

制裁影响逐步削弱，油价显著回落

华泰研究

2025年3月21日 | 中国内地

行业月报

石油天然气

增持 (维持)

研究员 庄汀洲
SAC No. S0570519040002 zhuangtingzhou@htsc.com
SFC No. BQZ933 +(86) 10 5679 3939

研究员 张雄
SAC No. S0570523100003 zhangxiong@htsc.com
SFC No. BVN325 +(86) 10 6321 1166

联系人 刘开伊
SAC No. S0570124080033 liukaiyi@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

2月制裁影响减弱叠加需求前景黯淡，油价跌至近三年低位

2月伴随中东地缘局势及俄乌冲突显现缓和迹象，叠加全球经济前景及替代能源引发的石油需求担忧，国际油价震荡下跌。同时3月以来，美国对俄、对伊能源领域制裁引发的供应担忧有所削弱，引领1-2月份全球油价的东亚溢价快速收窄，3月19日WTI/Brent期货价格较2月末继续回落3.7%/3.3%至67.16/70.78美元/桶，同时INE期货/迪拜现货价格较Brent期货价差显著回落。我们认为制裁和关税等贸易限制和OPEC+产量计划，在全球石油需求前景偏淡的背景下为短期重要边际影响因素，当前油价水平下具备成长能力的气头化工和高分红能源寡头企业或将显现配置机遇。

需求侧：美国炼厂季节性检修，1-2月中国原油进口量同比下滑

据IEA，考虑美国关税政策施压全球贸易和经济增长预期，石油需求前景或偏淡，预计2024/2025年全球石油需求增速分别为83/100万桶/天（上月预测为87/110万桶/天）。美国方面，炼厂进入传统检修季，成品油库存处于去库阶段，未来出行需求回暖有望带动汽油消费提升。我们认为中国仍为阶段性重要边际影响因素，1-2月中国原油进口量受需求淡季及对俄、对伊制裁影响同比明显下滑，春节出行支撑汽油市场，而假期停工停产致柴油阶段性累库，油价相对高位下油头化工盈利持续承压。IEA认为，中国道路燃料需求达峰下石化原料将贡献主要增量，叠加发达国家需求增速放缓，中期来看，印度等新兴经济体将成为全球石油需求的主要增长引擎。

供给侧：制裁引发的供应担忧减弱，OPEC+宣布维持增产计划

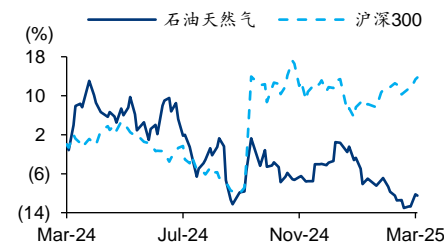
据IEA，基于OPEC+在4月后依然维持额外自愿减产的假设，2025年全球供应增量预计为150万桶/天（上月预测为160万桶/天），25年市场将面临60万桶/天的供应过剩。2月哈萨克斯坦油田扩建项目投产，叠加伊朗和委内瑞拉在制裁收紧前增加产量，全球供应有所增加。OPEC+3月会议宣布将自4月起执行原定的增产计划，同时伊拉克、哈萨克斯坦、俄罗斯和沙特等7国已提交最新超产补偿计划，IEA预计若该集团按计划增产且不对前期超产份额进行补偿，供应量将进一步增加40万桶/天。制裁方面，由于主要原油进口国通过重新认证保险提供商、船对船转运及改变卸货港口等方式规避，2月俄罗斯石油出口量已基本恢复，中国自伊朗的原油进口量环比回升。

下调25/26年布伦特均价预测，看好气头化工及优质高分红企业

考虑地缘冲突显现缓和迹象，制裁引发的供应中断风险逐步减弱，叠加关税政策施压全球宏观经济及石油需求预期，以及OPEC+增产计划在即，我们下调25-26年布伦特原油均价预测为69/69美元/桶（上月预测为74/75美元/桶）；同时结合北半球传统淡旺季因素分析，我们预测25Q1-25Q4布伦特均价分别为74/70/67/65美元/桶。我们认为当前油价水平下具备成长能力的气头化工企业有望受益，推荐卫星化学；长期而言，产油国成本影响下，油价中枢存在底部支撑，具备增产降本能力及天然气业务增量的高分红企业，或将具有配置机遇，推荐中国海油（A/H）、中国石油（A/H）。

风险提示：产油国协同减产意愿趋弱风险；全球宏观经济运行不及预期；新能源替代加速推进。

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

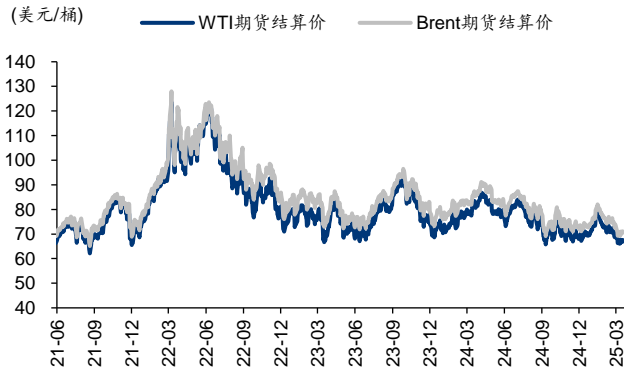
股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
中国石油	601857 CH	10.09	增持
中国石油股份	857 HK	8.75	增持
中国海油	600938 CH	40.50	买入
中国海洋石油	883 HK	32.04	买入
卫星化学	002648 CH	24.05	增持

资料来源：华泰研究预测

制裁影响减弱叠加需求前景偏淡，油价跌至近三年低位

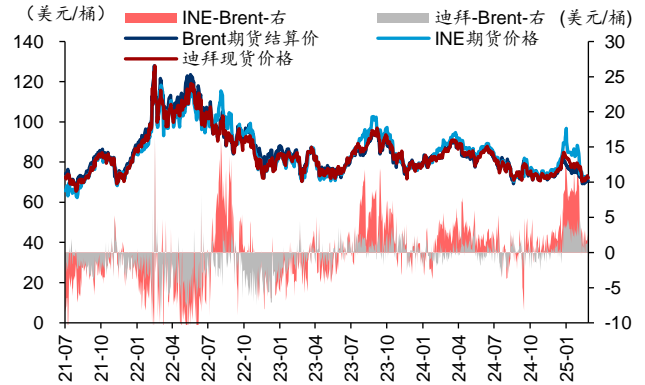
2月伴随中东地缘局势及俄乌冲突显现缓和迹象，叠加全球经济前景及替代能源引发的石油需求担忧，同时伊拉克计划重启库尔德石油出口，国际油价震荡下跌。据 Wind，2月28日 WTI/Brent 期货价格分别收于 69.76/73.18 美元/桶，较1月末下跌 3.8%/4.7%。3月以来，考虑美国对俄、对伊能源领域制裁引发的供应担忧有所削弱，叠加 OPEC+会议决定按计划于4月逐步增产，加剧25年全球石油供应过剩预期，国际油价跌至近三年低位。据 Wind，3月19日 WTI/Brent 期货价格较2月末继续回落 3.7%/3.3%至 67.16/70.78 美元/桶，同时 INE 期货/迪拜现货价格较 Brent 期货的价差收窄至 1.85/1.28 美元/桶。

图表1：国际原油价格



资料来源：Wind，华泰研究

图表2：INE 期货、迪拜现货价格与 Brent 期货价差收窄

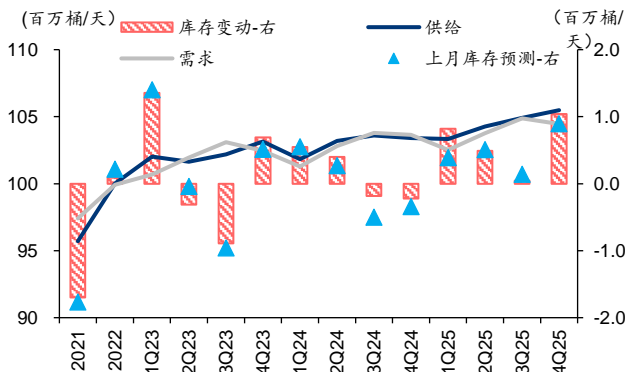


资料来源：Wind，华泰研究

据 IEA，考虑美国关税政策施压全球贸易和经济增长预期，石油需求前景或偏暗淡，预计 2024/2025 年全球石油需求增速分别为 83/100 万桶/天（上月预测为 87/110 万桶/天）。供给端基于 OPEC+在 4 月后依然维持额外自愿减产的假设，2025 年全球供应增量预计为 150 万桶/天（上月预测为 160 万桶/天）。

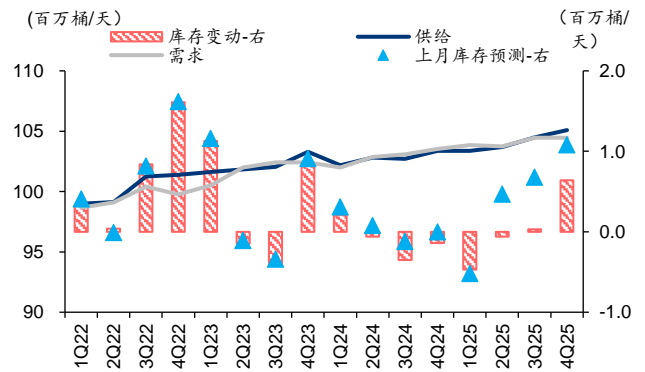
鉴于非 OPEC+国家供应增长强劲，以及全球需求增速放缓，25 年全球石油供应依旧充足。若 OPEC+在 2025 年继续维持额外自愿减产，今年全球供应预计将过剩约 60 万桶/天（上月预测为 41 万桶/天）；若 OPEC+按计划增产且不对前期超产份额进行补偿，则供应量将在此基础上继续增加 40 万桶/天。另一方面，EIA 在 3 月月报中下调了全球供应增速预期，预计 25Q1 将出现 0.5 百万桶/天的供应短缺（与上月预测一致），而 25Q2-25Q4 将逐渐由 0.1 万桶/天的供应短缺过渡到 0.6 万桶/天的供应过剩（上月预测为 0.5/0.7/1.1 百万桶/天的供应过剩）。

图表3：IEA 全球石油供需平衡测算



资料来源：IEA，华泰研究

图表4：EIA 全球石油供需平衡测算

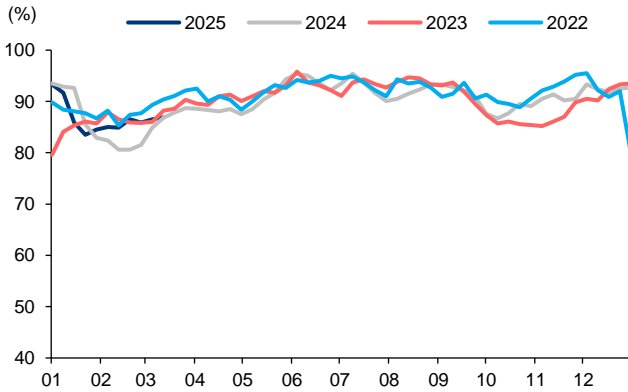


资料来源：EIA，华泰研究

需求侧：美国炼厂季节性检修，1-2月中国原油进口量同比下滑

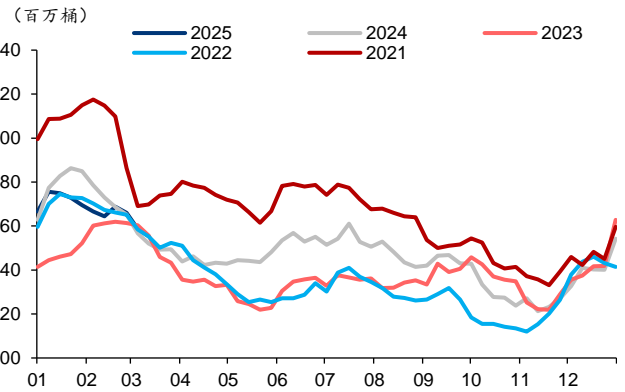
据 IEA，考虑美国关税政策施压全球贸易和经济增长预期，石油需求前景或偏暗淡，预计 2024/2025 年全球石油需求增速分别为 83/100 万桶/天（上月预测为 87/110 万桶/天）。美国方面，去年 12 月美国汽油需求季节性小幅下滑，柴油消费较 11 月低点小幅回升，但受制造业相对低迷影响仍处于近五年低位水平。1 月以来美国炼厂进入传统检修季，成品油库存处于去库阶段，未来伴随北半球气温回暖，出行需求有望带动美国汽油消费逐步提升。

图表5：美国炼厂开工率情况



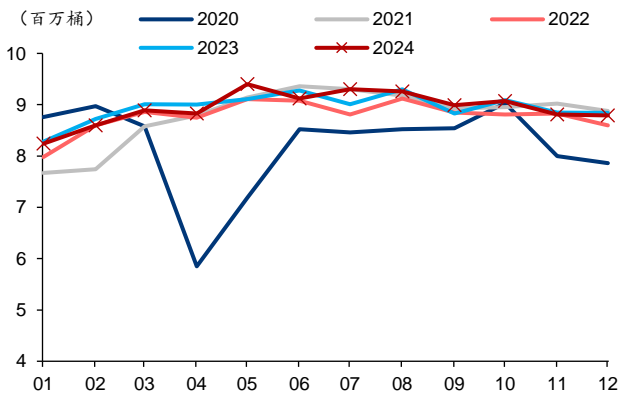
资料来源：EIA，华泰研究

图表6：美国成品油库存情况



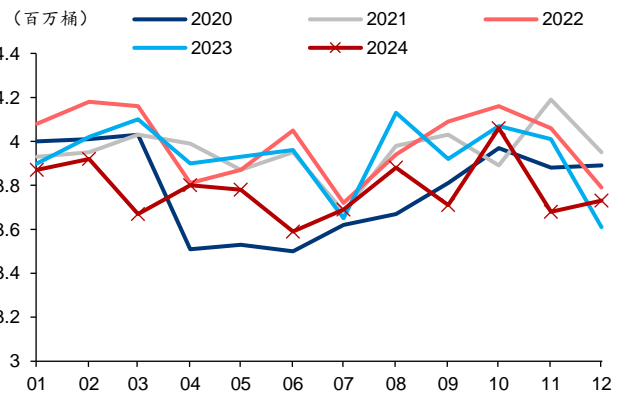
资料来源：EIA，华泰研究

图表7：24年12月美国汽油需求小幅回落



资料来源：OPEC，华泰研究

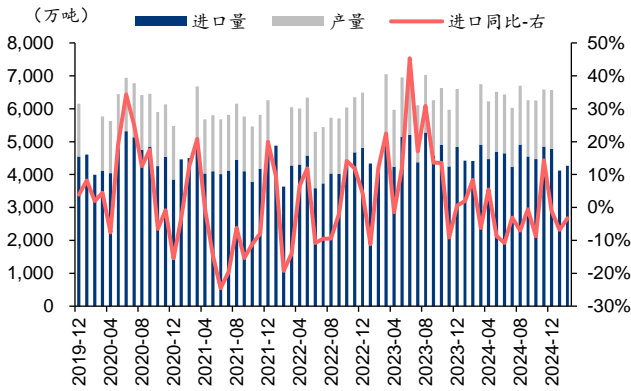
图表8：24年12月美国柴油需求小幅回升



资料来源：OPEC，华泰研究

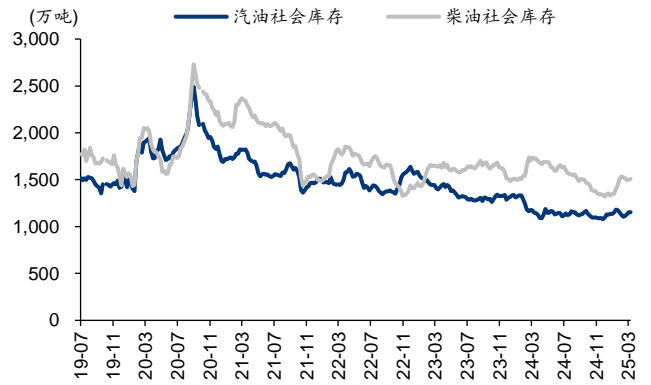
我们认为中国仍为全球石油需求的阶段性重要边际影响因素。2024 年以来，中国石油需求已完成此前低基数下的快速反弹，同时国内宏观经济、工业活动及居民消费均受到房地产和基建行业偏弱的影响。据海关总署，中国 1-2 月原油进口量分别同比下滑 6.8%/3.3% 至 4117/4269 万吨，主要系需求淡季叠加对俄、对伊油轮制裁影响。另据隆众资讯，2 月受春运影响我国汽油社会库存小幅去化，而柴油则受假期部分企业停工停产影响，呈现阶段性累库趋势。化工方面，受煤头工艺及气头工艺盈利挤压，供大于求态势未改，25Q1 石脑油裂解制乙烯开工率平均 83.6%，较去年同期均值-1.2pct。

图表9：25年1-2月中国原油进口量同比下滑



资料来源：海关总署，华泰研究

图表10：中国汽柴油社会库存



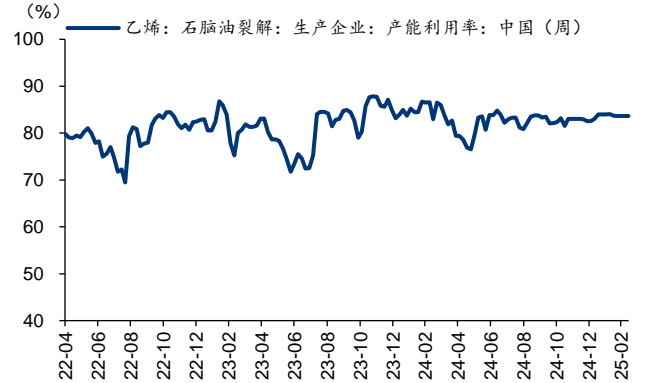
资料来源：隆众资讯，华泰研究

图表11：中国炼厂开工率



资料来源：隆众资讯，华泰研究

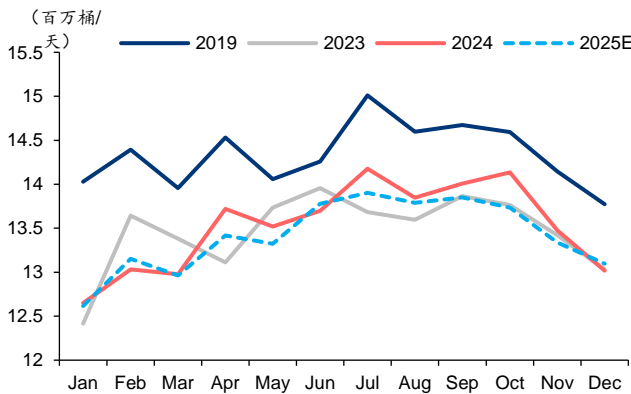
图表12：中国石脑油裂解制乙烯开工率



资料来源：隆众资讯，华泰研究

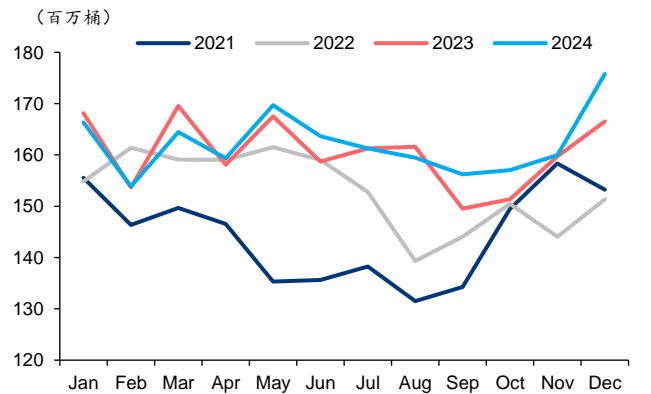
据 IEA，在发达国家需求增速放缓及油价预期回落的背景下，预计 2025 年对价格相对敏感的亚洲新兴经济体将贡献全球石油需求增量的 60%。中国仍为主要增长引擎（同比增加 23 万桶/天），由于燃料需求已达峰，石化原料或将贡献几乎全部增长；印度炼厂原油吞吐量持续提升，预计 25 年石油需求将增加 16 万桶/天。

图表13：25年 OECD 欧洲石油需求预期收缩



资料来源：IEA，华泰研究

图表14：印度炼厂原油吞吐量持续增长



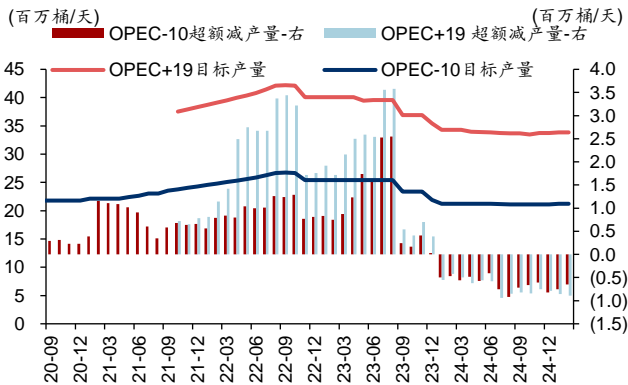
资料来源：JODI，华泰研究

供给侧：制裁引发的供应担忧减弱，OPEC+宣布维持增产计划

据 IEA，基于 OPEC+ 在 4 月后依然维持额外自愿减产的假设，2025 年全球供应增量预计为 150 万桶/天（上月预测为 160 万桶/天）。鉴于非 OPEC+ 国家供应增长强劲，以及全球需求增速放缓，25 年全球石油供应依旧充足。若 OPEC+ 在 2025 年继续维持额外自愿减产，今年全球供应预计将过剩约 60 万桶/天（上月预测为 41 万桶/天）；若 OPEC+ 按计划增产且不对前期超产份额进行补偿，则供应量将在此基础上继续增加 40 万桶/天。2 月全球石油供应环比增加 24 万桶/天，其中 OPEC+ 供应量环比增加 22 万桶/天，主要系哈萨克斯坦 Tengiz 油田扩建项目投产后产量创新高，以及伊朗和委内瑞拉在制裁收紧前增加供应。

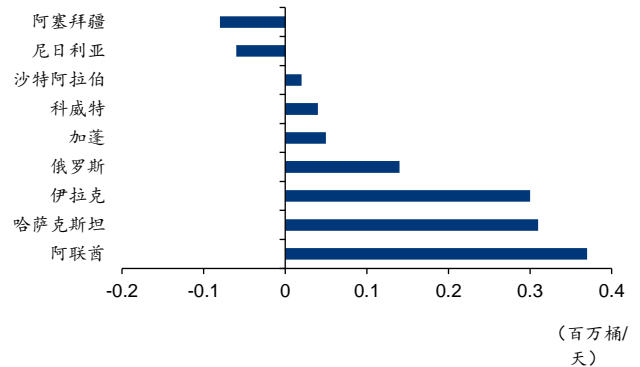
近年来 OPEC+ 成员国定价策略整体维持“利重于量”，2021-2023 年间，OPEC-9 及 OPEC+18 持续保持超额减产行为。而进入 2024 年后，包括伊拉克、阿联酋、俄罗斯和沙特在内的主力产油国实际产量均高于配额，据 IEA，25 年 2 月 OPEC-9/OPEC+18 超额产量为 66/89 万桶/天（上月超产量为 76/86 万桶/天）。

图表 15：2024 年以来 OPEC+ 减产承诺落实不均



资料来源：IEA，华泰研究

图表 16：25 年 2 月主要国家超产情况



资料来源：IEA，华泰研究

3 月初 OPEC+ 声明计划在 4 月执行 13.8 万桶/天的增产计划，并到 26 年逐步取消 220 万桶/天的额外自愿减产。同时 3 月 20 日沙特、俄罗斯、伊拉克、阿联酋、科威特、哈萨克斯坦和阿曼已向 OPEC 提交最新的超产补偿计划，7 国将在 26 年 6 月前全额补偿 24 年以来的任何过剩产量。考虑当前市场供需基本面及主力产油国增产潜力，IEA 预计 OPEC+4 月可能会向市场增加约 4 万桶/天的供应，而不是 13.8 万桶/天。

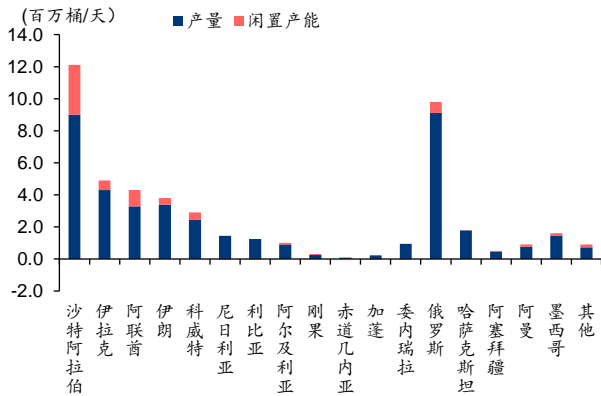
图表 17：伊拉克、哈萨克斯坦、俄罗斯等 7 国向 OPEC 提交超产补偿计划

(千桶/天)	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	合计
伊拉克	116	116	135	130	120	115	120	120	120	120	123	123	123	123	125	125	1,954
科威特		8	15	23	30	38	27										141
沙特	15	9	6														30
阿联酋		5	10	10	10	10	10	10	20	20	33	33	33	50	55	56	365
哈萨克斯坦	38	53	57	72	66	81	85	90	84	49	39	38	40	38	42	36	908
阿曼	5	7	10	12	14	18	20	13									99
俄罗斯	25	51	76	102	127	152	173										706
合计	199	249	309	349	367	414	435	233	224	189	195	194	196	211	222	217	4,203

资料来源：OPEC，华泰研究

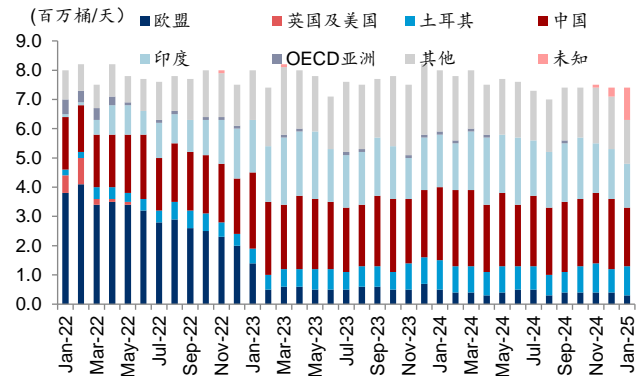
1 月 10 日，美国政府宣布对俄罗斯的新一轮制裁措施，但出口量在短暂的不确定时期之后基本恢复，其中印度航运局重新认证了受制裁影响的俄罗斯保险提供商并授权批准了另一家保险公司，中国则主要通过船对船转运方式规避制裁。据 IEA，2 月俄罗斯石油出口量环比仅下滑 10 万桶/天，其中原油环比上涨 9 万桶/天，成品油受无人机袭击影响下滑 19 万桶/天。此外，由于 183 艘油轮受到制裁后船只供应量减少，租船费率和运输成本上升致俄油折价有所扩大，叠加国际油价整体下挫，2 月俄罗斯石油出口收入环比损失 24 亿美元。

图表18: 25年2月OPEC+原油闲置产能约680万桶/天



资料来源: IEA, 华泰研究

图表19: 俄罗斯石油出口结构变化

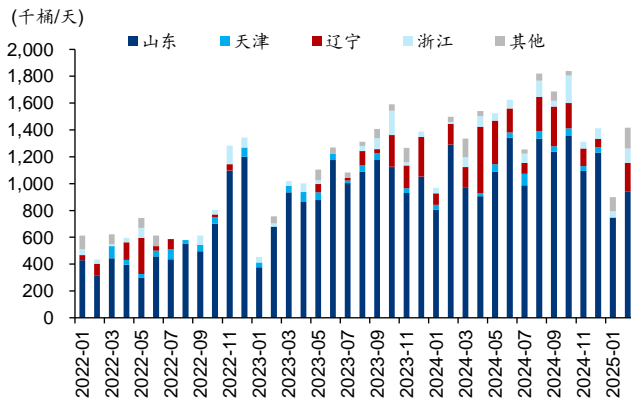


资料来源: IEA, 华泰研究

据 IEA, 2月6日美国宣布将伊朗8艘用于石油运输的油轮列入黑名单, 此后又于2月24日宣布对22家经纪人、船运公司以及13艘油轮施加新一轮制裁, 叠加此前该国已受到制裁的油轮, 2024年合计承担了该国46%的原油出口运输。据 Kpler 船期数据, 2024年伊朗原油出口中约75%流向中国, 此部分中约78%由山东港口接收, 主要流向山东地方炼厂用于炼油加工。初步数据显示, 2月中国从伊朗进口的原油环比提升约52万桶/天至142万桶/天, 其中山东港口接收比例下滑至66%, 而在舟山和惠州等中国南方港口卸货的受制裁船只数量有所增加。同时, 3月20日 OFAC 在制裁名单中追加13个实体及8艘油轮, 以进一步打击伊朗原油出口量及出口收入。

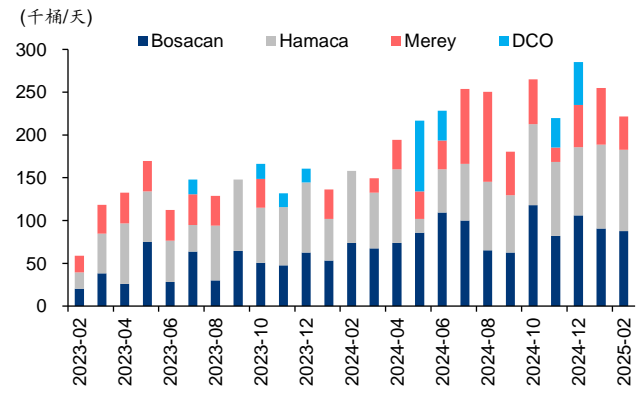
2月26日, 美国政府宣布撤销 OFAC 颁发的委内瑞拉通用许可证, 该许可证允许雪佛龙在委内瑞拉的合资企业生产和出口石油。据 Kpler, 2022年以来受拜登政府放松对委内瑞拉制裁的影响下, 该国原油及凝析油产量同比增长近15%至91万桶/天, 其中雪佛龙在该国的石油产量约20万桶/天。委内瑞拉经营许可证的撤销, 叠加美国对加拿大原油的进口关税政策, 或将导致美国墨西哥湾沿岸出现重质原油供应缺口。

图表20: 中国分省份进口伊朗原油情况



资料来源: KPLER, 华泰研究

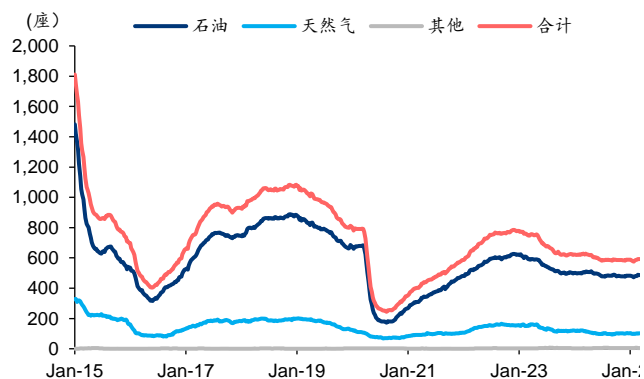
图表21: 美国墨西哥湾进口委内瑞拉原油情况



资料来源: KPLER, 华泰研究

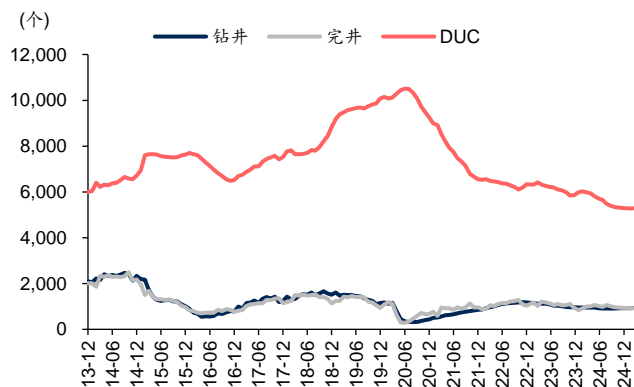
非 OPEC+ 方面, 美国将依然是最大的供给增量来源国, 2021 年以来原油产量呈现稳步增长趋势, 并在 2024 年 12 月创下 13.63 万桶/天的历史新高。自 2010 年开始, 美国页岩油气行业经历了非常快速的增长期, 当下已进入成熟阶段, 2020 年下半年以来美国产量的增长基本依靠 DUC (已钻未完井) 实现。截止 25 年 2 月, 美国钻井/完井/DUC 数量较 1 月分别+12/持平/+7 口至 935/927/5287 口, 按照当前钻井数以及活跃钻机数的走势看, 尽管美国短期仍是推动全球供应增长的主要驱动力, 但长期持续提升原油产量的动能正在削弱。

图表22：2015年以来美国活跃钻机数变化趋势



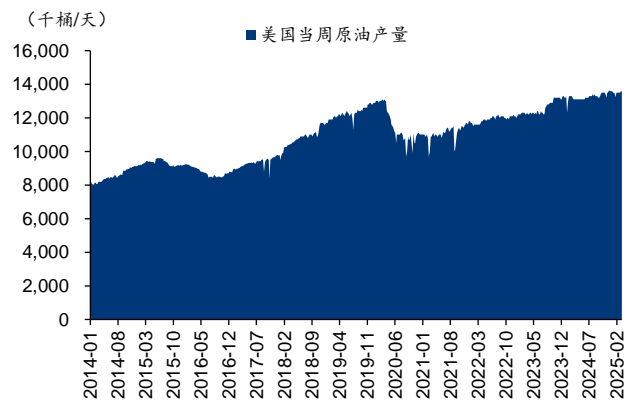
资料来源：Baker Hughes, 华泰研究

图表23：2020年以来美国 DUC 数量持续走低



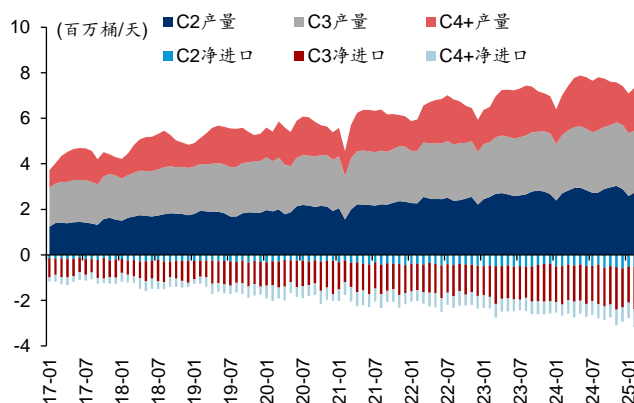
资料来源：EIA, 华泰研究

图表24：美国当周原油产量



资料来源：EIA, 华泰研究

图表25：美国 HGL 产量与净进口



资料来源：EIA, 华泰研究

重点推荐公司

考虑地缘冲突显现缓和迹象，制裁引发的供应中断风险逐步减弱，叠加关税政策施压全球宏观经济及石油需求预期，以及 OPEC+ 增产计划在即，我们下调 25-26 年布伦特原油均价预测为 69/69 美元/桶（上月预测为 74/75 美元/桶）；同时结合北半球传统淡季因素分析，我们预测 25Q1-25Q4 布伦特均价分别为 74/70/67/65 美元/桶。中期来看，我们认为全球石油供需格局显现宽松或导致中枢价格下移，但产油国成本影响下中期油价底部中枢或将高于 60 美元/桶。我们认为当前油价水平下气头化工企业有望受益，推荐卫星化学；长期而言，产油国成本影响下，油价中枢存在底部支撑，具备增产降本能力及天然气业务增量的高分红企业，或将具有配置机遇，推荐中国海油（A/H）、中国石油（A/H）。

图表26：重点推荐公司一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	最新收盘价 (当地币种)	目标价 (当地币种)	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
						2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
中国石油	601857 CH	增持	7.96	10.09	1,456,847	0.88	0.94	0.97	0.99	9.04	8.44	8.17	8.08
中国石油股份	857 HK	增持	6.05	8.75	1,107,277	0.88	0.94	0.97	0.99	6.35	5.92	5.74	5.67
中国海油	600938 CH	买入	26.08	40.50	1,239,581	2.61	3.20	3.24	3.26	10.01	8.14	8.05	8.00
中国海洋石油	883 HK	买入	18.50	32.04	879,304	2.61	3.20	3.24	3.26	6.56	5.33	5.27	5.24
卫星化学	002648 CH	增持	21.05	24.05	70,910	1.42	1.61	1.85	2.30	14.81	13.11	11.39	9.16

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表27：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
中国石油 (601857 CH) 中国石油股份 (857 HK)	<p>公司 10 月 29 日发布三季报：Q3 实现收入 7024 亿元，同环比-12.5%/-5.3%，归母净利 439 亿元，同环比-5.3%/+2.3%。前三季度公司实现收入 22563 亿元，yoy+1.1%，归母净利 1325 亿元（扣非后 1352 亿元），yoy+0.7%（扣非后 yoy+0.5%）。公司 Q3 净利超出我们的前瞻预期（405 亿元），系天然气板块降本增量，考虑公司海外资源获取能力持续增强，维持“增持”评级。</p> <p>我们维持公司 24-26 年归母净利润预测 1726/1783/1804 亿元，同比增速为+7.1%/+3.3%/+1.2%，对应 EPS 为 0.94/0.97/0.99 元，以 0.92 港币兑人民币汇率折算，结合 A/H 股可比公司估值（Wind、Bloomberg 一致预期 25 年平均 10.4/8.3xPE），给予 25 年 10.4/8.3xPE，对应 A/H 目标价 10.09 元/8.75 港元，维持“增持”评级。</p> <p>风险提示：国际油价波动风险；石化行业竞争格局恶化风险。</p> <p>报告发布日期：2024 年 10 月 30 日</p> <p>点击下载全文：中国石油股份(857 HK,增持);601857 CH,增持)：天然气降本增量，进军南美油气资源</p>
中国海油 (600938 CH) 中国海洋石油 (883 HK)	<p>中国海油于 10 月 28 日发布三季报：Q3 实现收入 993 亿元，同环比-13.5%/-13.9%，归母净利 369 亿元，同环比+8.9%/-7.7%。前三季度公司实现收入 3260 亿元，yoy+6.3%，归母净利 1167 亿元（扣非后 1159 亿元），yoy+19.5%（扣非后 yoy+21.1%）。公司 Q3 业绩表现亮眼，超出我们的前瞻预期（345 亿元），主要系公司稳油增气、提质降本效果卓越，维持 A/H“买入”评级。</p> <p>我们维持公司 24-26 年归母净利润预测 1523/1541/1550 亿元，同比增速为+23.0%/+1.2%/+0.6%，对应 EPS 为 3.20/3.24/3.26 元，以 0.91 港币汇率折算，结合 A/H 股可比公司估值（Wind、Bloomberg 一致预期 25 年平均 10.6/8.5xPE），考虑公司新项目成长性，给予 25 年 12.5x/9.0xPE，对应 A/H 目标价 40.50 元/32.04 港元，维持“买入”评级。</p> <p>风险提示：国际油价波动风险；新项目投产进度不达预期风险。</p> <p>报告发布日期：2024 年 10 月 29 日</p> <p>点击下载全文：中国海洋石油(883 HK,买入);600938 CH,买入)：油气产量高增长，降本增效成果卓越</p>
卫星化学 (002648 CH)	<p>近期受益于乙烷关税下调以及 C3 部分产品景气改善，公司竞争优势与盈利能力有望得到进一步提升。考虑 25 年公司 α-烯烃项目落地，预计 25-26 年业绩仍有增长空间。维持“增持”评级。</p> <p>我们预测公司 24-26 年归母净利润为 54.1/62.2/77.4 亿元，对应 EPS 为 1.61/1.85/2.30 元。可比公司 25 年 Wind 一致预期平均 11xPE，考虑公司气头烯烃领域成本优势，给予 25 年 13xPE，目标价 24.05 元（前值 20.35 元，对应 11xPE），维持“增持”评级。</p> <p>风险提示：新项目进度不及预期；下游需求不及预期；原材料价格波动。</p> <p>报告发布日期：2025 年 02 月 20 日</p> <p>点击下载全文：卫星化学(002648 CH,增持)：乙烷进口关税下调，C3 景气改善</p>

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测



风险提示

产油国协同减产意愿趋弱风险：

近几年，OPEC+成员国持续牺牲自身市场份额以支撑油价，其有效闲置产能已突破近十年均值水平，若该集团内部协同减产意愿持续趋弱致生产策略大幅转变，供应激增将对国际油价造成不利影响。

全球宏观经济运行不及预期：

石油需求与全球宏观经济环境息息相关，2024年以来，市场对石油需求大国的经济及工业活动情况的担忧不断加剧，若主要经济体陷入衰退或核心经济指标不达预期，将对全球石油需求造成不利影响。

新能源替代加速推进：

在“双碳目标”的推动下，电动化以及天然气替代持续对全球石油需求造成冲击，以中国、欧洲为首的地区和国家新能源汽车销量渗透率持续提升，若未来公共充电网络日益健全，电动车销量将会进一步提升，新能源替代效应加剧将对需求端造成不利影响。

免责声明

分析师声明

本人，庄汀洲、张雄，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中国石油（601857 CH）、中国石油股份（857 HK）、中国海洋石油（883 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师庄汀洲、张雄本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中国石油（601857 CH）、中国石油股份（857 HK）、中国海洋石油（883 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。
- 本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽，亦不试图促进购买或销售该等证券。如任何投资者为美国公民、取得美国永久居留权的外国人、根据美国法律所设立的实体（包括外国实体在美国的分支机构）、任何位于美国的个人，该等投资者应当充分考虑自身特定状况，不以任何形式直接或间接地投资本报告涉及的投资者所在国相关适用的法律法规所限制的企业的公开交易的证券、其衍生证券及用于为该等证券提供投资机会的证券的任何交易。该等投资者对依据或者使用本报告内容所造成的一切后果，华泰证券股份有限公司、华泰金融控股（香港）有限公司、华泰证券（美国）有限公司及作者均不承担任何法律责任。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持： 预计行业股票指数超越基准
中性： 预计行业股票指数基本与基准持平
减持： 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入： 预计股价超越基准 15% 以上
增持： 预计股价超越基准 5%~15%
持有： 预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间
卖出： 预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级： 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级： 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国： 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港： 华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国： 华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡： 华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问。公司注册号：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019
电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件：Huatai@htsc-us.com
<http://www.htsc-us.com>

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司