2026 年 11 月 21 日

石油化工行业研究

买入（维持评级）

行业周报

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
分析师：杨啸（执业 S1130526110001） yangxiao@gjzq.com.cn

宏观情绪恶化，地缘风险上升

本周行情综述

- 原油：本周原油价格继续调整后反弹。周中全球宏观情绪快速恶化，美联储多名官员表示进一步加息是合理的，市场对流动性预期收紧，贵金属等大类资产价格快速下跌。同时海外市场科技板块下跌进一步降低风险偏好。原油同样受到宏观情绪影响。从 9-10 月原油供需看，地缘不升级情况下，原油处于再平衡甚至转向过剩。地缘风险再次上升成为支撑原油价格的主要因素。截止 11 月 20 日，WTI 现货收于 83.41 美元，环比-5.15 美元；BRENT 现货收于 91.71 美元，环比-4.9 美元。EIA11 月 13 日当周商业原油库存环比+338 万桶，前值+465.7 万桶。其中库欣原油环比-120.9 万桶，前值+10.6 万桶。汽油库存环比+519.2 万桶，前值+179.9 万桶。炼厂开工率环比+0.5%至 95.7%。美国原油库存上升，净进口量环比减少。美国产量 1403.2 万桶/天，美国净进口数据环比-66.5%。截至 11 月 20 日当周，美国活跃石油钻机数环比+6 部至 469 部。
- 炼油：成品油出口套利窗口关闭带来供应小幅缓解，但短期偏紧格局不改；汽油步入需求淡季、叠加新能源压制，价格预计承压走跌；柴油需求支撑有所弱化，供给偏紧下价格维持坚挺。国内主营炼厂平均开工负荷为 74.66%，较上周上涨 0.5 个百分点。山东地炼常减压装置平均开工负荷为 53.37%，较上周上涨 0.35 个百分点。本周期山东地炼平均炼油毛利为-335.12 元/吨，较上周期下跌 556.5 元/吨。本周期主营炼厂平均炼油毛利为 84.36 元/吨，较上周期下跌 548.45 元/吨。批零价差方面周内汽油零批价差 1236 元/吨，前值 1259 元/吨，较上周下调 23 元/吨，跌幅 1.83%；柴油批零价差 313 元/吨，前值为 318 元/吨，较上周下调 5 元/吨，跌幅 1.57%。
- 聚酯：PXN 在 270 美元/吨附近，PTA 行业加工费为 1067.87 元/吨。下游纺织开工维持低位、订单偏弱，企业以控库保现金流为主；供应暂无明显变动，原料支撑有限，长丝格局偏弱，预计涤纶长丝延续弱势震荡。涤丝 POY150/48 平均加工差为 987.39 元/吨；FDY150/96 平均加工差为 1137.39 元/吨；DTY150/48 低弹平均加工差为 1200 元/吨。根据行业平均理论加工费核算，即涤纶 POY150D 平均盈利水平为-112.62 元/吨，较上周平均毛利下降 412.74 元/吨；涤纶 FDY150D 平均盈利水平为-412.62 元/吨，较上周平均毛利下降 402.64 元/吨；涤纶 DTY150D 平均盈利水平为 0 元/吨，较上周平均毛利持平。PX 方面，PX 现货供应仍存缺口，供需延续去库格局，基本面支撑利润水平压缩有限。目前 PXN 在 270 美元/吨附近，PX-MX 价差在 74.5 美元/吨附近。PTA 方面，周内 PTA 现货加工费明显提升，PTA 市场整体跟随成本端波动，但由于基差偏强运行，现货市场表现较为抗跌，故其加工费不断走高，PTA 行业利润偏好。截至 11 月 18 日，PTA 行业加工费为 1067.87 元/吨。
- 烯烃：本周外盘乙烯市场涨跌互现。截至 11 月 18 日收盘，CFR 东南亚收盘价格 1200 美元/吨，较上周末价格上涨 1.69%；CFR 东北亚收盘价格 1245 美元/吨，较上周末价格下跌 0.4%；FD 西北欧收盘价格在 836 欧元/吨，较上周末价格下跌 8.03%；CIF 西北欧收盘价格在 883 美元/吨，较上周末价格下跌 10.08%；CFR 中国收盘价格 1245 美元/吨，较上周末价格下跌 0.8%；FD 美国海湾收盘价格在 27.1 美分/磅，较上周末价格下跌 0.37%。供应小幅增加、出货压力有限；下游买盘谨慎、刚需小单补库为主，美金船货偏紧价格坚挺，预计乙烯市场偏弱整理。丙烯市场，截至本周四，国内山东地区丙烯主流成交均价为 10200 元/吨，较上周同期均价下跌 225 元/吨，跌幅为 2.16%。供应端有增量预期、部分厂家存在压车放货；下游亏损难改善、刚需低迷，叠加油价偏弱拖累，预计下周国内丙烯价格或将有所下行。

风险提示

地缘政治扰动超预期；海外经济出现衰退；行业及国际政策环境变化。

内容目录

一、本周市场回顾 4
二、石化细分板块行情综述 6
三、风险提示 14

图表目录

图表 1： 本周板块变化情况 4
图表 2： 石化板块相关标的市场表现 4
图表 3： 石化相关产品价格跟踪情况 5
图表 4： 石化产品价差跟踪情况 6
图表 5： 布伦特原油现货价格 7
图表 6： NYMEX 天然气期货价格 7
图表 7： 美国原油及战略原油库存量 7
图表 8： 美国原油及石油产品库存 7
图表 9： 美国商业原油库存 8
图表 10： 美国原油及天然气钻机数量 8
图表 11： OPEC、美国、俄罗斯原油产量 8
图表 12： 全球原油产量及钻机数量 8
图表 13： 美国汽油需求（千桶/日） 9
图表 14： 美国柴油需求（千桶/日） 9
图表 15： 美国航煤需求（千桶/日） 9
图表 16： 美国 TSA 安检人数（周平均，万人次） 9
图表 17： 美国汽、柴、煤油与燃料油库存量（百万桶） 9
图表 18： 美国炼油厂开工率 9
图表 19： 国内主营炼厂开工率（%） 10
图表 20： 山东地方炼厂开工率（%） 10
图表 21： 国内主营炼厂炼油毛利（元/吨） 10
图表 22： 山东地方炼厂炼油毛利（元/吨） 10
图表 23： 乙烯开工率（%） 11
图表 24： 乙烯价格（美元/吨） 11
图表 25： 乙烯下游开工率（%） 11
图表 26： 乙烯下游库存（万吨） 11
图表 27： 丙烯酸开工率（%） 12
图表 28： 丙烯酸酯开工率（%） 12

图表 29： 丙烯价格及价差（元/吨） 12
图表 30： 丙烯酸价格及价差（元/吨） 12
图表 31： 涤纶长丝库存天数 14
图表 32： 涤纶长丝开工率（%） 14
图表 33： PTA 库存天数 14
图表 34： PTA 开工率（%） 14
图表 35： 涤纶长丝下游织机开工率（%） 14
图表 36： PX 开工率（%） 14

一、本周市场回顾

本周石油石化板块跑赢上证指数（+2.41%）。本周石油石化各板块涨跌幅分别为油气资源（-2.1%）、石油天然气指数（+2.06%）、油气开采服务指数（-6.8%）、炼油化工指数（+3.21%）、聚酯指数（-6.2%）、烯烃指数（-4.09%）。

图表1：本周板块变化情况

指数名称	本周涨跌幅	本周末收盘价	上周末收盘价	当月涨跌幅
上证指数	-2.77%	3533.79	3634.35	-3.16%
深证成指	-6.49%	10256.39	10968.79	-8.23%
沪深300	-1.54%	3954.57	4016.29	-2.46%
中证500	-7.11%	6006.08	6465.49	-8.96%
石油石化	-0.36%	2583.84	2593.08	-3.14%
油气资源指数	-2.10%	979.92	1000.98	-4.94%
石油天然气指数	2.06%	4273.23	4187.15	0.14%
油气开采服务指数	-6.80%	4944.07	5304.81	-8.70%
炼油化工指数	3.21%	3570.62	3459.57	0.28%
聚酯指数	-6.20%	4103.82	4375.19	-11.19%
烯烃指数	-4.09%	1216.52	1268.43	-5.25%

来源：Wind，国金证券研究所

图表2：石化板块相关标的市场表现

代码	公司名称	周末收盘价	PE	PE近五年分位	PB	PB近五年分位	股息率	分红比例	日涨幅	周涨幅	月涨幅	年涨幅	市值
600938.SH	中国海油	30.29元	10.34	68.76%	1.78	57.74%	3.78%	44.58%	0.13%	-1.82%	-15.79%	4.53%	14397亿元
0883.HK	中国海洋石油	21.7港元	6.36	62.05%	1.04	53.70%	5.90%	44.58%	-1.90%	-4.99%	-12.15%	8.05%	10314亿港元
601857.SH	中国石油	13.22元	12.95	94.63%	1.48	99.23%	3.56%	54.68%	4.67%	6.70%	-4.48%	33.73%	24195亿元
0857.HK	中国石油股份	10.07港元	8.47	79.11%	0.97	88.68%	5.25%	54.68%	-0.49%	-2.52%	-6.93%	27.49%	18430亿港元
600028.SH	中国石化	6.03元	17.84	83.45%	0.87	61.04%	3.32%	76.10%	1.86%	5.24%	2.20%	1.71%	7279亿元
0386.HK	中国石油化工股份	4.665港元	11.91	75.00%	0.58	56.11%	4.84%	76.10%	-0.43%	-1.79%	-4.11%	5.85%	5631亿港元
002493.SZ	荣盛石化	11元	13.78	16.30%	2.10	14.74%	0.91%	112.84%	0.73%	-2.22%	-7.95%	-5.22%	1099亿元
600989.SH	宝丰能源	20.29元	8.90	0.03%	2.62	3.26%	5.73%	44.85%	0.00%	-0.73%	-9.05%	6.64%	1488亿元
002648.SZ	卫星化学	23.18元	7.36	1.10%	1.92	7.56%	2.16%	31.66%	-1.90%	-0.73%	-8.02%	33.95%	781亿元
600346.SH	恒力石化	16.24元	9.29	8.47%	1.53	5.59%	2.28%	36.81%	1.18%	1.69%	2.07%	-26.72%	1143亿元
000301.SZ	东方盛虹	9.65元	13.72	0.00%	1.68	12.60%	0.00%	0.00%	-1.53%	-2.03%	-8.79%	-11.39%	638亿元
603225.SH	新凤鸣	16.65元	10.11	17.10%	1.22	53.15%	1.20%	32.47%	-3.65%	-0.89%	2.65%	-13.62%	279亿元
601233.SH	桐昆股份	21.02元	6.78	17.04%	1.11	74.58%	0.57%	14.04%	-2.82%	-0.38%	1.99%	22.82%	501亿元
0135.HK	昆仑能源	7.78港元	10.61	78.01%	0.84	34.63%	4.47%	50.18%	-0.13%	1.37%	2.71%	10.44%	671亿港元
601808.SH	中海油服	12.27元	15.15	3.62%	1.21	1.37%	2.30%	35.09%	-0.57%	-0.57%	-9.91%	-10.58%	585亿元
600583.SH	海油工程	6.23元	12.76	30.41%	0.94	43.45%	3.15%	41.57%	-1.74%	-3.56%	-5.03%	17.69%	275亿元
600968.SH	海油发展	4.14元	10.50	17.04%	1.36	26.47%	3.55%	38.47%	-1.43%	-0.72%	-3.72%	12.24%	421亿元
002254.SZ	泰和新材	8.61元	107.06	78.23%	1.03	3.51%	0.23%	40.91%	-4.65%	-8.50%	-5.70%	-13.95%	73亿元
0934.HK	中石化冠德	4.295港元	12.54	91.37%	0.63	65.26%	5.82%	60.45%	-1.15%	0.00%	6.44%	5.86%	107亿港元
2386.HK	中石化炼化工程	5.525港元	13.62	96.21%	0.66	58.22%	7.33%	64.82%	-2.73%	-4.08%	2.60%	-23.00%	243亿港元

来源：Wind，国金证券研究所（PE和PB均为动态）

图表3：石化相关产品价格跟踪情况

板块	名称	价格	单位	更新时间	环比26Q4均值	周涨幅	月涨幅	季涨幅	年涨幅	2026Q3	2026Q4
原油	期货收盘价:布伦特原油	92.57	美元/桶	2026-11-21	1.19%	-3.41%	-14.93%	0.43%	46.06%	103.11	91.48
	期货收盘价:WTI原油	83.41	美元/桶	2026-11-21	-2.64%	-5.82%	-14.14%	-1.88%	41.37%	93.18	85.67
	期货结算价:上期所sc原油主连	599.30	元/桶	2026-11-20	-2.38%	-2.58%	-15.51%	-2.96%	30.74%	687.56	613.91
	现货价:原油(阿联酋迪拜)	87.68	美元/桶	2026-11-21	-6.15%	-4.95%	-21.04%	-10.81%	35.92%	104.06	93.43
	现货价:英国布伦特原油	91.71	美元/桶	2026-11-21	-6.03%	-5.07%	-23.64%	-1.12%	43.66%	113.55	97.60
	现货价:原油(阿曼):环太平洋	87.56	美元/桶	2026-11-21	-6.30%	-5.20%	-21.27%	-10.84%	35.92%	104.08	93.44
天然气	期货价:NYMEX天然气	3.47	美元/百万英热单位	2026-11-21	19.73%	6.91%	24.90%	25.85%	-22.81%	3.07	2.89
	期货价:IPE英国天然气	220.88	便士/色姆	2026-11-21	40.71%	-2.70%	2.63%	31.32%	170.99%	215.67	156.97
	现货价:天然气:路易斯安那州亨利港	3.10	美元/百万英热单位	2026-11-19	7.51%	-4.91%	2.99%	9.54%	-21.91%	2.96	2.88
	到岸价:液化天然气(LNG):中国	0.27	美元/万英热	2026-11-20	22.28%	-8.96%	-7.95%	18.39%	138.36%	0.28	0.22
煤炭	综合交易价:秦皇岛动力煤(Q5500)	779	元/吨	2026-11-20	6.19%	-0.13%	1.17%	6.71%	9.72%	770	734
	车板价:焦精煤(A9%,V19%,1.5%S,G62.5)	1865	元/吨	2026-11-20	-5.10%	-3.62%	-11.82%	-6.75%	27.30%	2067	1965
	市场价:焦炭:山东地区	1973	元/吨	2026-11-20	3.75%	0.00%	-1.25%	12.68%	28.53%	2008	1902
	纽卡斯尔NEWC动力煤现货价	153	美元/吨	2026-10-26	13.68%	0.00%	2.13%	16.06%	40.65%	151	135
	单位热量价格比：原油/煤炭	2.42	无	2026-11-21	-16.95%	-5.07%	-25.23%	-14.80%	2.14%	3.04	2.91
炼化	市场价:汽油(92#):山东地炼	8774	元/吨	2026-11-20	-0.51%	-6.21%	-10.65%	-1.91%	25.00%	9750	8819
	市场价:柴油(0#):山东地炼	8631	元/吨	2026-11-20	11.15%	-6.60%	-10.85%	9.57%	34.38%	9499	7765
	现货价:航空煤油:FOB新加坡	139	美元/桶	2026-11-20	-8.81%	-7.97%	-22.53%	-9.65%	40.34%	165	153
	现货价:石脑油:CFR日本	812	美元/吨	2026-11-20	-2.43%	-8.86%	-18.33%	-1.65%	41.66%	952	832
C2	现货价:乙烯:CFR东北亚	1251	美元/吨	2026-11-20	20.70%	0.00%	6.83%	16.81%	71.14%	1200	1036
	出厂价:LLDPE(DFDA-7042):扬子石化	9500	元/吨	2026-11-19	9.19%	-2.06%	-5.00%	10.47%	33.80%	9892	8701
	出厂价:HDPE(5000S):扬子石化	10300	元/吨	2026-11-19	-9.71%	-4.63%	-8.85%	-10.43%	41.10%	10871	11407
	出厂价:环氧乙烷:中石化华东	9100	元/吨	2026-11-20	15.93%	0.00%	-6.19%	19.74%	51.67%	9558	7849
C3	现货价:丙烷(冷冻货):CFR华东	1079	美元/吨	2026-11-20	29.90%	-3.14%	7.36%	27.69%	90.30%	1064	831
	市场价:丙烯:山东地区	10115	元/吨	2026-11-20	15.42%	-1.80%	-1.56%	13.97%	70.29%	10650	8763
	出厂价:聚丙烯PP(T30S):镇海炼化	11100	元/吨	2026-11-19	16.43%	-0.89%	-1.77%	15.63%	63.24%	11363	9534
	市场价:环氧丙烷:华东地区	10400	元/吨	2026-11-20	5.01%	-5.02%	-9.96%	6.12%	21.78%	11397	9904
	市场价:丙烯酸:华东地区	7750	元/吨	2026-11-20	4.74%	-7.74%	-2.52%	2.65%	34.78%	8286	7400
	市场价:丙烯酸甲酯:华东市场	9350	元/吨	2026-11-20	1.74%	-4.59%	-7.43%	1.63%	28.08%	10055	9190
	市场价:丙烯酸乙酯:华东市场	10200	元/吨	2026-11-20	2.31%	-2.86%	-5.56%	4.08%	14.61%	10764	9970
	市场价:丙烯酸丁酯:华东市场	8850	元/吨	2026-11-20	3.84%	-6.35%	-7.81%	1.72%	34.60%	9672	8522
	市场价:甲醇:华东地区	3600	元/吨	2026-11-20	15.82%	-4.00%	-6.25%	19.80%	78.44%	3986	3108
	市场价:乙醇:山东地区	5620	元/吨	2026-11-20	2.29%	0.00%	0.36%	5.05%	8.08%	5618	5494
	市场价:正丁醇:华东地区	7350	元/吨	2026-11-20	-1.34%	-6.37%	-10.91%	-5.16%	43.41%	8277	7450
聚酯	现货价:PX:CFR中国	1087	美元/吨	2026-11-20	-3.27%	-9.06%	-14.56%	-1.02%	30.56%	1257	1124
	市场价:PTA:华东地区	6649	元/吨	2026-11-20	5.55%	-0.76%	-4.19%	4.54%	43.51%	6966	6299
	市场价:乙二醇:华东地区	6250	元/吨	2026-11-20	9.39%	0.84%	13.53%	2.04%	61.25%	5826	5713
	市场价:聚酯瓶片:华东市场	8200	元/吨	2026-11-20	5.23%	-1.68%	-5.75%	6.15%	43.36%	8645	7792
	市场价:FDY(150D/96F)	8650	元/吨	2026-11-20	-1.32%	0.29%	-8.71%	-3.35%	30.57%	9266	8766
	市场价:DTY(150D/48F)	8800	元/吨	2026-11-20	-1.61%	-0.56%	-8.33%	-3.30%	28.47%	9371	8944
	市场价:POY(150D/48F)	9900	元/吨	2026-11-20	1.58%	-0.50%	-5.26%	0.51%	25.71%	10308	9746
	市场价:涤纶短纤(1.4D*38mm):华东	8380	元/吨	2026-11-20	6.15%	-2.84%	-5.95%	7.02%	32.91%	8809	7894

来源：Wind，百川盈孚，国金证券研究所

图表4：石化产品价差跟踪情况

产业链	名称	当前价差	单位	周涨幅	月涨幅	季涨幅	当前分位数
炼化	炼油毛利:主营炼厂	84	元/吨	-86.67%	-68.11%	-88.13%	62.9%
	炼油毛利:独立炼厂	-335	元/吨	-251.38%	-159.29%	-173.26%	33.4%
聚酯	PX-石脑油	275	美元/吨	-6.31%	-1.72%	-1.12%	57.3%
	PTA加工费	1016	元/吨	94.78%	149.58%	22.84%	97.1%
	POY价差	2316	元/吨	-4.55%	-13.86%	2.02%	25.5%
	DTY价差	1216	元/吨	-8.32%	-33.86%	-18.67%	16.3%
	FDY价差	1091	元/吨	-7.26%	-36.33%	-20.37%	16.6%
C3	丙烯-丙烷	59	元/吨	-81.76%	-90.81%	-93.11%	64.0%
	丙烯酸-丙烯	914	元/吨	-37.44%	-6.45%	-25.96%	8.3%
	丙烯酸甲酯-丙烯酸	1060	元/吨	11.02%	-27.15%	-31.97%	21.4%
	丙烯酸乙酯-丙烯酸	891	元/吨	33.60%	-36.20%	-9.31%	49.2%
	丙烯酸丁酯-丙烯酸	-32	元/吨	-86.57%	-71.10%	-94.34%	48.2%
	聚丙烯-丙烯	900	元/吨	-7.69%	9.09%	55.17%	58.6%
	环氧丙烷-丙烯	1955	元/吨	-18.16%	-27.49%	-23.87%	15.7%
C2	乙烯-石脑油	439	美元/吨	23.70%	171.72%	79.79%	93.8%
	环氧乙烷-乙烯	1508	元/吨	-3.55%	-41.68%	45.88%	66.6%
	乙二醇-乙烯	741	元/吨	-7.28%	44.03%	-43.53%	56.1%

来源：Wind，百川盈孚，国金证券研究所

二、石化细分板块行情综述

■ **原油：**

景气度跟踪：拐点向上。本周原油价格继续调整后反弹。周中全球宏观情绪快速恶化，美联储多名官员表示进一步加息是合理的，市场对流动性预期收紧。贵金属等大类资产价格快速下跌。同时海外市场科技板块下跌进一步降低风险偏好。原油同样受到宏观情绪影响。从 9-10 月原油供需看，地缘不升级情况下，原油处于再平衡甚至转向过剩。地缘风险再次上升成为支撑原油价格的主要因素。尽管特朗普表示不会在新年前仓促决定对伊朗行动，但以色列和美国的鹰派官员督促特朗普再次对伊朗发动袭击。但美军也警告部队已经不堪重负。同时，胡塞仍加大对沙特的袭击力度也造成了供应端担忧。伊朗也仍在极力阻止霍尔木兹海峡原油的通行。这让市场担忧海峡的流量会再次下滑。另一方面，机构观测显示，美国扩大封锁范围之际，伊朗石油在油轮间转运。美军封锁对伊朗石油出口造成严重影响，双方都在等待破局，未来一段时间或迎来地缘关键变化。

①原油：截止 11 月 20 日，WTI 现货收于 83.41 美元，环比-5.15 美元；BRENT 现货收于 91.71 美元，环比-4.9 美元。EIA11 月 13 日当周商业原油库存环比+338 万桶，前值+465.7 万桶。其中库欣原油环比-120.9 万桶，前值+10.6 万桶。汽油库存环比+519.2 万桶，前值+179.9 万桶。炼厂开工率环比+0.5%至 95.7%。美国原油库存上升，净进口量环比减少。美国产量 1403.2 万桶/天，美国净进口数据环比-66.5%。截至 11 月 20 日当周，美国活跃石油钻机数环比+6 部至 469 部。

②天然气：截止 11 月 20 日，英国基准天然气价格收于 223.35 便士/撒姆，环比-0.83 便士/撒姆；截止 11 月 20 日，美国 NYMEX 天然气期货收于 3.47 美元/百万英热单位，环比+0.22 美元/百万英热单位。11 月 15 日，中国 LNG 综合进口到岸价格指数 177.49(C.I.F，不含税费、加工费)。11 月 20 日国内 LNG 液厂平均出厂价 7223 元/吨，环比-3.49%。

③核心观点：

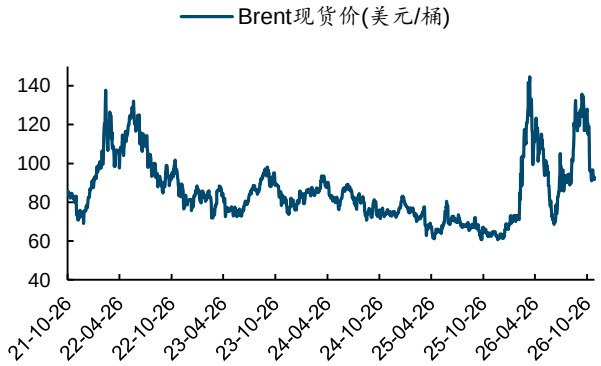
展望后市我们认为中选后民主党掌控国会的预期以及美国选民对美伊战争的强烈反对态度，意味着共和党考虑 2028 年大选将与美伊冲突逐渐做切割。特朗普也需考虑 2028 年后被清算和弹劾的风险，美伊开启大规模军事冲突的可能性已经下降。另一方面，宏观情绪的恶化和市场衰退交易情绪的上升都将压制原油的上涨空间，原油价格的长期顶部结构或已经出现。APEC 会议中美俄元首元首发表和平宣言，就维护战略稳定和国际安全交换意见。三国重申核战争打不赢也打不得，计划增加精炼石油产品供应。如果未出现大规模冲

突，我们认为地缘风险溢价将很难使原油价格再次突破 120 美元/桶。短期原油价格或呈现区间拉锯状态。

此前周观点中提到，由于高成本原油叠加高运费以及高升水，侵蚀了欧洲以及亚太地区炼厂的利润；需求端产生负反馈。因此强供给逻辑品种价格的进一步上涨依赖于供应端出现新的供应损失预期。9-10 月份原油重回供给过剩，10 月 OPEC 产量恢复至战前 97%。战争对供应仍将造成扰动，但市场同样显示出较强的韧性。

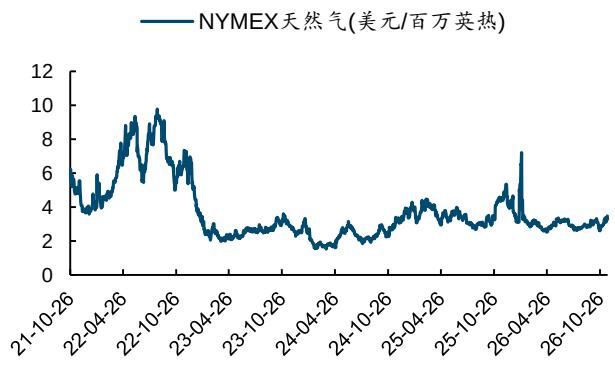
我们认为与 Q2 不同，本轮地缘缓和的契机或不在于美伊双方的 taco，因双方围绕霍尔木兹海峡分歧较大无法妥协。地缘风险溢价难以快速下滑。对海峡封锁的负面影响正在进一步拓展至经济层面，我们认为海峡问题无法缓和背景下中质馏分油和 LNG 的短缺将导致欧洲和东南亚工业等产业链受冲击，推动海外经济周转实质放缓从而加剧欧元区及东南亚经济衰退的可能性。由于当前行情核心驱动在于地缘，具备强反身性，因此地缘出现缓和时须警惕短期价格的快速回摆。另一方面，由于中东油田复产和物流修复需要时间，或难以恢复至战前自由通航状态；我们认为即使地缘缓和，年内布伦特原油或仍难以长期回落至 75 美元/桶以下，仍将处于高位偏强状态。长期看随着非计划性供应中断的下降，非 OPEC 国家产量的增加；需求端则面临长期库存回补需求的支撑和新能源加速替代的冲击，原油价格将逐步自高位回落。

图表5：布伦特原油现货价格



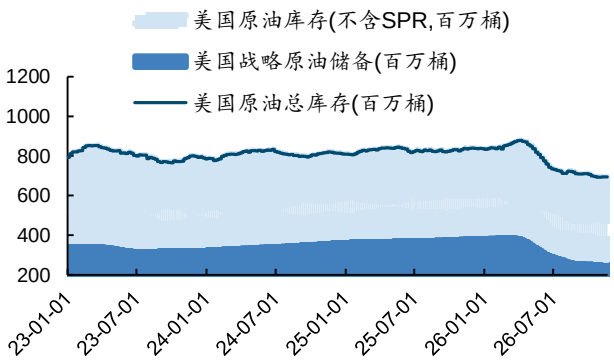
来源：Wind，国金证券研究所

图表6：NYMEX 天然气期货价格



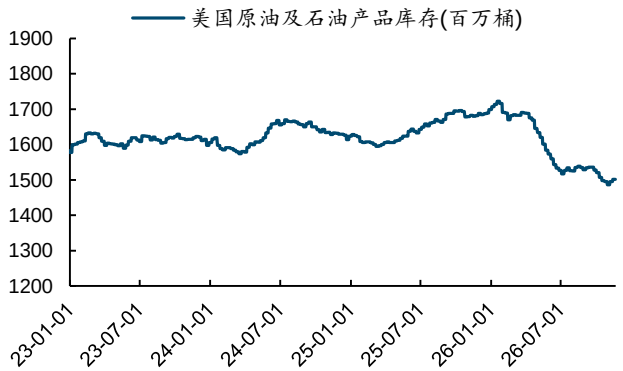
来源：Wind，国金证券研究所

图表7：美国原油及战略原油库存量



来源：Wind，国金证券研究所

图表8：美国原油及石油产品库存



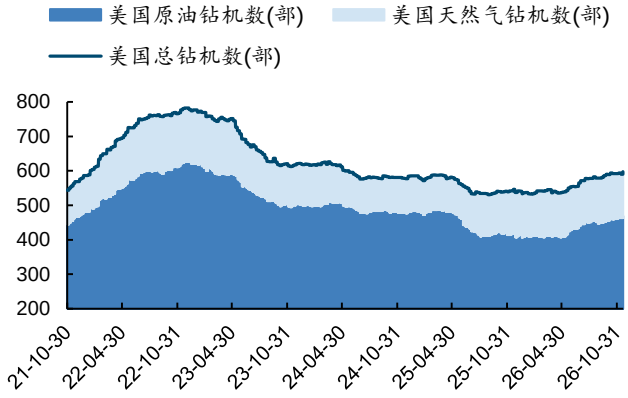
来源：Wind，国金证券研究所

图表9：美国商业原油库存



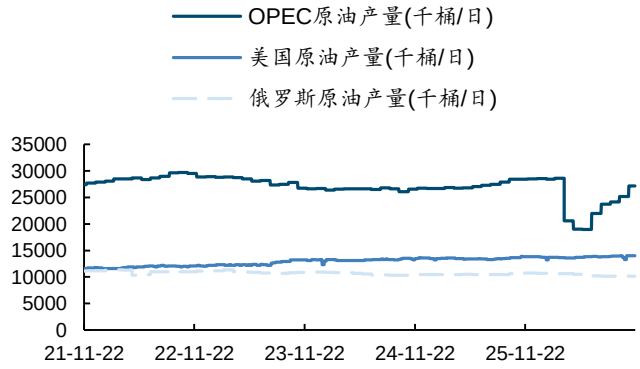
来源：Wind，国金证券研究所

图表10：美国原油及天然气钻机数量



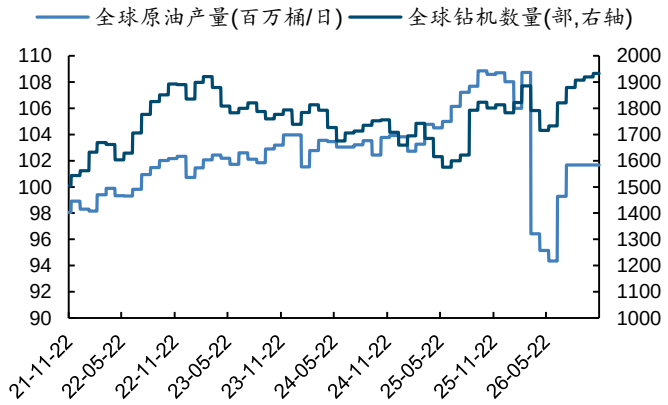
来源：Wind，国金证券研究所

图表11：OPEC、美国、俄罗斯原油产量



来源：Wind，国金证券研究所

图表12：全球原油产量及钻机数量



来源：Wind，国金证券研究所

■ **炼油：**

景气度跟踪：底部企稳。成品油出口套利窗口关闭带来供应小幅缓解，但短期偏紧格局不改；汽油步入需求淡季、叠加新能源压制，价格预计承压走跌；柴油需求支撑有所弱化，供给偏紧下价格维持坚挺。

①价格：周内全国汽油市场均价为 10100.32 元/吨，前值 10666.87 元/吨，本周价格较上周下跌 566.55 元/吨，跌幅 5.31%，较年初上涨 31.58%，年初汽油市场均价为 7676.05 元/吨；柴油平均价格为 9182.45 元/吨，上周 9712.48 元/吨，本周价格较上周下跌 530.03 元/吨，跌幅 5.46%，较年初上涨 38.19%，年初柴油均价 6644.98 元/吨。

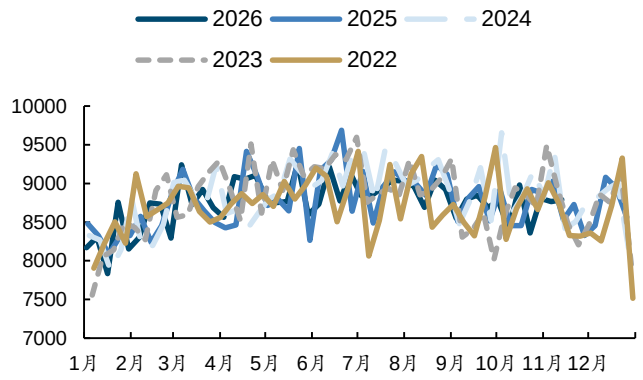
②开工与毛利：国内主营炼厂平均开工负荷为 74.66%，较上周上涨 0.5 个百分点。山东地炼常减压装置平均开工负荷为 53.37%，较上周上涨 0.35 个百分点。本周期山东地炼平均炼油毛利为-335.12 元/吨，较上周期下跌 556.5 元/吨。本周期主营炼厂平均炼油毛利为 84.36 元/吨，较上周期下跌 548.45 元/吨。

零批价格方面，本周成品油零售价与批发价格均大幅回落，汽油批零价差维稳小调，柴油降至新一轮到位价，批零价差基本不变。零批价格具体来看，批零价差方面周内汽油零批价差 1236 元/吨，前值 1259 元/吨，较上周下调 23 元/吨，跌幅 1.83%；柴油批零价差 313 元/吨，前值为 318 元/吨，较上周下调 5 元/吨，跌幅 1.57%。

③后市预测：供应方面，成品油出口套利窗口关闭，国内资源供应或有所缓解，不过短期难有明显改善，柴油价格仍坚挺观望，汽油或承压下行。需求方面，汽油需求进入淡季，市场缺乏节假日提振，叠加新能源渗透影响，汽油继续走跌；柴油面物流运输、工程基建

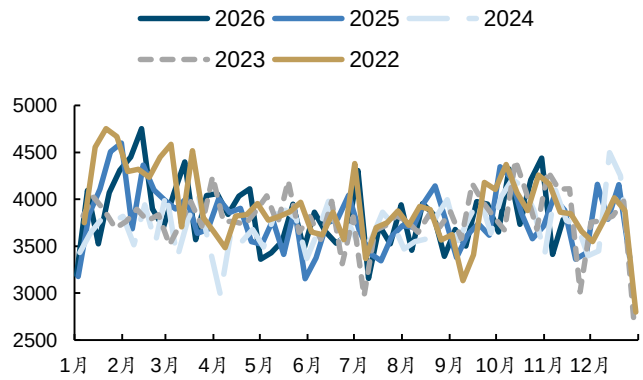
支撑减弱，不过短期市场供应面依旧趋紧，价格仍坚挺限价。综合预计，国内汽油价格继续走跌。

图表13：美国汽油需求（千桶/日）



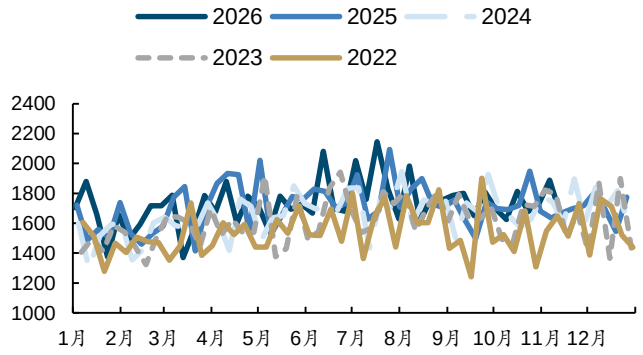
来源：Wind，国金证券研究所

图表14：美国柴油需求（千桶/日）



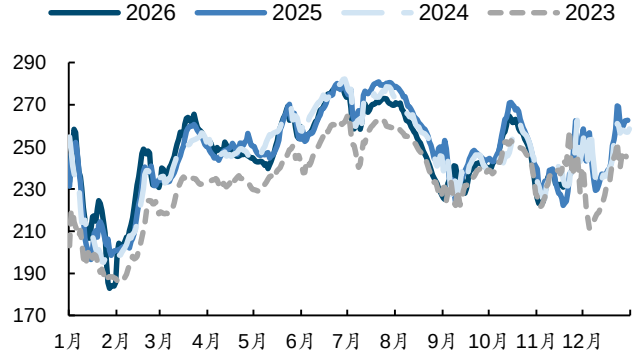
来源：Wind，国金证券研究所

图表15：美国航煤需求（千桶/日）



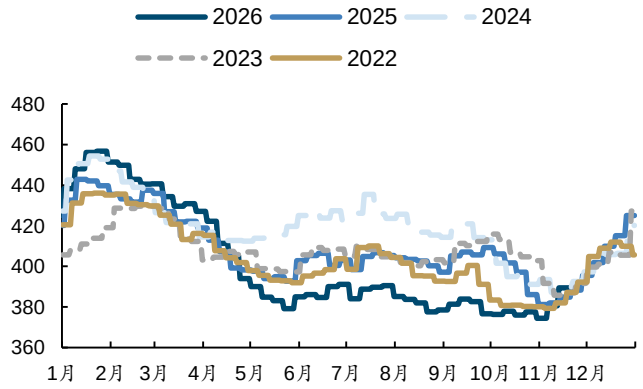
来源：Wind，国金证券研究所

图表16：美国 TSA 安检人数（周平均，万人次）



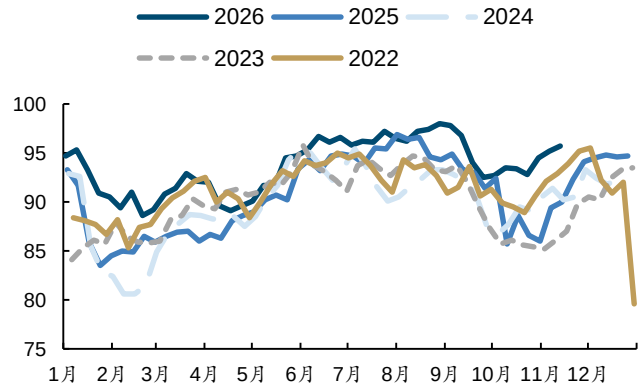
来源：Wind，国金证券研究所

图表17：美国汽、柴、煤油与燃料油库存量（百万桶）



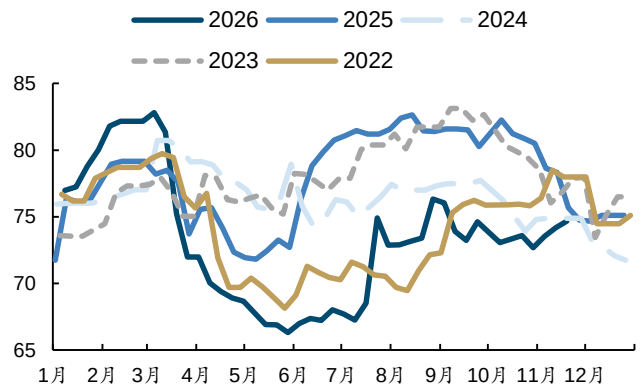
来源：Wind，国金证券研究所

图表18：美国炼油厂开工率



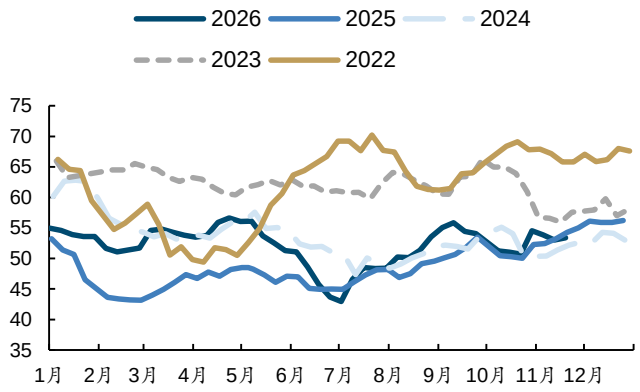
来源：Wind，国金证券研究所

图表19：国内主营炼厂开工率（%）



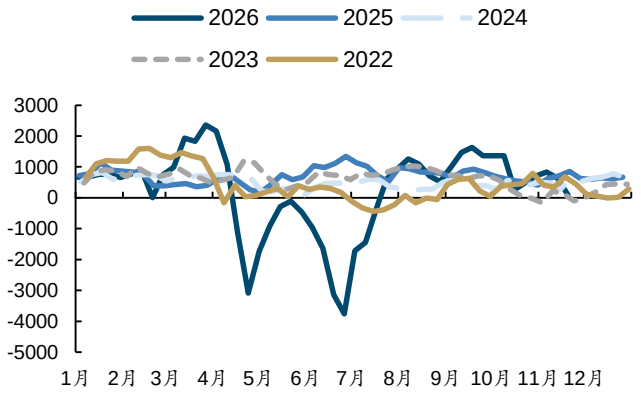
来源：Wind，国金证券研究所

图表20：山东地方炼厂开工率（%）



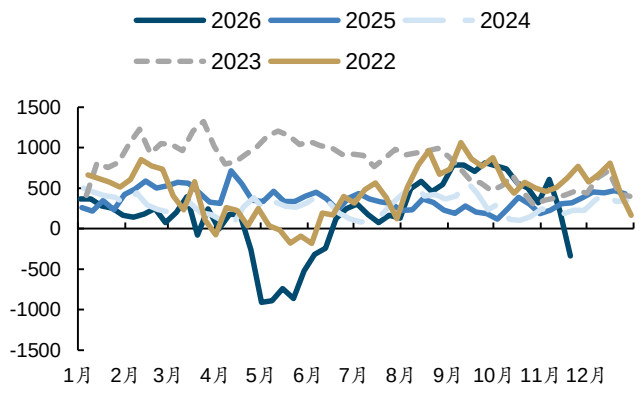
来源：Wind，国金证券研究所

图表21：国内主营炼厂炼油毛利（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

图表22：山东地方炼厂炼油毛利（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

■ **乙烯产业链：**

景气度跟踪：底部偏弱震荡。供应小幅增加、出货压力有限；下游买盘谨慎、刚需小单补库为主，美金船货偏紧价格坚挺，预计乙烯市场偏弱整理。

①价格：本周外盘乙烯市场涨跌互现。截至 11 月 18 日收盘，CFR 东南亚收盘价格 1200 美元/吨，较上周末价格上涨 1.69%；CFR 东北亚收盘价格 1245 美元/吨，较上周末价格下跌 0.4%；FD 西北欧收盘价格在 836 欧元/吨，较上周末价格下跌 8.03%；CIF 西北欧收盘价格在 883 美元/吨，较上周末价格下跌 10.08%；CFR 中国收盘价格 1245 美元/吨，较上周末价格下跌 0.8%；FD 美国海湾收盘价格在 27.1 美分/磅，较上周末价格下跌 0.37%。

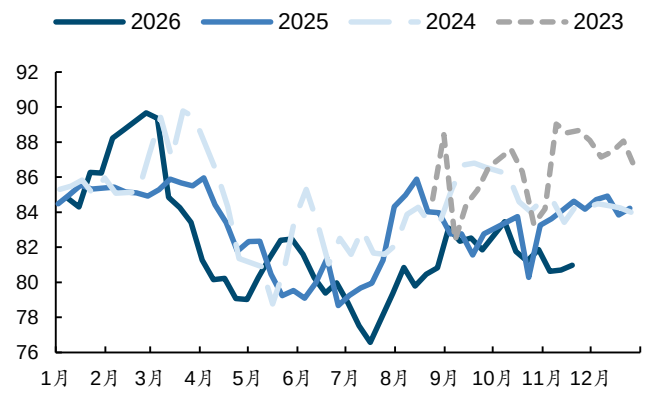
②供应：联泓格润产能 17 万吨/年装置 2026 年 10 月 10 日装置停车，持续至 2026 年 11 月 11 日结束；万华化学二期产能 120 万吨/年装置于 2026 年 10 月 10 日起停产检修，预计检修时长 60 天左右；南京诚志产能 43.5 万吨/年装置 2026 年 10 月 19 日停车，重启时间待定；天津渤化产能 30 万吨/年装置 2026 年 10 月 10 日装置停车，重启时间待定。

③下游需求：聚乙烯价格继续下调，实单成交较为谨慎。现阶段聚乙烯新产能逐步稳定，检修装置陆续复工，供应增加，但下游采购能力一般，市场内多小单刚需补库，短期内供需支撑有限。苯乙烯期现严重背离，短期库存持续低位。原油地缘溢价仍在消退，纯苯供应回归，苯乙烯近端市场库存持续低位，现货强于盘面，华东码头库存在 3 万吨附近水平，国产装置开工水平在 63%附近。需求表现疲软，乙二醇市场价格重心下移。近期国内装置重启增多，但现阶段现货仍维持偏紧格局，目前乙二醇行业整体开工率约为 62.58%，其中乙烯制开工率约为 59.70%。执行合约订单为主，环氧乙烷价格变化有限。企业开工平稳，

区域性缺货现象仍存，下游谨慎拿货，市场观望情绪较浓，需求没有明显波动，多交付合约订单出货，现货市场交投有限。PVC 期现震荡下行，成交氛围仍显平淡。目前整体开工维持低位，而下游厂家订单支撑不足，主动降低负荷，基本保持随用随采的拿货节奏，部分企业为保成交让利出货，交投氛围持续清淡。

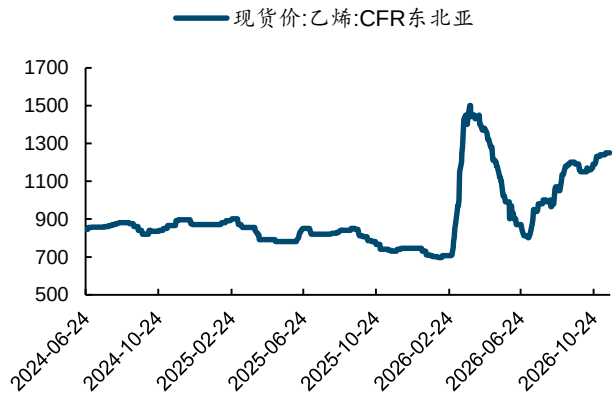
④后市预测：供应端，当前国内乙烯市场现货稍有增加，但出货压力有限。需求端，下游买盘谨慎，还盘偏低，以刚需小单补入为主，买盘难有明显起色。美金市场，船货资源依旧偏紧，价格相对坚挺。整体来看，后续需持续关注国际原油走势，乙烯供需端支撑一般，预计下周乙烯市场偏弱整理。

图表23：乙烯开工率（%）



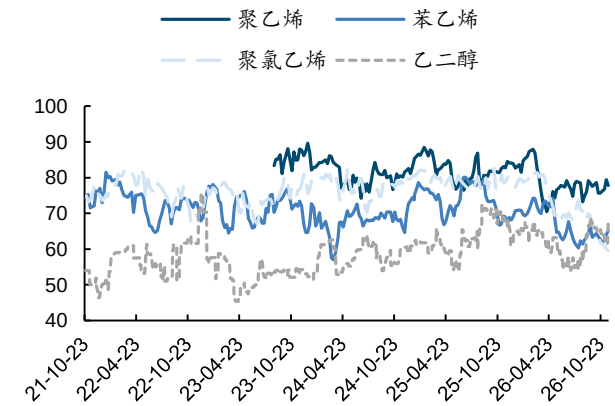
来源：Wind，国金证券研究所

图表24：乙烯价格（美元/吨）



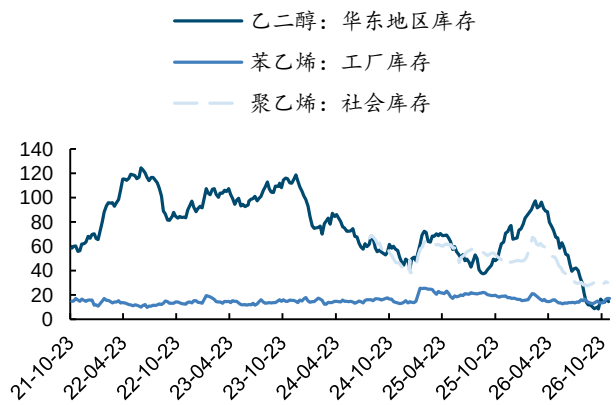
来源：Wind，国金证券研究所

图表25：乙烯下游开工率（%）



来源：Wind，国金证券研究所

乙烯下游库存（万吨）



来源：Wind，国金证券研究所

■ **丙烯产业链：**

景气度跟踪：行业底部企稳。供应端有增量预期、部分厂家存在压车放货；下游亏损难改善、刚需低迷，叠加油价偏弱拖累，预计下周国内丙烯价格或将有所下行。

①国内丙烯市场价格震荡下行，截至本周四，国内山东地区丙烯主流成交均价为 10200 元/吨，较上周同期均价下跌 225 元/吨，跌幅为 2.16%。随着伊朗战争风险下降，IEA 报告显示全球供应过剩，且新增管道设施打通外运瓶颈、释放霍尔木兹海峡输送潜力，多重因素共同作用下，国际原油期货价格收盘宽幅下跌，冲击化工品市场心态。山东个别 MTO 装置进料重启，个别 MTO、气分以及 PDH 装置释放重启预期，某厂家下游装置低负荷、继续外销丙烯，某厂家恢复外销，某厂家 PDH 装置提负运行；场内供应较为充裕，对丙烯市场支撑相对一般。个别聚丙烯装置短停，个别酚酮以及丙烯腈装置延期重启；下游开工低位，且下游产品亏损严重，下游工厂多刚需采买为主，需求面相对拖拽市场氛围。供需两弱下，

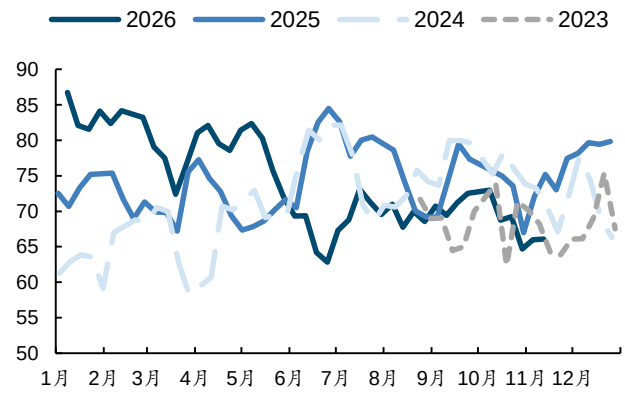
业者心态疲软，丙烯市场价格有所下行。后期个别企业存在压车情况，且某丙烯装置重启或延期，个别下游或者贸易补货，市场成交出现高位。临近周末，个别气分以及大型丙烷脱氢装置计划进料重启，个别下游控制外采预期，个别企业成交走低，丙烯实单重心下移。综合来说，山东丙烯市场价格逐步走低。东北区域某酚酮以及聚丙烯装置重启；西北区域个别 MTO 暂无重启预期，丁辛醇以及聚丙烯装置相对稳定；两地厂家库存相对可控，下游需求低迷，市场活跃度一般，成交价格重心跟随外围主流价格下滑。当前市场来看，多套各种工艺丙烯装置调整预期频传，下游亏损情况难有改观，业者谨慎心态浓厚，市场交投分化严重，丙烯市场价格宽幅震荡、有所降低。

②供应：维远丙烯装置于 2026 年 11 月 6 日装置停车，近期或存重启计划；宁波金发一期丙烯装置于 2025 年 9 月 8 日装置停车，持续至 2026 年 11 月 11 日重启；美得二期丙烯装置于 2026 年 11 月 12 日装置停车，重启时间待定；现货供应相对可控，供应端支撑一般。

③下游需求：本周下游需求跟进有限，下游产品倒挂难改。某环丙装置进料重启，某酚酮以及丙烯腈装置延期重启，主力下游聚丙烯开工低位，下游低价买盘，下游工厂以及贸易刚需入市为主，对原料丙烯需求放缓，需求面拖拽丙烯市场成交氛围。

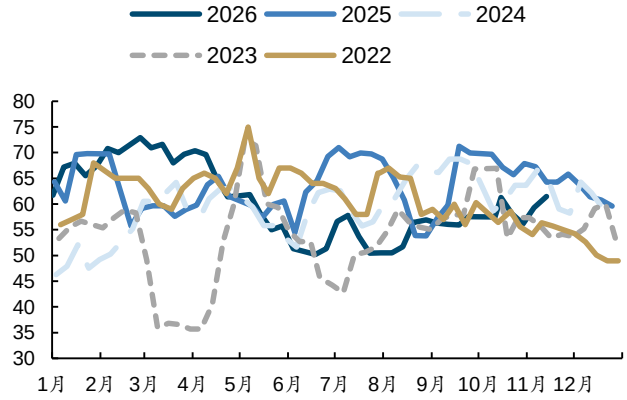
④后市预测：供应方面，个别 PDH、MTO、气分装置释放进料重启计划，华南某 PDH 装置或检修，场内供应存增加预期，个别厂家存在一定压车情况，厂家或竞相放货，商家多关注各个大型丙烯装置运行情况。需求方面，个别酚酮、聚丙烯、丙烯腈装置重启与检修计划并存，下游产品亏损局面难有明显改观，下游工厂以及贸易观市情绪浓浓厚，多择低刚需入市，需求面表现僵持。从整体市场来看，地缘多方局势多变，国际油价重心下落，下游跟进不足，丙烯装置开工负荷存增加预期，多重利空因素交织，加重业者悲观情绪，冲击市场交投氛围。预计下周国内丙烯主流市场价格或将有所降低。

图表27：丙烯酸开工率（%）



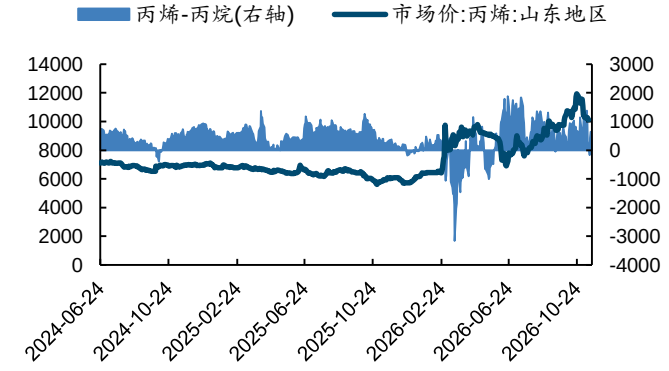
来源：Wind，国金证券研究所

图表28：丙烯酸酯开工率（%）



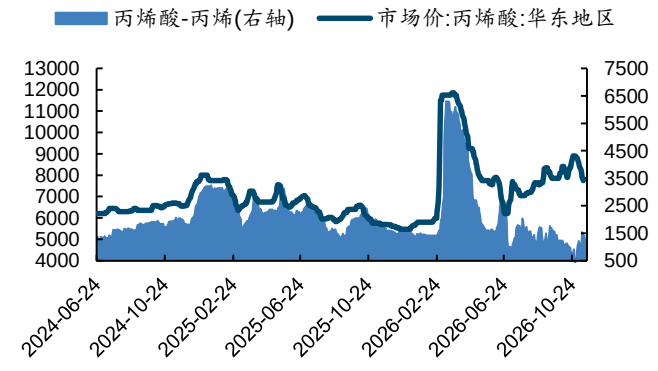
来源：Wind，国金证券研究所

图表29：丙烯价格及价差（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

图表30：丙烯酸价格及价差（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

■ **聚酯：**

景气度跟踪：行业底部企稳。PXN 在 270 美元/吨附近，PTA 行业加工费为 1067.87 元/吨。下游纺织开工维持低位、订单偏弱，企业以控库保现金流为主；供应暂无明显变动，原料支撑有限，长丝格局偏弱，预计涤纶长丝延续弱势震荡。

①价格：涤纶长丝市场价格震荡下跌，截至本周四，涤纶长丝 POY 市场均价为 8690 元/吨，较上周均价下跌 150 元/吨；FDY 市场均价为 8840 元/吨，较上周均价下跌 140 元/吨；DTY 市场均价为 9890 元/吨，较上周均价下跌 150 元/吨。

②供应：本周涤纶长丝平均行业开工率约为 73.88%，周内长丝市场暂无装置变动，市场供应量较为平稳。

③需求：截至 11 月 19 日，江浙地区化纤织造综合开机率为 47.45%。本周下游纺织市场延续弱势格局，周内受气温下降带动，保暖防寒面料出货情况小有改善，但海内外整体需求仍旧偏弱，新增订单多以小单、补单为主，大单依旧稀缺，叠加聚酯原料走弱打击业者心态，织企看空预期增强，原丝采购情绪谨慎，操作上以消减库存、回笼现金流为核心。考虑终端需求后劲不足，且利润空间持续承压，部分工厂降负避险情绪升温、多计划提前放假，开机率持续下滑。

④利润：截至本周四，涤丝 POY150/48 平均加工差为 987.39 元/吨；FDY150/96 平均加工差为 1137.39 元/吨；DTY150/48 低弹平均加工差为 1200 元/吨。根据行业平均理论加工费核算，即涤纶 POY150D 平均盈利水平为-112.62 元/吨，较上周平均毛利下降 412.74 元/吨；涤纶 FDY150D 平均盈利水平为-412.62 元/吨，较上周平均毛利下降 402.64 元/吨；涤纶 DTY150D 平均盈利水平为 0 元/吨，较上周平均毛利持平。

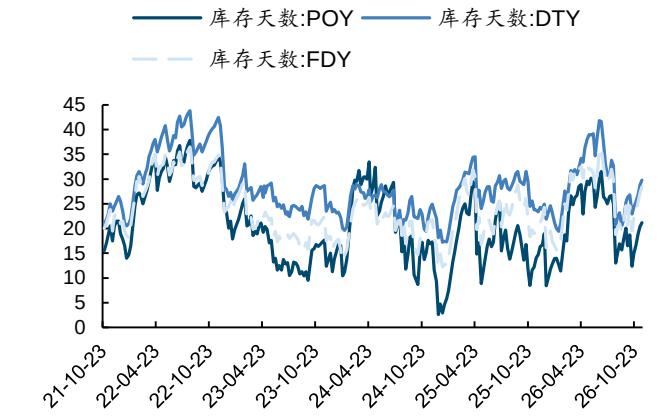
⑤库存：本周长丝市场产销仍无明显提升，库存水平持续增加，截止至本周四，POY 库存在 20-23 天附近，FDY 库存在 27-29 天附近，DTY 库存在 28-31 天附近。

⑥原料端，PX 方面，截至本周四，FOB 韩国周均价为 1124 美元/吨，环比上周均价下跌 2.8%，CFR 中国周均价为 1145.8 美元/吨，环比上周均价下跌 2.77%。截至 11 月 19 日，本周国内 PX 市场平均开工在 81.59%，本周华东一套 60 万吨 PX 装置于周末开始停车检修，计划检修两个月。PX 现货供应仍存缺口，供需延续去库格局，基本面支撑利润水平压缩有限。目前 PXN 在 270 美元/吨附近，PX-MX 价差在 74.5 美元/吨附近。

PTA 方面，华东市场周均价 6627.14 元/吨，环比上涨 2.32%；CFR 中国周均价为 868 美元/吨，环比下跌 2.47%。截至 11 月 19 日，PTA 市场开工在 75.62%，周内华东、华南及东北均有 PTA 装置重启运行，行业负荷大幅提升，产量明显增加，但由于目前 PTA 现货流通量可控，基差仍偏强运行。周内 PTA 现货加工费明显提升，PTA 市场整体跟随成本端波动，但由于基差偏强运行，现货市场表现较为抗跌，故其加工费不断走高，PTA 行业利润偏好。截至 11 月 18 日，PTA 行业加工费为 1067.87 元/吨。

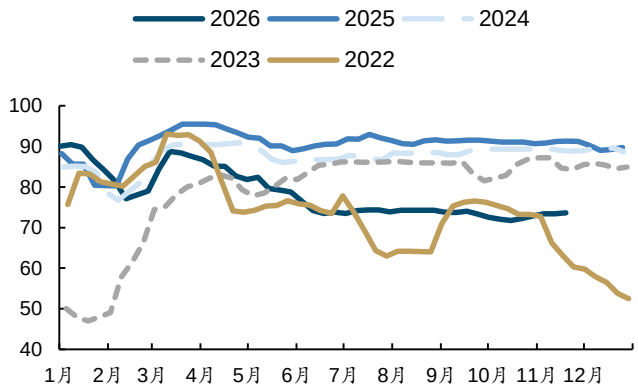
⑦后市预测：需求面：下周来看，随着冬季逐渐深入，气温持续下降，保暖面料仍有零星补单支撑，但难以承托整体行情，面料订单议价压力偏大，控库存、保现金流仍将是织企主流心态，部分工厂将逐步进行降负、停机等操作，开机率预期继续下滑，需求预计延续疲软态势。供应端：下周暂无明确装置变动计划，但前期库存不断累积，供应端压力仍存。综合来看，原料成本面支撑较为有限，而长丝供需格局愈发走弱，企业仍存较强出货情绪，市场重心存一定下滑风险，预计下周涤纶长丝市场延续偏弱走势，后续仍需重点跟踪地缘局势变化以及需求订单情况。

图表31：涤纶长丝库存天数



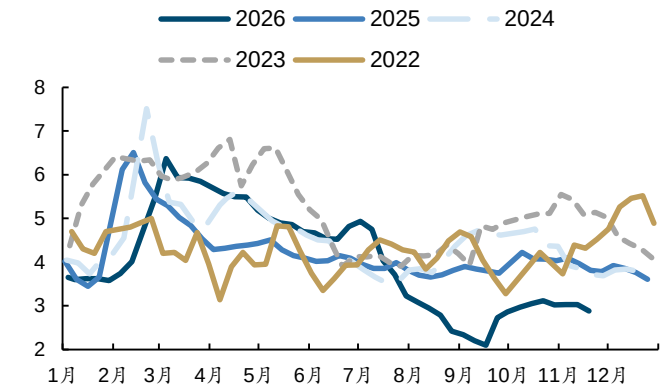
来源：Wind，国金证券研究所

图表32：涤纶长丝开工率（%）



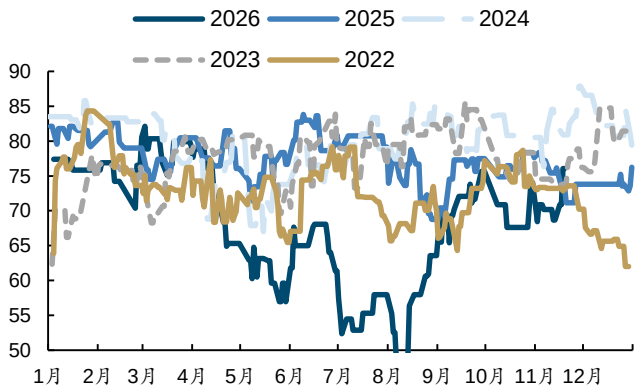
来源：Wind，国金证券研究所

图表33：PTA库存天数



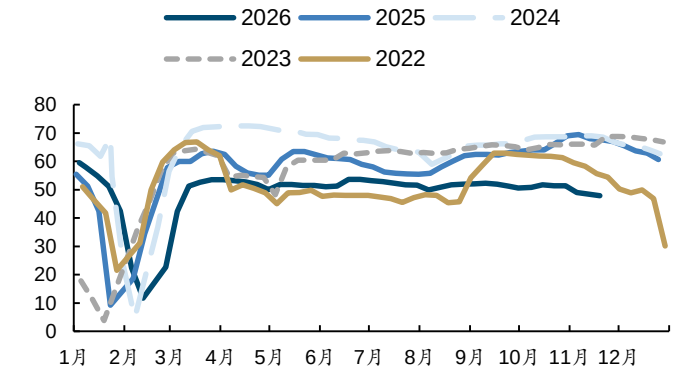
来源：Wind，国金证券研究所

图表34：PTA开工率（%）



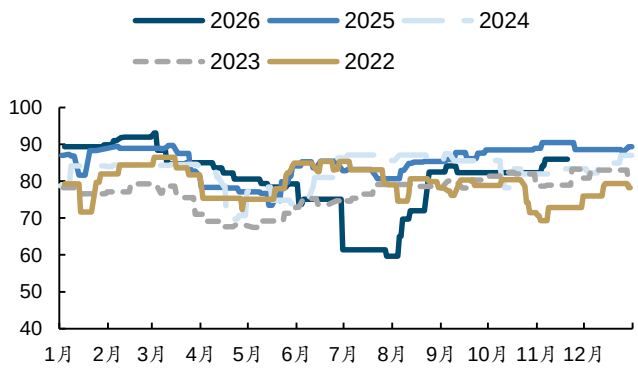
来源：Wind，国金证券研究所

图表35：涤纶长丝下游织机开工率（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表36：PX开工率（%）



来源：Wind，国金证券研究所

三、风险提示

1、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；

2、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，石化等大宗商品价格可能超预期下跌；

3、行业及国际政策环境变化：国内、海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。

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