、平均权益日产量约 6.3 万桶油当量，较 24 年增长 21.1%。公司在伊拉克 Siba 气田的天然气开发与生产服务合同中，持有 30%的权益并且作为作业者，2025 年平均作业日产量约 2.6 万桶油当量、平均权益日产量约 0.78 万桶油当量。除此之外，公司在 2024 年收购了伊拉克 FA0 区块 100%的权益，首口勘探井于 2025 年钻探完成，并取得了商业发现。

图表35：联合能源集团分地区营收(万元，HKD)



来源：iFinD，国金证券研究所

图表36：2019-2026H1 联合能源集团分地区营收占比



来源：iFinD，国金证券研究所

风险提示

1、地缘政治风险：伊拉克位于地缘政治敏感的中东地区，地缘政治事件会对原油的供需格局产生影响，从而影响到国际原油价格，存在突发性的地缘政治事件风险。

2、原油价格大幅波动风险：原油价格受较多因素影响较易发生波动，未来存在原油价格大幅波动的风险。

3、宏观经济下滑导致需求不及预期：原油需求受宏观经济影响较大，宏观经济下滑会导致全球原油的需求不及预期，带来原油价格下滑的风险。

4、能源转型进程加快，新能源替代传统油气能源：当前众多国家实行低碳经济，如果未来能源转型的进程加快，新能源将更多地替代传统的油气能源，会对原油价格产生较大的风险。

5、境外经营的风险：位于伊拉克的油气项目面临着伊拉克本国的法律及税收的监管要求，海外项目以及表外子公司的业绩并不一定能及时在公司报表中体现。

6、汇率波动风险：伊拉克的油气项目通常采用伊拉克第纳尔作为记账本位币，存在货币汇率大幅波动从而影响相应油气项目的业绩。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
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