长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

丨证券研究报告丨



行业研究丨深度报告丨石油化工

底部已现，结构先行——石油化工行业 2026 年度中期投资策略

请阅读最后评级说明和重要声明

报告要点

2026 年上半年，美伊冲突致霍尔木兹海峡封锁，国际油价冲高至 130 美元/桶以上，海外通胀攀升，国内输入型通胀显现。下半年油价中枢有望维持 80 美元/桶上方，通航+增产仍需时间、全球库存低位，补库需求支撑油价；天然气受卡塔尔产能损失及欧洲低库存影响，气价仍具上行空间。石化行业"反内卷"严控增量，产能周期拐点临近。投资聚焦"高股息+成长+优质能源"三条主线。

分析师及联系人



魏凯

SAC：S0490520080009

SFC：BUT964



侯彦飞

SAC：S0490521050002

SFC：BVN517



王岭峰

SAC：S0490521080001

SFC：BWF918



詹林星

| 证券研究报告 |

2026-07-08

行业研究 | 深度报告

投资评级 看好 | 维持

石油化工

底部已现，结构先行——石油化工行业 2026 年度中期投资策略

2026 年上半年：地缘冲突加剧+海外通胀攀升+国内输入型通胀。

2 月底美以联合打击伊朗，伊朗当天封锁霍尔木兹海峡，布伦特油价一度突破 130 美元/桶，冲突持续性超市场预判。海外通胀快速攀升，美国 5 月 CPI 升至 4.2%以上；国内受输入性通胀影响，PPI 历经 41 个月首次转正，但 CPI-PPI 剪刀差转负、产成品库存持续爬升，表明原材料价格上涨的传导存在压力。

供给端，全球炼能 2024-2030 年净增仅约 250 万桶/日，增速显著放缓，中国新增项目有限且"老破小"产能持续出清；化工品资本开支进入尾声，2025-2026 年后行业从"扩规模"转向"去低效、调结构"，供给端进入强约束时代。**需求端，**国内汽柴油消费达峰，燃油车保有量增速降至 2%，新能源与 LNG 替代加速，交通燃料用油 2024 年基本达峰；当前化工品价差处于历史底部，随着地缘缓解，被抑制的下游补库需求有望逐步释放。

展望下半年：油气价格维持高位，降息周期有望延后，行业结构性机会。

2026H2 油价中枢或维持 80 美元/桶上方。核心支撑在于：即便停战，水雷清扫、运力调配及储层损伤修复仍需时间，中东产量短期难以恢复至战前水平；同时，5 月全球石油需求因原料短缺同比下降 469 万桶/日，国内炼厂开工率大幅下滑，若航道疏通，被压抑的加工需求回暖将部分对冲供给增量。此外，OECD 商业库存已降至 2003 年以来低位，全球及中美库存均大幅低于战前，补库需求将为油价提供坚实底部。**天然气方面，卡塔尔拉斯拉凡设施遭袭造成长期产能损失，欧洲库存低于近年同期，低库存叠加夏季补库刚需，气价仍具上行空间，走势或呈现"平稳—逐步上行—主升浪—二次冲高"的节奏。**

行业景气度方面，石化"反内卷"政策密集落地，炼油 10 亿吨红线、200 万吨/年以下装置淘汰等严控增量，乙烯、聚酯瓶片等产能增速显著放缓，行业产能周期拐点临近。同时美国粘性 CPI 维持高位，联邦基金期货已由交易降息转向交易加息，全球降息周期延后，石化中游深加工景气度短期仍在底部震荡，拐点需密切观察联储政策或国内财政对冲。

总体而言，在供给端约束的基础上，预计景气度从 2026 年逐步触底反弹。

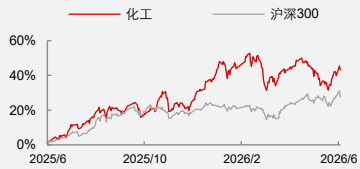
投资主线：高股息+成长股+优质能源公司。

主线一，具备高股息的龙头公司。市值管理纳入央企负责人考核，三桶油分红率维持高位，中海油承诺 2025-2027 年股息支付率不低于 45%，在 70-90 美元/桶油价中枢下股息率处于较高水平，配置价值凸显。**主线二，具备成长空间+成本优势的龙头公司。**关注一体化优势的民营大炼化底部布局窗口，及煤制烯烃龙头宝丰能源、乙烷裂解龙头卫星化学，充分受益于油价上涨，享受成本曲线重构红利。**主线三，拥有成长性的优质能源公司。**首华燃气石楼西区块煤层气储量丰富，2025-2026 年产量快速放量；中曼石油海内外油田权益储量超 1.3 亿吨，伊拉克资质获取进一步打开成长空间。

风险提示

1、国际油价大幅下滑；2、海外需求大幅下滑；3、经济修复不及预期；4、企业新建项目进度不及预期。

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《化工反内卷专题：全球产能占比高，让规模变成效益》2026-05-31
- 《化工专题：为何需求要看全球？》2026-05-26
- 《盈利改善，触底反弹——石油化工行业 2025 年报及 2026 年一季报综述》2026-05-11

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

2026 年上半年：地缘冲突加剧+海外通胀攀升+国内输入型通胀 7
美伊冲突致油价跳涨，海外通胀攀升，国内输入型通胀 7
年初至今：油价冲高回落，地缘驱动宽幅震荡 9
年初至今：气价区域分化，地缘供需双重主导 10
全球炼能供给增速放缓，化工品产能增速显著放缓 11
国内成品油需求达峰，化工品景气度企稳向好 14
展望下半年：油气价格维持高位，降息周期有望延后，行业结构性机会 17
油气价格下行空间有限，多重支撑夯实底部 17
供给侧：反内卷约束供给增量，资本开支进入周期尾声 25
需求侧：通胀粘性使得全球降息周期有所推迟 27
产能周期拐点将至，景气反转下中游毛利进入扩张周期 29
投资主线：高股息+成长股+优质能源公司 31
主线一：具备高股息的龙头公司 31
主线二：具备成长空间+成本优势的龙头公司 33
主线三：拥有成长性的优质能源公司 36
风险提示 39

图表目录

图 1：2026 年美伊冲突关键时间线 7
图 2：随着油价上涨，美国 CPI 快速抬升，核心 CPI 也有缓慢抬升的态势 7
图 3：美伊冲突后，原油及天然气价格大幅上涨 8
图 4：随着油价上涨，国内 PPI 历经 41 个月，首次转正并扩张 8
图 5：国内 CPI-PPI 转负，说明价格传导有一定的压力 8
图 6：近几个月新订单(%)有所走弱，产成品库存持续爬升，说明传导有一定的压力 8
图 7：2026 年初至今国际油价走势回顾 10
图 8：2026 年初至今天然气价走势回顾 11
图 9：预计 2024 年至 2030 年期间，全球炼能净新增约 250 万桶/日 11
图 10：2024 年至 2030 年，全球炼能保持每年净新增 40 万桶/日以上 11
图 11：全球新增炼能主要集中在中国及印度，整体产能扩张有限 12
图 12：我国炼油产能变化情况（暂未考虑老旧产能出清） 12
图 13：不同燃料类型汽车销量及新能源汽车渗透率 15
图 14：不同燃料类型汽车保有量 15
图 15：2026 年二季度受地缘影响，国内汽油消费量大幅下滑 15
图 16：2026 年二季度受地缘影响，国内柴油消费量大幅下滑 15
图 17：2026 年二季度受地缘影响，国内航煤消费量大幅下滑 15
图 18：2026 年二季度受地缘影响，国内成品油消费量大幅下滑 15
图 19：全国及地炼企业炼油 321 价差对比分析 16

图 20：国内汽油及柴油价差对比分析 16
图 21：原料及主要化工品价格分位图（2013 年初-2026 年 6 月 12 日） 16
图 22：主要化工品价差分位图（2013 年初-2026 年 6 月 12 日） 16
图 23：2025 年经霍尔木兹海峡运输的原油出口目的地分布 18
图 24：2025 年经霍尔木兹海峡出口石油产品目的地分布 18
图 25：OPEC9 国和伊朗产量显著下滑（万桶/日） 18
图 26：不同国家后续产量恢复禀赋有较大区别 19
图 27：2026 年 5 月，全球石油需求相比 2026 年 2 月下降 469 万桶/日 19
图 28：国内炼厂开工率显著下滑 20
图 29：2026 年 5 月中国原油进口量同比下降 29% 20
图 30：OECD 石油库存大幅下滑 20
图 31：全球原油库存（岸罐+水上）大幅低于战前（单位：百万桶） 21
图 32：中美原油库存（岸罐+水上）大幅低于战前（单位：百万桶） 21
图 33：全球原油库存（岸罐）大幅低于战前（单位：百万桶） 21
图 34：中美原油库存（岸罐）大幅低于战前（单位：百万桶） 21
图 35：2026 年下半年或仍将处于去库状态 22
图 36：2025 年 LNG 供应量（百万吨） 22
图 37：2025 年约 20%LNG 供应量自霍尔木兹海峡出口 22
图 38：伊朗南帕尔斯—卡塔尔北穹顶气田（标红为受袭击地点） 23
图 39：海外天然气价格变化（单位：美元/百万英热） 24
图 40：欧洲天然气日度库容率变化（单位：%） 24
图 41：中国 LNG 隐含库存预测 (%) 24
图 42：国内天然气价格淡季不淡 24
图 43：TTF 气价演绎节奏 25
图 44：主要石化产品投产时间统计（单位：万吨，其中 CAGR 为 2019-2024 年产能复合增速） 26
图 45：乙烯产能增速逐步放缓 27
图 46：2025-2028 年聚酯瓶片产能增速显著放缓 27
图 47：美国 CPI 及粘性 CPI 均有所抬升 28
图 48：粘性 CPI 一旦抬升，会比 CPI 维持在相对高位的时间更长 28
图 49：对比 3 月 13 日及 6 月 11 日联邦基金期货曲线，市场在交易由降息 1 次转向为加息 1 次（单位：%） 28
图 50：对利率敏感的黄金，亦出现了明显的下跌 29
图 51：石化产品偏宏观消费的聚乙烯-原油价差依然位于过去 15 年左右的底部 29
图 52：预计随着经济不断修复，行业将回归正常产能周期轨道中(中游深加工毛利率) 30
图 53：近年来三桶油分红率维持在较高水平（%） 32
图 54：台塑集团石化产业链的发展路径由早期自下而上转变为自上而下 34
图 55：台塑集团石化产业链与恒力石化产业链对比图(仅列出主要产品) 34
图 56：聚乙烯价格价差变化（单位：元/吨，价差右坐标轴） 35
图 57：聚丙烯价格价差变化（单位：元/吨，价差右坐标轴） 35
图 58：随着乙烷价格中枢的不断回落，卫星化学乙烷裂解项目的盈利有所改善 35
图 59：乙烷裂解工艺副产大量氢气，部分起到了负碳的作用 36
图 60：2025-2026 年首华燃气天然气产量将迎来快速放量 37
图 61：中曼石油发展历史 38

表 1：”十五五”时期国内新增及淘汰产能梳理.....12
表 2：主要石油化工产品产能情况.....14
表 3：2025 年每天约有 500 万桶石油产品经由海峡出口（单位：百万桶/天）.....17
表 4：石化行业反内卷政策梳理.....25
表 5：中央企业经营指标体系考核.....31
表 6：国资委将市值管理纳入央企考核标准.....31
表 7：不同油价假设下，三桶油盈利及股息率测算均处于较高位置（单位：亿元，截至 2026 年 6 月 20 日）.....32
表 8：石楼西各区块信息统计（储量、产量单位：亿方）.....37
表 9：公司海内外油田油气资源探明储量（截至 2023 年 12 月 31 日）.....38

2026 年上半年：地缘冲突加剧+海外通胀攀升+国内输入型通胀

美伊冲突致油价跳涨，海外通胀攀升，国内输入型通胀

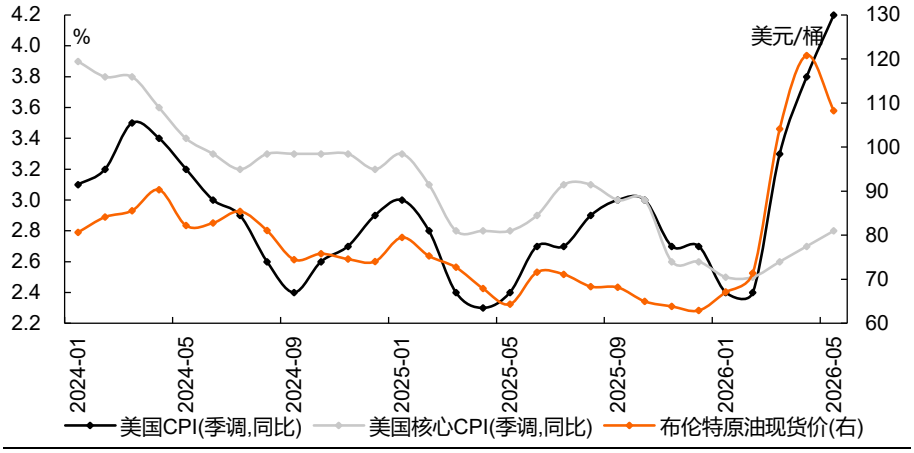
美伊冲突持续性超市场预判，油价高位震荡，海外通胀快速攀升。2026 年 2 月 28 日美以联合对伊朗进行了打击，伊朗当天对霍尔木兹海峡进行了封锁；随着事态的不断升级，油价也持续的跳涨，布伦特现货价格一度超过了 130 美元/桶。截止到 6 月 10 日，油价依然维持在 90 美元/桶以上。美国 5 月的 CPI(季调)涨至近几年新高 4.2%，核心 CPI（季调）也出现一定程度的抬升，通胀再度上涨的态势非常明显。

图 1：2026 年美伊冲突关键时间线



资料来源：新华网，人民日报，证券时报，长江证券研究所

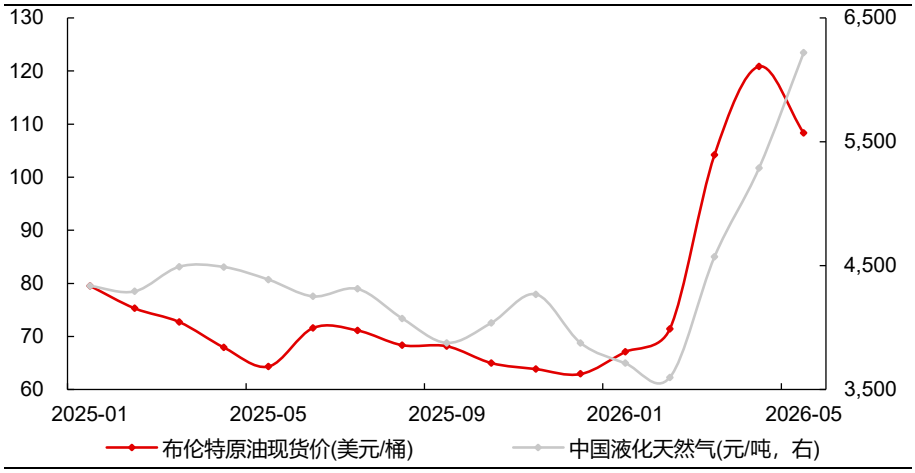
图 2：随着油价上涨，美国 CPI 快速抬升，核心 CPI 也有缓慢抬升的态势



资料来源：Wind，长江证券研究所

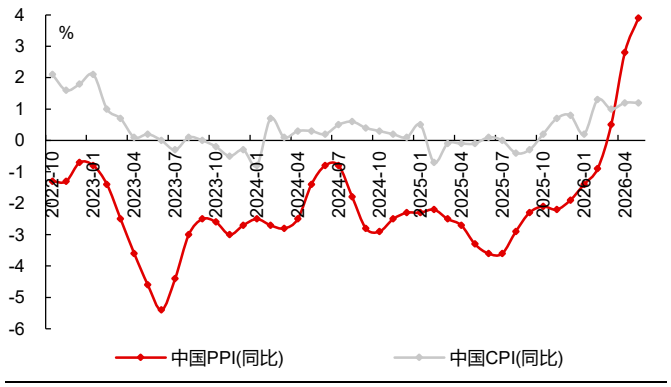
美伊冲突期间，国内存在输入型通胀，价格传导有一些压力。自美伊冲突开始，油价大幅上涨，原材料价格抬升致使国内 PPI 明显扩张，而从 CPI-PPI 及制造业 PMI 的分项数据来看，均表明原材料价格上涨的传导存在一定的压力。

图 3：美伊冲突后，原油及天然气价格大幅上涨



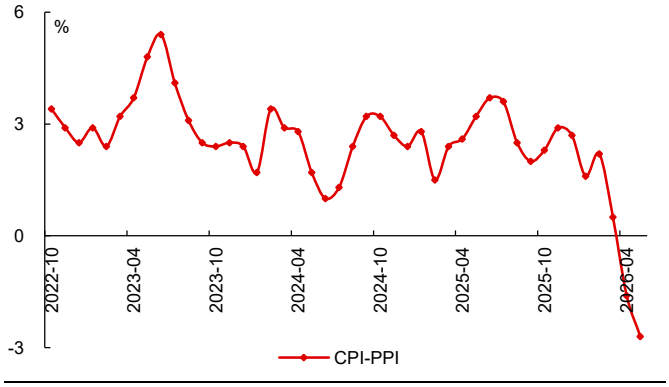
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：随着油价上涨，国内 PPI 历经 41 个月，首次转正并扩张



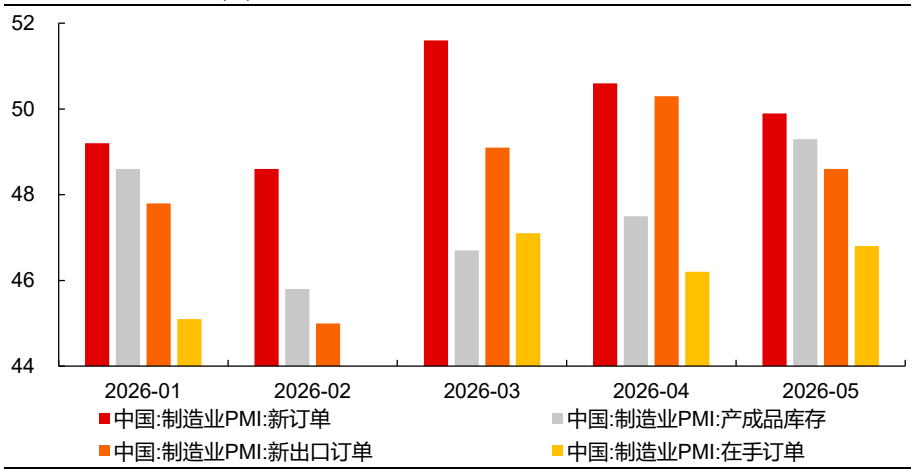
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：国内 CPI-PPI 转负，说明价格传导有一定的压力



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：近几个月新订单(%)有所走弱，产成品库存持续爬升，说明传导有一定的压力



资料来源：Wind，长江证券研究所

年初至今：油价冲高回落，地缘驱动宽幅震荡

1 月—2 月：低位震荡，风险累积

2026 年开年，国际原油市场在供应过剩预期下低位运行。Brent 原油期货于 1 月 7 日触及年内低点 59.96 美元/桶，WTI 同期低点 55.99 美元/桶，整体在 60-70 美元区间窄幅波动，这一价格水平与 2025 年底全球原油供应宽松的基本面直接相关。

此阶段地缘因素对油价的支撑相对有限，尽管美国对委内瑞拉加大经济施压、俄乌冲突持续、美伊摩擦升温，但在全球供应整体过剩的背景下，地缘风险带来的溢价难以持续，油价更多呈现"事件驱动型脉冲上涨、随后快速回落"的特征。

3 月—4 月：海峡封锁，油价飙涨

3 月美伊冲突急剧升级，伊朗对霍尔木兹海峡航运发动多次导弹和无人机袭击。该海峡承担全球约 20%的石油运输量，实际封锁导致全球原油供应出现实质性瓶颈。Brent 从月初 77.74 美元/桶快速拉升，3 月 2 日至 7 日连续 5 个交易日升至 98.96 美元/桶，累计涨幅达 27%。此后油价进入剧烈震荡阶段：3 月 10 日，受特朗普"战争很快结束"言论影响，Brent 单日暴跌至 87.80 美元/桶；3 月 12 日，伊朗新任最高领袖发表强硬声明，市场避险情绪升温，Brent 反弹突破 100 美元/桶。

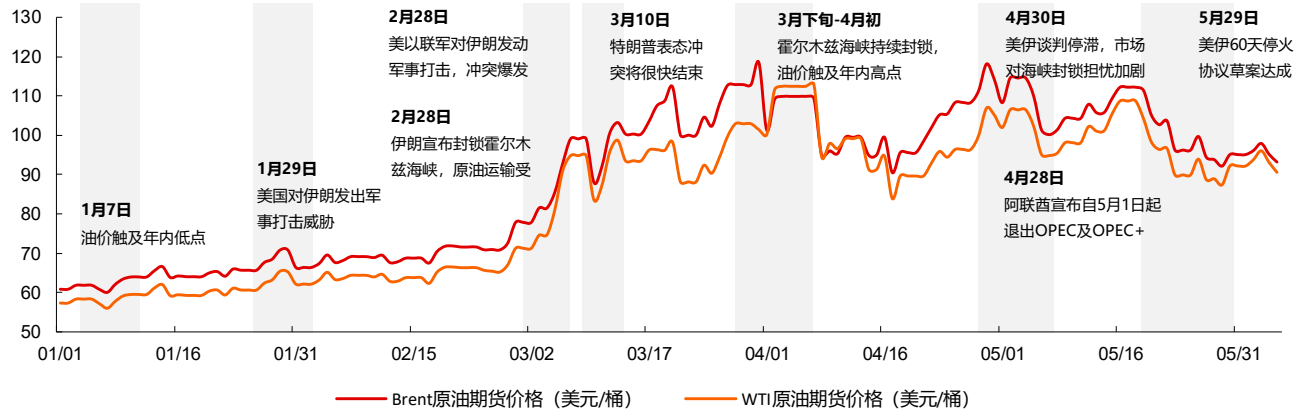
3 月中旬，国际能源署（IEA）达成史上最大规模的紧急释放协议，释放 4 亿桶战备储油，以应对其所称的"历史上最大规模的石油供应中断"。但战略储备释放仅阶段性平抑了涨幅，未能抵消供应中断对油价的推升。3 月下旬，Brent 从 112.19 美元/桶连续上攻至 3 月 31 日 118.35 美元/桶的年内高点。

5 月至今：溢价回吐，区间整理

5 月油价整体呈回落态势，Brent 从月初 114.44 美元/桶跌至月末 92.05 美元/桶，累计跌幅约 19%。5 月 1 日至 4 日，Brent 在 108-114 美元/桶区间高位震荡；5 月 6 日单日暴跌至 101.27 美元/桶，主因美伊和平谈判取得进展，市场期待霍尔木兹海峡航道重新开放，供应风险溢价快速收缩，此后油价持续回落。

6 月 2 日，黎以战情升级，伊朗强硬回应暂停谈判并威胁封锁霍尔木兹海峡，油价单日大幅反弹，Brent 升至 96.00 美元。但随后美伊双方释放缓和信号，市场风险偏好回落，6 月 3 日至 5 日油价再度回落至 93 美元附近。截至 6 月 5 日，Brent 收于 93.09 美元/桶，WTI 收于 90.54 美元/桶，较年初分别上涨 53.2%和 58.0%，但较 3 月高点已回落约 21%。

图 7：2026 年初至今国际油价走势回顾



资料来源：Wind，央视新闻等，长江证券研究所

年初至今：气价区域分化，地缘供需双重主导

1 月—2 月：低位震荡，美国寒潮脉冲

2026 年开年，国际天然气市场延续 2025 年底的供需宽松格局。欧洲方面，冬季取暖需求处于季节性低位，储气库库存水平相对充裕，市场缺乏补库紧迫性，TTF 价格整体低位窄幅波动。亚洲市场同样处于传统需求淡季，工业用气与发电需求平稳，JKM 价格与欧洲保持联动，在低位区间运行。1 月下旬北美强寒潮导致取暖需求激增，亨利港气价脉冲冲高后迅速回落，未能改变本土供需格局宽松底色。

3 月：海峡封锁，欧亚气价飙涨

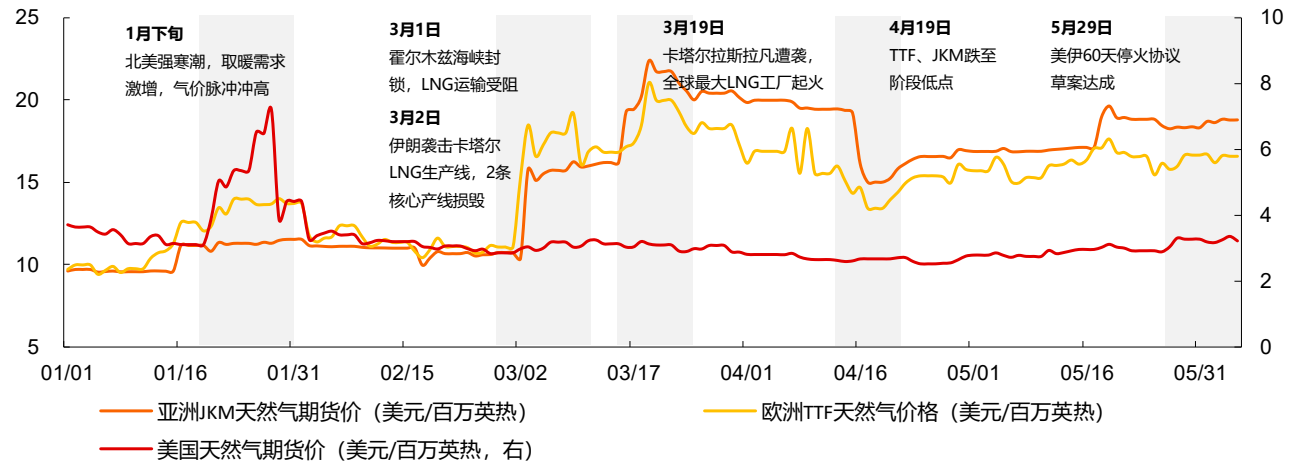
3 月美伊冲突急剧升级，霍尔木兹海峡航运安全受到严重威胁。该海峡承担全球约 20%的 LNG 运输量，实际航运中断导致市场对欧洲和亚洲供应安全的担忧急剧升温。欧洲市场首当其冲，TTF 价格从年初低位快速拉升，月内实现近翻倍涨幅，创阶段性高点；亚洲市场同步反应，JKM 价格与欧洲保持共振，涨幅超过一倍，市场对现货资源的争夺显著加剧。美国市场因本土供需相对独立，价格仅温和波动，与欧亚走势显著分化。3 月下旬，随着国际能源机构释放战略储备、市场恐慌情绪边际缓解，欧亚气价从高位有所回落。

4 月至今：溢价回吐，区间整理

随着通航预期反复、地缘恐慌缓解，欧亚气价从高位显著回落，基本回吐 3 月风险溢价。此后市场进入区间整理阶段，欧洲储气库去化节奏与亚洲工业需求恢复进度成为新的价格锚点，TTF 与 JKM 在供需再平衡过程中维持宽幅震荡，美国市场则延续独立走势。当前欧亚气价在地缘溢价与供需现实之间寻找新平衡，而美国市场则更多受本土天气与库存周期驱动。

截至 6 月 5 日，TTF 收于 16.57 美元/MMBtu，JKM 收于 18.78 美元/MMBtu，较年初分别上涨约 71%和 95%，但较 3 月高点已回落约 21%和 16%。美国天然气期货价收于 3.22 美元/MMBtu，受本土供需独立影响，较年初下跌约 13%，3 月地缘冲击期间波动有限。

图 8：2026 年初至今天然气价走势回顾

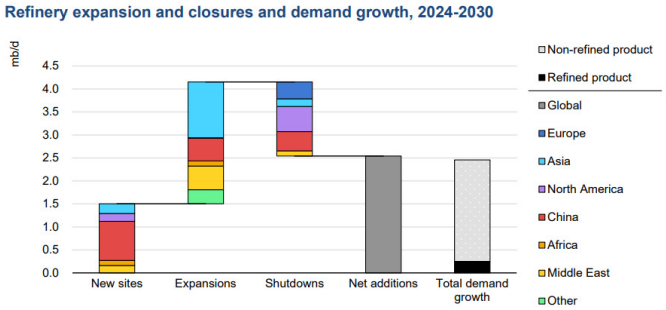


资料来源：Wind，卓创资讯，央视新闻等，长江证券研究所

全球炼能供给增速放缓，化工品产能增速显著放缓

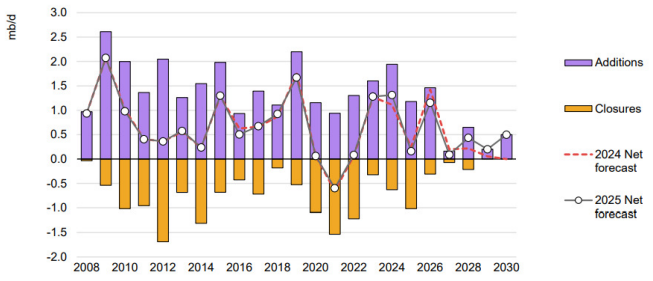
全球炼能增速有限，主要增长来自于亚洲、中东及非洲，老旧产能逐步淘汰。根据 IEA 数据，2024 年至 2030 年将新增约 420 万桶/日的炼油产能，不过与此同时，将有 160 万桶/日以上产能预计将关闭，因此全球炼能将净增长 250 多万桶/日。其中，新增产能贡献主要来自于中国及印度等亚洲国家。不过，由于近些年全球炼化行业景气度持续低迷，全球 22%的炼油产能总计 184 百万桶/日有较大关停风险，而且不包括已经宣布关停的装置。因此，展望未来，全球炼化行业格局有望显著改善。

图 9：预计 2024 年至 2030 年期间，全球炼能净新增约 250 万桶/日



资料来源：IEA，长江证券研究所

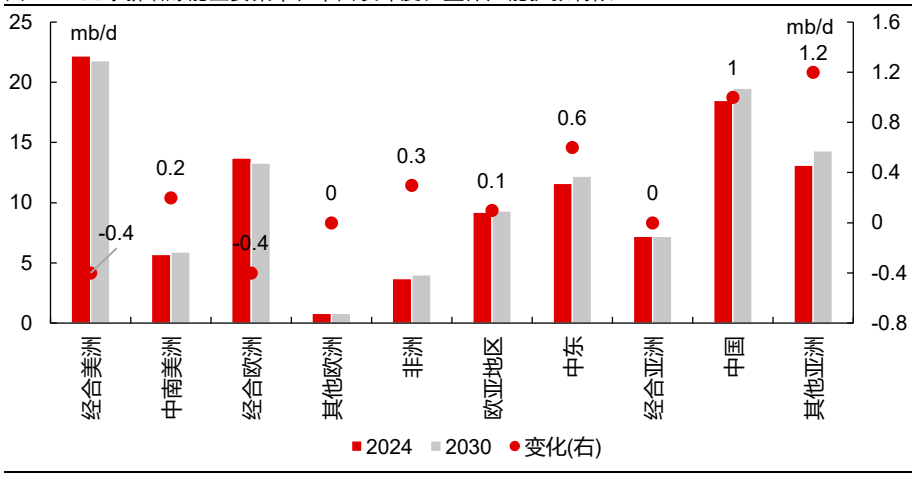
图 10：2024 年至 2030 年，全球炼能保持每年净新增 40 万桶/日以上



资料来源：IEA，长江证券研究所

全球炼能新增产能主要在中国及印度等。全球炼能在 2024 年至 2030 年预计增长 250 万桶/日的净扩张，预计到 2030 年炼油产能将达到 1.083 亿桶/日，然而全球增长明显低于历史趋势，五年平均水平年净增加量略高于 40 万桶/日，对需求增长显著放缓的担忧显著降低炼油产能的投资影响。其中，主要增长来自于中国及印度等亚洲国家的贡献，其中中国及印度均增长约 100 万桶/日水平，贡献绝大部分增量。

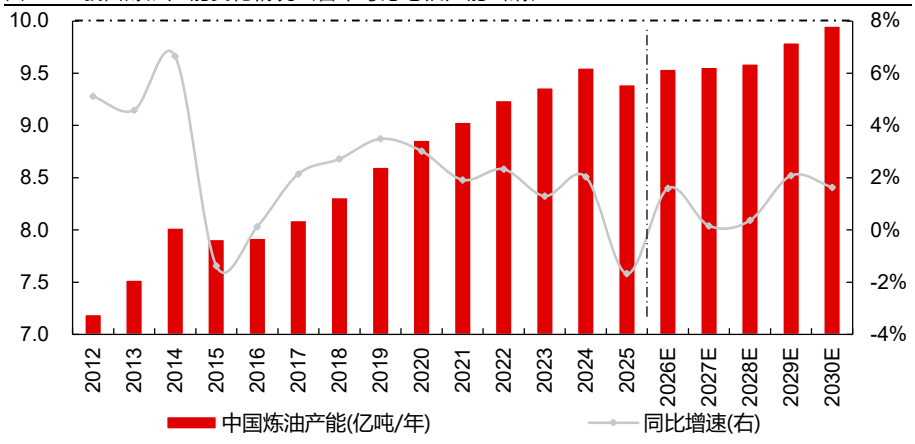
图 11：全球新增炼能主要集中在中国及印度，整体产能扩张有限



资料来源：IEA，长江证券研究所

中国未来炼油新增产能将显著放缓，“老、破、小”产能有望持续出清。随着放开民营企业进入炼化行业的限制以来，我国炼能规模持续增长，在 2014 年 9 月经国务院同意印发的《石化产业规划布局方案》（发改产业[2014]2208 号）中确定七大石化基地后，民营企业开始进入炼化领域，但是基于“严格控制炼油能力和成品油生产规模，淘汰落后产能，发展精深加工石化产品，促进产业提质增效升级”的要求，部分“老、破、小”的炼能被淘汰，2015 年及 2016 年我国炼能整体有所出清，处于下降状态，而 2017 年开始，我国炼能再度开始稳步增长。而从 2021 年开始，我国炼能仍保持增长，但增速下滑显著。随着 2024 年之前规划的裕龙石化 2000 万吨/年、镇海炼化 1100 万吨/年产能投产结束，未来新增产能较为有限。同时 2025 年开始部分老旧产能持续淘汰。未来将有大量小产能面临淘汰，同时新增炼油产能的批文限制较强，更多是从置换角度来新建产能，因此整体产能增速将进一步下滑。

图 12：我国炼油产能变化情况（暂未考虑老旧产能出清）



资料来源：中石油经研院，卓创资讯，中国化工信息周刊等，长江证券研究所

表 1：”十五五”时期国内新增及淘汰产能梳理

类型	序号	企业	所属集团	炼油能力（万吨/年）	预估投产时间	地点
新增	1	华锦阿美	中国兵器	1500	2026 年	辽宁
	2	湖南石化	中国石化	550	2027 年	湖南

	3	泉州石化	中国中化	300	2027 年	福建
	4	塔河炼化	中国石化	350	2028 年	新疆
	5	大连石化长兴岛	中国石油	1000	2029 年	辽宁
	6	齐鲁石化	中国石化	1000	2029 年	山东
	7	古雷石化	中国石化	1600	2030 年	福建
		新增产能合计		**6300**		
类型	**序号**	**企业**	**所属集团**	**炼油能力（万吨/年）**	**预估淘汰时间**	**地点**
淘汰	1	湖南石化	中国石化	700	2027 年	湖南
	2	低于 200 万吨/年产能		1815	”十五五“期间	
	3	部分老旧装置		5920	”十五五“期间	
		合计		**8435**		
类型	**序号**	**企业**	**所属集团**	**炼油产能（万吨/年）**	**项目进展**	**地点**
公示	1	富海集团	民营企业	1500	公示	山东
	2	延安石化	延长石油	1000	公示	陕西
	3	东明石化	民营企业	1500	公示	山东
		合计		**4000**		

资料来源：《2025 年国内外油气行业发展报告》，长江证券研究所

化工品资本开支进入尾声，供给端进入强约束时代。石油化工品产能投放大体经历了三轮：先是 2000-2010 年在国内工业化和城镇化拉动下，乙烯、聚乙烯等基础品种持续扩能；随后 2011 年后煤制烯烃、PDH 等新路线兴起，2014-2016 年煤制烯烃迎来投产高峰；再到 2018 年以来，恒力、浙石化、盛虹等民营炼化一体化项目集中投产，带动乙烯、丙烯、PX、PTA、聚烯烃、EVA 等进入历史级扩张周期。总体看，2021-2025 年是本轮石化扩产高峰，**2025-2026 年后新增速度开始放缓，行业从“扩规模”转向“去低效、调结构、提质量”。**

表 2：主要石油化工产品产能情况

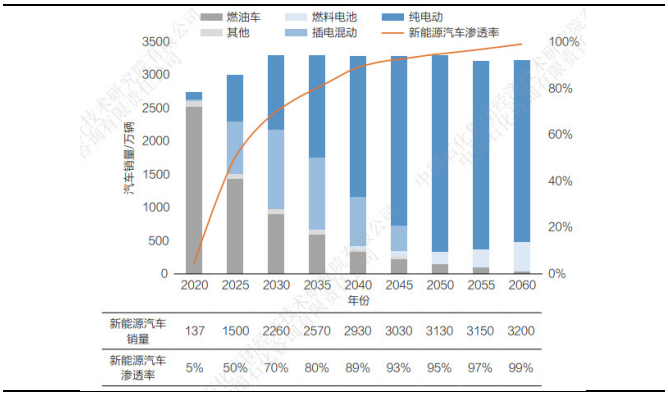
产品	产能（万吨）							产能增速						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026-06	2021	2022	2023	2024	2025	2020-2023产能复合增速	2023-2025产能复合增速
乙烯	2769	3313	4679	5069	5449	6291	6391	19.6%	41.3%	8.3%	7.5%	15.5%	22.3%	11.4%
PE	2237	2377	2917	3231	3571	4124	4154	6.3%	22.7%	10.8%	10.5%	15.5%	13.0%	13.0%
乙二醇	1554	2056	2577	2762	2792	3030	3062	32.3%	25.4%	7.2%	1.1%	8.5%	21.1%	4.7%
环氧乙烷	505	640	759	838	848	848	848	26.9%	18.5%	10.4%	1.2%	0.0%	18.4%	0.6%
醋酸乙烯	278	278	298	358	392	402	402	0.0%	7.2%	20.1%	9.5%	2.6%	8.8%	6.0%
苯乙烯	1204	1517	1738	2125	2220	2437	2437	26.0%	14.6%	22.3%	4.5%	9.8%	20.9%	7.1%
EVA	97	147	215	245	245	380	380	51.4%	46.1%	14.0%	0.0%	55.1%	36.1%	24.5%
丙烯	4477	5000	5606	6356	7026	7860	7860	11.7%	12.1%	13.4%	10.5%	11.9%	12.4%	11.2%
PP（粒料）	2875	3150	3623	4072	4527	4983	4983	9.6%	15.0%	12.4%	11.2%	10.1%	12.3%	10.6%
环氧丙烷	338	405	496	622	766	853	920	19.8%	22.5%	25.4%	23.2%	11.4%	22.5%	17.1%
丙烯酸	320	372	408	408	408	470	470	16.3%	9.8%	0.0%	0.0%	15.2%	8.5%	7.3%
丙烯酸丁酯	262	290	328	336	344	414	430	10.7%	13.1%	2.4%	2.4%	20.3%	8.6%	11.0%
MMA	148	158	216	247	267	281	291	6.8%	37.1%	14.4%	7.9%	5.4%	18.8%	6.7%
PX	2564	3169	3832	4402	4422	4422	4295	23.6%	20.9%	14.9%	0.5%	0.0%	19.7%	0.2%
PTA	6223	7019	7664	8974	9524	10704	10704	12.8%	9.2%	17.1%	6.1%	12.4%	13.0%	9.2%
涤纶长丝	3555	3679	3897	4316	4343	4614	4685	3.5%	5.9%	10.8%	0.6%	6.2%	6.7%	3.4%
聚酯瓶片	1199	1246	1291	1673	1933	2163	2163	3.9%	3.6%	29.6%	15.5%	11.9%	11.7%	13.7%
涤纶短纤	815	835	886	963	1036	1085	1085	2.5%	6.0%	8.8%	7.6%	4.7%	5.7%	6.1%
纯苯	1630	1846	2036	2322	2466	2722	2742	13.3%	10.3%	14.0%	6.2%	10.4%	12.5%	8.3%
己内酰胺	433	539	569	649	745	832	838	24.5%	5.6%	14.1%	14.8%	11.7%	14.4%	13.2%
PA6	527	570	608	642	786	875	890	8.1%	6.7%	5.7%	22.3%	11.4%	6.8%	16.7%
丁二烯	495	547	576	628	665	757	757	10.5%	5.2%	9.1%	5.9%	13.8%	8.3%	9.8%
MTBE	2260	2260	2270	2316	2316	2737	2830	0.0%	0.4%	2.0%	0.0%	18.2%	0.8%	8.7%
顺酐	117	124	160	191	316	394	399	6.0%	29.0%	19.4%	65.4%	24.7%	17.7%	43.6%
甲乙酮	73	73	81	93	103	107	107	0.0%	11.0%	14.9%	10.8%	3.9%	8.4%	7.3%

资料来源：百川资讯，长江证券研究所

国内成品油需求达峰，化工品景气度企稳向好

受终端需求拖累，国内汽柴油需求达峰。首先，随着国内房地产仍处于深度调整的探底期，国内大循环不畅，使得制造业与工业领域供需失衡，有效需求依然不足，对经济增长的支撑边际作用减弱。第二，中国的汽车工业发展阶段进入增长后期，汽车保有量已超 200 辆/千人，保有量增速由 2020 年前的 10%左右下降至当前的 3%—5%，其中燃油车保有量增速仅为 2%，呈现出明显拐点特征。第三，新能源和 LNG 汽车迅猛发展，加速替代汽柴油车，新能源汽车渗透率及 LNG 重卡销量渗透率大幅提升对汽柴油有显著替代，导致成品油消费提前达峰。随着燃油车步入下降通道，交通用油随之达峰，预计 2025 年燃油车保有量达 3.1 亿辆峰值，“十五五”期间保有量年均下降 2%，2030 年降至 2021 年规模，预计到 2040 年，燃油车、混合动力汽车和纯电动汽车将形成“三分天下”的格局，受此影响，交通燃料用油在 2024 年基本达峰。

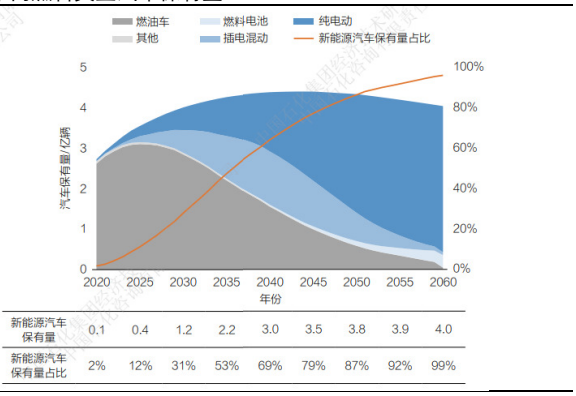
图 13：不同燃料类型汽车销量及新能源汽车渗透率



	2020	2025	2030	2035	2040	2045	2050	2055	2060
新能源汽车销量	137	1500	2260	2570	2930	3030	3130	3150	3200
新能源汽车渗透率	5%	50%	70%	80%	89%	93%	95%	97%	99%

资料来源：中石化经研院，长江证券研究所

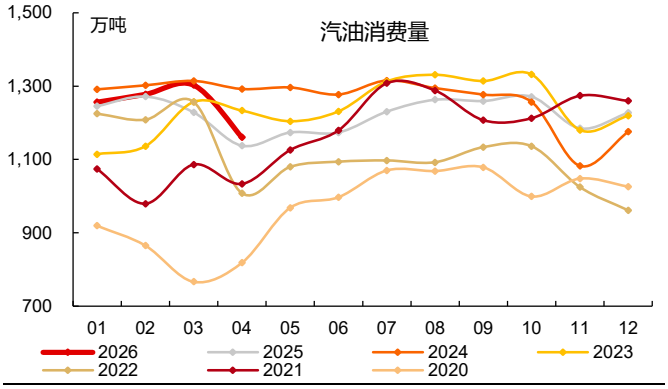
图 14：不同燃料类型汽车保有量



	2020	2025	2030	2035	2040	2045	2050	2055	2060
新能源汽车保有量	0.1	0.4	1.2	2.2	3.0	3.5	3.8	3.9	4.0
新能源汽车保有量占比	2%	12%	31%	53%	69%	79%	87%	92%	99%

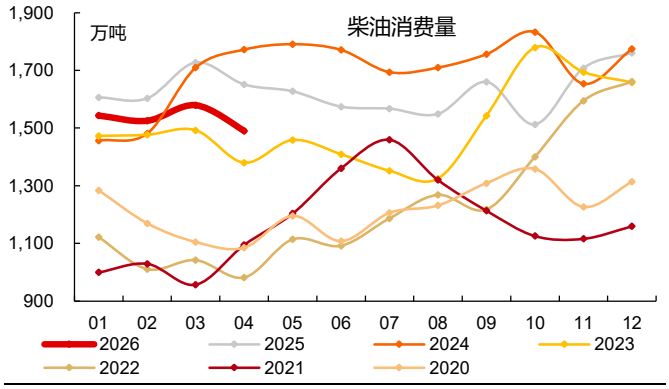
资料来源：中石化经研院，长江证券研究所

图 15：2026 年二季度受地缘影响，国内汽油消费量大幅下滑



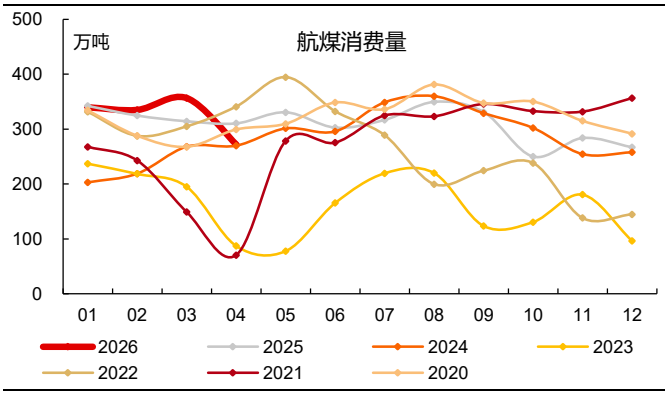
资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

图 16：2026 年二季度受地缘影响，国内柴油消费量大幅下滑



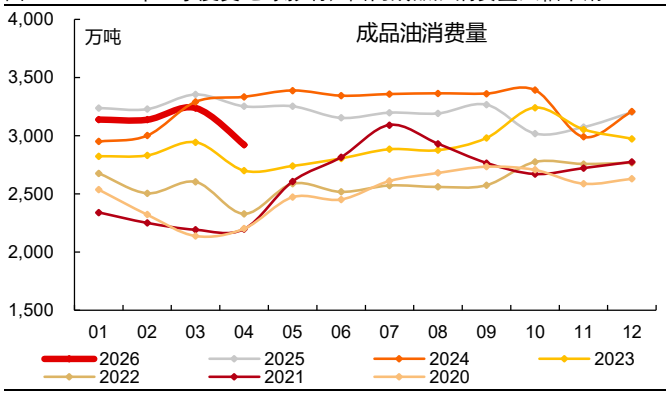
资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

图 17：2026 年二季度受地缘影响，国内航煤消费量大幅下滑



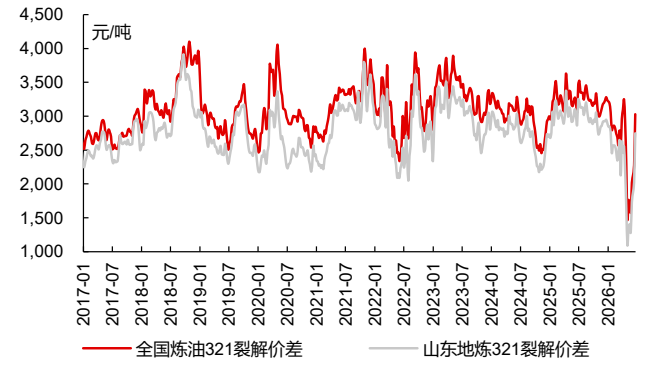
资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

图 18：2026 年二季度受地缘影响，国内成品油消费量大幅下滑



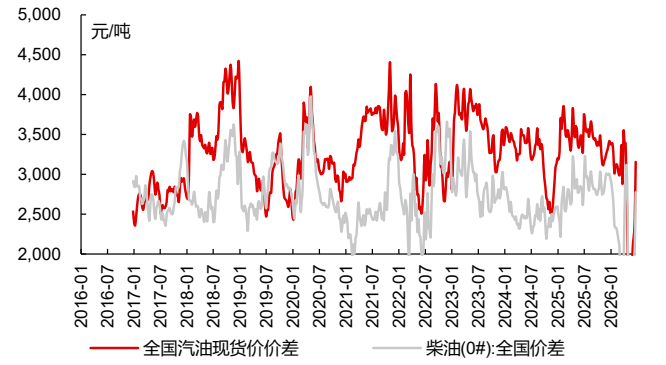
资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

图 19：全国及地炼企业炼油 321 价差对比分析



资料来源：Wind，长江证券研究所

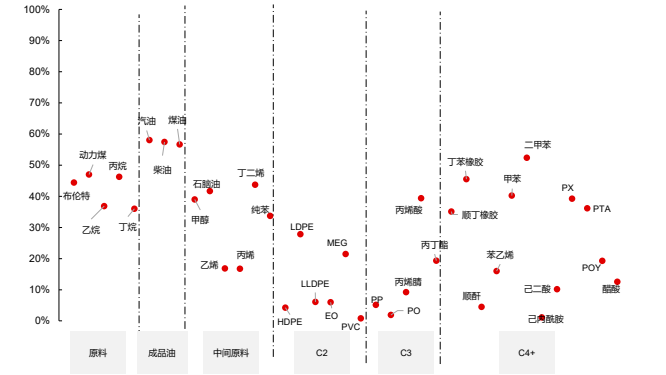
图 20：国内汽油及柴油价差对比分析



资料来源：Wind，长江证券研究所

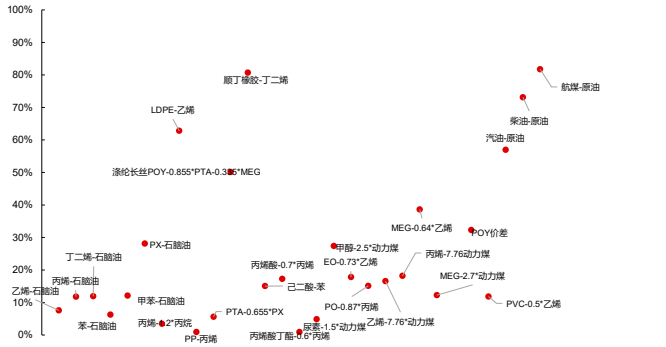
地缘高冲突导致油价中枢抬升影响需求释放，随着地缘缓解，补库需求将推动行业需求释放。地缘冲突推升油价后，对石化产品需求的影响首先体现在成本抬升对采购节奏的压制。石化产业链多数产品与原油价格正相关，油价上行会带动乙烯、丙烯、纯苯、聚乙烯、聚丙烯、PX、PTA 等价格同步上涨，下游加工企业原料成本和现金占用明显增加，采购行为会从主动备货转向刚需补库，但是纺织服装及塑料制品等终端需求仍较为稳定，因此，油价波动率下滑后，下游备库需求将启动。

图 21：原料及主要化工品价格分位图（2013 年初-2026 年 6 月 12 日）



资料来源：Wind，百川资讯等，长江证券研究所

图 22：主要化工品价差分位图（2013 年初-2026 年 6 月 12 日）



资料来源：Wind，百川资讯等，长江证券研究所

展望下半年：油气价格维持高位，降息周期有望延后，行业结构性机会

油气价格下行空间有限，多重支撑夯实底部

2026H2 油价中枢或将在 80 美元/桶以上

通道端方面，霍尔木兹海峡是全球能源与大宗商品运输的咽喉通道。伊朗、科威特、卡塔尔、巴林等国的石油、天然气及化工品出口基本依赖该海峡，沙特、伊拉克绝大部分原油出口也需经此通行，一旦海峡受阻，全球原油、LNG、尿素、乙二醇等供应将直接受到冲击，对国际能源与化工市场形成显著扰动。**这使得任何与伊朗相关的冲突都天然带有放大全球供给风险的传导机制。**

霍尔木兹海峡为全球最重要的石油运输通道之一，海湾国家高度依赖这一航道出口石油及石油产品。据 IEA 数据，2025 年霍尔木兹海峡原油通行量约 1500 万桶/天，约占全球原油贸易量的 34%。其中，最主要的出口国为沙特（36%）、伊拉克（22%）和阿联酋（14%）。其中大部分出口目的地为亚洲，中国和印度合计接收了其中 44%的原油出口，且日本和韩国尤其依赖经由该海峡运输的石油。此外约有 60 万桶/日的原油（仅占 4%）输送至欧洲。

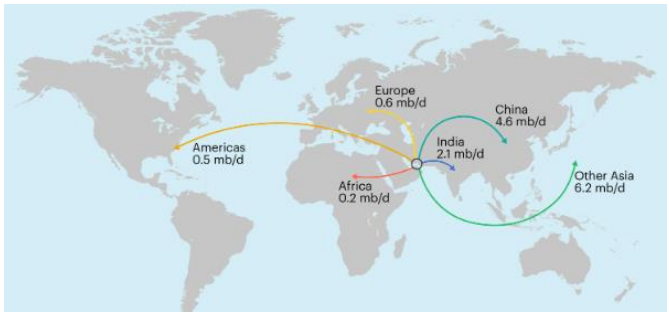
全球市场对中东石油的依赖度较高，因此一旦该区域因地缘政治冲突导致航道受阻甚至关闭，其影响将远超伊朗自身的原油出口，海峡中断将对其出口能力造成严重冲击，进而对国际原油供应形成显著扰动。

表 3：2025 年每天约有 500 万桶石油产品经由海峡出口（单位：百万桶/天）

国家 / 地区	原油（包括凝析油）	石油产品	合计
巴林	0	0.21	0.21
伊朗	1.69	0.72	2.41
伊拉克	3.32	0.31	3.63
科威特	1.4	0.97	2.37
卡塔尔	0.73	0.69	1.43
沙特阿拉伯	5.43	0.8	6.23
沙特 - 科威特中立区	0.35	0	0.35
阿拉伯联合酋长国	2.02	1.22	3.24
合计	**14.94**	**4.92**	**19.87**

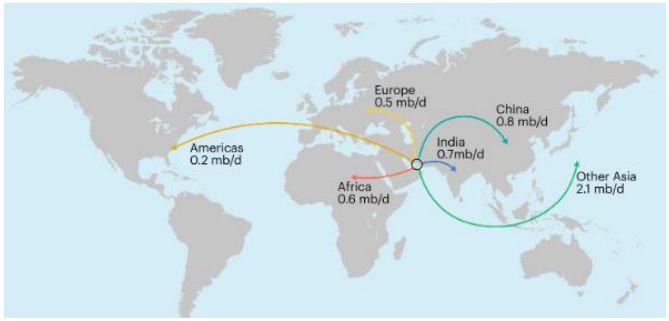
资料来源：IEA，长江证券研究所

图 23：2025 年经霍尔木兹海峡运输的原油出口目的地分布



资料来源：IEA，长江证券研究所

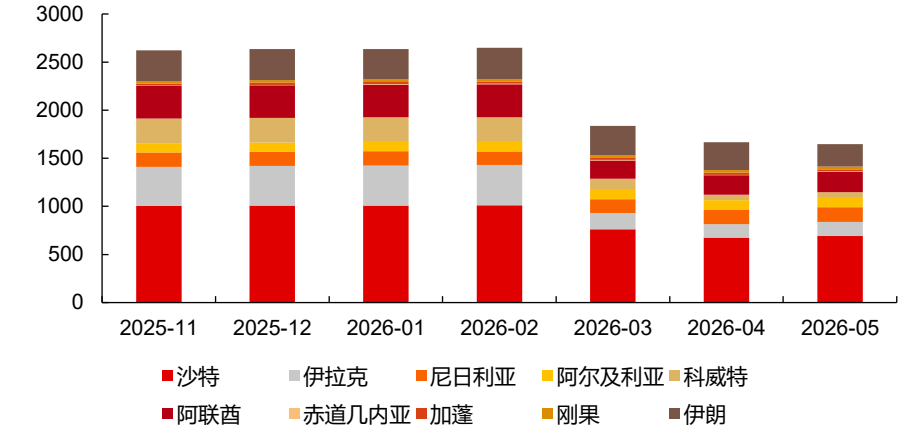
图 24：2025 年经霍尔木兹海峡出口石油产品目的地分布



资料来源：IEA，长江证券研究所

海峡封锁将通过多重传导路径对全球油气市场形成显著冲击。（1）直接供应收缩：依赖海峡运输的产油国面临出口通道受阻，直接引发全球原油及 LNG 供应大幅收缩；**（2）替代运力不足**区域分布不均，沙特、阿联酋具备一定替代能力，而科威特、伊拉克基本无替代管道，供应链抗冲击能力极弱。**（3）库容约束：**中东主要产油国原油库容普遍紧张，若封锁持续将快速触发库容饱和并迫使产油国减产。**受被动减产、库容等影响，当前供给影响已超 1000 万桶/日。**2026 年 5 月，OPEC9 国和伊朗产量为 1,646 万桶/日，相比战前（2026 年 2 月）减少 1,002 万桶/日。其中，伊拉克和沙特是减产的“重灾区”，分别减产约 320 万桶/日和 271 万桶/日。

图 25：OPEC9 国和伊朗产量显著下滑（万桶/日）



资料来源：OPEC，长江证券研究所

近期美伊短期冲突可能缓和，但即便后续海峡封锁解除，中东原油产量也难以快速修复至战前水平。航道修复存在前置时间窗口：水雷清扫本身需数月，排雷完成后，油轮运力调配、港口装船计划重构仍至少耗费 2-3 个月，航运恢复节奏天然滞后油田开采。同时保险商恢复常规承保、护航通航管控落地均存在额外时间成本，短期航运贸易难以完全自由运转。

各国本土供应链韧性分化显著，沙特、阿联酋依托本土化产业政策，维修制造、油田工程、物资储备配套完善，复产速度相对更快；伊拉克、科威特、巴林则面临港口拥堵、外籍技术人员大规模撤离、核心设备库存不足多重制约，修复周期大幅拉长。伊朗虽培育本土工程产业链，但长期制裁导致高端设备、特种材料供给受限，设施受损后修复效

率偏低。叠加长期关井带来油藏不可逆储层损伤，即便海峡通航恢复，受储层永久损耗、设备短缺、人力流失、设施长期修复多重约束，中东原油产量短期无法回到冲突前规模。

图 26：不同国家后续产量恢复禀赋[1]有较大区别

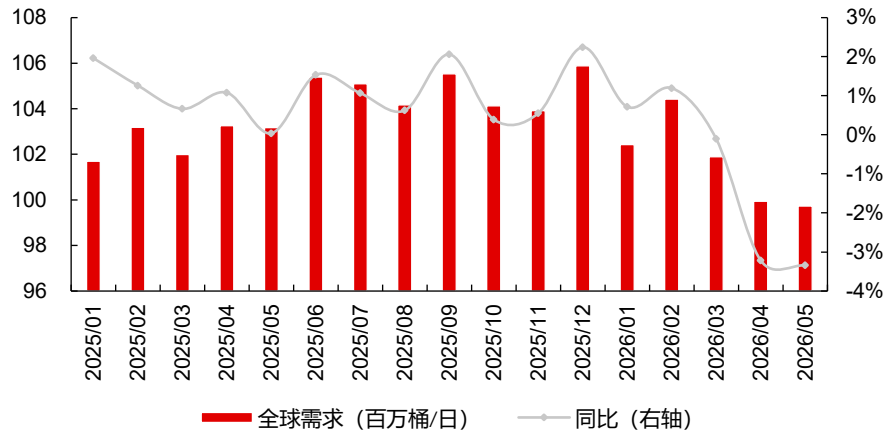
国家	港口运输瓶颈	维修与制造产能	油田工程服务	物资储备库存	劳动力供给
沙特阿拉伯	中等	优良	优良	优良	优良
阿联酋	中等	优良	优良	中等	优良
伊朗	中等	优良	中等	恶劣	优良
卡塔尔	中等	中等	中等	中等	中等
科威特	中等	中等	中等	恶劣	恶劣
伊拉克	恶劣	中等	恶劣	恶劣	恶劣
巴林	中等	恶劣	恶劣	恶劣	恶劣

资料来源：IEA，长江证券研究所

若海峡约束逐步解除，虽然供给将明显修复，同时也不能忽视此前持续被压制的全球原油需求同步迎来修复空间。2026 年 3 月战争爆发后，全球原油需求同比转负，5 月全球石油需求仅 99.73 百万桶/日，同比大幅下滑 3.34%，相比 2026 年 2 月减少 469 万桶/日，主要源于中东原油外运受阻、全球炼厂原料供给短缺，各国被迫持续下调加工负荷。国内端验证尤为明显：2026 年以来国内主营炼厂和山东地炼开工率分别自年初 79.42%和 63.8%以上高位持续回落，截至 6 月 18 日，主营炼厂开工仅 67.48%、山东地炼开工跌至 51.33%；原油进口同步大幅收缩，5 月国内原油进口 3308 万吨，同比下滑 29.01%，炼厂主动降负、原料采购收缩直接反映原料短缺带来的需求压制。

未来若解除封锁，上游供给瓶颈解除将修复炼厂原料库存，此前被动压减的加工需求有望得到释放，全球炼厂加工量回暖带动全球原油需求修复。因此，尽管供给增量或带来阶段性宽松，但中长期被压抑的炼厂加工需求同步回暖，部分对冲供给修复带来的利空，油价底部支撑力度仍存。

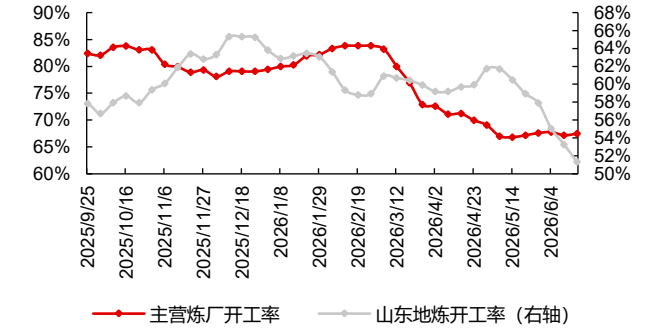
图 27：2026 年 5 月，全球石油需求相比 2026 年 2 月下降 469 万桶/日



资料来源：EIA，长江证券研究所

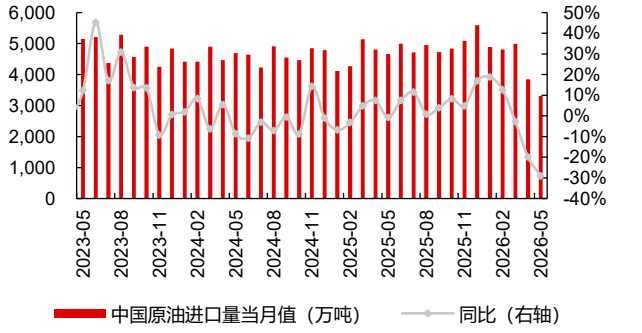
[1] 该指标基于 2026 年 6 月达成稳定停战协议、后续逐步复产的基准情景测算。表格色彩判定标准：绿色区块：扰动程度轻微或无扰动，2026 年二季度末即可恢复正常；黄色区块：已出现明显供应链扰动，最早 2026 年三季度才能修复；红色区块：扰动冲击严重，负面影响至少持续至 2026 年四季度。

图 28：国内炼厂开工率显著下滑



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

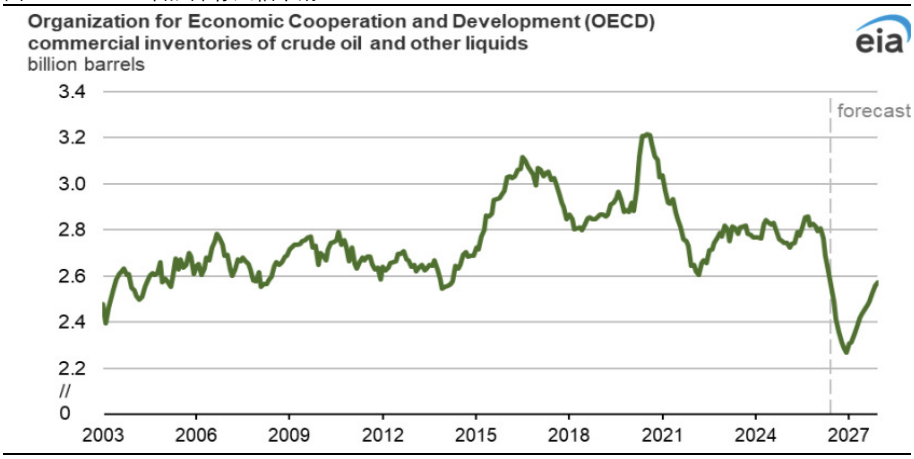
图 29：2026 年 5 月中国原油进口量同比下降 29%



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

由于供给受限，全球原油库存迅速消耗。根据 EIA 的 6 月月报，随着地缘冲突持续发酵、原油运输通道长期受阻，市场只能持续消耗全球库存以覆盖终端需求。结合 EIA 对霍尔木兹海峡恢复通航、原油贸易逐步回暖的情景假设测算，当前预测：至 2026 年 12 月，经合组织（OECD）全部液体燃料库存将降至略低于 23 亿桶。该数值将创下自 2003 以来的历史低位，同时大幅低于 2021-2025 年 28 亿桶的五年均值。

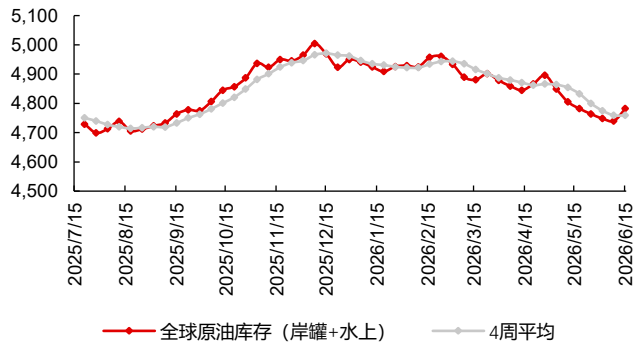
图 30：OECD 石油库存大幅下滑



资料来源：EIA，长江证券研究所

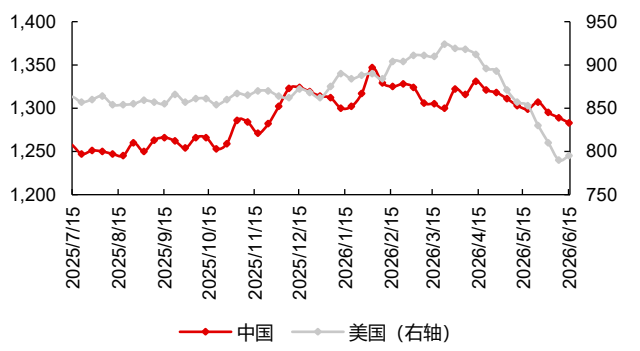
库存低位带来的补库需求，或将给后续油价底部带来支撑。全球原油库存（岸罐+水上，下同）自 2026 年 2 月触及接近 50 亿桶阶段高点后持续回落，截至 6 月 15 日总库存仅 47.82 亿桶，较年内峰值大幅去库，且 4 周移动平均线同步拐头下行，库存收缩趋势明确，相较冲突前水平出现显著下滑。主要国家中，中国原油库存自 3 月 2 日 13.24 亿桶高点持续回落至 6 月 15 日 12.83 亿桶，连续多月去库；美国原油库存下行幅度更为突出，从 3 月高点 9.24 亿桶一路降至 6 月 15 日 7.95 亿桶，短期去库力度显著。全球库存低位，未来的补库需求或将持续为油价提供底部支撑。

图 31：全球原油库存（岸罐+水上）大幅低于战前（单位：百万桶）



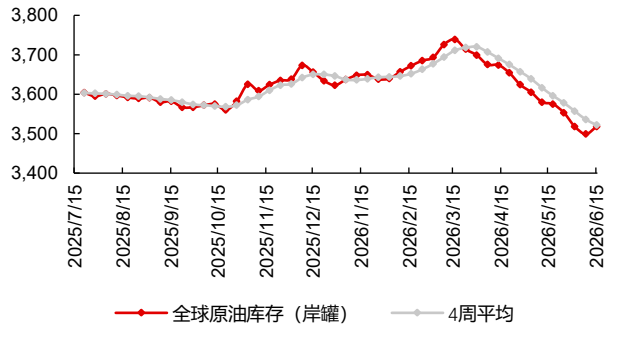
资料来源：Kpler，长江证券研究所

图 32：中美原油库存（岸罐+水上）大幅低于战前（单位：百万桶）



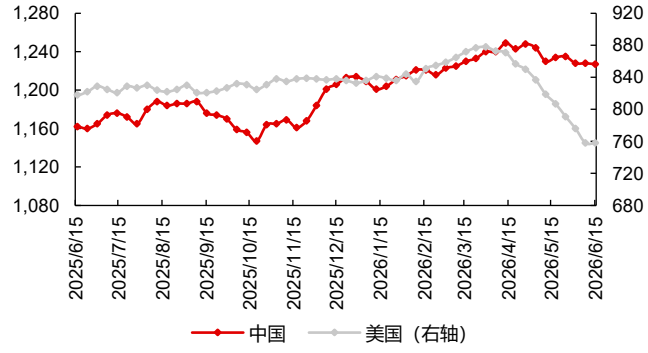
资料来源：Kpler，长江证券研究所

图 33：全球原油库存（岸罐）大幅低于战前（单位：百万桶）



资料来源：Kpler，长江证券研究所

图 34：中美原油库存（岸罐）大幅低于战前（单位：百万桶）

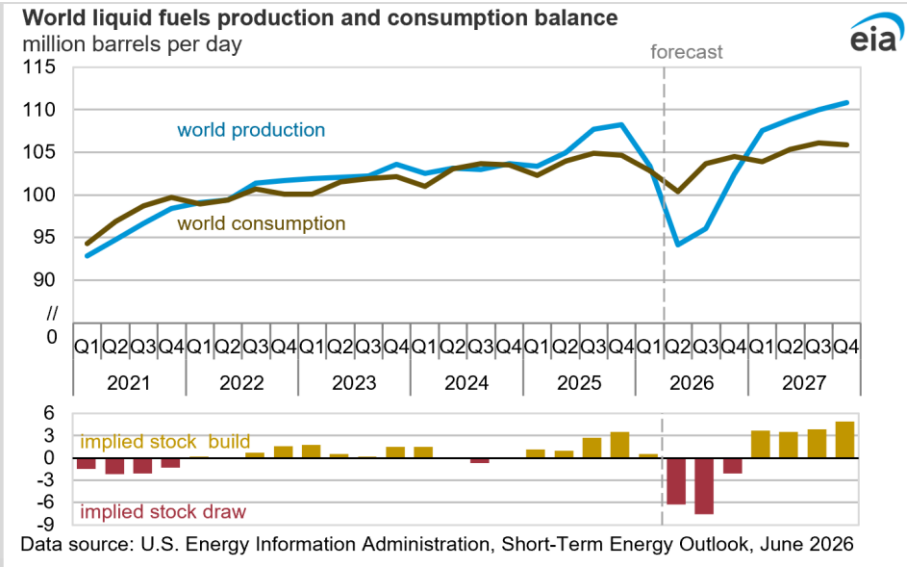


资料来源：Kpler，长江证券研究所

短期霍尔木兹海峡通航逐步恢复、关停油田复产会带来供给增量，但全球库存处于历史极低位，OECD 商业库存、美国战略储备均创数十年新低，供给释放后市场首要任务是大规模回补库存，补库行为将大量消化新增原油，对冲供给过剩压力。同时前期原料短缺压制全球炼厂开工，国内主营、山东地炼开工率持续走低，原油进口大幅收缩，航道疏通后积压的加工需求集中释放，进一步消化增量供给。

另外，美伊备忘录仅阶段性缓和冲突，部分矛盾并未根除，地缘风险溢价难以彻底归零，海峡全面恢复通航、产能满产仍需漫长周期，过程中反复扰动将持续支撑油价。因此，考虑到库存耗尽、复产需要时间、战略补库叠加需求回暖将构筑高于冲突前的价格底部，**我们认为 2026 年油价中枢仍将达到 80 美元/桶上方。**

图 35：2026 年下半年或仍将处于去库状态

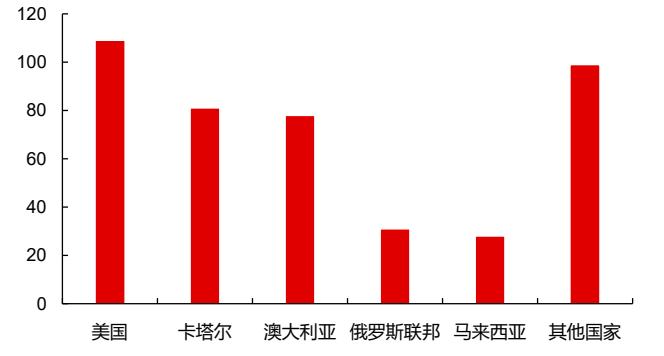


资料来源：EIA，长江证券研究所

断供悬顶补库后置，天然气价格有望突破前高

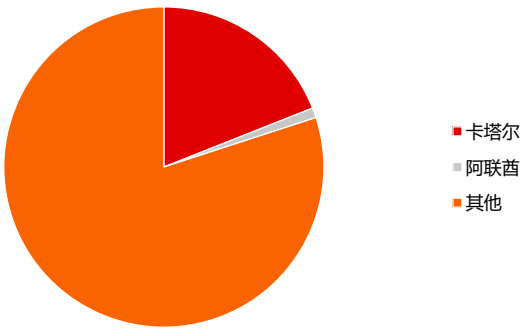
卡塔尔天然气资源丰富，是全球重要的 LNG 供应国，2025 年 LNG 贸易量位居全球第二。20 世纪 80 年代以前，卡塔尔经济高度依赖石油生产与出口。1987 年以来，随着北方气田规模化开发、液化设施建成投用及 LNG 出口业务启动，LNG 产业迅速崛起并成为国民经济支柱产业。截至 2022 年末，卡塔尔天然气探明储量达 24.7 万亿立方米，占全球 13.1%，仅次于俄罗斯与伊朗，排名世界第三。2024 年卡塔尔天然气年产量 1795 亿立方米，占全球 4.35%，位列全球第六。2025 年全球 LNG 贸易量约为 4.26 亿吨，卡塔尔出口约 8100 万吨，占比约 19%，首次超越澳大利亚，位居全球第二。

图 36：2025 年 LNG 供应量（百万吨）



资料来源：Global LNG HUB，长江证券研究所

图 37：2025 年约 20%LNG 供应量自霍尔木兹海峡出口



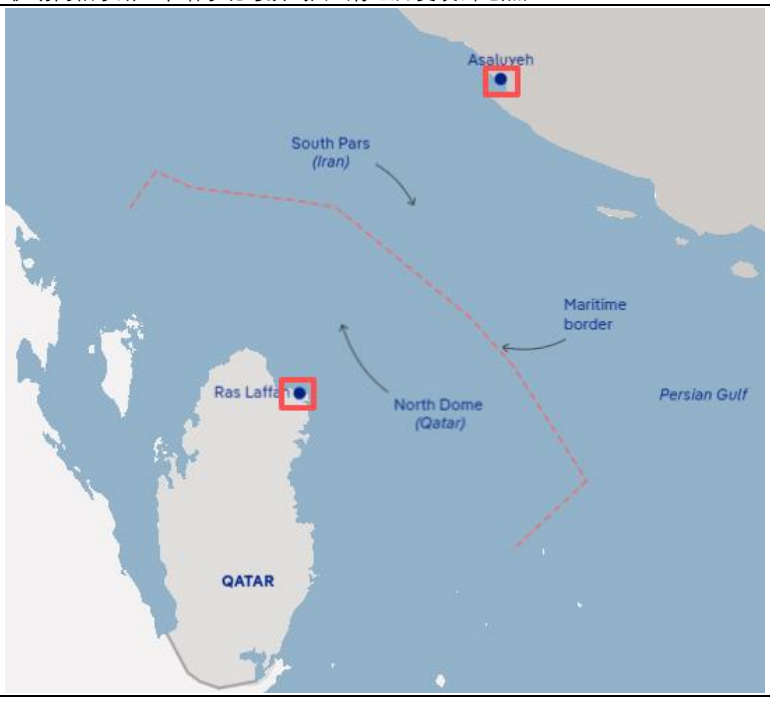
资料来源：隆众资讯，长江证券研究所

伊朗对卡塔尔 LNG 生产基地的袭击，对全球 LNG 核心产能造成长期冲击。卡塔尔 LNG 在全球市场中占据核心地位，其中拉斯拉凡（Ras Laffan）是全球最大天然气液化基地，共 14 条生产线，名义产能 7710 万吨/年。3 月 18-19 日，拉斯拉凡综合设施遭无人机及导弹袭击，Ras Gas4 号与 6 号 LNG 生产线受损严重，合计影响供应能力约 1280 万吨，相当于卡塔尔 2025 年 LNG 出口量的 16%、全球 LNG 贸易量的 3%。据运营方判

断，设施修复周期或长达 3-5 年，**市场冲击已从此前的航运延误，升级为实质性的长期供应损失。**

此外，伊朗南帕尔斯气田生产设施遭袭，目标是阿萨卢耶的陆上炼油装置和储气罐，以及与该天然气田相连的海上设施。袭击不仅冲击伊朗当前产能，更给卡塔尔长期稳产及全球 LNG 供给增添不确定性。伊朗与卡塔尔共享的南帕尔斯—北气田为全球最大天然气田，储量约 50 万亿立方米，支撑卡塔尔几乎全部天然气生产，占伊朗天然气产量 70%。伊朗南帕尔斯气田与卡塔尔北方气田同属跨境连通的巨型天然气地质储层，地下油气体系相互贯通、地层压力紧密关联，并非彼此独立开发。此次袭击不仅直接造成伊朗一侧产能扰动与运营承压，更因共用储层的地质特性打破了双方长期均衡开采的作业节奏。储层压力失衡将影响气藏整体开发稳定性，干扰地层流体分布与采收效率，既制约伊朗产能修复进程，也使卡塔尔北方气田的稳产规划、长期产能释放节奏存在变数。

图 38：伊朗南帕尔斯—卡塔尔北穹顶气田（标红为受袭击地点）

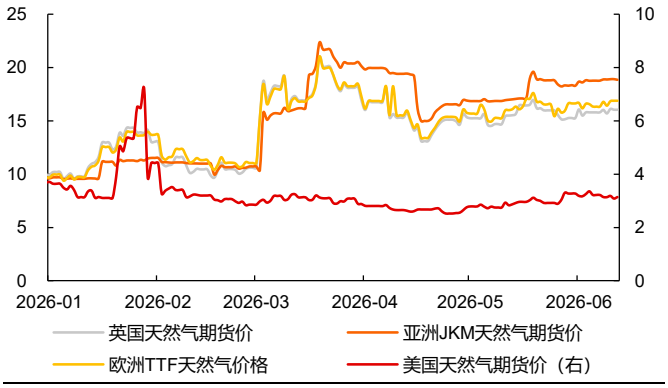


资料来源：DW，长江证券研究所

当前海外气价高位回落，但后续潜在补库或将推动气价再度上涨。2026 年 3 月，受中东地缘冲突升级影响，欧洲 TTF 与亚洲 JKM 天然气价格均出现阶段性冲高，相比 2 月底，TTF 和 JKM 最高分别上涨 90%和 108%；随着市场对卡塔尔 LNG 供应中断的恐慌情绪集中释放，气价走势呈现出与油价类似的“脉冲式上涨后快速回落”特征，截至 6 月 11 日，TTF 和 JKM 分别较 2 月底上涨 53%和 76%，较 4 月中旬的阶段性低点上涨约 26%。

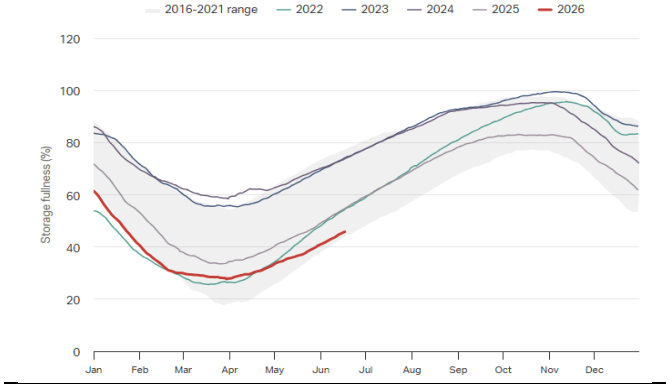
但从库存曲线来看，低库存带来的补库需求或将推动气价再度上涨。2026 年以来库存水平显著低于近年同期，大幅上涨的气价推迟了积极开始的传统夏季大规模补库周期。结合当前卡塔尔 LNG 供应中断、替代增量有限的格局，后续欧洲启动季节性补库的刚性需求，将进一步放大市场供需缺口，或成为推动海外气价再度上行核心驱动因素之一。

图 39：海外天然气价格变化（单位：美元/百万英热）



资料来源：卓创资讯，Wind 等，长江证券研究所

图 40：欧洲天然气日度库容率变化（单位：%）

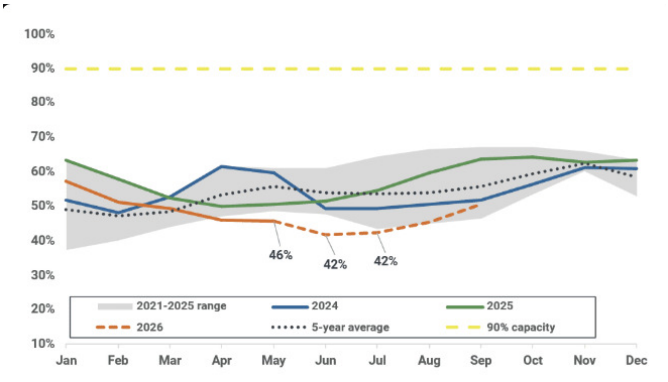


资料来源：bruegel，长江证券研究所

以中国为例，推迟的补库需求将支撑 2026Q2-Q3 的现货价格。2026 年国内 LNG 库存曲线全年显著低于近五年区间与五年平均水平，6-7 月库存仅维持 42%低位，即便 8 月底补库至 46%，仍大幅低于历年同期均值，整体库容余量长期偏紧。尽管 5 月 LNG 进口量同比持平，但管道气进口不及预期、国内自产气增量有限，叠加夏季华南制冷用电需求刚性抬升，工业用气走弱的负面影响被完全对冲。

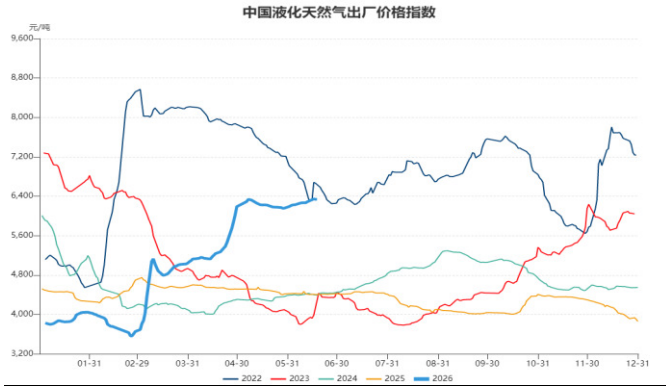
库存缺口倒逼国内三季度集中补库，7-8 月采购需求集中释放，带动国内液化天然气出厂价格指数在传统淡季持续走高，显著高于往年同期，呈现“淡季不淡”特征。全年来看高进口价格压制工业用气需求，全年 LNG 总需求小幅下滑，但短期夏季制冷与补库刚需集中释放，低库存环境下国内气价下行空间受限，持续对亚洲 LNG 现货价格形成底部支撑。

图 41：中国 LNG 隐含库存预测（%）



资料来源：Kpler，长江证券研究所

图 42：国内天然气价格淡季不淡



资料来源：Wind，长江证券研究所

当前海峡通航尚未完全恢复，剩余可等待用于补库的时间逐步压缩，中长期来看气价仍具备较大上涨空间，后续走势将随库存、补库节奏与全球货源争夺或将呈现阶段性特征：

1、3 月至 4 月，库存、淡季需求与在途船货形成支撑，气价中枢上行但平稳运行；

2、5 月在途船货消耗完毕，补库刚需启动，气价进入上行通道；

3、6 至 8 月欧洲补库高峰与亚洲夏季用电、补库需求叠加，若海峡封锁没有明确解封进展，气价迎来主升浪并冲击年内高位；

4、9 至 10 月若补库进度未达目标，入冬前保供担忧将引发第二轮冲高。

整体来看，气价上行压力或将贯穿春夏补库周期，走势呈现平稳→逐步上行→主升浪→二次冲高的节奏。

图 43：TTF 气价演绎节奏

时间节点	3月-4月	5月	6月-8月	9月-10月
核心事件	库存支撑+淡季需求+在途船货缓冲，气价平稳运行	在途船货逐步消耗，欧洲补库刚需启动，价格进入上行通道	欧洲补库高峰+亚洲夏季用电/补库需求叠加，全球LNG货源争夺加剧	若补库进度未达目标，入冬前保供担忧引发第二轮冲高
气价研判	中枢上行但平稳运行	气价进入上行通道	有望突破90欧元/兆瓦时	或将引发第二轮冲高

资料来源：长江证券研究所

供给侧：反内卷约束供给增量，资本开支进入周期尾声

反内卷概念在石化行业提出已久。最早在 2018 年，山东地炼开始专项整治计划，对炼能转移的数量和时间节点做出要求。后 2022 年在双碳政策的背景下。发改委联合多部门发布高耗能行业节能降碳改造指南，并进一步于 2024 年提出炼油行业专项行动计划。后应急管理部等四部门出台工作方案，计划有序推进产能淘汰与改造提升。

政策文件虽旨在推进节能降碳计划，但实际蕴含反内卷实质。《指南》《计划》等政策，一方面总量上划定炼油行业 10 亿吨产能红线，严控增量；另一方面，落实炼油行业产能减量置换政策，持续推进上大压小、上优汰劣，优化存量。因此实质与反内卷契合，即政策端通过对总量、规模、能效等指标的控制，全面优化产业结构和布局。

2025 年下半年，“反内卷”浪潮带动下，政策信号密集释放。老旧装置摸排已完成，完成后将进入“依法淘汰一批、有序退出一批、改造提升一批”的分类处置，20 年以上装置与 200 万吨/年及以下常减压装置为优先治理对象。但仍需等待具体方案及细则出台，关注后续政策执行力度。伴随投资放缓+严控增量，后续供给侧压力有望下降。

表 4：石化行业反内卷政策梳理

时间	部门	相关政策/文件	核心内容
2018 年 10 月	山东省	《关于加快七大高耗能行业高质量发展的实施方案的通知》	专门针对地炼行业转型升级提出目标，力争到 2022 年，将位于城市人口密集区和炼油能力在 300 万吨及以下的地炼企业炼油产能进行整合转移;到 2025 年，将 500 万吨及以下地炼企业的炼油产能分批分步进行整合转移，全省地炼行业原油加工能力由目前的 1.3 亿吨/年，压减到 9000 万吨/年左右。
2022 年 2 月	发改委等部门	《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南(2022 年版)》	指出严格政策约束，淘汰落后低效产能，依法依规淘汰 200 万吨/年及以下常减压装置、加快 30 万吨/年以下乙烯装置淘汰退出。《指南》明确到 2025 年，炼油、乙烯等领域能效标杆水平以上产能比例达到 30%，能效基准水平以下产能加快退出。

2024 年 5 月	发改委等部门	《炼油行业节能降碳专项行动计划》	明确指出全面淘汰 200 万吨/年及以下常减压装置；到 2025 年底，全国一次加工能力控制在 10 亿吨以内，能效标杆水平以上产能占比超过 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出；到 2030 年底，炼油行业布局进一步优化，能效标杆水平以上产能占比持续提升。
2024 年 6 月	应急管理部等四部门	《化工老旧装置淘汰退出和更新改造工作方案》	根据产业政策、安全标准、安全风险等情况明确分类治理要求，实现依法淘汰一批、有序退出一批、改造提升一批。
2025 年 7 月	工业和信息化部等五部门	《关于开展石化化工行业老旧装置摸底评估的通知》	针对投产超 20 年的炼油、化肥等领域装置，从安全、环保、能效维度开展评估，要求各省级工业和信息化主管部门于 2025 年 8 月 30 日前报送老旧装置评估结果和更新改造意见。
2025 年 9 月	工业和信息化部等七部门	《石化化工行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》	**提出 2025—2026 年石化化工行业增加值年均增长 5% 以上**，经济效益企稳回升等目标。加强重大石化、现代煤化工项目规划布局引导，**严控新增炼油产能，合理确定乙烯、对二甲苯新增产能规模和投放节奏**，防范煤制甲醇行业产能过剩风险。**重点支持石化老旧装置改造、新技术产业化示范以及现有炼化企业“减油增化”项目**等。

资料来源：国家发改委，山东省人民政府，工业和信息化部等，长江证券研究所

对中下游化工品，行业整体盈利承压，主要受行业整体盈利水平驱动，行业集中度较高企业沟通成本低，减产能力和意愿较强，有望最先成为反内卷产能优化先锋。

而中游炼油、乙烯行业及部分子行业老旧装置占比高，反内卷易受政策端带动。通过对各产品产能投产时间统计，中游炼油、乙烯老旧产能占比较高，其中炼油行业在 2005 年之前投产占比超 30%，2010 年前投产占比超 55%，升级换代、产能优化需求急迫。乙烯行业近年在减油增化的趋势下，新投产能占比也逐渐提升。除炼油、乙烯外，我们关注到丁酮、涤纶短纤等中下游产品老旧产能占比也较高，若出台相关产业政策引领，或有望受益于老旧产能退出带来的供应优化。

图 44：主要石化产品投产时间统计（单位：万吨，其中 CAGR 为 2019-2024 年产能复合增速）

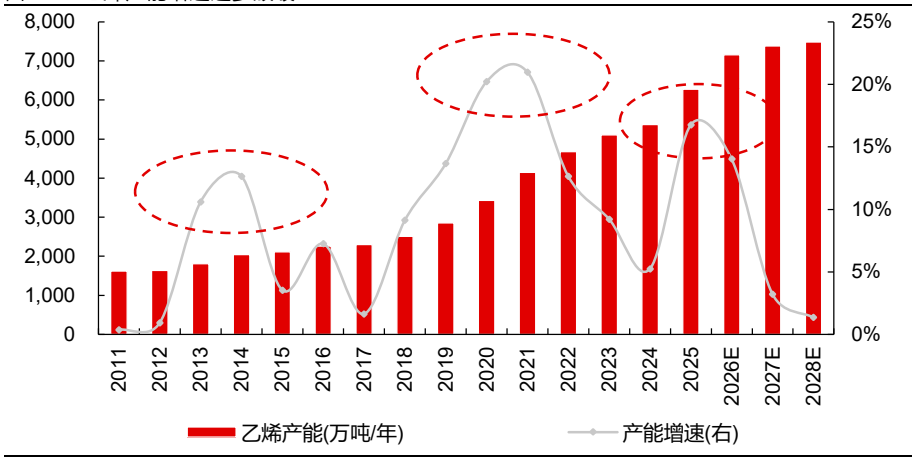
产业链	化工品名称	2020-2024	2016-2020	2011-2015	2006-2010	2005及之前	2024产能	CAGR
芳烃链	涤纶短纤	30%	11%	18%	8%	34%	916	8%
能源	炼油	9%	16%	18%	24%	33%	94,465	3%
C4	丁酮	30%	15%	20%	14%	22%	102	7%
C2	乙烯	37%	24%	10%	10%	18%	5,508	14%
C2	PE	30%	23%	14%	15%	17%	3,281	11%
C2	EVA	53%	24%	5%	0%	17%	290	23%
C4	MTBE	16%	26%	25%	16%	17%	2,623	4%
C3	丙烯	37%	22%	17%	9%	16%	7,100	12%
C4	丁二烯	30%	23%	14%	17%	15%	654	12%
芳烃链	涤纶长丝	24%	29%	23%	12%	13%	4,850	8%
芳烃链	涤纶长丝	24%	29%	23%	12%	13%	4,850	8%
锦纶	PA6	35%	31%	19%	4%	12%	786	11%
芳烃链	聚酯瓶片	43%	24%	17%	5%	11%	2,004	15%
锦纶	PA66	56%	21%	12%	2%	9%	127	20%
C2	环氧乙烷	37%	19%	23%	13%	8%	903	12%
芳烃链	BOPET	43%	21%	26%	4%	6%	652	15%
芳烃链	PX	38%	29%	16%	11%	5%	4,391	15%
C2	乙二醇	48%	26%	14%	8%	4%	3,014	23%
芳烃链	PTA	36%	23%	32%	5%	4%	8,648	14%
C4	MMA	44%	26%	15%	11%	4%	262	16%
C4	顺酐	63%	12%	21%	1%	2%	299	26%
锦纶	己内酰胺	42%	34%	21%	3%	0%	727	14%

资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

随着行业产能周期拐点临近，部分行业在反内卷推动下景气度提前触底反弹。随着近些年行业景气度持续低迷，部分行业持续产能出清，同时也进入行业产能周期拐点，同时，

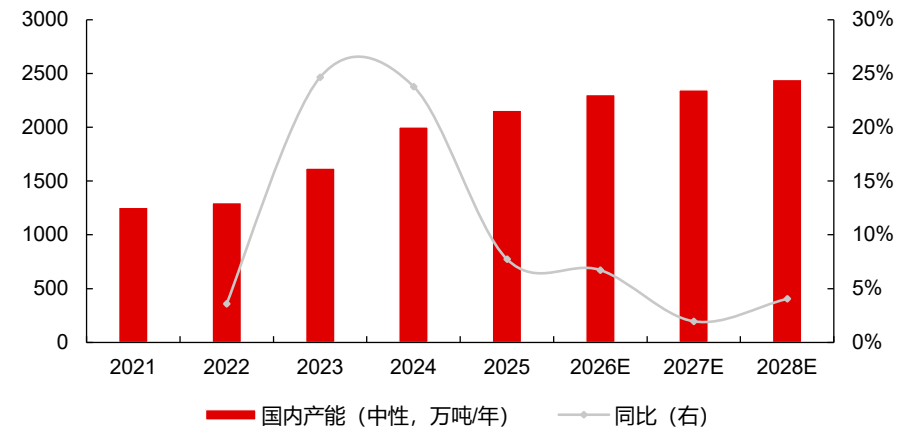
随着反内卷政策持续推进，部分行业协同效果加强，如聚酯瓶片、PTA、己内酰胺和 PA6 等行业协同陆续开始，因此，对炼化行业来讲，行业景气度有望提前进入反转。

图 45：乙烯产能增速逐步放缓



资料来源：卓创资讯，百川资讯等，长江证券研究所

图 46：2025-2028 年聚酯瓶片产能增速显著放缓



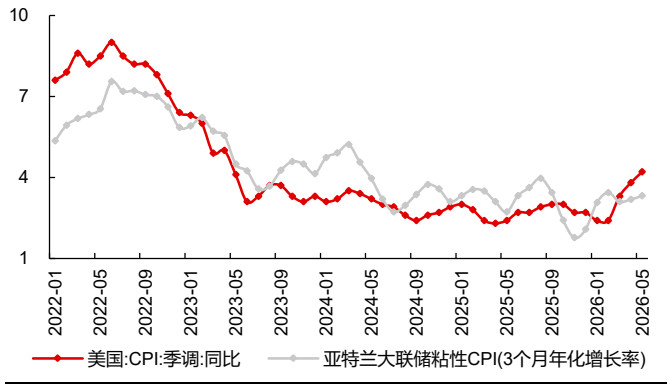
资料来源：卓创资讯，百川盈孚等，长江证券研究所

从行业产能周期角度看，2025-2026 年是石化行业这一轮景气下行周期的最后第一年，预计这一轮行业景气度将从 2026 年逐步触底反弹，虽然短期受地缘扰动导致油价中枢大幅提升，进而对宏观预期造成较大影响，不过当前供给仍有较强约束，行业景气度处于底部持续修复过程中。

需求侧：通胀粘性使得全球降息周期有所推迟

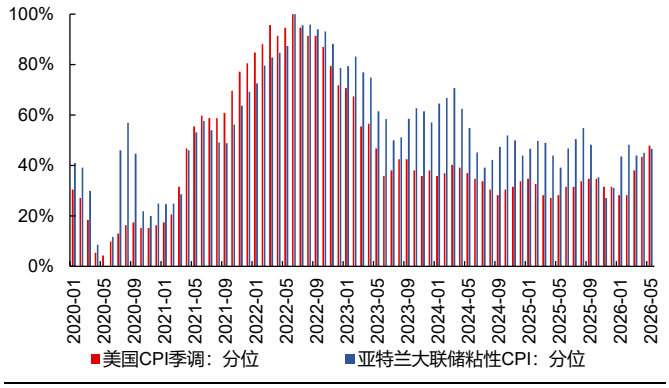
美国 CPI 及粘性 CPI 中枢皆有所抬升。随着油价的快速上涨，美国 CPI 快速抬升，核心 CPI 亦有一些反弹，通胀压力进一步加剧。而通过复盘近几年美国 CPI 和亚特兰大联储粘性 CPI 的趋势来看，一旦通胀进入工资上涨-通胀上涨-工资上涨的粘性阶段后，即使 CPI 有所下滑，而包含房租等慢变量的粘性 CPI 下滑的幅度低于 CPI，反映通胀的粘性非常有韧性。

图 47：美国 CPI 及粘性 CPI 均有所抬升



资料来源：Wind，长江证券研究所

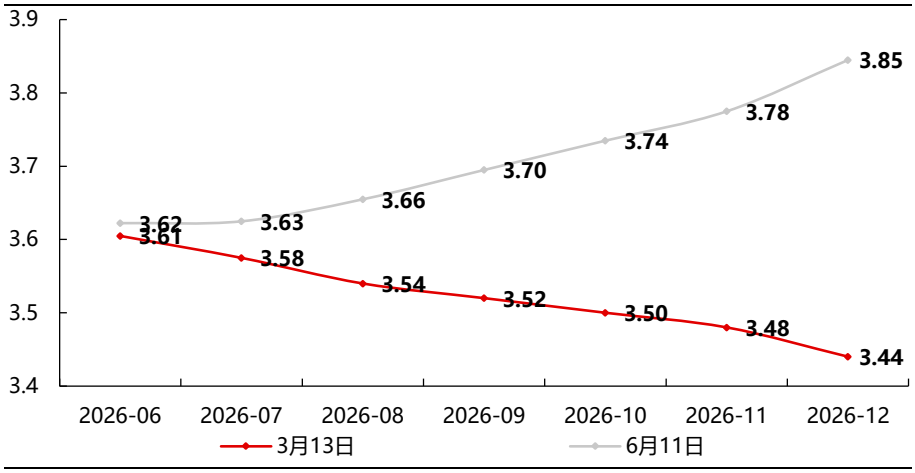
图 48：粘性 CPI 一旦抬升，会比 CPI 维持在相对高位的时间更长



资料来源：Wind，长江证券研究所

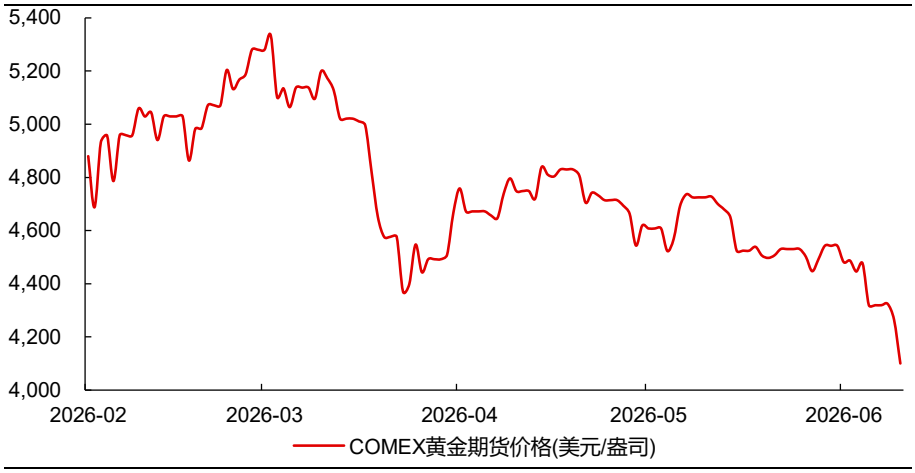
市场对 2026H2 联邦利率的预判也由 3 月初的降息转向为近期加息。随着美通胀的持续攀升，市场对联邦基金期货的交易也由 3 月初交易年内降息 1 次转向为加息 1 次。这种用真金白银交易出来的数据，充分反映市场对通胀的担忧。

图 49：对比 3 月 13 日及 6 月 11 日联邦基金期货曲线，市场在交易由降息 1 次转向为加息 1 次（单位：%）



资料来源：芝加哥商品交易所，长江证券研究所

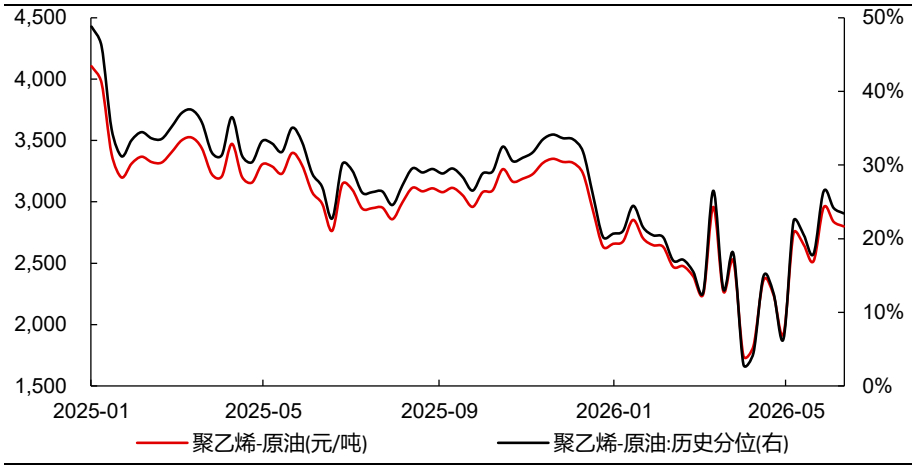
图 50：对利率敏感的黄金，亦出现了明显的下跌



资料来源：Wind，长江证券研究所

石化产品景气度依旧位于底部区间。随着近期油价中枢的下移，偏宏观品种的聚乙烯-原油价差较油价最高点的 3-5 月有所修复，但依然位于过去十五年的偏低部区间；其中不仅有人民币升值的贡献(美元兑人民币汇率从美伊冲突前的 6.9 左右降为 6 月 11 日的 6.8 左右)，还没有考虑冲突期间原油的运费+保费较战前的提升。总的来说，近期全行业景气度依旧在底部震荡。

图 51：石化产品偏宏观消费的聚乙烯-原油价差依然位于过去 15 年左右的底部



资料来源：Wind，长江证券研究所

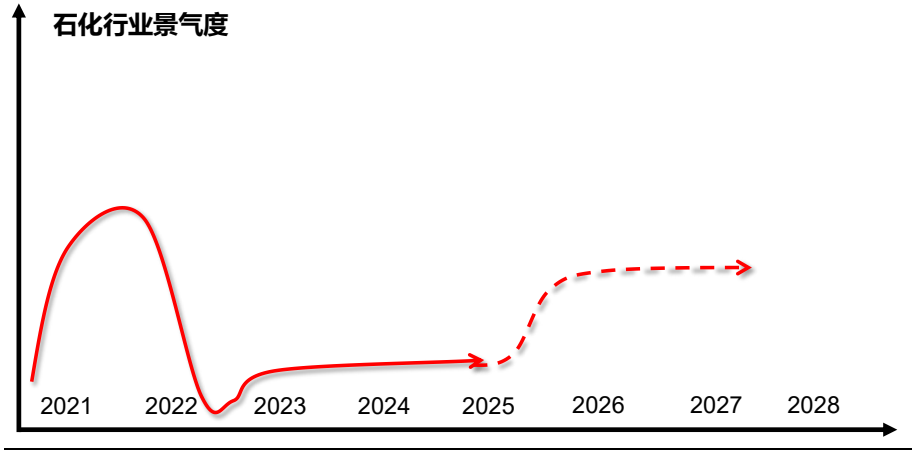
综上，基于联储降息的节奏及国内行业景气度底部的分析，我们认为 2026H2 石化行业景气度(特指中游深加工领域)大概率依旧在底部震荡为主，拐点需密切观察联储降息节奏或国内是否有对应的财政对冲政策。

产能周期拐点将至，景气反转下中游毛利进入扩张周期

随着行业产能周期拐点临近，部分行业在反内卷推动下景气度提前触底反弹。随着近些年行业景气度持续低迷，部分行业持续产能出清，同时也进入行业产能周期拐点，同时，随着反内卷政策持续推进，部分行业协同效果加强，如聚酯瓶片、PTA、己内酰胺和 PA6 等行业协同陆续开始，因此，对炼化行业来讲，行业景气度有望提前进入反转。

从行业产能周期角度看，2025 年是石化行业这一轮景气下行周期的最后第一年，预计这一轮行业景气度将从 2026 年逐步触底反弹。

图 52：预计随着经济不断修复，行业将回归正常产能周期轨道中(中游深加工毛利率)



资料来源：长江证券研究所

投资主线：高股息+成长股+优质能源公司

主线一：具备高股息的龙头公司

2025 年继续深化一利五率。2024 年 12 月，国务院国资委召开中央企业负责人会议，会议强调，2025 年国资委对中央企业总体仍保持“一利五率”，但用“营业收现率”替换“营业现金比率”，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。

表 5：中央企业经营指标体系考核

年份	指标	具体要求
2019	两利一率	净利润、利润总额、资产负债率
2020	两利三率	净利润、利润总额、资产负债率、营收利润率、研发经费投入率
2021	两利四率	净利润、利润总额增速高于国民经济增速，营业收入利润率、研发投入强度、全员劳动生产率明显增长，资产负债率保持稳健可控
2022	两利四率	利润总额和净利润增速要高于国民经济增速；资产负债率要控制在 65%以内；营业收入利润率要再提高 0.1 个百分点、全员劳动生产率再提高 5%、研发经费投入要进一步提高
2023	一利五率	利润总额增速高于全国 GDP 增速；资产负债率总体保持稳定；净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升
2024	一利五率	一利稳定增长，五率持续优化
2025	一利五率	“一利”仍为利润总额，用“营业收现率”替换“营业现金比率”，总要求是“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

资料来源：国资委，长江证券研究所

市值管理纳入央企负责人考核标准，极大提高三桶油等央企的核心竞争力。国资委在 2005 年 9 月首次明确提出将市值纳入考核体系。到 2024 年央企“市值管理”改革元年，年初国资委表示将**把市值管理成效纳入对中央企业负责人的考核。**本次也是首次将市值管理成效纳入央企负责人考核而非之前提到的企业考核，将央企负责人的利益与央企市值深度挂钩，提升央企的核心竞争力。2024 年底，国务院进一步发布《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，《意见》在关于上市公司分红方面明确提出“制定合理可持续的利润分配政策，增强现金分红稳定性、持续性和可预期性，增加现金分红频次，优化现金分红节奏，提高现金分红比例”。

政策引导下，中海油于 2025 年 1 月 22 日披露分红比例提升指引，明确 2025-2027 年全年股息支付率不低于 45%，该比例较 2022-2024 年承诺的 40%提高 5 个百分点。

表 6：国资委将市值管理纳入央企考核标准

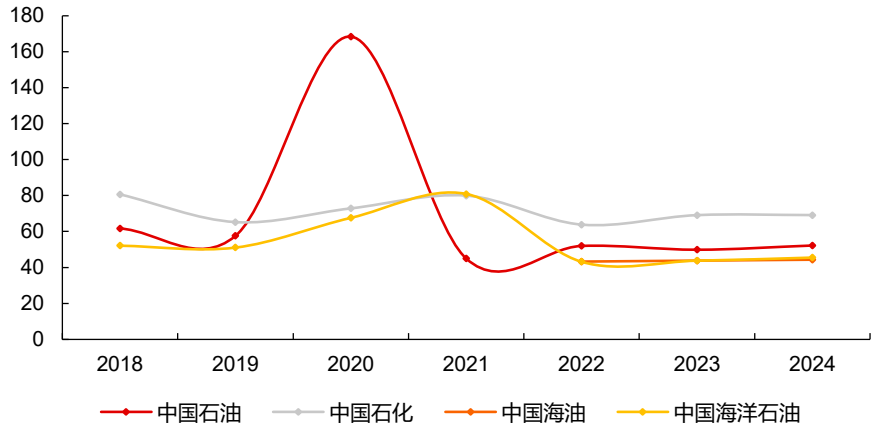
年份	指标	具体要求
2005 年 9 月 1 日	《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》	对上市公司国有控股股东进行业绩考核时，要考虑设置其控股的上市公司市值指标
2014 年 5 月 1 日	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	鼓励上市公司建立市值管理制度，鼓励市场化并购重组
2022 年 5 月 27 日	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	适时运用上市公司回购、控股股东及董事和高级管理人员增减持等手段，引导上市公司价值合理回归；鼓励符合条件的上市公司通过现金分红等多种方式优化股东回报
2024 年 1 月 24 日	市值管理成效纳入央企负责人考核	将市值管理纳入央企负责人业绩考核，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，**加大现金分红力度**，更好地回报投资者

2024 年 12 月 17 日	《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》	稳定投资者回报预期，**制定合理可持续的利润分配政策，增强现金分红稳定性、持续性和可预期性，增加现金分红频次，优化现金分红节奏，提高现金分红比例。**鼓励就利润分配预案征集投资者意见，进一步提升利润分配政策透明度。

资料来源：国资委，长江证券研究所

此外，非金融国企利润上缴有望弥补缺口，三桶油分红率有望维持高位。三桶油历史上股利分配率较为稳定，最近 3 年（2023-2025 年）中国石油、中国石化和中国海油平均分红率分别为 52.3%、71.39%和 44%。随着国企改革的不断深化，在土地财政消退的趋势下，非金融国企利润未来上缴比例或将持续提升，三桶油分红率有望维持高位。

图 53：近年来三桶油分红率维持在较高水平（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

三桶油兼具分红能力与意愿，即便油价回落，高股息率仍有望持续。2025 年中国石油、中国石化和中国海油分红率分别为 55%、76%和 45%，假设 2026 年分红率分别维持 55%、70%和 47%，若按照该股利分配率乘以 2026-2027 年盈利，计算未来股息率。

1） 若以 70 美元/桶的油价中枢进行计算，则中国石油、中国石化、中国海油、中国海洋石油 2026 年预计股息率分别为 5.30%、3.69%、4.53%和 6.21%；

2） 若以 80 美元/桶的油价中枢进行计算，则中国石油、中国石化、中国海油、中国海洋石油 2026 年预计股息率分别为 6.11%、3.69%、5.28%和 7.25%；

3） 若以 90 美元/桶的油价中枢进行计算，则中国石油、中国石化、中国海油、中国海洋石油 2026 年预计股息率分别为 6.55%、3.69%、5.97%和 8.19%。

未来随着盈利的逐步扩大，三桶油股息率仍将继续提升，且股息率在高股息板块中亦处于较高位置。**因此，我们认为油价无需悲观，三桶油仍具备较高的配置价值。**

表 7：不同油价假设下，三桶油盈利及股息率测算均处于较高位置（单位：亿元，截至 2026 年 6 月 20 日）

代码	指标	公司	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
601857.SH	总市值	中国石油	12,921	16,362	19,052	17,533	17,533
600028.SH		中国石化	6,660	8,102	7,473	5,696	5,696
600938.SH		中国海油	9,975	14,026	14,345	14,592	14,592
0883.HK		中国海洋石油	6,184	9,088	10,124	10,637	10,637
不同油价下盈利	70(美元/桶)	中国石油	1,611	1,647	1,573	1,698	1,758
		中国石化	605	503	318	300	400

		中国海油	1,379	1,379	1,221	1,405	1,438
		中国海洋石油	1,379	1,379	1,221	1,405	1,438
	80(美元/桶)	中国石油	1,611	1,640	1,573	1,960	2,019
		中国石化	605	503	318	300	400
		中国海油	1,238	1,379	1,221	1,640	1,677
		中国海洋石油	1,238	1,379	1,221	1,640	1,677
	90(美元/桶)	中国石油	1,611	1,640	1,573	2,101	2,140
		中国石化	605	503	318	300	400
		中国海油	1,238	1,379	1,221	1,854	1,894
		中国海洋石油	1,238	1,379	1,221	1,854	1,894
601857.SH	分红率	中国石油	50%	52%	55%	55%	55%
600028.SH		中国石化	69%	69%	76%	70%	70%
600938.SH		中国海油	44%	44%	45%	47%	47%
0883.HK		中国海洋石油	44%	44%	45%	47%	47%
不同油价下股息率	70(美元/桶)	中国石油	6.24%	5.26%	4.51%	5.30%	5.48%
		中国石化	6.27%	4.29%	3.23%	3.69%	4.92%
		中国海油	6.06%	4.36%	3.83%	4.53%	4.63%
		中国海洋石油	9.78%	6.73%	5.43%	6.21%	6.35%
	80(美元/桶)	中国石油	6.24%	5.24%	4.51%	6.11%	6.30%
		中国石化	6.27%	4.29%	3.23%	3.69%	4.92%
		中国海油	5.44%	4.36%	3.83%	5.28%	5.40%
		中国海洋石油	8.78%	6.73%	5.43%	7.25%	7.41%
	90(美元/桶)	中国石油	6.24%	5.24%	4.51%	6.55%	6.67%
		中国石化	6.27%	4.29%	3.23%	3.69%	4.92%
		中国海油	5.44%	4.36%	3.83%	5.97%	6.10%
		中国海洋石油	8.78%	6.73%	5.43%	8.19%	8.37%

资料来源：Wind，长江证券研究所

主线二：具备成长空间+成本优势的龙头公司

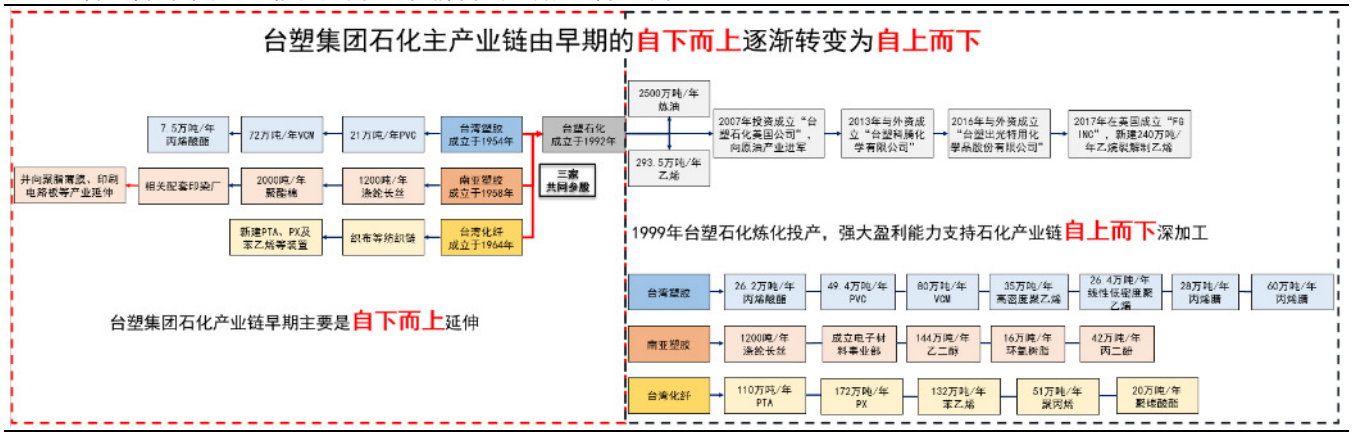
炼化：产能周期拐点将至，反内卷下静待景气复苏

至暗时刻已过，景气度有望持续复苏。由于较高的油、煤等能源价格叠加极为低迷的终端化工品需求，导致多数产品价差跌至历史最底部，回调也导致炼化企业出现较大的库存损失，2022 年下半年炼化板块业绩触及历史底部。然而，随着国内终端需求的改善，行业景气度将逐步复苏，后续炼化企业盈利能力将回归正常水平。

民营大炼化在初步实现纵向一体化做大后，逐步进入横向扩张做强阶段。基于我们前期深度报告《从石化龙头台塑的崛起，看民营炼化成长的蓝海》、《大炼化系列报告（八）：民营大炼化投产，好戏才刚刚开始》及《恒力石化：未来国际龙头公司的成长奥义——优质龙头深度复盘系列》的分析，民营大炼化板块与台塑集团石化产业链早期发展路径较为相似，大体为两步走战略：纵向一体化做大，横向扩张做强。随着新建大炼化项目的陆续投产，基本实现纵向一体化目标，并初步具备与国际龙头公司对标的实力。然而

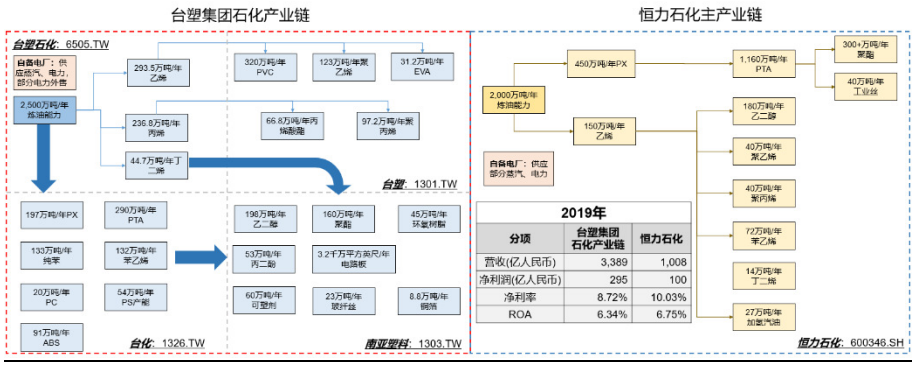
其营收和业绩等总量指标却大幅低于台塑集团石化产业链，说明仅有纵向一体化仍是不足的，公司存在产品较为大宗与集中、下游加工深度远远不够等问题，而这些问题只能通过横向扩张来实现。随着大炼化项目的先后投产，**民营大炼化各公司仍有众多下游深加工项目在持续推进，故可以预见板块内有望出现数家国际龙头公司，长期看板块依然有非常不错的投资收益。**

图 54：台塑集团石化产业链的发展路径由早期自下而上转变为自上而下



资料来源：台塑集团公司公告，长江证券研究所

图 55：台塑集团石化产业链与恒力石化产业链对比图(仅列出主要产品)

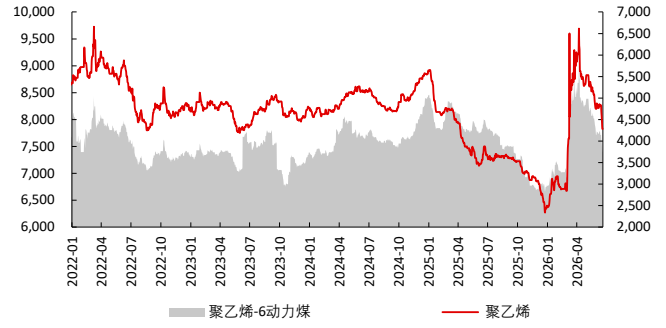


资料来源：台塑集团，恒力石化公司公告，长江证券研究所

煤化工：高景气度持续，宝丰能源优势显著

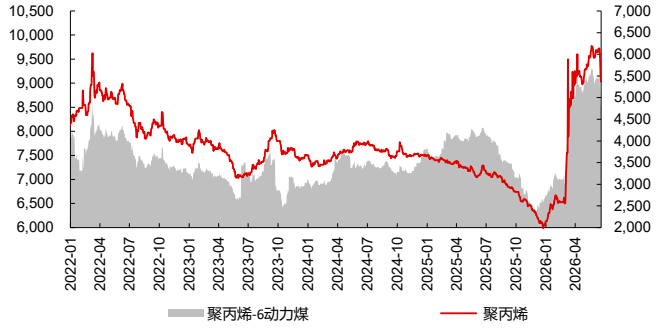
煤制烯烃较油头路线具备超额收益。基于我们前期深度报告《宝丰能源系列报告(四)：新疆煤化工熠熠生辉，聚烯烃龙头扬帆远航》的分析，在经济平稳运行的背景下，聚烯烃需求增速维持在 GDP 增速水平，而供应端却面临显著的放量，2021 年来聚烯烃行业盈利水平显著下滑，部分工艺自 2022 年来盈利水平持续被压制在较低水平。但我们关注到其中煤制烯烃具备更强的抗周期波动风险，特别是在本轮原油冲击中煤制烯烃企业充分受益，同时展现能源保供重要性。

图 56：聚乙烯价格价差变化（单位：元/吨，价差右坐标轴）



资料来源：卓创资讯，Wind 等，长江证券研究所

图 57：聚丙烯价格价差变化（单位：元/吨，价差右坐标轴）



资料来源：卓创资讯，Wind 等，长江证券研究所

宝丰能源全产业链布局，发展动能充足。宝丰能源成立于 2005 年，发展初期主要业务集中在炼焦行业，后逐步打通煤化工全产业链，并向高端新材料领域进军。2019 年宁东二期项目投产，自此煤制烯烃发展不断加速。伴随 2024 年底内蒙项目的投产，宝丰能源煤制烯烃产能达 520 万吨，进一步产能实现翻倍的历史性跨越。2026 年下半年宁东四期预计投产 70 万吨煤制烯烃产能；此外，宝丰能源目前已成立新疆宝丰，负责新疆煤制烯烃项目的前期规划与推进，公司发展动能充足。

对成本差异进行简单拆分，宝丰能源的成本优势与折旧、单耗、人工等多因素有关，即通过高效投资、先进工艺与一体化布局等方式实现行业内领先成本。公司持续拓宽成本护城河，无惧行业周期波动风险。

气化工：乙烷价格中枢回落，乙烷裂解盈利性较好

乙烷价格中枢显著回落，乙烷裂解装置盈利性显著。随着天然气价格中枢回落，乙烷价格中枢从高位回落，对乙烷裂解装置而言，成本压力显著减轻。展望未来，乙烷价格中枢将受供给放量及终端燃料需求弱化而回落，叠加乙烯供需格局有所改善，产能增速有所放缓，乙烷裂解装置盈利中枢将恢复至正常水平。

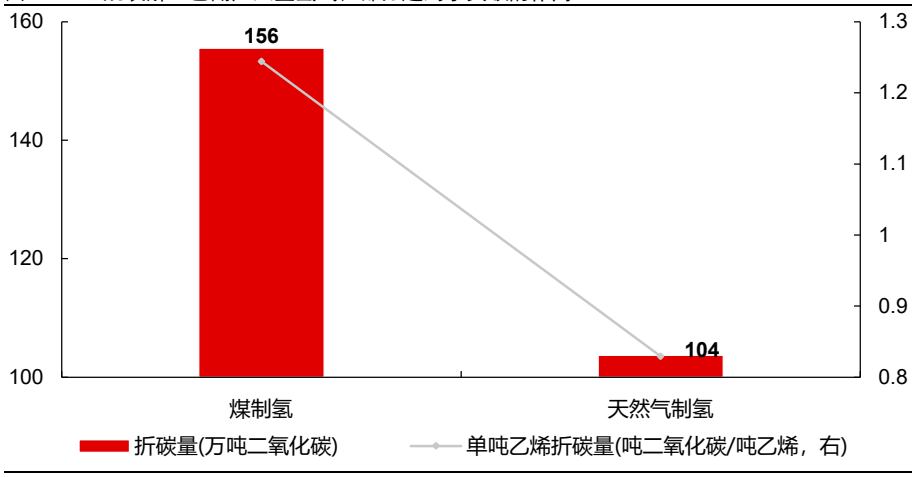
图 58：随着乙烷价格中枢的不断回落，卫星化学乙烷裂解项目的盈利有所改善



资料来源：Wind，Bloomberg 等，长江证券研究所

乙烷裂解项目在五重优势下将会对传统石化行业进行成本曲线破坏性重构。基于我们前期深度报告《C2&C3 系列报告九：乙烷裂解——制造业终极梦想，永恒的赛道》的分析，乙烷裂解工艺路线作为原油路线的补充，拥有五重优势：**1）美国乙烷资源的长期大量过剩致使乙烷价格严重低估，乙烷裂解拥有非常明显的原材料成本优势；2）美页岩油气革命之后，乙烷资源严重过剩与其港口码头出口能力的不匹配成为制约其价格低估的又一核心因素，率先拥有管道及码头等优质稀缺资源且拥有配套运输船队的公司，将会拥有乙烷裂解的先发优势，而后来进入者都将因受限于乙烷资源贸易制约而不得不推迟乙烷裂解的项目进度，这也将确保率先进入的公司优先并持续享受优质低价乙烷资源带来的超额收益，即：供给反身性限制需求的模式；3）乙烷裂解拥有乙烯收率高、投资强度低及加工流程短的特点，其加工成本也大幅低于传统原油路线及煤制烯烃路线，并且在国内生产的完全成本与原材料所在地的美国处于同一水平，在全球乙烯生产成本曲线中拥有很大的领先优势；4）虽然美国乙烷资源过剩较多，但先到者先得，资源先天拥有排他性，已进入者快速成长的同时对行业后进者形成了进一步的资源制约；5）在碳中和大背景下，极其优秀的负碳功能是乙烷裂解成长的基础。**

图 59：乙烷裂解工艺副产大量氢气，部分起到了负碳的作用



资料来源：《碳中和目标下制氢关键技术进展及发展前景综述》李建林等，长江证券研究所

综上，预计在本轮周期触底反弹周期中，C2&C3 产业链中拥有乙烷裂解制乙烯产业链的公司将会充分享受成本曲线带来的成本优势+成长+周期弹性带来的业绩提升，也是本轮周期上行中需重点关注的子板块。

主线三：拥有成长性的优质能源公司

首华燃气：快速放量的煤层气生产商

公司天然气资源储量丰富，煤层气开发潜力与空间大。2024-2025 年石楼西区块新增探明煤层气储量 887 亿方，天然气储量充足，为公司未来长期发展奠定了充足的资源基础。2025 年，公司基于新增煤层气探明地质储量编制开发方案，总体设计规模 13 亿方，截至 2024 年末公司在国家能源局备案的年开发量共 22 亿方/年，2024 年公司天然气产量仅 4.69 亿方，2025 年产量爬坡至 9.3 亿方，未来开发空间仍然很大。

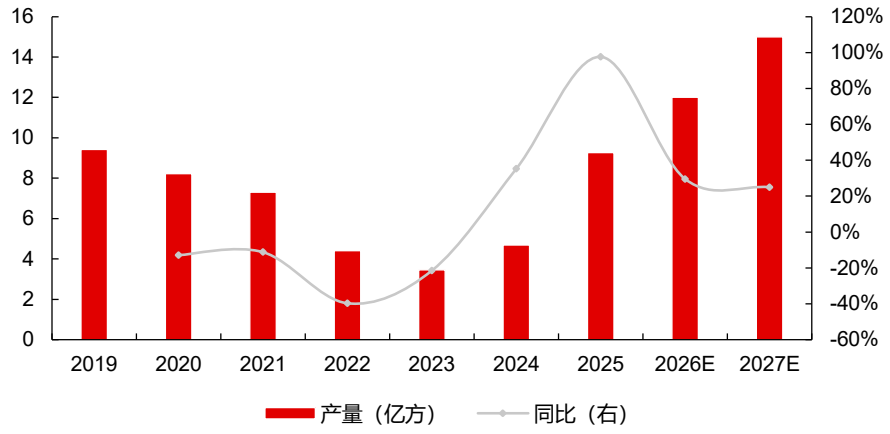
表 8：石楼西各区块信息统计（储量、产量单位：亿方）

石楼西区块		中石油煤分成比例	公司分成比例	备案批复时间	面积（万方）	天然气储量	技术可开采储量	经济可采储量	备案产量
致密气	永和 18 井区	24%	76%	2014-06	114	157	77	46	12
	永和 45 井区			2017-06	468	635	302	211	
	永和 30 井区	13%	87%	2016-03	346	484	231	186	10
	合计				928	**1276**	**610**	**443**	**22**
煤层气	永和 45 - 34 井区	12%	88%	2024-04	231	682	341	265	13
	永和 45 - 34 井区西区			2025-03	70	206	103	77	
	合计				300	**887**	**444**	**342**	**13**
总计						**2163**	**1054**	**785**	**35**

资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司加快煤层气开发进度，天然气产量快速放量。2024 年石楼西区块完钻 35 口深层煤层气水平井，新投产 22 口深层煤层气水平井；2025 年上半年石楼西区块完钻 31 口深层煤层气水平井，投产 11 口。2025 年上半年，公司天然气产量 4.23 亿立方米，较上年同期增长 116%，全年天然气产量超 9 亿方，同比增长 98%。2026 年预计产量进一步增长 30%左右至 12 亿方。

图 60：2025-2026 年首华燃气天然气产量将迎来快速放量



资料来源：公司公告，iFinD，长江证券研究所

中曼石油：高成长民营油气生产商

始于装备制造，久于油气服务，成于油气勘探开发。基于我们前期深度报告《始于油服，久于油气，成于“一带一路”——民营油气田勘探开发商崛起》的分析，公司成立于 2003 年，初始主营业务为钻机等设备制造，随后以钻井工程分包商的身份进入国际市场，逐步摸索并形成了以钻井工程为主线，以钻机装备制造为支撑的业务布局，是一家专注于石油、天然气领域的国际知名综合性油气公司。2017 年 11 月，公司在上交所成功登陆 A 股资本市场，上市以来，公司积极向油气上游拓展，2018 年公司获得新疆温宿区块油

气探矿权，目前已成功实现向油气资源型企业的战略转型。目前，公司形成了从“油气勘探开发→原油销售→工程服务→油气高端装备制造”涵盖上下游的完整产业链。

图 61：中曼石油发展历史



资料来源：中曼石油公司公告，公司官网，Wind 等，长江证券研究所

海内外油田共布局，在手油气资源丰富。截至 2023 年 12 月 31 日，公司拥有温宿油田、坚戈油田、岸边油田三大油田权益，共探明石油地质储量[2]13,127 万吨。国内主产油区温宿油田温 7 区块现有探明石油储量 3,011 万吨，另外柯柯牙油田开发潜力较大，初步探明石油储量 1,092 万吨，增产空间较大。海外，坚戈油田探明地质储量 6,544 万吨，岸边项目经评估地质储量 2,480 万吨；2023 年公司完成岸边油田扩边工作，储量有望进一步增长。此外，公司着手布局远期储量，已于 2023 年获得伊拉克油气开采资质，为公司高成长提供持续助力。

表 9：公司海内外油田油气资源探明储量（截至 2023 年 12 月 31 日）

油田名称			资源类别	探明地质储量	经济可采储量
国内油田	温宿油田	温 7 区块	石油（万吨）	3,011	551
			天然气（亿立方米）	4.49	2.64
		柯柯牙油田 F1 断裂带上盘	石油（万吨）	1,092	/
海外油田	哈萨克斯坦坚戈油田		石油（万吨）	6,544	595
			天然气（亿立方米）	218	/
	哈萨克斯坦岸边油田		石油（万吨）	2,480	593

资料来源：中曼石油公司公告，长江证券研究所

[2] 部分区块统计口径有所差异。

风险提示

1、国际油价大幅下滑：油价大幅下滑将导致公司原料及产品出现大幅跌价损失，此外也将导致公司实际价差缩减明显，公司业绩将显著承压。

2、海外需求大幅下滑：海外需求不及预期将导致产品供需结构有所恶化，价差大幅下滑，公司业绩显著承压。

3、经济修复不及预期：石化行业与经济发展相关，若市场经济不及预期，企业自身发展将会受影响。

4、企业新建项目进度不及预期：受宏观、政策、行业景气度及公司等影响，若新建项目不及预期，企业成长性将会受影响。



投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。