

行业研究

石化行业 Q1 总结：地缘风险支撑油价，下游需求景气有望上行

——石油化工行业周报第 397 期（20250331-20250406）

要点

25Q1 地缘政治不确定性增强，油价大幅波动。2025Q1，俄乌、中东等主要地缘政治冲突地区局势发生较大变化，地缘政治的不确定性驱动油价大幅波动，此外 OPEC+产量政策变化、市场对特朗普政府的能源政策预期也加剧了油价波动。截至 2025 年 3 月 31 日，布伦特、WTI 原油期货价格分别为 74.71、71.40 美元/桶，较年初分别-0.2%、-0.7%。特朗普上台后致力于调停俄乌冲突，市场重新计量油价的地缘政治风险，2025 年 2 月-3 月上旬油价下跌。但是，由于俄乌冲突各方矛盾纠纷复杂，利益难以调和，截至 3 月 31 日特朗普政府的调停并未取得实质进展，油价于 3 月中下旬开启一轮反弹。我们认为俄乌和谈前景仍存较大不确定性，而地缘政治前景不明将在 2025 年继续对油价波动起到推波助澜的作用。

需求向好叠加页岩油成本支撑，中长期油价仍存高景气基础。2025 年以来 IEA 对原油需求整体保持乐观，在最新的 3 月月报中预计 2025 年全球石油需求增长 103 万桶/日。根据达拉斯联储 25Q1 的调查，对于新开发油井，受访页岩油生产企业平均需要 65 美元/桶的 WTI 油价以实现可盈利的钻井，高于上年的 64 美元/桶，不同区域新钻井的盈亏平衡油价在 61-70 美元/桶之间。美国页岩油参与原油市场边际成本定价，和 OPEC+共同对原油市场形成支撑。

成本下行叠加供需修复，持续看好大炼化、煤化工、烯烃等板块。原油采购成本为炼化行业最主要的成本来源，地缘政治冲突缓解叠加原油供需趋于宽松，中长期能源价格有望持续回调，利好炼化行业成本下行。25 年以来宏观经济修复和工业需求的整体向好，有望驱动化工品盈利整体回暖。**(1) 大炼化：**25Q1PX 盈利有所修复，PTA 盈利转正；“金三银四”正当时，25Q1 下游织机开工快速提升，化纤需求提振。**(2) 煤化工：**2025Q1 煤炭供需延续宽松，国内主要品种煤炭价格持续下跌，煤化工产业链相关产品盈利能力显著改善，煤制烯烃等煤头化工品相较于油头路线盈利能力有望凸显。**(3) 烯烃：**2025 年以来，海外乙烷价格低位震荡，乙烷价格位于 23-28 美元/加仑区间震荡。在海外天然气产能持续增长的背景下，持续看好气头烯烃景气度向好。

投资建议：受海外地缘政治缓和预期影响，近期油价震荡下行，我们认为在地缘政治仍存不确定的前提下，中长期原油供需格局仍具备景气基础，在长期主义视角下，我们持续坚定看好“三桶油”及油服板块。此外，能源价格下降利好下游炼化企业减轻成本压力，看好大炼化、煤化工、乙烯盈利向好。建议关注：(1) 中国石油 (A+H)、中国石化 (A+H)、中国海油 (A+H)；(2) “三桶油”下属油服工程企业，中海油服、海油工程、海油发展、中油工程、石化油服、中石化炼化工程 (H 股)。(3) 炼化化纤产业链龙头，中国石化、恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣；(4) 煤化工龙头，宝丰能源、华鲁恒升、阳煤化工、中国旭阳集团等；(5) 乙烷制乙烯龙头，卫星化学。

风险分析：上游资本开支增速不及预期、原油和天然气价格大幅波动。

石油化工

增持（维持）

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：蔡嘉豪

执业证书编号：S0930523070003

021-52523800

caijiahao@ebsecn.com

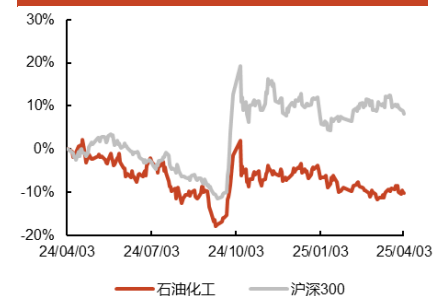
分析师：王礼沫

执业证书编号：S0930524040002

010-56513142

wanglimo@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

目 录

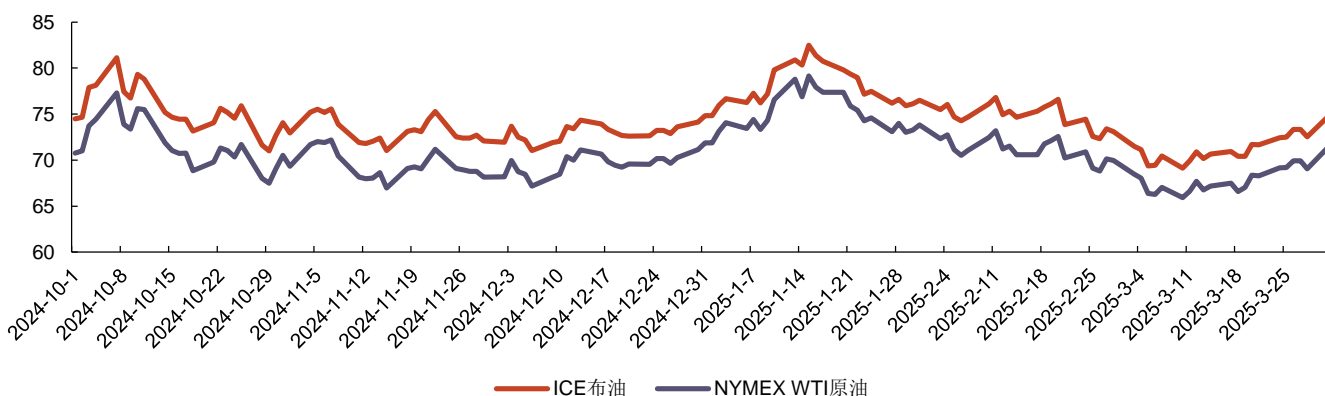
1、石化行业 25Q1 总结及展望	3
1.1 地缘政治不确定性使油价大幅波动，页岩油边际成本提供油价支撑	3
1.2 成本下行叠加供需修复，炼化、煤化工、烯烃景气度向好	5
2、原油行业数据库	9
2.1 国际原油及天然气期货价格与持仓	9
2.2 中国原油期货价格及持仓	10
2.3 原油及石油制品库存情况	11
2.4 石油需求情况	12
2.5 石油供给情况	13
2.6 炼油及石化产品情况	14
2.7 其他金融变量	15
3、风险分析	16

1、石化行业 25Q1 总结及展望

1.1 地缘政治不确定性使油价大幅波动，页岩油边际成本提供油价支撑

25Q1 地缘政治局势风起云涌，油价波动剧烈。2025Q1，俄乌、中东等主要地缘政治冲突地区局势发生较大变化，地缘政治的不确定性驱动油价大幅波动，此外 OPEC+产量政策变化、市场对特朗普政府的能源政策预期也加剧了油价波动。截至 2025 年 3 月 31 日，布伦特、WTI 原油期货价格分别为 74.71、71.40 美元/桶，较年初分别-0.2%、-0.7%。

图 1：2024Q4 至 2025Q1 油价变化（美元/桶）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-31

俄乌和谈前景不明，地缘政治风险仍为油价波动主要因素。2025 年 1 月，特朗普就任美国总统前夕，拜登政府对俄罗斯石油生产和海运实施大规模制裁，供给中断担忧驱动油价上涨。特朗普上台后致力于调停俄乌冲突，市场重新计量油价的地缘政治风险，2025 年 2 月-3 月上旬油价持续下跌。但是，由于俄乌冲突各方矛盾纠纷复杂，利益难以调和，截至 3 月 31 日特朗普政府的调停并未取得实质进展，油价于 3 月中下旬开启一轮反弹。我们认为俄乌和谈前景仍存不确定性，而地缘政治前景不明将在 2025 年继续对油价波动起到推波助澜的作用。

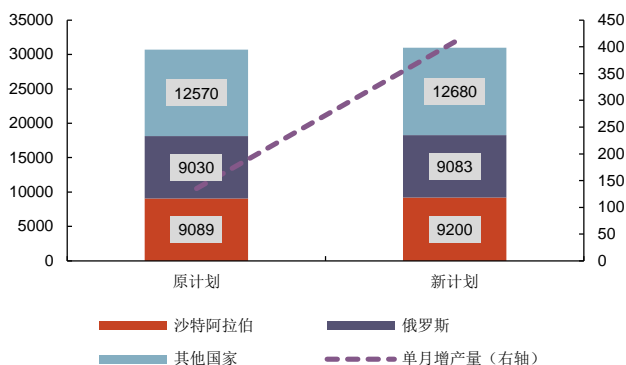
表 1：2025Q1 俄乌冲突相关重要事件汇总

时间	事件
2025/1/10	美国财政部针对俄罗斯石油生产和出口实施制裁，涉及该国两家最大石油天然气公司及 183 艘油轮。白宫官员表示，这些制裁是迄今为止针对俄罗斯能源部门最为严厉的措施，旨在切断俄罗斯主要的俄乌冲突资金来源。
2025/2/13	美国总统特朗普当地时间周三上午与俄罗斯总统普京进行了通话。
2025/2/18	美国与俄罗斯官员 18 日在沙特首都利雅得举行了超过四小时的会谈，这是双方首次就结束俄乌冲突进行直接对话。
2025/2/24	联合国安理会通过美国提出的旨在结束俄乌冲突的决议草案，呼吁迅速结束冲突，并进一步敦促乌克兰和俄罗斯之间达成持久和平。
2025/3/1	美国总统特朗普在白宫与乌克兰总统泽连斯基会晤时，双方多次发生争执。
2025/3/7	美国总统特朗普周五表示，鉴于俄罗斯持续对乌克兰发动攻击，他正“强烈考虑”对俄罗斯实施新的制裁和关税，在预期的和平谈判前加大施压力度。
2025/3/27	乌克兰和俄罗斯相互指责对方违反了由美国斡旋达成的能源设施停火协议，同时，欧盟表示不会满足俄罗斯为黑海地区计划中的停火所设定的条件。美国分别与乌克兰和俄罗斯宣布确保黑海航行安全、禁止袭击能源设施的协议，但来自乌克兰和俄罗斯的言论表明，双方在立场上仍相距甚远。
2025/3/31	美国总统特朗普表示，他对俄罗斯总统普京“很生气”，如果不能与乌克兰达成停火协议，他将考虑对俄罗斯石油征收“二级关税”。

资料来源：美国财政部、金十数据等，光大证券研究所整理

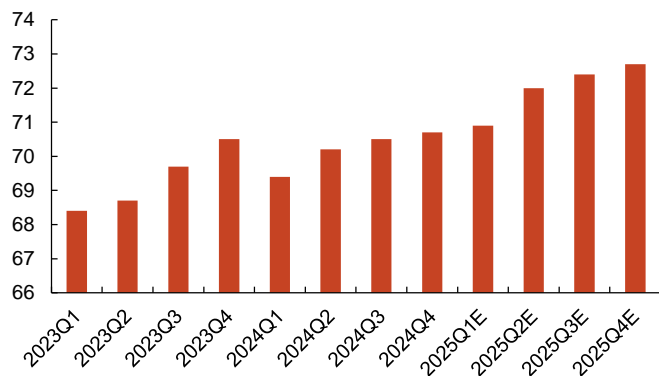
OPEC+超预期增产，关注增产落地情况。4月3日 OPEC+决定5月增产41万桶/日，相当于3月3日原定增产计划中三个月的增量，增产力度超出市场预期，引发油价大跌，截至4月4日布油报收66.06美元/桶，较4月2日收盘下跌9.96%。根据IEA的预测，2025年全球原油供给将增长190万桶/日，即使OPEC+维持产量不变，今年全球油市仍面临每天45万桶的供应过剩，原因在于来自美国、巴西、加拿大和圭亚那等产油国的竞争性供应超过了消费增长。考虑到超产补偿措施，我们预计OPEC+的实际产量增长将低于计划水平，建议密切关注OPEC+的增产落地情况。

图2：OPEC+对5月产量配额的调整（单位：千桶/日）



资料来源：OPEC，光大证券研究所整理

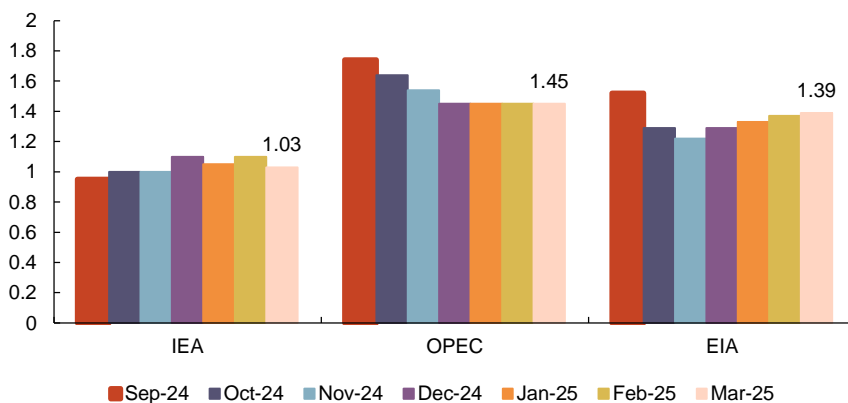
图3：IEA对非OPEC国家供给的预测（百万桶/日）



资料来源：IEA 预测，光大证券研究所整理

25年原油需求向好，油价仍具备中长期维持高景气的基础。2025年以来IEA对原油需求整体保持乐观，在最新的3月月报中预计2025年全球石油需求增长103万桶/日，中国仍是需求增长的最大推动力，25年中国石油需求将增长约21万桶/日。OPEC、EIA分别预计25年原油需求增长145、139万桶/日，预计25-26年石油需求稳定增长。我们认为地缘政治局势仍存不确定性，在市场对地缘政治的交易结束后，而25-26年原油需求的稳定增长、OPEC和美国页岩油的边际成本定价将继续奠定油价中长期维持高景气的基础。

图4：三大石油组织对25年原油需求增长的预测（百万桶/日）



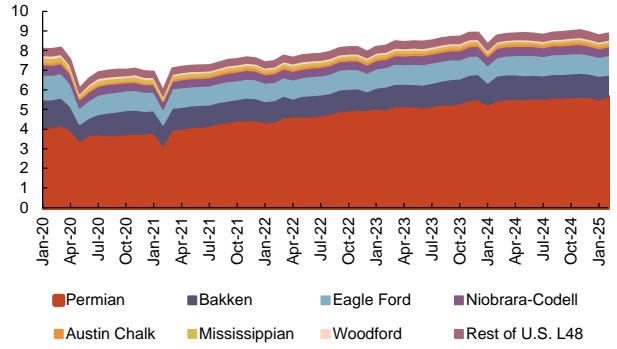
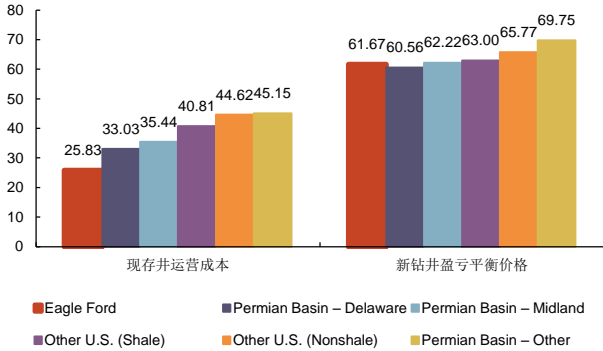
资料来源：IEA、OPEC、EIA，光大证券研究所整理

美国页岩油边际成本约为65美元/桶，边际成本定价有望驱动油价再平衡。特朗普计划推出大型能源政策，鼓励石油天然气生产，美国页岩油有望成为原油市场边际增量。根据达拉斯联储25Q1的调查，对于现存油井，受访页岩油生产企业平均需要41美元/桶的WTI油价以支撑运营，高于2024Q1调查结果39美元/桶；对于新开发油井，受访页岩油生产企业平均需要65美元/桶的WTI油价

以实现可盈利的钻井，高于上年同期的 64 美元/桶，不同区域新钻井的盈亏平衡油价在 61-70 美元/桶之间。2021 年以来，美国页岩油企业快速消耗库存井并进行增产，目前新钻井的盈亏平衡价格可作为美国页岩油边际成本的代表，即美国页岩油边际成本约为 65 美元/桶。美国页岩油参与原油市场边际成本定价，和 OPEC+ 共同对原油市场形成支撑。

图 5：25Q1 美国页岩油成本调查情况（单位：美元/桶）

图 6：美国页岩油产量（百万桶/日）



资料来源：达拉斯联储，光大证券研究所整理 数据时间为 2025Q1

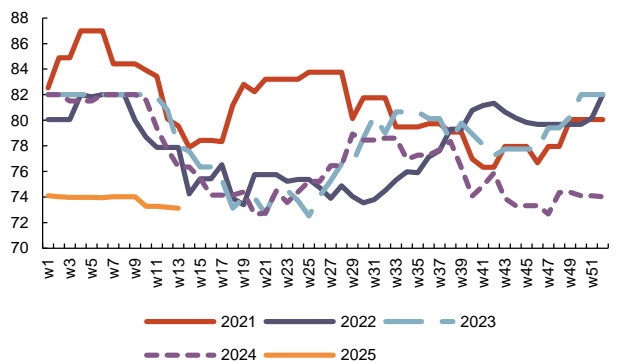
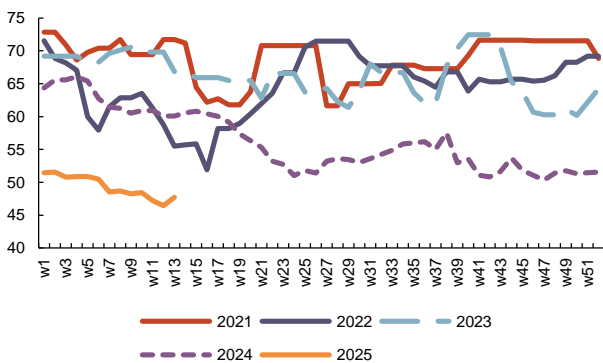
资料来源：EIA，光大证券研究所整理 数据截至 2025-02

1.2 成本下行叠加供需修复，炼化、煤化工、烯烃景气度向好

成品油需求低迷叠加对俄制裁影响，一季度山东地炼开工率创历史新低。2024 年以来成品油需求下行，叠加 25 年初对俄制裁影响，25Q1 山东地炼开工率持续降低。2025 年 3 月 27 日当周，山东地炼开工率为 47.7%，位于 5 年以来低位。考虑到我国成品油需求达峰趋势不改，我们预计山东地炼的开工率仍将维持低位运行，从而使得国内炼化产品供给量呈缩减趋势。

图 7：山东地炼开工率（%）

图 8：主营炼厂开工率（%）

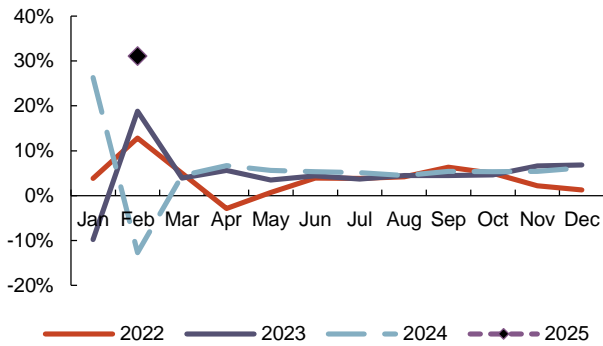


资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-27 当周

资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-27 当周

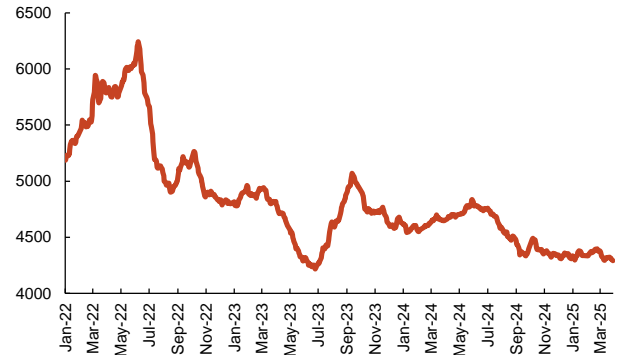
经济基本面向好，25Q1 需求复苏化工品盈利回暖。2025Q1 宏观经济持续向好，化工品需求稳步修复，2025 年 2 月我国工业增加值同比增长 31.02%，位于同期较高水平。2025 年初我国化工品价格仍在底部，截至 3 月 31 日，中国化工产品价格指数相较年初-0.9%。我们认为 2025 年以来，宏观经济的修复和工业需求的整体向好，有望驱动化工品盈利整体回暖，全年化工品价格有望底部回升。

图 9：规模以上工业增加值同比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 注：数据截至 2025-02，2025 年 1 月数据缺失

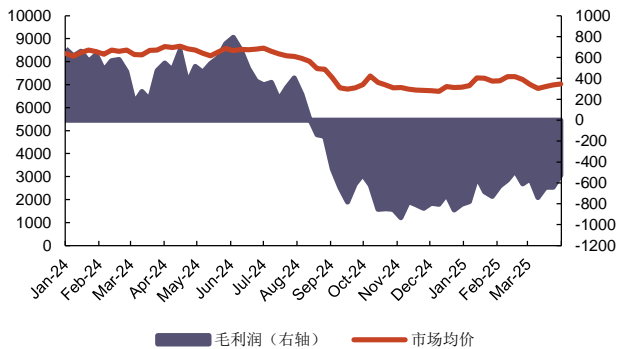
图 10：中国化工产品价格指数



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-31

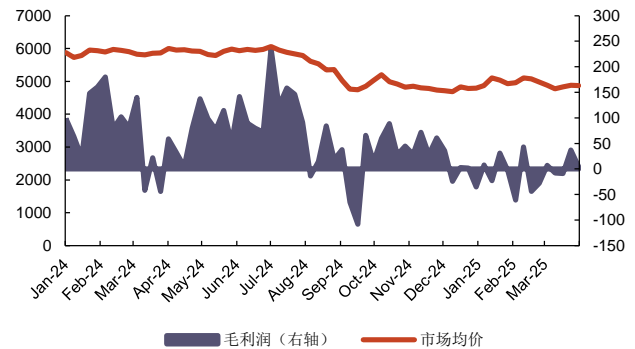
25Q1PX、PTA 价格基本企稳，PX 盈利有所修复。25 年，炼化整体需求修复、油价中枢下行、下游聚酯开工回升，PX 毛利润依然为负，PTA 毛利润在成本线上，但 PX 毛利润较年初有所好转。截至 2025 年 3 月 31 日当周，PX 周度均价为 7028 元/吨，PTA 周度均价为 4868 元/吨，较年初分别+1.1%、-0.1%。毛利润方面，截至 2025 年 3 月 31 日当周，PX、PTA 毛利润分别为-527、+4 元/吨，较年初分别+252、-4 元/吨。

图 11：PX 价格及毛利润（元/吨）



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-31 当周

图 12：PTA 价格及毛利润（元/吨）



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-31 当周

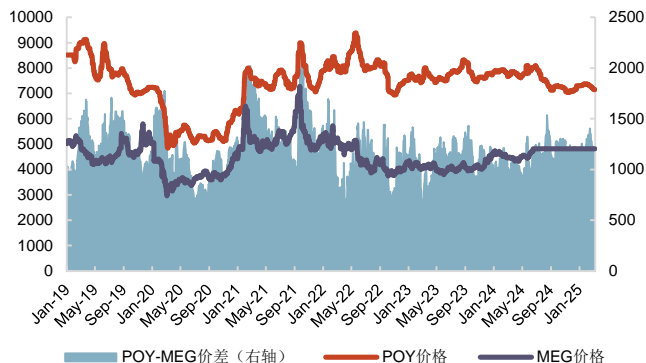
“金三银四”正当时，Q1 下游织机开工快速提升，化纤需求提振。截至 2025 年 3 月 27 日，江浙地区织机开工率为 63.6%，较年初提升 8.17pct。春节后涤纶长丝下游织造开工迅速回暖，对涤纶长丝需求起到有效提振作用。站在 25 年 4 月节点看，涤纶长丝下游 Q1 开工快速提升，“金三银四”正当时，下游备库需求有望快速增长，持续看好涤纶长丝行业旺季景气度持续上行。

图 13: 江浙地区织机开工率



资料来源: iFind, 光大证券研究所整理, 数据截至 2025-03-27

图 14: 涤纶长丝 POY 价格及价差走势 (元/吨)



资料来源: iFind, 光大证券研究所整理, 数据截至 2025-04-03

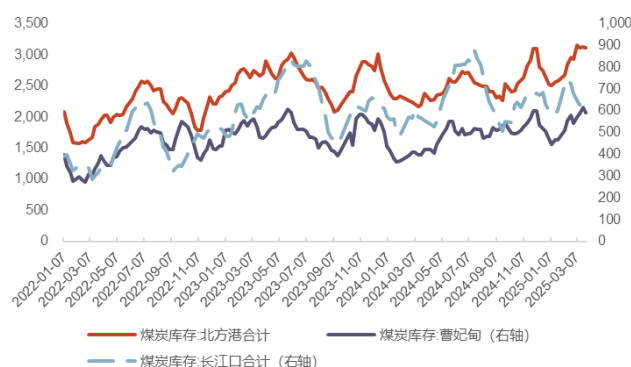
25Q1 国内煤价持续下降, 煤化工产业链有望受益。2025Q1, 煤炭供需延续宽松, 国内主要品种煤炭价格持续下跌。截至 2025 年 3 月 31 日, 国内主焦煤、动力煤、无烟煤均价分别为 1400 元/吨、667 元/吨、925 元/吨, 较 25 年年初分别-6%、-12%、-7%。此外, 25Q1 煤炭库存持续上行, 2025 年 3 月 28 日当周北方港、曹妃甸、长江口煤炭库存分别在 3103 万吨、589 万吨、671 万吨, 较 25 年初库存分别变动+24%、+25%、+12%。我们认为在保供政策持续发力的背景下, 煤炭供给仍将在高位运行, 中长期煤价中枢仍将下行, 成本端有望对煤化工利润持续支撑。

图 15: 25Q1 国内煤价延续跌势



资料来源: iFind, 光大证券研究所整理, 数据截至 2025-04-03

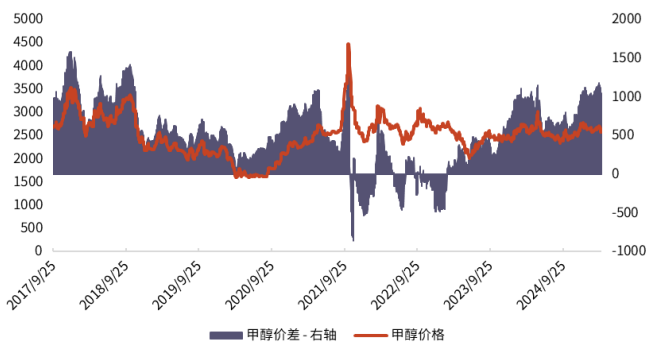
图 16: 25 年初以来煤炭库存持续上行 (单位: 万吨)



资料来源: iFind, 光大证券研究所整理, 数据截至 2025-03-28

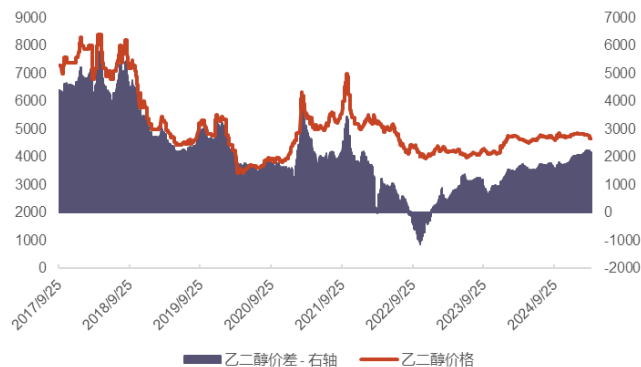
随着国内煤价持续下跌, 煤化工产业链成本端持续改善, 产业链盈利显著改善。国内煤制甲醇、煤制乙二醇 25Q1 平均价差分别为 1059 元/吨、2125 元/吨, 分别较 24 年平均价差+35%、+29%。从煤化工产业链甲醇及乙二醇价差走势不难看出, 在煤价中枢持续下行背景下, 煤化工产业链相关产品盈利能力显著改善, 煤制烯烃等煤头化工品相较于油头路线盈利能力有望凸显。

图 17: 煤制甲醇价格及价差走势 (元/吨)



资料来源: ifind, 光大证券研究所整理, 数据截至 2025-04-03

图 18: 煤制乙二醇价格及价差走势 (元/吨)



资料来源: ifind, 光大证券研究所整理, 数据截至 2025-04-03

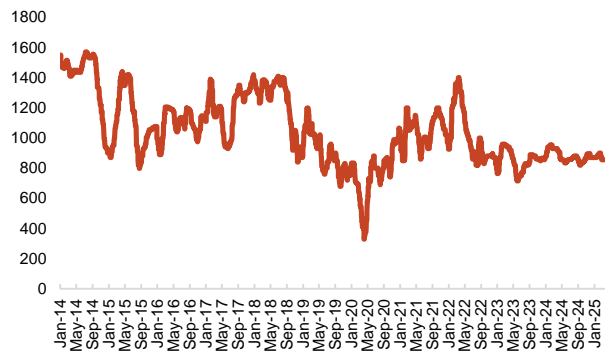
乙烷价格低位, 看好气头烯烃盈利向好。2025 年以来, 海外乙烷价格低位震荡, 乙烷价格位于 23-28 美元/加仑区间震荡。乙烯价格方面, 截至 2025 年 3 月 31 日, 东北亚乙烯到岸中间价为 855 美元/吨, 较 25 年初 870 美元/吨下跌 1.7%。中长期看, 在海外天然气产能持续增长的背景下, 乙烷作为天然气的伴生气, 有望随着天然气价格中枢下跌而下行, 气头路线烯烃成本优势有望持续, 持续看好气头烯烃景气度向好。

图 19: 美国乙烷价格走势 (美元/加仑)



资料来源: 彭博, 光大证券研究所整理, 数据截至 2025-02-27

图 20: 乙烯东北亚到岸中间价 (美元/吨)

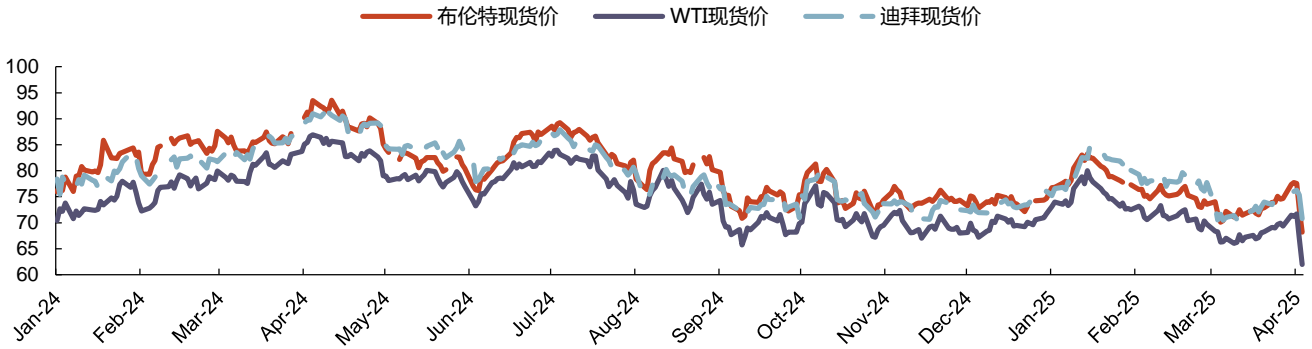


资料来源: iFinD, 光大证券研究所整理, 数据截至 2025-04-03

2、原油行业数据库

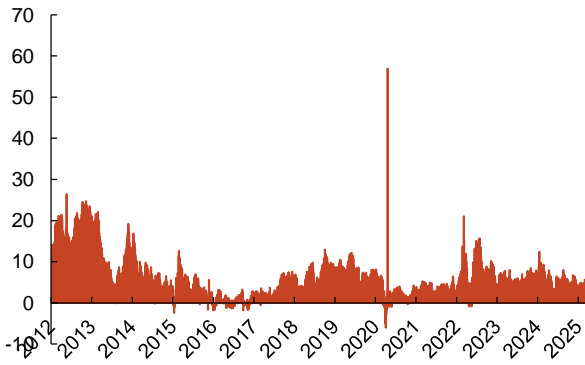
2.1 国际原油及天然气期货价格与持仓

图 21: 原油价格走势 (美元/桶)



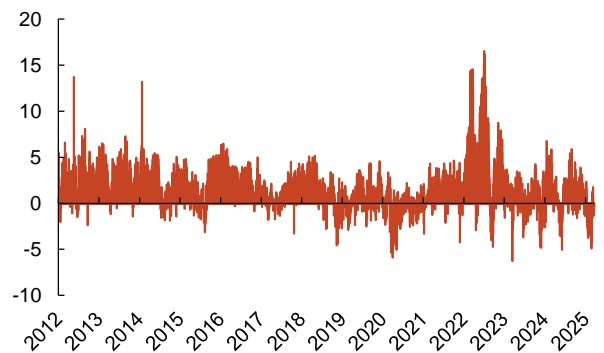
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-04-04

图 22: 布伦特-WTI 现货结算价差 (美元/桶)



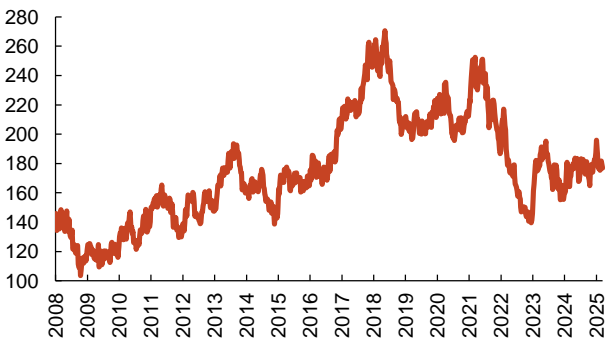
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-04-04

图 23: 布伦特-迪拜现货结算价差 (美元/桶)



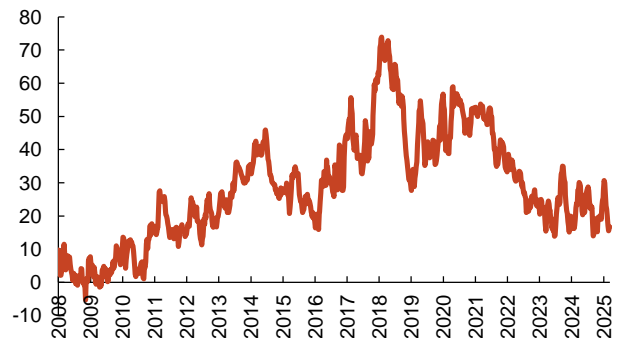
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-04-04

图 24: WTI 总持仓 (万张)



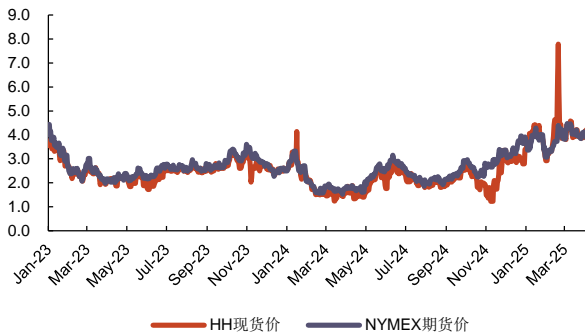
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-04-01

图 25: WTI 净多头持仓 (万张)



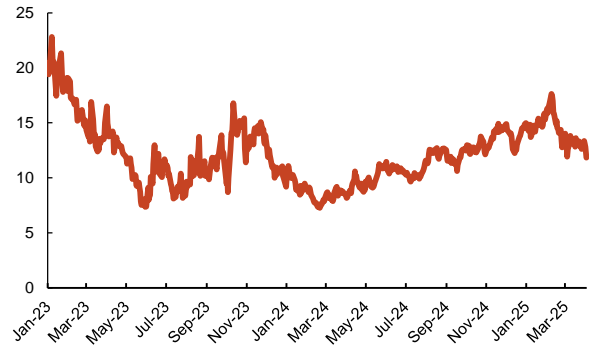
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-04-01

图 26: 美国亨利港天然气价格 (美元/mmBtu)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-04-04

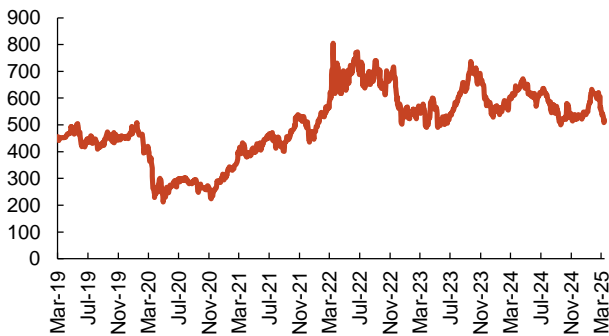
图 27: 荷兰 TTF 天然气期货价格 (美元/mmBtu)



资料来源: iFinD, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-04-04

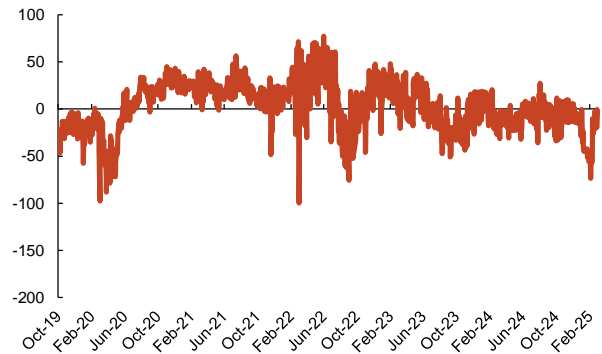
2.2 中国原油期货价格及持仓

图 28: 原油期货主力合约结算价 (元/桶)



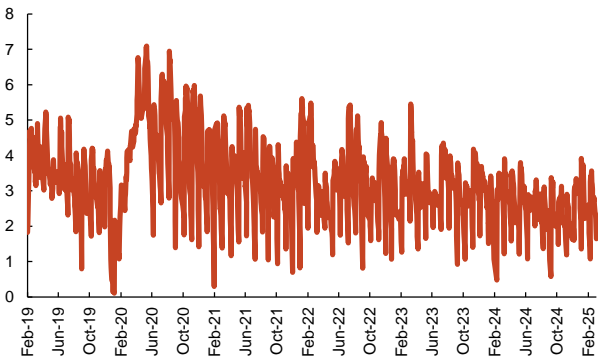
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-04-04

图 29: 布伦特原油期货主力合约价差 (人民币元/桶)



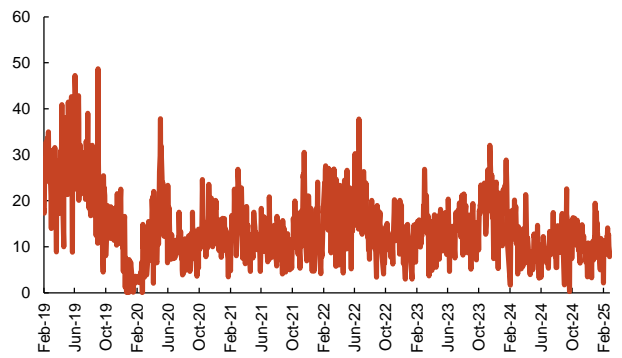
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-04-04

图 30: 原油期货主力合约总持仓量 (万张)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-04-04

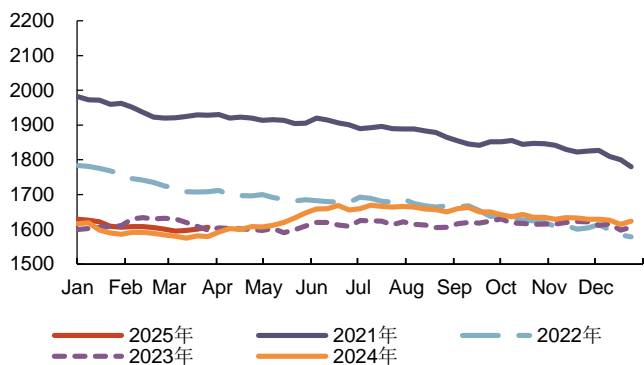
图 31: 原油期货主力合约成交量 (万张)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-04-04

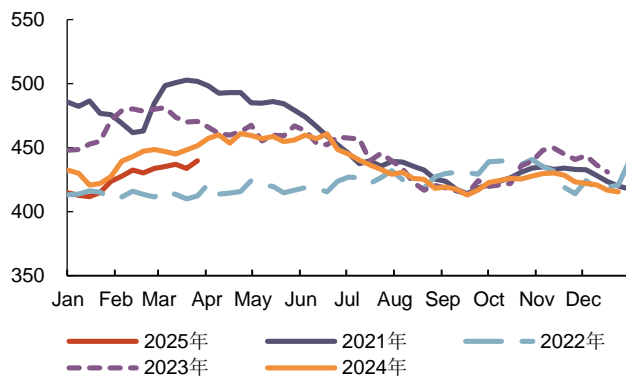
2.3 原油及石油制品库存情况

图 32: 美国原油及石油制品总库存 (百万桶)



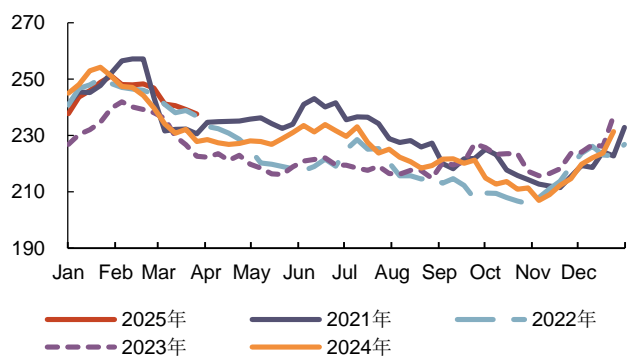
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 数据截至 2025-03-28

图 33: 美国原油库存 (百万桶)



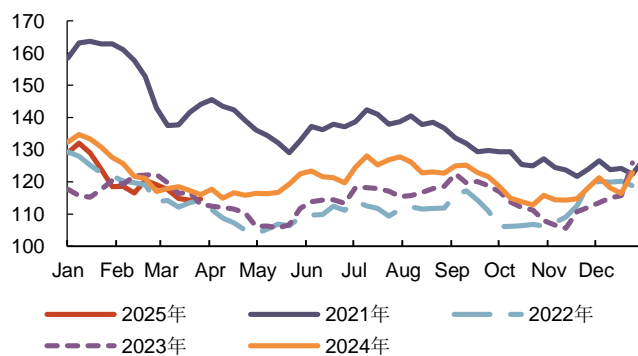
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 数据截至 2025-03-28

图 34: 美国汽油库存 (百万桶)



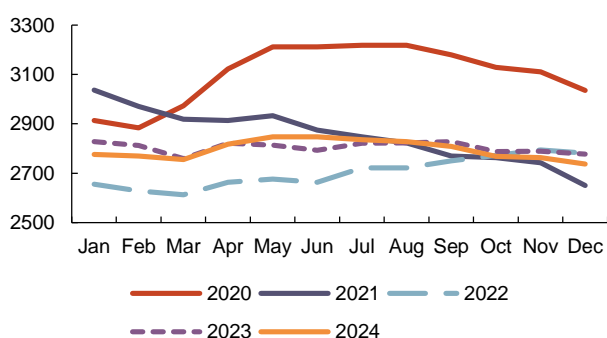
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 数据截至 2025-03-28

图 35: 美国馏分油库存 (百万桶)



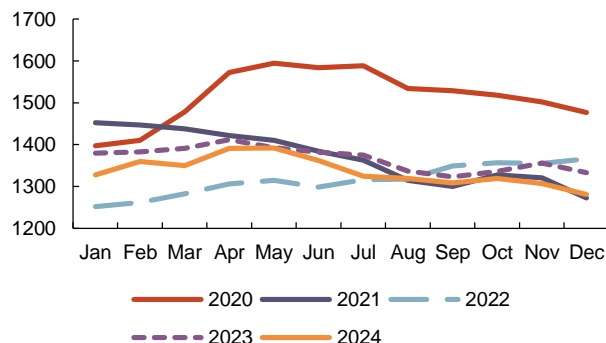
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 数据截至 2025-03-28

图 36: OECD 整体库存 (百万桶)



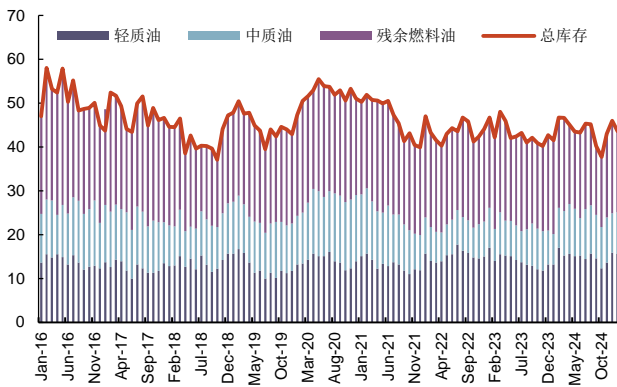
资料来源: Wind, OPEC, 光大证券研究所整理 数据截至 2024-12

图 37: OECD 原油库存 (百万桶)



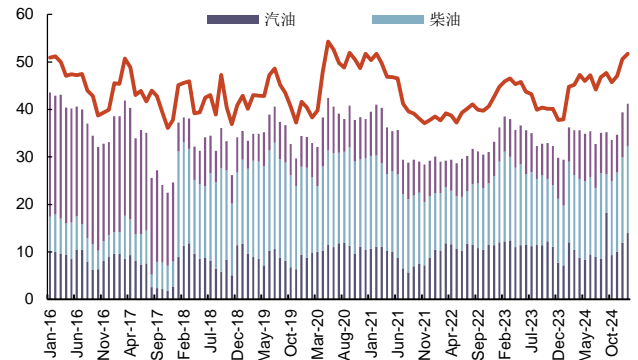
资料来源: Wind, OPEC, 光大证券研究所整理 数据截至 2024-12

图 38: 新加坡库存 (百万桶)



资料来源: iFinD, OPEC, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-01

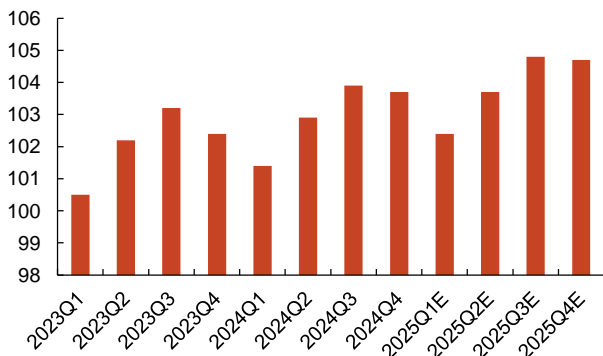
图 39: 阿姆斯特丹-鹿特丹-安特卫普 (ARA) 库存 (百万桶)



资料来源: iFinD, OPEC, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-01

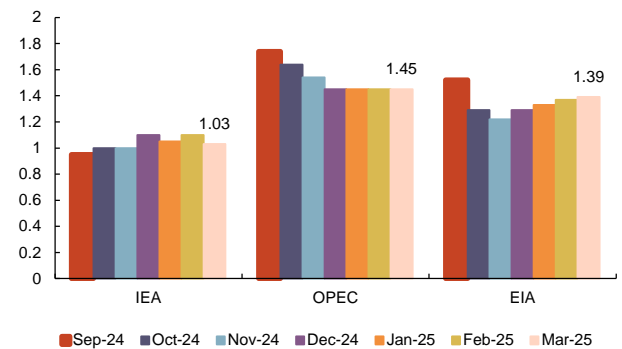
2.4 石油需求情况

图 40: 全球原油需求及预测 (百万桶/日)



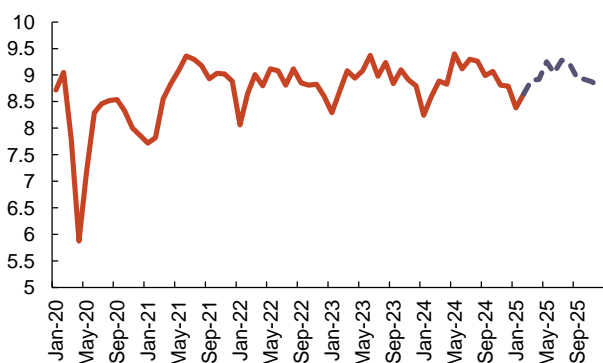
资料来源: IEA, 光大证券研究所整理 预测时间为 2025-01

图 41: 三大石油组织对 25 年原油需求增长的预测 (百万桶/日)



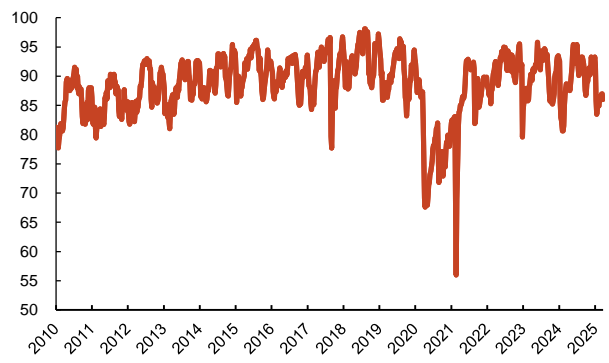
资料来源: IEA、OPEC、EIA, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-03

图 42: 美国汽油消费及预测 (百万桶/日)



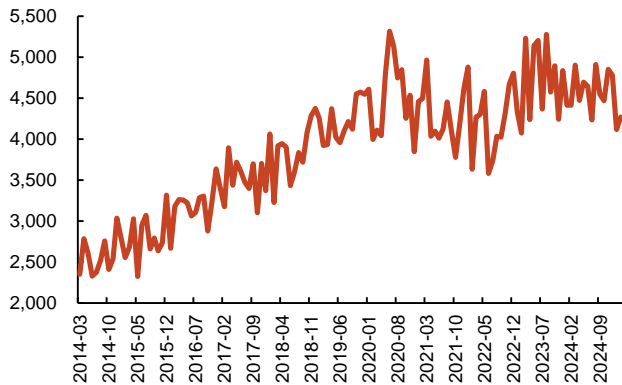
资料来源: EIA, 光大证券研究所整理 注: 数据截至 2025-02, 其他数据为 EIA 预测

图 43: 美国炼厂开工率 (%)



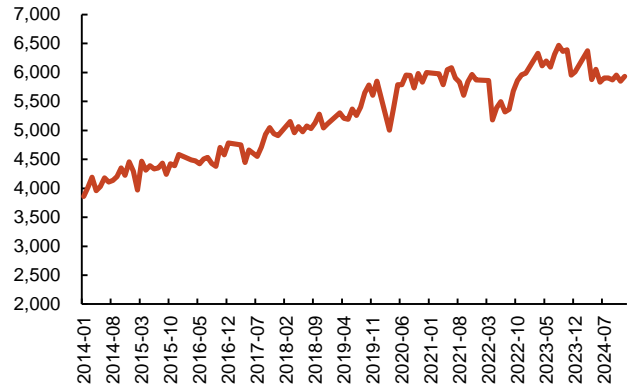
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-28

图 44: 中国原油进口量 (万吨)



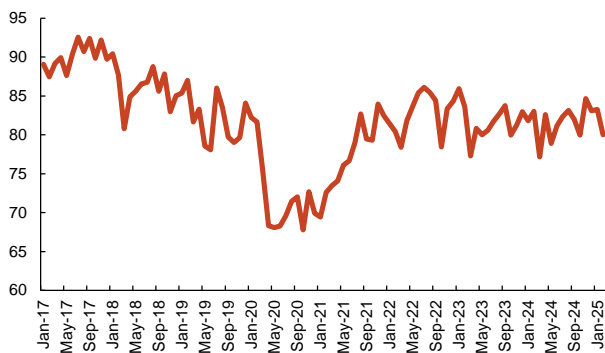
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-02

图 45: 中国原油加工量 (万吨)



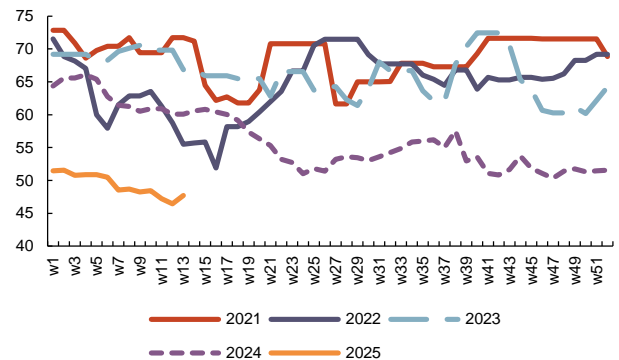
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2024-12

图 46: 欧洲炼厂开工率 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-02

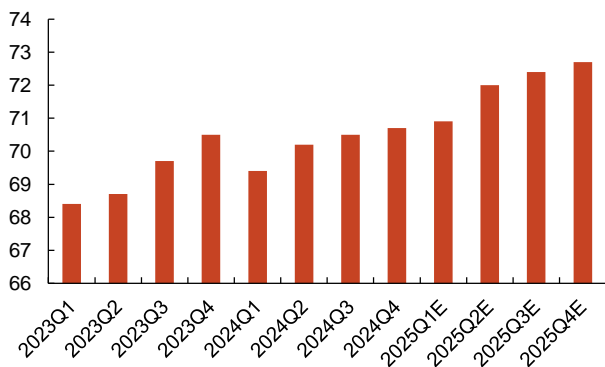
图 47: 山东地炼开工率 (%)



资料来源: 百川盈孚, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-27

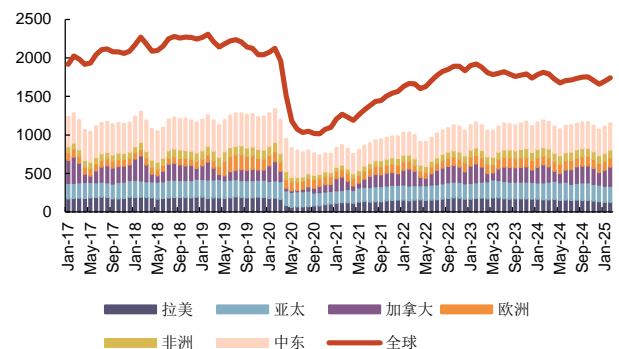
2.5 石油供给情况

图 48: 非 OPEC 国家原油供给 (百万桶/日)



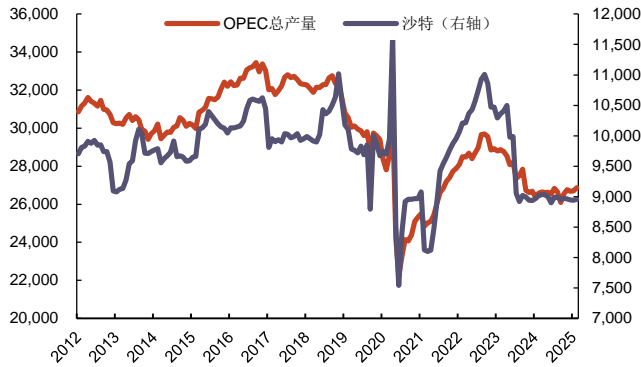
资料来源: IEA 预测, 光大证券研究所整理

图 49: 全球钻机数 (座)



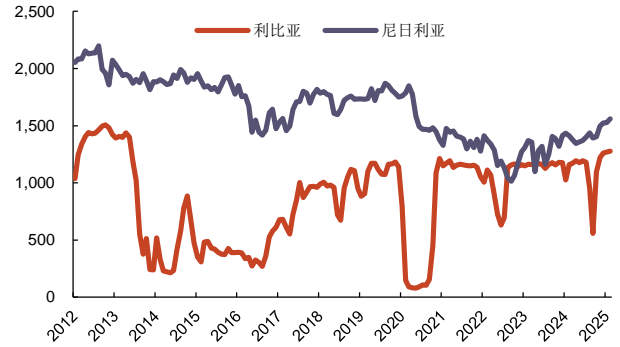
资料来源: Baker Hughes, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-02

图 50: OPEC 总产量及沙特产量 (千桶/日)



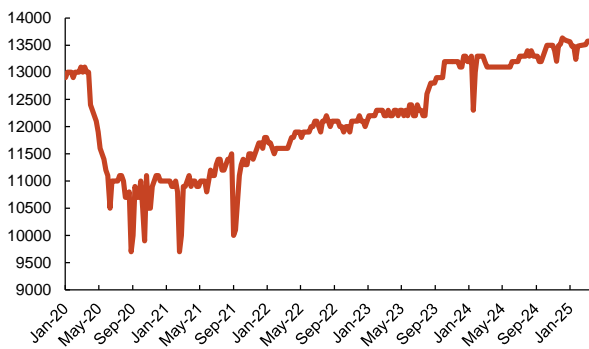
资料来源: OPEC, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-02

图 51: 利比亚、尼日利亚月度产量 (千桶/日)



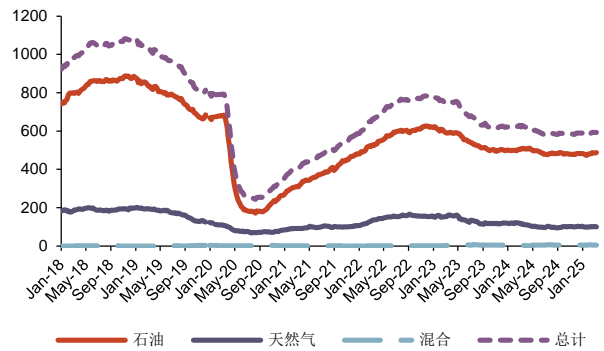
资料来源: OPEC, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-02

图 52: 美国原油产量 (千桶/日)



资料来源: EIA, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-28

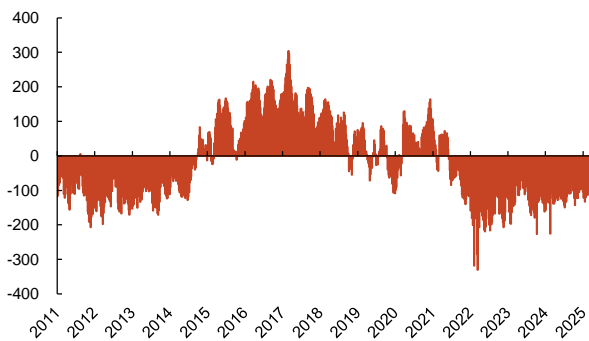
图 53: 美国钻机数 (座)



资料来源: EIA, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-04-04

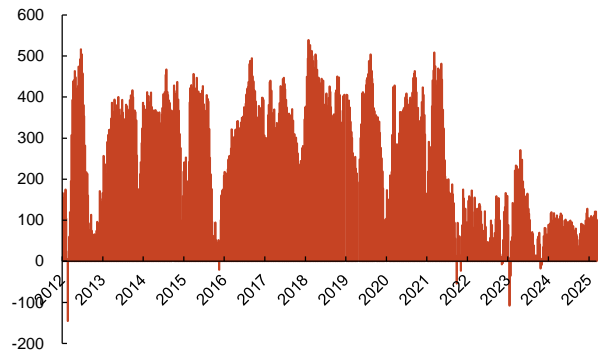
2.6 炼油及石化产品情况

图 54: 石脑油价差 (美元/吨)



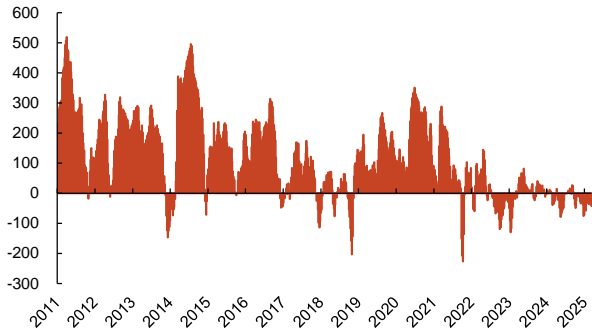
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-04-05

图 55: PDH 价差 (美元/吨)



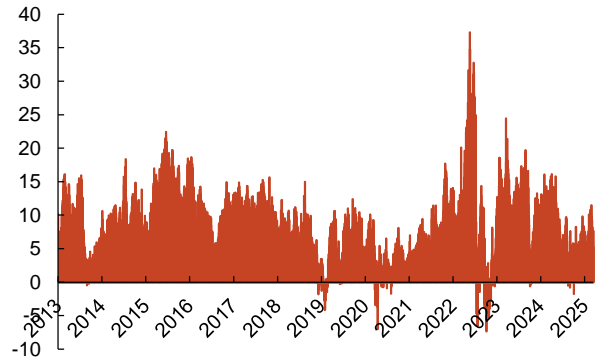
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-04-05

图 56: MTO 价差 (美元/吨)



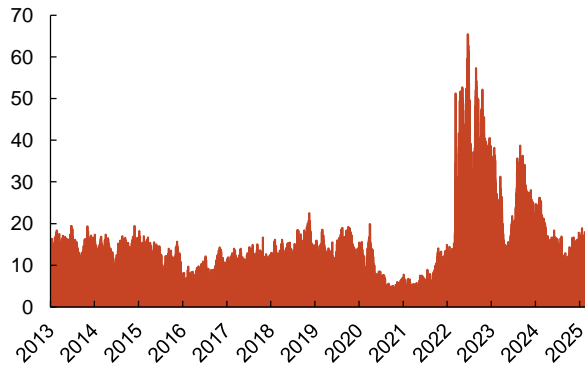
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-04-05

图 57: 新加坡汽油-原油价差 (美元/桶)



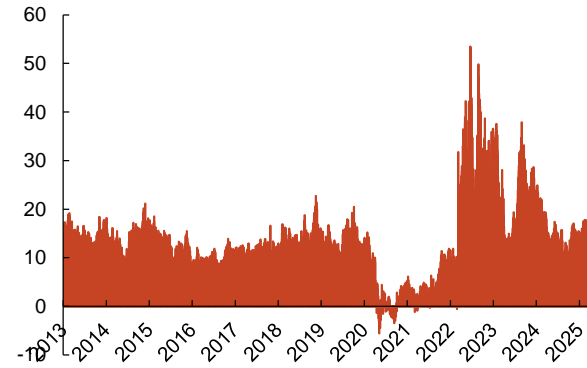
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-04-02

图 58: 新加坡柴油-原油价差 (美元/桶)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-04-02

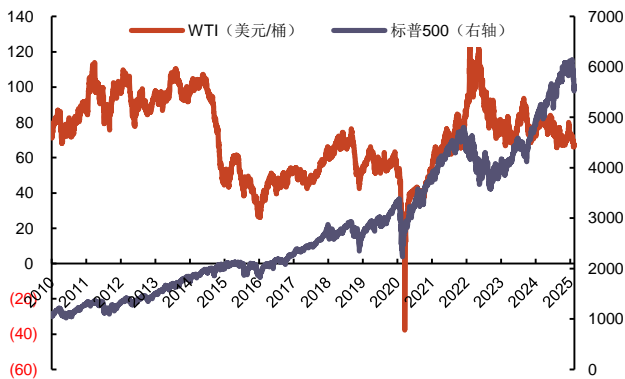
图 59: 新加坡煤油-原油价差 (美元/桶)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-04-02

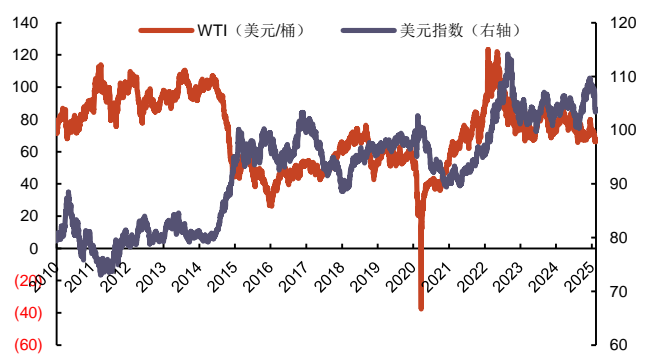
2.7 其他金融变量

图 60: WTI 与标普 500 指数



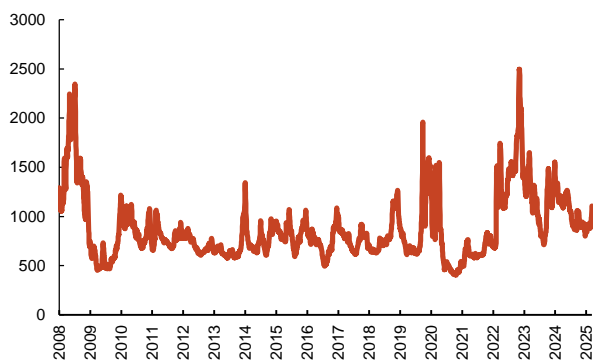
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-04-04

图 61: WTI 与美元指数



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-04-04

图 62：原油运输指数（BDTI）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2025-04-04

3、风险分析

上游资本开支增速不及预期

油气产储量与上游资本开支投入密切相关，若上游资本开支增速不及预期，可能造成全球油气产储量波动，从而对石化行业的景气度造成影响。

原油和天然气价格大幅波动

近期美联储维持利率不变，降息节奏或将放缓，可能小幅削弱原油需求增长前景，OPEC+维持产量计划，俄罗斯能源面临进一步制裁，全球能源市场面临波动。若油气供需格局出现大幅变化，可能使油气价格大幅波动，影响石化公司的盈利能力。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP