仅供内部参考，请勿外传

信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

美以伊战争搅动下石化行业景气周期演进的新格局与新路径

——炼化篇·路径往复

2026 年 8 月 27 日

仅供内部参考，请勿外传

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（深度）

石油石化行业

投资评级 看好

上次评级 看好

刘红光 石化行业首席分析师
执业编号：S1500525060002
邮箱：liuhongguang@cindasc.com

刘奕麟 石化行业分析师
执业编号：S1500524040001
邮箱：liuyilin@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编：100031

美以伊战争搅动下石化行业景气周期演进的新格局与新路径

——炼化篇·路径往复

2026 年 8 月 27 日

本期内容提要：

- **本研究构建了“油价×供需”主导的四象限景气周期演进模型，炼化产业不同环节景气周期演进路径一致、节奏稍有错位。**该模型以油价为横轴、供需格局为纵轴，将行业运行周期划分为四个典型阶段：Ⅰ象限为增长-过热期，对应石化行业高油价、紧供需阶段；Ⅱ象限为修复-增长期，对应石化行业低油价、紧供需阶段；Ⅲ象限为磨底期，对应石化行业低油价、弱供需阶段；Ⅳ象限为滞涨期，对应石化行业高油价、弱供需阶段。景气周期变化路径沿着Ⅳ-Ⅲ-Ⅱ-Ⅰ四个象限循环演进。在此框架下，炼油、烯烃、芳烃三大板块呈现出差异化的盈利特征与定位。炼油板块呈“中高位偏好”，布伦特 80 美元/桶左右是裂解价差峰值优势区，油价过低往往宏观经济传导下需求疲软、过高则抑制终端消费，因此在Ⅰ象限（高油价+紧供需）表现最为强势。烯烃与油价显著负相关，40-80 美元为舒适区，突破 80 美元后成本传导受阻、盈利被压缩，故在Ⅱ象限（低油价+紧供需）享有显著的成本红利，而在Ⅳ象限（高油价+供需弱）则成为高烯烃收率化工型炼厂的较差景气场景。芳烃抗油价波动能力最强，对接聚酯纺服刚性需求，在 40-100 美元区间均能维持中景气，其与炼油板块类似，均在Ⅰ象限依托偏紧供需格局实现稳健盈利。综合三大板块表现可见，虽然各环节在单一象限内的强弱有别，但整体行业的周期演进路径统一。具体而言，行业景气沿Ⅳ（高成本弱需求承压）→Ⅲ（供需走弱探底）→Ⅱ（成本红利及供需格局改善启动）→Ⅰ（供需紧平衡兑现盈利）→Ⅳ……的路径循环往复。这一Ⅳ-Ⅲ-Ⅱ-Ⅰ的演进规律，既印证了各板块在周期波动中的内在联动性，也解释了不同环节在节奏上的细微错位。

- **俄乌冲突转入长期化后、美以伊战争爆发前，炼化行业景气周期演进从象限Ⅳ的滞涨期进入象限Ⅲ的磨底阶段，后续有望逐步向象限Ⅱ的复苏-增长期逐步演进。油价层面，**布伦特油价在俄乌冲突刺激下 2022 年冲高至 120 美元/桶高位，但后续受全球加息应对通胀、俄乌冲突转为长期化、OPEC+减产逐步退出、疫后经济复苏缓慢等影响逐步震荡回落，到 2025 年底的美以伊战前已跌破 60 美元/桶，行业正从“高成本消化期”切向“成本边际改善期”。**需求方面，**炼化行业呈现“总量承压、结构分化”特征，成品油受新能源车替代影响已达峰回落；化工品需求则显著分化，烯烃端受地产新开工持续大幅下滑拖累，叠加社零数据修复偏弱，聚烯烃下游开工率中枢长期低于 2023 年水平，仅包装等刚需提供底部支撑；芳烃端依托聚酯-纺服链条展现较强韧性，开工率维持高位。**供给方面，**行业迈入“存量消化、增量受限”的平稳换挡期，国内炼油产能达 9.62 亿吨后增速显著回落，粗放扩产告终；烯

烃虽存量充裕，但 2023 年后产能增速明显放缓，竞争焦点由“规模”转向“效益”；芳烃供给约束最强，受新增炼化项目稀缺制约，PX 在 2024-2025 年近乎“零增长”，纯苯增速亦持续下滑。整体而言，芳烃供需格局相对偏紧，而烯烃与炼油仍需时间消化存量，行业“减油增化”与供给侧优化持续推进，供需偏向弱复苏态势。总体来看，在油价中枢回落、供需偏弱背景下，美以伊战前炼化行业周期演进已经由象限 IV 的滞涨期进入了象限 III 的磨底阶段。

- **美以伊战争爆发对炼化景气周期演进路径构成逆向扰动，景气阶段从象限 III 的磨底期阶段性退回象限 IV 的滞涨期，后续将重新沿着象限 IV-III-II-I 的路径演进，但这一逆向扰动在拉长象限 III 磨底期的同时、亦将有望增强未来景气反转后象限 II 复苏-增长期的景气程度。中短期逆向扰动：油价层面**，2026 年 2 月美以伊战争爆发以来，油价出现大幅上行并再度冲高至 100 美元/桶以上水平，尽管形势有所反复，当前仍处高位水平。**供需层面**，超高水平油价和库存紧张等因素对全球需求产生抑制，供给端则由于军事影响或原料紧缺，中东、亚太等地区装置也出现减产、停产乃至部分产能的彻底出清，炼化行业景气周期演进阶段从象限 III 的“低油价+弱供需”磨底期退回象限 IV 的“高油价+弱供需”滞涨期。**中长期景气正向回归及景气度的潜在加强：油价层面**，在我们同系列的石油篇报告中，对于中短期的战争结束路径做了探讨，同时对于中长期油价，我们提出由于阿联酋的退出、其他成员国的潜在不稳定性、南美产量的持续增长等导致的 OPEC+边际供给主导权的大幅削弱，以及战争爆发以来 OPEC+快速恢复的生产配额与实际持续走低的产量间的巨大剪刀差，使得中长期油价存在巨大隐忧。**供需层面**，本次逆向扰动将显著加剧产能出清力度，一方面短期内炼化装置的全球性降负时间长于预期，我们预计中东受损炼能装置全面满产或延至 2027 年一季度，进入“产能疤痕期”，欧洲、亚太炼厂由于原料短缺导致的降负随着战争反复将进一步延长，国内地炼“敏感油”获取难度加大与成本抬升，尽管短期有开工率要求，但降负的内在需求始终存在。另一方面更为重要和具长期影响的是，随着委内瑞拉油的出口受美国影响、伊朗油的敏感性可能在战后消失、俄油缺乏竞争性敏感油种而贴水消退等，地炼赖以生存的敏感油及成本贴水将大幅减少，产能生存难度大大增加，落后产能出清将在政策和市场双重引导下进一步加速，行业将确定性迈向“供需重构+结构分化”的新局面，从而使得行业景气周期未来从象限 III 的磨底期演进到象限 II 的修复-增长期时，景气程度相比于逆向扰动前的原路径得到进一步增强。

- **投资建议：**我们认为，当前来看，长期行业基本面有望持续改善，同时供给端三股力量合力指向先进产能集中度提升，民营大炼化优势有望持续增强：一是发改委 10 亿吨一次炼油产能红线约束，2025 年已达 9.62 亿吨，2026-2030 年预计仅新增约 4500 万吨，且集中在大型一体化基地，无新增独立炼厂；二是过去伊朗/俄/委非主流油贴水美元/桶构成地炼生存红利，美以伊战争后敏感油贴水明显减少，叠加美国制裁影响、美元结算通道限制，中小地炼生存空间被削；三是行业减油增化跃迁有望进一步加深，行业由“规模扩”切向“存量竞争+高附加值”局面。**我们重点推荐行业炼化一体化竞争龙头荣盛石化（002493.SZ）、**

仅供内部参考，请勿外传

恒力石化（600346.SH）、恒逸石化（000703.SZ），建议关注东方盛虹（000301.SZ）。同时推荐竞争格局日益优化的长丝龙头企业桐昆股份（601233.SH）、新凤鸣（603225.SH）。

- **风险因素：**1、炼化下游需求修复不及预期风险；2、落后产能出清偏缓风险；3、原油价格大幅波动风险；4、化工品产能超预期投放风险；5、美联储大幅加息导致需求抑制风险；6、中东受损产能修复过快导致供给大幅增量风险。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

一、油价 VS 供需基本面，炼化行业景气周期演进规律 7
1.1 油价及供需主导的四象限景气周期模型 7
1.2 炼化行业细分板块景气异质性与象限映射 8
二、美以伊战前的炼化行业景气周期定位 11
三、美以伊战争对景气周期演进的逆向扰动及中长期影响 13
3.1 逆向扰动：战争推动油价上行、抑制供需，炼化行业景气度由磨底期退回滞涨期 13
3.2 正向回归：油价中长期存隐忧、供给出清进一步加速，周期反转时景气程度或因近期逆转扰动而增强 15
投资建议 23
风险因素 23

表 目 录

表 1：海外化工装置关停情况 19
表 2：近年来重要炼化产能相关政策及主要内容 20

图 目 录

图 1：油价和供需主导的四象限景气周期模型总体框架 7
图 2：2016-2025 年炼油裂解价差景气度与油价的关系（美元/桶） 8
图 3：2016-2025 年烯烃裂解价差景气度与油价的关系（美元/桶，元/吨） 9
图 4：2013-2025 年国内新增烯烃产能（万吨） 9
图 5：2016-2025 年芳烃裂解价差景气度与油价的关系（美元/桶，元/吨） 10
图 6：炼化三大板块在油价和供需主导的四象限景气周期模型中的映射关系 10
图 7：2020-2025 年布伦特油价变化趋势（美元/桶） 11
图 8：2015-2025 年中国成品油消费量及同比增长（万吨） 11
图 9：2015-2026.6 中国房屋新开工面积与社零累计同比 11
图 10：2023-2026.06 中国聚烯烃下游板块开工率 12
图 11：2020-2026.7 中国 CPI 当月同比 12
图 12：2015-2025 年中国一次炼油产能结构及同比增速（右，%） 12
图 13：2015-2025 年国内聚烯烃产能及同比增长（万吨，%） 13
图 14：2020-2025 年国内芳烃产能及同比增速（万吨，%） 13
图 15：美以伊战争前后布伦特油价变化趋势及关键节点 13
图 16：2026.7 全球原油年度需求预测同比增量（万桶/日） 14
图 17：2026.7 三机构对全球原油季度需求预测同比（万桶/日） 14
图 18：东北亚、南亚、东亚及中东部分国家炼厂进料量（千吨） 14
图 19：2025 年部分炼油副产物进口量、消费量及进口依赖度（万吨，%） 15
图 20：2025-2026.6 部分炼油副产物产品价格变化（元/吨） 15
图 21：2015-2026.6 中国山东地炼常减压开工率（%） 15
图 22：OPEC 目标与实际产量走势（万桶/天）（不含阿联酋） 16
图 23：其他 OPEC+目标与实际产量走势（万桶/天） 16
图 24：阿联酋产能与产量走势（万桶/天） 17
图 25：截至 6 月 OPEC+成员国闲置产能（万桶/天） 17
图 26：IEA 对已启动的上游项目统计（千桶/日） 17
图 27：全球深水石油供应同比净增幅，按国家划分（千桶/日） 17
图 28：2025-2026.6 美国 CPI、核心 PCE 和布伦特油价变化（%，美元/桶） 18
图 29：2025-2026.5 美国失业率数据变化（%） 18
图 30：2026.1-2026.6 美国国债收益率及布伦特油价（%） 18

仅供内部参考，请勿外传

图 31：美以伊战争后中东区域受损产能恢复情况 19
图 32：2026-2030 年国内新增炼油化工产能情况 20
图 33：2025-2026.6 不同贴水条件下地炼综合毛利测算（美元/桶） 21
图 34：受美制裁的地炼及民营炼化 21
图 35：美以伊战争对炼化行业景气象限变化的推演 22

仅供内部参考，请勿外传

一、油价 VS 供需基本面，炼化行业景气周期演进规律

1.1 油价及供需主导的四象限景气周期模型

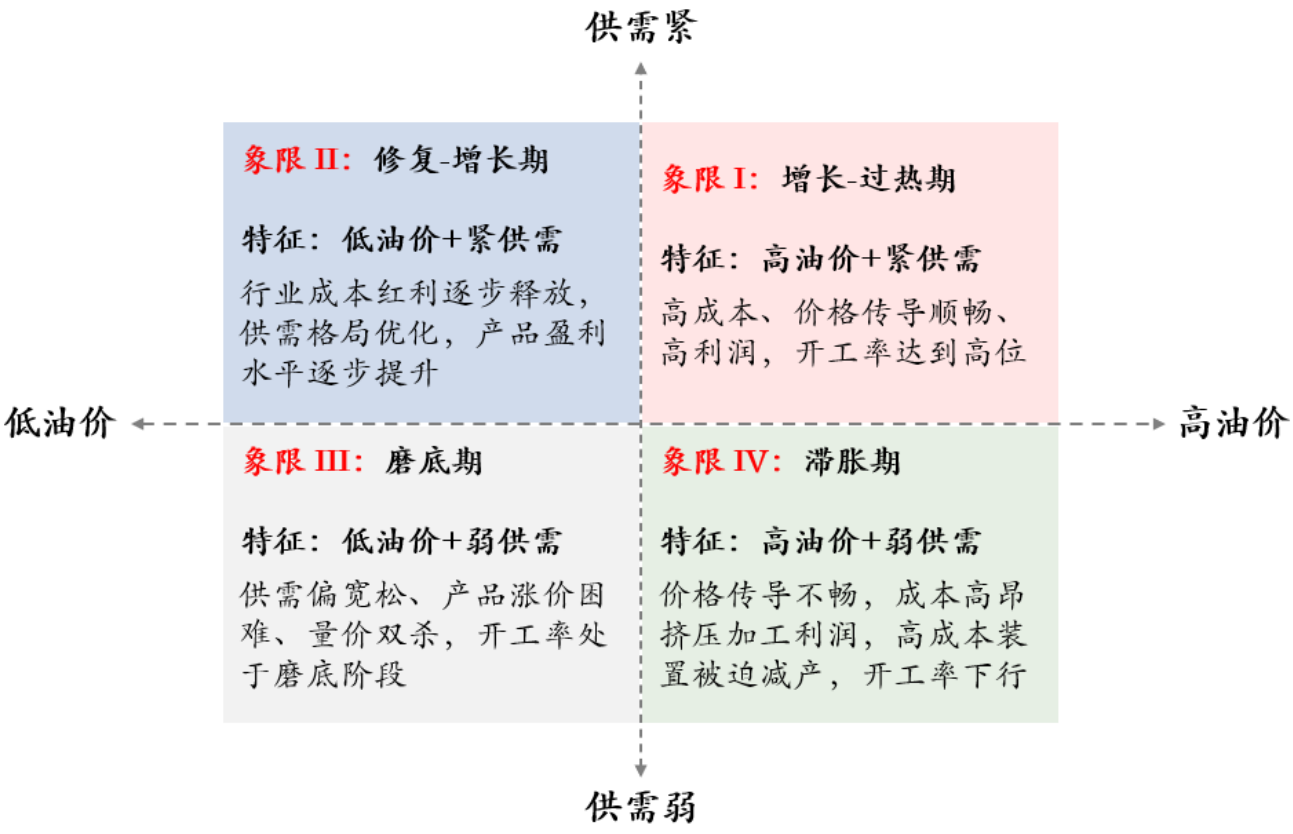
为系统性刻画炼化行业景气度的运行规律，本研究构建了以“油价×供需”为核心的四象限景气周期演进模型。该模型以油价水平为横轴（向右代表高油价），以供需格局为纵轴（向上代表紧供需），将行业运行环境划分为四个典型阶段，分别对应景气周期的不同特征。

具体来看：

- **象限 I（增长-过热期）：**处于“高油价+紧供需”环境。此阶段成本虽高，但需求强劲足以支撑价格顺畅传导，行业享受量价齐升，开工率达到高位，景气度处于峰值甚至出现过热。
- **象限 II（修复-增长期）：**处于“低油价+紧供需”环境。低油价带来显著的成本红利，叠加需求端持续修复，行业盈利触底反弹，开工率随之回升，是顺周期布局的理想阶段。
- **象限 III（磨底期）：**处于“低油价+弱供需”环境。尽管成本端压力缓解，但需求疲弱主导市场，低油价在一定程度上受经济大周期处于相对疲软阶段影响，这也导致产品涨价困难，行业陷入“双杀”困境，景气度处于磨底阶段。
- **象限 IV（滞胀期）：**处于“高油价+弱供需”环境。高昂的原料成本无法向下游完全有效传导，严重挤压加工利润，高成本装置被迫减产，行业在“高成本、弱需求”中承压前行。

在实际运行中，炼化产业的景气周期沿着“IV（滞胀）- III（衰退）- II（修复）- I（过热）”的路径循环演进。不同细分环节（如炼油、烯烃、芳烃）虽在同一象限内的盈利强弱存在差异，但整体周期的起落节奏相对一致。

图 1：油价和供需主导的四象限景气周期模型总体框架



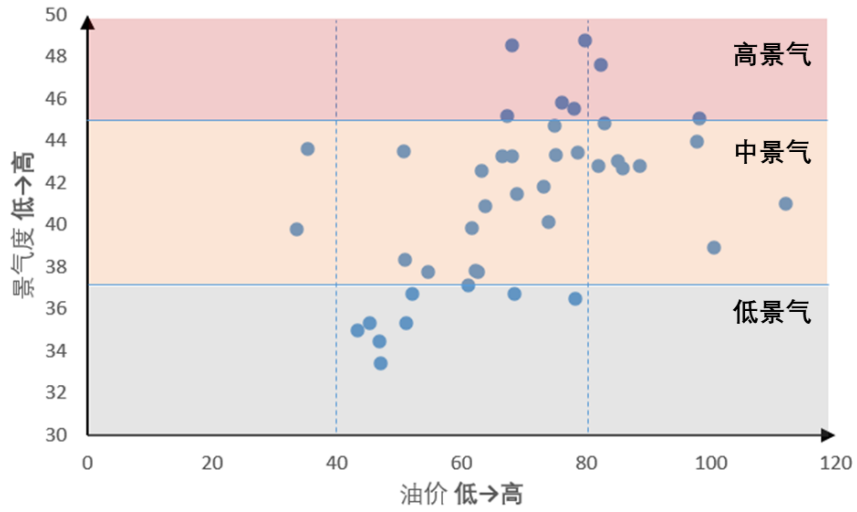
资料来源：信达证券研发中心

1.2 炼化行业细分板块景气异质性与象限映射

我们以炼化行业核心板块炼油、烯烃、芳烃作为研究对象，选取季度平均油价、平均裂解价差作为样本点，并根据 25%以下价差分位、25-75%价差分位、75%以上价差分位将景气度分别划分为高、中、低三类，分析 2016-2025 年以来不同油价和裂解景气度分布，分别考虑这三类板块对应产品的裂解价差。基于上述方法论，我们将三大板块的盈利表现映射至“油价×供需”坐标系中，从而界定其在四象限景气周期模型中的差异化定位。

炼油行业：炼油板块的盈利重心天然落在第 I 象限（高油价+紧供需），对油价中枢敏感，在成本传导顺畅的“中高位”区间有望兑现最优景气。成品油供需和景气程度与原油价格间存在内生关系，高油价会抑制终端成品油消费需求，油价太低则面临库存减值风险及宏观经济疲软背景下的需求不足风险。从历史裂解价差来看，炼油行业的盈利弹性并非随油价上涨而线性放大，而是呈现出显著的“中高位偏好”特征。基于 2016-2025 年季度数据的实证表明，当国际油价中枢维持在 80 美元/桶左右的中高位区间时，炼油行业的裂解价差达到峰值，行业景气度最高。这一区间平衡了成本传导与终端消费抑制之间的博弈，是炼化利润释放的“甜蜜点”。但需要注意的是，这一规律在海外市场体现更为明显，国内由于汽柴油定价机制影响，油价过高时存在天花板保护机制，油价过高时产品价格传导将出现明显折扣，从而对景气程度产生影响。

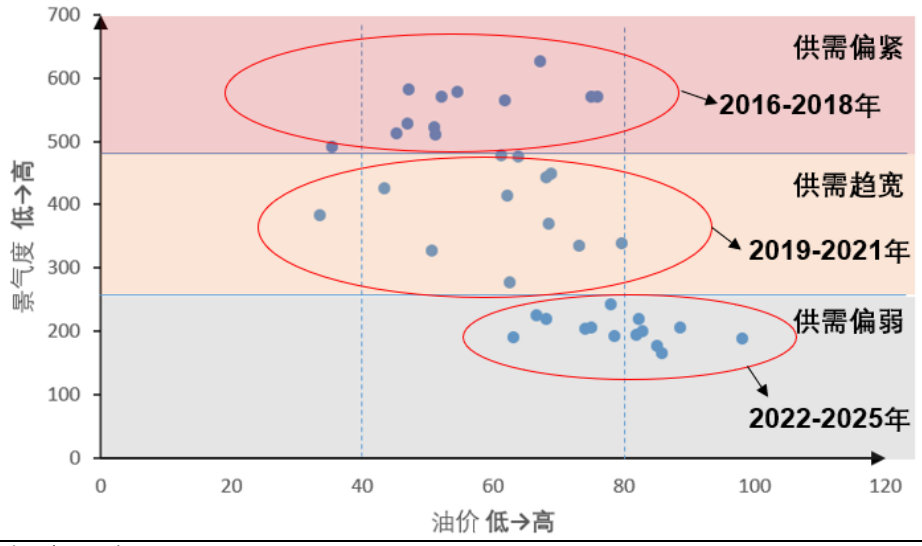
图 2：2016-2025 年炼油裂解价差景气度与油价的关系（美元/桶）



资料来源：万得，信达证券研发中心

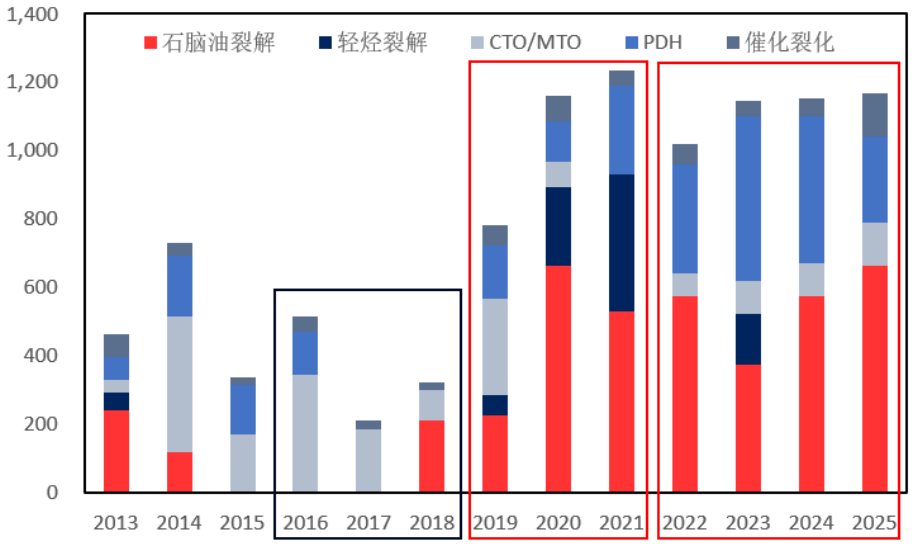
烯烃板块：烯烃板块呈现显著的“低成本偏好”，其盈利韧性高度依赖于油价位于 40-80 美元/桶的“舒适区”，这决定了其在第 II 象限（低油价+紧供需）具备最强的成本红利，而在第 IV 象限（高油价+弱供需）则面临最大的盈利挤压风险。从供需角度看，2016-2018 年供给侧产能释放节奏适中，供需整体偏紧；2019-2021 年由于国内民营大炼化持续上马，烯烃产能增速大幅提升，供需逐步趋于宽松；2022-2025 年烯烃产能增量仍保持高位，供需格局偏弱。从成本角度看，与炼油行业偏好“中高位油价”不同，烯烃行业对高油价表现出较强的敏感性。烯烃下游以塑料制品为主，广泛应用于包装、建筑、汽车等领域，当油价高企导致烯烃价格上涨时，下游企业要么通过“减产/停产”应对成本压力，要么将成本转嫁给终端消费者，最终抑制市场需求。基于 2016-2025 年数据的分析显示，烯烃裂解价差与油价呈现显著的负相关特征：当油价处于 40-80 美元/桶的“中段舒适区”时，行业景气度、价格传导顺畅程度整体由市场供需格局决定；而油价突破 80 美元/桶的阈值，进入高价位区间，会导致油头路线的烯烃产品生产成本激增，而下游需求对价格敏感，特别在供需表现偏弱背景下，其成本传导受阻，行业盈利空间被大幅压缩，行业景气度迅速滑落至低位。

图 3：2016-2025 年烯烃裂解价差景气度与油价的关系（美元/桶，元/吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

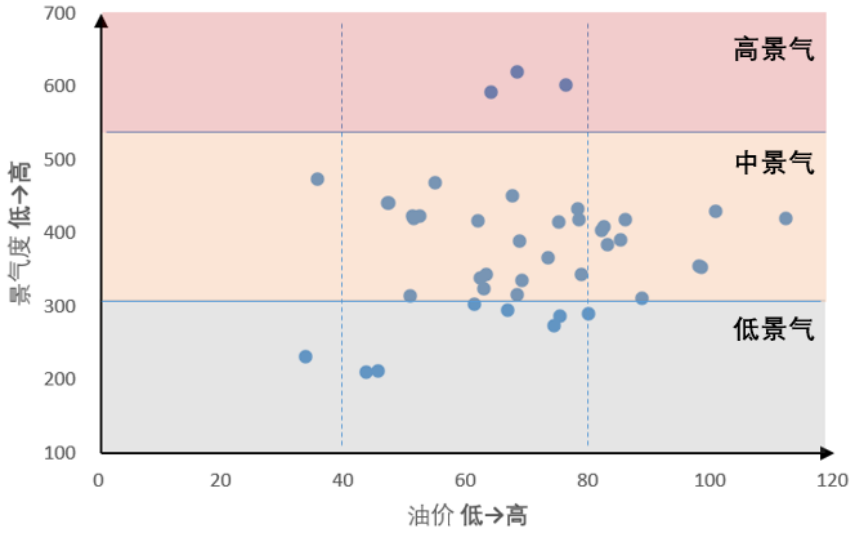
图 4：2013-2025 年国内新增烯烃产能（万吨）



资料来源：中国化信，信达证券研发中心

芳烃板块：芳烃板块凭借下游需求的刚性支撑，抗波动能力较强，使其能够在 I、II 象限（无论油价高低，只要供需偏紧）均能维持稳定的中高景气，成为炼化周期中穿越力较强的品种。相较于炼油与烯烃行业对油价涨跌的剧烈敏感，芳烃行业展现出显著的抗油价波动属性。根据我们的测算数据显示，无论是在 40-80 美元/桶美金的中位油价区间，还是在 80-100 美元/桶美金的较高位区间，芳烃行业的景气度始终维持在“中景气”及以上的较优水平。这一特性主要得益于其下游紧密对接聚酯、纺织服装等刚性消费领域，具备较强的成本传导能力，同时也得益于部分芳烃产品可根据市场情况参与调油而进入成品油领域，具有更强的产能和市场灵活性。由于近年来国内芳烃供给从“紧缺”转为“紧平衡”，其景气度短期内可能受开工率、终端需求、油价变化略有波动，但总体盈利和景气区间在不同油价背景下较为集中，使其能维持较好的价差空间和盈利稳定性。

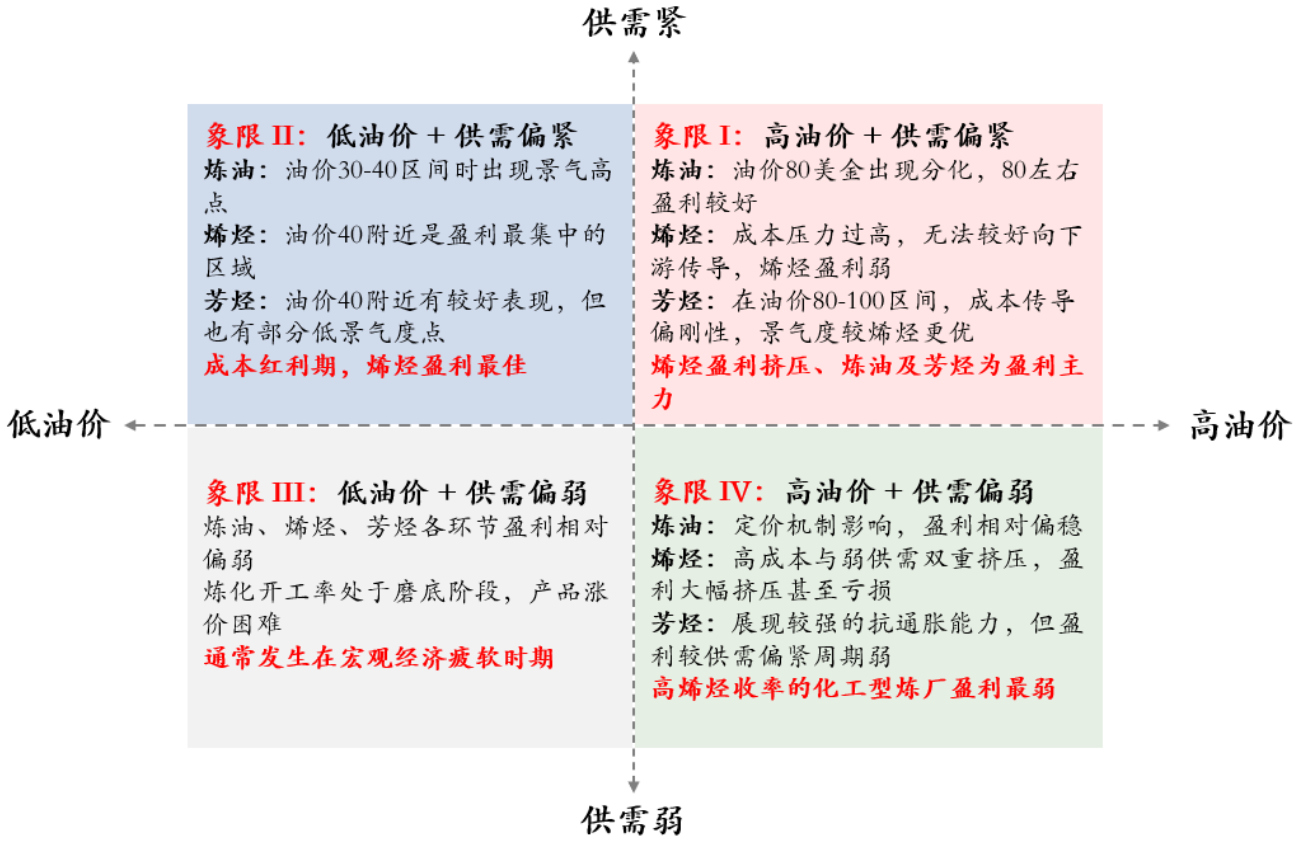
图 5：2016-2025 年芳烃裂解价差景气度与油价的关系（美元/桶，元/吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

基于前文对炼油、烯烃、芳烃三大板块盈利特征的拆解，我们将三大板块的景气特征在四象限景气周期模型中进行映射。炼油板块景气度主要受油价影响，油价高位或较低时（国内定价机制保护作用）盈利表现较好；烯烃是“低油价受益品种”，对油价敏感度最高，且伴随供需格局变化，其成本红利的盈利特征更凸显；芳烃板块需求刚性强且产品路线灵活性强，价格传导效果较好，盈利具备一定穿越周期属性。

图 6：炼化三大板块在油价和供需主导的四象限景气周期模型中的映射关系



资料来源：万得，信达证券研发中心

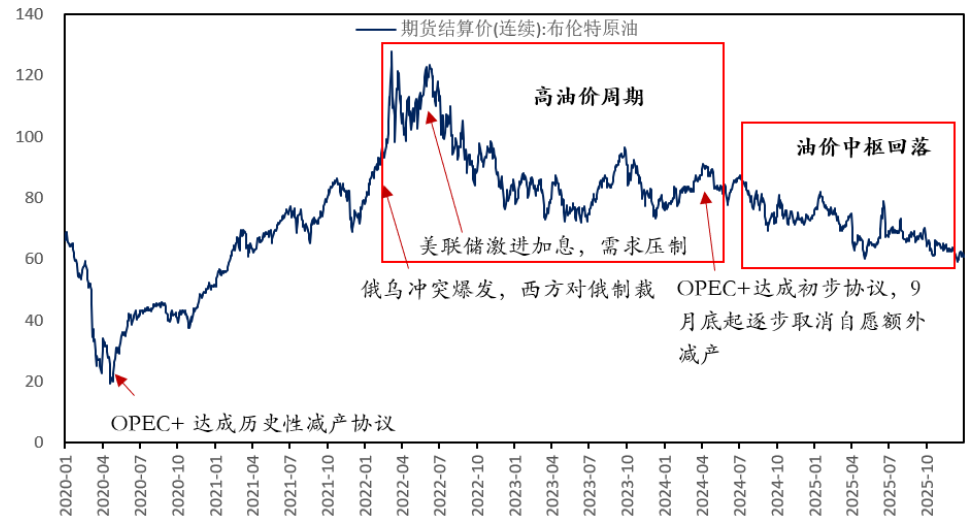
仅供内部参考，请勿外传

二、美以伊战前的炼化行业景气周期定位

从油价和供需主导的四象限模型来看，俄乌冲突转入长期化后、美以伊战争爆发前，炼化行业景气周期演进从象限 IV 的滞涨期进入象限 III 的磨底阶段，后续有望向象限 II 的修复-增长期逐步演进。

油价层面，2020 年初疫情短暂冲击后油价出现 V 型反转，随后中枢逐渐上移，随着俄乌冲突爆发，布伦特油价在 2022 年冲高至 120 美元高位，且疫情相关化工品需求强劲、疫后报复性出行等支撑需求保持较好水平。但后续受全球加息应对通胀、俄乌冲突转为长期化、OPEC+减产逐步退出、疫后经济复苏缓慢等影响，油价逐步震荡回落，到 2025 年底的美以伊战前已跌破 60 美元/桶。

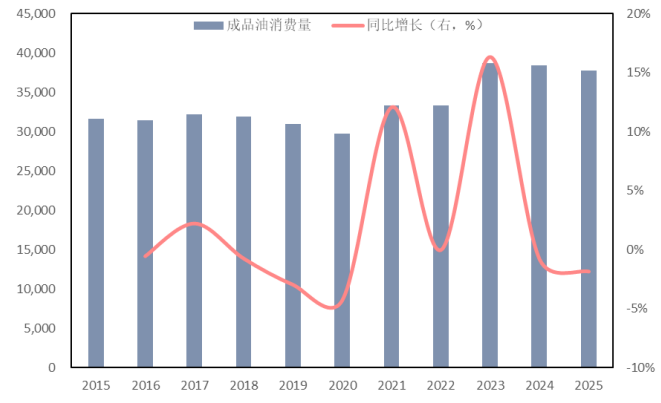
图 7：2020-2025 年布伦特油价变化趋势（美元/桶）



资料来源：万得，东方油气网，环球网，卓创资讯，央视网，信达证券研发中心

需求侧，新能源车对成品油消费冲击明显，地产开工疲软，化工品终端消费不足。成品油方面，受新能源汽车消费替代影响，近年来国内成品油消费达峰后持续萎缩。化工品方面，从地产端看，2025 年以来房屋新开工面积累计同比持续在-20%以下的负增长区间徘徊，作为聚乙烯（管材、防水材料）、聚丙烯（建材改性）及 PVC 等化工品的核心需求引擎，地产端的疲软大幅弱化化工品需求增量；从居民消费看，终端消费市场的内生动力不足，压制了对纺织服装、日用消费品等非周期性需求的回暖，CPI 增长速度偏缓。聚烯烃下游开工率的走势乏力，尽管 2026 年各下游板块（如塑编、CPP、共聚注塑）开工率有所反弹，但整体波动中枢仍未恢复至 2023 年的高位水平，且部分时段受终端订单不足影响出现反复，而芳烃端依托聚酯-纺服链条展现较强韧性，开工率保持高位。

图 8：2015-2025 年中国成品油消费量及同比增长（万吨）



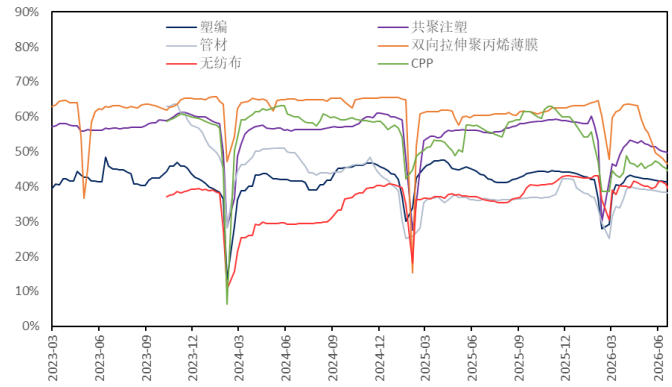
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：2015-2026.6 中国房屋新开工面积与社零累计同比



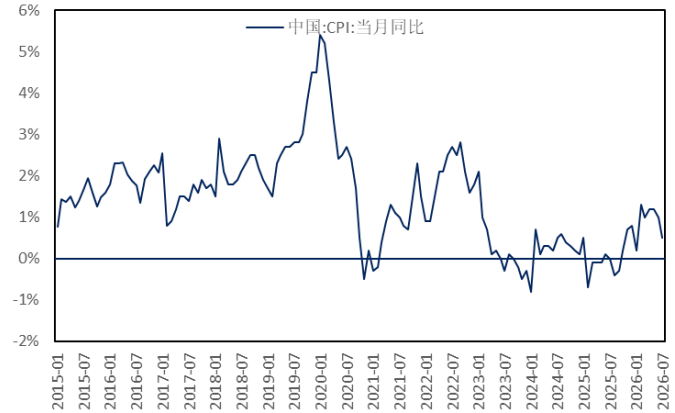
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：2023-2026.06 中国聚烯烃下游板块开工率



资料来源：万得，信达证券研发中心

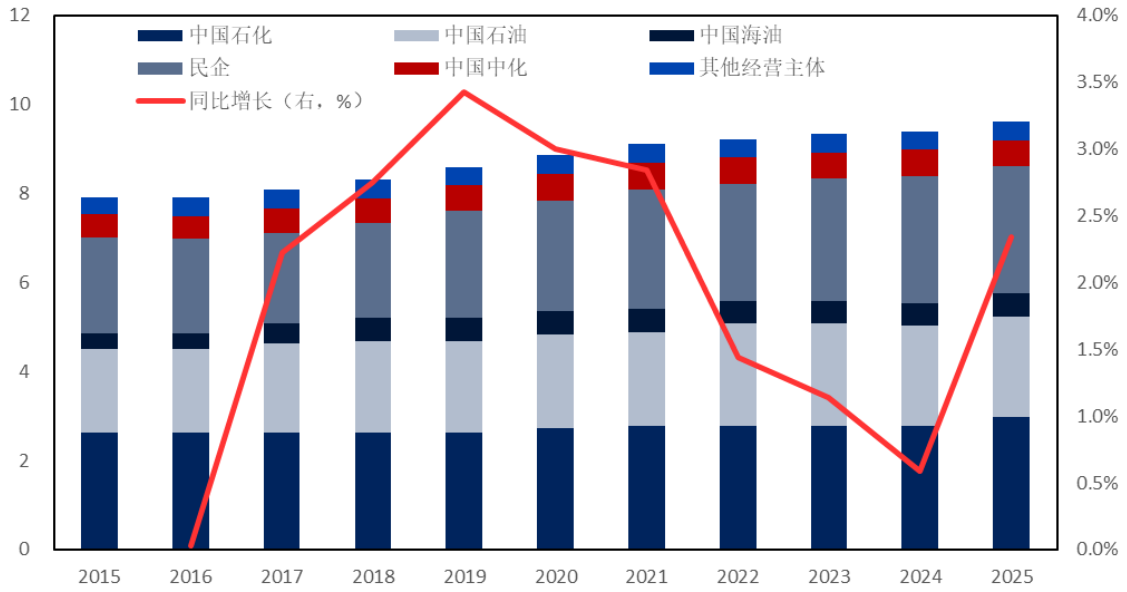
图 11：2020-2026.7 中国 CPI 当月同比



资料来源：万得，信达证券研发中心

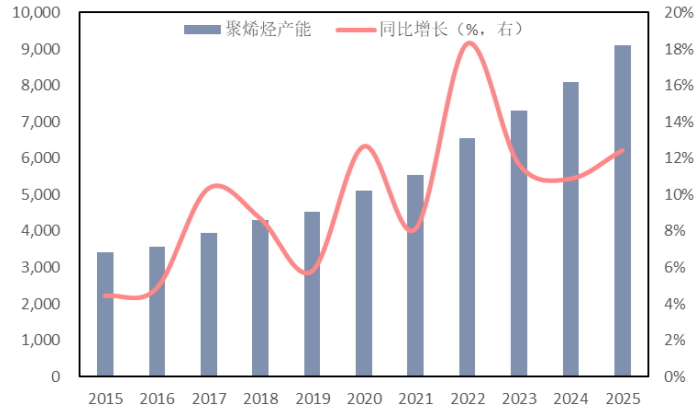
供给侧，历经上一轮扩能高峰后，当前已进入“存量消化、增量受限”的平稳换挡期，为行业景气修复逐渐构筑基础。炼油方面，2018-2022 年的大幅扩产后产能增速显著回落，虽然 2025 年存量规模已达 9.62 亿吨，供给充裕度仍高，但大规模粗放扩产已成过去式。**烯烃方面，**受 2019-2022 年民营大炼化一体化集中投产带动，聚烯烃产能曾快速攀升，而 2023 年后虽仍有新增，但增速明显放缓，行业正逐步由“产能竞赛”转向“存量优化”。**芳烃方面，**扩能步伐更为迟滞，受限于新增炼化一体化项目稀缺，PX 在 2024-2025 年近乎“零增长”，纯苯产能增速亦呈下滑态势，整体供给端约束显著强于炼油和烯烃板块。

图 12：2015-2025 年中国一次炼油产能结构及同比增速（右，%）



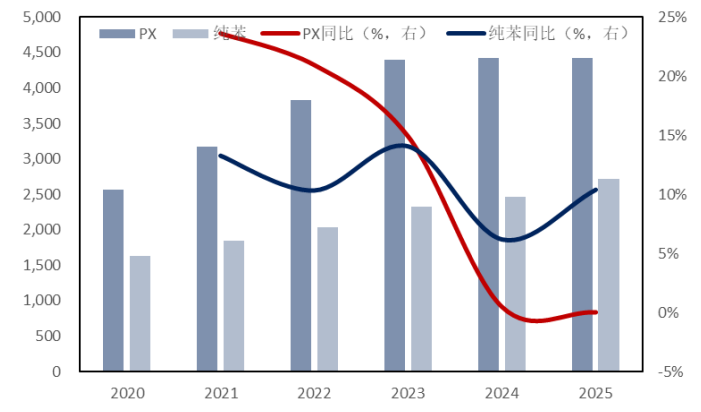
资料来源：万得，百川盈孚，兴园化工园区研究院，信达证券研发中心

图 13：2015-2025 年国内聚烯烃产能及同比增长（万吨，%）



资料来源：万得，彭博，百川盈孚，信达证券研发中心，注：聚烯烃产能为聚乙烯、聚丙烯产能合计

图 14：2020-2025 年国内芳烃产能及同比增速（万吨，%）



资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

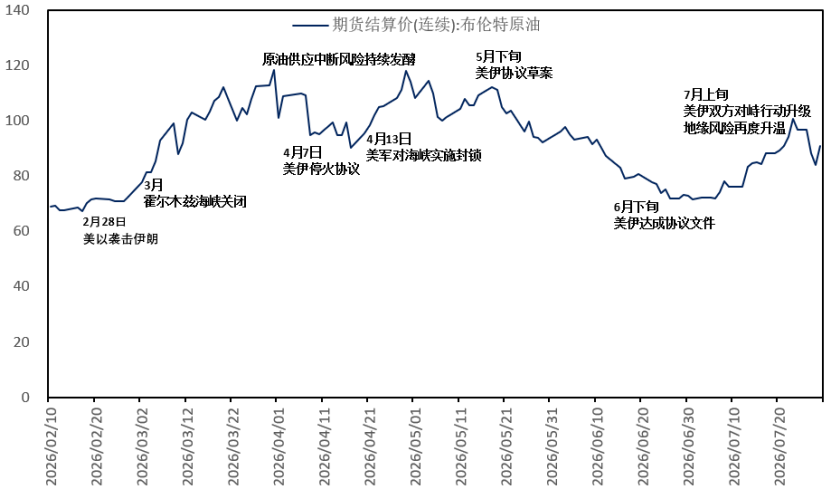
综上，伴随着原油价格中枢逐步下移，炼化行业正由漫长的高成本消化期转向成本边际改善阶段。而供需层面在全球宏观经济弱复苏背景下，终端消费需求表现不及预期，供给侧进入高速增长后的平稳阶段。总体来看，美以伊战前炼化行业景气周期演进已经由象限 IV“高油价+弱供需”的滞涨期进入了象限 III“低油价+弱供需”的磨底期，后续有望向象限 II“低油价+强供需”的修复-增长期逐步演进。

三、美以伊战争对景气周期演进的逆向扰动及中长期影响

3.1 逆向扰动：战争推动油价上行、抑制供需，炼化行业景气度由磨底期退回滞涨期

油价层面：美以伊战争爆发导致原油供给、运输受限，叠加风险溢价，油价大幅上行。2 月底美以袭击伊朗及 3 月霍尔木兹海峡关闭引发供应中断恐慌，油价快速拉升至近 120 美元高位；4 月 7 日双方达成停火协议带来短暂回调，但随后美军重新封锁海峡导致油价二次冲高至 110 美元上方。进入 5 月下旬，由于美伊协议草案出现，市场避险情绪迅速消退，油价开启下行通道，至 6 月下旬备忘录正式达成，油价回落至 70 美元附近。7 月以来，霍尔木兹海峡船只遇袭，美方取消伊朗原油出口许可并实施军事打击，美伊谅解备忘录终止，伊朗限制海峡船只通行，海峡通航量明显萎缩，双方对峙行动升级，胡塞武装施压红海航线并对沙特实施海上禁运，两大关键航道通行同步收紧，市场供应中断担忧升温，油价再次大幅冲高，近期形势多有反复，但油价仍在高位宽幅震荡。

图 15：美以伊战争前后布伦特油价变化趋势及关键节点

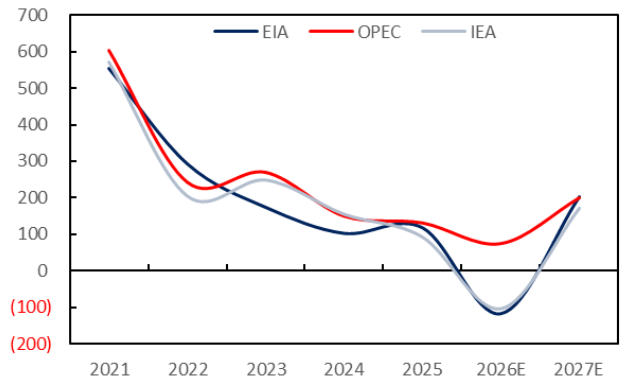


资料来源：万得，信达证券研发中心

需求侧：美以伊战争爆发后，油价高企和经济增长进一步承压对原油需求产生抑制。油价飙升对石油消费的抑制呈现"能源—材料"双通道特征。在能源端，三大机构数据均显示二季度消费出现暴跌，IEA 估计今年二季度全球

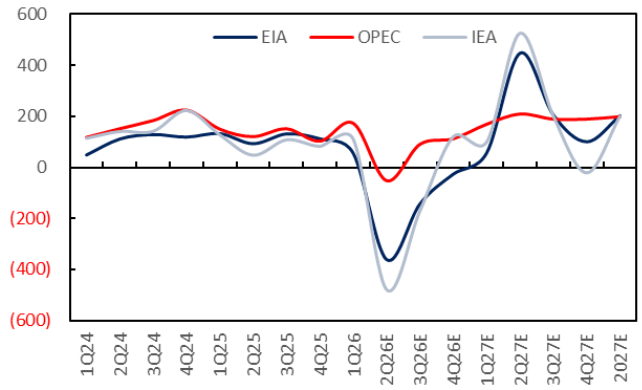
石油消费量同比暴跌 500 万桶/日，为除 2020 年疫情外最大季度降幅。在材料端，高油价通过通胀侵蚀购买力间接抑制消费，美国 4 月 CPI 同比升至 3.8%，能源价格贡献当月涨幅的 40%以上，5 月进一步升至 4.2%。**除价格上涨导致的市场自发调节外，多国政府已主动出台行政性需求限制措施，以平衡供需。**如韩国对公共机构实施每周车辆限行，并计划在油价达 120–130 美元/桶时限制私家车使用；菲律宾宣布国家紧急状态，对公共雇员实行四天工作制并提供免费公共交通；缅甸实施燃料配额制度与强制远程办公。

图 16：2026.7 全球原油年度需求预测同比增量（万桶/日）



资料来源：万得，信达证券研发中心

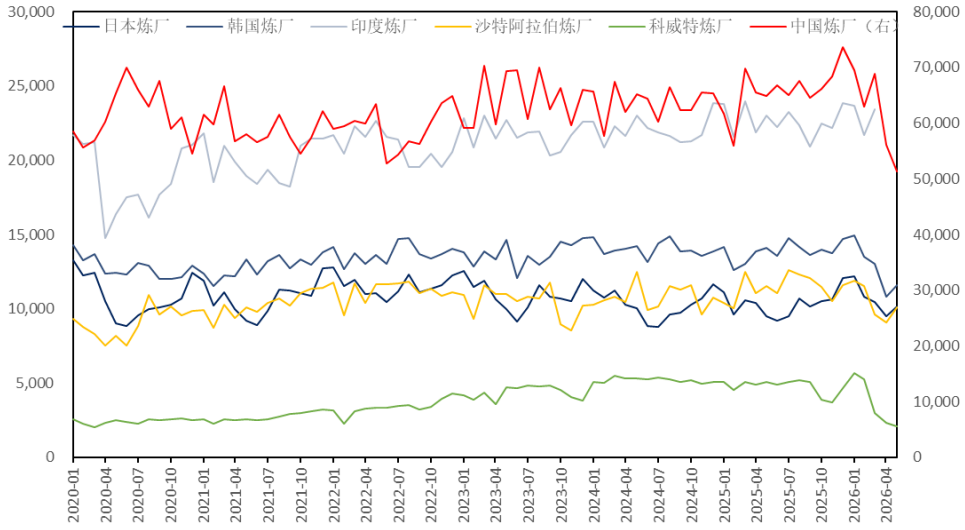
图 17：2026.7 三机构对全球原油季度需求预测同比（万桶/日）



资料来源：万得，信达证券研发中心

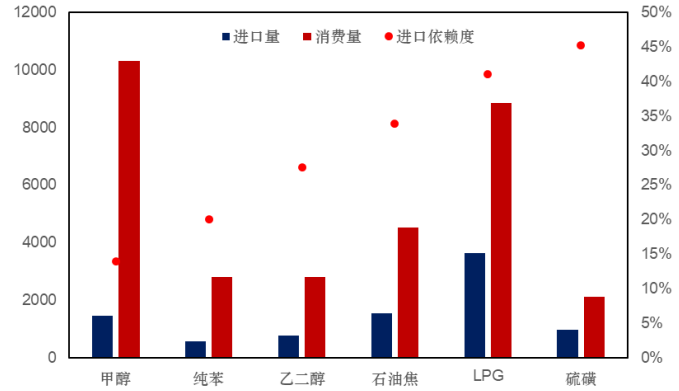
供给侧：短期内军事破坏或全球能源供应链部分物理性断裂，导致炼厂进料大幅下跌、部分产品价格飙涨。战争导致的原料获取门槛大幅增加，使得全球炼厂进料量遭受重创，行业周期演进被迫中断，进入紧急“应急状态”。**中东地区：**炼厂遭受直接军事打击与出口通道中断的双重冲击，加工负荷和供给能力显著下降。沙特 Ras Tanura、Yanbu、Jazan 等炼厂遭袭击后停运或降负，科威特艾哈迈迪港炼油厂遭到无人机袭击，导致多个作业单元起火。此外，中东地区还是甲醇、纯苯、乙二醇、LPG、硫磺等化工品关键原料的重要输出中心，战争导致此类产品供给也受到重要影响，引发价格暴涨。**亚太、欧洲地区：**因原料短缺被动大幅降低开工负荷。亚太地区由于高度依赖中东原油进口且炼油产能大，在战争导致贸易受阻、运费飙升、航线绕行等情况下，原油到岸量锐减，被迫大幅削减加工负荷。国际能源署（IEA）数据显示，3 月亚洲炼油厂的炼油量为每日 2940 万桶，下降了 270 万桶/日，4 月进一步降至每日 2860 万桶。中国阶段性暂停了汽柴油出口以优先保供，印度、日韩炼厂亦因原料不确定性而暂缓出口招标，进一步加剧了全球成品油市场的结构性短缺。欧洲方面，大量简单型炼厂（hydroskimming）缺乏加工重质含硫原油的灵活性，在被迫切换非最优原料时效率大幅下降、负荷被动降低，利润挤压也进一步加速了降负进程。当前欧洲 ARA 库存显著低于五年均值，面临严重的油品供应短缺风险。

图 18：东北亚、南亚、东亚及中东部分国家炼厂进料量（千吨）



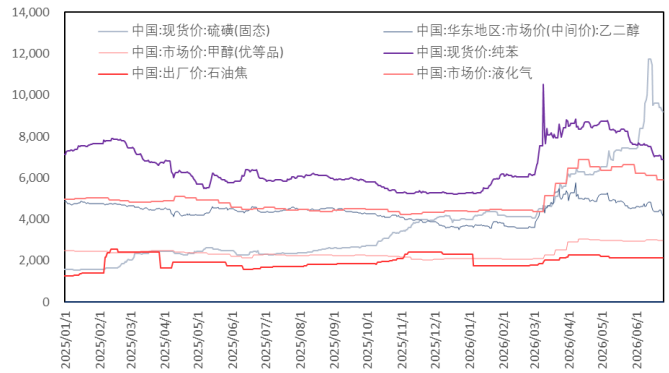
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 19：2025 年部分炼油副产物进口量、消费量及进口依赖度（万吨，%）



资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

图 20：2025-2026.6 部分炼油副产物产品价格变化（元/吨）

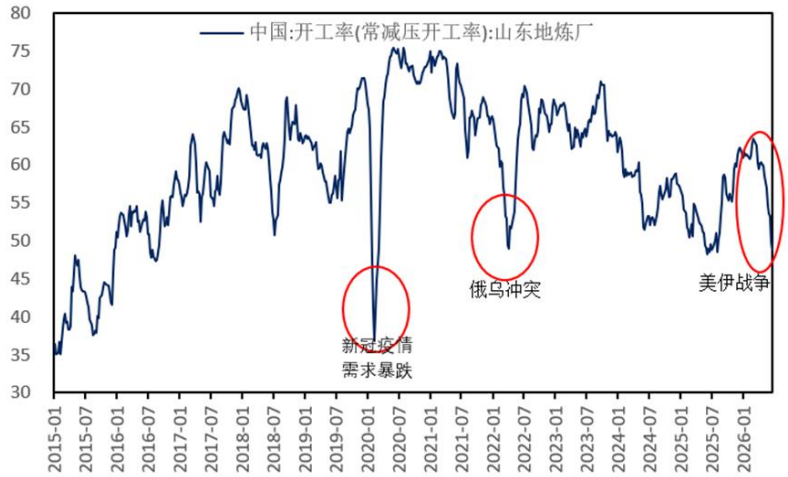


资料来源：万得，信达证券研发中心

国内多措并举有效保障了供给，但原料获取门槛增加与成本高企仍带来开工率短期扰动。战争爆发后，为避免对社会生产生活产生较大影响，我国采取了一系列措施保障国内成品油供给，包括限制出口、调节成品油价格涨幅、限制企业过多降低开工负荷等。从行业运行主体来看，山东地炼作为国内成品油供应的重要“晴雨表”，2025 年下半年开始，由于 OPEC+自 5 月起连续三个月增产带动成本端回落，叠加检修季结束、长期停工炼厂集中复工及“金九银十”旺季下的柴油季节性刚需，地炼开工率明显回暖。自美国对委内瑞拉采取行动及美以伊战争爆发以来，由于原油采购成本攀升、利润空间大幅压缩，地炼存在降负趋势，尽管保供要求对包括地炼在内的炼厂存在限制，但国内炼厂开工负荷仍出现了明显下降。

总体而言，由于美以伊战争推高油价，并对供需两端均产生了破坏及影响，炼化行业景气周期从象限 III“低油价+弱供需”的磨底阶段退回至象限 IV“高油价+弱供需”的滞涨冲击阶段。

图 21：2015-2026.6 中国山东地炼常减压开工率（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

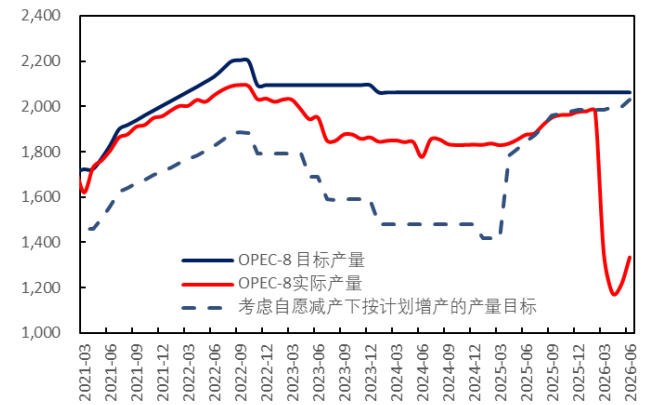
3.2 正向回归：油价中长期存隐忧、供给出清进一步加速，周期反转时景气程度或因近期逆向扰动而增强

1）油价层面：OPEC+配额与产量的剪刀差以及边际供给主导权的削弱使得原油市场存在巨大隐忧

OPEC+自战争爆发以来加快释放成员国生产配额，但实际产量受战争影响走低，“纸面—实际”间存在巨大剪刀差，战后一定周期内的集中释放将对供给产生显著冲击。自 2026 年 4 月起，OPEC 核心成员国连续多月上调产

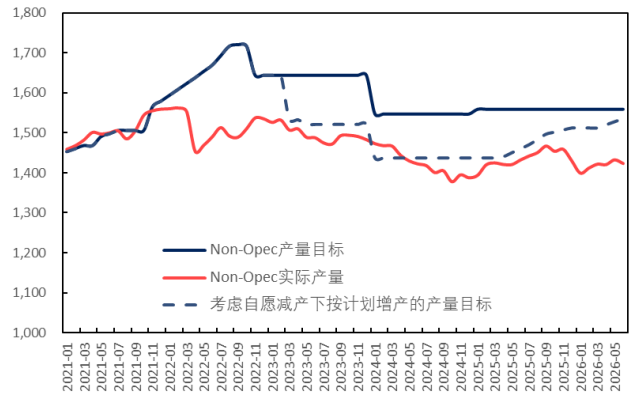
量配额：4 月、5 月各上调 20.6 万桶/日，6 月起每月上调 18.8 万桶/日；7 月会议进一步同意 8 月配额再增 18.8 万桶/日，按照 8 月 2 日最新会议决议，9 月配额将再增 18.8 万桶/日，自战争爆发以来累计新增配额已达约 98 万桶/日，此次增产将完成 OPEC+此前计划恢复的 165 万桶/日自愿减产规模。**与配额持续释放相背离的是，OPEC+实际产量受战争影响出现大幅走低。**当前产量已从 2026 年 2 月的 4277 万桶/日降至 4 月的 3319 万桶/日，降幅约为 1000 万桶/日，尽管近期有所反弹，但相比配额情况及产量目标仍有巨大差距，这一差距形成了原油生产的“堰塞湖”，一旦阻碍当前供应的地缘因素（海峡封锁）出现最终解除，那些当前仍只停留在数字层面的原油生产配额，将逐步转化为实际产量，持续不断涌入国际市场，从而对油价构成下行压力，甚至可能引发价格一定周期内的剧烈下跌。

图 22：OPEC 目标与实际产量走势（万桶/天）（不含阿联酋）



资料来源：OPEC，信达证券研发中心

图 23：其他 OPEC+目标与实际产量走势（万桶/天）

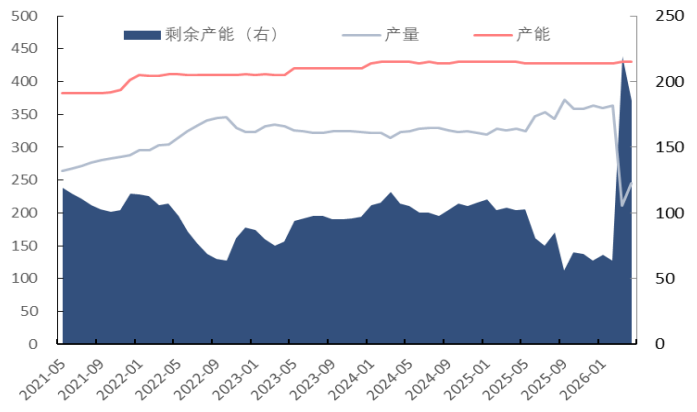


资料来源：OPEC，信达证券研发中心

OPEC+对于原油市场边际供给主导权则面临着内忧外患的削弱，从而成为中长期油价的另一隐忧。内忧：近年来因原油生产配额问题，已有多国退出 OPEC 或 OPEC+。厄瓜多尔 2020 年因财政压力及增产诉求退出 OPEC，安哥拉因拒绝接受 OPEC 的产量配额于 2024 年退出。影响更为重大的是，阿联酋于 2026 年 5 月 1 日正式退出 OPEC 及 OPEC+机制。与此前的退出者不同的是，阿联酋是 OPEC+第三大产油国、第二大剩余产能国，且其计划进一步提升产能，目标是在 2027 年将原油日产量从 6 月的 380 万桶提升至 500 万桶。此外，哈萨克斯坦作为 OPEC+成员国长期存在超额生产问题，其能源部长也曾表示在决定产量时将“优先考虑国家利益”，市场推测其存在退出可能。不过截至目前，哈方已多次重申暂无退出计划。尽管当前阿联酋的退出正逢 OPEC+的减产退出阶段以及战争掩盖了正常供需矛盾的时期，但长期看，无疑将明显削弱 OPEC+的集体行动约束力和全球原油边际供给的主导权。

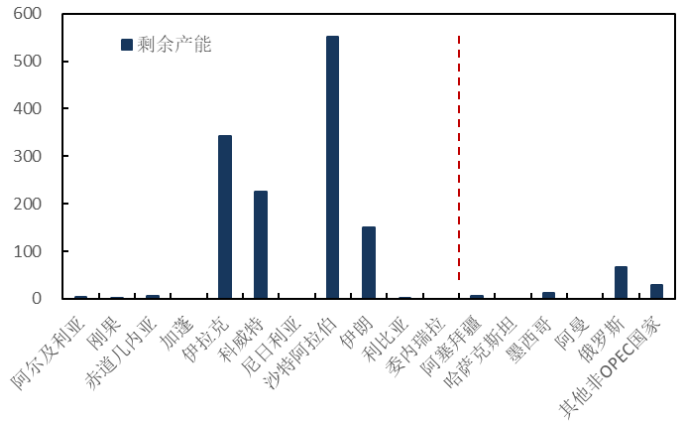
外患：以中南美地区为主的产油国将进一步动摇 OPEC+的边际供给主导权。美国通过对委内瑞拉的政治干预正逐渐增强对其原油生产与出口的主导权，同时巴西、圭亚那的深水油田开发近年来如火如荼，且苏里南对圭亚那的效仿、阿根廷的页岩区生产前景，以及纳米比亚、莫桑比克等非洲国家的最新突破，都将使得在 OPEC+之外的新增供给有望达到 200-300 万桶/日规模。从 IEA 和 Rystad Energy 数据看，未来以中南美地区为代表的产油国供应重要程度持续提升，深水项目增长潜力有望释放，或进一步动摇 OPEC+的边际供给主导权。

图 24：阿联酋产能与产量走势（万桶/天）



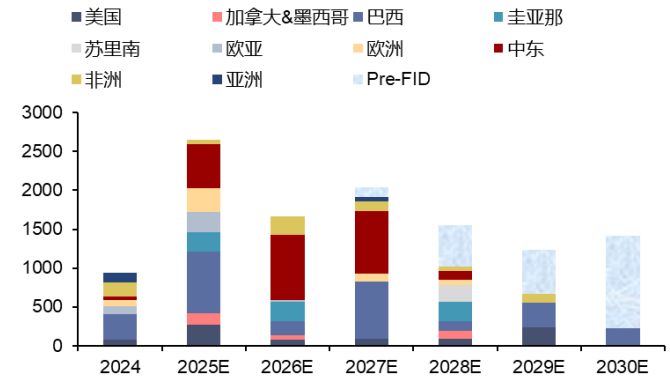
资料来源：IEA，信达证券研发中心

图 25：截至 6 月 OPEC+成员国闲置产能（万桶/天）



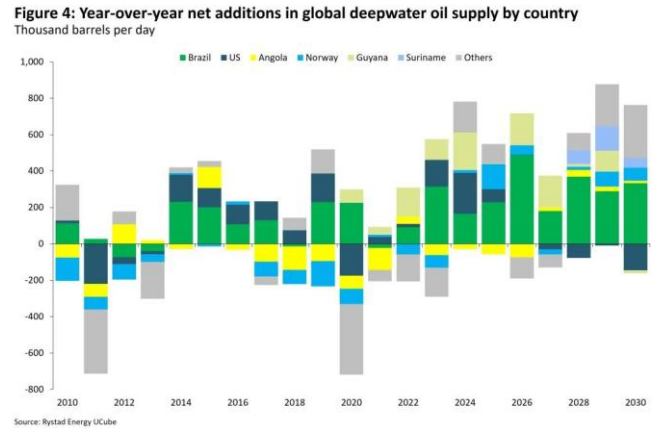
资料来源：IEA，信达证券研发中心

图 26：IEA 对已启动的上游项目统计（千桶/日）



资料来源：IEA，信达证券研发中心

图 27：全球深水石油供应同比净增幅，按国家划分（千桶/日）



资料来源：Rystad Energy，信达证券研发中心

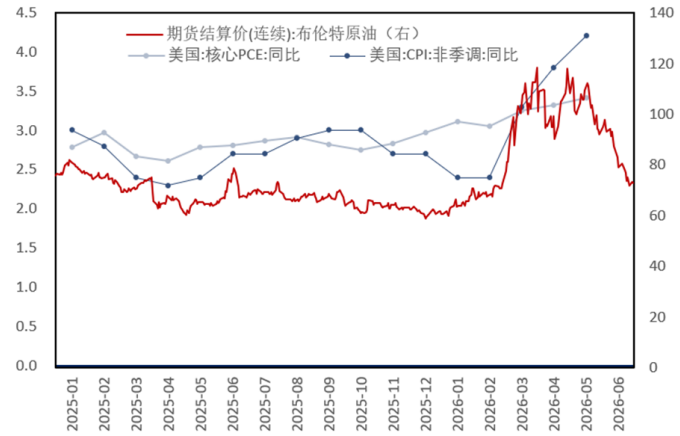
2）供需层面：需求增长尚未明朗，供给出清料将深化，供需格局改善及周期反转时景气程度得到加强

需求侧：受美以伊战争不确定性影响，短期需求增长尚不明朗，但下行风险仍较小。美以伊战前全球经济及原油需求在疫后复苏的道路上缓慢前行，美联储也逐步开启了降息周期，然而战争对全球经济增长及原油需求产生了明显的负面冲击。据国际货币基金组织（IMF）战前预测，2026 年全球 GDP 增速为 3.4%，与 2025 年基本持平，呈现出持续温和复苏态势。但随着战争爆发，IMF 已下调对世界经济的展望，预计 2026 年全球 GDP 增速为 3.1%，在 7 月报告中 IMF 进一步提出，如海峡关闭时间更久，GDP 增速会降至 3.0%甚至更低水平。但 IMF 在 7 月报中同时指出，"全球经济经受住了战争冲击，情况好于此前担忧"，2026 年至 2027 年预计将呈“V 型”恢复轨迹。

美国降息节奏被逆转，但当前衰退预期并不强烈，需求塌方的尾部风险无需担忧。由于战争影响，美国总体 PCE 指标从 2026 年 2 月的 2.8%快速攀升至 4 月的 3.8%，5 月进一步升至 4.1%，创 2023 年以来新高，后续尽管局势阶段性缓和、油价回落，但 PCE 仍高达 3.7%。5 月美国 CPI 同比升至 2023 年以来的新高 4.2%，能源价格贡献了当月涨幅的 40%以上。**通胀预期扭转了美联储降息节奏，但当前并未交易衰退预期及需求塌方的尾部风险。**就业层面，尽管 7 月非农就业意外减少 2.3 万人，且 5–6 月数据被大幅下修，但初请失业金人数在 8 月初仍仅 19.9 万，处于历史低位区间，表明企业尚未开启大规模裁员周期。政策层面，美联储仍在讨论加息而非预防性降息，在 7 月议息会议上，美联储维持利率于 3.50%–3.75%不变，但出现三位票委投票支持加息 25 个基点的罕见分歧，这是经济仍有韧性的最强信号之一。金融市场层面，信用与权益市场均未触发衰退警报。高收益

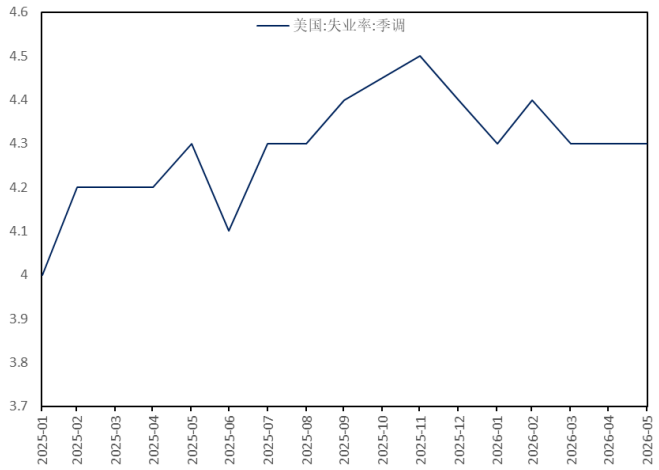
债利差保持紧缩，表明投资者并未定价即将到来的违约周期。综合来看，美国经济当前的图景呈现出就业未崩、收入未断、政策未松、市场未慌的特点，美联储与市场共识均指向一种"滞胀式困境"——通胀高企需要维持限制性政策，但经济远未恶化到需要交易衰退的程度。这也为炼化行业回归象限 III 及 II 消除了外需塌方的尾部风险。

图 28：2025-2026.6 美国 CPI、核心 PCE 和布伦特油价变化（%，美元/桶）



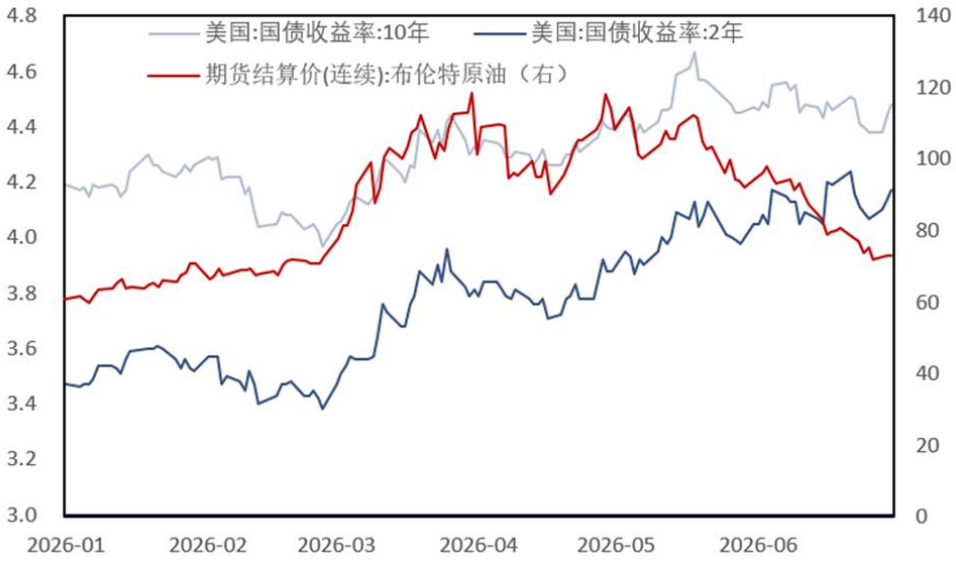
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 29：2025-2026.5 美国失业率数据变化（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 30：2026.1-2026.6 美国国债收益率及布伦特油价（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

供给侧，从“供给冲击”到“疤痕修复”，复产周期或超预期延长，产能“疤痕效应”或带来盈利修复与价差重构。美以伊战争爆发短期内对全球能源供应链造成了物理切断，也对中东核心产油国的工业设施、炼化装置造成了实质性损伤。从中期维度看，行业或将步入“产能疤痕期”的特殊阶段。根据对中东主要产油国炼厂运行状态的梳理，截至 2026 年 6 月，战争造成的产能损伤较显著，受影响的总产能规模高达约 383 万桶/日，涉及常减压装置的实际减量在 211.5 万至 242 万桶/日之间。与通常市场预期的数月修复周期不同，我们认为，从受损装置的实际情况来看，受损装置产能的全面满产预计至少要推迟至 2027 年一季度，中长期的供给受限，有望倒逼全球石化产业链进行深度的供需再平衡与结构转变。

仅供内部参考，请勿外传

图 31：美以伊战争后中东区域受损产能恢复情况

国家	炼厂名称	总产能（万桶/日）	CDU实际减量（万桶/日）	HSFO月度减量（万桶/月）	运行状态
沙特	Ras Tanura	55	0（已重启）	0	全面复产，运行正常
沙特	Yanbu (SAMREF)	40	0-5（边际降负）	2-5（暂估）	局部降负
沙特	Jeddah / Riyadh	—	局部降负 10-15	3月6日	整体降负 15-25%
科威特	Mina Al Abdullah (MAB)	46.5	46.5（复产中）	20-25（6月预估）	复产进度中，预计 6 月底恢复 50%
科威特	Mina Al Ahmadi (MAA)	33	33（复产中）	15-20（6月预估）	复产进度中，预计 7 月中旬恢复 60%
科威特	Al-Zour	61.5	25-30（检修 + 降负）	15-20	6 月仍处检修后期，负荷恢复至 50%
阿联酋	Ruwais	92.2	60-70（装置修复中）	40-50	部分装置重启，整体负荷恢复至 30%
阿联酋	Al-Taweelah	—	大幅降负 20-25	3月6日	整体降负 30-40%
巴林	Sitra / Ma'amer	26.7	20-22（部分复产）	10月15日	核心装置恢复，负荷恢复至 60%
伊拉克	Basra	≈35	15-17	15-20	降负 40-50%
以色列	卡塔尔 Pearl GTL (Train No.2)	7	0（GTL 不产 HSFO）	0	长期关停（修复需 1 年）
以色列	Haifa	19	0（受损有限）	0（无显著 HSFO 影响）	生产基本正常
以色列	Ras Laffan / Duqm	—	区域性降负 10-15	8月12日	局部 CDU 限产
合计	—	≈383	211.5-242	131-179	—

资料来源：紫金天风期货，信达证券研发中心

此外，由于战争带来原料短缺、成本抬升，海外化工退出周期有望进一步加速。2026 年 3 月美以伊战争爆发以来，全球石化行业迎来一轮非周期性的被动产能出清，覆盖欧洲、东亚、东南亚核心产区，部分化工装置甚至进入永久性关停状态，进一步强化了全球供应链的“产能疤痕效应”，仅欧洲（陶氏 51 万+英力士 PO/PG+利安德巴塞尔/科思创 30 万 PO）+韩国（YNCC140 万+乐天 110 万+LG80 万）+日本（394 万吨乙烯减产）三方合计，涉及裂解装置产能超 770 万吨/年，且集中在高成本区域。

表 1：海外化工装置关停情况

地区	企业	装置所在地	产品 / 产能	时间	关停性质	核心原因
欧洲	陶氏化学	德国博伦	乙烯 51 万吨/年	3 月 22 日宣布，提前至 2026 年 Q4	提前关停（原计划 2027 年 Q4）	能源成本飙升+中东原料断供，欧洲高成本产能出清
欧洲	英力士	德国科隆、法国 Lavera、英国 Grangemouth	环氧丙烷/丙二醇（PO/PG）全产业链	3 月 8 日宣布	无限期关停	成本抬升
欧洲	利安德巴塞尔 × 科思创（合资）	荷兰马斯弗拉克特	PO 30 万吨/年 + SM（苯乙烯）	3 月 20 日	永久关停	能源成本飙升、中东原料断供，失去市场竞争力
韩国	YNCC	丽水国家石化产业园	2 号+3 号石脑油裂解装置，乙烯合计约 140 万吨/年	3 月中旬执行	永久关停	原料短缺+产业重组
韩国	乐天化学	大山工厂	石脑油裂解装置 110 万吨/年	3 月同步	永久关停	原料断供+产业重组
韩国	LG 化学	丽水	2 号石脑油裂解装置 80 万吨/年（另 3 号 90 万吨无限期停车）	3 月	关停/无限期停车	原料断供+产业重组
日本	三井化学、三菱化学、出光兴产、东曹、丸善石油化学、ENEOS 等 6 家	茨城、千叶、大阪等	乙烯装置集中减产/停产，合计约 394 万吨/年（占全国乙烯总产能 620 万吨/年的 64%）	3 月 19 日-20 日集中公告	减产/停产（史上最大规模集中停产）	中东原料断供
东南亚	Chandra Asri Pacific（印尼最大化工企业）	印尼	/	3 月	宣布不可抗力	中东原料供应中断，规避违约风险
东南亚	PCS（新加坡乙烯生产商）	新加坡	乙烯装置	3 月	/	/

资料来源：和讯网，信达证券研发中心

国内供给层面受到美以伊战争影响将进一步加速优化重构，进入政策及市场两端的压力动力双重叠加期。炼化产能的政策性调控及优化层面，产能总量红线及能耗碳排效率性指标迫使落后产能出清的压力持续。近年来，在炼化产能过剩的大背景下，我国出台了一系列政策进行调控，包括直接划定产能红线、间接通过能耗及碳排放等指标进行效率约束和结构优化等。近期出台的《新型能源体系建设“十五五”规划》《石油天然气发展"十五五"

规划》进一步重申了政策的连贯性和坚定程度。在持续的政策压力下，10 亿吨原油一次加工能力总量红线不可逾越，叠加能效标杆与能耗碳排效率性指标，正依法依规推动 200 万吨/年及以下常减压装置有序淘汰，并严格执行“减量置换、上大压小、上优汰劣”，迫使落后产能出清的压力持续增强。**政策的产能总量控制和结构优化导向已取得了一定效果，但供给侧改革的任务仍任重道远。**从“十三五”至“十四五”时期，我国炼化产业已从“规模扩张”转向了“质量竞争”与“减油增化”、“减碳增特”的阶段。预计 2026-2030 年，国内新增产能将呈现“油转化”的显著特征，炼油端预计新增常减压装置产能约 4500 万吨，主要集中在大型一体化基地的扩能和置换，而非新增独立炼厂；化工端乙烯及下游高端化工品产能将突破 1000 万吨。但不容忽视的是，落后炼化产能出清过程仍偏缓，同时下游化工产能过剩、尤其是基础大宗产品产能过剩的问题也日益突出，炼化领域的供给侧结构性改革仍在路上。

表 2：近年来重要炼化产能相关政策及主要内容

发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2026 年 8 月	国家发展改革委、国家能源局	《石油天然气发展“十五五”规划》	坚持炼油产能“减量置换”，优化存量，严控新增，持续推进“油转化”油转特”“油转材”，提升炼化行业集约化、精细化、绿色化水平。以市场化、法治化方式，引导支持重点区域炼厂整合重组和淘汰落后产能。
2026 年 6 月	国家发展改革委、国家能源局	《新型能源体系建设“十五五”规划》	推动油气田和炼化产业转型，坚持"减量置换"原则严格控制炼油产能规模，引导大型企业、重点区域炼油能力优化重组；加快炼油行业节能降碳改造，稳步提升石化行业绿电绿氢使用比例，推进核电与石化行业耦合发展试点；提高化工用油、特种油品、高端新材料等收率。
2025 年 9 月	工信部等七部门	《石化化工行业稳增长工作方案(2025—2026 年)》	提出“控炼减油增化”，严控新增炼油产能、执行产能减量置换；合理确定乙烯、PX 新增产能规模与投放节奏，支持老旧装置节能降碳与“减油增化”示范，推动行业高端化、绿色化、集约化发展。
2024 年 5 月	国家发改委等五部门	《炼油行业节能降碳专项行动计划》	到 2025 年底全国原油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 30%，基准水平以下产能改造或淘汰退出；全面淘汰 200 万吨/年及以下常减压装置；禁止以重油综合利用等名义变相新增炼油产能。
2023 年 10 月	国家发改委等四部门	《关于促进炼油行业绿色创新高质量发展的指导意见》	到 2025 年国内原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内，千万吨级炼油产能占比 55%左右；新建炼厂常减压装置规模不得低于 1000 万吨/年，实行产能减量置换。
2021 年 10 月	国务院	《2030 年前碳达峰行动方案》	明确到 2025 年国内原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内、主要产品产能利用率提升至 80%以上，为炼油产能划定总量红线。
2021 年	国家发改委等	《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》	推动 200 万吨/年及以下炼油装置淘汰退出；严禁新建 1000 万吨/年以下常减压装置，新建炼油项目实施产能减量置换，加大闲置产能、僵尸产能处置力度。

资料来源：中国政府网，澎湃新闻，信达证券研发中心

图 32：2026-2030 年国内新增炼油化工产能情况

主要项目	主要建设内容	预计投产时间
裕龙石化下游及延伸产业链项目	2000万吨/年炼油、300万吨/年乙烯、300万吨/年混二甲苯	2029年
东明石化1500万吨/年炼化一体化项目	1500万吨/年常减压装置、160万吨/年乙烯装置、220万吨/年对二甲苯装置	2028年
大连石化（西中岛）炼化一体化项目	1000万吨/年炼油装置、140万吨/年乙烯装置	2030年
岳阳乙烯炼化一体化项目	100万吨/年乙烯装置、下游14套化工装置	2028年
福建中沙古雷乙烯项目	150万吨/年乙烯裂解装置	2026年
独山子石化120万吨/年二期乙烯项目	120万吨/年乙烯装置	2026年

资料来源：兴园化工园区研究院，信达证券研发中心

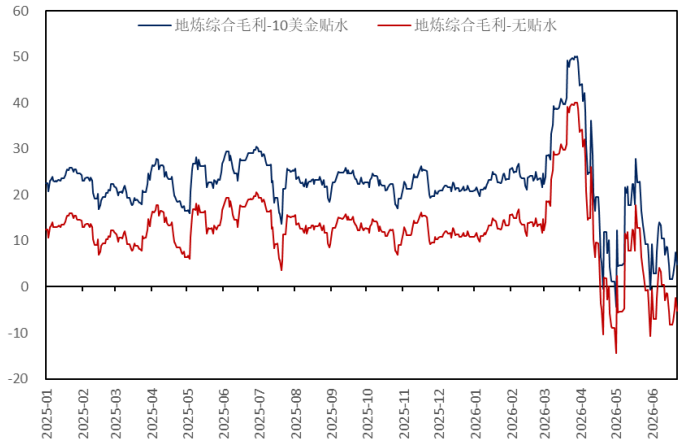
炼化落后产能的市场性出清方面，原油供应稳定性的破坏及敏感油的潜在消失可能将进一步打击地炼的生存基础。中国炼化产业落后产能的政策性出清起步于 2015 年前后，但代表性的地炼企业一方面作为地方经济及就业

的重要载体，一方面有税收及低价敏感油获取的灵活性，政策性出清效果并不尽如人意。而近期的地缘冲突将会从市场端发力，破坏掉低价敏感油这一竞争优势的根基之一，从而加速落后产能出清过程。

油轮追踪分析机构克普勒（Kpler）推算，2025 年中国自伊朗进口原油日均 138 万桶，占总进口量的 12%。在过去国际油价平稳或较低周期内，伊朗、俄罗斯、委内瑞拉等非 OPEC 国家及受制裁地区的原油，能以每桶 15-20 美元甚至更高的深度折扣流入中国市场。凭借灵活的市场化机制，山东地炼得以绕过主营炼厂的采购体系，以较低的成本获取原料，生产出具有价格竞争力的成品油和化工产品，即便面临政策压力，仍能维持盈利空间。

我们以传统地炼的加工路径进行测算，以汽柴油加权收入+副产物收入−原油成本−加工费−消费税及附加作为地炼综合毛利测算依据，由于过去地炼通过伊朗、俄罗斯等非主流渠道原油可获得相应原油贴水，进而构成了其长期生存的竞争力，但美以伊战争爆发后，中长期敏感油贴水或明显减少，我们考虑 1 个月的原油库存，并比较了贴水 10 美元金及无贴水条件下的地炼综合毛利测算数据。从测算结果看，原油贴水减少 10 美元或直接导致地炼加工毛利转负，进而大幅压缩地炼生存空间，其产业出清有望进一步加速。

图 33：2025-2026.6 不同贴水条件下地炼综合毛利测算（美元/桶）



资料来源：万得，信达证券研发中心

然而，近两年随着制裁及地缘冲突发生，敏感油获取难度加大，未来甚至或将消失。一方面在中美政经外交格局下，美国越来越频繁挥舞制裁大棒。2025 年，多家山东地炼企业被美国列入制裁名单，触发制裁的直接原因，是其被认定购买了伊朗原油，被制裁的地炼企业及其关联的贸易商（如涉及 IRGC、MODAFL 等敏感实体的企业），其在美国金融系统内的资产被冻结，无法使用美元进行任何跨境结算。在当前全球石油贸易体系中，美元结算为行业主流。失去这一通道，意味着地炼企业无法从国际市场采购原油，甚至连日常的设备进口、技术升级都变得举步维艰，而失去低成本原料对冲的中小型地炼企业或将陷入亏损困境。**另一方面影响更为深远的是，敏感油的获取难度显著加大，未来一定时期内甚至有消失可能。**前期主要的敏感油来源主要是委内瑞拉、伊朗、俄罗斯等受欧美制裁的国家，但随着美国对委内瑞拉的政治军事行动和原油生产及贸易的干预，当前基本已无进口渠道；伊朗油尽管当前仍然存在，但未来战争结束时伊朗油的制裁有望结束，风险性贴水将会消失，只剩品质性升贴水；俄油在缺乏竞争性敏感油种的情况下，贴水也将大幅减少，甚至未来随着国际政治局势变化，也存在解除制裁可能。敏感油的获取难度将急剧增大。

图 34：受美制裁的地炼及民营炼化

序号	地炼/民营炼化	制裁方	时间	主要制裁内容
1	山东寿光鲁清石化	美OFAC/国务院	2025.3.20	首次打地炼，数亿美元，涉胡塞+MODAFL
2	山东胜星化工（东营广饶）	美OFAC	2025.4.16	超10亿美元，涉IRGC-QF幌公司
3	河北鑫海化工（河北首例）	美OFAC	2025.5.8	新加坡子公司走账，涉URGANE I/HORNET
4	山东金诚石化	美OFAC	2025.10.9	2023起数百万桶
5	恒力石化(大连)炼化	美OFAC（商务部2026.5发阻断令反制）	2026.4.24	认定购买伊朗油，制裁其美元结算体系

资料来源：美国驻华大使馆和领事馆，中国能源报，山东省商务厅，信达证券研发中心

总体而言，市场化冲击将进一步击穿中小地炼落后产能的生存底线，让过去“政策推不动”的出清难题迎刃而解——政策端划定淘汰门槛，市场端挤压盈利空间，二者形成合力，本轮地炼出清的效率与确定性显著提升。

3）美以伊战争对景气周期的逆向扰动，有望放大周期反转时的景气弹性

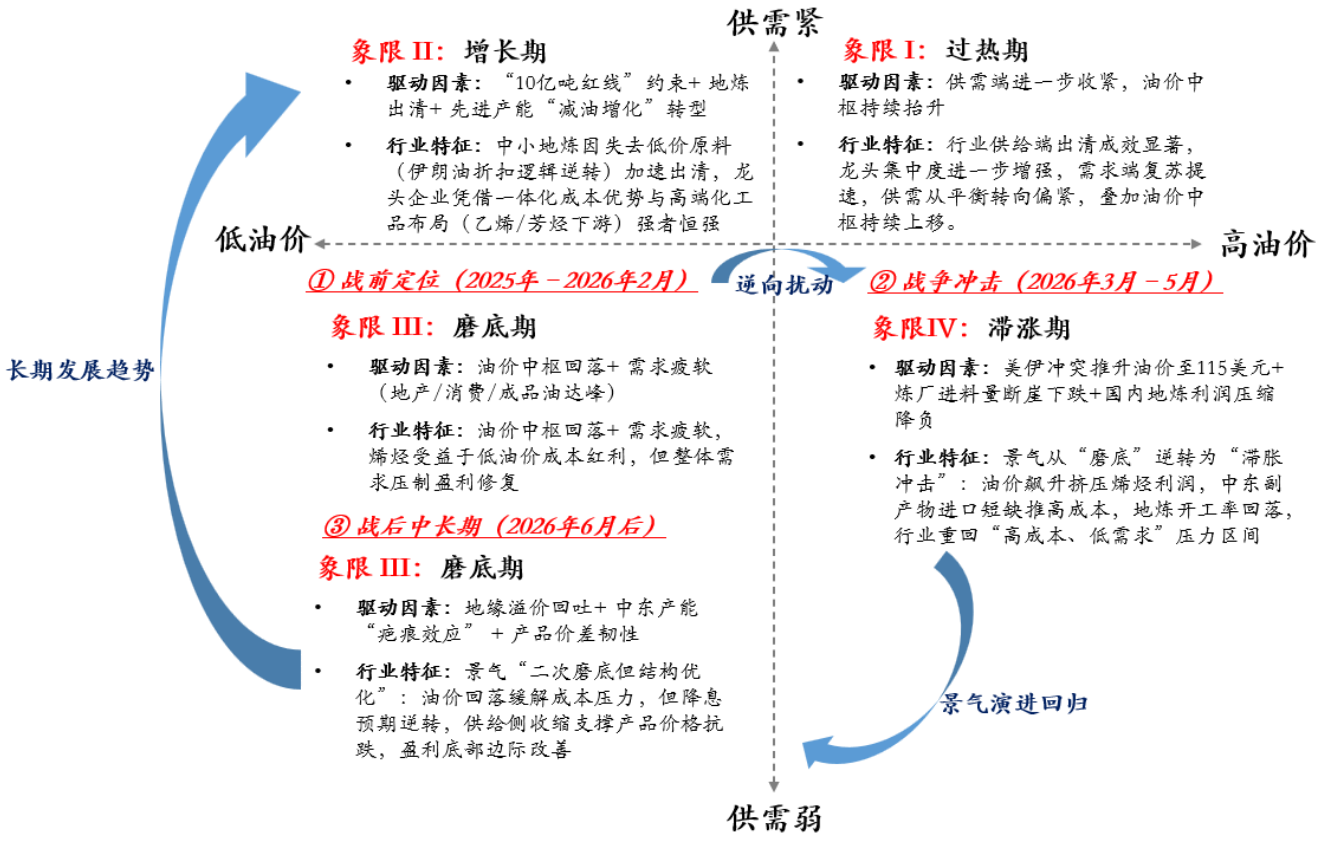
根据前文所述，我们可以把战争前后对炼化行业景气象限的轮换过程归纳为以下几点：

战前定位：行业本已处于“低油价+弱供需”的磨底蓄势阶段，油价回落带来成本边际改善，行业景气象限由象限 IV 的滞涨阶段顺势进入象限 III 的磨底阶段；

战争爆发后：地缘溢价瞬间推升油价，叠加中东进料量断崖式下跌，景气被迫逆转，从象限 III 的磨底阶段逆向进入象限 IV“高油价+弱供需”的滞胀冲击象限；

后美以伊战争时代长期趋势：油价方面，OPEC+配额与产量间的“纸面—实际”剪刀差在地缘障碍解除后将集中转为实产，叠加阿联酋退出 OPEC+后 2027 年产能扩至 500 万桶/日、南美新兴供给放量，供给回归的烈度可能显著快于需求修复，布伦特油价中枢或进一步下移，行业景气周期将由象限 IV 的滞涨期左移至象限 III 的磨底期，从而回归传统 IV-III-II-I 象限的演进路径；**供需方面，**战争加速了“伊朗油折扣逻辑”的终结与地炼出清，在“10 亿吨红线”约束下，行业将确定性迈向“供需重构+结构分化”的新局面，或推动行业景气象限上移，即自象限 III 的磨底期进入象限 II 的修复期，且由于本轮逆向扰动加速了供给出清，象限 II“低油价+强供需”特征有望得到进一步加强。**总体来看，伴随油价中枢回落，行业景气周期将由象限 IV 的滞涨期左移至象限 III 的磨底期，并回归传统景气象限演进路径，而由于供给出清强化，行业也将从象限 III 的磨底期逐步进入象限 II 的景气修复及增长期，且景气程度有望进一步增强，先进一体化产能凭借“减油增化”优势有望实现强者恒强。**

图 35：美以伊战争对炼化行业景气象限变化的推演



资料来源：万得，百川盈孚，兴园化工园区，信达证券研发中心整理

仅供内部参考，请勿外传

投资建议

我们认为，当前来看，长期行业基本面有望持续改善，同时供给端三股力量合力指向先进产能集中度提升，民营大炼化优势有望持续增强：一是发改委 10 亿吨一次炼油产能红线约束，2025 年已达 9.62 亿吨，2026-2030 年预计仅新增约 4500 万吨，且集中在大型一体化基地，无新增独立炼厂；二是过去伊朗/俄/委非主流油贴水构成地炼生存红利，美以伊战争后敏感油贴水明显减少，叠加美国制裁影响、美元结算通道限制，中小地炼生存空间被削；三是行业减油增化跃迁有望进一步加深，行业由"规模扩张"切向"存量竞争+高附加值"局面。**我们建议重点关注行业炼化一体化竞争龙头恒力石化（600346.SH）、荣盛石化（002493.SZ）、恒逸石化（000703.SZ）、东方盛虹（000301.SZ），同时推荐竞争格局日益优化的长丝龙头企业桐昆股份（601233.SH）、新凤鸣（603225.SH）。**

风险因素

1、**炼化下游需求修复不及预期风险：**终端消费走弱或地产基建复苏疲软，导致炼化产品需求走弱，价差收窄进而打压盈利。

2、**落后产能出清偏缓风险：**落后产能出清偏缓或导致炼化产能格局优化不及预期，导致产品盈利走弱或同质化竞争加剧。

3、**原油价格大幅波动风险：**炼厂为油价波动的接受者，若油价大幅波动将直接影响炼厂成本。

4、**化工品产能超预期投放风险：**未来化工品产能投放时间存在不确定性，若化工品产能过早或集中投放或大幅压缩盈利。

5、**美联储大幅加息导致需求抑制风险：**本研究提及当前降息预期或被扭转，若美联储大幅加息，可能对行业终端需求带来抑制，进而影响供需基本面复苏进程。

6、**中东受损产能修复过快导致供给大幅增量风险：**中东受损产能若快速修复重回市场，或对国内供给侧带来明显冲击，进而导致产品价格、价差承压。

仅供内部参考，请勿外传

研究团队简介

刘红光，北京大学博士，高级工程师，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员，中国矿业大学（北京）企业导师，《国际石油经济》青年编委。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理。牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望 2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023 年 3 月加入信达证券研究开发中心，现任石化行业首席分析师。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 15%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～15%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。