

美伊冲突下的石化行情展望

行业投资评级：强大于市|维持

中邮证券研究所石化团队

分析师:张津圣

SAC 登记编号:S1340524040005

- 关注周期轮动。
- 关注原油基本面：
 - Q2供需平衡表出现显著改善。
- 大滞胀下的资产表现。
- 油化工：
 - 烯烃：战争受益。
 - PX-PTA-聚酯产业链具备基本面逻辑。
- 标的：
 - 三桶油：考虑相对估值水平和上移的油价中枢，在市场防守阶段或油价企稳（或上行）阶段，建议关注中国石油、中国石化和中国海油。
 - 炼化：油价调整企稳后，若需求好转，优供给、淘汰落后产能有所进展，则利好中游炼化，建议关注荣盛石化。
 - PTA、聚酯：PTA反内卷，建议关注新凤鸣。
- 风险提示：油价剧烈波动、地缘风险、欧美通胀反复、欧美经济波动、行业政策变化、项目投产进度变化、需求变化、其他等。

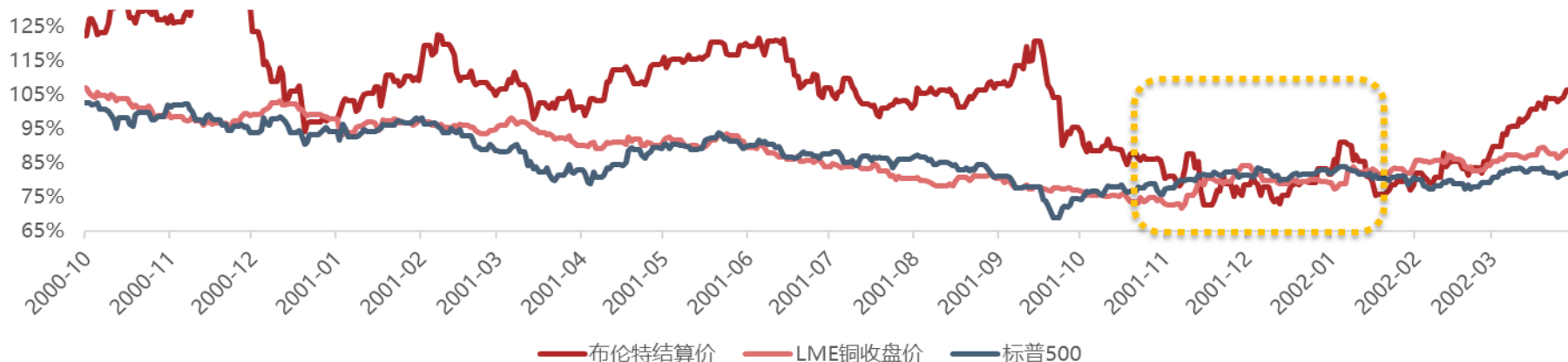
1

没有战争，原油就不会涨了吗——

- ◆ 21世纪美国四次降息周期
- ◆ 能化估值
- ◆ 资金

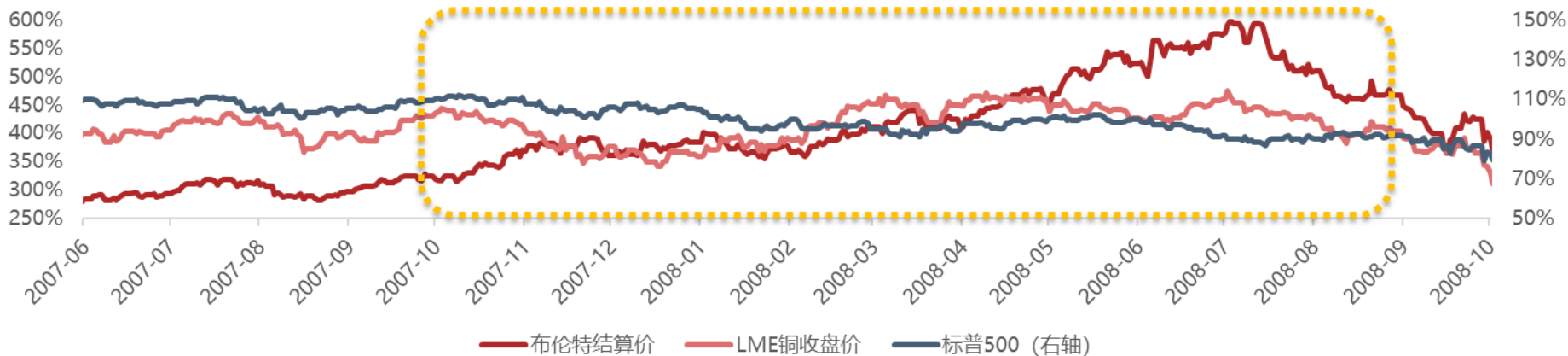
21世纪美国四次降息周期

图表1：2000-2002年资产表现（相对于2000年1月4日的百分比）



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表2：2007-2008年资产表现（相对于2000年1月4日的百分比）



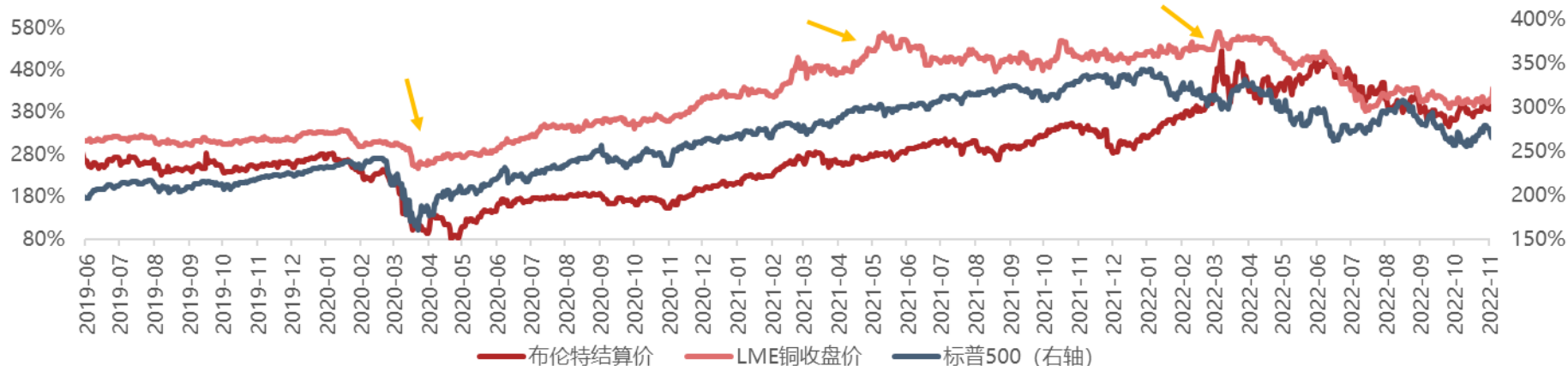
资料来源：wind，中邮证券研究所

■ 互联网泡沫破裂后，联邦基金利率：2001.1 (6.50%) - 2001.12 (1.75%) - 2003.6 (1.00%)

■ 次贷危机后，联邦基金利率：2007.9 (5.25%) - 2008.12 (步入零利率时代)

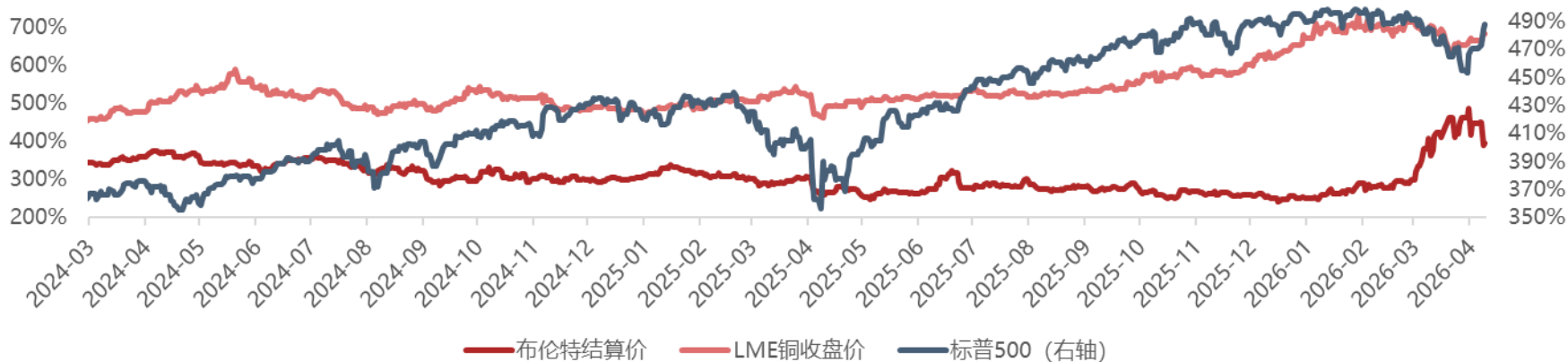
21世纪美国四次降息周期

图表3：2019-2020年资产表现（相对于2000年1月4日的百分比）



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表4：2024-2025年资产表现（相对于2000年1月4日的百分比）



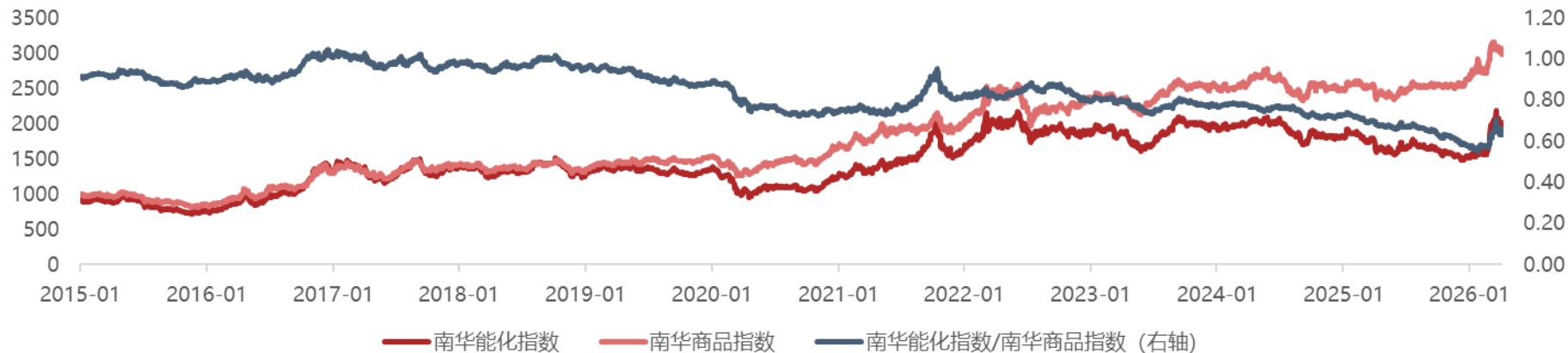
资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

■ 2019-2020年：2019.7
(预防式降息) - 2020.3
(计划外紧急降息+无限
量化宽松)

■ 2024年以来：2024.9
(预防式降息) - 2025.12
(基准利率3.50%-
3.75%)

图表5：南华能化指数估值



■ 南华能化指数水位仍有上升空间。

资料来源：wind，中邮证券研究所

图表6：铜油比、金油比



■ 铜油比，金油比显著回落。

资料来源：wind，中邮证券研究所

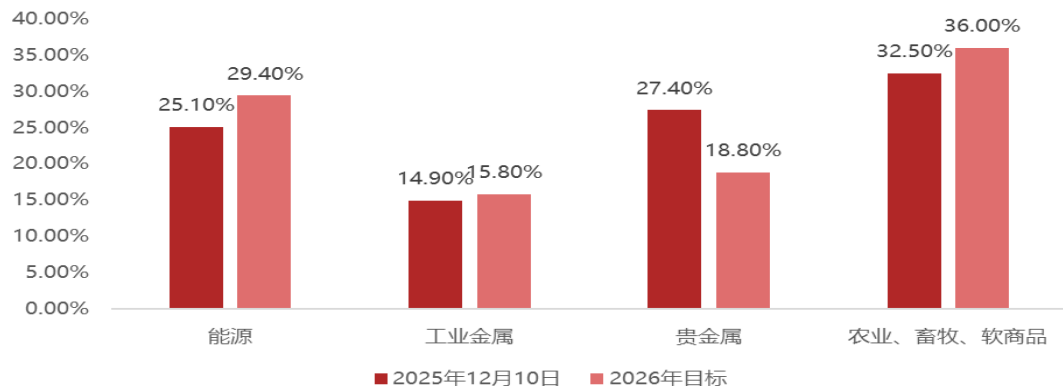
请参阅附注免责声明

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

图表7: BCOM指数



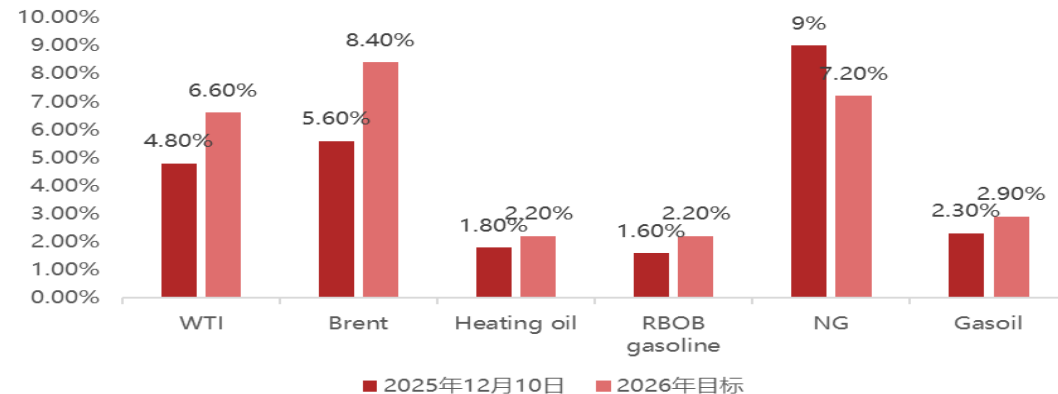
资料来源: J.P.Morgan 《2026 Commodities Index Rebalance Preview》, Bloomberg Finance L.P., 中邮证券研究所

图表9: NYMEX、IPE的原油净持仓多头前四名占总持仓比重-%



资料来源: wind, 美国商品期货交易委员会, 中邮证券研究所

图表8: BCOM指数能源分项



资料来源: J.P.Morgan 《2026 Commodities Index Rebalance Preview》, Bloomberg Finance L.P., 中邮证券研究所

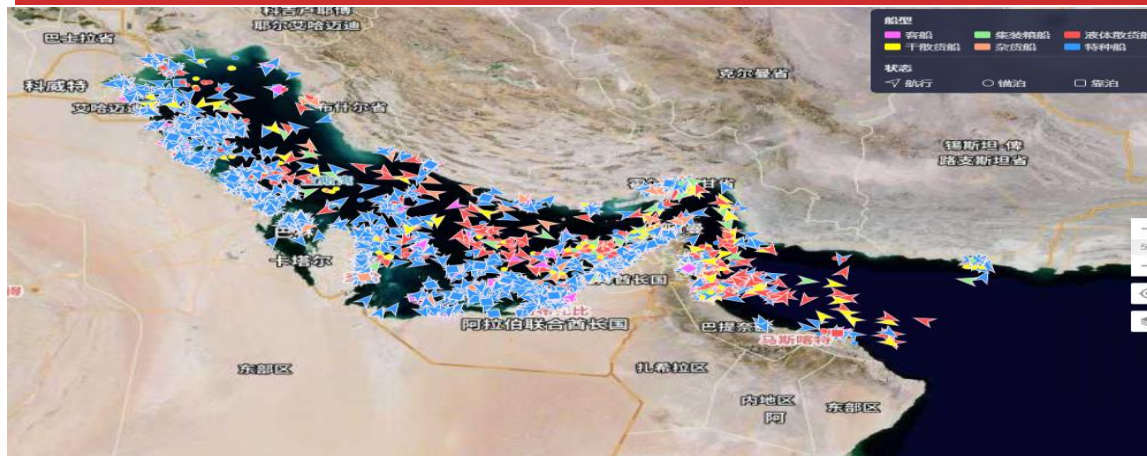
关注资金的轮动

2

原油的基本面——

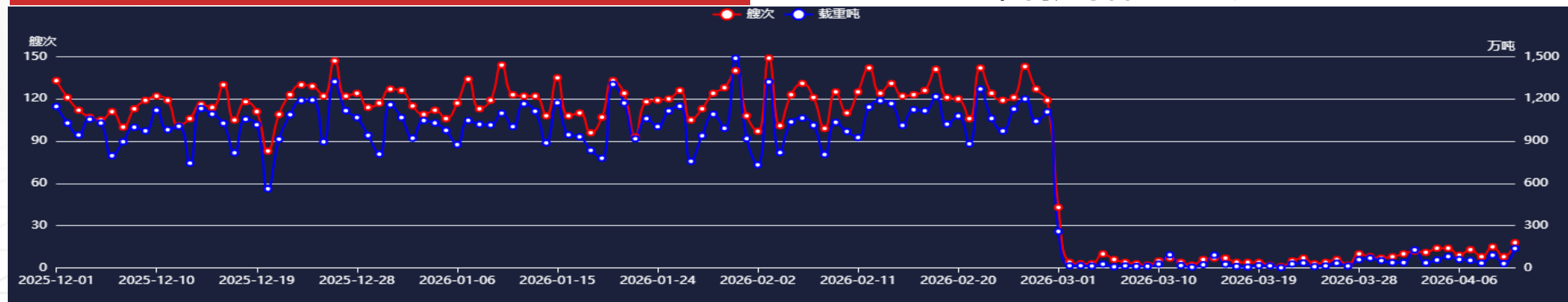
- ◆ 美伊战争与供需平衡表
- ◆ OPEC+
- ◆ 美国

图表10：霍尔木兹海峡船舶情况-4月12日



资料来源：船视宝、调度宝，中邮证券研究所

图表11：霍尔木兹海峡船舶历史进出



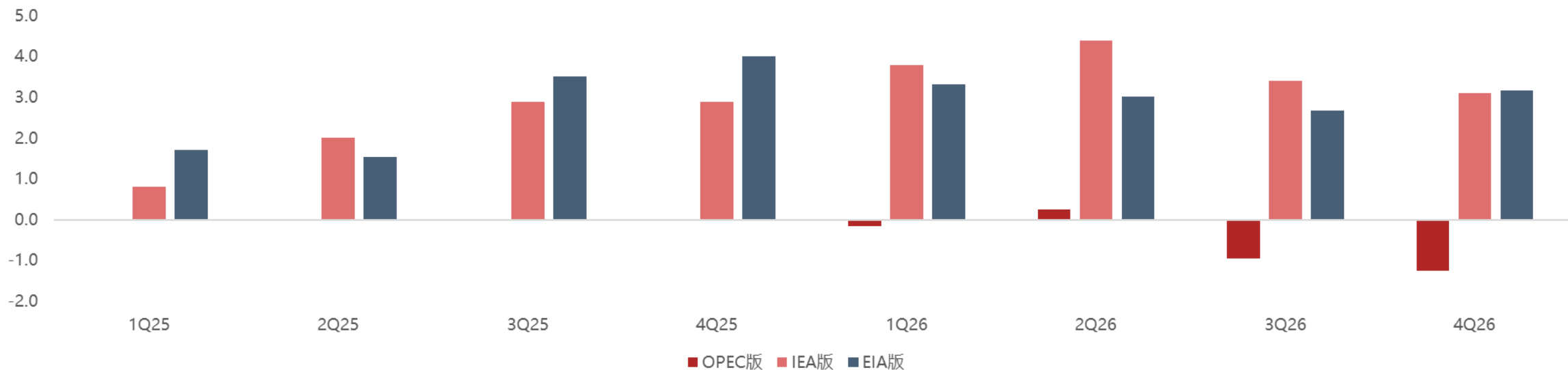
资料来源：船视宝、调度宝，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

- 海峡通行量较战争初期略有恢复，但是依旧很低。
- 根据船视宝、调度宝，4月12日数据，中东贸易区大宗商品出口：
 - 原油出口到港量：上周：454万吨，环比上升12.66%，同比下降75.73%
 - LNG出口到港量：上周：45万吨，环比下降43.04%，同比下降83.46%。
 - LPG出口到港量：上周：25万吨，环比下降24.24%，同比下降86.26%。

■ OPEC版本推演假设：26年不增产，产量（mb/d）等同于26年1月。

图表12：供应减需求（战争前）-mb/d



资料来源：OPEC, EIA, IEA, 中邮证券研究所

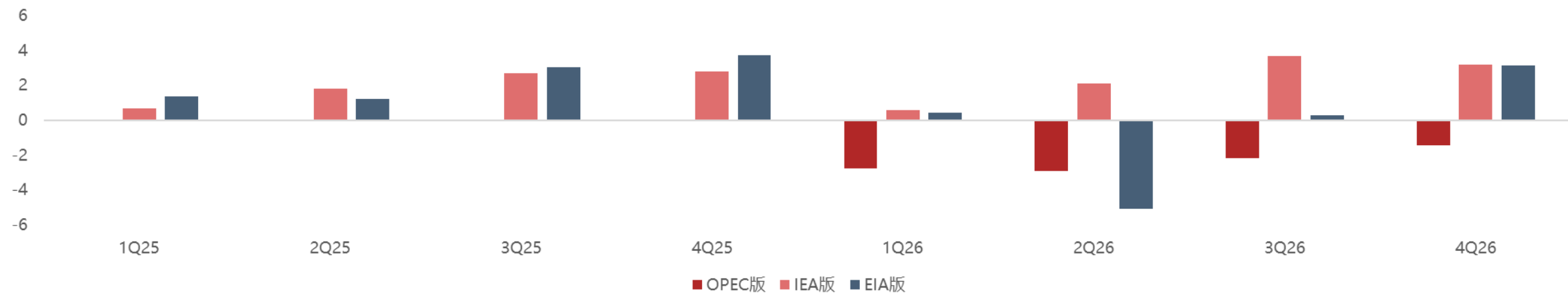
战争后供需平衡表推演

图表13：战争对供应影响-mb/d

单位：百万桶/天	IEA	EIA	OPEC
战争影响产量	-8	3月-7.5, 4月-9.1	-7.7
Q1 OPEC+产量调整	-2.5		-2.5
Q1 全球产量调整	-3.2	-2.9	-2.5
Q2 OPEC+产量调整	-2.1		-3.5
Q2 全球产量调整	-2.5	-8.6	-3.6

资料来源：OPEC，EIA，IEA，中邮证券研究所

图表14：供应减需求（战争后）-mb/d



资料来源：OPEC，EIA，IEA，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

■ 图表13和14中，OPEC版本推演假设：假设二、三、四季度战争损失量分别可以恢复50%、80%、95%。

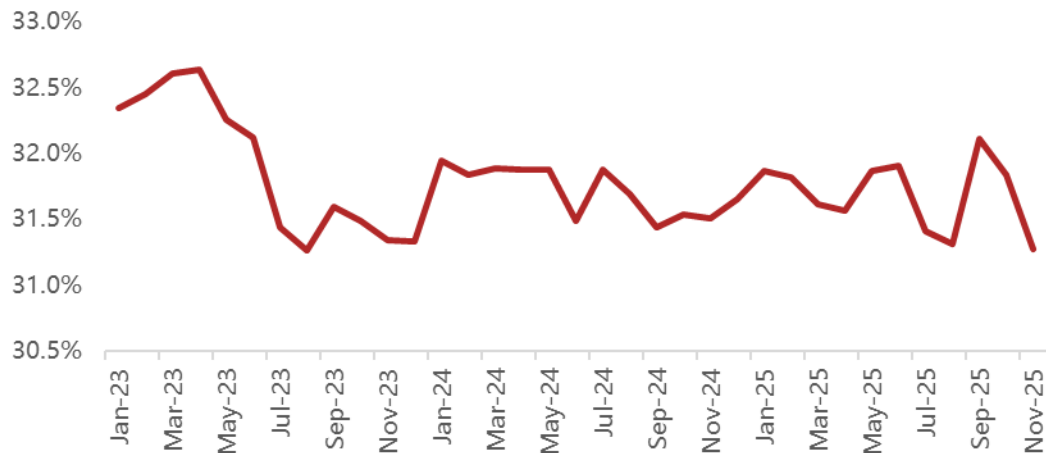
- 沙特等主要产油国财政盈亏平衡油价依旧维持高位，OPEC+5月增产20.6万桶/天。
- 维护价格或已重于市占率。

图表15：财政盈亏平衡油价-美元

	2021	2022	2023	2024	Projections		
					2025	2026	2030
FISCAL BREAKEVEN OIL PRICE ¹							
Oil exporters							
Algeria	111.4	112.5	103.9	155.6	156.6	141.9	119.7
Azerbaijan	57.5	67.3	55.2	68.1	87.3	85.6	91.3
Bahrain	131.6	131.8	137.8	160.8	137.0	138.6	167.3
Iran	118.8	123.0	123.3	137.7	163.0	164.8	132.5
Iraq	54.2	68.5	80.4	83.8	78.6	79.1	79.6
Kazakhstan	183.5	95.3	109.3	114.4	121.2	128.1	100.9
Kuwait	87.0	81.6	79.6	88.2	80.2	76.7	81.6
Libya	52.2	64.4	66.4	73.5	66.7	63.2	61.1
Oman	76.7	55.4	54.0	53.7	57.0	53.5	41.9
Qatar	48.0	48.5	49.9	47.1	44.7	43.2	37.9
Saudi Arabia	82.7	89.1	94.5	96.1	92.3	86.6	82.5
Turkmenistan	28.9	31.5	37.5	43.2	45.3	47.1	56.0
United Arab Emirates	53.0	46.6	45.6	50.0	50.4	45.2	38.4

资料来源：IMF，中邮证券研究所

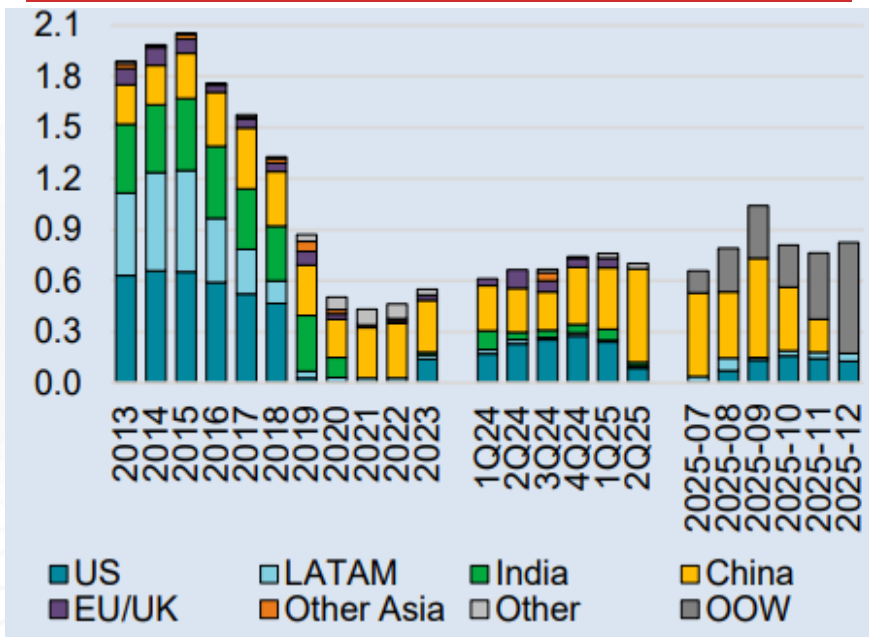
图表16：OPEC产量市占率



资料来源：EIA，中邮证券研究所

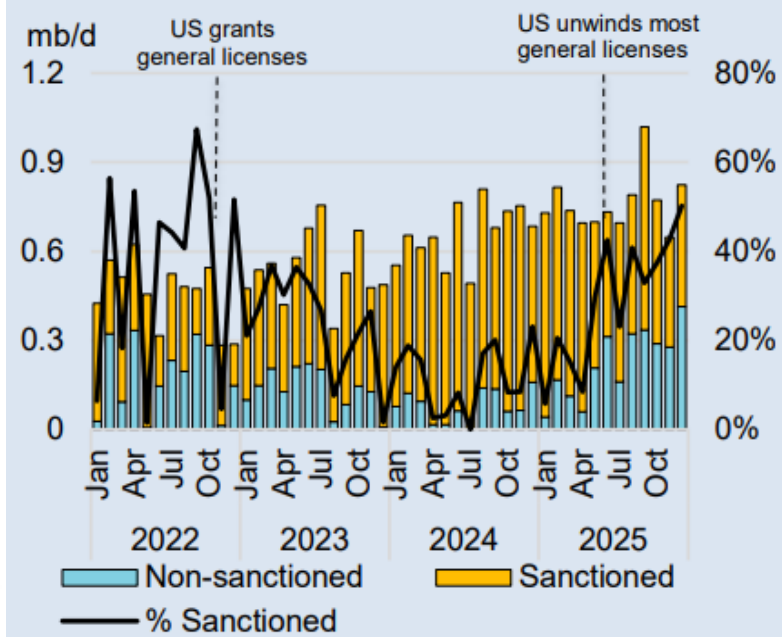
- 去年11月美国宣布关闭委内瑞拉领空，12月扣押制裁油轮“Skipper”，今年1月抓捕委内瑞拉领导人。
- 重质原油，主要出口中国，马瑞原油用于生产沥青。
- 查韦斯时代（国有化、PDVSA委内瑞拉国家石油公司罢工等、油田维护减少），马杜罗时代（恶性通胀、经济制裁、禁运等）

图表17：委内瑞拉出口（按目的地）-百万桶/天



资料来源：IEA，中邮证券研究所

图表18：搭乘受制裁船只的委内瑞拉原油出口量



资料来源：IEA，中邮证券研究所

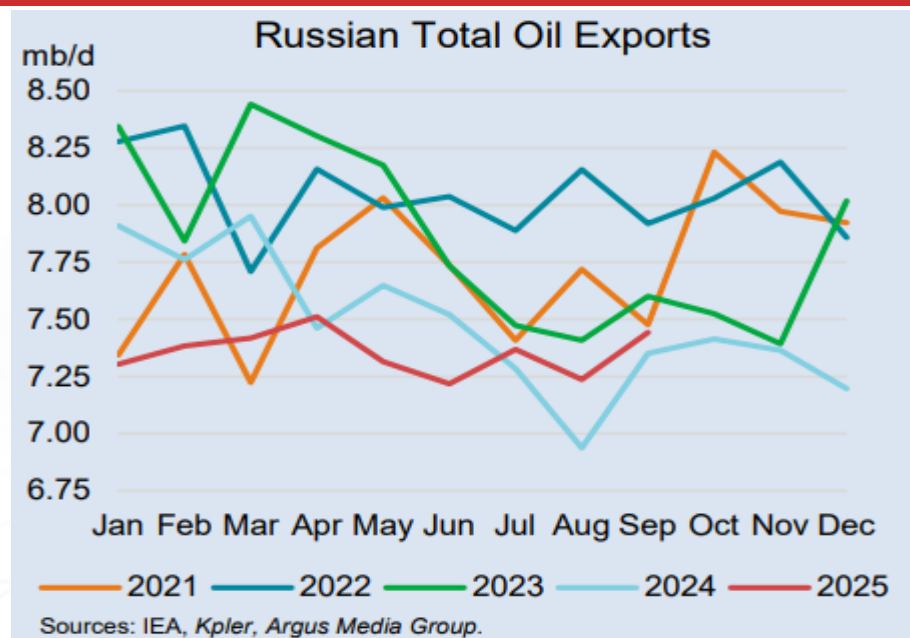
图表19：委内瑞拉原油产量-千桶/天



资料来源：wind，opec，中邮证券研究所

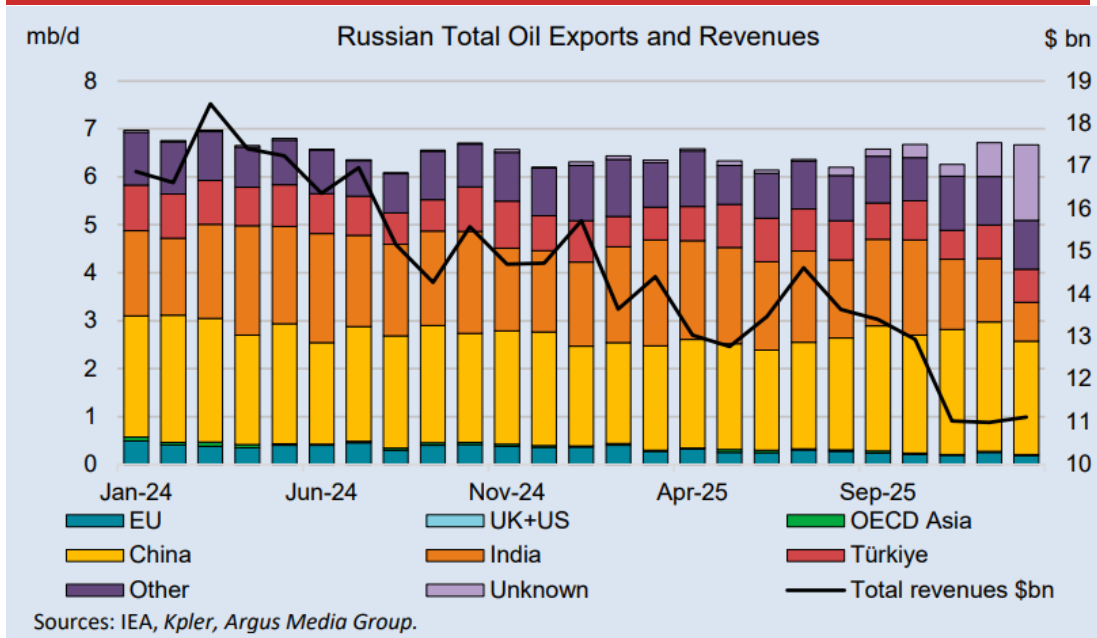
- 美国进口禁令-G7原油价格上限-成品油价格上限-制裁“影子船队”-制裁核心石油巨头（俄罗斯石油、卢克石油）
- 中国和印度是俄油最大买家。

图表20：俄罗斯原油出口-百万桶/天



资料来源：IEA, Kpler, Argus Media Group, 中邮证券研究所

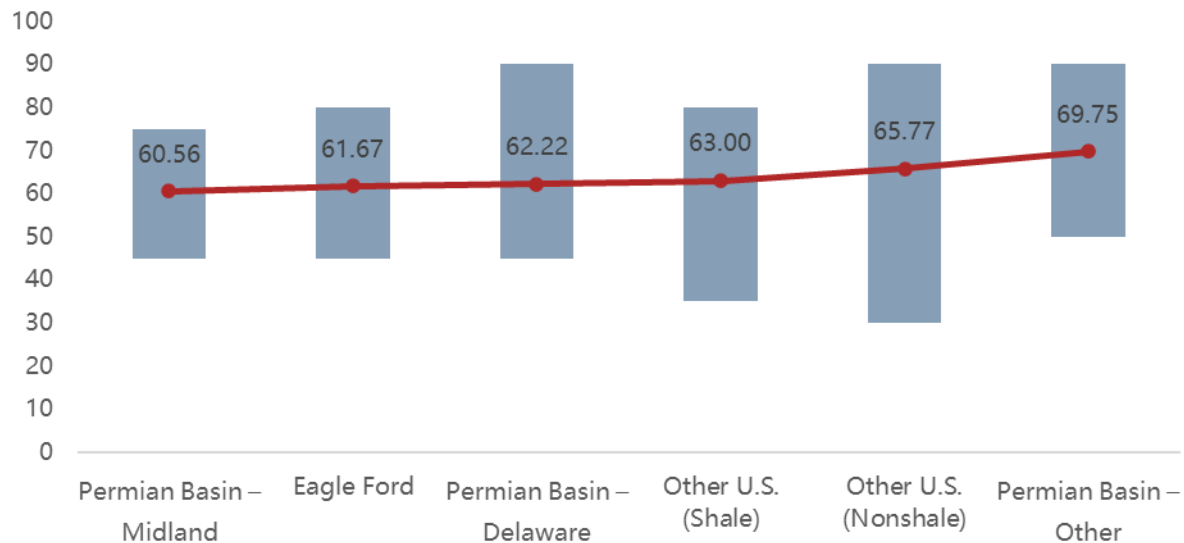
图表21：俄罗斯原油出口目的地



资料来源：IEA, Kpler, Argus Media Group, 中邮证券研究所

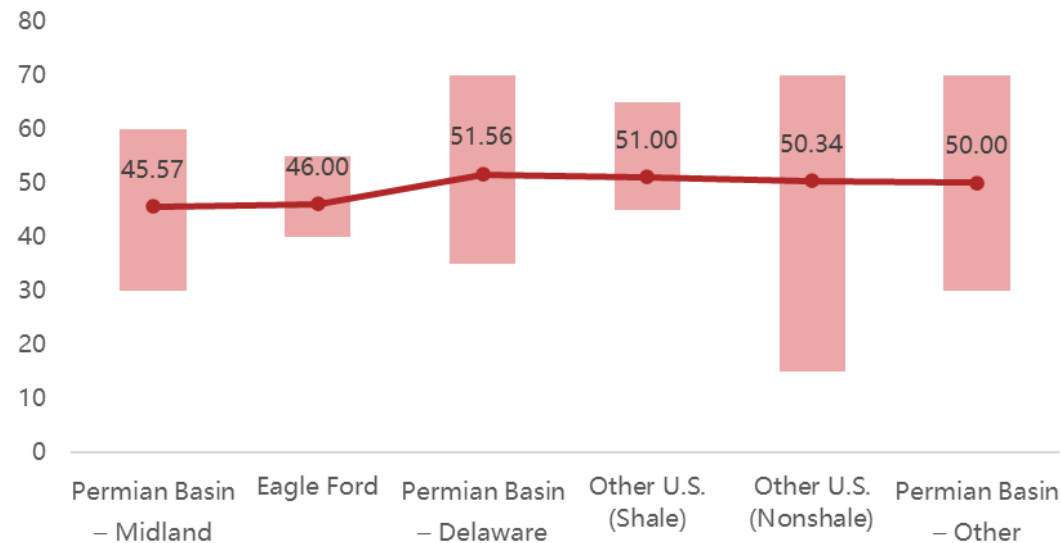
- 根据达拉斯联储调查数据，核心区块完全成本上移。比如核心区域Midland Basin, Delaware Basin等。

图表22：2025年页岩油完全成本-美元/桶



资料来源：Dallas Fed，中邮证券研究所

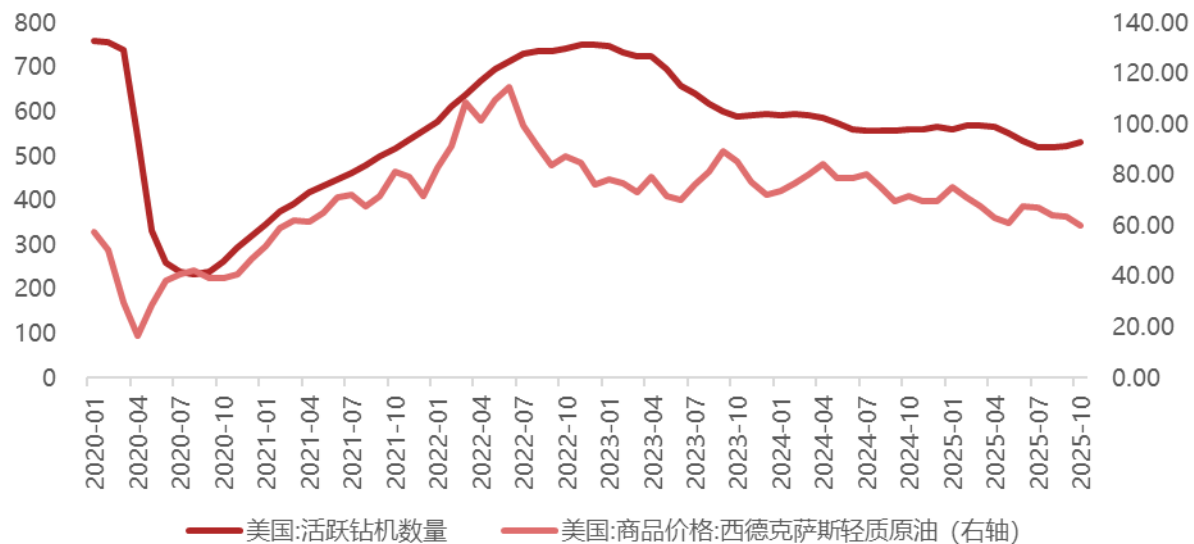
图表23：2020年页岩油完全成本-美元/桶



资料来源：Dallas Fed，中邮证券研究所

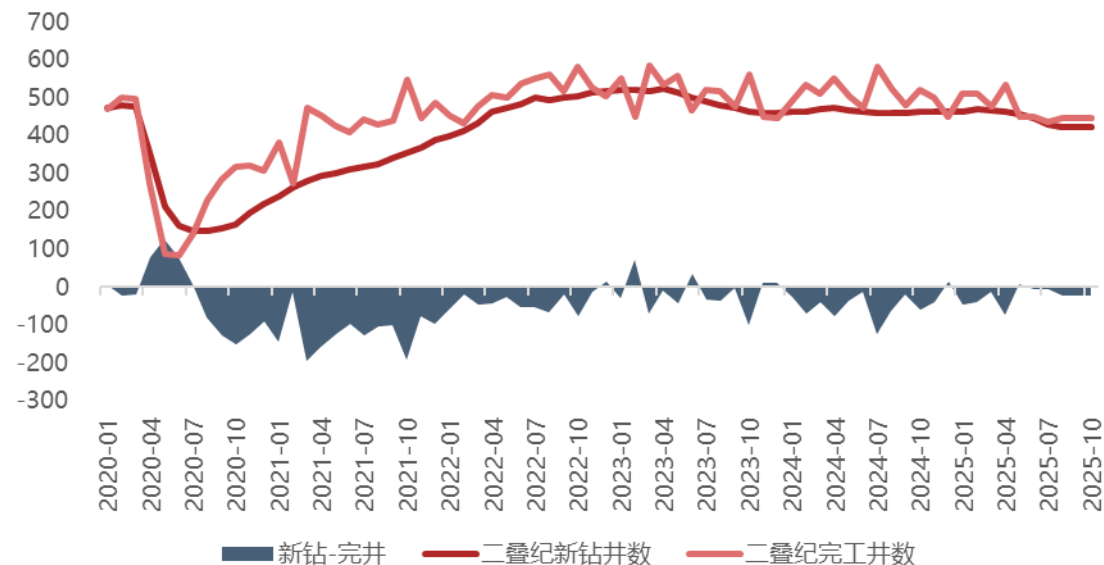
- 油价和美国钻机数量呈现相关性，钻机数量相对油价呈现滞后性。
- 二叠纪区域油井-新钻、完井数呈现下滑态势，新钻井数小于完井井数的趋势仍存。

图表24：美国钻机数量vs原油月均价格-座、美元/桶



资料来源: wind, EIA, 世界银行, 中邮证券研究所

图表25：美国二叠纪区域油井-口



资料来源: wind, EIA, 中邮证券研究所

3

从宏观视角去看—— ◆ 大滞胀下的资产表现

大滞胀：股票在充分计价滞胀前表现较弱

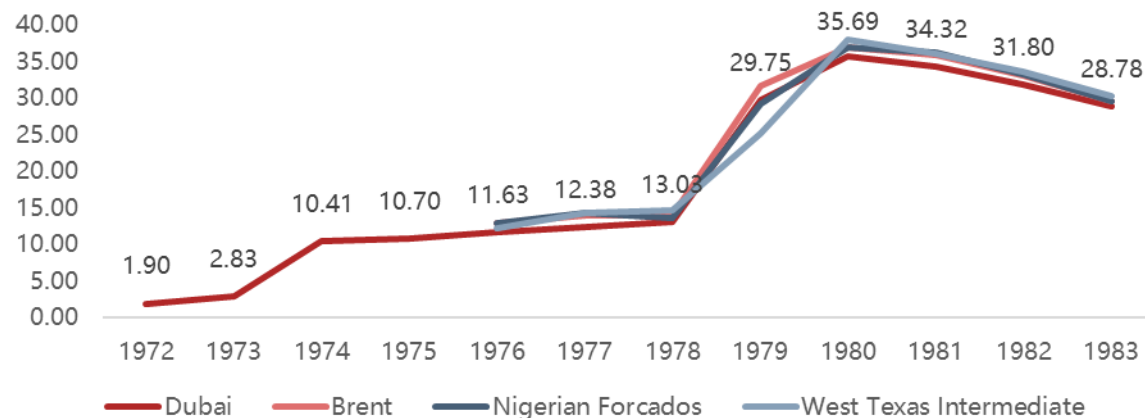
图表26：两次石油危机

	第一次石油危机	第二次石油危机
时间	1973-1974	1978-1981
触发时间	1973年10月第四次中东战争爆发	伊朗爆发伊斯兰革命，1978年10月罢工潮，12月出口中断；1980年9月两伊战争爆发
结束时间	1974年3月18日阿拉伯国家正式宣布解除禁运	1981年3月，OPEC 价格统一化协议
美国经济	GDP1973年+5.6%，1974年-0.5%	GDP1978年+5.5%，1979年+3.2%，1980年-0.3%，1981年+2.5%
油价涨幅	迪拜原油涨幅268%	迪拜原油涨幅163%
石油股涨幅	埃克森美孚XOM收盘价，1973.10.16至1974.3.18：-6.3%，1973.10.16至1974.12.31：-29.4% 雪佛龙CVX收盘价，1973.10.16至1974.3.18：-6.5%，1973.10.16至1974.12.31：-33.0%	埃克森美孚XOM收盘价，1978.10.1至1981.3.31：+17.9%，1978.10.1至峰值1980.11.28：+50.8% 雪佛龙CVX收盘价，1978.10.2至1981.3.31：+74.3%，1978.10.1至峰值1980.11.26：+145.6%
标普500涨幅	1973.10.16至1974.3.18：-11% 1973.10.16至1974.12.31：-37.8%	1978.10.1至1981.3.31：+32.6% 1978.10.1至1980.11.30：+37.0%

资料来源：Yahoo Finance, bp, wind, 中邮证券研究所

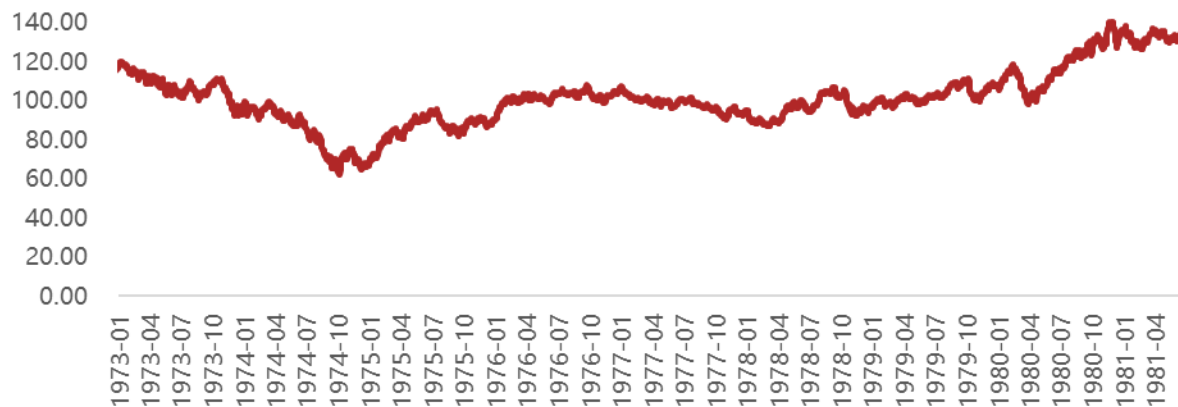
请参阅附注免责声明

图表27：1972-1983年油价-美元/桶



资料来源：bp, 中邮证券研究所

图表28：标普500指数



资料来源：wind, 中邮证券研究所

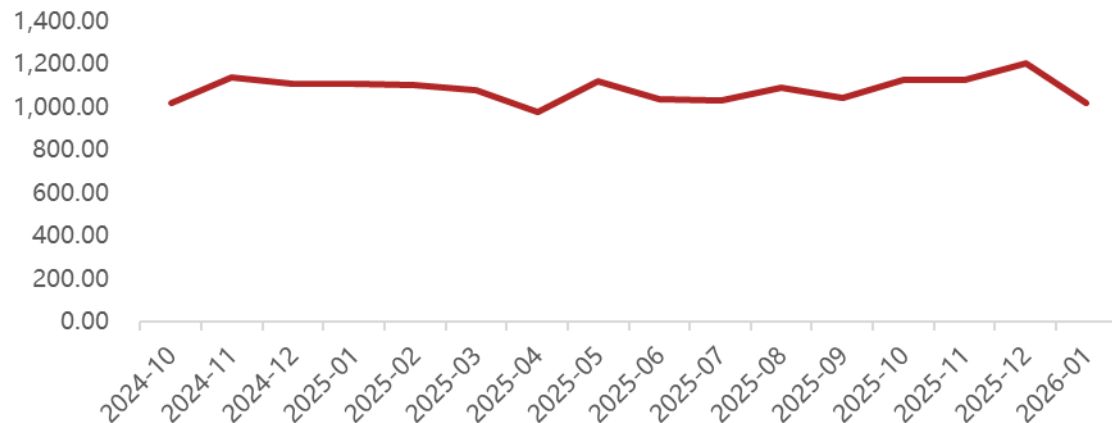
4

油化工有何期待——

- ◆ 烯烃（战争受益）：PP（聚丙烯）、苯乙烯
- ◆ 芳烃（基本面）：PX（对二甲苯）、PTA（精对苯二甲酸）

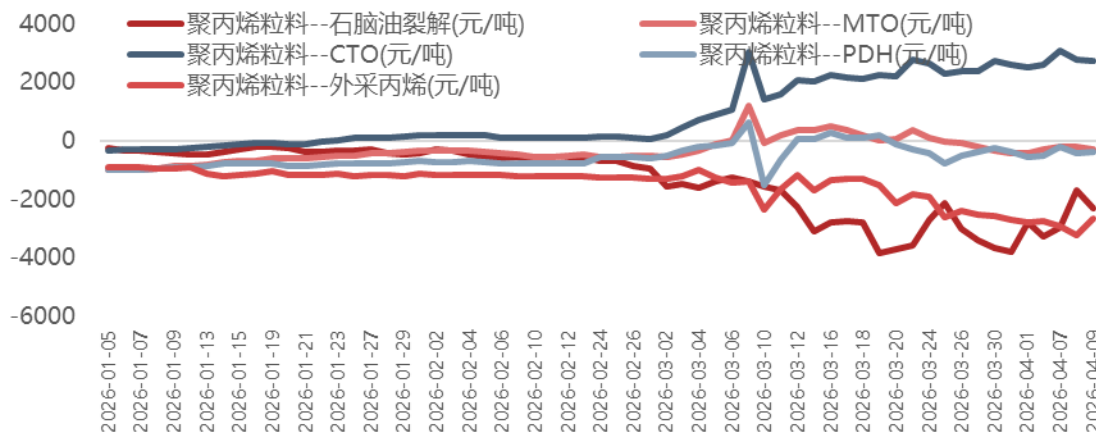
PP：因日本石脑油紧张等因素，价格上涨

图表29：日本:期末库存量:石脑油-千公吨



资料来源：wind，中邮证券研究所

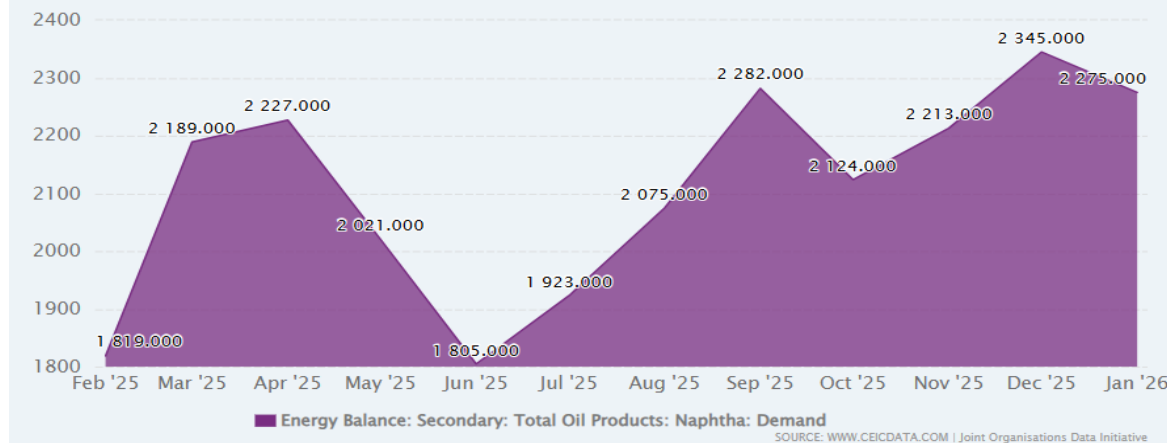
图表31：PP利润-元/吨



资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表30：日本石脑油需求量-千公吨



资料来源：CEIC，中邮证券研究所

- 根据CEIC的2025年2月至2026年1月日本石脑油需求量数据，按照wind的日本石脑油1月期末库存量数据，计算可得日本石脑油可用天数仅为14.73天。
- PP短流程亏损扩大。PDH亏损。
- 根据百川盈孚，PP周度开工率已经从2025-12-27至2026-01-02当周的75.08%下降至2026-04-04至2026-04-10当周的65.28%。

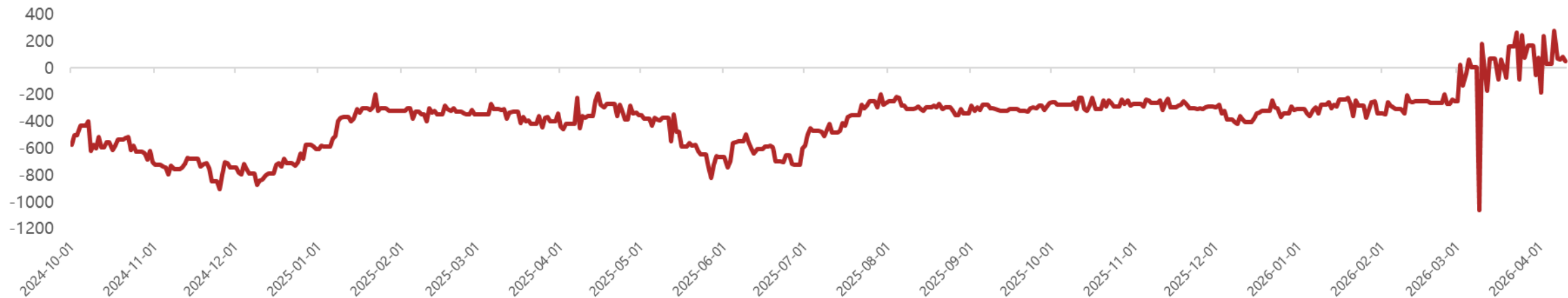
苯乙烯：出口窗口打开

图表32：国内苯乙烯新产能

项目	生产工艺	产能	单位	预计投产时间
大庆新世纪	苯乙烯--乙苯脱氢法	20	万吨	2027年12月
广州新世纪	苯乙烯--乙苯脱氢法	20	万吨	2027年12月
浙江美福石油	苯乙烯--乙苯脱氢法	65	万吨	2027年12月
山东汇丰	苯乙烯--共氧化法	100	万吨	2027年12月
洛阳石化	苯乙烯--裂解汽油抽提法	12	万吨	2026年12月
万华化学	苯乙烯--裂解汽油抽提法	3	万吨	2026年12月
四川石化	苯乙烯--裂解汽油抽提法	2.5	万吨	2026年12月
乌石化	苯乙烯--乙苯脱氢法	30	万吨	2026年12月
山东振华	苯乙烯--共氧化法	60	万吨	2026年12月
华锦阿美	苯乙烯--乙苯脱氢法	60	万吨	2026年6月

资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

图表33：苯乙烯出口利润-元/吨



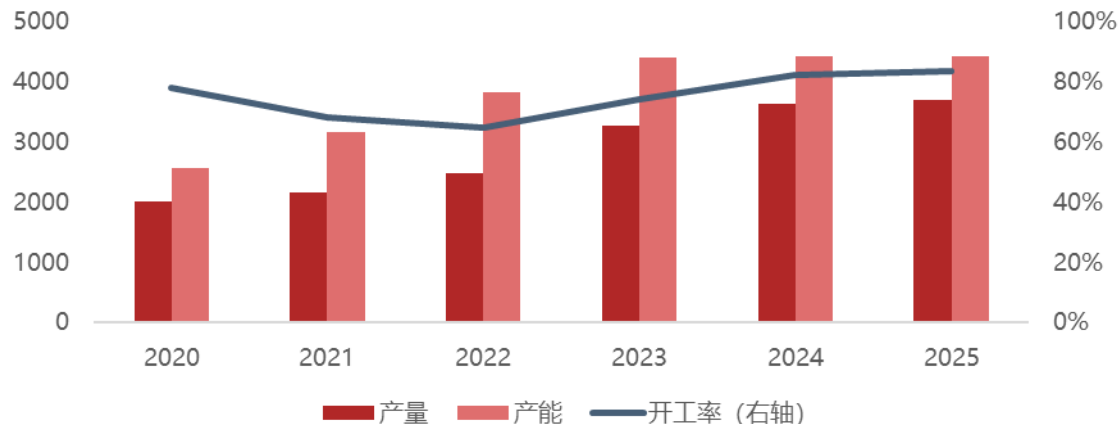
资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

■ 苯乙烯出口窗口打开。

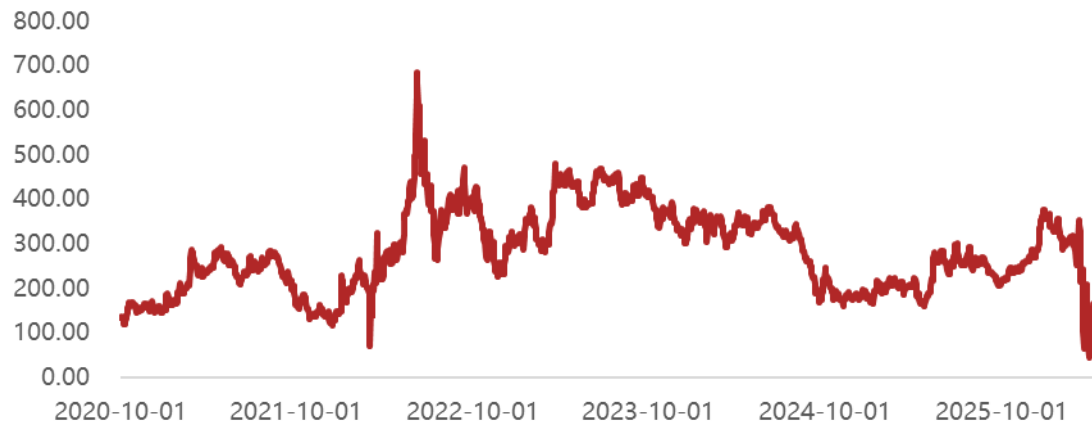
PX: 4月8日PXN仅为166.83美元/吨

图表34: PX产能产量-万吨



资料来源: 百川盈孚, 中邮证券研究所

图表36: PX-Nap价差-美元/吨



资料来源: wind, 中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表35: PX新增产能

企业	项目	产能	预计投产时间	备注
山东东明石化集团有限公司	1500万吨/年炼化一体化项目	220万吨	2028年7月	-
中国石化扬子石油化工有限公司	绿色低碳芳烃提质升级项目	-	2027年12月	产能置换项目
中国石油化工股份有限公司九江分公司	九江石化炼化一体化项目	150万吨	2027年9月	-
中国石油天然气股份有限公司乌鲁木齐石化分公司	150万吨对二甲苯扩能项目	50万吨	2027年9月	-
福建古雷石化有限公司	古雷炼化一体化工程二期项目	200万吨	2027年6月	-
山东裕龙石化有限公司	裕龙岛炼化一体化项目	300万吨	2026年12月	-
华锦阿美石油化工有限公司	华锦阿美1500万吨炼油一体化项目	200万吨	2026年10月	-

资料来源: 百川盈孚, 中邮证券研究所

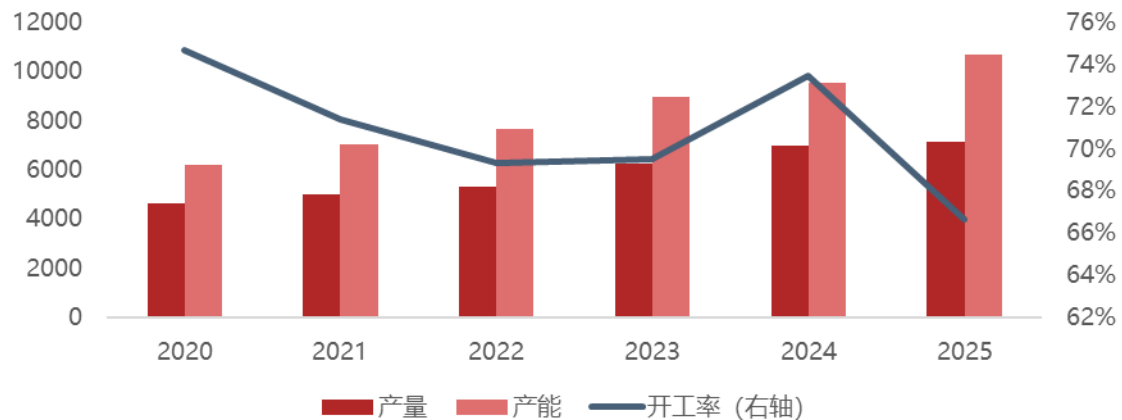
图表37: 汽油裂差vsMX利润-美元/桶、美元/吨



资料来源: wind, 中邮证券研究所

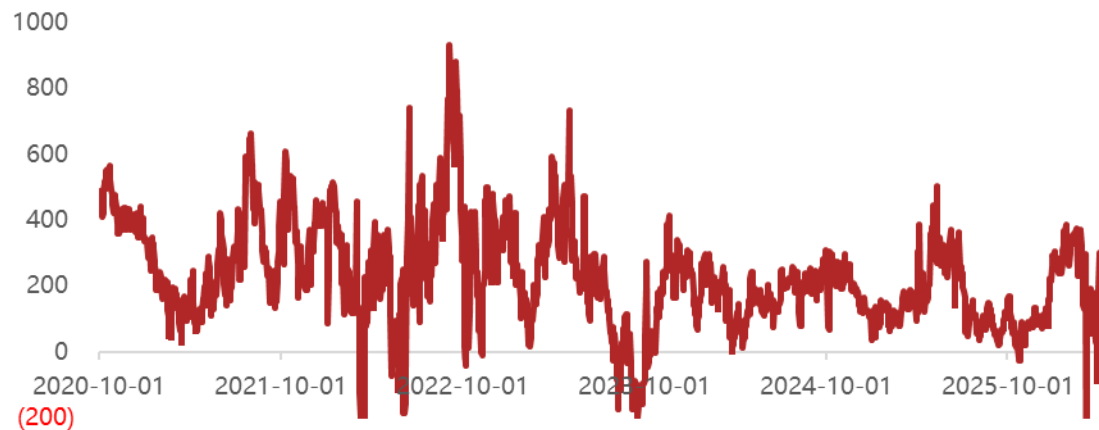
PTA：4月8日PTA加工费为176元/吨

图表38：PTA产能产量-万吨



资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

图表40：PTA加工费-元/吨



资料来源：wind，中邮证券研究所

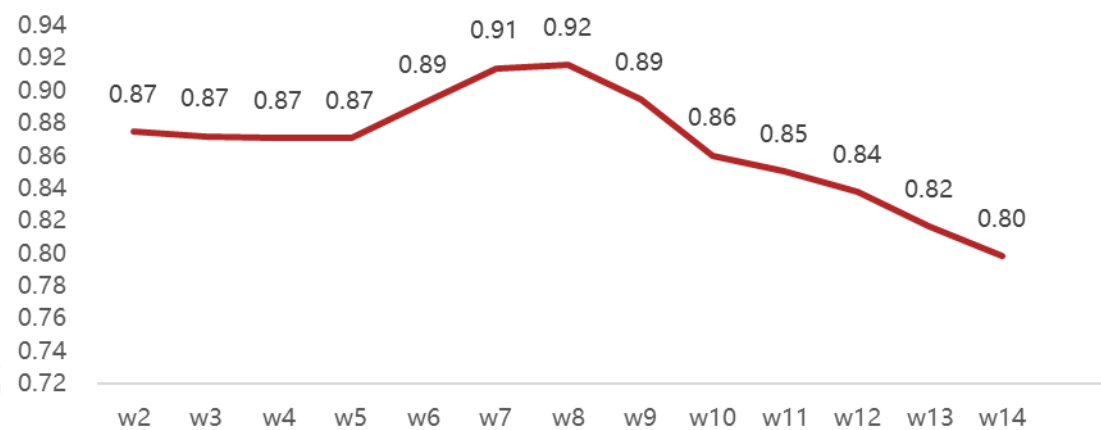
请参阅附注免责声明

图表39：PTA新增产能

项目	产能	预计投产时间	实际投产时间	备注
桐昆钦州绿色化工基地一期化工新材料项目	300万吨	2027年12月	-	-
九江石化300万吨/年PTA项目	300万吨	2027年12月	-	-
200万吨/年精对苯二甲酸（PTA）项目	200万吨	2027年7月	-	-
年产300万吨PTA扩建项目	300万吨	2027年1月	-	-
新凤鸣独山能源新材料一体化项目4期	300万吨	2025年10月	2025年10月	2025年10月27日附近，300万吨PTA装置顺利产出合格品。
三房巷三期PTA项目	320万吨	2025年8月	2025年8月	2025年8月4日，一条线160万吨PTA装置基本稳定运行。另一线160万吨PTA装置8月25日投产。
江苏虹港石化有限公司240万吨/年精对苯二甲酸（PTA）三期项目	250万吨	2025年8月	2025年6月	250万吨PTA装置于6月7号逐步投产。

资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

图表41：2026年PX开工率



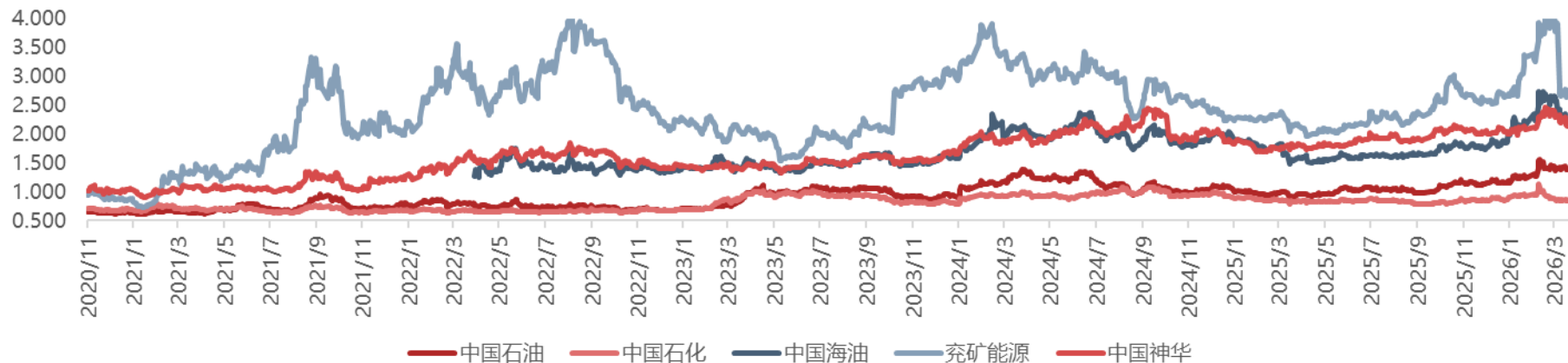
资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

5

标的——

- ◆ 上游
- ◆ 民营炼化
- ◆ PTA、聚酯

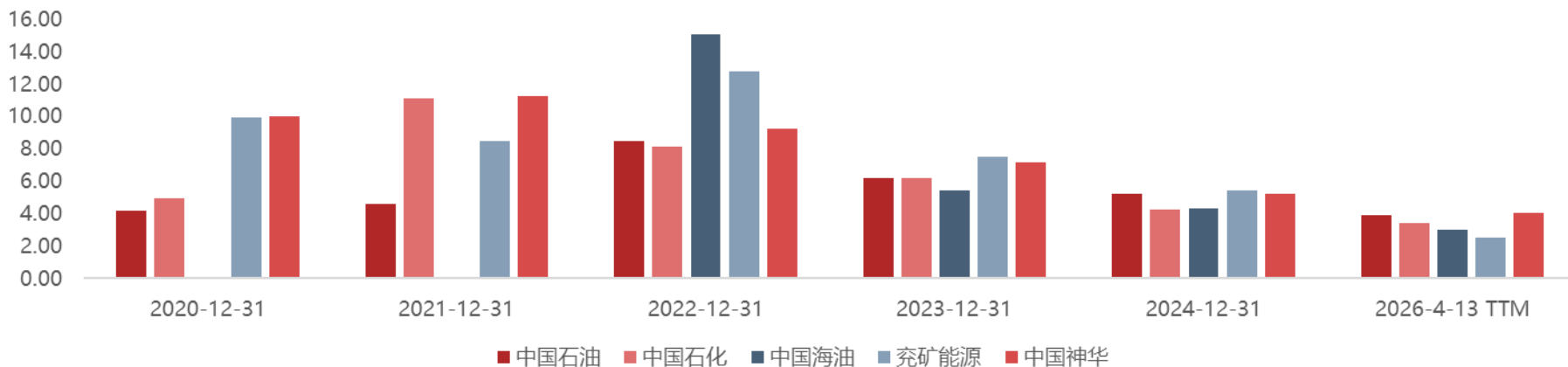
图表42：三桶油vs中国神华、兖矿能源的A股PB对比



■ 三桶油PB估值整体相对偏低。

资料来源：wind，中邮证券研究所

图表43：三桶油vs中国神华、兖矿能源的A股股息率对比-%



■ 近年三桶油的股息率下滑速度相对偏慢。最近数月虽有分化，但整体有所加速。

资料来源：wind，中邮证券研究所

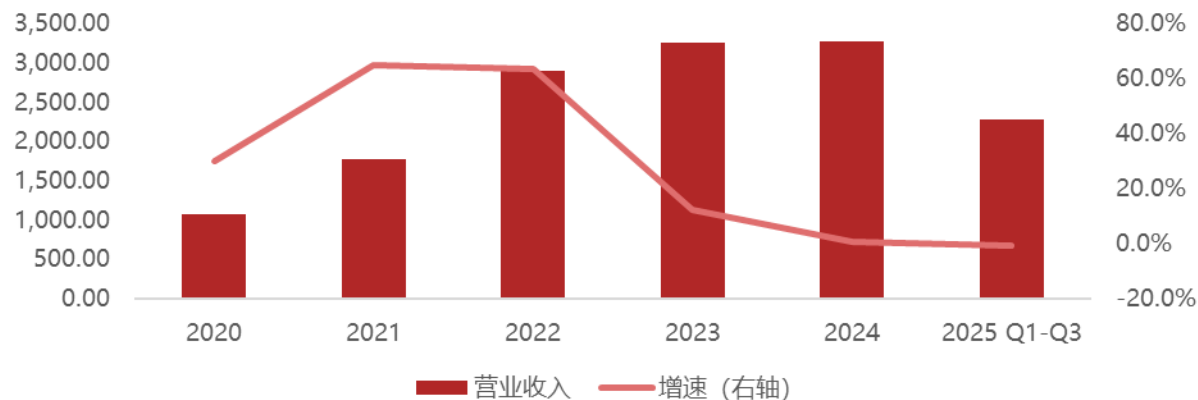
请参阅附注免责声明

更多免费行业报告

并购家

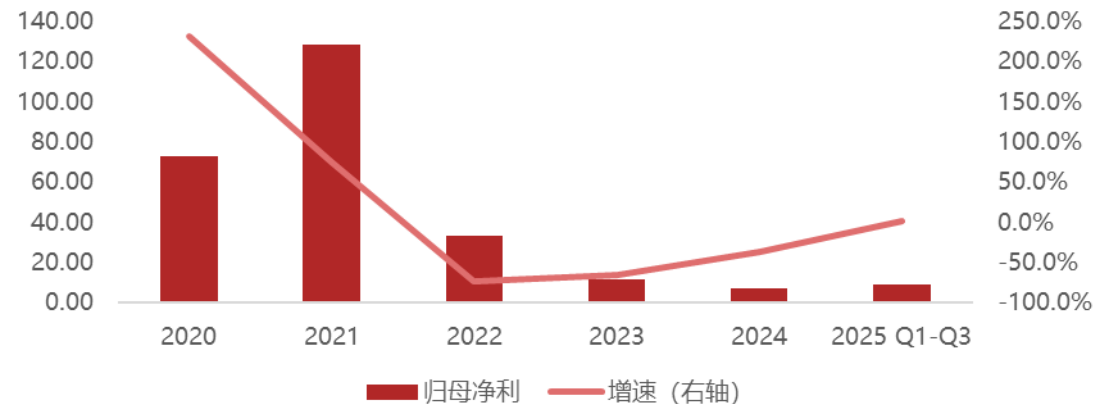
www.ipoiipo.cn

图表44：荣盛石化营收及同比增长-亿元



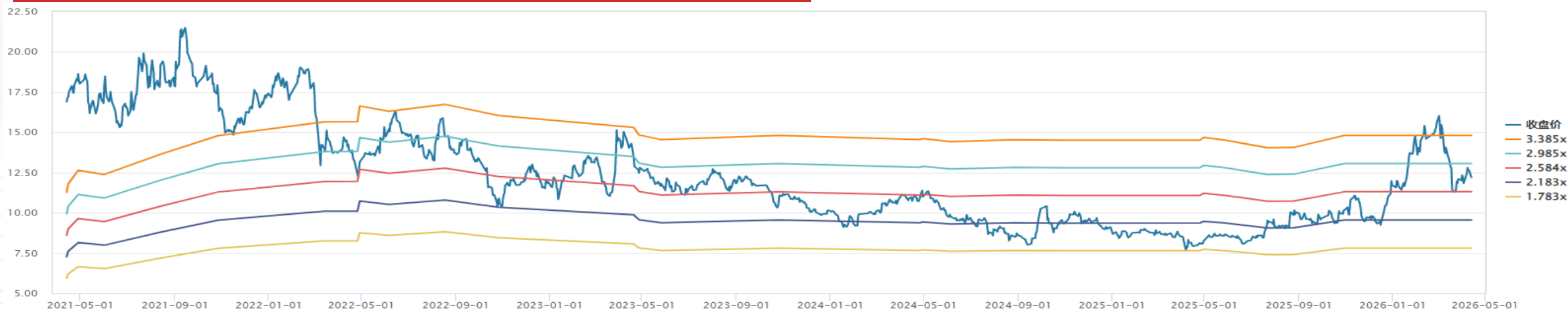
资料来源：wind，中邮证券研究所

图表45：荣盛石化归母净利润及同比增长-亿元



资料来源：wind，中邮证券研究所

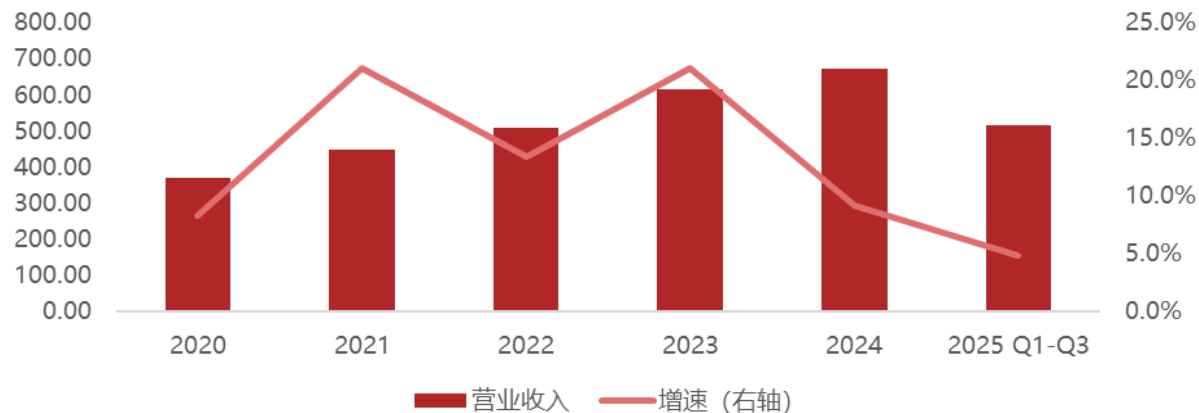
图表46：荣盛石化PB band



资料来源：wind，中邮证券研究所

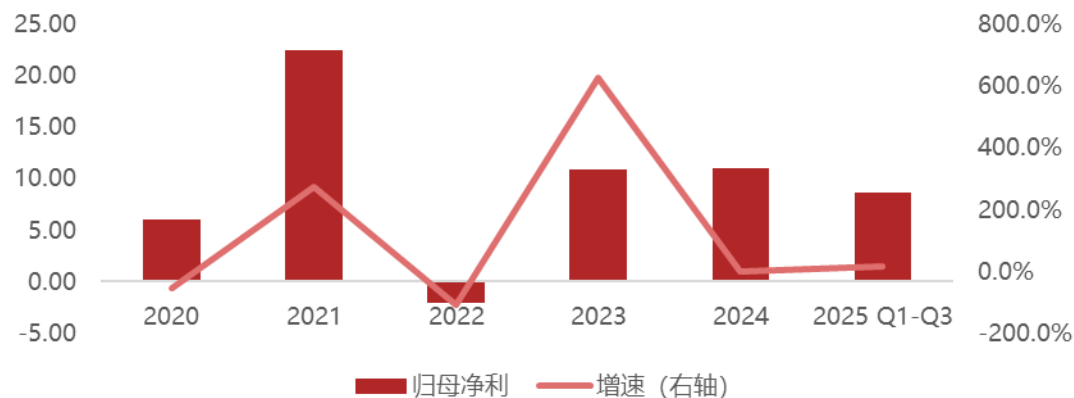
请参阅附注免责声明

图表47：新凤鸣营收及同比增长-亿元



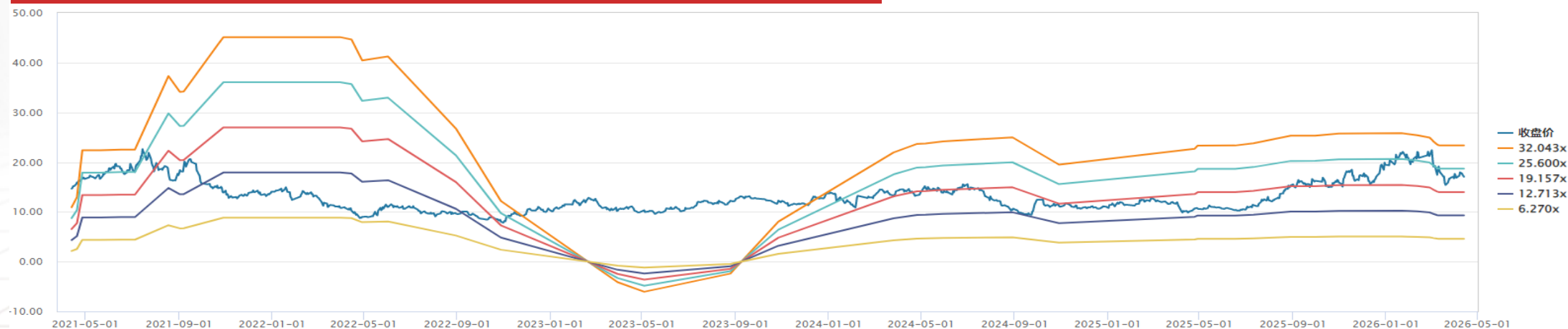
资料来源：wind，中邮证券研究所

图表48：新凤鸣归母净利润及同比增长-亿元



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表49：新凤鸣PE band



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

- 油价剧烈波动
- 地缘风险
- 欧美通胀反复
- 欧美经济波动
- 行业政策变化
- 项目投产进度变化
- 需求变化
- 其他等

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编: 518048



中邮证券

CHINA POST SECURITIES